

# 外匯市場 每週展望

2015年3月23日- 29日

## 外匯市場周報 - 目錄

p3	經濟	希臘鬧劇仍在上演 - Peter Rosenstreich	+
p4	外匯市場	交易者保持謹慎，因瑞士央行維持利率不變 - Ipek Ozkardeskaya	+
p5	外匯市場	抗議和經濟資料令巴西雷亞爾面臨更大拋壓 - Ipek Ozkardeskaya	+
p6	經濟	美聯儲提升了6月升息門檻 - Luc Luyet	+
p7	外匯市場	英國央行發表言論打壓英鎊強勢 - Luc Luyet	+
p8	外匯市場	歐元兌美元淨空頭持倉過高推動反彈行情 - Luc Luyet	+
p9	免責聲明		

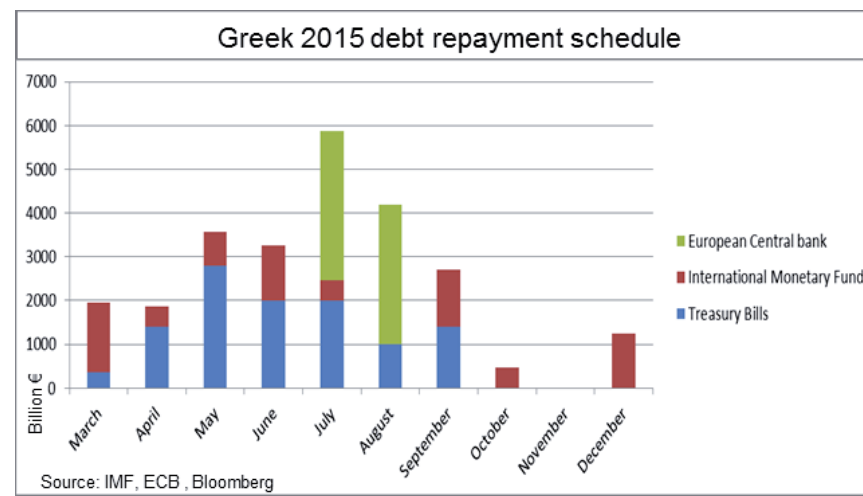
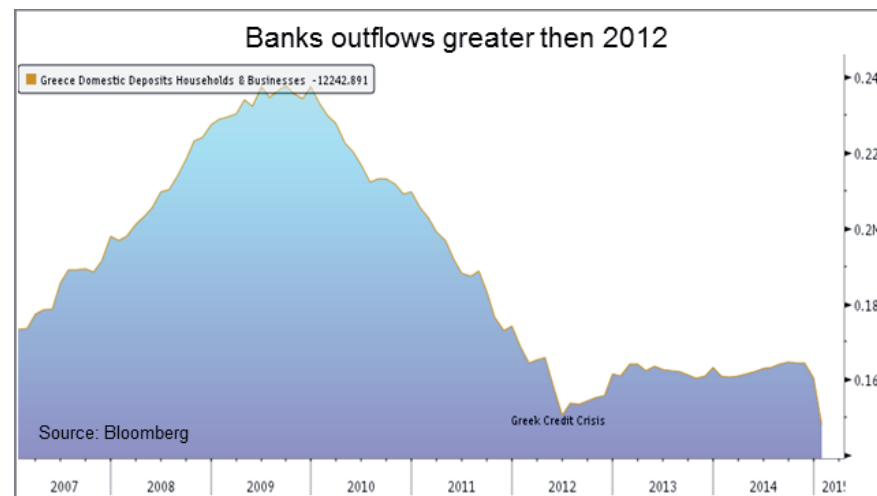
經濟

希臘鬧劇仍在上演

我們仍舊高度懷疑當前的希臘協議策略；而希臘2年期收益率上升至22%之上回應了這一觀點。該策略將貸款方推向容忍極限，只是在最後一分鐘獲得了和解。與此同時希臘國內的形勢迅速惡化。由於奇普斯拉對歐洲的態度強硬且希臘拒絕升級公共財政或是改革方案，雙方的緊張情緒達到新的高點。然而，經過與歐洲領導者馬拉松式的會晤之後，希臘同意實施新的改革方案以獲得額外的援助資金，避免破產。

希臘方面的局勢呈現螺旋式的失控，急需新的資金制止全面崩潰。可能有所預兆，媒體消息現在報導稱歐洲央行正在考慮允許有限的希臘銀行購買希臘政府債務，這發生在將ELA增加4億歐元的數天之後。增長小幅改善，但困難仍舊巨大。政局的不確定性讓參與者的融資行為付出代價。國內和國際投資者幾乎全部消失。銀行的存款被提取至境界水準(估計20-30億歐元/天)，存款水準遠低於2012年的低點(引發了資本控制的傳聞)。同時作為奇普斯拉改革措施的關鍵，逃稅繼續讓急缺現金的政府雪上加霜(儘管自1月的10.48億歐元缺口有所減緩)。

奇普斯拉繼續表演，直至最後一刻才簽署了2月份就提出的協議。不過，政治反彈以及以改革換資金讓新政府陷入困境。希臘公民選舉Syriza並非是為了改革，但現在遇到強硬的債權人。任何德國同意的大幅度的改革方案都會遭遇來自立法方面的阻力。國內面臨巨大壓力，同時大規模的債券償還即將到期，6月需償還14億歐元，7月為35億歐元。希臘已經沒有時間再拖延與IMF、歐洲央行和歐元集團達成必要的協定。



## 外匯市場

## 交易者保持謹慎，因瑞士央行維持利率不變

取消歐元兌瑞郎掛鉤對瑞士貿易、增長和通脹造成壓力

瑞士央行如市場預期保持現狀。1月15日以來瑞郎升值的負面影響在經濟資料顯而易見。瑞士2月貿易盈餘縮小至24.7億(2010年9月以來最低)，其中出口下降2.8%(前一月為上升2.9%)，進口大增3.1%(前一月為下降2.2%)。瑞士貿易帳疲弱將會延續，因為瑞郎升值導致瑞士產品競爭力下降，而其歐洲鄰國正在艱難走出經濟疲弱。增長和通脹預期大幅向下修正。瑞士通脹預期目前從此前的0.2%調降至-1.0%，同時2015年經濟增長預期值從此前的3.1%調降至0.9%。考慮到歐洲的疲弱，幾乎1%的預期值都是樂觀預期。瑞士增長在2015年上半年出現負增長的可能性上升，因為經濟需要至少2個季度吸收和穩定歐元兌瑞郎底線取消之後的打擊。第三季度的復蘇則取決於下行風險，將依賴於歐元區經濟復蘇的步伐。

貨幣市場小幅調整

瑞士央行決議之後，歐元瑞士期貨上漲至110.92之後回落至110.79(與官方利率-75個基點保持一致)，未平倉合約為過去15日均值的1.5倍。瑞士央行決議之後的貨幣市場定價表明，由於歐元的拋售壓力並不會減弱，市場仍舊擔心瑞士央行實施更低的負利率。考慮到全球宏觀環境，瑞士央行仍有空間在緊急情況下調降利率。如果歐元風險成為現實，市場會很容易的吸收15-25個基點的降息。(希臘退歐、希臘不能償債、對節支和歐洲央行的抗議升級)。

瑞士央行可能會購買大量的歐元，將歐元兌瑞郎保持在內定的1.05/1.10區間。FOMC會議之後歐元反彈將導致歐元兌美元陷入1.0458/1.0870(3月16日低點/2月-3月跌勢的38.2%回撤位)區間之內，瑞士央行將獲得喘息時機。

## 外匯市場

## 抗議和經濟資料令巴西雷亞爾面臨更大拋壓

政治動盪和高通脹抵消了美元弱勢

巴西的政治動盪令巴西雷亞爾兌美元在3月20日當周跌向12年新低。FOMC會議之後的反彈受限於3.1910，持續的政治壓力導致投資者在3.20下方逢低買入，形成了底部。教育部長Comes的辭職增加了該國的政治壓力，最近再次當選的總統Rousseff和政府陷入巴西石油公司的貪腐醜聞。巴西石油公司今天將被提交反腐敗，我們看到憤怒的民眾很難滿足任何提案，並準備在週末開展新一輪的街頭抗議。交易者很顯然不願在週末持有巴西雷亞爾多頭倉位，因此我們將看到週末前投機多頭了結，巴西雷亞爾將延續當前弱勢。

由於貪腐醜聞導致街頭力量上升，主權評級下調的風險令持有雷亞爾資產的投資者感到擔憂。5年期信貸違約上升至6年高點(306.340點)。雷亞爾等級下調將導致當前資本外流加速，增加雷亞爾的拋售壓力，並因此導致通脹加速上升。正如預期，截至3月15日當月的IPCA-15 (每月15日之間收集的擴展的全國消費者物價指數)上升1.24%，導致通脹年率達到7.90%，為2005年來最高。由於政府取消物價限制，巴西的同行壓力將在全球油價下跌的情況下高企(雷亞爾貶值抵消了油價下跌)。消費者物價上升預計將導致央行在4月29日政策會上升息。這意味著更強的通脹資料讓巴西央行重新採取強硬立場並觸發巴西雷亞爾短線調整，吸引套息交易。然而基本面看，風險投資者將您預案重新配置資金，以分散低利率差的風險資產。同樣需要注意的是，評級下調將限制巴西雷亞爾和雷亞爾資產的抵押價值，因此間接影響到投資組合的總回報。這也是為什麼更高的回報並非總是反映出配置增加。

巴西將迎來多數據周：是時候面對現實

巴西雷亞爾將進入多資料的一周：海外直接投資、經常帳、失業率和第四季度GDP資料將在未來一周指引投資者。經常帳赤字幾乎沒有改善，巴西石油公司醜聞以及對總統Rousseff和政府的憤怒令投資者不敢增加投資，同時還有脆弱的財政狀況，這些令巴西經濟處於滯漲邊緣。下周資料將對經濟狀況給出量化的總結，並決定巴西雷亞爾是否會進一步貶值。

歐元全面貶值對巴西雷亞爾的影響甚微。歐元兌雷亞爾擴大漲幅至3.50之上，即便是歐元回報很低。我們認為歐元兌雷亞爾超買：資金逃離巴西政治動盪的努力令套息資金流向歐元的不再獲得支持，歐元區的地緣政治處於相似的狀況。雷亞爾兌英鎊、瑞郎超賣以及投機期貨淨空頭(截至3月10日為-8550)表明可能出現較強的空頭回補。不過下一周出現該行情的可能性極低。

經濟

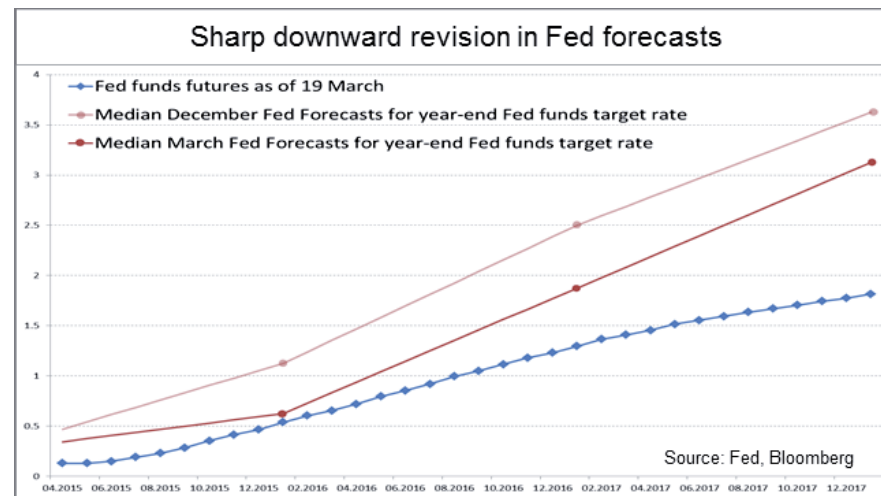
美聯儲提升了6月升息門檻

美聯儲經濟預期大幅下調

正如預期，美聯儲FOMC3月會議聲明取消了“耐心”前瞻指引，表明美聯儲可能會在未來幾次會議上開始升息。不過美聯儲大幅向下修正經濟預期，尤其是長期名義失業率以及短期通脹前景，強烈暗示升息時間將遲於6月。事實上，通過調降長期失業率(從5.2%-5.5%調降至5.0%至5.2%)，美聯儲提升了升息所需的門檻。此外，美聯儲主席耶倫同時提到近期美元升值通過打壓進口物價，是抑制通脹的因素。因此看起來美聯儲希望避免美元升值過快。

美元短線受挫但長期前景不變

其導致的影響可見于美聯儲基金利率的預期中值下修：2015年底預期值從1.125%調降至0.625%；2016年底預期值從2.50%下調至1.875%；2017年預期值從3.625%調降至3.125%。儘管升息可能推遲，但美聯儲沒有調整未來升息的步伐。由於這些變化，美元可能走軟。然而，波幅可能因美元多頭過高而被擴大(見第8頁)。我們懷疑美聯儲對美國經濟前景過於謹慎，因為增長和通脹前景的小幅調整導致了美聯儲基金利率預期值的大幅修改。事實上，我們繼續預計勞動力市場進一步改善，並將轉化為薪資增長，同時房產市場疲軟的部分原因是不利的天氣條件。因此，儘管現在看起來最可能是9月升息，美聯儲預期的新利率道路暗示美元可能會有意外利好。總體上，FOMC會議之後的美元弱勢不會改變主要上升趨勢，繼續傾向於逢低買入策略。



## 外匯市場

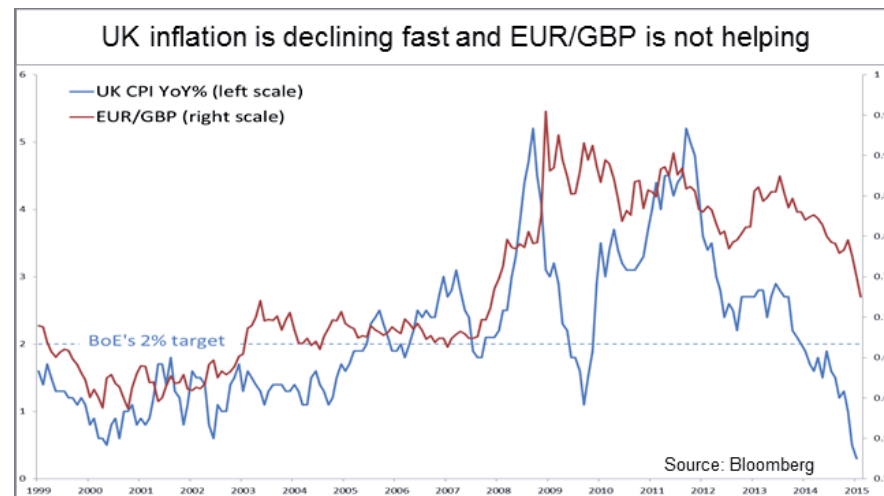
## 英國央行發表言論打壓英鎊強勢

### 英鎊烏雲籠罩

英國大選相關的不確定性可能會對英鎊帶來壓力，而且英國央行成員近期的言論暗示英鎊進一步升值將對通脹前景造成威脅。事實上，英國央行行長卡尼在3月12日的商業聽證會上表示，“可能需要考慮持續的海外低通脹以及強勢英鎊產生的持續外部通縮力量”對英國CPI的影響。此外，英鎊持續的漲勢無助於減少英國的大規模經常帳赤字。儘管對美元計價的原材料的進口以及將產品銷往歐元區會對英國企業帶來傷害，但Martin Wheale在3月11日警告匯率上升帶來的風險。

### 英國央行抑制英鎊流入的選項有限

造成英鎊自年初以來的強勢的部分原因是資產配置：由於歐洲的大幅部分央行實施了負利率，相對貨幣政策分化支援資金流入英鎊。降息或擴大QE看起來是極端的回應，英國央行選擇了推遲升息預期。考慮到歐元兌英鎊對英國通脹前景的影響，該央行可能會推遲升息，甚至等待歐洲央行結束QE，以限制英鎊的吸引力。總體上，英國的疲弱通脹前景比強勁增長資料對英鎊的影響更為明顯。因此，我們預計英鎊進一步走低：英鎊兌美元預計將跌向強支撐1.4231(2010年5月低點)，歐元兌英鎊可能會在0.7000支撐區域上方盤整，阻力位於0.7455(2015年2月12日高點)和0.7592(2015年2月3日高點)。



## 外匯市場

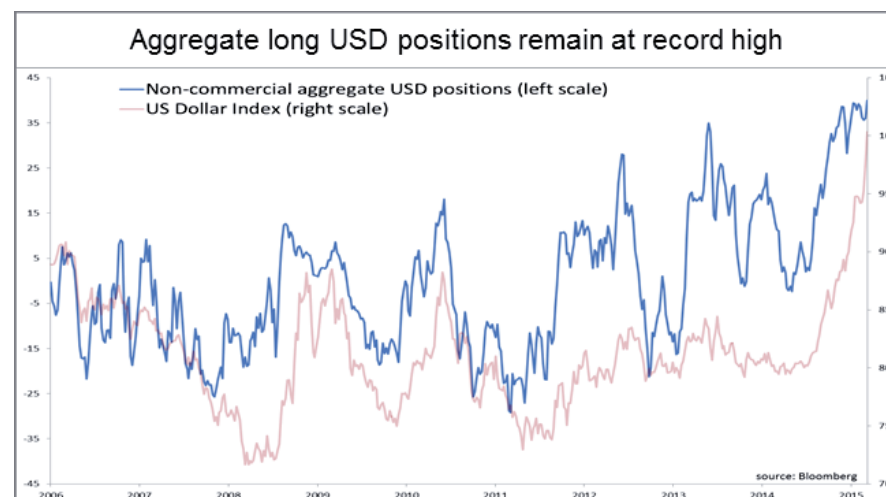
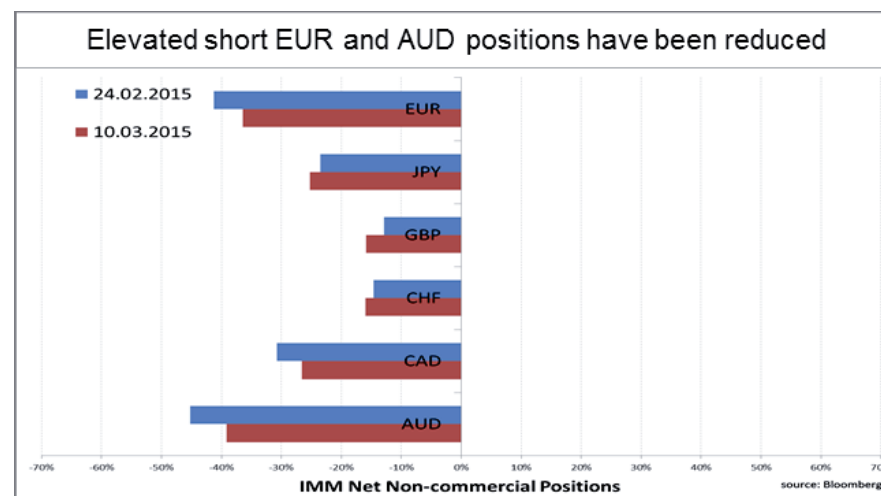
## 歐元兌美元淨空頭持倉過高推動反彈行情

國際貨幣市場(IMM)的非商業頭寸可用於判斷資金從一個貨幣轉移至另一個貨幣，通常在頭寸達到極端狀態時，可以作為轉勢的信號。

IMM資料公佈了2015年3月10日結束一周的投資持倉。

歐元、加元和澳元空頭大幅減少和綜合美元多頭創出記錄新高之間的衝突需要一些解釋。原因在於綜合美元頭寸並不計入未平倉合約，而是除以其他貨幣。不過，未平倉合約會考慮商業頭寸(例如對沖)，這些頭寸處於高位水準。因此，歐元、澳元和加元空頭持倉減少主要是由於未平倉合約上升。總體上，歐元空頭持續處於高位可能導致歐元兌美元反彈，可見於FOMC會議之後的行情。然而預計不會改變歐元兌美元的主要跌勢。

近期英鎊兌美元跌破關鍵支撐1.4814以及英鎊略為淨空頭，並沒有對英鎊帶來不利。我們預計英鎊在未來幾個月將進一步走低。





## 免責聲明

瑞訊銀行已經盡最大的努力確保本報告引用及使用的數據的可靠性，但並不保證所有的數據都正確。且瑞訊銀行及其下屬公司對本報告內容的錯誤、遺漏，或相關準確性、完整性或可靠性不承擔任何責任。本報告並不構成賣出和/或買入任何金融產品的推薦，且不可視為誘導和/或提供進行任何交易。本報告僅為經濟研究，並非試圖構成投資建議，或誘導進行證券或任何其他類型的投資交易。儘管每種投資均包含一定程度的風險，但進行場外外匯交易的虧損會風險非常巨大。因此如果您考慮在該市場交易，應該注意到相關的風險並因此在投資之前作出明智的決定。本報告的內容並非構成交易建議或策略。瑞訊銀行非常努力的提供可靠、廣泛的資訊，但我們並不聲稱資訊為準確或完整。此外，我們在報告中的觀點或數據改變時沒有提醒義務。本報告中所陳述的所有價格僅作提供資訊之用，並非對某種證券或其他投資工具的估值。

本報告僅會在適用法律允許的環境中發佈。本報告的內容並非聲明以上任何投資策略或推薦適合或合適每個接收者所處的環境，或構成個人推薦。本發佈產品僅為提供資訊之用，並非構成建議，且在任何法律管轄區不能被認為是誘導或提供買入或買入任何證券或相關金融工具。除了與瑞訊銀行及其下屬公司和附屬機構相關的資訊外，我們沒有明確或是隱晦的聲稱或保證本報告資訊的準確性、完整性或可靠性，或試圖將其製作成報告所指證券、市場或行情的完整論述或總結。瑞訊銀行並不保證投資者將盈利，或與投資者分享任何投資盈利，或對任何投資虧損承擔任何責任。投資涉及風險，投資者應該謹慎作出投資決定。接收者不能將本報告視為其自己判斷的替代。本報告表達的任何觀點僅作提供資訊之用途，可在不做通告的情況下作出修改，由於使用不同的推斷和標準，本報告的觀點可能與瑞訊銀行其他業務部門或團隊的觀點不同或對立。瑞訊對於基於本報告全部或部分作出的交易、結果，不論盈利或虧損，並不能被綁定或承擔責任。

瑞訊銀行策略部門完全有權利單方面決定研究的開始、更新和停止。本報告的分析基於多種推斷。不同的推斷方式可能造成非常不同的結果。負責制作本報告的分析師可能與交易部門、銷售部門和其他部門溝通，以收集、整合及解釋市場訊息。瑞訊銀行沒有義務更新或保留本報告內容，對於基於本報告全部或部分作出的交易、結果，不論盈利或虧損，瑞訊不承擔責任。

瑞訊銀行明確禁止在沒有獲得瑞訊銀行書面批准的情況下對外傳播全部或部分本報告。對於協力廠商作出的與此相關的任何行動，瑞訊銀行不承擔任何責任。© 瑞訊銀行 2014。版權所有。