

# 外汇市场 每周展望

2016年3月21日-3月27日

## 外汇市场每周展望 - 概要

p3	经济	瑞士央行做好回应准备，但目前没有必要行动 - Peter Rosenstreich
p4	经济	挪威在通胀和竞争力之间抉择 - Yann Queleenn
p5	经济	巴西资产犹如过山车 - Arnaud Masset
p6	经济	增长恶化令秘鲁维持利率不变 - Peter Rosenstreich
p7	经济	美联储收回4次升息预期 - Yann Queleenn
p8	外汇市场	IMM非商业头寸持仓 - Arnaud Masset
p9	主题交易	
	免责声明	

## 经济

## 瑞士央行做好回应准备，但目前没有必要行动

瑞士央行明显采取回应式的态度，而非主动攻势。随着压力减退，瑞士央行将静观其变，等待事态发展。正如我们预测，瑞士央行维持政策不变(即期存款利率-0.75%，3个月拆借利率-0.25%至-1.25%)，并没有调整负利率豁免标准。考虑到瑞士央行政策工具耗尽，收紧豁免将是首个回击(以及小规模和系统性的外汇干预)。我们听到央行的关于瑞郎的标准措辞“严重高估”和“将在外汇市场保持活跃”，但仍然预计市场不会理会这些威胁。瑞士央行声明表明有条件的通胀预测必然会向下修正，因为油价的跌势会导致通胀减弱。在我们看来乐观的情况下明年通胀将转为正增长。全球前景方面，瑞士央行称经济表现因“制造业和贸易仍旧迟缓”而“略为疲弱”，导致事实上“全球经济前景比12月份时更加不利”。结果是GDP预测为1%至1.5%。最后，抵押借贷减慢表明增长基础疲弱，确认房产价格动能放缓(论调不及前一次声明)。

与此前迫使瑞士央行回应的行动不同，欧洲央行最近的宽松被视为负利率的前奏。欧元兑瑞郎对于利率差以及风险偏好极度敏感。尽管德拉基承诺利率将下降，但从使用利率向信贷宽松的微妙变化表明不太可能进一步降息。随之瑞郎并未走强表明市场已经对此满意，利率差缩小的可能性降低，瑞士央行被迫采取行动的压力也减弱。

后市看，瑞士央行将继续密切关注瑞郎和欧洲央行或事(例如英国脱欧、希腊脱欧、西班牙大选等)件导致的潜在的资本从欧洲流入。排除事件造成的震荡，我们预测欧元兑瑞郎将继续短线走高。欧元兑瑞郎阻力位1.10229仍将是首要上涨目标。

尽管瑞士央行行长乔丹近期的言论表明瑞士货币政策限制了瑞郎的吸引力，但我们怀疑瑞士央行实际上并未牢牢控制局面。此外，将负利率降至更低的-1.25%或将资产负债表扩张至GDP的100%之上会导致潜在的不稳定风险且难以应对。我们赞同瑞士央行管委会成员Andrea Maechler的观点，即央行政策效果具有局限性。我们相信瑞士央行已经非常接近这些局限。瑞士央行很有可能将负利率豁免作为第一轮攻击。目前而言瑞士央行还不可能动用其枯竭的工具箱，然而考虑到欧洲央行通胀和增长前景恶化，我们怀疑需要额外的政策手段。由于存在大量欧洲事件风险以及稳定的长期避险需求，我们仍旧看空欧元兑瑞郎。

## 经济

## 挪威在通胀和竞争力之间抉择

## 经济基本面下滑

上周早些时候，挪威央行将利率从0.75%调降至历史低点0.50%。挪威央行正试图推动这个对石油行业的依赖达到25%的经济体的增长。2015年GDP增长年率从前一年的2.3%降至1%，主要是由于投资下降。不过消费者支出和出口在去年增长，分别上升2%和2.6%。失业率虽然保持在相对较低水平但仍在上升，从2014年的3.5%上升至2016年的4.4%。薪资增长预计将受到拖累。经济环境下滑足以迫使挪威央行降息，以推升通胀并更具竞争力。

## 国内风险沉重

此次竞争性贬值的主要问题在于欧洲央行和瑞典执行相同的货币政策。欧洲央行明显试图进一步贬值欧元，瑞典已经实施了负利率。竞争性贬值让挪威央行保持宽松的货币政策。此外，原油低价结束可能会推动挪威货币走高。我们认为加入到竞争性贬值并非没有风险，因为这会影响到物价稳定。事实上通胀并没有减弱——2015年CPI年率达到3.1%。因此，挪威央行情愿增加通胀上行风险，这会消除挪威克朗贬值带来的竞争力增长。最后同样重要的是，低利率会促发房地产泡沫。

## 指向负利率

挪威经济前景明显充满不确定性。由于欧洲尤其是瑞典激进的负利率货币政策，因此挪威有必要通过货币贬值来提升竞争力。也就是说，挪威目前正在考虑牺牲物价稳定来换取竞争力。

## 经济

## 巴西资产犹如过山车

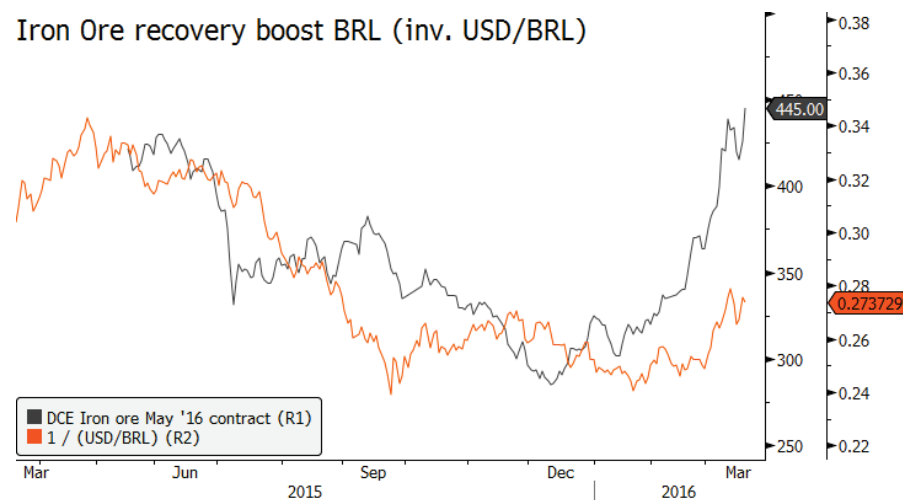
在过去两周，巴西雷亚尔受到政治动荡和商品价格反弹的双重影响。似乎还嫌震荡不够，美联储公开市场委员会在上周三令市场意外，论调不及市场预期强硬，并出于对全球放缓和金融市场高度波动的担忧，将2017年联邦基金利率预测从12月会议时的1.375%调降至0.875%。也就是说，目前美联储预测两次升息，而非此前预测的4次。

巴西总统Dilma Rousseff提名Luiz Inacio Lula da Silva为其幕僚长之后，上周三巴西政治危机升级，一名联邦法官发布的谈话录音显示总统Rousseff的提名是为了保护Lula免于起诉——内阁职务可以免于当前除最高法院之外的洗钱和虚报指控。因此，数百万的巴西民众走上街头要求总统Rousseff辞职。你会自然而然的想到政治动荡会对巴西资产造成严重压力，但事实相反，因为投资者将其视为利好的发展，这会打破改革僵局并让国家回到增长轨道。该事态的最近进展，一名法官驳回了Lula的幕僚长提名，称这可能会影响当前的调查。

另外，避险情绪的消退以及希望中国需求增强推动钢铁价格走高，自1月中旬以来已经上涨约50%，而钢铁是巴西的主要出口行业之一。

大部分其他商品近期也大幅反弹，西德州中质原油自12月中旬以来首次测试40美元，黄金年初以来上涨17%。随着商品价格反弹动能衰竭以及投资者关注该国未来政策的不确定性，美元兑巴西雷亚尔将再次面临下行压力。

Iron Ore recovery boost BRL (inv. USD/BRL)



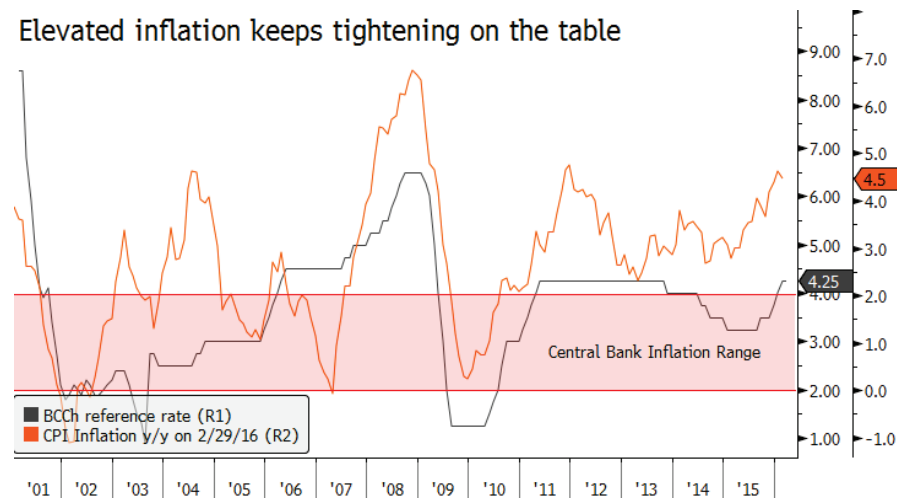
## 经济

## 增长恶化令秘鲁维持利率不变

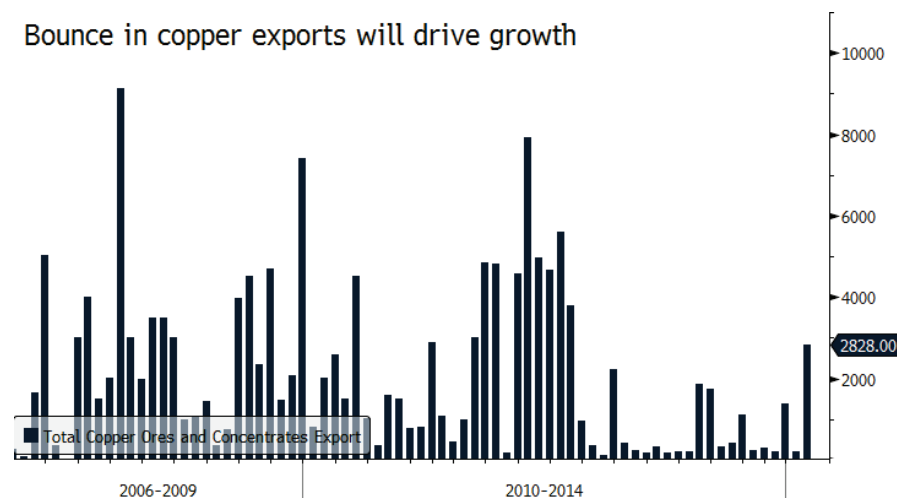
随着当前基础金属反弹，外汇交易者开始关注智利。美联储趋于温和、商品价格反弹以及高收益率推动智利比索走高。第四季度GDP数据确认经济增长恶化，1.30%的增幅低于预期值1.60%和前值2.20%。不过国内信心复苏推动领先指标上升，这对经济加速至关重要。铜价从\$2054反弹至\$2267.6，可能表明该商品价格已经触底。2月消费者信心上升3.3个点至37.6%。值得关注的是，上涨的同时FM宣布疲弱铜价导致有必要进一步的财政支出。商业信心也在提升，表明总体情绪指标将在第一季度形成谷底(与此同时商品价格将反转跌势)。通胀预期仍旧疲弱，2月总体通胀月率从0.5%放缓至0.3%，但年率保持在远高于容忍区间2-4%之上的4.7%。

智利央行连续第三个月维持利率3.5%不变，在2015年强势行动之后采取观望策略。决议与市场预期一致，论调保持紧缩离场。在会议声明中，该央行强调全球货币政策将更具扩张，同时发达国家增长和通胀前景下调。通胀方面，声明称中期通胀预期保持在3%，表明短期压力只是暂时性的。考虑到我们预测商品价格小幅反弹将为增长提供支持，我们预计2016年将再次升息25个基点至3.75%。然而全球增长前景下滑以及随之而来的通胀预期放缓的风险，以及对PEN过度升值的担忧，表明等待观望时期可能会更久。即将公布的货币政策报告(IPoM)将提供我们预测以及结束紧缩周期理论的证明。

Elevated inflation keeps tightening on the table



Bounce in copper exports will drive growth



经济

美联储收回4次升息预期

美联储如预期将利率保持在0.25%至0.50%。总之，金融市场已经排除了3月升息的可能性。目前市场预测9月之前不会升息。

在FOMC声明中，关键词依然是劳动力市场和通胀目标。然而就业状况持续改善并没有如预期推动通胀，尽管通胀在最近几个月略有上升。即便如此，通胀仍旧低于2%的长期目标。美联储相信低油价和进口物价的效应会消退并增加通胀上行压力。能源价格可能会上涨，但我们认为总体需求疲弱将继续推动价格下跌。美联储2.0%的通胀目标仍旧遥远。

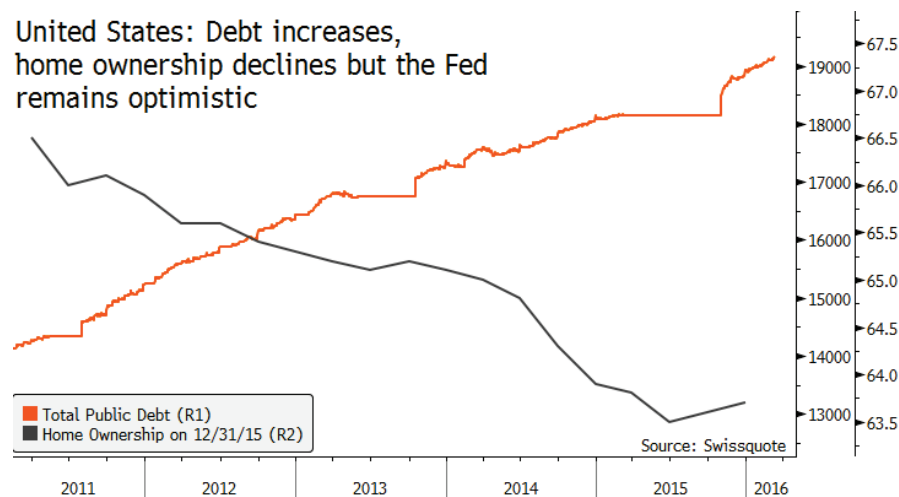
同样真实的是，根据官方数据，就业市场状况持续改善。失业率低于5.0%关口，尽管制造业持续疲弱。这与12月时的状况非常相似，则并没有阻止美联储升息。也就是说，我们相信劳动力市场并非升息的主要动力，如果该市场保持当前的活力的话。

从我们的观点来看，能源价格和进口远非推动美联储升息的唯一因素——全球经济和金融环境对美联储升息同样重要。不过美联储很明显不愿意承认中国经济放缓体现出了美国经济面临困境。中国出口在2015年下降了25%，意味着西方国家从该国购买的商品减少。因此，美国制造业遭受困境，对劳动力市场造成压力。

不幸的是，美联储声明中并没有提到这些国内的问题，表明美联储可能对美国经济状况过于乐观。

还需要提到的是，今年总统大选可能刺激美国消费者信心，因为这种情况下通常会激起爱国主义情绪。这可能会对国内消费注入新的活力并(小幅)推升通胀，也会带来一些升息的支持，但并不足够。我们认为这会触发今年一次升息。

United States: Debt increases, home ownership declines but the Fed remains optimistic





外汇市场

IMM非商业头寸持仓

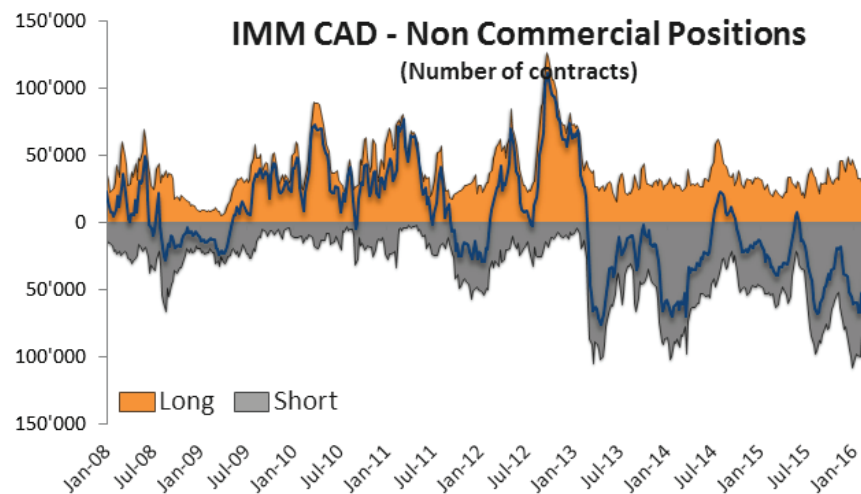
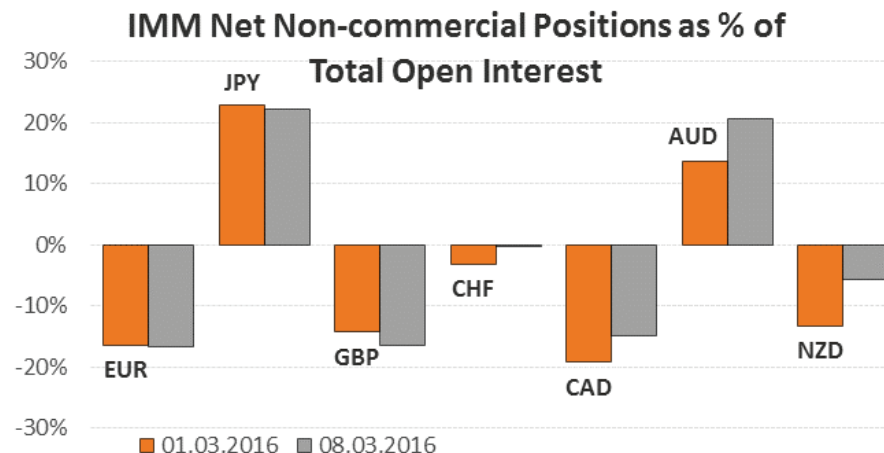
国际货币市场 (IMM) 非商业持仓报告可用于观察资金从一个货币转移至另一个货币。在头寸达到极端水平时，这通常可视为一个反向指标。

此次IMM数据包含了截至2016年3月08日结束一周的投资者持仓报告。

美元净多头继续减少，投资者在美联储公开市场委员会决议前调整头寸。市场参与者越来越看空美元前景，全球放缓和金融市场动能将令美联储目前难以升息。

因商品价格反弹，新西兰元净空头明显减少。净空头占总未平仓头寸的比例从前一周的13.2%下降至5.7%。随着投资者继续调整仓位，该趋势还会获得动能。

原油价格反弹推动加元上涨，加元净空头同样下降，降至占总头寸的14.7%。加元将继续从商品价格反弹中受益。自1月中旬以来，加元兑美元上涨超过10%。



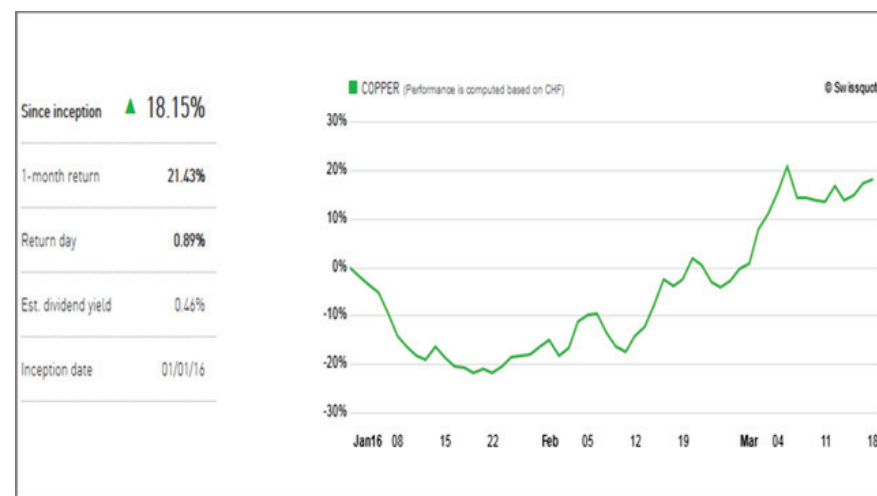
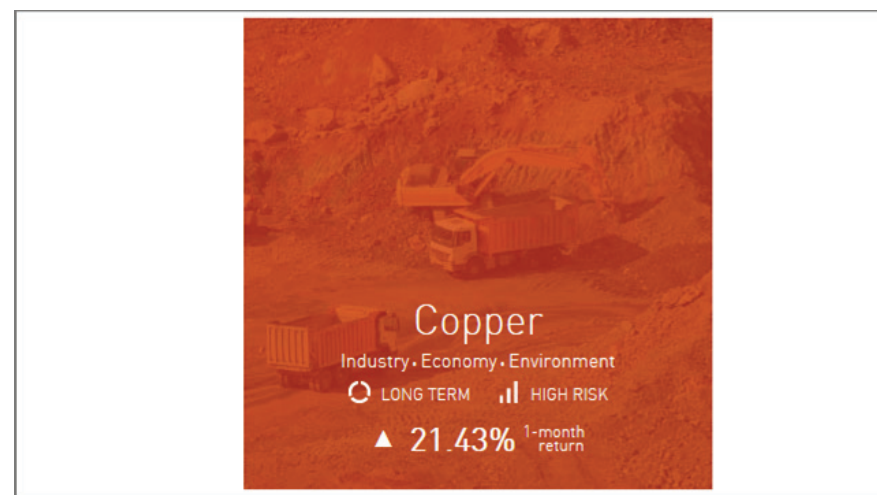


## 主题交易

## 铜

经过数年下跌之后，铜——以及其它工业金属——正在大幅反弹。作为用途最为广泛的工业金属，铜是全球经济健康状况的晴雨表。从电路板到水管设施，铜的需求几乎无所不在，同时铜也是发展中国家经济的重要组成部分。

铜价自2010年以来大幅下挫，全球经济停滞至今都未结束。不过欧洲央行和日本央行的额外刺激令2016年全球经济前景企稳，推动了该金属的涨势。同时，中国政府承诺6.5%至7.0%的GDP增速也是铜价上涨的因素之一，该国占全球铜需求的45%。短期看铜仍旧是“现货溢价”，表明对供应的担忧。随着乐观情绪扩散以及预测供不应求，此商品有望继续上涨。我们创建了本主题，选取主要收入来自铜的矿产公司股票，以及一支与期货价格直接相关的ETF。



## 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，并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作为提供信息之用途，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。