

《信報》專欄〈一名經人〉

基本因素看美元 跌市未至亦不遠

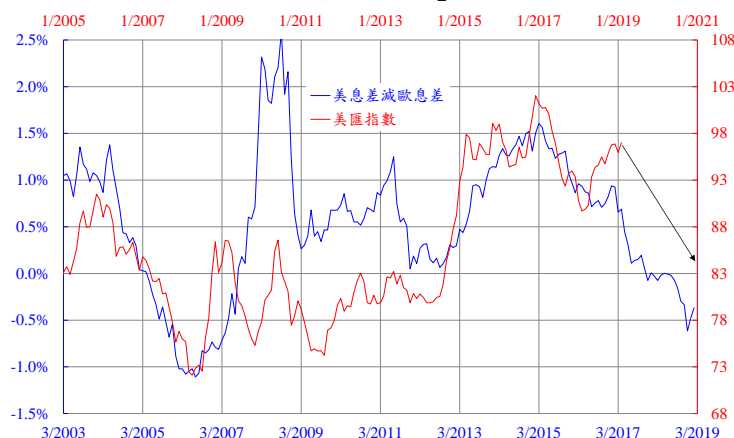
每逢過年後，識者必會緊盯兩價走勢：一是長息，二是美元。前者反映風險胃口，揭示資金會怎樣在各資產類別間流；後者也反映風險胃口，但揭示的是跨境資金怎流。今年過了近兩個月，美債息無方向，大抵反映聯儲局停加息，意味全年風險胃口未明。然而美元卻有上升跡象，不過股市不跌反升（年初至今）。到底美元是升是跌定牛皮？

有銀行高層說過，睇匯愈叻的愈易錯；亦有大學教授說過，做匯率研究會癩線的。匯之所以難測是因其相對性：起碼要睇兩個國家的相對前景。另一原因是匯的短、中、長期因素完全不同；很長或很短線的都容易分析，但不長不短的則幾類因素混在一起，容易捉錯重心。最後，是匯市反應之快尤甚於股市，且非每日收市，預測難上加難。

測滯後的用領先指標；測領先的，再先的指標不多，反而該用上滯後的基本因素。今文就是要為美元看看基本因素。傳統教科書的答案，是將匯率與淨出口畫反比關係。但這有兩難：第一，這框架下是匯影響淨出口多於倒轉，但現在問的是匯而非淨出口；第二，當代資金過剩，比真正貿易所涉的多好幾倍。故大圍數據較貿易的更為關事。

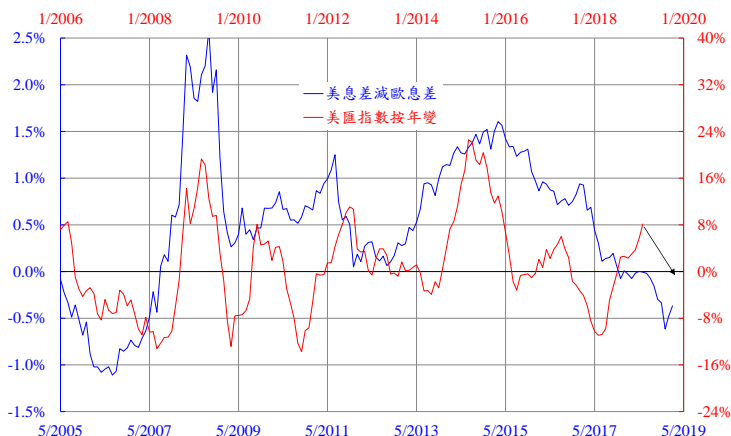
預測經濟前景，我們都知道用長短息差。比較美國的長短息差與外圍非美的息差，就是美國相對外圍非美的前景了，應可預測美元。如圖所見，此法大致可取【圖一】。由2003年起兩者相關，息差差能測近兩年後的美匯走勢。以此推斷，美匯即將要跌，且是大跌；截至最新的息差差走勢推算，美匯兩年內跌至近85，平均年化率剛好6%。

圖一：美歐「十年三月息差」差與美匯指數



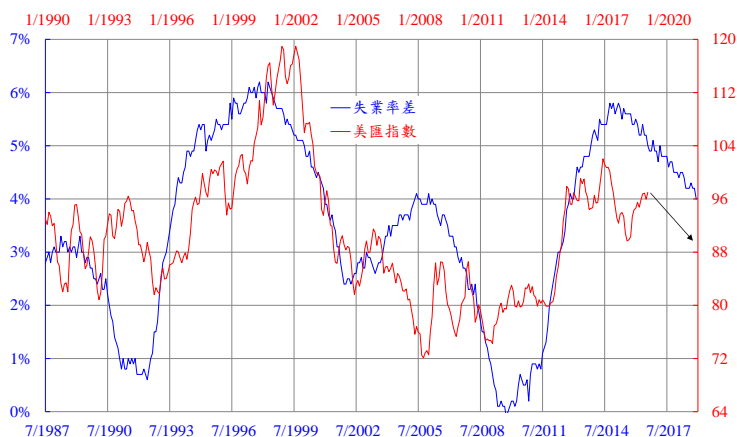
以此息差差來測美匯和測美匯按年變幅效果相若，但以後者較佳（相關係數分別為0.5和0.6），但預測視程卻由近兩年縮短至僅大半年。同樣以這十餘年的關係來預測，美匯指數按年變幅將要轉跌，且是直指跌至零【圖二】。不過，若數月後按年跌至零，化作水平則僅94、95上下，不算大跌。到底大跌定小跌，還得再多看幾個基本因素。

圖二：美歐「十年三月息差」差與美匯指數按年變



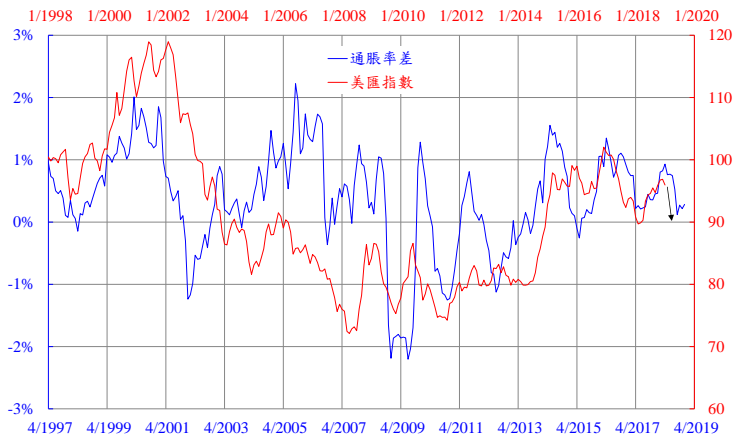
其一正路選擇是失業率差，由於數值愈大愈壞，故要倒轉來歐減美了；觀圖所見，這領先美匯兩年半【圖三】。粗略目測，美匯兩年半內見 90 水平，介乎上述兩者之間。

圖三：歐美失業率差與美匯指數



另一滯後的基本因素是通脹。舊派理論指通脹升，幣值跌。的確，如果通脹大升，幣值大瀉。但若兩地通脹叮嚀馬頭地低呢？通脹升的結果是央行加息，結果幣值也升。故若通脹受控且偏低，通脹作為匯價的基本因素是正比而非反比的，而實情亦的確如是【圖四】。以此預測僅測三季，但所測得美匯的方向也是向下，年內直指近 90 水平。

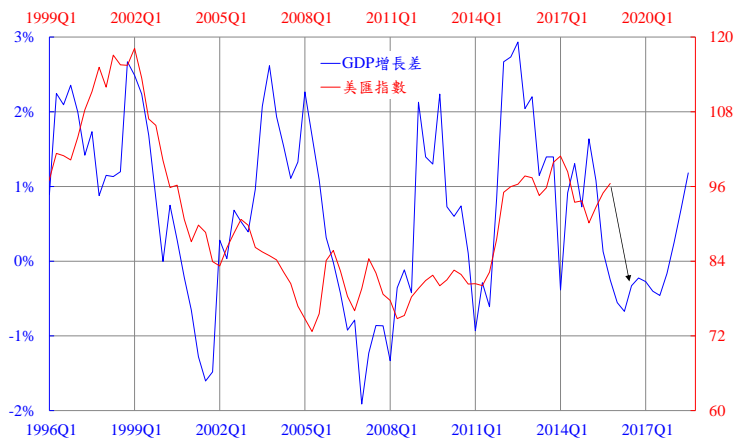
圖四：美歐通脹率差與美匯指數



最後是以美、歐的實質 GDP 增長差來預測美匯，此法早曾用過。計算顯示，GDP

增長差領先美匯三年，而圖料美匯先跌後升，但「先跌」也要見近80水平【圖五】。

圖五：美歐GDP增長率差與美匯指數



從上所見，無論哪個基本因素所測的美匯皆要向下，只差是稍跌穿95還是失守90甚至見近80。拼圖也是看美匯跌的。目前只是未知幾時開始，或欠觸發的「東風」。

羅家聰
環球金融市場部