

# 外匯市場 每週展望

2016年3月7日-3月13日

## 外匯市場周報 - 目錄

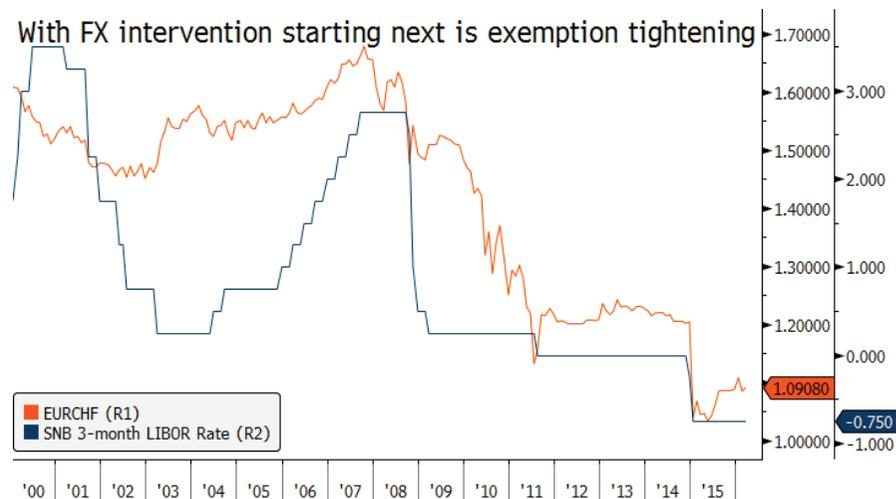
p3	經濟	市場無視干預威脅 - Peter Rosenstreich
p4	經濟	中國通脹穩定的長期調整進程 - Arnaud Masset
p5	經濟	等待歐洲央行 - Peter Rosenstreich
p6	經濟	美國經濟持續發出混亂信號- Arnaud Masset
p7	經濟	巴西：進一步衰退但遠離降息- Peter Rosenstreich
p8	經濟	銅價上漲令秘魯受益 - Peter Rosenstreich
p9	主題交易	3D打印
	免責聲明	

經濟

市場無視干預威脅

很明顯瑞郎兌歐元上漲的宏觀風險正在提升。預計歐洲央行將進一步實施負利率(限制瑞士央行負利率效果)以及全球風險厭惡情緒(包括英國退歐)令投資者回到傳統的瑞郎避險交易。上周歐元兌瑞郎下跌至1.08104(1個月低點)之後,受到無法預測的因素推動走高。瑞斯央行行長喬丹在週末的強烈措辭首次確認可能會減少對大部分國內銀行對負利率的豁免,再次引起了對干預的推測。這是瑞士央行對瑞郎走勢擔憂的公開信號。雖然瑞士央行曾實施毀滅性的政策的歷史,但我們認為歐元兌瑞郎只有跌破1.0700之後,瑞士央行才會採取激進的措施(期權價格缺乏波動即是證明)。

等待觀望的做法(積極的口頭干預即是證明)主要因為瑞士央行主要政策工具、直接外匯干預和負利率的效果有限。一家央行最強有力的工具是其信譽,實施無效的政策則會傷害央行信譽。最近幾年以來,未能讓瑞郎持續疲弱令瑞士央行苦惱不已。上周的即期存款數據和1月外匯儲備數據表明瑞士央行可能已經實施了小規模的直接干預,然而瑞士央行已經龐大的資產負債表令干預的效果受到限制。也就是說,直接干預是一個簡單的工具,在收緊豁免之前還會有一些更加明顯的直接干預。不過,如果干預無法抑制瑞郎的漲勢且歐洲央行將進一步降息,瑞士央行則很可能會緊縮負利率豁免。如果達到這些條件,歐洲央行3月10日會議和瑞士央行3月17日會議將是瑞士央行進一步採取行動的時間窗口期。



經濟

中國通脹穩定的長期調整進程

由於經濟進入減速增長的「新常態」並重出口驅動向國內推動轉型，中國已經喪失了全球主要增長引擎的頭銜。自2015年中期以來，人民幣面臨的壓力不斷增長 -- 兌美元幾乎下跌6% -- 中國央行試圖實現經濟的軟著陸。2015年1月以來中國央行已經5次降息，將1年貸款利率從5.60%調降至4.35%，同時還5次調降準備金率，從20%降至17%。不過由於預計中國經濟將進一步下行以及預測中國央行將繼續為增長提供支持，這可能導致人民幣中期至長期進一步下跌，令投資者開始快速下注。因此，中國在過去幾個月經歷令大量的資本外流，外匯儲備也漸漸減少。

再這樣的環境下 -- 我們並不是指國有殭屍企業 -- 穆迪決定將中國信貸評級從穩定調降至負面 -- 但保持Aa3投資評級 -- 並非意外。該評級機構稱外匯儲備迅速減少以及對中國是否有能力實施必要的財政調整以面臨新的全球尋求疲弱的擔憂，是負面前景的原因。

週末中國領導人將在北京召開人大會議(NPC)。這個中國最大的政治活動中，市場將關注年度GDP目標業績其它政府報告。不過市場還在等待一些政府將如何處理產能過剩問題的答案。即便如此，市場的期待相對較低，尤其是考慮到目前為止官方做出的一些試探性措施。

Yuan to weaken further as capital flows out



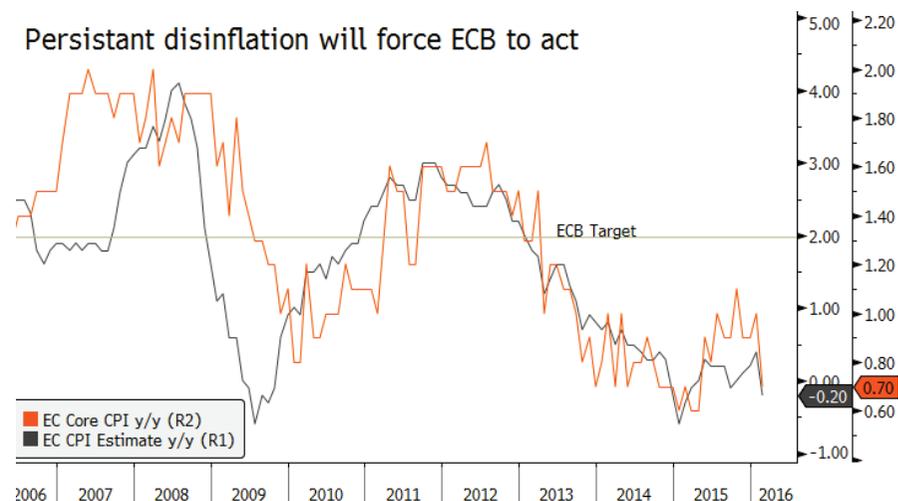
經濟

等待歐洲央行

歐元兌美元繼續交易清淡，行情震盪方向不明。在3月10日歐洲央行決議之前，交易者對於歐元建倉越來越謹慎。隨著原油價格進一步下探以及歐元區經濟前景更加惡化，歐洲央行將被迫採取行動。在此背景下我們預測歐洲央行會將2016年通脹預測從1.0%調降至0.5%，遠低於2%的目標。由於通脹前景方向錯誤以及大多數歐洲央行成員希望提前行動，因此市場預測更多的刺激。對於交易者而言，關於寬鬆的確切決定將會決定外匯市場的短期發展。其它重要事實將是像12月那樣，刺激不及預期而導致投資者感到失望。缺乏激進的行動導致歐洲和美國政府債券遭到拋售。我們預測歐洲央行將存款利率下調10個基點(降至-50點，低於預期值12個基點)並將每月資產購買規模增加100億歐元(至700億歐元)。考慮到缺乏流動性，歐洲央行將調整QE的結構，在購買計劃匯中納入「半公眾」債券(50%或以上由歐盟政府持有)，但會限制利率水平。同時還有可能延長QE期限(不過並非我們的基本看法)。我們不認為會再次下調存款利率，然而考慮到近期的風險事件(英國退歐和西班牙大選)，歐洲央行會保留該選項。

考慮到歐洲央行負利率政策可能對銀行造成的破壞性影響，我們預測歐洲央行將啟動多級系統來保護面臨風險的參與者。如果結果與我們的基本看法一致，則預計歐元兌美元將會反彈。最後，歐洲央行當前政策的宏觀基調表明貨幣政策想法的枯竭，可能是長期外匯走勢的重要推動因素。

Persistent disinflation will force ECB to act



經濟

美國經濟持續發出混亂信號

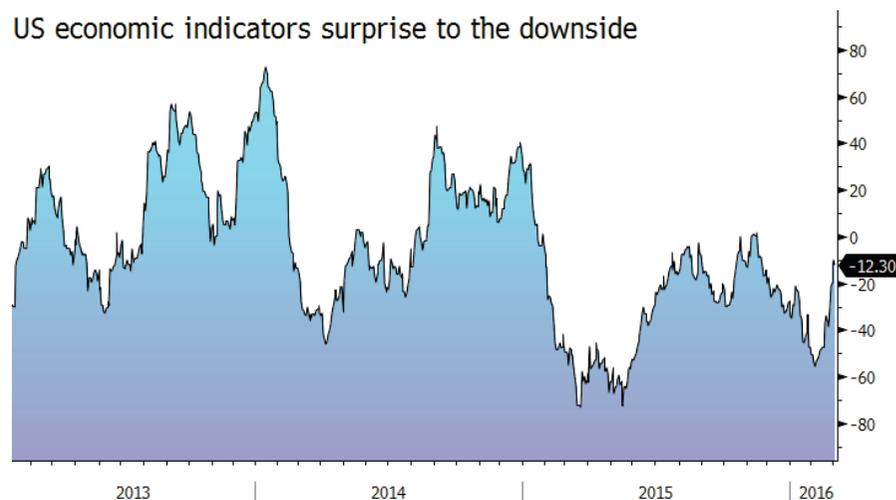
美國經濟看起來在新年更加穩固。事實上過去一年該國不斷的釋放混亂信號，令美聯儲將首次升息時間推遲至12月。不過現在進入2016年僅2個月，形勢看起來有些好轉，會因為大部分經濟數據已經不再低於市場預期。需要提醒的是，只有就業市場在全年顯示持續改善，而通脹方面則情況不妙。

2015年已經結束，2016年可能成為美國經濟的轉折點。目前為止有些經濟指標開始反轉，可能意味著美國經濟不會陷入衰退，而另一些指標則難以擺脫困境。週五的非農就業報告——美聯儲FOMC會議前的最後一次——結果遠高於市場預期，新增就業人數24.2萬，預期中值為19.5萬，而且前值從15.1萬上修至17.2萬。不過看起來非農數據的影響力較之以前有所減退，因為更廣泛的經濟數據打壓了過度樂觀的空間。美元在數據公佈之後全面走軟，因為投資者更加關注更加廣泛的經濟前景，尤其是薪資增長數據，而該數據則較為疲弱。2月平均小時薪資月率下滑0.1%，而經濟學家的預期值為增長0.2%。顯而易見這不利於通脹達到美聯儲的目標2%。

不過不應該本末倒置的認為美聯儲今年不會升息。即便是最強硬的美聯儲成員也停止了發表過於樂觀的言論，轉而對美國前景更加謹慎。

越來越多的市場參與者想知道美國經濟是否處於衰退邊緣，或只是暫時的回落(很明顯暫時回落成為去年以來的季節性……)。在我們看來，現在發出警報還為時過早。外匯方面，我們預計隨著趨勢反轉，美元可能進一步短線走軟。不過下周歐洲央行會議將非常重要，市場繼續認為將會降息。

US economic indicators surprise to the downside

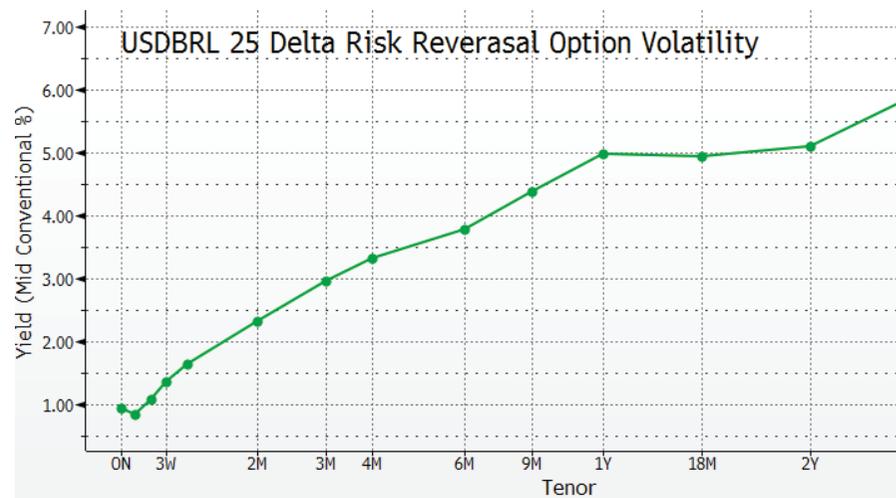
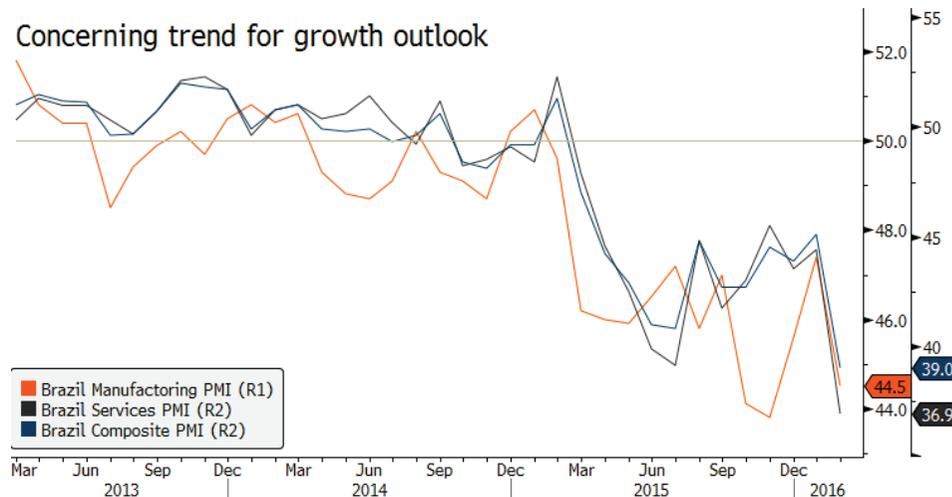


經濟

巴西：進一步衰退但遠離降息

正如市場普遍預測，巴西央行投票決定保持基準利率14.25%不變。不過兩名貨幣政策委員會成員(Tony Volpon和Sidnei Marques)繼續投票升息50個基點。市場此前預測更多投票維持利率不變的鷹派成員會轉向支持降息。會後聲明並沒有提供政策委員想法的更多線索。聲明重申決議是基於對通脹平衡風險、外部環境條件但對國內影響不大、總體宏觀環境的不確定性的判斷。

在我們看來，投票出現分歧並不會讓市場下注短期內升息，而是更傾向於政策放鬆。考慮到持續的通脹動能，貨幣政策委員會在8月開始放寬政策也不太可能。不過宏觀交易減退以及國內勞動力市場大幅疲軟，會減少通脹意外上升的可能性並加速通脹預期的下降步伐，這會讓我們改變巴西央行首次降息的時間預測。上周PMI綜合和服務業指數均下挫，加劇了增長前景的悲觀氛圍。1月工業產出意外上升(月率下降4%，預期值為下降0.4%)可視為一次性行情。3月10日將公佈的會議紀要將有助於提供巴西央行下一步行動的指導。



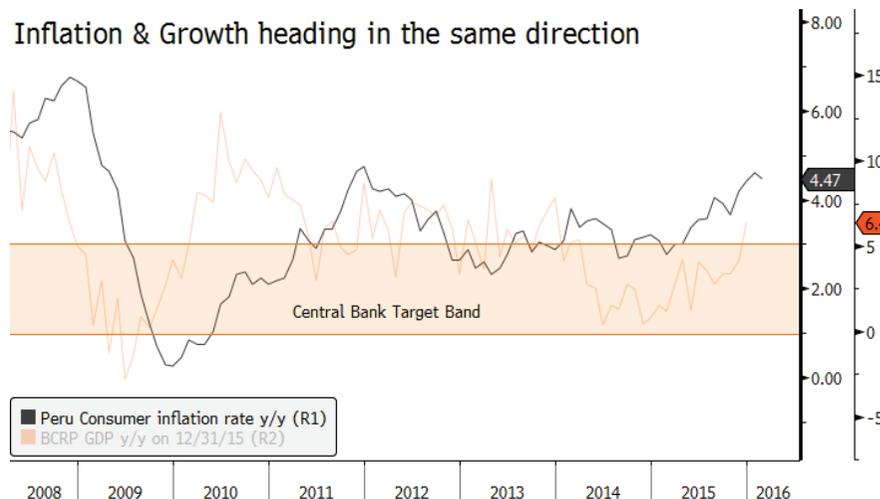
經濟

銅價上漲令秘魯受益

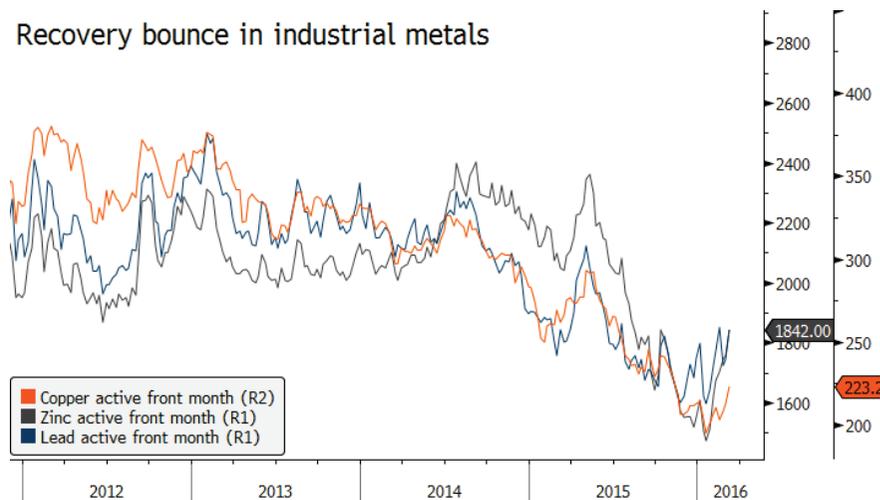
工業商品價格走穩凸顯了潛在的外匯機會，有望出現持續反彈。作為拉美GDP增長最為迅速的國家，秘魯2015年經濟增長3.26%，而且該國經濟可能進一步提升並高於市場預期。銅產業的大量投資的回報開始顯現，12月產量月率增長68%，銅價也反彈15%達到224美元。鉛、鋅、鐵的價格也在經濟擴張的推動下上漲。我們預計2016年經濟增長將加速至3.7%，能源價格反彈以及秘魯索爾貶值表明通脹將高於秘魯央行(BCRP)的舒適水平。

儘管1月暫緩，但核心通脹(剔除食品和能源)在2月月率上升0.52%，年率達到3.79%，為2009年7月以來的最高水平，而且遠高於秘魯央行1.0-3.0%的目標區間。由於通脹高於目標，秘魯央行將維持強硬的政策立場，延續2015年9月以來的升息週期。在3次升息25個基點之後，秘魯政策利率已經達到4.00%，我們現在預計2016年底還將升息50個基點，至4.50%。通脹仍舊是秘魯央行面臨的難題，同時增長前景推動需求方面的價格壓力，因此被低估的索爾將繼續反轉2015年兌美元貶值15%的行情。另外在政治方面，4月總統大選不會對經濟造成重大影響，因為政府將保持刺激政策並為逐步縮小赤字提供支持。穩定的政府政策以及堅實的外匯儲備頭寸，秘魯信譽良好的主權狀態將吸引更多全球投資者。

Inflation & Growth heading in the same direction



Recovery bounce in industrial metals

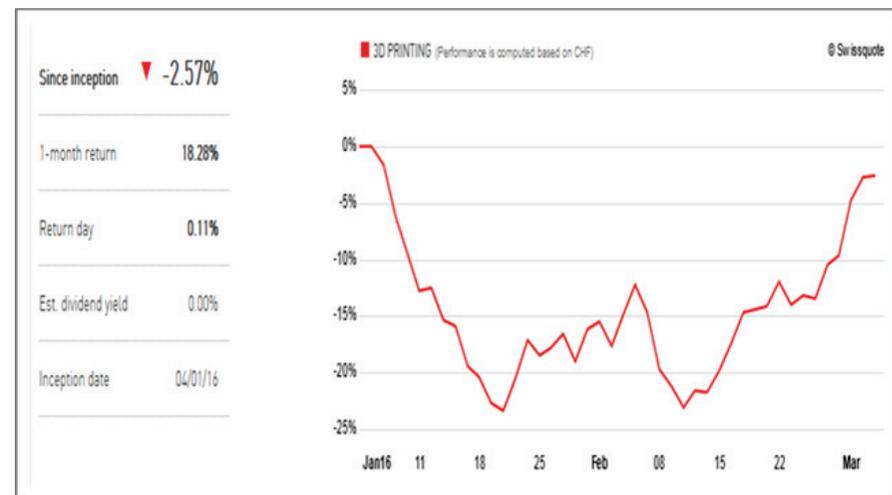
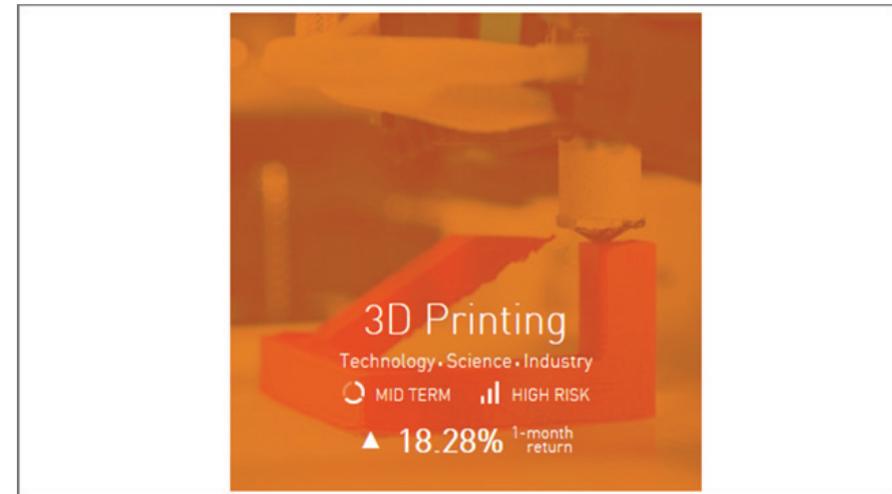


## 主題交易

## 3D打印

過去5年中很少有發明比3D打印更吸引公眾的想像力。3D打印也稱增量製造，由Charles Hull在1986年發明，該方法是通過數碼的方式製作一個三維物體。增量過程通過鋪設連續的材料層來實現。很多打印技術和物質可以用於增量過程。3D打印迅速的從假設領域轉向商業用途。空中客車公司新興技術和概念主管Peter Sander曾表示，該公司現在「ALM(增量製造)的工業化方面已經達到6級水平」。應用和你的想像一樣廣闊。該技術已經在醫療、航空和汽車行業得到試用，預計全球3D打印行業收入將從2013年的30.7億美元增長自2020年的210億美元。儘管當前的市場規模、透明度和波動性有限，但投資者仍舊可以看到該項革命性技術的前景。我們分析了大部分收入來自3D打印的公司，沒有對市場資本的最低要求，而且每天的交易量可以保證交易的可能性，以便獲得最具開創性的名單。

分析和投資組合 -- 瑞訊銀行策略室



## 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。