

## 匯市—貨幣政策主導，DXY 逼近 100 大關

### ECB 有意再加碼寬鬆、Fed 雖不動，政策仍分歧，美元走揚、歐元收貶

#### 1. 經濟數據好壞錯綜，Fed 保守謹慎，然與歐、日央行政策不同調，DXY 月線收紅 1.0%

1 月 ISM 製造業指數意外低於榮枯線，打壓 DXY 至 1 月低點的 98.04，2015/12 零售銷售、工業生產及 1 月 CPI yoy(+0.7%) 偏空，拖累升息預期，2015/4Q GDP 也僅溫和成長，表現不如市場預期強勁，指標面偏空。政策面，受金融市場劇烈波動，加上 1/26 FOMC 會議上略顯鴿派的前瞻指引，在政策鴿派與指標疲弱下，使得 1/2~29 的 FFR 期貨報價隱含 3 月的升息機率由 51% 大幅降至 14%。儘管 Fed 官員如 Willams、Bullard、Lacker、Kaplan 等官員預期年內升息次數落在 3~5 碼，較市場認為至多 2 碼高，試圖強化年內升息預期，然對 DXY 提振效果有限，1/29 BOJ 降息決策震驚市場，歐元、日圓重挫，美元強勁，DXY 單日漲幅達 1.0%，最終收至 99.61，月線收紅 1.0%。

#### 2. ECB 有意再度加碼的寬鬆預期與避險行情上演多空交戰，歐元月線收黑 0.2%

1/5 公布 2015/12 的 CPI yoy 不如預期，重新帶動市場的寬鬆預期，歐元最低走貶至 1.0711，亦為月內單日最大跌幅，然 1 月適逢國際油價暴跌，拖累股市表現，避險需求支撐歐元走勢，掩蓋 2015/12 工業生產、零售銷售及 Ifo、歐執會的信心指數不如預期的利空效應，1/15 美股跌幅最深時，歐元勁揚至月內高點 1.0985。1/21 ECB 利率召開利率會議，總裁 Draghi 認為歐元區通膨的下行風險明顯升高，委員會一致同意於 3 月重新檢視貨幣政策成效，出乎市場意料的鴿派基調，一度澆息避險需求氣焰，歐元再度走低至 1.0778；不過全球股市歷經一番重跌後，投資人有所戒懼，加上 1/26 FOMC 會議前瞻指引略顯鴿派，1/28 收高至 1.0940，然 1/29 BOJ 意外降息，振投資人風險胃納，歐元單日走貶 1%，難以收復失地，最終收至 1.0831，月線收黑 0.2%。

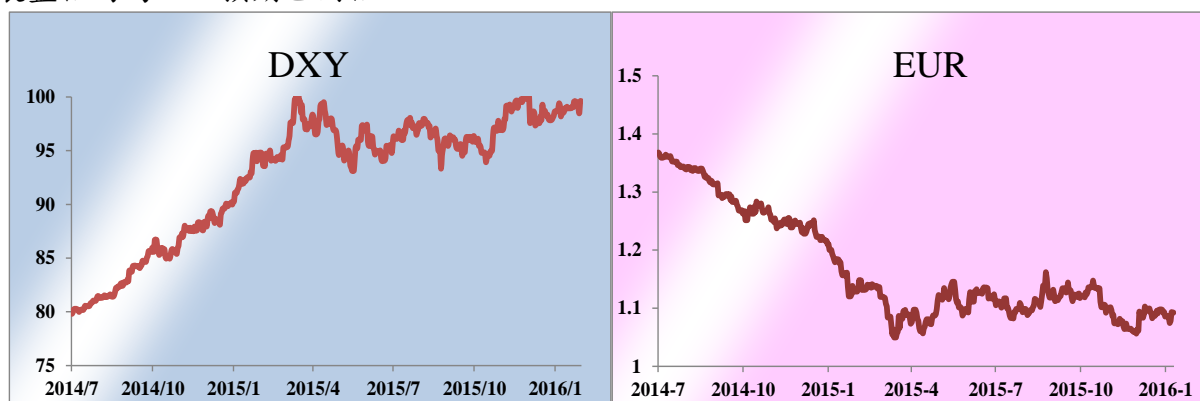
#### 3. 中國經濟持續走緩，原物料需求成長低迷，澳幣重挫 2.8%

1 月初人民幣快速貶值，引起市場對中國經濟成長的擔憂，加上油價供給過剩疑慮未除，大宗物資連日重挫，澳幣走勢同原物料重貶，1/15 CRB 指數月線一度重跌逾 11%，澳幣貶至 1 月最低的 0.6827。隨後澳公布的 2015/12 經濟數據並未明顯惡化，零售銷售符合預期，失業率由 5.9% 降至 5.8%；通膨數據方面，1/27 公布的 4Q CPI yoy 由 1.5%→1.7%、PPI yoy 由 1.7%→1.9%，減少市場對 RBA 2 月利率會議上降息的預期(彭博調查顯示僅 20%)，且原物料價格在 ECB 與 BOJ 的寬鬆預期下走揚，支撐原物料價格走勢，支撐澳幣重回 0.70，CRB 指數月線跌幅雖縮小至 5.33%，澳幣難力挽狂瀾，最終收至 0.7084，月線收黑 2.8%。

#### 4. 展望後市

展望 2 月，美元方面，ISM 製造業仍不樂觀，恐維持在景氣榮枯線下，Consensus 估由 48.0→48.5；勞動市場仍將穩健復甦，1 月 NFP 估由 29.2 萬→19.0 萬人，另 66 年來第 4 大的暴風雪亦可能對經濟活動產生負面影響，使得指標偏空機會增加。政策方面；2 月雖無 FOMC 會議，Fed 官員對景氣的看法，將左右 3 月升息預期，其中又以 2/10 主席

Yellen 於國會聽證時的態度最為重要，考量 1 月 FOMC 略顯鴿派的前瞻指引，但歐元、日圓在寬鬆預期拖累下，DXY 仍有上攻動能，惟力道有限，預估 DXY 交易區間 97.5~102.0。歐元方面，指標面，2 月 CPI 雖有望因基期較低反彈，若未有太大的升幅，難以撼動濃烈的寬鬆預期，重要指標如 12 月零售銷售偏多、2 月經濟信心反彈，投資人風險偏好回升，避險需求下降，減少歐元走多的可能，預期歐元呈震盪偏空走勢，交易區間估 1.055~1.095。澳幣方面，RBA 在 2 月降息的機會降低，但 2/1 中國官方公布的製造業 PMI 為 49.4，原物料需求可能進一步走緩，打壓原物料價格走勢，澳幣仍將以低檔震盪格局為主，預期區間估 0.65~0.75。



資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Feb. 2016

主要貨幣	歐元	日圓	人民幣	澳幣	台幣	韓元	DXY
2015/12/31	1.0856	120.06	6.4936	0.7287	33.066	1176.39	98.631
2016/1/29	1.0832	121.14	6.5766	0.7084	33.650	1207.93	99.61
1月漲跌(%)	-0.2	-0.9	-1.3	-2.8	-1.7	-2.6	1.0
年來漲跌(%)	-0.2	-0.9	-1.3	-2.8	-1.7	-2.6	1.0

資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Feb. 2016

## RMB 急貶震驚國際，台幣亦難置身事外；BOJ 負利率，日圓逆轉貶；

### 1. 得之金融市場動盪，失之 BOJ 意外降息，日圓月線收黑 0.9%

全球股市從人民幣貶值、熔斷機制到國際油價跌至 12 年以來低點，金融市場動盪，避險資金湧入日圓，淡化機械訂單、零售銷售、出口等重要經濟指標表現不佳的利空因素，其中 1/20 美股道瓊刷新 2015/8 股災低點，VIX 指數最高升至 32，恐慌情緒使日圓甚至一度上漲至 115.97，為 2015/1 以來高。然隨著國際股價與油價反彈，風險胃納提高，日圓回貶至 119，1/29 BOJ 利率會議，出乎市場意料地採用負利率，日圓進一步走貶，最深貶至 121.69，當日收至 121.14，貶幅達 1.92%，創 2014/10 意外增加貨幣基數後最大單日貶幅，連帶打擊日圓走勢，最終收至 121.14，月線收黑 0.9%。

### 2. CNH 最低貶至 6.7676，人行干預維穩匯價，月線收黑 1.26%

中國 2015 年外匯存底減少 5,127 億美元，顯示資金外流問題嚴重，且 12 月中國官方及財新製造業 PMI 分別為 49.7 及 48.2，連續 5 個月及 10 個月低於榮枯分水嶺，加深市場對中國經濟的擔憂，再加上人行於年初大幅調降人民幣中間價，最低至 6.5646，創 2011/3 以來低，市場解讀政府有意引導匯率貶值，促使 CNY 和 CNH 最深分別貶至 6.5956、

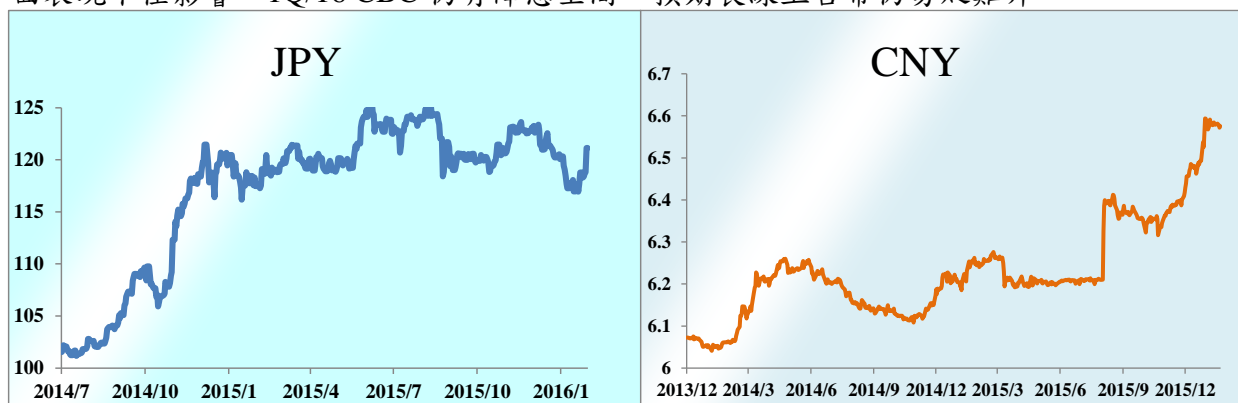
6.7676，分別創 2011/2 及 2010/9 以來低。隨後，外管局口頭指導，要求做好資本項目下人民幣淨流出管理，減少短期內人民幣跨境集中流出，同時中資銀行開始大量買進境外人民幣，推升 CNH 走勢，使得 CNH 對 CNY 一度呈現溢價。中國中央財經領導小組辦公室副主任韓俊承認人行干預離岸人民幣市場，認為人民幣完全不受控大幅貶值的想法純屬異想天開，做空人民幣將「不會成功」，隨著 CNH 止跌回穩，亦緩和市場對人民幣的貶值預期，同時人行公告自 1/25 起，境外金融機構在境內執行正常存款準備金率政策，建立跨境人民幣資金流動調節機制，防範宏觀金融風險並維護金融穩定，預估將徵收 2,000 多億人民幣，加大做空人民幣成本，且人行令人民幣中間價維持於 6.56 附近水準，促使人民幣 CNY 和 CNH 於 1 月分別收跌 1.26% 以及 0.39% 至 6.5766 及 6.5945。

### 3. 人民幣急貶與地緣政治利空，台幣月線收黑 1.7%

月初人行調降人民幣中間價至近 5 年低導致人民幣重挫，加上北韓進行氫彈試爆令亞洲地緣風險升溫，台幣隨人民幣、韓圓等亞幣走弱，且台股表現不佳、外資積極匯出，油款與進口商美元買盤湧入令台幣承壓，後因 1/16 民進黨贏得總統大選，外資擔憂兩岸關係不確定因素升高大舉匯出，進口商跟進搶匯、出口商惜售美元，且央行尾盤進場攪壓，台幣連 6 日走貶，1/21 最低貶至 33.838 的近 7 年以來低；然隨 ECB 釋出加碼寬鬆訊號、BOJ 意外降息至負利率出現資金外溢效果，台幣跌幅微幅收斂，月線收黑 1.74% 至 33.65。

### 4. 展望後市

展望 2 月，日圓方面，BOJ 可能再度調降負利率的預期成為日圓利空，指標面，勞動市場、零售銷售、工業生產、數項訂單等經濟數據好壞錯綜，加上風險偏好回升，降低避險需求，日圓走強機率低，預期呈震盪偏空走勢，估交易區間 118.5~123.5。人民幣方面，人行馬駿表示，過度降準可能導致短期利率過大下行，不利於穩定資本流動和匯率，因此人行改以其他工具(SLF、SLO、MLF、公開市場操作等)代替降準，緩和人民幣貶值壓力，且中國國務院總理李克強致電於 IMF 主席拉加德時表示，中國經濟運行平穩，無意透過貨幣貶值刺激出口，人民幣匯率也不存在持續貶值基礎，未來將加強與市場溝通，保持人民幣在合理均衡水平，顯示政府力圖維持人民幣匯價穩定，CNY 區間估 6.55~6.65；台幣方面，雖各國陸續釋出寬鬆利多短線上可望支撐台幣，然受到台灣基本面表現不佳影響，1Q/16 CBC 仍有降息空間，預期長線上台幣仍易貶難升。



資料來源：Bloomberg；永豐投顧經濟研究處整理，Feb. 2016