

# 外汇市场 每周展望

2016年4月11日-17日

## 外汇市场每周展望 - 概要

p3	经济	日元和全球货币战争 - Peter Rosenstreich
p4	经济	瑞士经济面临持续压力 - Arnaud Masset
p5	经济	现在真的是买入黄金的时机吗 - Yann Queleenn
p6	经济	美联储成员分歧扩大 - Arnaud Masset
p7	经济	欧洲央行货币政策遭受指责 - Yann Queleenn
p8	经济	美国退出 - Peter Rosenstreich
p9	主题交易	癌症治疗行业
	免责声明	

经济

日元和全球货币战争

日元走势“不受欢迎”

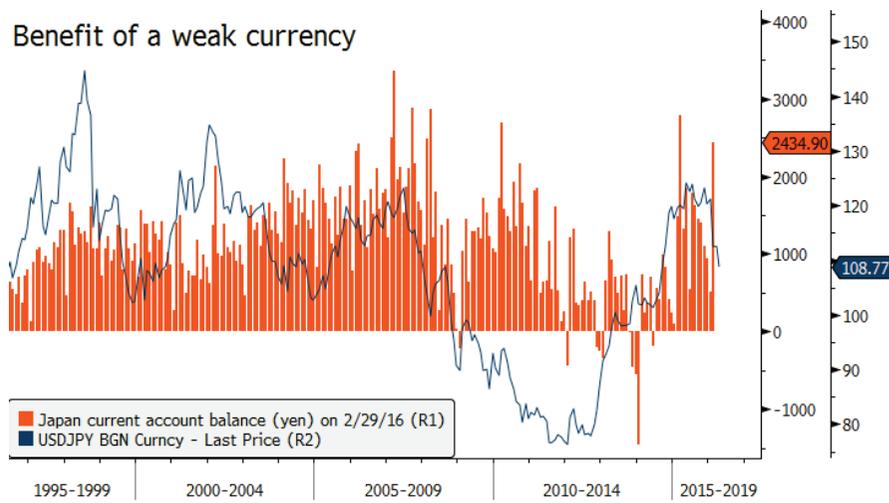
外汇市场的焦点在于日元的不断升值。日元的强势显然触发了日本官员的干预言论(日本已经习惯如此)。财务大臣麻生太郎早些时候再次呼吁采取必要手段抑制日元走势，称日元的突发行情“不受欢迎”。官房长官菅直人也参与到争论之中，称日元走势并非基于基本面，将在必要时采取行动。美元兑日元持稳于108.00之上，然而看起来仍有向下的吸引力。

日本3月公布的MOF流动数据显示日本经常帐盈余在2月改善。数据表明日本国内投资者对海外资产的需求上升，因为每周资金流入数据增长。3月数据表明日本投资者买入5.47万亿日元的海外油价证券，前一月为4.91万亿日元(投资者买入5.2万亿日元海外债券)。不过，投资者解除套息交易导致带来日元外流需求(并非推测的公司对冲)。我们预测随着日元接近105.00，日本官方的论调可能提升。强势日元对进口价格的明显溢出效应令日本货币政策制定者对抗通缩的努力化为乌有。

货币战争新阶段

尽管预测央行干预令很多优秀的分析师头疼，但我们相信日本央行的容忍关口在100-104附近。首先日本首相安倍上周的声明表明政策应“对随意的外汇市场干预予以克制”，其次日本央行的总体信誉值得怀疑。

尤其是关于日元汇价的管理，我们认为日本央行缺乏实际的工具令日元在一段较长的时间内有效贬值。考虑到日本央行信誉恶化，口头干预的市场影响力有限，而直接外汇干预只会进一步破坏央行的信誉。



经济

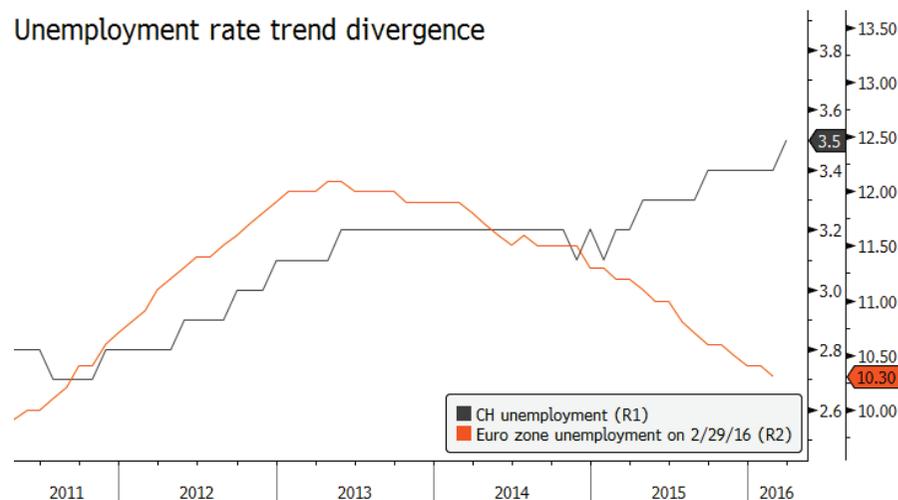
瑞士经济继续面临压力

最新数据显示瑞士过去几个月的经济状况并无明显起色，避险国的地位继续直接对其造成不良影响。3月CPI环比上月上升0.3%，高于2月的0.2%，符合市场预期。同比来看，3月CPI下滑0.9%，较2月0.8%的跌幅扩大，也符合市场预期。环比升幅的提高与服装行业促销于2月结束有关（价格环比上涨4.8%），所以其影响应该是有限并且短期的。总体上，商品价格走低以及瑞郎走强导致瑞士的通胀压力仍然较低。所以我们预计瑞士央行6月16日召开下次季度会议时有望下调2016年CPI预测值（最近为年底同比-0.40%），以便使瑞士经济继续与瑞郎升值的环境相适应。

周五公布的就业数据好坏参半。尽管3月失业率从2月的3.7%回落至3.6%，但季调后的数据从2月3.4%上升至3.5%，表明基本趋势还未扭转。另外，拿欧元区和瑞士就业市场走势相比较会发现，瑞士失业率自2013年以来一直持续上升，而欧元区的趋势已经开始扭转，失业率从12.10%下降至10.30%。总体而言，由于瑞士仍然需要继续适应瑞郎走强所带来的变化，瑞士经济将进一步恶化，这一过程还未结束。

周四数据还显示瑞士外汇储备从5711亿瑞郎上升至5758亿瑞郎，增加50亿瑞郎，表明瑞士央行可能对外汇市场进行了干预，以维护欧元兑瑞郎汇率。这一点通过瑞士央行活期存款额自今年初以来稳步增长得到确认。尽管增长仍然比较温和，但这表明瑞士央行无法停止干预。事实上，瑞士央行无法放松警惕，因为投机者一看到欧元/瑞郎走软的迹象就会采取投机活动。数据表明瑞士央行只是对外汇市场进行了温和干预，目的是提醒交易者不要对欧元/瑞郎进行过度投机。

Unemployment rate trend divergence



经济

现在真的是买入黄金的时机吗

黄金自去年12月以来大幅上涨，目前交易于1200-1250美元/盎司之间。对于许多人而言，实物黄金毫无用处，因为实物黄金不能产生红利而且储藏成本可能会很高。然而，过去4年来黄金价格下跌了30%以上，金价走低表明了市场对央行行动的信心。讽刺的是，尽管全世界政策制定者进行大规模无休止的干预（QE和降息），而且避险情绪占据主导，但黄金仍然持续下跌。美国升息本来应该会导致黄金下跌，但实际情况正相反。黄金自今年初以来大幅上涨，并且全球经济放缓使得这一趋势延续。特别是美国经济面临压力，国内经济数据好坏参半，而长达10年的低利率政策本来应该足以刺激经济持续性复苏。

黄金价格处于低位是因为其不仅仅代表实物市场的状况。纸黄金市场是影响黄金价格的一个很重要的因素，虽然基本资产是实物黄金本身，但纸黄金市场比实物市场要大得多。二者之间的比率达到令人瞩目的200 : 1。大多数银行发行的黄金主要为纸黄金，从而拉低了黄金价格，并带来很大的对手盘风险。举例而言，如果低利率时代导致银行业陷入困境，纸黄金价格很可能下跌。然而，由于实物黄金也包含在总体价格中，被低估的实物黄金值得买入。银行还面临很大衍生品敞口。比如德意志银行的资产负债表，我们可以猜测其敞口可能达到德国GDP的25倍之多。另一个重要问题是实物市场支付给黄金的溢价，稀缺性导致溢价史无前例地高。

Gold: End of the long-term downtrend channel



## 经济

## 美联储理事之间的分歧日益扩大

过去一两个月来，市场了解到美联储的立场变得更加谨慎，更倾向于延续温和立场（除了极端激进的Bullard以外），以避免重蹈去年12月份为了维持公信力而被迫加息的覆辙。3月中旬公布的FOMC上次会议声明清除表面了这一点，声明显示2016年预计将只有两次加息，而12月会议上预计将有4次。最后，上周三公布的3月FOMC会议纪要证实，面临全球经济疲软和金融市场不稳定的环境，美联储采取了谨慎立场。从多数美元货币对的表现来看，看起来耶伦在会议纪要公布前与市场进行了良好的沟通，使得市场没有剧烈波动。然而，我们认为会议纪要事实上比预期的要温和得多，因为纪要显示美联储理事之间的分歧进一步加大。

事实上，会议纪要显示委员会理事对美国经济前景的看法存在极大的差异，导致没有为市场参与者提供明确的前瞻指引。首先，理事们对通胀前景的看法不一致，“部分理事认为近期通胀升高反映了通胀稳定上升的趋势”，而另一些理事“认为上升势头不可能延续”，因为其某种程度上是季节性波动的结果。

其次，理事们对全球经济和金融市场走势的看法也不统一，多数理事担心这将给美国经济前景带来下行风险。然而，部分理事认为多数外国央行采取的改善货币条件的措施有助于减轻风险，但另一些理事担心央行的行动仍无法帮助控制风险。

总体而言，会议纪要凸显了美联储的内部分歧，表明美联储理事仍然很难达成共识，特别是在通胀前景方面，而这是影响货币政策的决定性因素。这种缺乏共识的状态被市场解读为美联储政策立场将非常偏向温和，市场认为美联储不会加息，甚至美联储理事都无法就政策前景达成共识。我们预计美联储短期内不会加息。在我们看来，甚至6月加息也太早了，因为我们认为耶伦即便是采取最小的行动也需要等看到通胀和经济增长前景明显好转。所以，我们认为美元回升还为时尚早。

经济

欧洲央行货币政策遭受指责

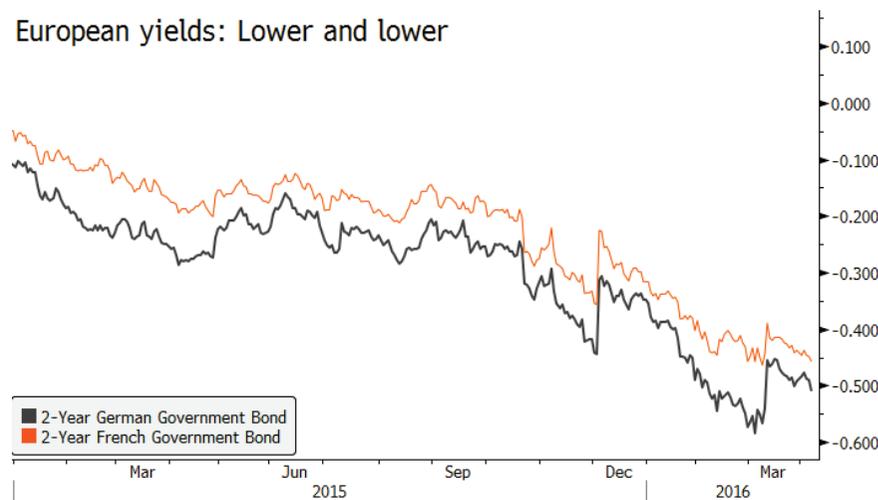
欧元区基本面维持疲软。上周，3月零售销售终值环比升幅为0.2%，低于2月的0.4%。近期公布的数据显示消费者信心同样在最近布鲁塞尔事件之前下降。很明显欧洲经济正在萎缩，所有的压力都在欧洲央行肩上。当前货币政策目前为止未能达到预期效果。由于油价尽管近期反弹但仍然持续低迷、经济状况也在恶化，导致经济状况恶化且通胀前景紧缩。

不过我们认为金融市场已经反映出了欧洲当前的困难。欧元不会进一步走软，因为状况会在中期改善。我们认为只有希腊债务危机重回和主权问题等内部困难才会导致欧元下跌。我们仍旧保持欧元兑美元看涨的观点，预计未来几周将指向1.1500。欧洲央行4月21日的下次会议不会触发欧元的主要行情，因为该央行已经全压了。

当前货币政策缺乏效果令经济保持稳定的德国感到困扰。事实上，在2月达到超过6年来的最大月率增幅3.3%之后，德国工业产出增长并没有下挫，即便市场预计数值将非常疲弱。上周公布的3月数据为月率下降0.5%。总体疲弱需求增加了出口下行压力的同时，国内需求显然帮助德国经济复苏。德国经济数据稳固，是债务稳定的少数国家之一(如果不是唯一的一个的话)。德国债务偿还压力远低于其他欧洲国家，债务仅占GDP的71.70%。

因此，尽管其他基本面处于正轨，但通胀与欧元区其它国家一样，并未上升——目前停滞在0%之下。看起来财长朔伊布勒认为欧洲央行应该为此负责。他认为只有其他欧洲国家从当前的货币政策中获益。从我们的角度看，我们相信德国并非是为其他国家支付账单的国家。付出代价的是所有欧洲人民。节支政策已经成为该大陆的新常态。欧洲经济萎缩远未结束，欧洲国家的职务和收入简要对比就可以提供证据。然而，我们也知道德国的竞争力显然受到了邻国的制约。欧洲最大的经济体现在正在抱怨欧洲。这极具讽刺：有瑞士人会因为不是欧元区成员而感到失望吗？没有。

European yields: Lower and lower



## 经济

## 美国退出

是什么让我们夜不能寐？

很明显我们担心英国脱欧、希腊/三驾马车的债务协议、中国经济软着陆等等。除此之外，还有一个风险让我们感到疲惫。我们称之为“美国退出 (Amexit)”，对一系列可能触发该结果的事件分析表明其可能发生。我们并不认可美联储当前的货币政策路线，因此对2016年升息预期稳步下滑的预测是正确的。我们的预测是基于美国国内增长的健康程度并不足以抵消国际前景不确定性带来的反通胀压力。在此情况下，我们预测仅会在12月一次升息25个基点。

不过尽管美联储态度谨慎，但仍称政策路线将基于经济数据。中国经济数据稳定/反弹的信号若隐若现，且产油国可能在多哈达成产出协议，这会迅速扭转我们的分析基础。因此如果下次升息的时间焦点再次集中在6月会议会怎样？我们怀疑结果并不会乐观。

一系列可能让我们畏缩的事件

如果美联储基金期货升息可能性从当前的20%上升至具有显著意义的70%之上，市场可能会再次遭受“退出恐慌”的伤害。市场对美国利率上升的回应前例可循，将推动资产进入避险资产，还有其实全球股市将遭到抛售。股市回调将令共和党候选人Trump的预言成真(还记得他关于泡沫和衰退的外行话吗?)借助美联储引发的股市回调，Trump将在7月份的共和党大会上获得大量的政治资本。

根据其竞选游说许诺，Trump的目标是重审美国签订的所有国内和国际社会、政治和经济协议。市场将开始下注美国会离开国际舞台，这就是我们所称的“美国退出”。

主题交易

癌症治疗行业

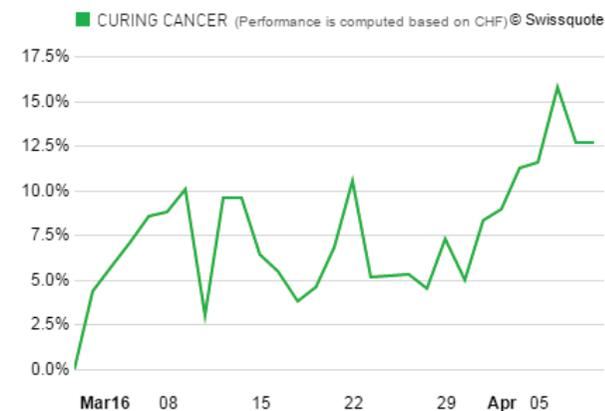
据cancer.org的报道，预计2030年将新增2170万名癌症确诊患者。同年癌症死亡人数将达到1300万。由于新的生活方式可能会提高患癌风险，因此该数据还会上升。因此，该领域将会有一些重要发明，很多公司——包括新创建的公司——正在投入时间和金钱以寻找治疗方案。

当然，寻找癌症治疗方法需要时间、付出和知识。今天的投资就是明天的解药。很难知道那种研究已经取得成果：寻找的过程经常会有不同的见解。我们因此选择了12支股票，其研究和关注与一系列的医药。我们的主要的分散投资是创业公司和收入增长型公司。

我们选择了5家在2015年完成IPO的创业公司，但这些公司尚未发布任何产品。这些公司是未来医药蓝筹股的候选人。Beigene和Syndax专攻抗癌药物，而Editas和Avexis则专注于基因治疗。同时，Proteostasis则存在于缝隙市场，从事囊胞性纤维症的治疗。与这些创业公司一样，我们认为一些发展良好的抗癌医药公司，例如Juno Therapeutics和悠久的历史Bristol-Myers Squibb(创建于1887年)则更加稳健。因此，我们加大了收入增长性企业的权重。不过，阿尔法(出色业绩)可能来自于创业公司。



Since inception	▲ 12.69%
1-month return	3.85%
Return day	0.01%
Est. dividend yield	0.00%
Inception date	01/03/16



## 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。