

外匯市場 每週展望

2016年3月21日-3月27日

外匯市場周報 - 目錄

p3	經濟	瑞士央行做好回應準備，但目前沒有必要行動 - Peter Rosenstreich
p4	經濟	挪威在通脹和競爭力之間抉擇 - Yann Queleenn
p5	經濟	巴西資產猶如過山車 - Arnaud Masset
p6	經濟	增長惡化令秘魯維持利率不變 - Peter Rosenstreich
p7	經濟	美聯儲收回4次升息預期 - Yann Queleenn
p8	外匯市場	IMM非商業頭寸持倉 - Arnaud Masset
p9	主題交易 免責聲明	

經濟

瑞士央行做好回應準備，但目前沒有必要行動

瑞士央行明顯採取回應式的態度，而非主動攻勢。隨著壓力減退，瑞士央行將靜觀其變，等待事態發展。正如我們預測，瑞士央行維持政策不變(即期存款利率-0.75%，3個月拆借利率-0.25%至-1.25%)，並沒有調整負利率豁免標準。考慮到瑞士央行政策工具耗盡，收緊豁免將是首個回擊(以及小規模和系統性的外匯干預)。我們聽到央行的關於瑞郎的標準措辭「嚴重高估」和「將在外匯市場保持活躍」，但仍然預計市場不會理會這些威脅。瑞士央行聲明表明有條件的通脹預測必然會向下修正，因為油價的跌勢會導致通脹減弱。在我們看來樂觀的情況下明年通脹將轉為正增長。全球前景方面，瑞士央行稱經濟表現因「製造業和貿易仍舊遲緩」而「略為疲弱」，導致事實上「全球經濟前景比12月份時更加不利」。結果是GDP預測為1%至1.5%。最後，抵押借貸減慢表明增長基礎疲弱，確認房產價格動能放緩(論調不及前一次聲明)。

與此前迫使瑞士央行回應的行動不同，歐洲央行最近的寬鬆被視為負利率的前奏。歐元兌瑞郎對於利率差以及風險偏好極度敏感。儘管德拉基承諾利率將下降，但從使用利率向信貸寬鬆的微妙變化表明不太可能進一步降息。隨之瑞郎並未走強表明市場已經對此滿意，利率差縮小的可能性降低，瑞士央行被迫採取行動的壓力也減弱。

後市看，瑞士央行將繼續密切關注瑞郎和歐洲央行或事(例如英國退歐、希臘退歐、西班牙大選等)件導致的潛在的資本從歐洲流入。排除事件造成的震盪，我們預測歐元兌瑞郎將繼續短線走高。歐元兌瑞郎阻力位1.10229仍將是首要上漲目標。

儘管瑞士央行行長喬丹近期的言論表明瑞士貨幣政策限制了瑞郎的吸引力，但我們懷疑瑞士央行實際上並未牢牢控制局面。此外，將負利率降至更低的-1.25%或將資產負債表擴張至GDP的100%之上會導致潛在的不穩定風險且難以應對。我們贊同瑞士央行管委會成員Andrea Maechler的觀點，即央行政策效果具有局限性。我們相信瑞士央行已經非常接近這些局限。瑞士央行很有可能將負利率豁免作為第一輪攻擊。目前而言瑞士央行還不可能動用其枯竭的工具箱，然而考慮到歐洲央行通脹和增長前景惡化，我們懷疑需要額外的政策手段。由於存在大量歐洲事件風險以及穩定的長期避險需求，我們仍舊看空歐元兌瑞郎。

經濟

挪威在通脹和競爭力之間抉擇

經濟基本面下滑

上周早些時候，挪威央行將利率從0.75%調降至歷史低點0.50%。挪威央行正試圖推動這個對石油行業的依賴達到25%的經濟體的增長。2015年GDP增長年率從前一年的2.3%降至1%，主要是由於投資下降。不過消費者支出和出口在去年增長，分別上升2%和2.6%。失業率雖然保持在相對較低水平但仍在上升，從2014年的3.5%上升至2016年的4.4%。薪資增長預計將受到拖累。經濟環境下滑足以迫使挪威央行降息，以推升通脹並更具競爭力。

國內風險沉重

此次競爭性貶值的主要問題在於歐洲央行和瑞典執行相同的貨幣政策。歐洲央行明顯試圖進一步貶值歐元，瑞典已經實施了負利率。競爭性貶值讓挪威央行保持寬鬆的貨幣政策。此外，原油低價結束可能會推動挪威貨幣走高。我們認為加入到競爭性貶值並非沒有風險，因為這會影響到物價穩定。事實上通脹並沒有減弱——2015年CPI年率達到3.1%。因此，挪威央行情願增加通脹上行風險，這會消除挪威克朗貶值帶來的競爭力增長。最後同樣重要的是，低利率會促發房地產泡沫。

指向負利率

挪威經濟前景明顯充滿不確定性。由於歐洲尤其是瑞典激進的負利率貨幣政策，因此挪威有必要通過貨幣貶值來提升競爭力。也就是說，挪威目前正在考慮犧牲物價穩定來換取競爭力。

經濟

巴西資產猶如過山車

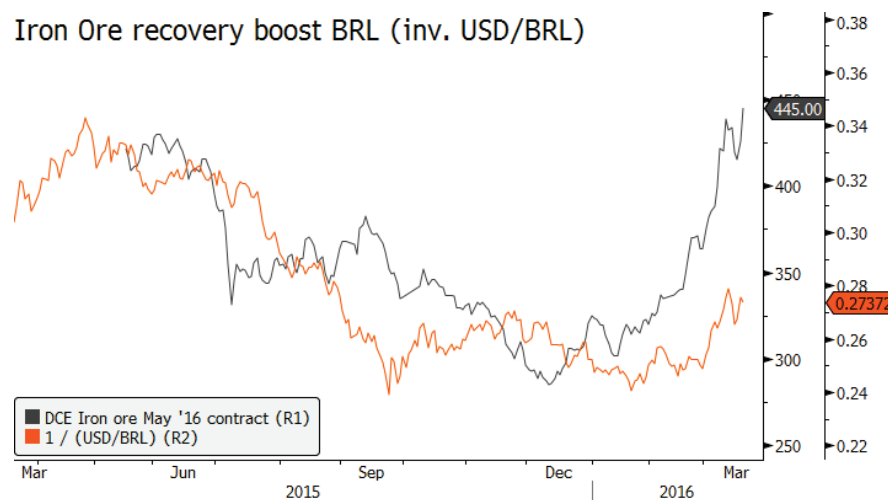
在過去兩周，巴西雷亞爾受到政治動盪和商品價格反彈的雙面影響。似乎還嫌震盪不夠，美聯儲公開市場委員會在上週三令市場意外，論調不及市場預期強硬，並出於對全球放緩和金融市場高度波動的擔憂，將2017年聯邦基金利率預測從12月會議時的1.375%調降至0.875%。也就是說，目前美聯儲預測兩次升息，而非此前預測的4次。

巴西總統Dilma Rousseff提名Luiz Inacio Lula da Silva為其幕僚長之後，上週三巴西政治危機升級，一名聯邦法官發佈的談話錄音顯示總統Rousseff的提名是為了保護Lula免於起訴——內閣職務可以免於當前除最高法院之外的洗錢和虛報指控。因此，數百萬的巴西民眾走上街頭要求總統Rousseff辭職。你會自然而然的想到政治動盪會對巴西資產造成嚴重壓力，但事實相反，因為投資者將其視為利好的發展，這會打破改革僵局並讓國家回到增長軌道。該事態的最近進展，一名法官駁回了Lula的幕僚長提名，稱這可能會影響當前的調查。

另外，避險情緒的消退以及希望中國需求增強推動鋼鐵價格走高，自1月中旬以來已經上漲約50%，而鋼鐵是巴西的主要出口行業之一。

大部分其他商品近期也大幅反彈，西德州中質原油自12月中旬以來首次測試40美元，黃金年初以來上漲17%。隨著商品價格反彈動能衰竭以及投資者關注該國未來政策的不確定性，美元兌巴西雷亞爾將再次面臨下行壓力。

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



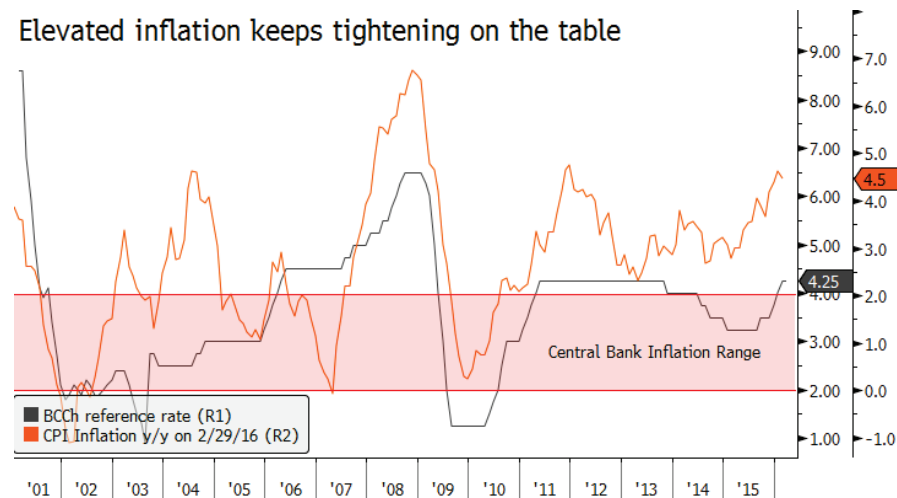
經濟

增長惡化令秘魯維持利率不變

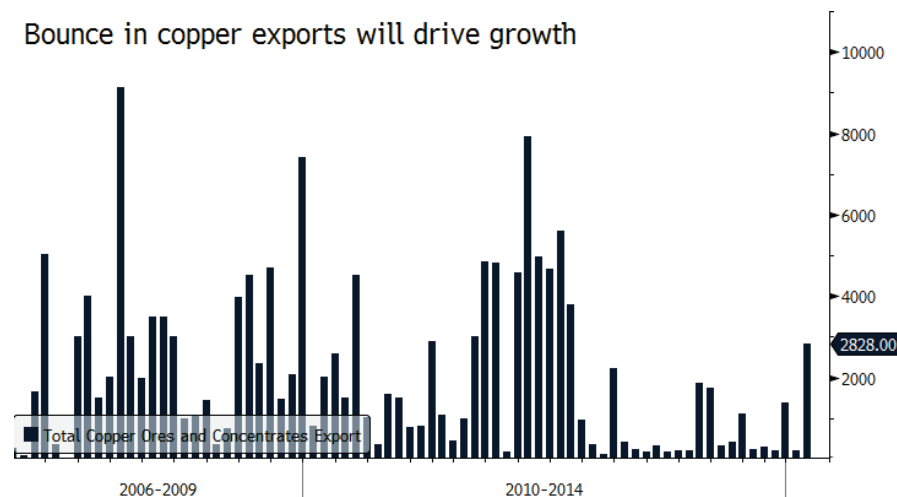
隨著當前基礎金屬反彈，外匯交易者開始關注智利。美聯儲趨於溫和、商品價格反彈以及高收益率推動智利比索走高。第四季度GDP數據確認經濟增長惡化，1.30%的增幅低於預期值1.60%和前值2.20%。不過國內信心復甦推動領先指標上升，這對經濟加速至關重要。銅價從\$2054反彈至\$2267.6，可能表明該商品價格已經觸底。2月消費者信心上升3.3個點至37.6%。值得關注的是，上漲的同時FM宣佈疲弱銅價導致有必要進一步的財政支出。商業信心也在提升，表明總體情緒指標將在第一季度形成谷底(與此同時商品價格將反轉跌勢)。通脹預期仍舊疲弱，2月總體通脹月率從0.5%放緩至0.3%，但年率保持在遠高於容忍區間2-4%之上的4.7%。

智利央行連續第三個月維持利率3.5%不變，在2015年強勢行動之後採取觀望策略。決議與市場預期一致，論調保持緊縮離場。在會議聲明中，該央行強調全球貨幣政策將更具擴張，同時發達國家增長和通脹前景下調。通脹方面，聲明稱中期通脹預期保持在3%，表明短期壓力只是暫時性的。考慮到我們預測商品價格小幅反彈為增長提供支持，我們預計2016年將再次升息25個基點至3.75%。然而全球增長前景下滑以及隨之而來的通脹預期放緩的風險，以及對PEN過度升值的擔憂，表明等待觀望時期可能會更久。即將公佈的貨幣政策報告(IPoM)將提供我們預測以及結束緊縮週期理論的證明。

Elevated inflation keeps tightening on the table



Bounce in copper exports will drive growth



經濟

美聯儲收回4次升息預期

美聯儲如預期將利率保持在0.25%至0.50%。總之，金融市場已經排除了3月升息的可能性。目前市場預測9月之前不會升息。

在FOMC聲明中，關鍵詞依然是勞動力市場和通脹目標。然而就業狀況持續改善並沒有如預期推動通脹，儘管通脹在最近幾個月略為上升。即便如此，通脹仍舊低於2%的長期目標。美聯儲相信低油價和進口物價的效應會消退並增加通脹上行壓力。能源價格可能會上漲，但我們認為總體需求疲弱將繼續推動價格下跌。美聯儲2.0%的通脹目標仍舊遙遠。

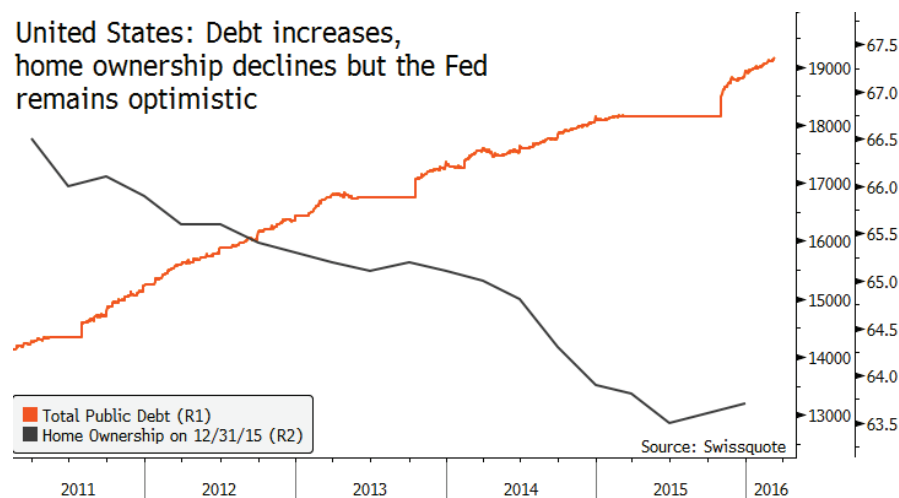
同樣真實的是，根據官方數據，就業市場狀況持續改善。失業率低於5.0%關口，儘管製造業持續疲弱。這與12月時的狀況非常相似，則並沒有阻止美聯儲升息。也就是說，我們相信勞動力市場並非升息的主要動力，如果該市場保持當前的活力的話。

從我們的觀點來看，能源價格和進口遠非推動美聯儲升息的唯一因素 —— 全球經濟和金融環境對美聯儲升息同樣重要。不過美聯儲很明顯不願意承認中國經濟放緩體現出了美國經濟面臨困境。中國出口在2015年下降了25%，意味著西方國家從該國購買的商品減少。因此，美國製造業遭受困境，對勞動力市場造成壓力。

不幸的是，美聯儲聲明中並沒有提到這些國內的問題，表明美聯儲可能對美國經濟狀況過於樂觀。

還需要提到的是，今年總統大選可能刺激美國消費者信心，因為這種情況下通常會激起愛國主義情緒。這可能會對國內消費注入新的活力並(小幅)推升通脹，也會帶來一些升息的支持，但並不足夠。我們認為這會觸發今年一次升息。

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



外匯市場

IMM非商業頭寸持倉

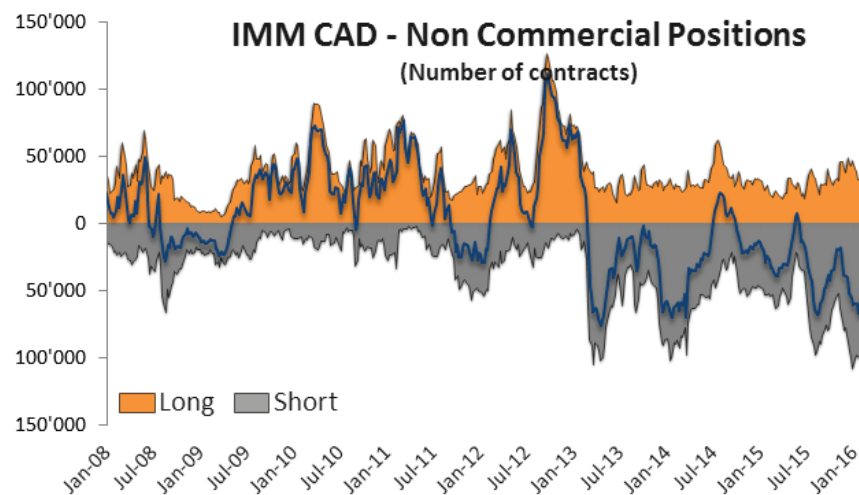
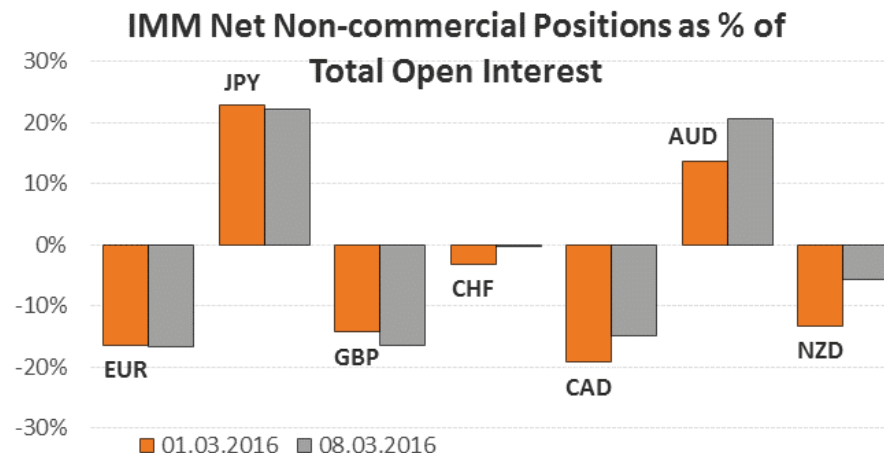
國際貨幣市場(IMM)非商業持倉報告可用於觀察資金從一個貨幣轉移至另一個貨幣。在頭寸達到極端水平時，這通常可視為一個反向指標。

此次IMM數據包含了截至2016年3月08日結束一周的投資者持倉報告。

美元淨多頭繼續減少，投資者在美聯儲公開市場委員會決議前調整頭寸。市場參與者越來越看空美元前景，全球放緩和金融市場動能將令美聯儲目前難以升息。

因商品價格反彈，新西蘭元淨空頭明顯減少。淨空頭占總未平倉頭寸的比例從前一周的13.2%下降至5.7%。隨著投資者繼續調整倉位，該趨勢還會獲得動能。

原油價格反彈推動加元上漲，加元淨空頭同樣下降，降至占總頭寸的14.7%。加元將繼續從商品價格反彈中受益。自1月中旬以來，加元兌美元上漲超過10%。

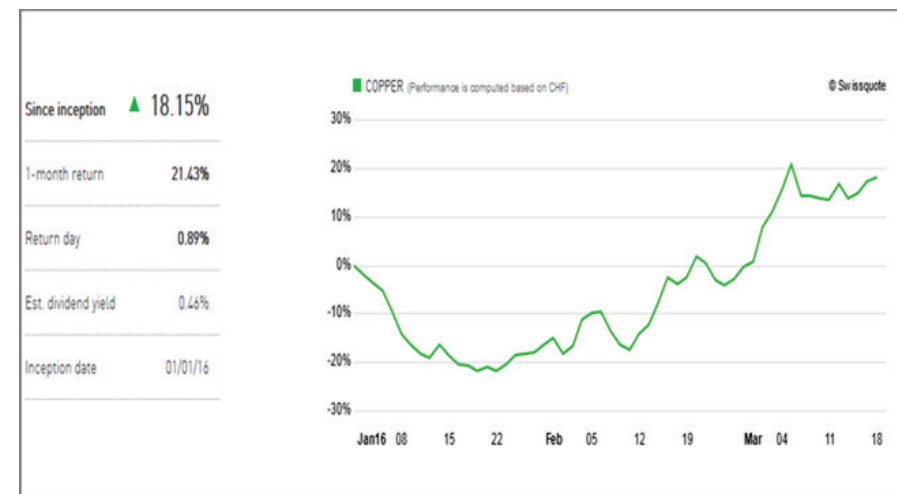
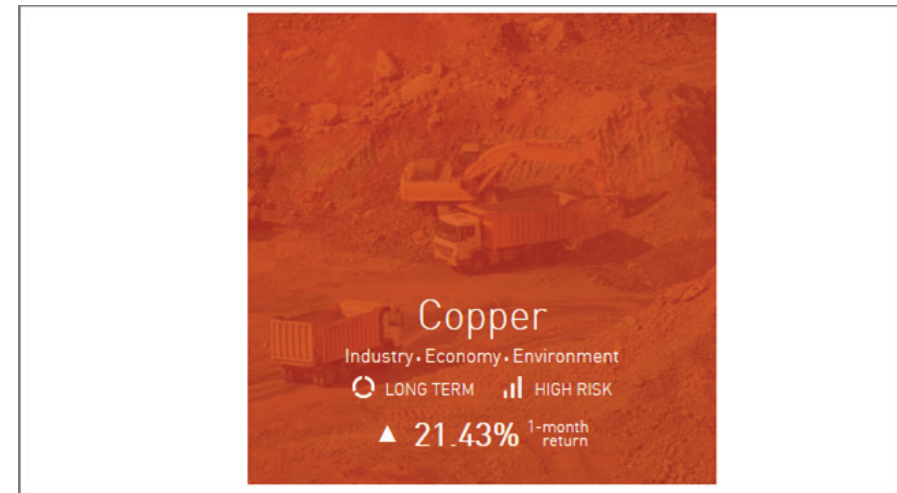


主題交易

銅

經過數年下跌之後，銅——以及其它工業金屬——正在大幅反彈。作為用途最為廣泛的工業金屬，銅是全球經濟健康狀況的晴雨表。從電路板到水管設施，銅的需求幾乎無所不在，同時銅也是發展中國家經濟的重要組成部分。

銅價自2010年以來大幅下挫，全球經濟停滯至今都未結束。不過歐洲央行和日本央行的額外刺激令2016年全球經濟前景企穩，推動了該金屬的漲勢。同時，中國政府承諾6.5%至7.0%的GDP增速也是銅價上漲的因素之一，該國佔全球銅需求的45%。短期看銅仍舊是「現貨溢價」，表明對供應的擔憂。隨著樂觀情緒擴散以及預測供不應求，此商品有望繼續上漲。我們創建了本主題，選取主要收入來自銅的礦產公司股票，以及一支與期貨價格直接相關的ETF。



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。