

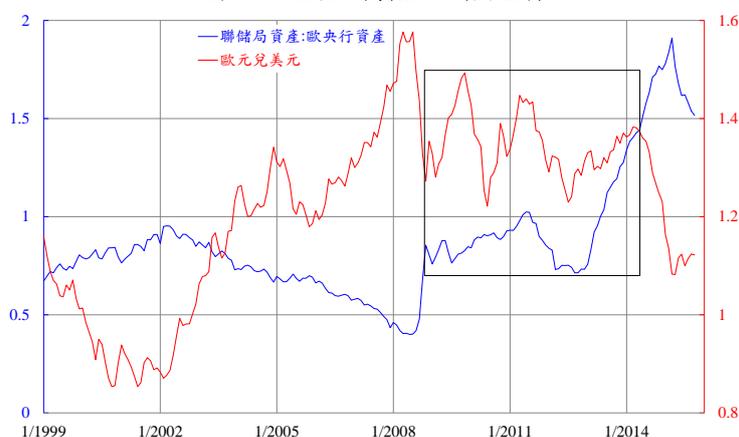
《信報》專欄〈一名經人〉

千方百計測匯市 到頭還靠 GDP

歐洲央行概已加碼量寬，市場真正關注的未必是央行資產多寡（畢竟是央行的帳）或本已負的利率再負多些，真正關心的或許是歐元匯價。一算近了，還要再跌多少？

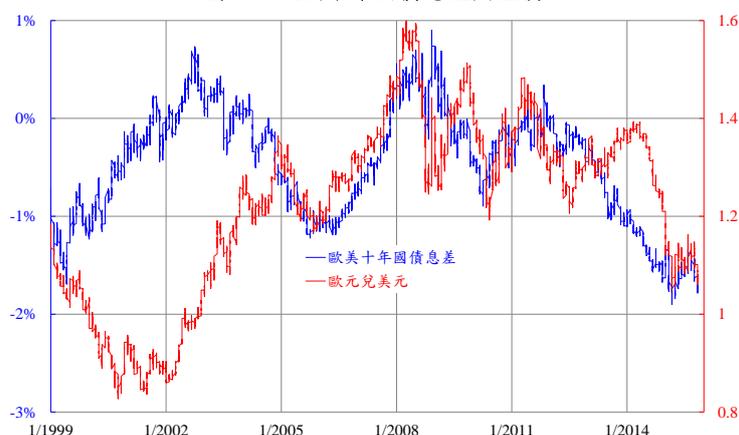
用近全版篇幅來談一隻匯價，當然要出師有名有深度。歐元佔美匯指數超過一半，對美匯走勢舉足輕重，而美匯則直接影響所有以美元計價的資產價格。至於深度方面，以下會逐一拆解市場以為影響歐元匯價的因素；不少朗朗上口的因素未必真或不領先，反而有一閣下想也沒想過的大路因素，卻原來對反應最快的匯價亦甚具領先作用的。

圖一：歐美央行資產比例與匯價



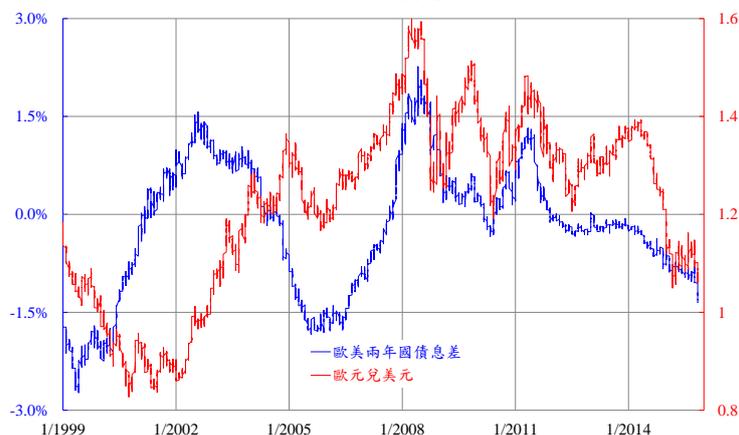
央行加碼量寬，買債多寡理論上影響匯價，儘管影響機制不明，但鑒於市場關注，故單單央行資產規模這數據亦或影響匯價。按道理，資產愈多即量寬愈勁，匯應愈貶。故歐元兌美元應跟聯儲局資產對歐洲央行資產比例成正比。結果是否如此？觀圖所見，海嘯前鮮有人理會央行資產，兩者大致反比；只有 2009 年美國開始量寬後至去年中，兩者才見正比（見框）；之後至今又再反比【圖一】。若說歐美相對量寬規模主宰匯價，亦僅 2009 至 14 年美國量寬期才成立，其餘日子縱有近年歐洲量寬，也不影響匯價。

圖二：歐美十年國債息差與匯價



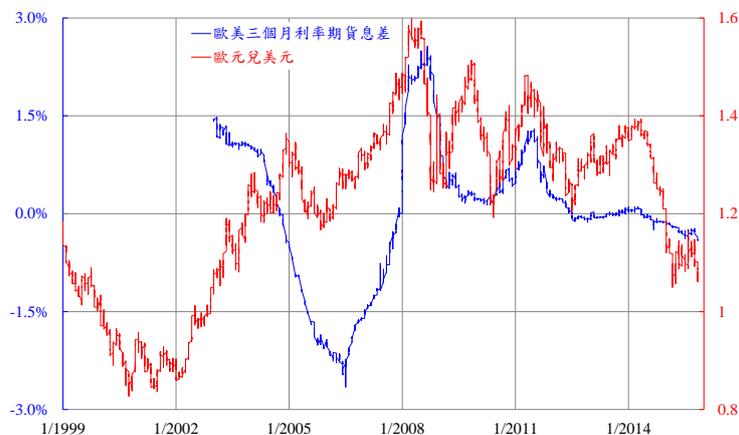
央行資產相對規模不能預示匯價，另一甚具前瞻性的指標——歐美長期國債息差，又如何呢？這長年期息差理論上應對匯價有點啓示，但實際上關係自2005年起才見，且未見明顯領先匯價【圖二】。長期息差唯一作用看來是確認匯價，儘管中期或偏離，但長遠仍回歸。即是以近十年歐美十年期國債息差推算，目前匯價處「合理」水平。

圖三：歐美兩年國債息差與匯價



較短的兩年期國債息差理論上應更緊貼政策取向，但將十年期息差換上兩年期後，即見與匯價關係明顯較差，且短期息差亦未見領先【圖三】。換上更短期的利率期貨，則見三個月期息差（利率期貨通常能預示一、兩季後政策利率變化）與匯價關係更差，尤在近年歐美政策利率皆極近零之下，利率期貨息差變化甚微，難見啓示【圖四】。

圖四：歐美三個月利率期貨息差與匯價

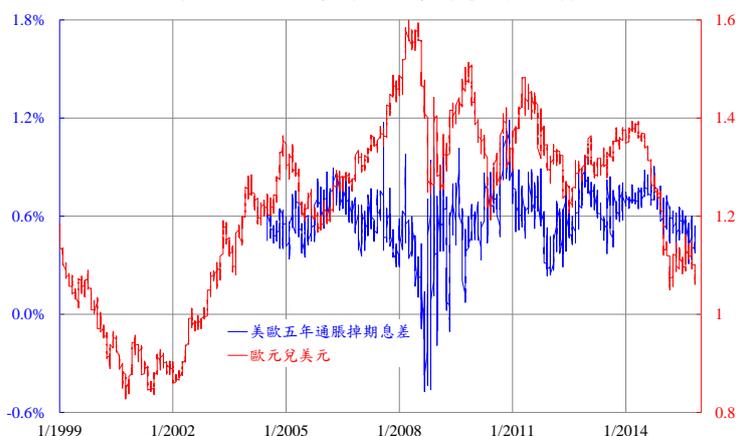


這個發現衝擊了不少人慣用的分析框架。傳統以為匯率對政策變化預期最有反應，而政策預期則最能反映於利率期貨上。不過數據所見，最佳的指標反而是債市的長息，而非貨幣市場的期貨。背後的原因或許是債市資金量遠大於利率期貨，較能影響匯市；而市場夠大夠流通亦較能有效掌握政策方向。又或者，匯價本身並不只限於反映政策，同時亦包含對各經濟環節長期展望的資訊，於此，長息肯定較利率期貨反映得準確。

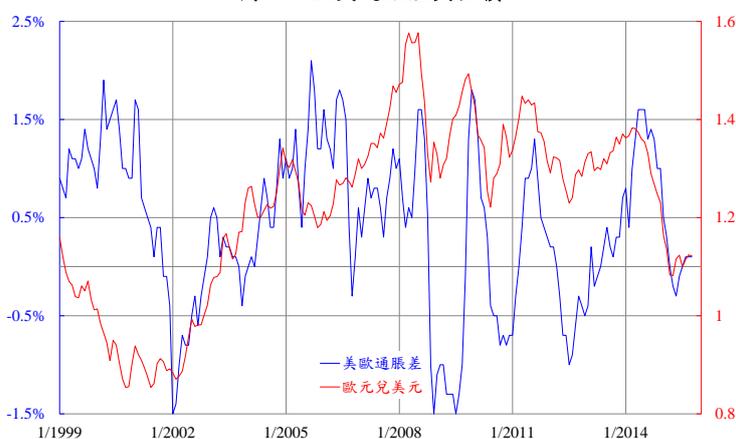
利率展望之外，匯價是相對幣值，理論上與相對鈔量反比，而鈔量又與通脹正比。故匯價應與通脹及其預期成反比（反比再正比）。首先，市場的通脹預期有否啓示呢？以最活躍的五年期通脹掉期計，美歐息差理應跟歐元正比。但自2004年有數據至今，

兩者未見很強關係【圖五】。事實上，早有調查指市場通脹預期表現比壞鐘預測更劣。

圖五：歐美五年期通脹掉期息差與匯價

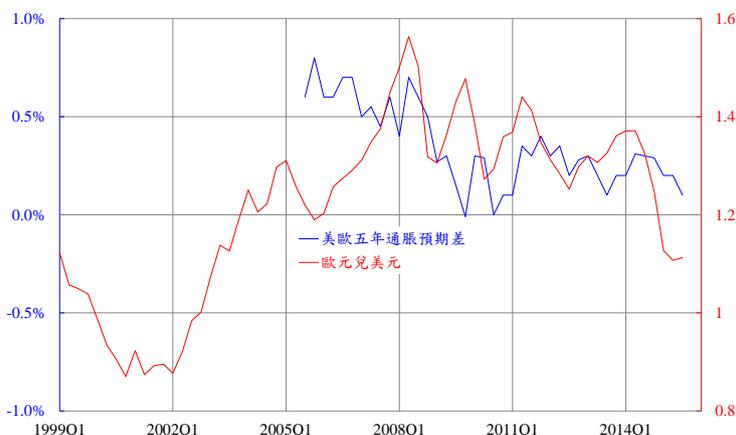


圖六：歐美通脹差與匯價



將市場通脹預期差換上通脹差（當然還是美減歐），可見走勢與匯價更貼【圖六】。不過如此一來，匯價便領先於滯後的通脹差了，但這無用，因大多數人（或除經濟師外）要測的不是通脹差，而是匯價。那麼回到通脹預期，不用市價而改用專家預測又如何？以最知名的五年期 SPF 通脹預期計，將美減歐的差與匯價比較（兩者同皆季度數字），可見關係有但不強，且驟看也以匯價稍為領先通脹預期差【圖七】。故此路亦見不通。

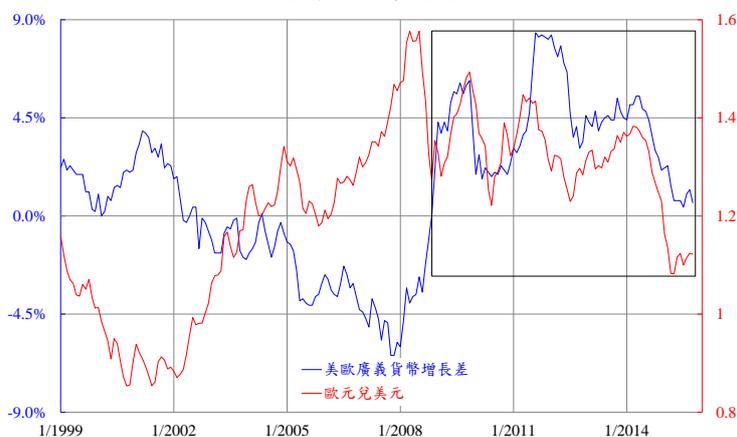
圖七：歐美五年期通脹預期差與匯價



既然由貨幣供應到通脹有時差，將通脹預期差直接換上廣義貨幣（美 M2 歐 M3）

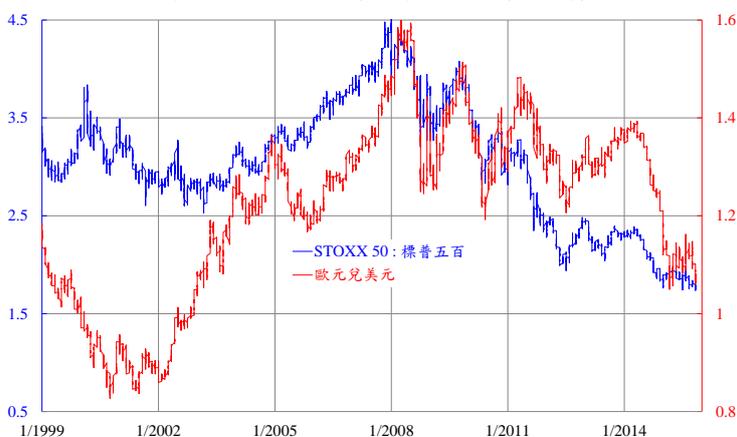
增長差又如何呢？實驗結果顯示，這不比通脹差與匯價的關係（見圖六）好【圖八】。無疑自2009年美國開始量寬起，貨幣增長差與匯價關係較前強得多（見框，如圖一），但近年亦見匯價稍稍領先於貨幣增長差。且隨着量寬結束，這關係能否維持亦成疑問。

圖八：歐美廣義貨幣增長差與匯價

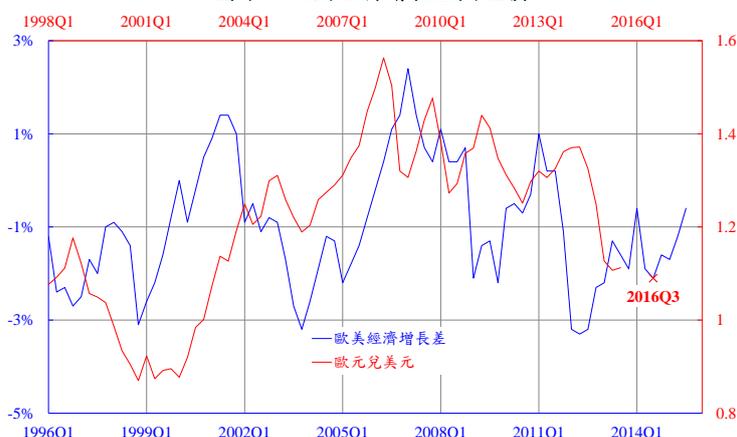


一眾與歐元相關的指標都看過了，但要測匯價似仍未有頭緒。以股測匯又如何呢？將歐盟 STOXX 50 指數對標普五百比例與歐元比對，股比的確稍為行先些少【圖九】。然而，由於兩者關係並非很強，加上股指比例轉角時亦未必明顯，故測匯作用仍有限。畢竟股、匯兩市的反應皆快，孰先孰後往往叮嚀馬頭，縱觀圖亦難說實誰必定領先。

圖九：STOXX 50對標普五百比例與匯價



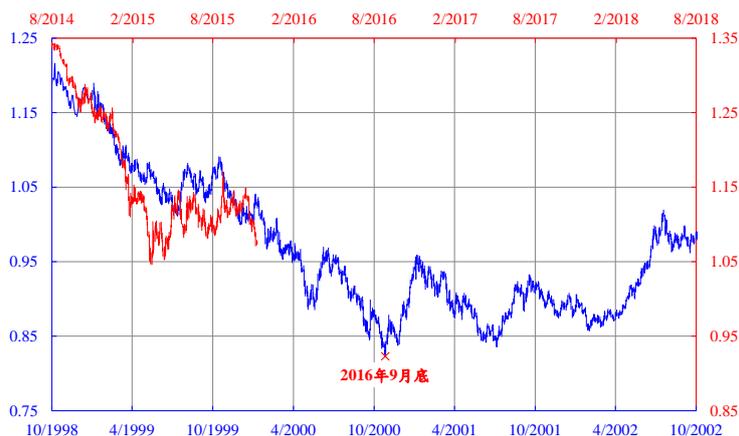
圖十：歐美經濟增長差與匯價



到頭來，其實兩地的實質經濟增長差竟領先匯價達兩年之久【圖十】，緣何如此？常接觸數據的，想深一層見怪不怪。從上所見，與匯價最相關的通脹、幣量（政策），其實都滯後於經濟的，往往達一年或以上。故匯價滯後於相對經濟表現看似不可思議，實仍有其道理。畢竟領先這麼多，這個關係固然不會很強，但相關離型則清晰可見。

經濟測匯，以圖論圖，明秋過後歐元將料否極泰來。重溫近十六年前後的歐元拼圖【圖十一，上月中才在另一場合刊出】，時間結論竟然巧合得出奇。見底概在 0.90 前。

圖十一：十五年十個月前後的歐元



羅家聰
環球金融市場部