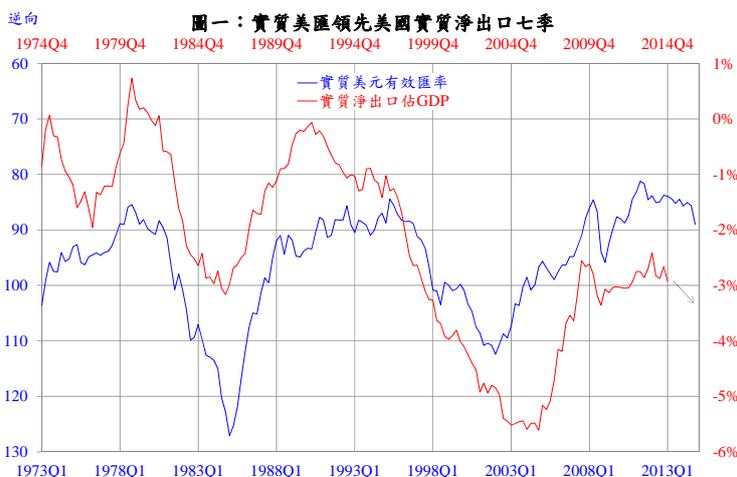


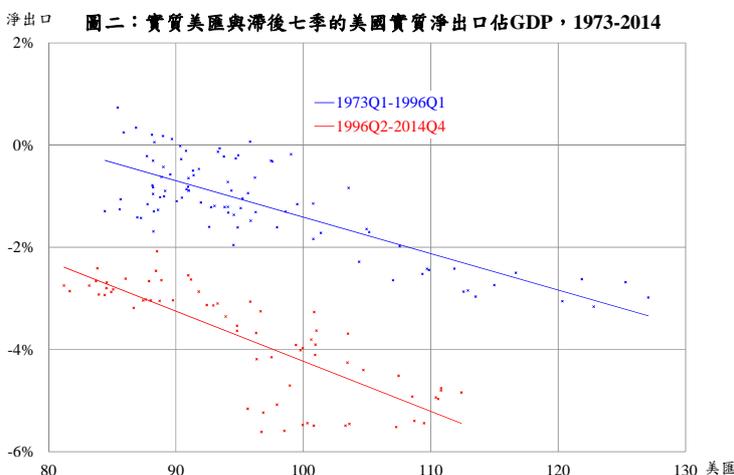
《信報》專欄〈一名經人〉

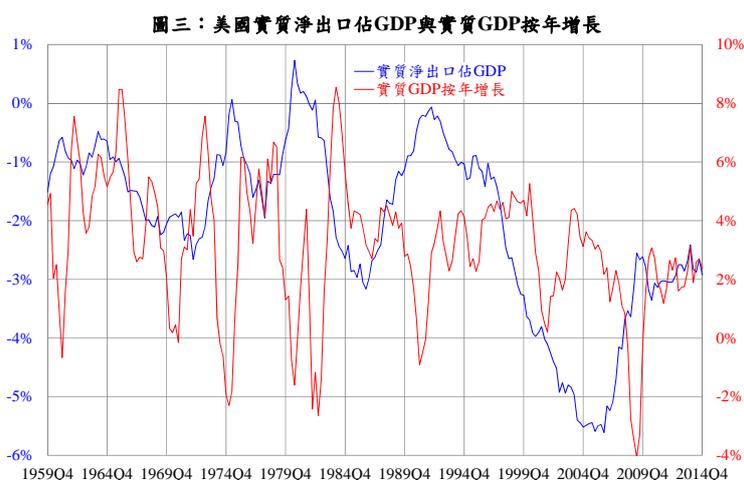
強元無損美經濟 誰說收緊股樓危

聯儲局推遲加息，其一說法是擔心美元過強的負面影響；未開始加美匯指數尚已由80升穿100，一加豈非不得了？的確，過往強美元期包括1980年代初及1990年代末，全球多地衰退、本港樓價大瀉、商品價格亦跌。然而，這些都只是對外圍的影響而已，畢竟美國素來政策觀皆由「美國利益」出發，從美國角度看美元強，又有何結論呢？

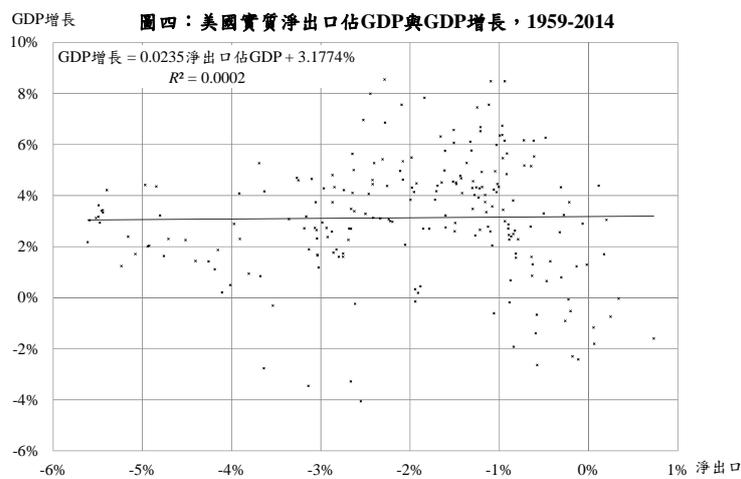


首先最直觀而言，強匯最損害的是出口，嚴格講是實質匯率強不利淨出口。誠然，今次聯儲局會後聲明劈頭首段亦煞有介事地加插出口增長轉弱的說法，彷彿真的很弱。以聯儲局編制的貿易加權實質美元匯價計，與美國季度實質淨出口佔GDP比例關係，前者領先後者七季，相關係數0.43，不高不低。以此關係推算，淨出口佔比確會向下，但驟看幅度不大，與1992至2004年的根本無得比【圖一】。近季名義美匯雖見急升，但實質匯率升幅似乎並未跟足（1985年時名義美匯升穿160，但實質的還不及130）。還有，概因科網熱讓美國生產結構外移，1996年美匯抽升時，這反比關係曾結構下移【圖二】。然而今回美元強勢生產反而回流，反比關係或會回升，強元下出口或仍勁。

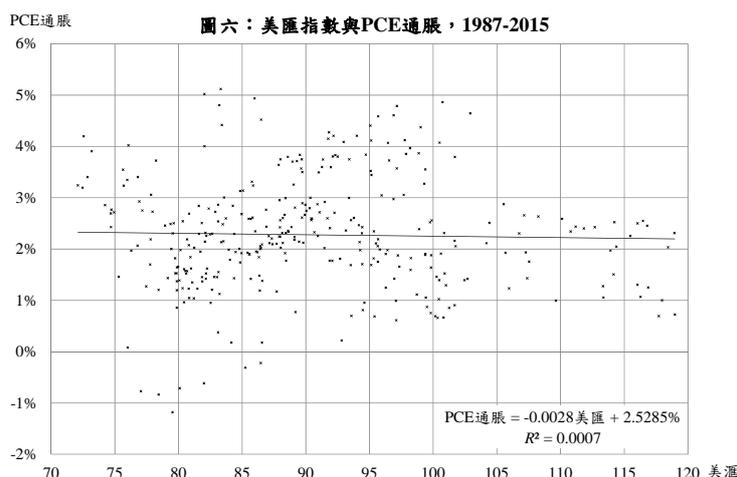




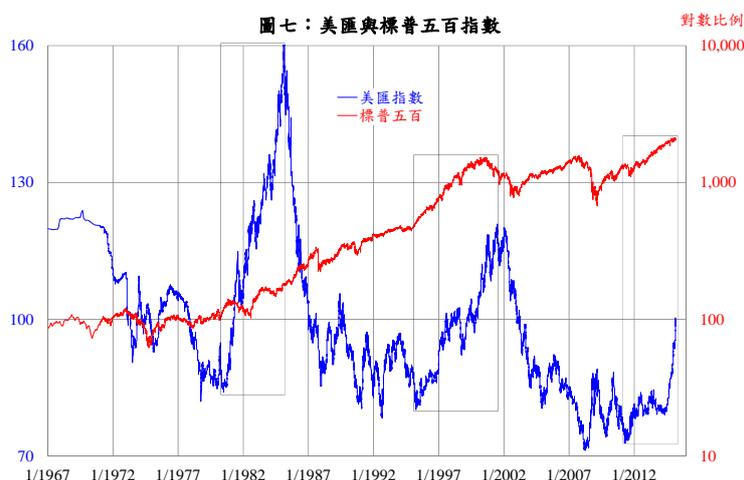
生產回流美國能否完全抵消強匯的損害目前尚未可知，不過即使淨出口真的受損，對整體經濟的影響亦未必大，不然應見上述的淨出口佔GDP下跌明顯損害經濟增長。觀圖所見，1992至2004年間美國淨出口佔比大減（重溫圖二，轉捩點於1996年春），但經濟增長未有對應結構下移，縱有亦見諸金融海嘯後，難以歸因出口轉弱【圖三】。若放眼於更長遠的數據——自1959年起有實質淨出口紀錄至今，這佔比根本看不出與GDP增長有何關係；計算顯示，兩者間的系數及關係極近零，管它顯著與否【圖四】。故縱使強匯不利淨出口，亦難進一步推論至不利整體經濟，畢竟美國不是出口主導。



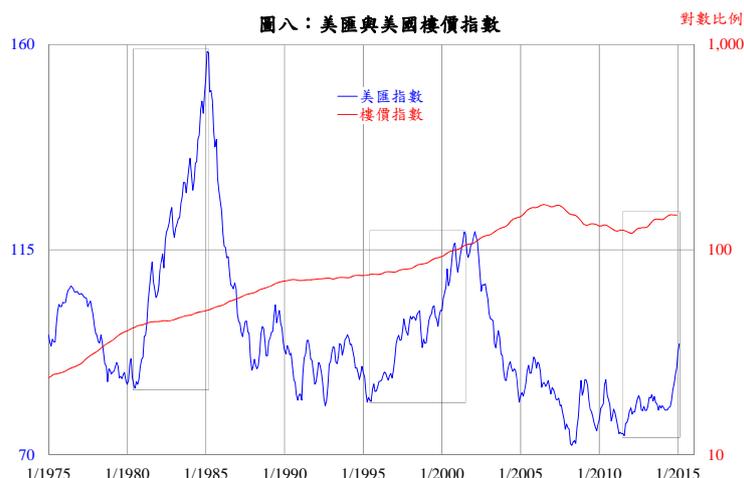
既然強元沒怎影響經濟量的方面，順理成章，下一問題自然是有否影響價的方面。聯儲局的通脹目標以整體個人消費開支平減物價（PCE deflator）計，我們也取這個。從1967年有美匯紀錄至今，彷彿美匯強便通脹弱，兩者反比【圖五】。然而看清一點，這關係自1987年起才較「像樣」，之前不算很強。現就以1987年起的關係計一計數，可見即使剔除「不像樣」的部分，兩者關係亦並非如所想般的強【圖六】。如圖所見，通脹與美匯的系數及關係也如上述出口與GDP般極近零。是故，縱使強匯遏抑通脹，效應有亦非常微弱。這不奇怪，因只要本土消費市場夠龐大，進口價格便影響有限。



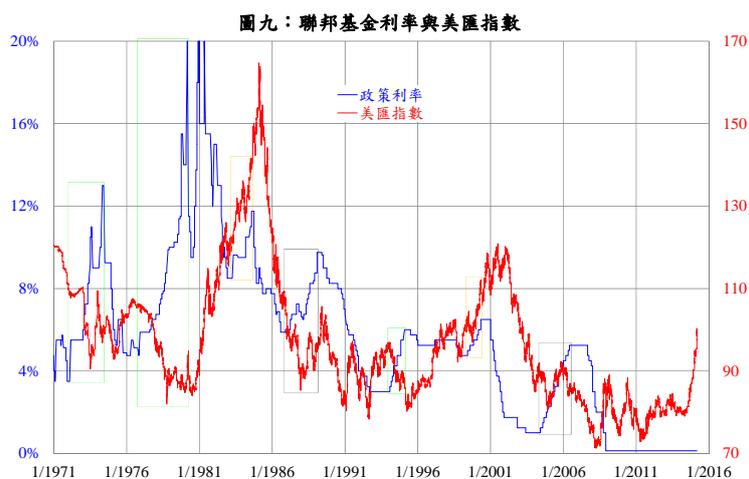
由此可見，強元對經濟的影響，無論量、價均不明顯。那麼強元會否如在外圍般，打擊資產價格呢？看看數據就清楚了。戰後至今，美匯現正處第三次升市，三次分別為1980年代初、1990年代後期及2010年代初。然而如圖所見，這三潮升市下的美股皆升【圖七，見框】。縱將再對上十六、七年前的1967至69年的一段計入，股也是升的。



至於強元對美國樓價的影響，可以照辦煮碗分析。房地美（Freddie Mac）有編制至1975年的月度樓價指數，同樣如圖所見，美匯升的日子下樓價也升的【圖八，見框】。這跟外圍包括本港可謂截然不同，本港樓價在對上兩次強元下都跌的，但與股市不同，全球各地樓價不會同時下跌（股市則會），看來強元所反映的跨國資金流進美元區內，似乎更為體現於本應由當地買家主導的樓市。或許經濟才是元強、樓升的背後共因。



一路看來，生怕強元恐是外圍之說；強元對美國，無論量或價、經或金均無壞處。是故到底強元是否真的損害美國，雖然人云亦云，但卻甚成疑問。至於強美元的成因，有認為是因為美國加息，但這頂多說對一半。從1971年有聯邦基金利率開始起至今，只要抽出加息日子再看看同期的美匯指數【圖九】，即見升（橫框）跌（綠框）參半，要麼則橫行上落（黑框）。很簡單，與美匯相關的應是美息相對外圍貨幣的息口走勢，要是如上次加息週期般全球皆加，實在看不到美匯行單邊的理據——事實上是橫行。



近期亦曾有人提過，加息會釀股災（指美股）。同樣照辦煮碗，看看息口與美股，即見加息下升的有，上落橫行的有，但跌的則不多覺【圖十】。那些基金何所據而云，則不得而知了。既然強元對經、金的價、量均無甚影響，加息亦未見股、樓因此而跌，到底聯儲局是否真怕強元怕加息？強美元不是從來都是美國國策嗎？大家不妨細想。

羅家聰
環球金融市場部