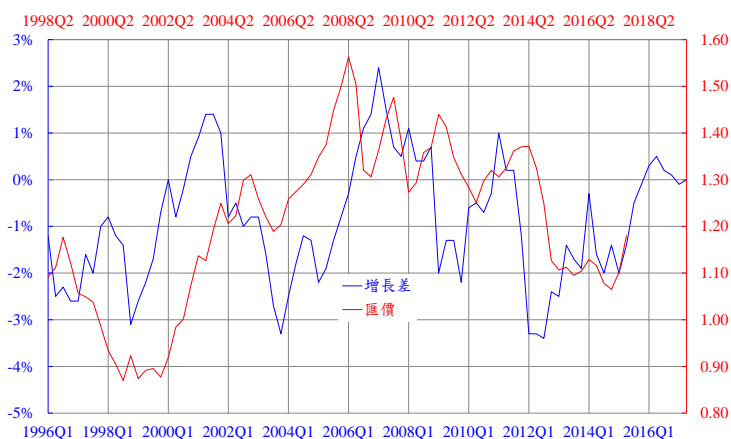


《信報》專欄〈一名經人〉

基本因素看美元 長線要跌短難說

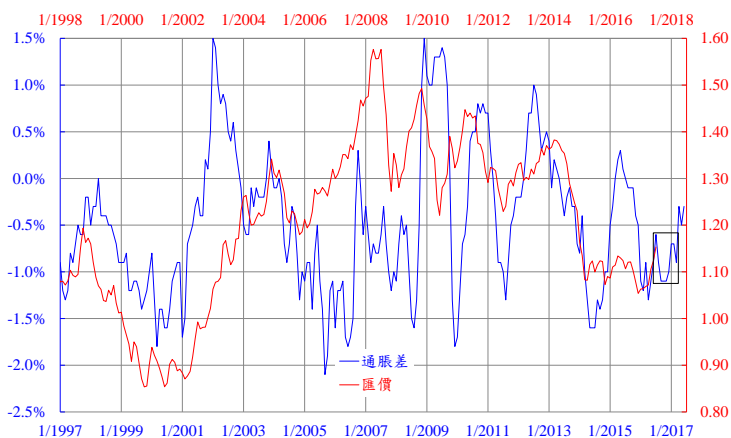
美匯指數跌至近兩年半以來的通道底部（92、93 間）終在就業數據刺激下反彈。能否持續？市場看法有二：一是一口氣跌穿，技術上直指 80，三年前升市打回原形；另一是仍維持 92 至 102 間的橫行上落格局。目前三項走勢的確頗似 2000、2001 年時，參照當時，美匯高位整固，但卻可以是行完（歐元拼圖）或未行完（美匯拼圖）都得。即是無論在技術或拼圖上，都未有確鑿看法；今文嘗試從基本因素來個中、長線判斷。由於是次推低美匯的主要動力在歐元升，故以下化繁為簡，只從歐美兩者之差出發。

圖一：歐美經濟增長差與歐元兌美元



敝欄多年前已曾首先提出 GDP 增長差可測約兩年後之匯價，此法尤適用於歐元。然而大方向雖準，但預測與實際仍有距離，尤在短線時差出入上更可早或遲達一、兩年【圖一】。這也是我們要接受的局限：愈能看遠看大方向的，短線多欠準繩度；相反，愈能測短線的技術手法，卻多測不準中、長線走勢。所以要技術、基本因素兩兼顧。

圖二：歐美通脹差與歐元兌美元

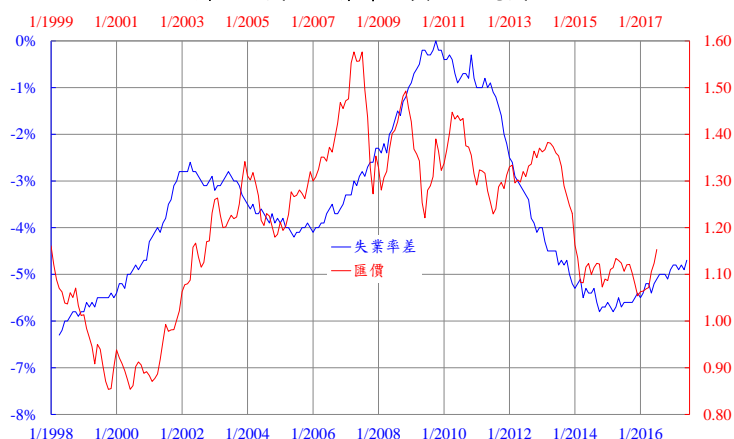


其實不只 GDP 增長差，另一些最基本的因素包括通脹、失業率差一樣可測匯價，畢竟這些是央行決策的關鍵指標，只是這些指標僅預示一年後的匯價，不及 GDP 遠。測近距些又否準些呢？譬如歐美通脹差，撇除短線上落，走勢與一年後匯價的關係不遜

GDP 增長差所預示的【圖二】。不過當 GDP 增長差預示歐元直上 1.30/40 之際，通脹差所預示的卻是未來半年橫行上落格局，結論與美匯拼圖類似；而之後亦僅踩上 1.20。

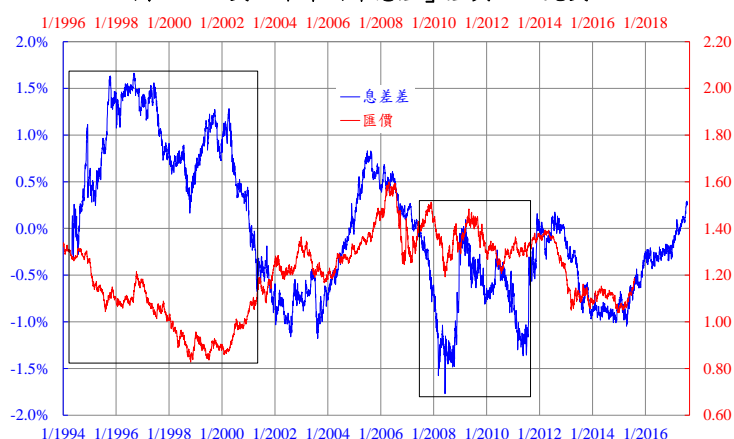
另一指標為失業率差，因失業率升損匯價，故以美減歐而非歐減美計。觀圖所見，這個本屬大滯後的數字在取兩地差距後，也能領先匯價一年【圖三】。不過依此推算，歐元的升速應將緩慢而非如近期般急，而所預示的水平亦似乎在 1.20 以下機會較大。

圖三：美歐失業率差與歐元兌美元



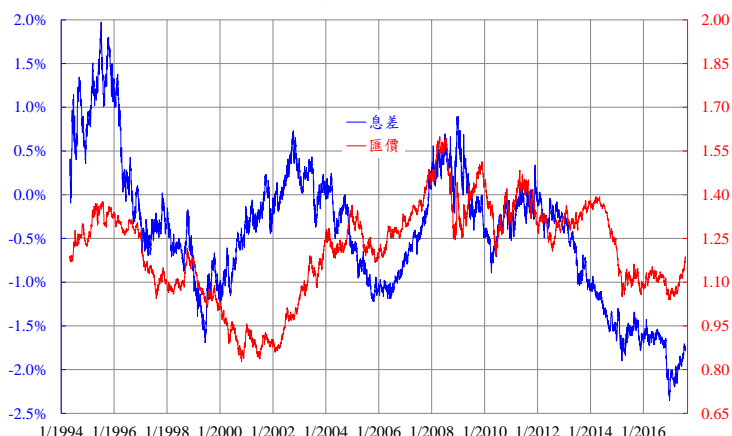
文初以 GDP 增長差測匯價，但我們亦知道長短線差能測一、兩年後的 GDP 增長。那麼歐美的「長短息差」差能否測到三、四年後的匯價呢？驟看近十五年，似覺可以，但首先時差沒預期般長，仍僅兩年，而更重要是測不準的日子（見框）太多【圖四】。當指標準與不準的日子參半時，你夠膽用嗎？看歐元 1.50 都係咁話。硬要究其原因，很可能是債息與匯價本身也有直接關聯，而並非只經 GDP 增長這條路般單一的關係。

圖四：歐美「十年兩年息差」差與歐元兌美元



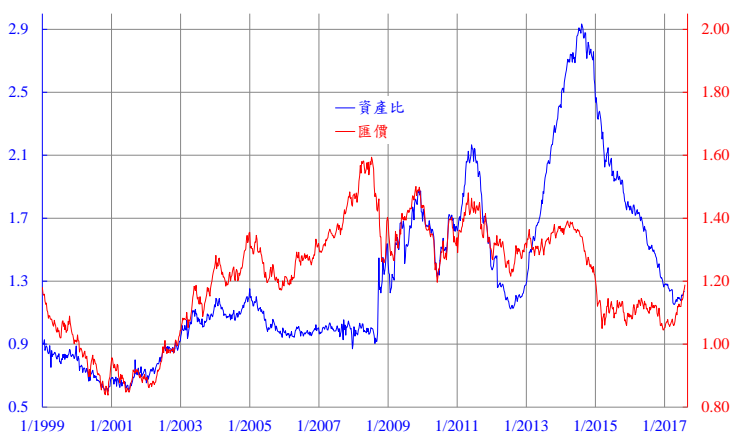
對應 GDP 增長的領先指標，若換上了通脹的領先指標即長債息又會否有發現呢？實驗顯示，長債息差與匯價有關係，但兩者在長趨勢上有所偏離，且亦同步【圖五】。同步指標固然無預測作用，但息差既為匯價之本，而息差所預示的匯價僅在 0.90 水平。如果 2000 至 2003 年歐元是被狙擊而不合理地偏低，那近幾年的匯價又是否高得合理，亦確可受質疑。常理而言，息差趨跌意味美息長線升得快過歐息，歐元趨跌才合理。

圖五：歐美十年期債息差與歐元兌美元



最後從歐美的資產比例推算應有的歐元匯價。這類似失業率，資產愈多即愈量寬，匯價應愈弱，故以美對歐計比例，並先折成同一貨幣單位才計。如圖所見在大多時候，匯價不跟資產比行，即是央行的相對量寬行為未必對應地影響匯價——影響時有時無【圖六】。即使不理這點，目前的資產比對匯價亦未有明確啓示，只知目前水平合理。

圖六：美歐央行資產比與歐元兌美元



從基本因素看匯價，起碼在歐元這主要直盤而言，首先息差差、息差等市場指標，啓示性似乎都不大，因為其走勢本身與匯價的關係亦不太強。至於原有的 GDP 增長、通脹、失業率差，則均指美元的大升週期肯定已過，但對於何時擺脫高位橫行而爆落、與及他朝單邊大跌時最終指向何處，則三個指標仍見分歧，未有共識。那有何啓示？

可能跟用技術手段一樣，基本因素也得不出確鑿的短線結論；但最遲一、兩年後，美元還是會行大跌市的。然而，若以 risk-on/off 與匯市間的關係看，上次美元大跌始於 2002 年初，其時環球熊市大概行了三分之二，即 risk-on 轉 off 先於美元升轉跌。如今 risk-on 卻未有轉 off 跡象，說美匯指數現已開展了直指 80 哪種跌浪，似乎言之尚早。

羅家聰
環球金融市場部