钟正生；张璐

# 海外宏观周报

# 美元的两面“镜子”：欧元和加密货币

■ **核心摘要**

**1、主题评论：美元的两面“镜子”。**今年 4 月以来，美元指数由涨转跌，截至 4 月 16 日，美元指数收于 91.5，相较 3 月 30 日的 93.3 已下跌约 2%。奇怪的是，美国近期经济数据和股市表现都不错，市场对美元及美元资产的信心应是充足的。**我们认为，理解美元的短期回落，可观察两大“货币”——欧元和加密货币。它们像是美元的两面“镜子”，因其走势与美元指数相反，且反射出国际经济走势、以及市场的资产配置思路的边际变化。**

**1）欧元。**美元指数中欧元占比高达 57.6%。今年 4 月以来，欧元自身明显走强，表现为欧元兑美元、以及欧元兑英镑的汇率均有上升。近期美欧经济的相对表现差距（预期）似乎有所缩窄：**一是，欧洲疫情改善预期转强。**欧洲复活节期间实施封锁的效果初显，欧盟疫苗接种已经突破 1 亿剂，疫苗覆盖率在 12%左右，近期欧盟委员会自己预计 7 月中旬或可实现“群体免疫”。**二是，欧盟财政刺激有望发力。**欧盟计划 7 月开始发行“下一代欧盟”(NextGenerationEU)计划下的 8000 亿欧元债券。**三是，欧央行表露出更多信心与克制。**欧央行官员近期已经开始“前瞻指引”，传递有关缩减 PEPP（疫情紧急救助计划）的信息，如 4 月 14 日法国央行行长表示，可能会在 2022 年 3 月退出 PEPP。而目前美联储（对外宣布）仍然未开始讨论缩减 QE。

**2）加密货币。**以比特币为代表，其价格今年呈现出波动上行趋势，且今年以来美元指数和比特币走势显现出明显的“跷跷板”效应。4 月以来比特币企稳于 5.8 万美元上方，且价格波动比之前显著减小。比特币波动率减弱，可能进一步激发市场对比特币的配置。加密货币受到的追捧和美元流动性过剩有直接关系，随着加密货币市场的体量增长与受众的进一步普及，其吸收流动性的作用可能会更加明显，继而对美元本身的需求和价值构成一定冲击。

**2、美国经济跟踪：经济数据强力反弹，美联储首提缩减 QE 时间线。**美联储现阶段货币政策取决于三大因素：疫苗、就业和通胀。近一周初请失业人数创新低，3 月零售销售数据环比大幅跃升，餐饮、服装等快速恢复，消费信心亦显著恢复。这不免让我们有所警惕：随着疫情改善、消费场景恢复，美国消费是否会迎来超强反弹，需求反弹是否会更快推升通胀。疫苗方面，拜登“2 亿剂疫苗”目标又提前完成，**美联储布拉德首次透露了对缩减 QE 时间线的思考，认为合适节点可能是疫苗接种率达到 75%时，我们预计 7-8 月美国可实现 75%人群接种，那么 7 月 27-28 日的 FOMC 议息会议很可能将开始讨论缩减 QE。**

**3、海外疫情与疫苗跟踪：**欧洲疫情好转，多国对解封做出部署；亚洲疫情仍在反扑，印度疫情持续恶化，单日新增确诊病例创疫情以来新高。疫苗方面，美国、欧盟疫苗接种量分别超过 2 亿、1 亿剂，接种速度进一步加快，欧洲“群体免疫”提上日程；强生疫苗安全再引波澜，但对美国群体免疫路径影响有限。

**4、全球资产表现：全球股市——俄股近一周强势反弹，欧元区股指在 2021 年继续领跑。**近一周，欧美、韩国以及中国香港市场的主要股指均出现 1-2%左右的温和上涨。**全球债市——长端美债利率继续下行。**10 期美债利率显著回落 8bp 至 1.59，其中实际利率跌 13bp，隐含通胀预期反而上涨 5bp。近期长端美债利率下行原因：1）国际风险上升刺激美债需求。如日本排放核废水、美国制裁俄罗斯等。2）技术层面近期空头减仓。3）近一周美债拍卖结果显示需求强劲，反向提振市场信心。**商品市场——国际油价大涨。**WTI 原油和布油期货分别涨 6.4%和 6.1%。美油库存下降推动油价上涨。此外，OPEC 和 IEA 两大国际组织均上调了 2021 年全球油需增量预期。**外汇市场——美元指数继续走低，加密货币仍受追捧。**

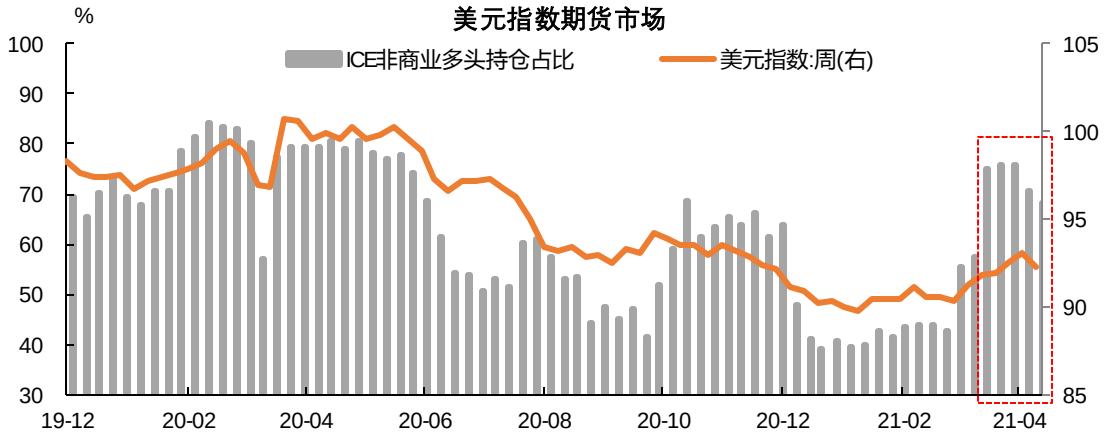
***风险提示：病毒变异与影响超预期，疫苗效用与推广不及预期，美国经济和通胀变化超预期，美联储货币政策变化超预期等。***

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

# 一、 主题评论：美元的两面“镜子”

**近期美元指数走势引发市场分歧。**今年 4 月以来，美元指数由涨转跌：截至 4 月 16 日，美元指数收于 91.5，相较 3 月 30 日的 93.3 已下跌约 2%。这样的走势再度加大了市场对于未来美元走势的分歧：一方面，美联储货币政策维持宽松，以及近期欧洲疫苗接种“迎头赶上”的迹象，确实为美元走弱提供基础；但今年以来美国疫情改善、疫苗推广领先、美国经济有望实现“一直独秀”，尤其近期公布的经济数据都不错，市场对美元及美元资产的信心应是充足的。3 月中旬以来，美元指数非商业多头持仓占比已经跃升至 2020 年上半年水平。

**图表1　2021 年 3 月中旬以来市场对美元已经拥有更多信心**




*资料来源: Wind,平安证券研究所*

**我们认为，近期观察美元走势、以及理解美元的短期回落，重点可观察两大“货币”——欧元和加密货币。它们像是美元的两面“镜子”，因其走势与美元指数相反，且反射出国际经济走势、以及市场的资产配置思路的边际变化。**

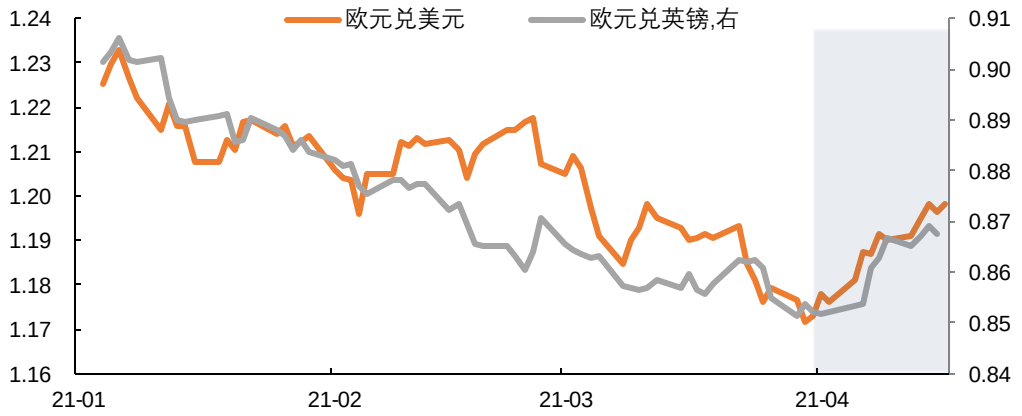
**美元的第一面镜子——欧元。**美元指数中欧元占比高达 57.6%。今年 4 月以来，欧元明显走强，表现为欧元兑美元、以及欧元兑英镑的汇率均有上升。究其原因，**近期美欧经济的相对表现差距（预期层面上）似乎有所缩窄：**

**一是，欧洲疫情改善预期转强。**此前，欧元区疫苗接种严重“跑输”英美、且疫情反扑，市场信心低迷。但欧洲自复活节期间实施封锁以来，新冠疫情有所控制，近期多国还宣布了解封路径。欧盟疫苗接种已经突破 1 亿剂，疫苗覆盖率在 12%左右，近期欧盟委员会自己预计 7 月中旬或可实现“群体免疫”。

**二是，欧盟财政刺激有望发力。**欧盟计划 7 月开始发行“下一代欧盟”(Next Generation EU)计划下的 8000 亿欧元债券。反观美国，3 月 30 日基建计划出炉后，市场的注意力有所转移，更关注拜登加税政策的落地及影响。

**三是，欧央行表露出更多信心与克制。**欧央行官员近期已经开始“前瞻指引”，传递有关缩减 PEPP（疫情紧急救助计划）的信息。如 4 月 14 日法国央行行长表示，可能会在 2022 年 3 月退出 PEPP，此前其荷兰同事说 PEPP 可能最早在今年三季度就终止。反观美联储，（对外宣布）仍然未开始具体讨论缩减 QE。由此看来，欧央行要么对经济复苏更有信心、要么对货币宽松更加克制，但这些均指向货币政策转向与欧元升值。

**图表2 2021 年 4 月以来欧元反弹**



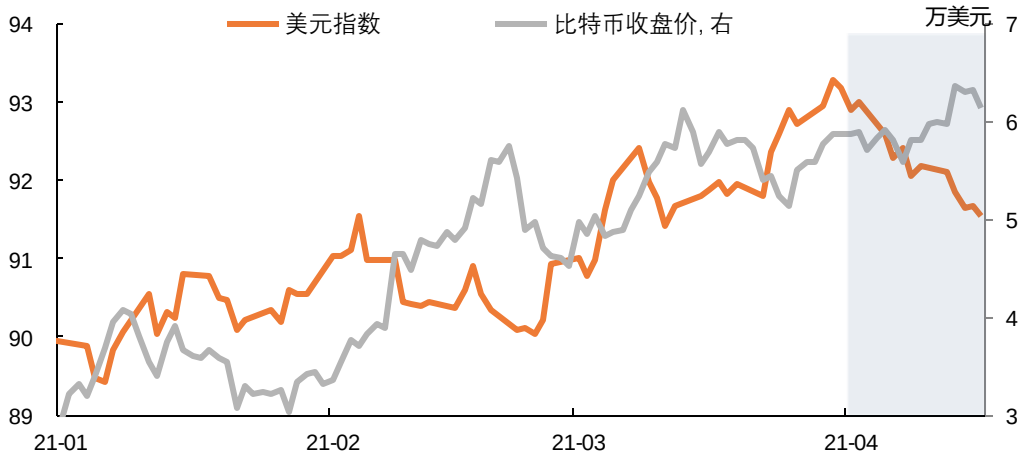

*资料来源:Wind,平安证券研究所*

**美元的第二面镜子——加密货币。**以比特币为代表的加密货币，其价格今年呈现出波动上行趋势，并引发市场热议。支持者认为，其更加“安全”，未来有望成为可流通的货币，且站在资产配置角度，其价格上涨本身意味着它（至少阶段性）具有一定配置价值。反对者认为，其投机成分居多，前期价格上涨与流动性泛滥有关，可能包含“泡沫”。

**近期市场对于以比特币为代表的加密货币的看法也出现了些许边际变化。**3 月下旬，BIS 举办了关于数字货币讨论会。整体来看，各国央行对推行数字货币偏谨慎，对比特币的看法较为消极，认为比特币的投机性质较强、且币值波动太大。但市场对比特币等加密货币仍保持热情：以马斯克为代表的企业加大加密货币配置，且正在尝试开拓比特币的支付应用场景；芝加哥商品交易所（CME）宣布计划推出迷你比特币（Micro Bitcoin）期货产品，料将进一步加大其流动性。**4 月以来，比特币企稳于 5.8 万美元上方，且价格波动比之前显著减小。**摩根大通认为，比特币的波动率趋于正常化，可能有助于重新激发机构对比特币未来前景的兴趣，鼓励机构布局数字货币市场。

**数据显示，今年以来美元指数和比特币走势显现出明显的“跷跷板”效应。**我们认为，加密货币受到的追捧和美元流动性“过剩”有直接关系。随着加密货币市场的体量增长与受众的进一步普及，其吸收流动性的作用可能会更加明显，继而对美元本身的需求和价值构成一定冲击。加密货币作为这个时代的产物，其未来是否能被大众接受为一种值得配置的“资产”，还需边走边看。但其对抗通胀资产（如黄金）以及避险资产（如美元）等可能构成的影响，或已不容忽视。

**图表3 今年以来比特币和美元指数呈现“跷跷板”关系**




*资料来源:Wind,平安证券研究所*

# 二、 海外重点跟踪

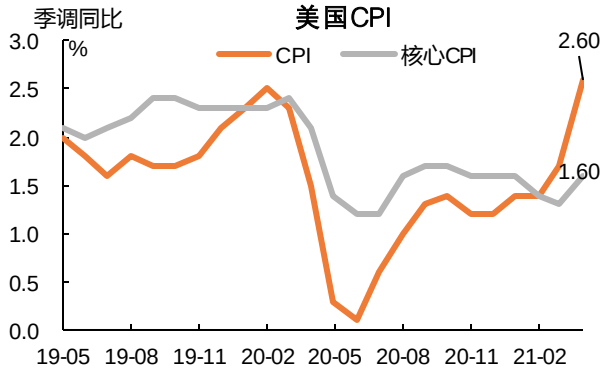
## 1、美国经济跟踪：经济数据强力反弹，美联储首提缩减 QE 时间线

**美联储现阶段货币政策取决于三大因素：疫苗、就业和通胀。近一周初请失业人数创新低，就业边际恢复加速。3月零售销售数据环比大幅跃升，餐饮、服装等快速恢复，消费信心亦显著恢复。这不免让我们有所警惕：随着疫情改善、消费场景恢复，美国消费是否会迎来超强反弹，需求反弹是否会更快推升通胀。疫苗方面，拜登“2亿剂疫苗”目标又提前完成，美联储布拉德首次透露了对缩减 QE 时间线的思考，认为合适节点可能是疫苗接种率达到 75%时，我们预计 7-8 月美国可实现 75%人群接种，那么 7 月 27-28 日的 FOMC 议息会议很可能将开始讨论缩减 QE。**

4 月 14 日美联储发布“褐皮书”：**1）经济活动方面，对经济活动的描述从“小幅复苏”提升到“温和复苏”**；美国的经济活动从 2 月底开始加速，到 4 月初时的步伐已经温和，消费者支出得到改善，其中旅游业的报告更加乐观，因为受到休闲活动和旅行需求的提升支撑。**2）就业方面，**多数地区就业人数已有小幅至中等程度的增长，未来预期乐观；不同行业就业增长速度有所区别，而招聘仍是普遍的挑战。**3）物价方面**，预计短期物价仍将持续上涨；物价上涨速度略有加快，但各地区物价涨幅有别；因供应链问题，多个行业成本全面上升，但销售价格的上涨落后于成本上涨。此外，4 月 12 日纽约联储发布 3 月消费者预期调查报告，未来一年通胀预期上升至 3.2%，未来三年通胀预期上升至 3.1%，均创 2014 年年中以来新高。

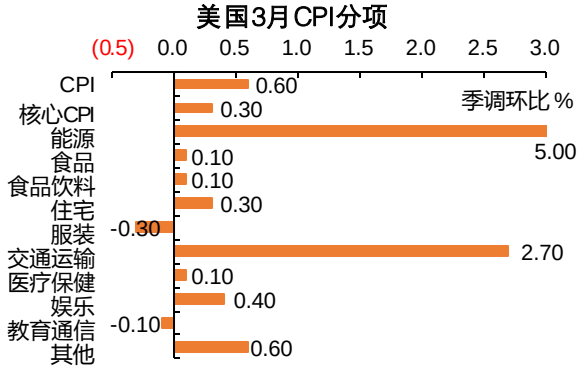
4 月 13 日美国劳工统计局公布数据显示，美国 3 月 CPI 同比增长 2.6%，预期增长 2.5%，前值增长 1.7%，创下 2018 年 8 月以来的最高水平。需注意，3 月 CPI 的基数并不算低，虽然 2020 年 3 月美国已开始出现疫情，但 CPI 同比仍增长 1.5%，基本等于 2019 年三季度的水平。**CPI 增长的最大驱动力是能源价格的上涨，**能源和（与能源品强相关的）交通运输项环比分别增加 5%和 2.7%。3 月核心 CPI 同比增长 1.6%，环比增长 0.3%，涨幅仍较温和。

**图表4　美国 3 月 CPI 同比大幅跃升**




*资料来源: Wind,平安证券研究所*

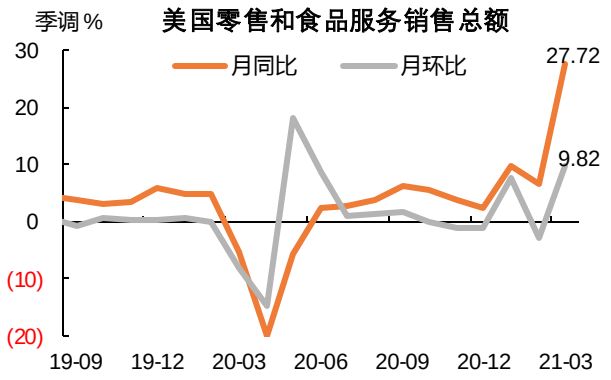
**图表5　其中能源价格上涨是主要驱动力**




*资料来源: Wind,平安证券研究所*

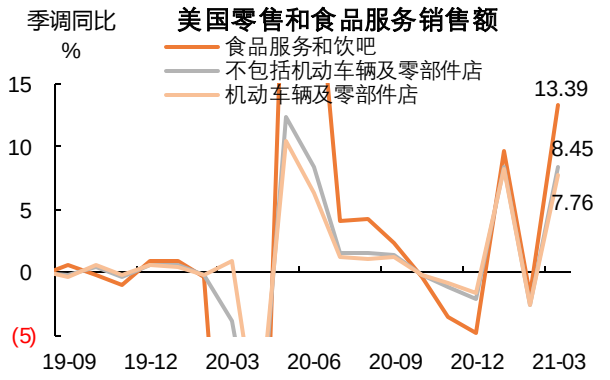
4 月 15 日美国商务部发布数据显示，美国 3 月零售销售环比上升 9.8%，预期 5.8%，在经历上个月环比下降 2.7%后实现反弹，创下 2020 年 5 月以来的最大涨幅。由于低基数，3 月零售销售同比上升 27.7%。分项看，食品服务销售额增长 13.4%，服装零售商销售额增长 18.3%，均为 2020 年 6 月以来最高增幅。

图表6 美国3月零售销售环比大幅跃升




资料来源:Wind,平安证券研究所

图表7 其中食品服务销售额增长显著

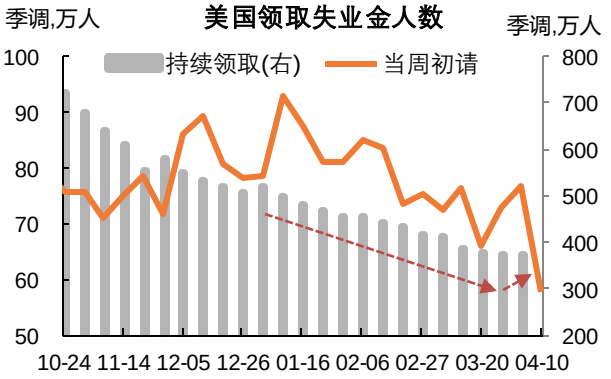



资料来源:Wind,平安证券研究所

4月15日美国劳工部公布数据显示，截至4月10日当周，美国首次申请失业救济人数为57.6万人，预期为70万人，前值（修正后）76.9万人，创2020年3月14日当周以来新低。不过，由于前值较高，近两周平均值为67.3万人，仍高于3月20日当周的65.8万人。此外，截至4月3日当周的续请失业金人数为373.1万人，前值372.7万人，意味着续请人数结束了今年1月以来持续下滑的走势。目前续请失业金人数仍为疫情前水平的2倍。

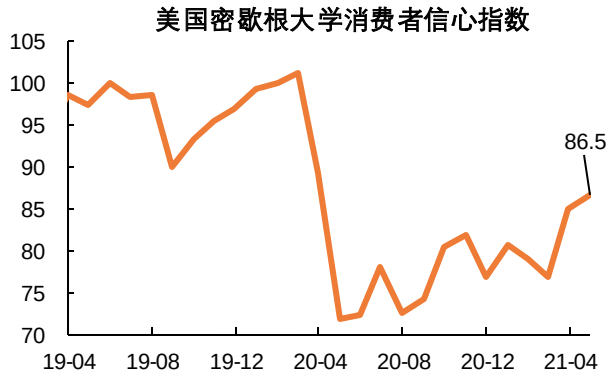
4月16日公布的4月密歇根大学消费者信心指数为86.5，相较3月的84.9继续上升，同时也创2020年3月疫情以来新高，但低于89.0的市场预期。密歇根大学调查中，消费者对未来一年通胀的预期值为3.7%。此外，经济现况指数从3月的93.0升至97.2，消费者预期指数则持平于79.7，三项数据均创下了2020年3月以来的新高。

图表8 初请失业金人数大幅下降、但前周续请人数抬头




资料来源:Wind,平安证券研究所

图表9 美国4月消费信心继续恢复




资料来源:Wind,平安证券研究所

**疫苗方面，**目前美国已经注射超过2.02亿剂疫苗，**拜登“2亿剂疫苗”新目标提前2个星期完成。**目前美国有38.5%的人口接种了至少1剂疫苗，近一周平均接种速度超过330万剂/天，预计覆盖全美75%人口还需要3个月。**疫苗安全再引波澜，但对美国“群体免疫”之路影响有限。**4月13日，美国疾控中心（CDC）、食品和药物管理局（FDA）发表联合声明称，因出现“罕见和严重”血栓的病例，建议暂停接种强生疫苗。**强生疫苗的影响料将有限，**根据我们在报告《美国离“群体免疫”还有多远？》中的计算，**暂停强生可能只会使“群体免疫”延后3-8天。**另外，疫苗对货币政策

转向的影响值得关注，圣路易斯联储主席詹姆斯·布拉德（James Bullard）接受采访时表示，对缩减 QE 的讨论可能将在疫苗接种率达到 75%时提上日程。正如我们在前述报告中所述，“75%”是较为合理的群免目标，而我们预计 7-8 月美国可实现 75%人群接种。因此，**美联储在 7 月 27-28 日的 FOMC 议息会议大概率将开始讨论缩减 QE。**

## 2、海外疫情与疫苗跟踪：欧洲“群体免疫”提上日程

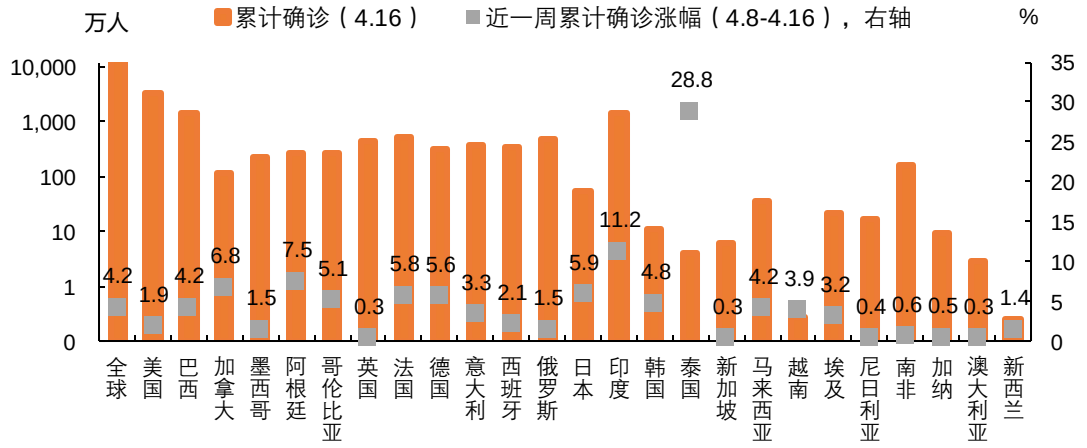
**全球疫情又现反扑，**截至 4 月 16 日，全球新冠累计确诊 1.40 亿人，近一周全球累计确诊增长 4.2%，前值 3.8%。

**欧洲方面，**累计确诊人数涨幅继续回落，法国（5.8%，前值 6.1%）和意大利（3.3%，前值 3.6%）均有所改善。虽然目前欧洲多国仍处在封城阶段，但部分国家已将解封提上日程：意大利预计自 4 月 26 日起放松管控；法国预计到 5 月 2 日结束封锁状态。

**亚洲方面，印度仍处在风口浪尖。**本周累计确诊涨幅最高的国家是泰国（28.8%，前值 6.9%），泰国政府依旧强调“不封城、不宵禁”，但 4 月 18 日起将升级防疫措施，包括关闭娱乐场所及教育机构等，实行时间至少两周。涨幅同样达到两位数的还有印度（11.2%，前值 7.3%），当地时间 4 月 15 日，印度单日新增新冠确诊病例超 20 万例，创疫情以来新高，印度医院床位和氧气供应严重告急；印度总理莫迪 14 日宣布，印度将继续实施 18 天的全国封城。

**美洲方面**，美国本周累计确诊依然维持平稳（1.9%，前值 1.8%）；巴西累计确诊涨幅虽然保持稳定（4.2%，前值 4.2%），但是死亡率居高不下，进入 4 月以来，巴西新冠肺炎日均新增死亡人数达到 3000 人左右，医疗系统处于崩溃边缘。

**图表10　近一周各国新冠疫情发展情况一览（截至 4 月 16 日）**



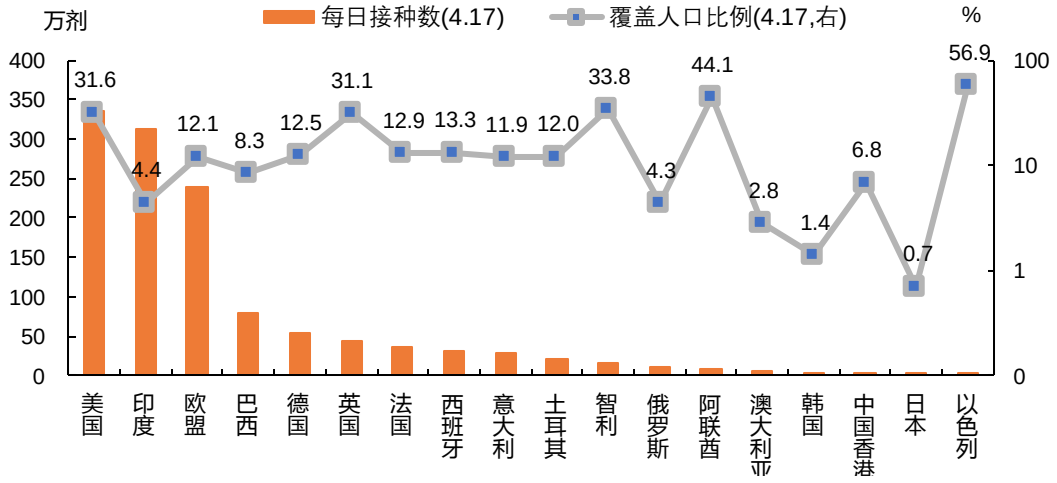

*资料来源: Wind,平安证券研究所*

**全球疫苗接种继续提速，**据 Bloomberg 统计，截至北京时间 4 月 17 日，全球已经有 155 个国家接种了近 8.7 亿剂疫苗，全球平均每天接种约 1740 万剂（前一周约为 1710 万剂）。

**欧洲方面，** 英国累计接种 4151 万剂，覆盖人口比例达到 31.1%。英国伦敦大学学院（UCL）模型显示，**预计英国在 4 月 12 日有 73.4%人口形成免疫**（包括因接种疫苗、感染痊愈、或天然免疫获得的新冠病毒保护力），英国有望成为最先形成“群体免疫”的国家；欧盟累计接种量破 1 亿剂，上周平均接种速度达到历史新高 239 万剂/天（前值 194 万剂/天），**欧盟官员预计欧洲大陆将在 7 月中旬形成群体免疫。**

**亚洲方面，**印度近一周平均接种速度为 313 万剂/天（前值 389 万剂/天），覆盖人口比例仅为 4.4%，疫苗短缺成为印度当前难题。

**图表11 海外新冠疫苗接种进度一览（截至 4 月 17 日）**




*资料来源: Bloomberg（数据获取日为北京时间 4 月 17 日）,平安证券研究所*

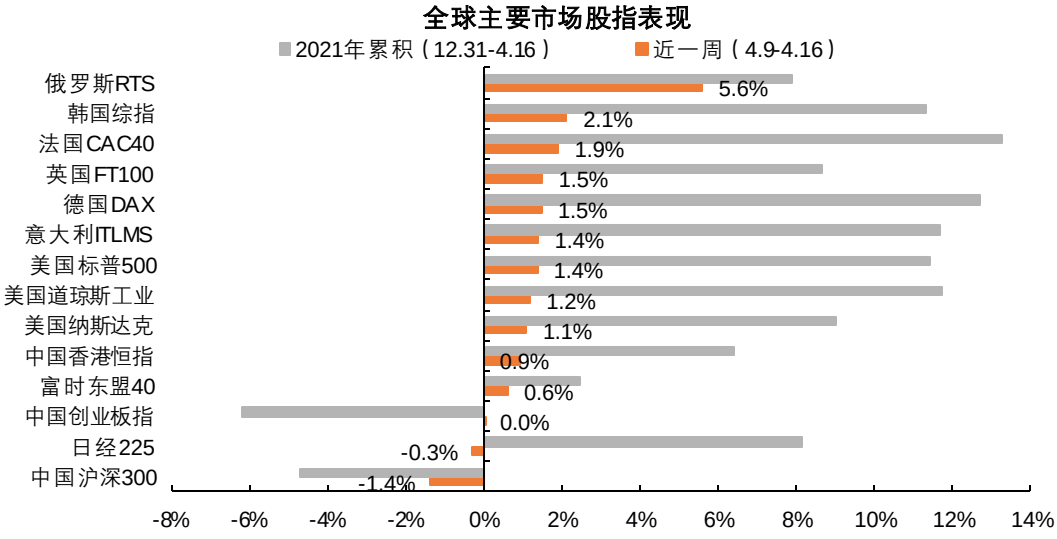
# 三、 全球资产表现

## 1、全球股市——俄股近一周强势反弹，欧元区股指在 2021 年继续领跑

近一周（截至 4 月 16 日），俄罗斯 RTS 指数涨 5.6%领跑全球，这与国际油价反弹有关。欧美、韩国以及中国香港市场的主要股指均出现 1-2%左右的温和上涨。A 股沪深 300 和日经 225 指数分别跌 1.4%和 0.3%。2021 年以来，欧元区股市继续领跑全球，法国 CAC40、德国 DAX 和意大利 ITLMS 三大股指分别涨 13.3%、12.7%和 11.7%。美股方面，标普 500、道指和纳指在近一周分别涨 1.4%、1.4%和 1.2%，均创下历史新高。

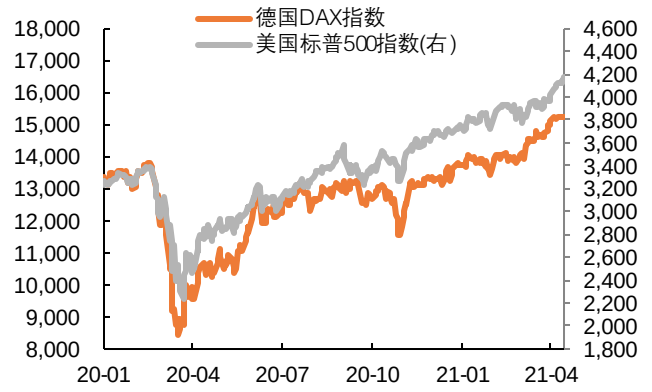
进一步对比美股和欧股疫情以来的走势，我们发现 2020 年疫情后，德国股市比美股回撤幅度更大，而在此后的恢复速度也相较缓慢；而 2021 年以来，德股整体而言的涨势比美股更加迅猛。这一方面帮助理解近期欧洲市场上涨，部分原因是疫情冲击以来市场反弹的延续。另一方面，美股自疫情冲击以后已经保持着较长时间的强势，这样的走势能否持续，可能需要进一步观察和思考。

**图表12 俄股近一周强势反弹，欧元区股指在 2021 年继续领跑**



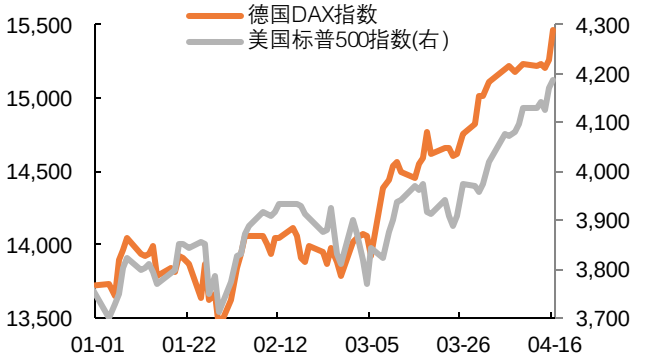

*资料来源: Wind,平安证券研究所*

图表13 疫情爆发后，德国股市比美股恢复更缓慢




资料来源:Wind,平安证券研究所

图表14 2021年以来，德国股市涨势更加迅猛




资料来源:Wind,平安证券研究所

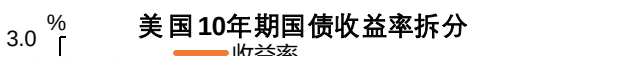
## 2、全球债市——长端美债利率继续下行

近一周（截至4月16日），中长端美债利率均出现不同程度的回落，其中10期及以上美债利率均显著回落8bp。其中10年期TIPS利率（实际利率）跌13bp，继而隐含通胀预期反而上涨5bp。全球主权债方面，印度、德国等10年国债利率反弹，但俄罗斯、中国国债利率回落。

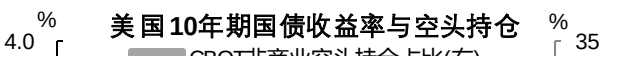
4月15日10年美债利率收1.56，比上日跌8bp；其中TIPS隐含通胀预期为2.33未变、实际利率跌8bp至-0.77；4月16日美债利率收1.59。**近期长端美债利率下行原因：**1）国际风险上升刺激美债需求。如日本排放核废水、美国制裁俄罗斯、强生疫苗暂停接种等。**2）技术层面近期空头减仓。**在美债3月30日升破1.75%高位后，截至4月6日的一周空头减仓明显、多头有所增加，预计近期仍有类似趋势。**3）近一周美债拍卖结果显示需求强劲，反向提振市场信心。**

4月12日、13日，美国财政部分别进行了380亿美元10年期国债、240亿美元30年期国债的拍卖。其中，10年期美债得标收益率为1.680%，投标倍数为2.3；30年期美债的得标利率为2.32%，投标倍数2.47。数据显示，30年期美债的需求强劲，其得标利率低于预发行收益率1.8个基点。而拍卖数据也反向提振了市场信心，一定程度上提振了所有年期美债需求，使包括10年期在内的美债利率走低。

图表15 近一周10年美债利率跌8bp、通胀预期升5bp




图表16 10年美债空头持仓占比与收益率走势正相关




预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19007