

外汇市场 每周展望

2016年2月15日-21日

外汇市场每周展望 - 概要

p3	经济	瑞士通缩加剧但瑞郎走强 - Peter Rosenstreich
p4	经济	澳大利亚和加拿大喜忧参半 - Yann Queleenn
p5	经济	市场对日本央行信心减退，日元上涨 - Arnaud Masset
p6	经济	银行信贷风险升高 - Peter Rosenstreich
p7	经济	耶伦承认不排除负利率 - Yann Queleenn
p8	外汇市场	IMM非商业持仓 - Arnaud Masset
p9	主题交易	全球熊市
	免责声明	

经济

瑞士通缩加剧但瑞郎走强

瑞士1月通胀数据仍旧位于深度通缩水平，与市场普遍预期一致。瑞士CPI年率下降1.3%，月率下降0.4%，同时核心CPI月率降幅从0.1%扩大至0.4%。瑞郎兑美元和欧元上涨的主要原因是风险情绪恶化，而非国内经济改善。上周公布的疲弱物价前景只是推动了市场对瑞士央行采取行动的预期。近期官方即期存款大增(从5595亿增加至5754亿)以及瑞郎持续走软，令交易者认为存在外汇市场干预。

由于持续的瑞郎价值效应以及资产负债表已经庞大，我们认为瑞士央行不可能进行了干预。不过稳定的避险交易反转了瑞郎强势。然而，面对经济疲软和强势瑞郎，瑞士央行将采取行动的可能性明显增加。也就是说，直接干预外汇的可能性不及进一步调降已经为负的利率(尽管两种皆由可能性)。瑞士央行行长托马斯·乔丹已经表明他的观点，即瑞郎估值过高，利率可以“低于当前的水平”(目前利率区间下线为-0.75%)。有趣的是负利率并未对扭转资产流入造成显著的影响，只是减缓了瑞郎的买盘，同时我们看到一些其它央行也在实施同样的策略。

随着对全球银行的健康状况担忧、油价下跌以及人民币贬值预期的上升，导致投资者开始远离风险，外汇市场上避险货币需求增加。目前货币政策分化推动的美元强势减退、预计欧洲央行将在3月增加刺激以及全球不确定性推动资金流向瑞郎，瑞士央行再次处于不安的状态。瑞士央行需要让瑞郎对海外和国内买家的吸引力下降，但事实上可用的工具有限。不过，现在采取行动还为时过早，因此预计瑞郎对G10货币将继续上涨。



经济

澳大利亚和加拿大喜忧参半

处境艰难

只要当前OPEC成员国供应过量的状况延续，油价将持续面临下跌压力。看起来供应过量的阶段目前还远未结束。布伦特油价目前交易于31美元附近，澳大利亚、加拿大等一些国家因此受到打击。不幸的是，他们的疲软还将延续。目前而言，这两个国家的经济正在下降，尤其是经常帐均为赤字。2015年第三季度澳大利亚赤字为212亿美元，加拿大为115亿美元。其经济主要依赖于商品行业带来的资金流入，只要全球经济环境，尤其是地域政治保持不确定性，状况就难以得到好转。中东地区目前的叙利亚、伊朗-沙特问题以及卢布大挫即是不确定性因素，而在该地区，原油就是战争力量。当前的商品战争还会持续。

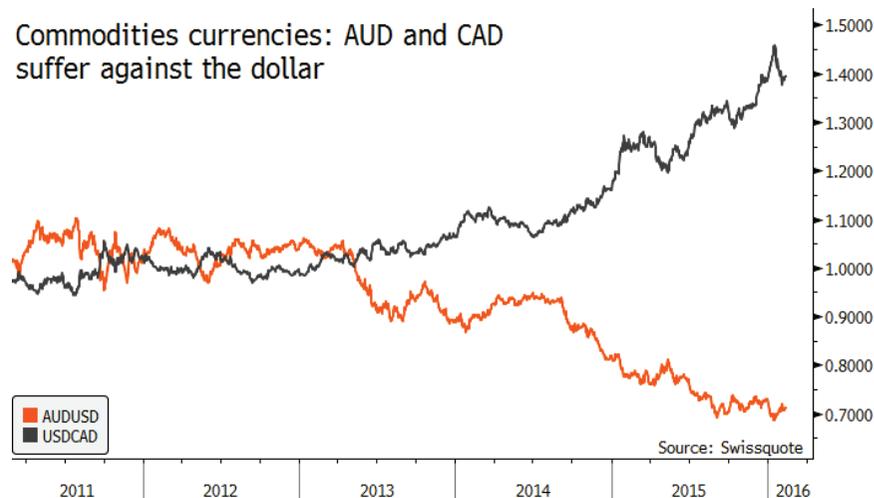
进入负利率

由于2015年最后一个季度就业数据强劲，澳洲联储宣布将利率保持在2%。去年失业率降至5.8%。然而澳大利亚对其主要贸易伙伴中国的依赖性很高。越来越多的证据显示中国经济放缓并未结束(例如汽油消费增长减缓)。因此，澳洲商品的大量需求将减缓，并增加对澳大利亚收入的影响。届时澳元将面临巨大压力，尽管目前交易于心理关口0.70之上。这也是为什么联储主席斯蒂文考虑进一步放宽货币政策。当前通胀数据同样为澳洲联储的行动提供了必要的空间。

降息也是我们认为加拿大央行会采取的行动。低商品价格也让这个美国邻国受害。即便是“更好的情况”，也可能会实施负利率以迫使商业和消费者开始支出。基本面明显没有改善。加拿大的贸易赤字仍旧很重要，约为4.27亿美元。最后且同样重要的是，工业机械出口疲弱是加拿大商业投资正在下滑的明显指标。

目前而言，澳大利亚和加拿大还有希望。黄金价格自年初以来跳涨16.74%。这会两个国家提供必要的额外收入。然而我们仍旧中线看空澳元和加元。

Commodities currencies: AUD and CAD suffer against the dollar



经济

市场对日本央行信心减退，日元上涨

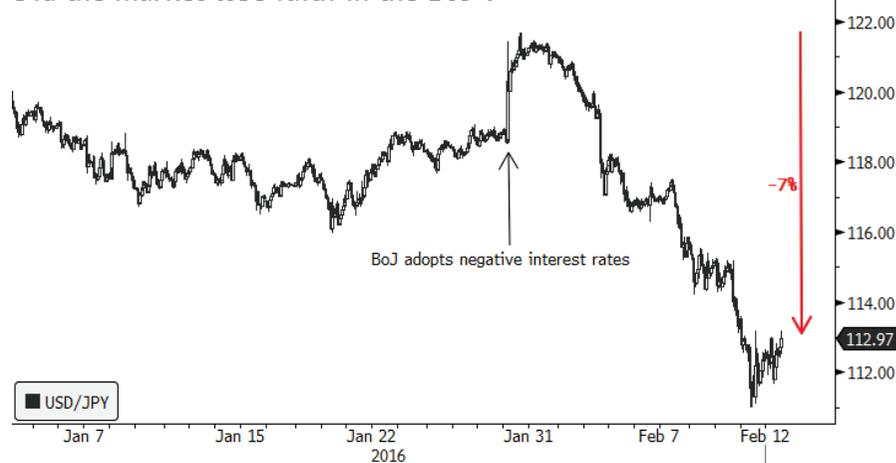
与通常一样，在高度不确定性和衰退担忧增长时期，投资者涌入避险资产，例如日元、主权债券和瑞郎，同时抛售高风险资产，例如债券和新兴市场货币。对日本央行而言则很不幸，这种状况非常不利，因为这与该央行自2014年以来实施质量化宽松政策试图取得的结果背道而驰。自2016年初以来，日元兑美元上涨约8%。除了避险特性以外，上涨主要是由于市场对日本央行打造弱势日元的信心减退以相信全球经济增长前景恶化会阻止美联储的升息路径 -- 耶伦暗示市场动能会进一步延迟升息周期。

不过需要提醒的是，日本央行对于日元上涨也负有部分责任。日本央行在1月底投票决定宣布负利率政策(NIRP)，希望该行动能够帮助日元保持在低位甚至增加日元的压力。最初市场确实推动美元兑日元上涨至121，涨幅2.5%。不过当市场参与者发现-0.1%的利率将荒谬的适用于总经常帐的一部分(政策利率余额)，而其它两个主要部分(基础余额和宏观余额)则不适用(分别为0.1%和0.0%)之后，日元买盘势头更甚于此。

日本央行决定推行一半的政策，被市场视为明显示弱的表现，增加了对各国央行难以到达通胀目标的担忧。此外，欧洲央行货币政策委员会在12月不愿大幅度增加QE，而现在日本央行也仅仅是降息，表明全球央行开始质疑实施新的刺激是否可能推动持续的正通胀以及稳定的经济增长。

日本将于下周公布大量经济数据，届时会透露更多该经济体健康状况的信息。目前而言，美元兑日元走势企稳，在112-113区间内波动。我们相信该汇价还有下跌可能性；不过交易者开始理解为什么美元兑日元上周四会在不到5分钟的时间内跳动200点了。

Did the market lose faith in the BoJ ?



经济

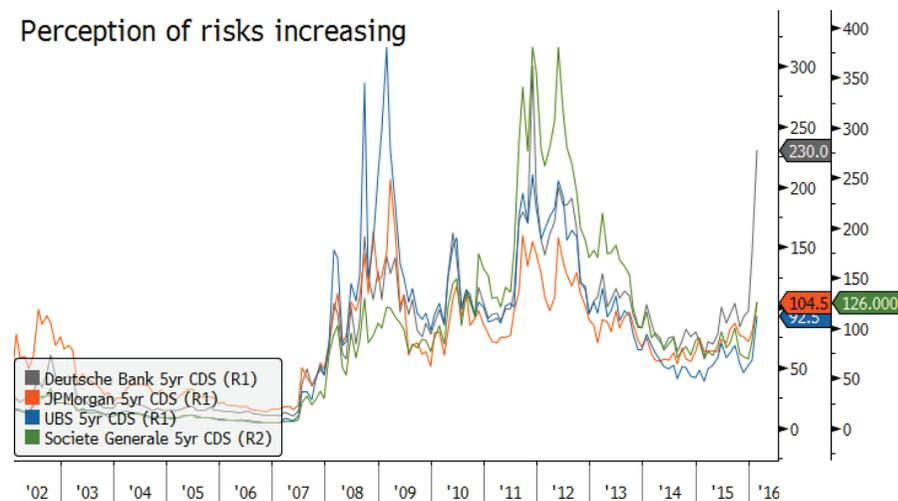
银行信贷风险升高

德意志银行(DB)股价在上周下跌至30年来低点，首先归咎于股市遭到全面抛售以及对全球经济的担忧，导致投资者卖出风险资产。该银行首席执行官John Cryan被迫于周二发表声明向投资者保证该银行“稳如磐石”并会按计划支付，导致股价加速下跌。市场的最初反应为正面，但随后方向反转，该声明的发布让投资者感到担心。表面上看起来德意志银行股价下跌是受到股市全面下挫的影响。然而Cryan紧接着的声明让市场感到吃惊。根据一份记录，该公司首席财务官Marcus Schenck在1月29日的一次电话会议上称：“基于2015年的初步财报，我们相信我们有足够的ADI和支付能力按照德国GAAP支付AT1债券”。市场更加担心德意志银行持有的衍生品的不确定性。

除了德意志银行的特殊风险之外，发达市场尤其是在欧元区，银行信贷点差是当前市场波动的焦点。欧洲银行收入疲软、欧洲央行管理风险的能力令市场越来越失望以及潜在、任意的开销决定过程导致信贷点差扩大。在信贷市场的重仓、对宏观经济总体担忧、中国市场波动以及商品价格意外大跌让投资者如履薄冰。有趣的是，近期的行情并没有反映在新兴市场信贷点差。欧洲银行CDS扩大至指数从12月相对温和100点，周五收盘207点。虽然这些水平并未接近金融危机时期的高点，但任何突发行情都应该保持关注。

2007-2008年金融危机时期与当前状况相似之处在于突然出现一些复杂的新产品。或有可转换债券，也称为CoCo债券，是为了应对“太大而不能倒闭”政策，通过将债务转换成股权在出现危机时保护债权人。CoCo债券非常复杂，如果债券发行银行的资本降至预先设定的关口，将允许债券转换成股权或者免除(这是简单描述)，这一功能尚未经过验证。虽然已经报道的敞口较低，但投资者担心在高波动性时期未计入银行资产负债表的部分。

Perception of risks increasing



经济

耶伦承认不排除负利率

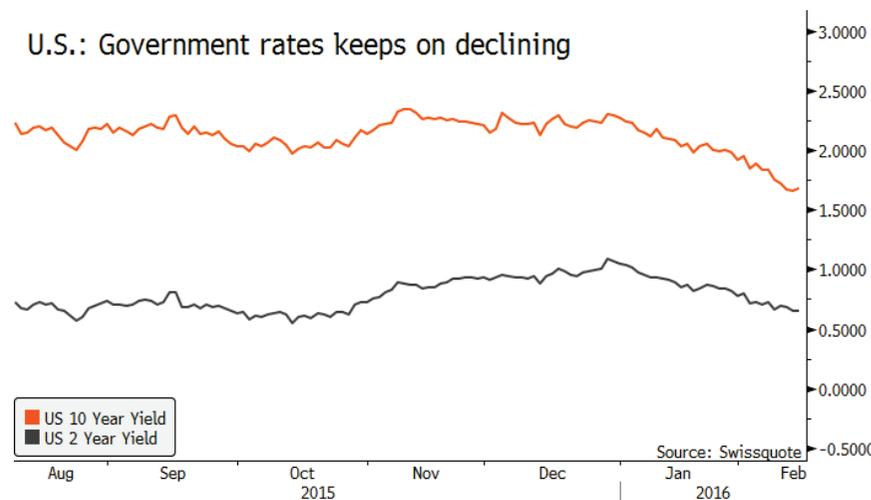
尽管失业率下降，但通胀明显未能上升，市场目前排除了美联储3月升息的可能性。2015年CPI年率停滞在0.7%，远离美联储的目标2.0%。4月升息的可能性仅为2%。这些预期导致美元迅速下跌。美联储主席耶伦上周在国会作证词发表讲话，发布美联储半年度货币政策报告。

耶伦言论有些令市场意外。她首次提到了负利率。从逻辑上讲她宣布美联储准备延迟升息，但她当然不愿承认当前美联储实现货币政策正常化的策略目前证明是不充分的。她指出总体金融状况越来越不支持增长。尤其是失业率下降但更好的就业状况并没有带来预期的薪资大幅增长效应，而这是推动通胀升向美联储目标的必要条件。

耶伦还声称她担心过于鲁莽的升息会推动经济进入衰退。真正的事实是美国债务太高(18万亿美元)，如果利率升得太高，债务利息将会膨胀。这也是为什么耶伦现在考虑负利率以防止这种状况的发生，尤其是防止经济衰退。然而在某种程度上也需要通胀来消除债务，但这并非短期内的选项，因为我们认为劳动力市场状况被严重高估。因此，我们认为强势的QE4将带来新一轮的资金以拯救GDP。货币政策分化或货币政策正常化的时期已经结束。我们现在将面临负利率，耶伦正在考虑这一选项，即便事实上她“不确定美联储能否做到”。

目前而言，这些不确定的货币政策令股市受挫，我们认为美联储并没有完全掌控局面。正如我们从去年开始就指出的，今年升息的可能性越来越低。货币方面，我们现在预测美元兑欧元会短线上涨，因为欧洲的不确定性尚未结束。欧元兑美元将在中期承受压力。

U.S.: Government rates keeps on declining



外汇市场

IMM非商业持仓

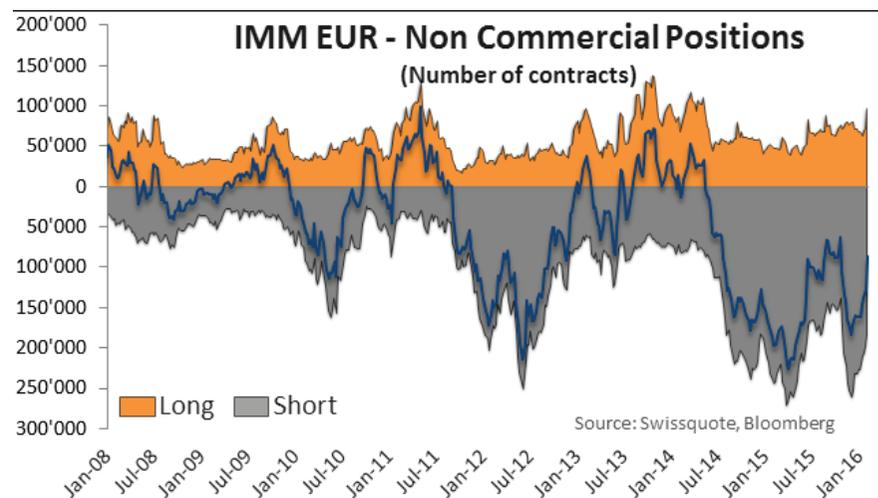
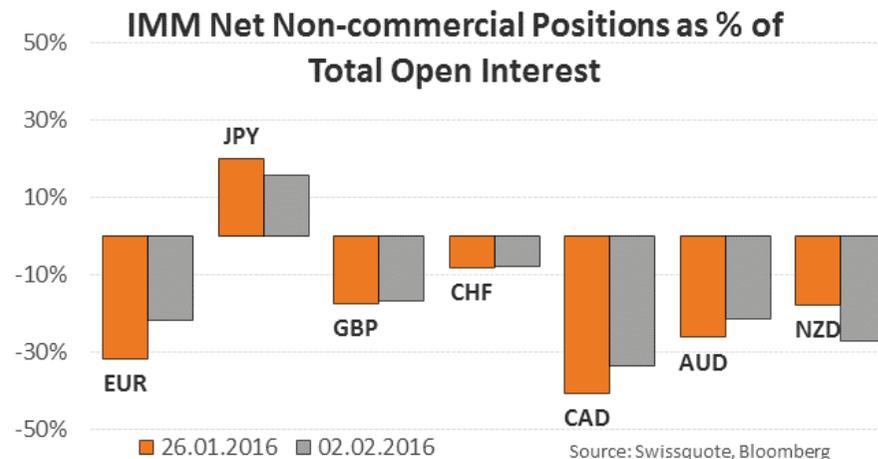
国际货币市场 (IMM) 的非商业头寸可用于判断资金从一个货币转移至另一个货币，通常在头寸达到极端状态时，可以作为转势的信号。

IMM资料公布了2016年2月2日结束一周的投资持仓。

由于交易者大幅调降美联储加息的预期，欧元净空头显著减少，此前曾在12月超过总未平仓头寸的40%。随着政策分化话题减弱，欧元空头还会继续下降。

英镑净空头在此前一周达到总持仓的17%之后，出现温和下降。英国脱欧带来的政治不确定性以及低利率环境可能继续给英镑带来压力。

黄金净多头继续上升。全球不确定性以及对衰退的担心令黄金的兴趣重生，投资者希望避开市场动荡。



主题交易

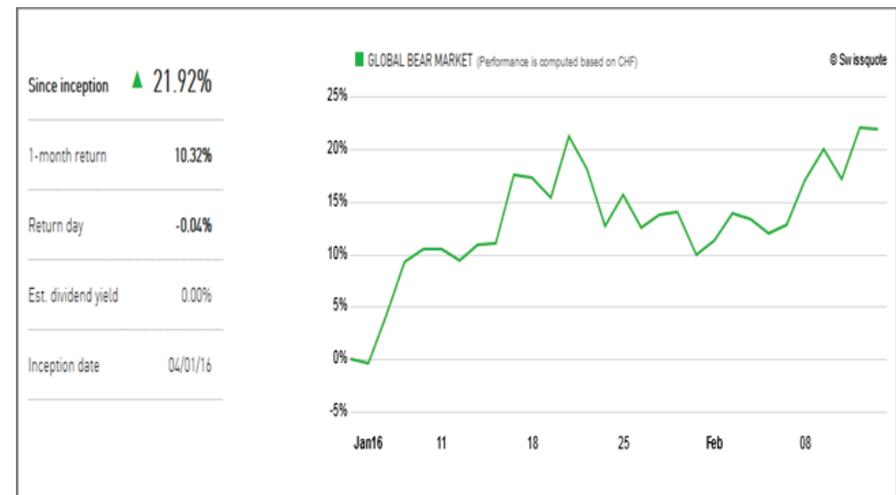
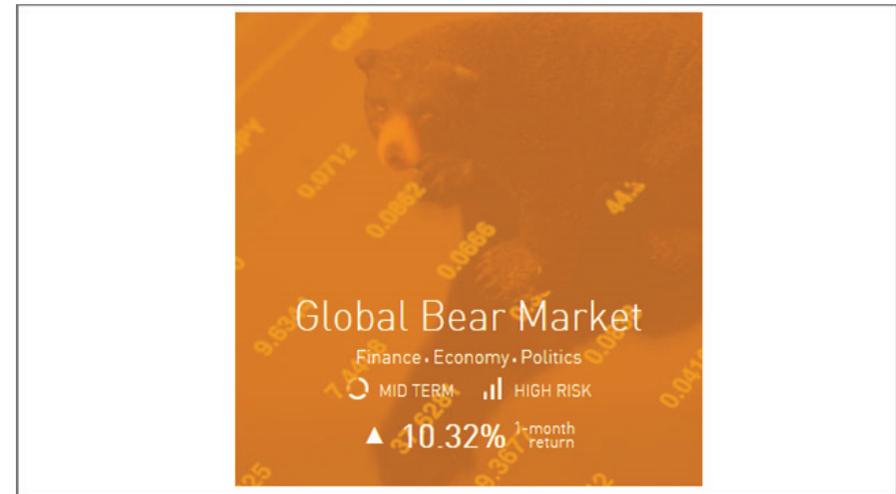
全球熊市

全球股市在刚刚来临的2016年表现并不佳，看起来股市剧烈波动和央行转变货币政策将成为“新常态”。企业缺乏增长、油价大幅下挫、中国经济急剧放缓、高倍数和疲弱的信贷市场，这一切都表明股市明显可能进一步下跌。最有说服力的观点是当前的牛市是由美联储的巨额资产购买计划一手促成，导致了股市泡沫和新兴市场快速增长。随着美联储开始正常化，人为推高的资产价格将回落。

随着美国利率上升，投资者越来越可能逃离高风险的新兴市场并进入避险市场。此外，中国制造业在经过多年的过度投资之后，现在也陷入艰难；其唯一的选择是降价并涌入全球市场。这种反通胀状态将伤害到盈利并带来对消费者的溢出效果，进一步对股市带来压力。我们不确定这是否造成“巨大影响”，但对您的投资资产进行一些保护措施总是有好处的。

我们使用ETF（交易所交易的基金）构建了这一主题，包含了广泛的全球大型股样本。使用ETF让我们可以高效的做空(或卖出)股市，以便从价格下跌中获利。

分析和投资组合 - 瑞讯银行策略室



免责声明

瑞讯银行已经尽最大的努力确保本报告引用及使用的数据的可靠性，但并不保证所有的数据都正确。且瑞讯银行及其下属公司对本报告内容的错误、遗漏，或相关准确性、完整性或可靠性不承担任何责任。本报告并不构成卖出和/或买入任何金融产品的推荐，且不可视为诱导和/或提供进行任何交易。本报告仅为经济研究，并非试图构成投资建议，或诱导进行证券或任何其他类型的投资交易。

尽管每种投资均包含一定程度的风险，但进行场外外汇交易的亏损会风险非常巨大。因此如果您考虑在该市场交易，应该注意到相关的风险并因此在投资之前作出明智的决定。本报告的内容并非构成交易建议或策略。瑞讯银行非常努力的提供可靠、广泛的信息，但我们并不声称信息为准确或完整。此外，我们在报告中的观点或数据改变时没有提醒义务。本报告中所陈述的所有价格仅提供信息之用，并非对某种证券或其他投资工具的估值。

本报告仅会在适用法律允许的环境中发布。本报告的内容并非声明以上任何投资策略或推荐适合或合适每个接收者所处的环境，或构成个人推荐。本发布产品仅为提供信息之用，并非构成建议，且在任何法律管辖区不能被认为是诱导或提供买入或买入任何证券或相关金融工具。除了与瑞讯银行及其下属公司和附属机构相关的信息外，我们没有明确或是隐晦的声称或保证本报告信息的准确性、完整性或可靠性，或试图将其制作成报告所指证券、市场或行情的完整论述或总结。瑞讯银行并不保证投资者将盈利，或与投资者分享任何投资盈利，或对任何投资亏损承担任何责任。投资涉及风险，投资者应该谨慎作出投资决定。接收者不能将本报告视为其自己判断的替代。本报告表达的任何观点仅提供信息之用途，可在不做通告的情况下作出修改，由于使用不同的推断和标准，本报告的观点可能与瑞讯银行其他业务部门或团队的观点不同或对立。瑞讯对于基于本报告全部或部分作出的交易、结果，不论盈利或亏损，并不能被绑定或承担责任。

瑞讯银行策略部门完全有权利单方面决定研究的开始、更新和停止。本报告的分析基于多种推断。不同的推断方式可能造成非常不同的结果。负责制作本报告的分析师可能与交易部门、销售部门和其他部门沟通，以收集、整合及解释市场信息。瑞讯银行没有义务更新或保留本报告内容，对于基于本报告全部或部分作出的交易、结果，不论盈利或亏损，瑞讯不承担责任。

瑞讯银行明确禁止在没有获得瑞讯银行书面批准的情况下对外传播全部或部分本报告。对于第三方作出的与此相关的任何行动，瑞讯银行不承担任何责任。© 瑞讯银行 2014。版权所有。