

《信報》專欄〈文人經略〉

油浸美金聯儲愁 新興燒美有睇頭

上週指出聯儲局可能增添一位新女神，雖然參議員尚未確認上「扑」，但從奧巴馬對其嗒糖程度看，未來幾年匯市勢將成為環球交易員和投資者一個新波場。不少交易員都知道，要在匯市持續贏錢，猶如落場踢波要場場狂數對手一樣，甚難；不過，沉著應戰、睇通形勢然後一腳定江山，卻不罕見，遠者固然有索羅斯狙擊英鎊收英倫銀行檔，近者亦有交易員朋友沽日圓和加元食正大浪。

不論是索羅斯好，是交易員朋友也好，他們一天中的，均歸功於對政經形勢和財金政策的準確判斷，絕非單靠看圖畫表之類的技術分析。事實上，聯儲局近半年的議息記錄已清楚表明，各委員目前最關注的資產走勢，首推美匯強勢，因其將持續打擊美國淨出口；其次為原本被視為「短暫性因素」的油價弱勢，因其會壓抑通脹。至於在 2013 年第二季引起全球市場波動的債市，委員認為近月的債息升幅和波幅仍然合乎歷史水平，除非希臘債務問題再生事端；而近年愈升愈有的股市，委員僅表示在加息前後要作出充分溝通，以免引發市場反應過激。

由此可知，在股、匯、債、商品四大資產市場中，較可能左右聯儲局政策正常化的，主要是外匯和商品市場，而關注重點則為美匯和油價。事有湊巧，2000 年至今美匯與油價的負相關竟高達 0.82，是美匯與其他主要資產類別的正／負相關性最高者，反映兩者走勢的關係極為密切。換句話說，要判斷美匯走勢，看油價遠勝看美股、金價或美債。

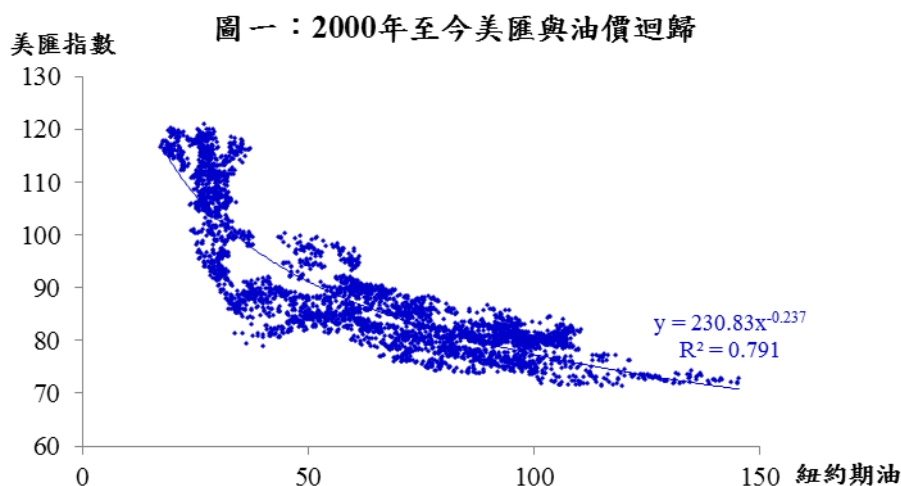
表一：2000 年至今美匯與其他主要資產類別的相關性

美國十年債息	VIX 波幅指數	標普五百指數	金價	油價
0.54	0.15	-0.19	-0.67	-0.82

表一可見，坊間流傳的「傳統智慧」未必有智慧；當市場人士認為黃金是美金最大敵人的時候，原來石油與美金更勢不兩立。與美金有仇者，與其用黃金「掙」死美金，不如用石油「浸」死美金；與金甲蟲有仇的美金粉絲，更需當心強美元下金甲蟲尚未斷氣，美國油企已先行倒地。

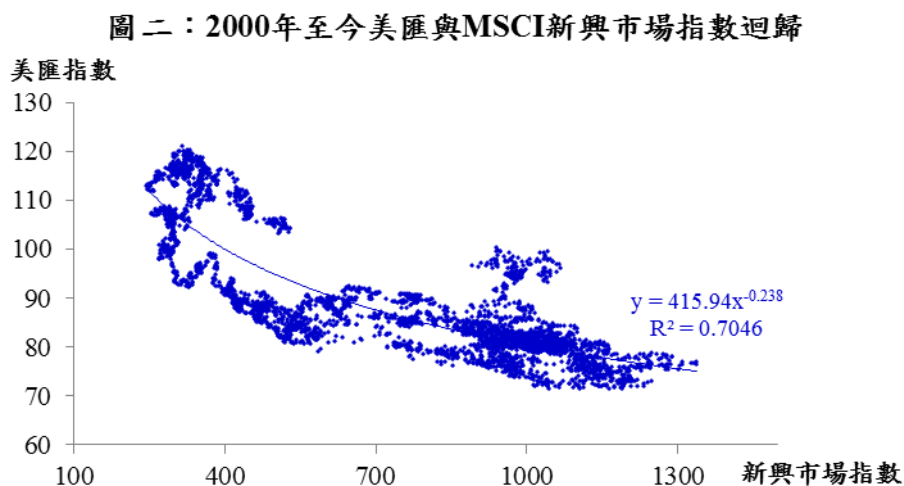
另外，「傳統智慧」認為美金乃避險貨幣，市場有乜「依郁」，揸住美金便可。不過，數據顯示美匯與美股乃至恐慌指數的相關性偏低，投資組合揸一定比例的美金以分散風險尚可，希望美股跌、美金升從而抵銷股票長倉損失的如意算盤，未必打得響也。

圖一所見，過去十五年來，油價對數可以解釋美匯近八成走勢，方向當然是相反。按迴歸結果，油價走低伴隨美匯走高；按聯儲局委員邏輯，美匯走高打擊淨出口，阻礙經濟增長，影響政策制定。由此推論，了解油價走勢，有助了解美匯走勢；了解美匯走勢，有助判斷政策傾向。至於甚麼因素影響油價走勢？環球經濟基本面固然，地緣政治局勢（例如本月的伊朗核協議）、油組內外鬥爭（例如去年底油組減價戰）、油企商業利益、政府政治盤算，以至環保及就業等議題亦然。



諸如此類，不就是聯儲局在今年1月份議息聲明中所指的「international developments」嗎？會議記錄指委員在會上關注中東、烏克蘭的衝突，經濟學家擦哂頭，政治學家唔識兜，唯有政治、經濟各半桶水者方知乜解究。

事實上，所謂的「international developments」，範圍可能超出你我想像。圖二所見，原來過去十五年來，MSCI新興市場指數對數亦可解釋美匯逾七成走勢，方向同樣是相反，而且互為因果。



新興市場下跌固然可能由於美國加息、美匯強勢而導致走資；反過來說，新興市場由於本身政治、經濟或社會動盪而出現跌市，亦可能導致資金流入美匯避險，引發後者抽升。

開講有話，美國加息，新興走資，聯儲局通常理得你死；不過，如果燒埋你老美自己果疊，就唔同了。

上文提過美匯對美股無甚避險作用，卻原來對新興市場有避險作用；新興市場走資可能持續推高美匯，美匯持續走高可能影響聯儲局委員對美國經濟的展望以及政策正常化的實行，這就是新興市場對「干預」美國政策的「傳導機制」。

在芸芸資產市場中，最受政治因素影響的，非匯市和油市莫屬；聯儲局擺明將兩者納入考量之列，泰勒法則之類的傳統模型卻束之高閣。看來，美國貨幣政策趨向政治化甚至國際政治化，可能是新常態，難怪連國基會、世銀也破天荒對聯儲局今年加息指指點點。認為聯儲局政策正常化代表宏觀形勢回復正常，也許本就不是一個正常的想法。

何文俊
環球金融市場部