

美經濟回春 各國央行力撐

美元不至大幅下跌



國際視野
Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

上星期的特別之處，是美元重新轉弱。大部分評論都集中於美元被拋售的常見原因：

1. 市場風險承擔能力正在增加；
2. 美元利差交易復活，一些新興市場的公司以美元來集資可以作為例證。例如，全球最大鐵礦生產商、巴西的淡水河谷（Vale）便發行 10 億美元的債券；
3. 市場憂慮聯儲局故意令美元貶值（我個人就認為是過慮）。



美元上周重新轉弱，但實際上多國央行均有所行動，確保美元不會過弱。

（資料圖片）

但是，除了這些解釋之外，可能還有另一股重要力量——中國。中國正在進行一系列的金融行業改革，最終將會令它累積到「資本生產力」的提升。由於金融海嘯爆發，這個過程反而被要求催促加快。

因為中國已認識到，它需要改變過去幾十年來一味倚賴出口行業來提升勞工生產力的做法（工人由農村轉移至工廠；由出口行業轉到更加廣泛的行業，都需要輸入科技和管理技巧等等）。

內地金融改革推跌美元需求

但是，當中國的銀行還欠缺處理國際交易的經驗時，中國是不可能順利完成金融行業的改革的。因此，我們看到「資本帳」正在加速自由化，這亦會令人民幣更加受到市場力量的影響。這就意味着人民幣會轉強，美元資產的需求會下跌。

這是一個長期和進行中的現象，但在過去一周，由中國流出的新聞特別具分量，因此人民幣升至近 4 個月的高位。中國將會在香港發行人民幣國債的新聞，特別吸引投資者注意。因為有些人將這看成是，中國密謀將美元從世界儲備貨幣的地位拉下馬的證據之一，但我卻不敢苟同。

美元作為世界貨幣的地位，事實上並未受到中國或其他國家的圍攻。中國不會在 5 分鐘內完全開放它的「資本帳戶」。這是一個長期和漸進的過程。反而，有愈來愈多迹象顯示，中國承諾減少它的經常帳盈餘。因此，長期來說，人民幣兌美元將會轉強。由中國傳出來的消息，就會提醒投資者這一現實。

但是，中國正在努力進行金融行業改革，並不意味著美元就一定會「歸零」（指大幅貶值），特別

是兌人民幣以外的貨幣來說。當然，短期來說，美元轉弱是不能否認的事實。事實上，美元現已成為人們由搭的士到參加晚宴派對的共同話題。大家都想知道，美元可以跌至多低？

美元轉弱的原因是衆所周知的：美國的政策欠透明度，令人不安；美國政府的資產負債表的負債愈來愈嚴重；美國的利率可能會長期低企，時間遠比大多數人預期的長；美國財政部可能不介意弱美元，因為這可以透過增加出口來推動 GDP 增長……等等。

簡而言之，現時就是幾乎找不到一個選區支持強美元。但是，我們亦應該考慮一下以下幾點：美元已跌至 1 美元兌不到 92 日圓，1 歐元可以兌超過 1.46 美元。美元以外的幾種世界主要貨幣，看來都相當強（澳元、瑞士法郎、巴西雷亞爾等更不用說）。

歐日央行不容幣值急升

可以肯定，有一些國家（如新西蘭、加拿大、南非等）的中央銀行正開始抱怨，該國貨幣的強勢，將會對復蘇過程造成沉重的負擔。現時的問題是，歐洲央行和日本央行何時開始認真「加印銀紙」，以抵消其貨幣升值？

有趣的是，歐洲央行現時其實已經對歐洲的銀行的周轉提供無限量的支持，只是市場沒留意。日本則處於一個重要的過渡期的中央，其結果將決定，日後是否維持像近期般的政策。

我認為，以日圓現時的匯率，日本主要的出口商都在向日本財政部（大藏省）和日本央行做工夫，以保證日圓不會升至 1 美元兌不到 90 日圓。在近月的會晤中，我發覺，典型投資者對美國經

濟增長前景的看法，通常在「可怕」和「無力」之間。這是很易理解的：除了銀行和消費者的大規模「去槓桿化」之外，愈來愈大機會加稅和更高的監管成本可能意味着，企業家將會小心翼翼、慎防風險增加。

美國入口數字現按月上升

但是，除了黑暗之外，也有光明的信號。例如，香港的大型採購公司利豐集團（0494）就透露，近來的美國訂單比他們預期中強勁，特別是一些中低檔的消費品。還要留意的是，美國 7 月份的入口數字，即使不計石油，亦出現按月上升，這既是今年來首次，也是 2002 年以來最大的按月升幅。

隨着美國股市繼續反彈，領先的看法是科技行業。畢竟，西方世界若要走出它們自掘的墳墓，就只能透過大規模的生產力提升。除了科技投資之外，還有什麼更好的方法能提升生產力？

科技股將跑贏大市？

有趣的是，上一次科技牛市（1995 年至 2000 年），是與強美元時期重疊的。當然，這可能只是巧合。

2009 年的牛市看來會像 2003 年至 2007 年的模式——弱美元，以及強勁的原料、能源、「周期股」、工業股，新興市場跑贏大市，日本和美國則跑輸……除了一大分別——科技股。後者在 2003 年至 2007 年的牛市中，似乎只是在科網泡沫爆破後休養生息，恢復到 1995 年至 2000 年間的表現。但現在看來卻像跑贏大市。科技股是否可以成為新一輪牛市的龍頭？若可以的話，美元又會否愈來愈便宜？我認為，對投資者來說，這是更重要的問題之一。