

美元強弱 難測股市牛熊



國際視野
Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

近來貨幣市場上很多人都相信每逢環球避險心態高漲，美元就會傾向上升。相反，歐元則要投資者承受風險的意願恢復，以及經濟轉好，才會轉強。這正是近期的形式。但這些表現，是否如市場人士相信那樣，是「自然的」？

貨幣市場對今次金融危機的反應可以分成3個階段（見圖）。在危機初起的15個月至18個月（即2007年2月至2008年3月），每一個壞消息都是令美元下跌、歐元上升。而在第二階段（即2008年3月至9月），美元已收復了之前12個月的跌幅的大部分。可能這是因為貝爾斯登（Bear Stearns）獲拯救，以及房利美和房貸美的問題曝光後，市場以為危機最壞的時候已經過去。

要到第三個階段，即房利美國有化和雷曼兄弟破產之後，美元的匯價開始隨着壞消息而上升。特別是在2008年9月至10月間，美國財長保爾森未能成功解釋其7000億美元的「問題資產紓解計畫」（TARP）；以及2009年1月至2月間，取代TARP的銀行注資計劃暫無法落實後，而又新任財長蓋納特又未能說服世界這方案其實可能有效之前。

為何美元的反應在2008年中出現改變？在危機的第一階段，美元不斷隨壞消息而下跌，是不難解釋的。因為在2007年2月至2008年3月期間，每一個壞消息都暗示了美國要再削減利率，美國的經濟展望負面，不論是短期的還是長期的，以及所有美國資產的風險溢價都上升。

受惠補倉 美匯去年尾曾升

同時，那時廣泛相信，與美國相比，歐洲的金融機構和經濟較少受有毒資產影響。任何相信這些講法的人都會沽美元，而購入歐元。同樣地，在貝爾斯登獲拯救之後，美元收復失地，亦是合乎邏輯的。但為何在雷曼兄弟破產之後，美元的反應又突然改變——其匯價開始隨着壞消息而上升？

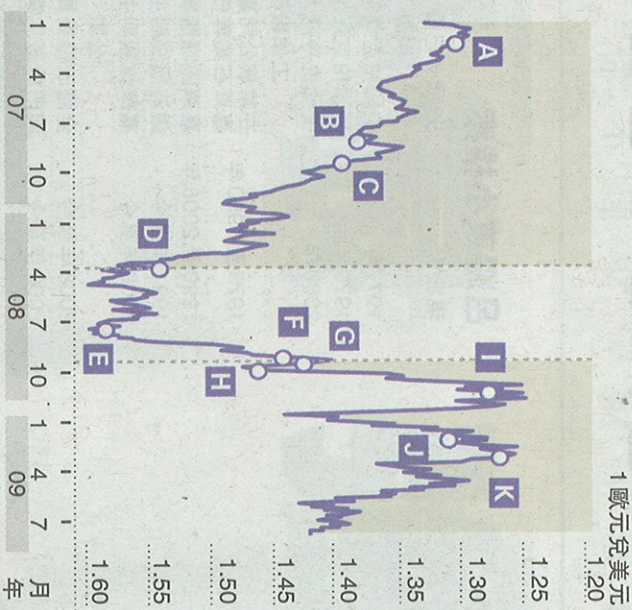
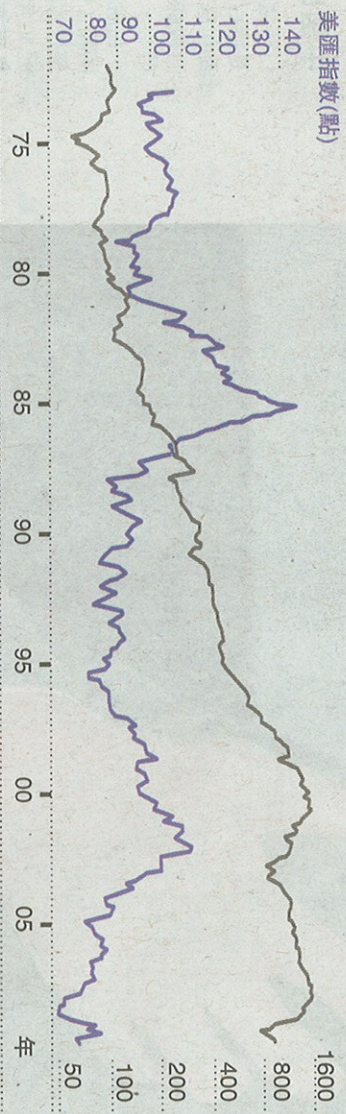
這主要因為前一年人們一面倒地以為美元只會下跌，於是出現了很多美元空倉盤。但在雷曼兄弟倒閉之後，很多有美元負債的亞洲企業和俄羅斯企業的信貸額度都被銀行大削。於是，它們急於購入美元來還債及平掉空倉。

而歐洲銀行方面，亦突然發現，它們面對一個資產和負債錯配的巨大問題——它們手上的美元資產已幾近零，但美元負債卻沒有減少。因此，因為補空倉的關係，美元強勁反彈。但到了去年11月中，這類補倉活動大部分已完成，於是美元又再重新下

海嘯期間美元兌歐元經歷3階段

A 07年2月	房利美次按貸款出事
B 07年8月9日	法巴貨幣基金問題
C 07年9月14日	英國按揭公司北石集團須英倫銀行注資
D 08年3月24日	華爾街投行 Bear Stearns 告子摩通
E 08年7月13日	美國財政部擔保房利美及房貸美員債
F 08年9月7日	美國財政部大舉注資攤薄兩房原有股本
G 08年9月15日	雷曼宣布破產
H 08年9月23日	美國財長保爾森向國會申請通過7000億美元拯救銀行業方案
I 08年11月14日	美國政府向大型銀行注資
J 09年2月10日	美國財長蓋特納首次宣布新一輪的銀行注資方案
K 09年3月3日	蓋特納宣布注資方案詳情

美匯與美股無必然反向關係



跌。

然而，到了今年1月和2月，又有第二波的補空倉行動，因為那時很多投資者預期，儘管選了一個新總統，美國的金融和政治還是會全面崩潰。但隨着美國的金融制度穩定下來，這個恐慌在3月份結束。自此之後，美元又再開始下跌。

美元強勢時 股市非必跌

現在的問題是，這個持續下跌，只是交易員的反射動作（在好消息時沽美元），還是它反映了一些較持久的歷史關係？現時很多人都相信，每逢環球風險規避或經濟憂慮成為話題，美元就會傾向上升；相反，當投資者承受風險的意願恢復，以及經濟轉好，美元就會下跌。讓我們回顧較長的年期，看看能否找到一些證據以支持這看法？答案是沒有。由2002年至2007年間，美元是普遍下跌，而股市則普遍上升。但是，我們不能由此而得出結論說，美元和華爾街有一種前後一致、始終如一的反向關係。

事實上，從以附圖看來，美元和股票之間並無一

致的關係。自從1970年代建立現代的浮動匯率制度之後，有兩段時間美元是嚴重偏弱的，分別是1985年至1992年，以及2002年至2007年，兩次都巧合地股市是普遍上升的。然而，亦有兩段時間美元是相當強的，分別是1981年至1985年，以及1995年至2000年。這兩次，股市卻是不跌反升！

當然，股市在大部分時間都是傾向上升的——特別是在1980年代和1990年代。所以，弱美元和強美元都曾經與牛市同期出現，並不令人驚奇。那麼，若只看股市下跌那些時期，又會怎樣？

熊市期間 美匯走勢各異

自從1970年代初期以來，有四個主要的熊市期，分別是1973年至1974年、1980年至1982年、2000年至2003年，以及2007年至2009年。在第一個主要熊市期，美元是傾向發展的。在第二個主要熊市期，美元則強勁上升。在第三個熊市期，美元則是先升後跌。在第四個熊市期，美元則是先跌後升。由此看來，不論股市是熊市也好，牛市也好，都不能由此而得知美元的強弱。