

# 外匯市場 每週展望

2016年4月11日-17日

## 外匯市場周報 - 目錄

p3	經濟	日元和全球貨幣戰爭 - Peter Rosenstreich
p4	經濟	瑞士經濟面臨持續壓力 - Arnaud Masset
p5	經濟	現在真的是買入黃金的時機嗎 - Yann Quelenn
p6	經濟	美聯儲成員分歧擴大 - Arnaud Masset
p7	經濟	歐洲央行貨幣政策遭受指責 - Yann Quelenn
p8	經濟	美國退出 - Peter Rosenstreich
p9	主題交易 免責聲明	癌症治療行業

## 經濟

## 日元和全球貨幣戰爭

### 日元走勢「不受歡迎」

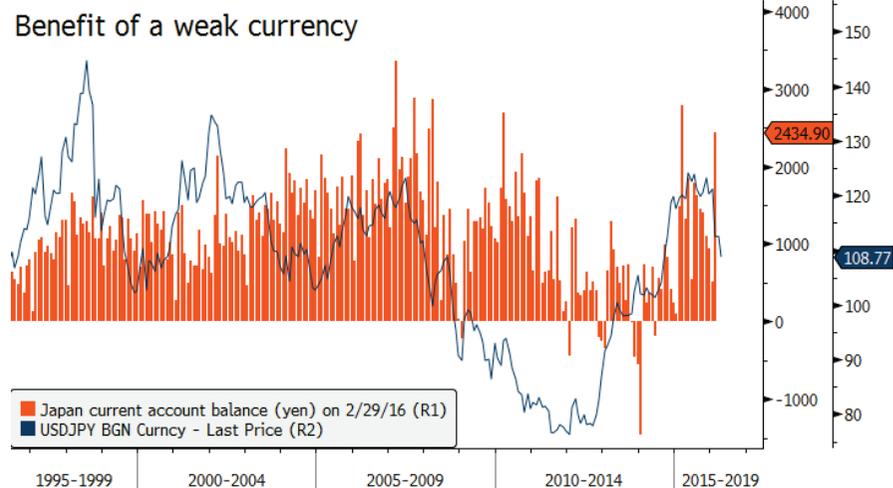
外匯市場的焦點在於日元的不斷升值。日元的強勢顯然觸發了日本官員的干預言論(日本已經習慣如此)。財務大臣麻生太郎早些時候再次呼籲採取必要手段抑制日元走勢，稱日元的突發行情「不受歡迎」。官房長官菅直人也參與到爭論之中，稱日元走勢並非基於基本面，將在必要時採取行動。美元兌日元持穩於108.00之上，然而看起來仍有向下的吸引力。

日本3月公佈的MOF流動數據顯示日本經常帳盈餘在2月改善。數據表明日本國內投資者對海外資產的需求上升，因為每週資金流入數據增長。3月數據表明日本投資者買入5.47萬億日元的海外油價證券，前一月為4.91萬億日元(投資者買入5.2萬億日元海外債券)。不過，投資者解除套息交易導致帶來日元外流需求(並非推測的公司對沖)。我們預測隨著日元接近105.00，日本官方的論調可能提升。強勢日元對進口價格的明顯溢出效應令日本貨幣政策制定者對抗通縮的努力化為烏有。

### 貨幣戰爭新階段

儘管預測央行干預令很多優秀的分析師頭疼，但我們相信日本央行的容忍關口在100-104附近。首先日本首相安倍上周的聲明表明政策應「對隨意的外匯市場干預予以克制」，其次日本央行的總體信譽值得懷疑。

尤其是關於日元匯價的管理，我們認為日本央行缺乏實際的工具令日元在一段較長的時間內有效貶值。考慮到日本央行信譽惡化，口頭干預的市場影響力有限，而直接外匯干預只會進一步破壞央行的信譽。



## 經濟

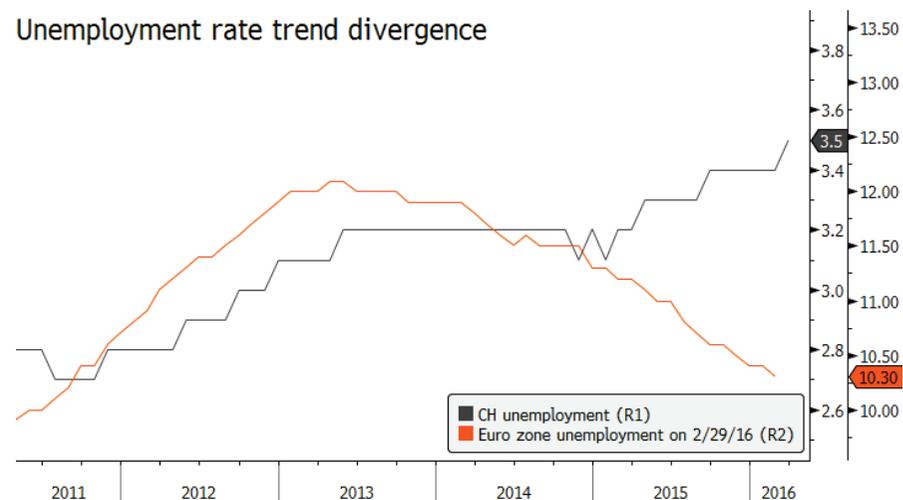
## 瑞士經濟面臨持續壓力

最新數據顯示瑞士過去幾個月的經濟狀況並無明顯起色，避險國的地位繼續直接對其造成不良影響。3月CPI環比上月上升0.3%，高於2月的0.2%，符合市場預期。同比來看，3月CPI下滑0.9%，較2月0.8%的跌幅擴大，也符合市場預期。環比升幅的提高與服裝行業促銷於2月結束有關（價格環比上漲 4.8%），所以其影響應該是有限並且短期的。總體上，商品價格走低以及瑞郎走強導致瑞士的通脹壓力仍然較低。所以我們預計瑞士央行6月16日召開下次季度會議時有望下調2016年CPI預測值（最近為年底同比-0.40%），以便使瑞士經濟繼續與瑞郎升值的環境相適應。

週五公佈的就業數據好壞參半。儘管3月失業率從2月的3.7%回落至3.6%，但季調後的數據從2月3.4%上升至3.5%，表明基本趨勢還未扭轉。另外，拿歐元區和瑞士就業市場走勢相比較會發現，瑞士失業率自2013年以來一直持續上升，而歐元區的趨勢已經開始扭轉，失業率從12.10%下降至10.30%。總體而言，由於瑞士仍然需要繼續適應瑞郎走強所帶來的變化，瑞士經濟將進一步惡化，這一過程還未結束。

週四數據還顯示瑞士外匯儲備從5711億瑞郎上升至5758億瑞郎，增加50億瑞郎，表明瑞士央行可能對外匯市場進行了干預，以維護歐元兌瑞郎匯率。這一點通過瑞士央行活期存款額自今年初以來穩步增長得到確認。儘管增長仍然比較溫和，但這表明瑞士央行無法停止干預。事實上，瑞士央行無法放鬆警惕，因為投機者一看到歐元/瑞郎走軟的跡象就會採取投機活動。數據表明瑞士央行只是對外匯市場進行了溫和干預，目的是提醒交易者不要對歐元/瑞郎進行過度投機。

Unemployment rate trend divergence



經濟

現在真的是買入黃金的好時機嗎

黃金自去年12月以來大幅上漲，目前交易於1200-1250美元/盎司之間。對於許多人而言，實物黃金毫無用處，因為實物黃金不能產生紅利而且儲藏成本可能會很高。然而，過去4年來黃金價格下跌了30%以上，金價走低表明了市場對央行行動的信心。諷刺的是，儘管全世界政策制定者進行大規模無休止的干預（QE和降息），而且避險情緒佔據主導，但黃金仍然持續下跌。美國升息本來應該會導致黃金下跌，但實際情況正相反。黃金自今年初以來大幅上漲，並且全球經濟放緩使得這一趨勢延續。特別是美國經濟面臨壓力，國內經濟數據好壞參半，而長達10年的低利率政策本來應該足以刺激經濟持續性復甦。

黃金價格處於低位是因為其不僅僅代表實物市場的狀況。紙黃金市場是影響黃金價格的一個很重要的因素，雖然基本資產是實物黃金本身，但紙黃金市場比實物市場要大得多。二者之間的比率達到令人矚目的200 : 1。大多數銀行發行的黃金主要為紙黃金，從而拉低了黃金價格，並帶來很大的對手盤風險。舉例而言，如果低利率時代導致銀行業陷入困境，紙黃金價格很可能下跌。然而，由於實物黃金也包含在總體價格中，被低估的實物黃金值得買入。銀行還面臨很大衍生品敞口。比如德意志銀行的資產負債表，我們可以猜測其敞口可能達到德國GDP的25倍之多。另一個重要問題是實物市場支付給黃金的溢價，稀缺性導致溢價史無前例地高。

Gold: End of the long-term downtrend channel



## 經濟

## 美聯儲成員分歧擴大

過去一兩個月來，市場瞭解到美聯儲的立場變得更加謹慎，更傾向於延續溫和立場（除了極端激進的Bullard以外），以避免重蹈去年12月份為了維持公信力而被迫加息的覆轍。3月中旬公佈的FOMC上次會議聲明清除表面了這一點，聲明顯示2016年預計將只有兩次加息，而12月會議上預計將有4次。最後，上週三公佈的3月FOMC會議紀要證實，面臨全球經濟疲軟和金融市場不穩定的環境，美聯儲採取了謹慎立場。從多數美元貨幣對的表現來看，看起來耶倫在會議紀要公佈前與市場進行了良好的溝通，使得市場沒有劇烈波動。然而，我們認為會議紀要事實上比預期的要溫和得多，因為紀要顯示美聯儲理事之間的分歧進一步加大。

事實上，會議紀要顯示委員會理事對美國經濟前景的看法存在極大的差異，導致沒有為市場參與者提供明確的前瞻指引。首先，理事們對通脹前景的看法不一致，「部分理事認為近期通脹升高反映了通脹穩定上升的趨勢」，而另一些理事「認為上升勢頭不可能延續」，因為其某種程度上是季節性波動的結果。

其次，理事們對全球經濟和金融市場走勢的看法也不統一，多數理事擔心這將給美國經濟前景帶來下行風險。然而，部分理事認為多數外國央行採取的改善貨幣條件的措施有助於減輕風險，但另一些理事擔心央行的行動仍無法幫助控制風險。

總體而言，會議紀要凸顯了美聯儲的內部分歧，表明美聯儲理事仍然很難達成共識，特別是在通脹前景方面，而這是影響貨幣政策的決定性因素。這種缺乏共識的狀態被市場解讀為美聯儲政策立場將非常偏向溫和，市場認為美聯儲不會加息，甚至美聯儲理事都無法就政策前景達成共識。我們預計美聯儲短期內不會加息。在我們看來，甚至6月加息也太早了，因為我們認為耶倫即便是採取最小的行動也需要等看到通脹和經濟增長前景明顯好轉。所以，我們認為美元回升還為時尚早。

## 經濟

## 歐洲央行貨幣政策遭受指責

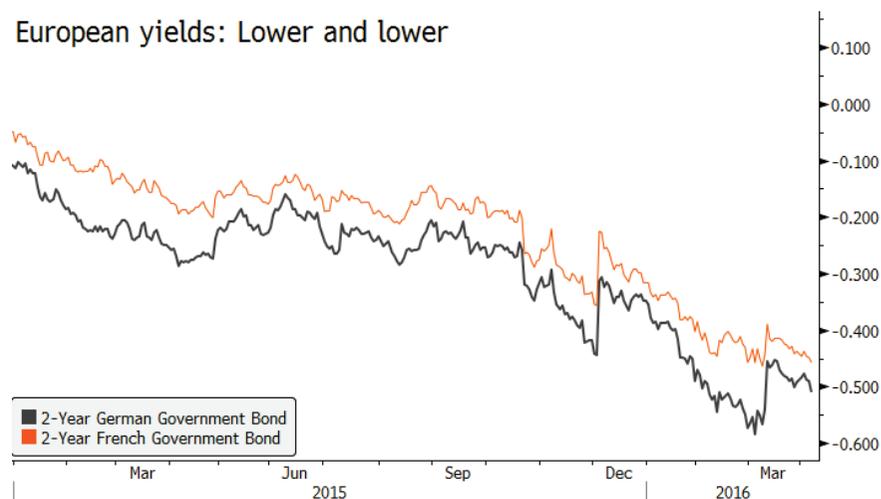
歐元區基本面維持疲軟。上周，3月零售銷售終值環比升幅為0.2%，低於2月的0.4%。近期公佈的數據顯示消費者信心同樣在最近布魯塞爾事件之前下降。很明顯歐洲經濟正在萎縮，所有的壓力都在歐洲央行肩上。當前貨幣政策目前為止未能達到預期效果。由於油價儘管近期反彈但仍然持續低迷、經濟狀況也在惡化，導致經濟狀況惡化且通脹前景緊縮。

不過我們認為金融市場已經反映出了歐洲當前的困難。歐元不會進一步走軟，因為狀況會在中期改善。我們認為只有希臘債務危機重回和主權問題等內部困難才會導致歐元下跌。我們仍舊保持歐元兌美元看漲的觀點，預計未來幾周將指向1.1500。歐洲央行4月21日的下次會議不會觸發歐元的主要行情，因為該央行已經全壓了。

當前貨幣政策缺乏效果令經濟保持穩定的德國感到困擾。事實上，在2月達到超過6年來的最大月率增幅3.3%之後，德國工業產出增長並沒有下挫，即便市場預計數值將非常疲弱。上周公佈的3月數據為月率下降0.5%。總體疲弱需求增加了出口下行壓力的同時，國內需求顯然幫助德國經濟復甦。德國經濟數據穩固，是債務穩定的少數國家之一(如果不是唯一一個的話)。德國債務償還壓力遠低於其他歐洲國家，債務僅佔GDP的71.70%。

因此，儘管其他基本面處於正軌，但通脹與歐元區其它國家一樣，並未上升一目前停滯在0%之下。看起來財長朔伊布勒認為歐洲央行應該為此負責。他認為只有其他歐洲國家從當前的貨幣政策中獲益。從我們的角度看，我們相信德國並非是為其他國家支付賬單的國家。付出代價的是所有歐洲人民。節支政策已經成為該大陸的新常態。歐洲經濟萎縮遠未結束，歐洲國家的職務和收入簡要對比就可以提供證據。然而，我們也知道德國的競爭力顯然受到了鄰國的制約。歐洲最大的經濟體現在正在抱怨歐洲。這極具諷刺：有瑞士人會因為不是歐元區成員而感到失望嗎？沒有。

European yields: Lower and lower



## 經濟

## 美國退出

是什麼讓我們夜不能寐？

很明顯我們擔心英國退歐、希臘/三駕馬車的債務協議、中國經濟軟著陸等等。除此之外，還有一個風險讓我們感到疲憊。我們稱之為「美國退出 (Amexit)」，對一系列可能觸發該結果的事件分析表明其可能發生。我們並不認可美聯儲當前的貨幣政策路線，因此對2016年升息預期穩步下滑的預測是正確的。我們的預測是基於美國國內增長的健康程度並不足以抵消國際前景不確定性帶來的反通脹壓力。在此情況下，我們預測僅會在12月一次升息25個基點。

不過儘管美聯儲態度謹慎，但仍稱政策路線將基於經濟數據。中國經濟數據穩定/反彈的信號若隱若現，且產油國可能在多哈達成產出協議，這會迅速扭轉我們的分析基礎。因此如果下次升息的時間焦點再次集中在6月會議會怎樣？我們懷疑結果並不會樂觀。

一系列可能讓我們畏縮的事件

如果美聯儲基金期貨升息可能性從當前的20%上升至具有顯著意義的70%之上，市場可能會再次遭受「退出恐慌」的傷害。市場對美國利率上升的回應有前例可循，將推動資產進入避險資產，還有其實全球股市將遭到拋售。股市回調將令共和黨候選人Trump的預言成真(還記得他關於泡沫和衰退的外行話嗎？)借助美聯儲引發的股市回調，Trump將在7月份的共和黨大會上獲得大量的政治資本。

根據其競選遊說許諾，Trump的目標是重審美國簽訂的所有國內和國際社會、政治和經濟協議。市場將開始下注美國會離開國際舞台，這就是我們所稱的「美國退出」。

## 主題交易

## 癌症治療行業

據cancer.org的報道，預計2030年將新增2170萬名癌症確診患者。同年癌症死亡人數將達到1300萬。由於新的生活方式可能會提高患癌風險，因此該數據還會上升。因此，該領域將會有一些重要發明，很多公司——包括新創建的公司——正在投入時間和金錢以尋找治療方案。

當然，尋找癌症治療方法需要時間、付出和知識。今天的投資就是明天的解藥。很難知道那種研究已經取得成果：尋找的過程經常會有不同的見解。我們因此選擇了12支股票，其研究和發展關注與一系列的藥物。我們的主要的分散投資是創業公司和收入增長型公司。

我們選擇了5家在2015年完成IPO的創業公司，但這些公司尚未發佈任何產品。這些公司是未來醫藥藍籌股的候選人。Beigene和Syndax專攻抗癌藥物，而Editas和Avexis則專注於基因治療。同時，Proteostasis則存在於縫隙市場，從事囊泡性纖維症的治療。與這些創業公司一樣，我們認為一些發展良好的抗癌醫藥公司，例如Juno Therapeutics和歷史悠久的Bristol-Myers Squibb(創建於1887年)則更加穩健。因此，我們加大了收入增長性企業的權重。不過，阿爾法(出色業績)可能來自於創業公司。



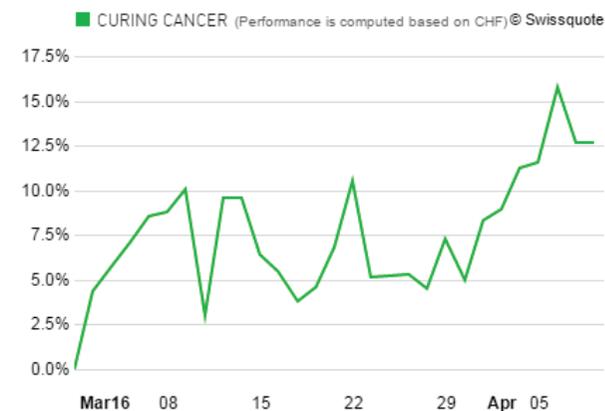
Since inception ▲ 12.69%

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。