

美元真轉勢 非虛火

國際視野

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

當過量的熱錢逐漸流出資本市場，大量的交易正以令人咋舌的高速展開，我從來沒有看到過這樣的情形：大規模「沽金融股、買入商品」的雙邊交易結束之後，過去兩周，我正親身驗證短倉沽印度（面臨着不斷惡化的金融及貿易環境、通脹高企的擔憂，月初至今印度股市上漲了2.2%）和長倉中國（儘管宏觀走勢良好，又有奧運作為催化劑，月初至今H股下挫11.5%，滬指下跌12.9%）的交易，出現了一個令人痛苦的背馳。

同時，過往流行的沽空美元交易也大大縮水。僅僅8月份這一個月，澳元下跌了7.6%，英鎊縮水6%，歐元回吐4.6%。

與此同時，金價下挫9.25%，銀價回吐15.83%。美元的強勢是多方位的，如果我沒記錯的話，過去很久的一段時間裏，這是美元第一次兌所有可自由流通的貨幣全面上漲，這個月裏連人民幣都貶值了0.43%。那麼，美元的強勁表現是否僅僅曇花一現？接下來的僅是熊市裏一個小小的反彈？或者，我們已經看到了美元弱勢的轉向？這不是個易答的問題。

畢竟，在美元過去多年的熊市裏，我們見證了無數次美元復元苗頭的覆滅。不過，我真的相信我們目前確實看到了轉向的趨勢，美元這次是真的要轉強了。不妨參考下面的幾點因素：

中國外匯政策轉變 隱含啓示

外匯管理條例的變化。中國的決策層上周修改了外匯管理條例。其中一項改動是允許內地企業將其外匯收入存放在境外，而不用像以前那樣強制調回境內。國務院方面還表示，此次修訂通過簡化內地企業及個人海外直接投資審批程序，目的是鼓勵資金外流。

不過，除了這些已經廣為人知的變化，有一條同樣重要的信息被忽略了：北京方面未曾照例提及人民幣針對一籃子貨幣的匯率政策。取而代之的是，人民幣匯率制度要保持政策彈性。目前還無法真正了解這項規定背後的真實含義，但是我們注意到人民幣在過去8天連續下跌，極有可能出現超過3周的貶值。這將創下年內持續貶值時間長度的紀錄。這是不是一個暫時的調整？還是說，我們迎來的將是人民幣升值軌道上一個休整期？正如我們所見，中



美國貿易結餘正在顯著增加，這導致近期美元兌所有可自由流通的貨幣全面上漲。（資料圖片）

國的決策層目前似乎正在將重心由對漫漫無期的通脹壓力的擔憂，轉移到致力於保護他們的出口企業（畢竟，商品的價格持續走弱）。這意味着人民幣升值壓力的減輕。

放棄一籃子貨幣政策（潛在地将焦點移向美元），也意味着中國巨額外匯儲備多元化的「故事」，或許要告一段落。美國經濟增長超出大多數人的想像，同時除美國以外的地區正在急速惡化。歐洲大部分地區要麼已被確認進入衰退（例如丹麥），要麼正在步向衰退（例如德國、意大利、西班牙等）。

最近有個客戶跟我們說，如果澳洲跟新西蘭通用西班牙語而非英語，國際貨幣基金組織也許會立即派員訂機要去悉尼（或許是從奧克蘭（新西蘭最大城市）起飛！）

資金重投美股 各國股市堪虞

美國貿易結餘正在顯著增加，這便導致一個問題，過去幾年，出現大量拋空美元的空倉，它們將如何去補倉呢？換句話說，如果美國消費者不再推動美元向國外擴充，世界上其他地區要從哪裏獲得足夠的美元來供給其巨額美元帳目？答案是，各國的中央銀行不得不沽出部分外匯儲備（這種情形在澳洲及韓國正在發生）。同時，縮減的央行儲備將打擊外國投資者的信心。

美國股市目前的年度表現幾乎跑贏所有其他市場，尤其是不計陷入危機的金融公司的表現時。美股上佳的表現會進一步阻礙資金由美國流入其他市場。畢竟，當國際多元性對美國投資者獲利並無裨益（當美國國內估值和增長機會變得具有吸引力時），外國貨幣的支持將來自何處？

難道這不是很諷刺的事情嗎？各種揣測都指美國缺乏存款，結果美國卻擁有了世界上最大的儲蓄產業？如果美國真的一分錢都沒能省下，Fidelity、Capital、Legg Mason、Putnam、Alliance Capita，更別提所有的Greenwich對沖基金，他們的資金從何而來？考慮到所有的「存款短缺」，美國機構投資者們結果都成為世界各地資產的邊際買主或賣主，這不也是很奇怪的嗎？當然，這個世界不僅為美國投資者的資金流所推動。還有日本存款者的資金流在與之競爭。

在澳元和紐元驚人的弱勢下，日圓兌美元的強勁表現使我到我相信，資金回歸日本已初現端倪（最近盛傳下周自民黨將公布一項關於稅額減免的特別預算，如果這一傳言為真，這類資金回流規模將會擴大）。

總的來說，我看好美元及日圓表現應該會超過其他幾乎所有種類的貨幣。我維持之前的看法，日圓兌美元匯率將維持在100至110區間。