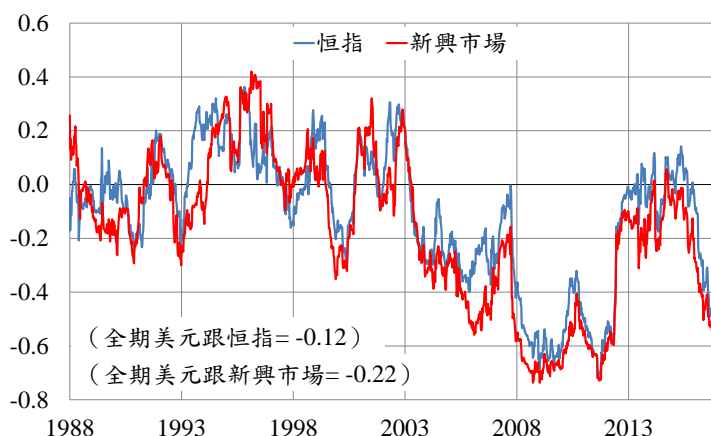


《信報》專欄〈圖理滿文〉

弱元下牛市必至？ 除金外皆炒錯市

恒指終於突破金融海嘯高位至歷史新高，各方好友淡友均為大市指點前景。淡友看淡恒指主要有三大原因：已累積大量升幅、上升股份過分集中及各大央行收緊量寬政策。至於好友的理據，除了是估值合理及盈利有增長空間外，很多分析師（特別是外資分析員）均以弱美元為理由看好恒指。好友淡友誰勝誰負，最好留待時間去證明，不過筆者留意到近年美元因素經常被用作解釋不同資產前景，簡直是分析界的「萬能 key」，甚至給予一種「失美元，得天下」的感覺，究竟美元因素是否真的如此重要？

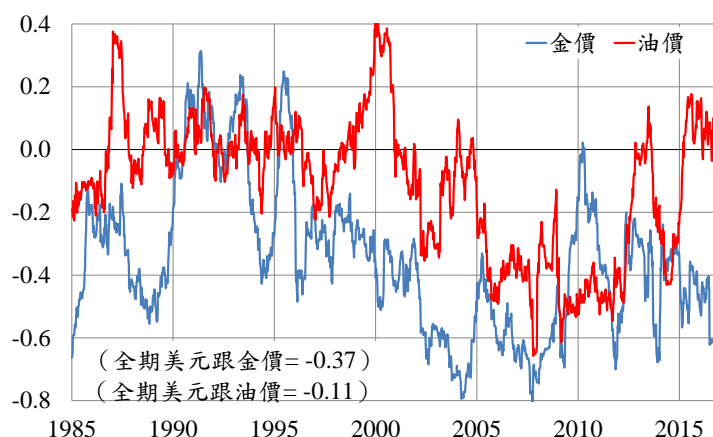
圖一：美元及股市按週變幅一年相關系數



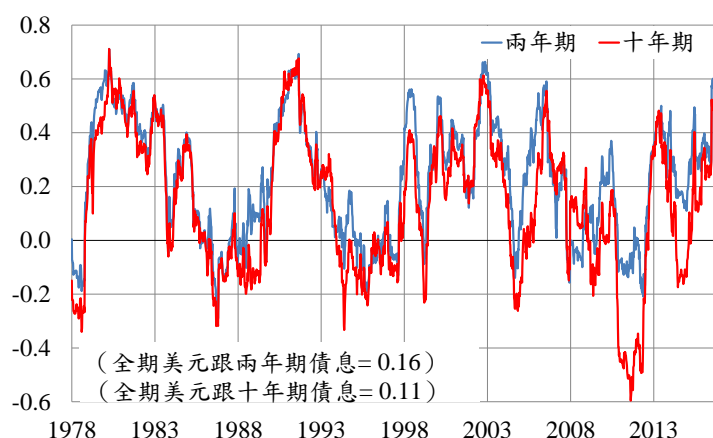
我們先看股市。分析員經常以弱美元為由看好恒指及新興市場股市，因此圖一顯示自 1988 年起美元跟恒指及跟新興市場按週變幅的一年移動相關系數，結果顯示在 2003 年之前，美元跟各指數的相關系數介乎於-0.2 至 0.4 之間，即代表美元上落對恒指及新興市場的影響非常飄忽。到 2003 年以後，美元跟兩個指數的相關系數開始下跌至金融海嘯後大約-0.6 左右。可是到 2013 年，相關系數卻忽然回升至-0.2 至 0 左右，直至去年才回落至大約-0.5。美元跟恒指及新興市場的關聯性搖擺不定，反映「美元下跌，恒指及新興市場升」的理論時對時錯，因此投資者不宜單從美元走勢而為股市下定論。

至於商品方面，圖二顯示自 1985 年起美元跟金價及跟油價按週變幅的一年移動相關系數。投資者一直認為美元跟金價的走勢呈相反方向，解釋原因是黃金以美元計價，美元下跌自然金價上升，而事實上，圖二顯示美元跟金價的相關系數大部分時間處於 0 以下，即代表美元跟金價的走勢呈相反方向，只有在 1990 至 1995 年期間，美元跟金價的相關系數處於 0 至 0.3 左右，其中一個原因是當時兩者均缺乏明顯方向。至於美元跟油價的關係則非常飄忽，在 1996 年前相關系數在 0 附近水平，縱使相關系數由 2005 年起跌至負數，但 2012 年後已反覆回升至正數。

圖二：美元及金油按週變幅一年相關系數



圖三：美元及債息按週變幅一年相關系數



至於債息方面，有投資者可能對分析員預測美國債息持續上升但同時看淡美元感到奇怪，邏輯上看似不成立，因為債息上升自然會吸引資金流入相關貨幣，反之亦然。不過事實上，圖三顯示自 1978 年美元跟美國長短債息按週變幅的一年移動相關系數，雖然大部分時間處於正數，但亦有不少日子處於零水平上落，即代表債息上落跟美元走勢沒有關係，例如在 1987 至 1990 年、1995 至 1998 年等，部分時間更出現輕微負數。因此，分析員看好美國債息又同時看淡美元，邏輯上無矛盾。

總括而言，雖然分析員經常用美元走勢來預測各資產價格的走向，但事實上美元的影響力因資產而異，例如美元及金價相反方向的關聯性尚算穩定，但跟油價的關係飄忽。至於恒指及新興市場方面，美元的下跌利好股市的現象在 2003 年後才開始出現，但往後亦有一段時間美元跟股市沒有明顯相關性，因此投資者不宜單純以弱美元看好股市，應同時考慮企業盈利及宏觀經濟的變化。另外，美國債息跟美元有機會出現「各走各路」，甚至是輕微的負相關性，因此不能排除美元及美國債息同時上升的可能性。

梁志麟
環球金融市場部