

# 外匯市場 每週展望

2016年5月2日-8日

## 外匯市場周報 - 目錄

p3	經濟	2016年僅會升息一次 - Peter Rosenstreich
p4	經濟	日本：沒有進一步刺激 - Yann Quelelln
p5	經濟	鐵礦石漲勢消退，澳元前景堪憂 - Arnaud Masset
p6	經濟	俄羅斯央行錯失降息良機 - Yann Quelelln
p7	經濟	瑞士經濟企穩 - Arnaud Masset
p8	主題交易	油價上漲
	免責聲明	

## 經濟

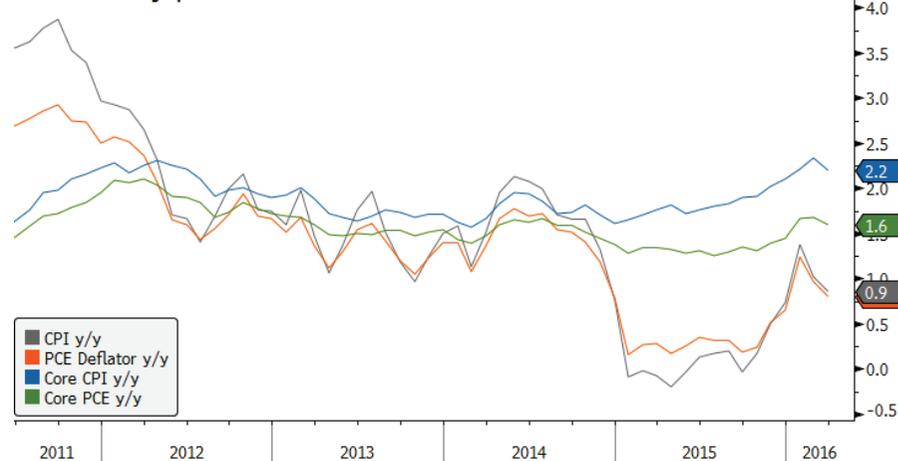
## 2016年僅會升息一次

FOMC上周會議以及隨後的市場反應，包括美國收益率和美元遭到拋售，增強了我們對美聯儲2016年僅會升息25個基點的預測。我們認為最可能的升息時間是12月，11月升息的可能性略低。從交易角度看，這表明市場將進一步拋棄貨幣政策分化主題。FOMC的總體基調是對國內和國際狀況保持謹慎。雖然美聯儲沒有排除6月升息的可能性，但不斷的支出通脹下行風險和美國經濟活動放緩(以及遲滯的國際環境)，表明價格壓力步調緩慢已經導致預期下調(體現在FF價格下降)。美聯儲的預測仍舊表明2016年有兩次升息，但我們認為可能性不大。問題在於：如果2次升息的預測證明是準確的，美聯儲將需要立即暗示6月升息的可能性，否則會導致市場極大的波動。我們的觀點部分原因是由於對美國/全球的反彈強度信心下降，但更重要的是事件和數據令潛在的政策路線不明朗。

美聯儲不可能在接下來的會議上多次升息，因為該央行的言論暗示耐心、「逐步」的緊縮路線。這意味著升息-暫停將是選擇的策略。因此，如果要在2016年將利率安全的提升至1.0%。就必須在6月升息。7月和9月會議並非理想的升息時間，因為屆時行動會造成波動性。FOMC的7月26-27日會議時間位於共和黨和民主黨的全國大會之間，且一周之後就是關鍵的「英國退歐」公投。9月20-21日會議距離美國大選時間太近，任何調整都可能造成政治後果，因此會被認為有政治目的。

除非我們看到通脹加速(可能由原油價格反彈觸發)，或證據顯示美國房產市場開始過熱，否則美聯儲只會在12月13-14日或11月1-2日的會議上升息一次。考慮到美國經濟數據的不確定性，我們認為美聯儲不會冒著信譽損傷的風險，在市場毫無預期的情況下在6月升息。我們仍舊看空美元，並認為是趁回調時重新買入新興市場和商品相關貨幣的時機。外匯市場隱含波動性在最近幾天下跌。如果我們的觀點正確，則未來4至5個月將出現套利推動的交易。

Inflationary pressures remain subdued



## 經濟

## 日本：沒有進一步刺激

### 日本股市需要更多現金

日本股市上週四下跌。日經和東證一部指數均大幅收低，跌幅超過3%。其後的原因很簡單：目前日本央行不會增加刺激。存款利率保持在0.1%不變，央行行長黑田東彥宣稱資產購買規模維持在每年80萬億日元。日本央行決定不增加刺激，即便是近期的數據疲弱，金融市場調降了對日本股市的預期。

日本經濟一直在發出錯誤的希望。首先，日本央行的通縮抗爭看起來永無止境，1月份意外的負利率也未能推動通脹。日本政策制定者現在聲稱2%的CPI目標將在2017財年實現。其次，在全球不確定性的大環境下，日元因其避險特性而受到投資者的青睞。最後，近期的日本國內數據令人擔憂，尤其是4月PMI從前一月的49.1進一步下降至48.0。2月第三產業活動下滑0.1%。最近的所有行業活動指數也下降1.2%。

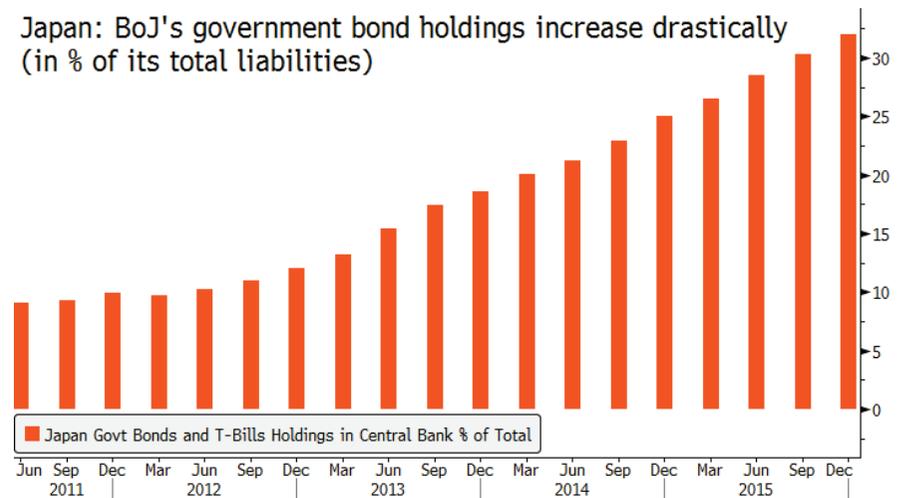
### 時間、時間、時間……

在利率決議之後的新聞發佈會上，黑田東彥提出央行需要更多的時間來評估負利率的影響。外匯方面，日元對美元走強，該匯價目前指向107.0。日元今年以來兌美元保持強勢，當前匯價位於118/120附近。

### 日元將在央行進一步行動前升值

日本央行的觀望做法很可能會將日元推向100.00。美元兌日元的主要驅動力來自於美聯儲和日本央行之間的貨幣政策分化，不過我們認為美聯儲的利率路線只是存在於美聯儲成員的頭腦中，至少目前如此。目前我們相信在今年夏天完結之前，日本央行不會有任何進一步的寬鬆。只有未來幾個月經濟數據進一步惡化才會推動日本央行增加刺激。基於此，我們仍舊中期看空美元兌日元，因為美國不確定性增強。日本央行屆時將需要進一步寬鬆。日本央行行長黑田東彥雖然目前保持耐心的立場，但很快回到與歐洲央行行長德拉基相同的「採取一切措施」的立場。

Japan: BoJ's government bond holdings increase drastically (in % of its total liabilities)



## 經濟

## 鐵礦石漲勢消退，澳元前景堪憂

澳元自1月以來上漲12%

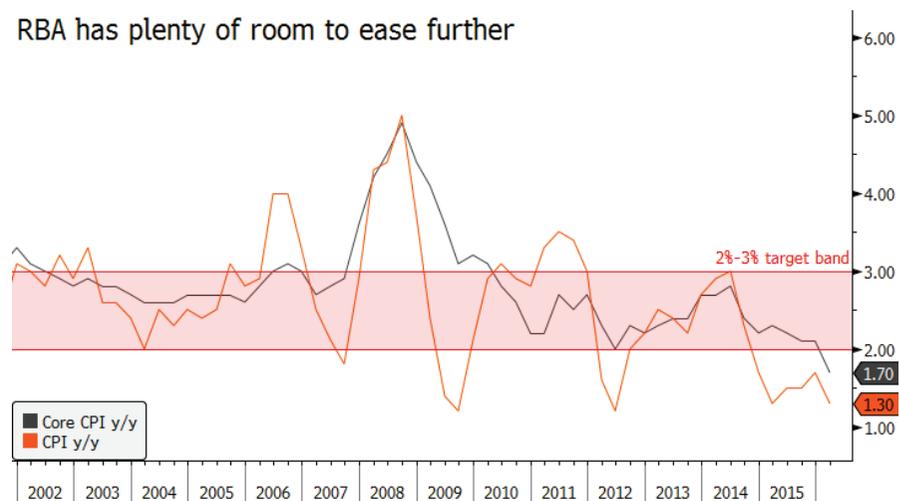
得益於美國升息預期下降以及大宗商品（特別是鐵礦石、黃金和原油）價格上漲，澳元今年初以來漲勢喜人。鐵礦石價格今年初以來最大漲幅達到60%，（中國）大連商品交易所最活躍的期貨合約價格達到500元/公噸（約合74美元/公噸），創2015年1月以來新高。對中國前景的樂觀預期是推動鐵礦石價格上漲的主要原因之一。隨著金融市場大幅波動導致投資者尋求避險，黃金即將測試去年高點1,307美元/盎司，而油價也終於開始復甦，布倫特原油報46.50美元/桶左右。

鐵礦石漲勢逐漸消退

然而，我們認為鐵礦石缺乏繼續上漲的動力支撐，因此其漲勢已經結束。事實上，今年一季度鐵礦石港口庫存持續增加，而粗鋼產量不斷下降。這種情況表明鐵礦石價格的上漲主要是受對未來市場的嚴重投機所推動，目前價格缺乏堅實基本面支撐。而且，中國建築行業（中國最大的鋼材消耗行業之一）儘管出現了初步的復甦跡象，但仍然處在低迷之中。因此我們預計，隨著投機者獲利了結，鐵礦石將向下調整。這種情況將給全球最大的鐵礦石出口國澳大利亞（佔全球總產量50%）的經濟帶來更大壓力。

在這種情境下，澳元將重新面臨壓力。然而，一個因素可能延緩澳元的調整：美聯儲。事實上，美國升息預期的消退將使得美元保持在較低水平，而這將給商品價格和商品貨幣帶來支撐。另一方面，澳大利亞最近發佈了（非常）令人失望的通脹數據（2016年一季度季度環比通脹率為負--季度環比為-0.2%，同比為1.3%），這可能會導致澳洲聯儲繼續放鬆貨幣政策以提高物價。總而言之，我們預計澳元將向下調整，下一個目標位是0.74美元。

RBA has plenty of room to ease further



## 經濟

## 俄羅斯央行錯失降息良機

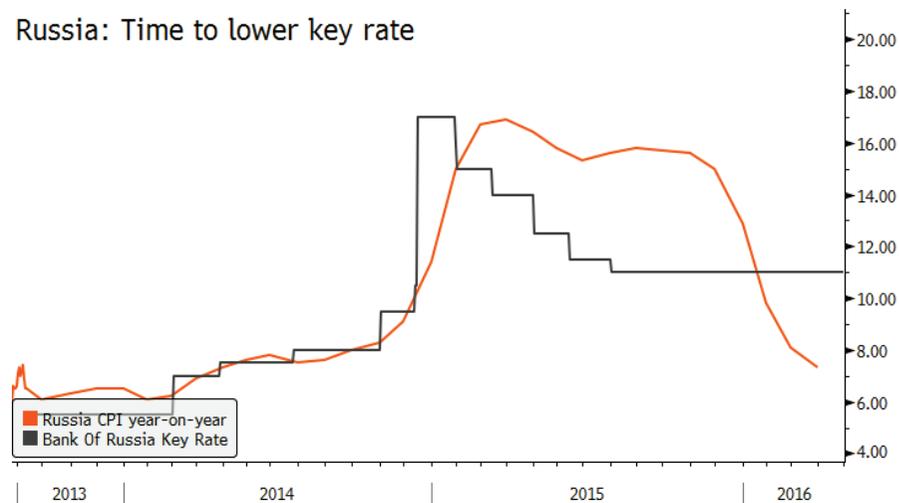
俄羅斯盧布兌美元自今年1月初觸及歷史最低點後一直持續升值。最低達到1美元可兌換超過82盧布，而現在美元兌盧布已經跌至65以下，而且由於油價持續反彈，盧布將面臨持續的上漲壓力。儘管全球原油供大於求的問題依然存在，但俄羅斯的石油收入前景比以往樂觀。對未來幾年石油需求增長的預期和對石油產能見頂的恐慌正在推動油價走高。

然而，中期內我們仍然認為盧布的大漲令人擔憂，因為俄羅斯出口可能進一步受損。貨幣升值將抵消油價反彈的積極作用。所以，俄羅斯央行在上週五的貨幣政策會議上已經錯失了將盧布貶值0.5%的機會（我們認為盧布目前的匯率水平是實現貨幣政策正常化的一個機會）。無論在何種情況下，對通脹的不利影響將被貨幣升值和油價上漲所抵消。

備受關注的通脹率正在迅速下降，同比降至7%左右（仍然太高）。然而，全世界現今面臨高收益資產短缺的問題，所以投資者們瞄準了俄羅斯。維持兩位數利率當然是不明智的。長期投資首當其衝，投資若要有利可圖所需要的溢價極高。

我們不看好美元兌盧布前景。由於美聯儲的溫和立場透露了美國經濟真實的困境，美元的弱勢將拖累該貨幣對進一步走低。我們的3個月目標位是60。

Russia: Time to lower key rate



## 經濟

## 瑞士經濟企穩

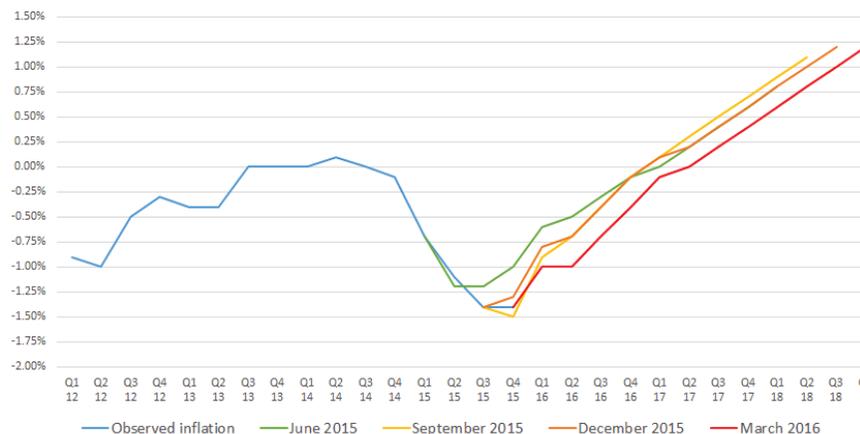
KOF經濟領先指標4月份小幅下降至102.7，高於市場預期的102.5，但低於上月向上修正後的數據102.8。該指標保持在長期平均值以上，表明瑞士經濟一季度表現相對良好。然而，由於主要出口夥伴國進口瑞士產品的意願下降，瑞士的處境仍然有些難過。事實上，全球需求低迷及強勢瑞郎繼續在給該國的出口（特別是鐘錶行業）造成沉重壓力。

瑞士鐘錶出口一季度下降8.9%（3月下降16%！）。幾乎所有主要貿易夥伴的需求都下降，從而造成瑞士鐘錶需求的崩潰。3月份，香港需求同比下降37.7%，美國需求同比下降32.9%，中國需求同比下降13.7%。總體上，工業部門的堅挺表現抵消了鐘錶業頹勢，3月份實際出口總額同比下降1.1%，而2月份向下修正後環比上月增長2.1%。

總而言之，由於全球最大經濟體美國的經濟增速可能會低於預期，從而引發投資者對瑞郎等避險資產的偏好，所以我們預計瑞士經濟復甦時間將延後。這將意味著瑞士將面臨較長時期的低通脹，因此我們預計瑞士通脹率在2017年下半年之前都不會恢復正值。在3月份的會議上，瑞士央行預計通脹率在2017年一季度達到0.1%。

歐元兌瑞郎繼續週三觸及1.10後，上週五繼續走低，因為投資者從風險資產中撤出，投入黃金和瑞郎等避險資產。

SNB to delay further the rise of inflation in positive territory



## 主題交易

## 油價上漲

您可能也和我們一樣，認為30美元/桶的油價是不可持續的。對油價上漲的預期應會給股市帶來極好的機會。供給過剩的問題（曾導致油價從100美元降至30美元）依然存在。然而，目前正在發生一些根本性轉變，增加了油價上漲的可能性。

首先，儘管全球經濟低迷，但石油需求在不斷增長（儘管增速趕不上供給增速）。其次，隨著一些不賺錢的油井被關閉，生產正在穩步放緩，而且石油輸出國組織終於表現出了聯手解決供給過剩問題的跡象。最後，地緣政治風險為油價提供了支持，在全球80%石油產量來自軍事衝突參與國的情況下，重要供給來源很容易受到威脅。

我們估計原油價格已經觸底。隨著油價升高，那些備受打壓的石油股的盈利前景和利潤率將很快好轉。我們提出該主題，以抓住油價穩步上漲將給股市帶來的機會。



Since inception ▲ 10.76%

1-month return 12.54%

Return day -0.39%

Est. dividend yield 0.65%

Inception date 01/01/16



## 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。