

外匯市場 每週展望

2016年11月28日-12月4日

外匯市場周報 - 目錄

p3	經濟	銅引領基本金屬上漲 - Peter Rosenstreich
p4	經濟	OPEC會議將成為關注焦點 - Yann Quelenn
p5	經濟	人民幣匯率自由落體式下跌 - Arnaud Masset
p6	經濟	德國：德國公債投機盛行 - Yann Quelenn
p7	經濟	瑞士：追趕 - Arnaud Masset
	免責聲明	

經濟

銅引領基本金屬上漲

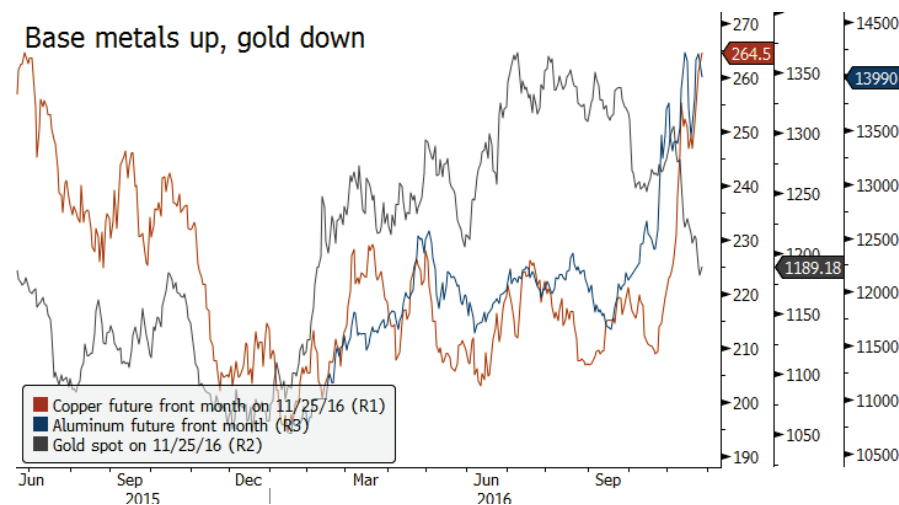
因預期美國新當選總統特朗普將增加基建支出，加上全球金屬庫存下滑，金屬延續上漲勢頭。銅價觸及一周高點，正在挑戰基本金屬崩盤以來的新高。在週五的亞洲市場上，近月銅期貨觸及**269.90**美元，距離近期高點僅5美元之遙。然而，支撐銅上漲的基礎極為脆弱。

投資者押賭美國新當選總統實施大規模財政支出（預計接近**1**萬億美元）將推動需求增長，並預計中國購買銅對沖人民幣貶值將導致供給下降。另外，上漲勢頭還觸發了趨勢跟隨型資金的需求，進一步增加了買壓。反常的是，工業金屬價格在美元升值的情況下仍然繼續走高。我們認為，儘管銅價目前走勢強勁，但基本面仍然極為疲弱。

交易者目前把財政因素擺在了很高的位置，因此美國非常一般的數據在他們看來也頗為強健。不錯，最近的耐用品訂單增長**4.8%**是比較堅挺，但新屋銷售這樣的領先指標較前月環比下降**1.9%**（面臨選舉帶來的不確定性和近期按揭貸款利率上升）。因此，我們不願意因為特朗普可能採取財政刺激（事實上，還遠遠沒有確定）就作出長期通脹預期將上升的預測。其次，雖然中國正在買入銅以對沖人民幣貶值，但數據表明供給增速仍將維持在較高水平。

對銅價不利的另一個因素是，市場傳言上海期貨交易所將提高多數基本金屬的保證金門檻並對交易施加更多限制，涉及金屬包括銅、鉛、鎳、鋅、錫和鋁等。

我們認為，由於並沒有真實需求進入市場，目前的上漲是投機性的，也是不可持續的。我們將把基本金屬目前的上漲視為重新做空的機會。



經濟

OPEC會議將成為關注焦點

OPEC一定會成為下周的熱門話題。11月30日，我們就會知道OPEC成員國是否達成了凍結產量的協議。沙特正在推動其他成員國同意減產約4%。對減產的預期已經推動原油價格走高。油價連續第二周上漲，達到每桶47美元以上。

我們認為，自特朗普當選總統以來，地緣政治面臨很大的不確定性，因此OPEC將很難達成一致的協議。首先，我們認為特朗普將貫徹讓美國實現能源獨立的競選承諾，或至少會朝這個方向去做。美國油氣公司將受益於該政策，而我們認為頁岩氣很可能將變得更有吸引力。特朗普的上任首日計劃就包括提振頁岩氣。所以，我們認為石油的供給過剩還遠未結束。

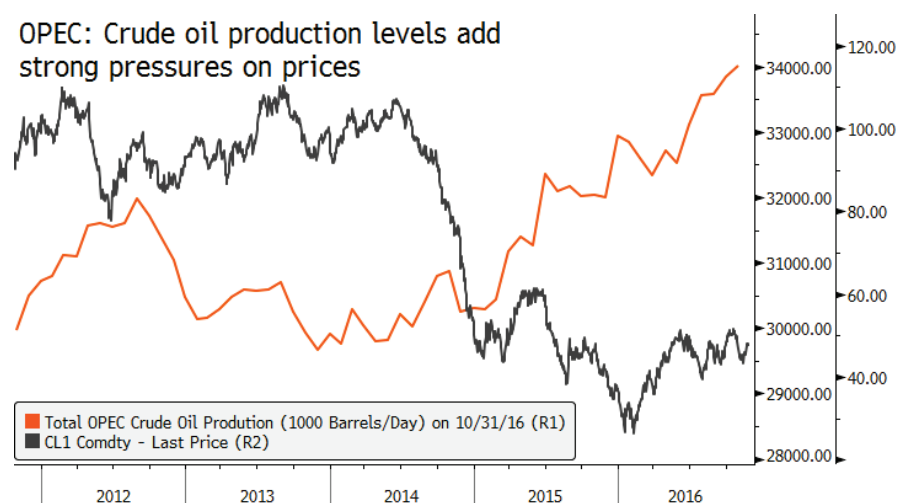
其次，特朗普的政策可能將提高利率，而一個主要結果將是美元走強。這將導致新興市場面臨下行風險，因為強勢美元對他們絕對不是好消息，特別是對他們的石油需求而言，因為石油對他們而言將變得更貴。我們認為，現在預測美國政策對新興市場需求的真實影響為時太早，所以OPEC不會願意凍結產量。

第三，另一個尚存疑問的問題是特朗普將採取怎樣的外交政策，特別是對伊朗政策。目前流傳最廣的說法是2015年達成的核協議將被撕毀，而這種情況下伊朗將面臨新的制裁。

伊朗在OPEC會議上將面臨艱難選擇，要麼同意減產，這將導致它無法在遭受新一輪制裁前去生產足夠多的石油，要麼是考慮到美國頁岩氣吸引力增強而拒絕減產。

地緣政治情況十分複雜。在OPEC會議上，特朗普仍將是爭論的焦點，我們認為OPEC將等到特朗普就任總統後才作出決定，以便更好地評估特朗普未來4年在地緣政治方面的立場。因此，原油價格下周可能走低。

OPEC: Crude oil production levels add strong pressures on prices



經濟

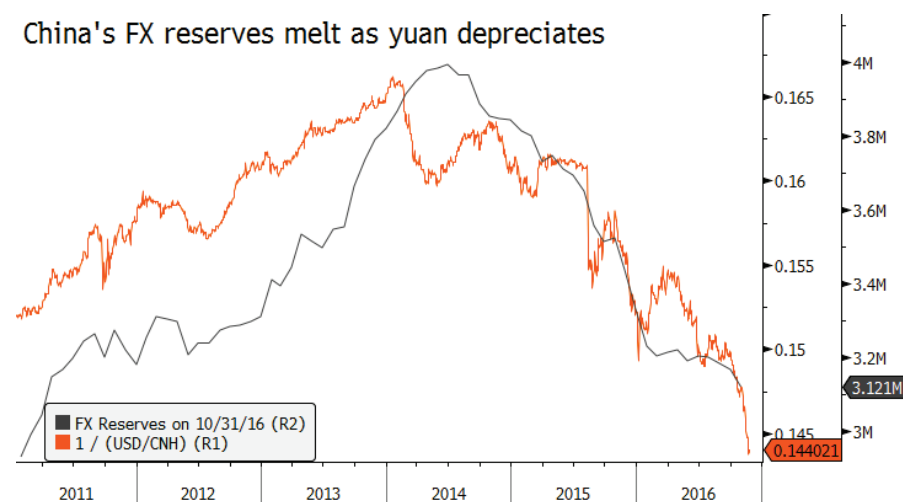
人民幣匯率自由落體式下跌

自特朗普當選美國總統以來，由於市場預期中美兩國之間的貿易關係將惡化，人民幣匯率大幅下跌。事實上，美國是中國的主要貿易夥伴，中國對美國出口額超過4800億美元（2015年），而從美國進口額「僅」為1450億美元。因此，特朗普任職總統期間保護主義可能日益增強，從而給中國經濟帶來重大打擊，因為中國儘管近年來在努力轉變增長方式，但仍然嚴重依賴出口，尚未轉型成為內需拉動型經濟體。

不用說，對中國進口產品徵收懲罰性關稅也將對美國經濟產生很大影響。目前而言，這些還只是停留在口頭上，市場仍在試圖猜測特朗普在行動上會落實到什麼程度，以及他到底會不會採取行動。自11月9日以來，特朗普的某些立場相比最初已經開始軟化，比如奧巴馬醫療改革問題和移民問題。這一不確定性增加了人民幣面臨的貶值風險，給正在與資本外流作鬥爭的中國人民銀行帶來更大壓力。事實上，人民幣兌美元繼續呈現自由落體式下跌，美元/人民幣上週四觸及6.9654，而中國的外匯儲備正在快速消耗。10月份，中國外匯儲備減少457億美元，降幅1.44%，降至3.12萬億美元，創2011年3月以來新低。毫無疑問接下來數月資本外流還會繼續，問題在於外流速度會有多快。不過，應該注意到11月份的外儲縮水很大一部分是受估值因素影響。考慮到人民幣11月大幅貶值（兌美元貶值2.40%），我們預計外匯儲備在11月再度遭受大幅下降。

隨著2017年臨近，我們預計人民幣將延續貶值趨勢，因為中國將繼續面臨出口放緩和資本外流問題。並且，與美國的貿易關係變得更加緊張可能會導致情況進一步惡化。

China's FX reserves melt as yuan depreciates



經濟

德國：德國公債投機盛行

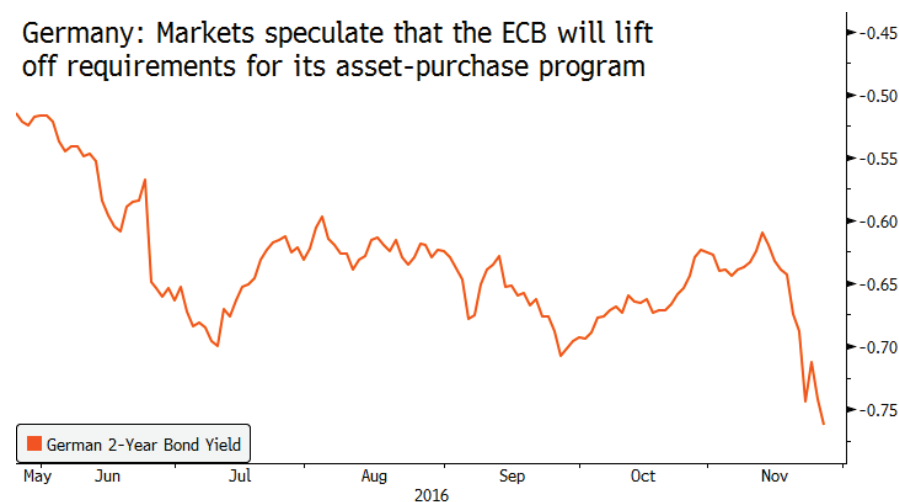
歐洲第一經濟強國的狀況總是反映歐盟經濟的總體困境。上周，德國公佈了大量經濟數據，值得注意的是第三季度GDP終值與初值數據完全相符。數據沒有作修正，德國經濟同比增長1.5%，但季度環比僅增長0.2%。德國的復甦似乎喜憂參半。

根據11月IFO商業景氣調查，德國商業信心保持不變，說明特朗普的當選並未改變德國商界對商業環境的看法。第三季度私人消費也有所改善，季度環比增長0.3%。儘管如此，我們認為這些經濟數據暫時不足以推動歐元走高。事實上，歐洲央行基本繼續保持寬鬆立場。

德國公債收益率處於上升勢頭，10年期公債收益率在0.25%下方。同時，2年期德國公債收益率下跌至歷史低點。市場盛傳歐洲央行將調整資產購買計劃，以避免發生債券不夠的情形。所以，市場關注焦點不在經濟數據，而在央行。我們處在一個經濟數據重要性不及央行政策的時代。我們認為，歐洲央行很可能會允許自身購買收益率低於存款利率（-0.4%）的債券，這應該是目前市場上德國2年期公債投機盛行的原因。

短期內，我們可能還會關注英國退歐和特朗普勝選兩件事對市場的影響。2015年德國對美國出口金額為1730億美元，占德國出口總額13%左右。根據IFO機構的預測，如果美國將實施嚴厲的保護主義措施，可能將危及德國100萬個就業崗位。

Germany: Markets speculate that the ECB will lift off requirements for its asset-purchase program



經濟**瑞士：追趕**

瑞士出口在9月份環比大幅增長5%後，10月份出現明顯萎縮，實際出口環比下降4.7%，主要受鐘錶(-25.5%)、珠寶(-12.3%)、機械電子製造(-5.6%)出口繼續下滑影響。另一方面，醫藥化工行業出口增長幅度最大，一定程度上抵消了其他行業出口的下滑。10月醫藥出口環比增長7%。與2015年10月相比，經工作日調整後的實際出口下降3.3%，其中醫藥下降3.3%，機械電子製造下降7%，鐘錶製造下降17.8%，珠寶大幅下降30%。

10月份進口普遍走強，12個子類中共有10個實現增長。實際進口環比增長2.8%，增長最快的是醫藥(+19%)和紡織服裝進口(16%)。與2015年10月相比，經工作日調整後的實際進口增長3.7%。總而言之，強勢瑞郎繼續為進口提供推動作用，特別是對來自歐元區的進口。另一方面，出口增速仍然遲緩。儘管近期出口呈現正增長，但我們仍然預計瑞士出口前景悲觀，特別是受到瑞郎升值的影響。

積極的方面，瑞士工業生產增長0.4%（9月經向下修正後同比下降1.3%），工業建築產出增長1.1%（9月經向下修正後同比下滑1.9%）。經歷了2015年的疲軟後，工業數據終於出現了不錯的回升勢頭。瑞郎的走穩一定程度上增加了奢侈品等行業面臨的匯率風險。瑞士央行繼續採取口頭干預，該央行委員Maechler表示隨時準備「在必要時採取行動」。隨著美元升值減輕了瑞郎面臨的壓力，做多美元/瑞郎成為了息差交易者最追捧的交易。

在美聯儲貨幣政策走向進一步正常化的同時，瑞士央行可能無限期保持負利率（Maechler曾表示疲軟的CPI數據表明目前的政策是恰當的），所以做多美元/瑞郎似乎毫無疑問是正確的。有趣的是，Maechler曾表示瑞士央行準備好了應對意大利公投。意大利預計12月4日將就改革憲法舉行公投，由此帶來的不確定性可能給外匯市場帶來劇烈波動。瑞郎繼續為平靜的市場提供了一個活躍交易，但仍然扮演著為多數地緣政治危機提供避風港的角色。從2017年的日曆來看（特別是歐洲風險事件），很難作出瑞郎走貶的預測。此外，中長期內我們對美元維持悲觀看法，因為我們預計美聯儲的利率正常化週期將在1.5%見頂，而不是在美聯儲預測的3%。

美國大選後，歐元/瑞郎多次測試1.07關口，但從未跌破該水平。國內定期存款的增長（+50億瑞郎）表明瑞士央行入市進行了干預。歐元/瑞郎上周回升到1.0740；但考慮到歐元區未來一年面臨的重大政策風險，我們預計瑞郎面臨的升值壓力很難緩解。

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。