

美元轉勢下的全球外匯市場走勢分析

張朝陽
總經理
Tel:28266196
cyzhang@bochk.com

柳洪
高級經濟研究員
Tel:28266209
hliu@bochk.com

今年以來，美國洲際交易所（ICE）發佈的狹義美元指數（兌六種主要貨幣）呈V形走勢。以5月3日為界，此前美元走弱，美元指數從年初的約100點跌至5月3日的92點左右，跌幅超過8%。主因是市場期待的美聯儲第二次加息持續延後，以及美國經濟數據不佳。5月3日之後，美匯指數觸底反彈。之後受美聯儲加息預期升溫，以及零售銷售、新屋銷售等樂觀經濟數據推動，美元指數進一步走強至95.30左右，美元轉勢基本確立。



一、判斷美元近期轉勢的主要理據

（一）美元處於升值的大週期中。分析美國洲際交易所（ICE）發佈的狹義美元指數1990年代以來的走勢圖可見，從技術上看，美元本輪升值週期沒有完成。比較分析1990年代末的美元升值大週期，在時間上持續了5年有餘，升幅約為50%。而本輪美元升值週期，即使從2013年12月美聯儲

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

(FED)宣佈開始縮減QE政策算起，至今僅2年半，升幅最高時也只有25%，僅上一週期的一半。



從過去美聯儲啟動加息週期看，加息大概率會催生美元牛市。1990年代末的美元升值週期，主要是由1994年2月至1995年2月聯邦基金利率從3%調升至6%，以及1999年6月至2000年5月聯邦基金利率從4.75%調升至6.5%兩輪加息週期接力推動。本輪美元升值週期由結束QE和利率正常化引發。美聯儲於2015年12月啟動7年來的首次加息，將聯邦基金利率由0-0.25%調升至0.25-0.5%，加息週期啟動以來僅加息1次，加息尚未完結。

(二) 息口上升趨勢確立。根據美聯儲公佈的2015年12月和今年3月公開市場委員會 (FOMC) 17位委員對息率預測的點陣圖顯示，中位數均呈階梯形上升趨勢，說明逐步緩慢加息是委員們早前的共識。美聯儲近日公佈的4月會議紀要顯示，委員們不忘初心，多數委員討論年內加息2到3次。不管是市場預期年內加息1次，抑或美聯儲的息率預測年內加息2到3次，息口上升是趨勢。隨著時間的推移，加息預期將逐步升溫。

(三) 推升美元的因素將逐步增多。一是未來幾個季度美國經濟增長有望加速，亦將凸顯美國經濟較其他發達經濟體更具增長潛力。從過去幾年美國經濟的增長情況看，二、三、四季度經濟增長要顯著優於一季度。今年4月份美國零

售銷售升1.3%，意味著佔經濟約70%的消費者開支展現活力，支持二季度美國經濟加速向好的看法。

二是美聯儲已為收縮資產負債表規模測試水溫。美聯儲的資產負債表規模約4.5萬億美元，資產數目過大會令到金融市場資產供給不足，資產供需結構被扭曲。最近，美聯儲聲明公開銷售面值不超過2.5億美元的國債，和總金額不超過1.5億美元機構住房抵押貸款支持證券（MBS）。這可能預示縮表將逐步開始。縮表將直接從市場收回流動性。

三是美元與主要貨幣的利差擴大。歐元區、日本等五個發達經濟體實施負利率，新興市場尋求貨幣寬鬆，隨著美聯儲溫和加息的繼續，美元與主要貨幣的存貸款利差將上升。十年期國債收益率一定程度反映市場利率走勢。當前十年期國債收益率，美國為1.83%，比一年前下跌39點子，德國為0.15%，比一年前下跌45點子，日本為-0.10%，比一年前下跌51點子，反映美元與主要貨幣的市場利率利差亦呈擴大走勢。

四是環球資金流向美國。年初至今，環球資金累計淨流入美國達460億美元，主要流向固定收益資產。隨著美聯儲加息升溫，資金流入美國的趨勢有望持續。

二、美元轉勢前後全球外匯市場的特點變化

（一）美元轉勢之前，全球外匯市場呈三大特點。一是主流貨幣走勢分化。美元呈貶值走勢，日圓、歐元呈升值走勢。2月底上海G20財長和央行行長會議公報，達成避免競爭性貶值和不以競爭性目的來盯住匯率的共識。鑒於過去二年日圓、歐元貶值幅度較大，公報對日圓和歐元的走勢產生了影響。會後美元走貶，日圓、歐元走升的態勢更加明顯。

二是匯市波動性顯著增強。主流貨幣跌宕起伏。4月下旬至今，美元兌日圓的波幅達4.84%，人民幣兌日圓的波幅亦達3.885%。

三是人民幣對美元平穩、對一籃子貨幣走弱。美元走弱為人民幣維穩提供了空間。從圖三可見，今年2月份以來人

人民幣對美元在岸價（CNY）、中間價和離岸價（CNH）多圍繞在1美元兌6.50元人民幣上下波動。最近波動中樞雖下移至6.55左右，但總體上人民幣對美元匯率沒有脫離基本穩定的格局。中間價大起大落、雙向波動成為常態，一個重要的原因是中間價形成機制已由8.11匯改後參照收盤匯價，轉向參照“收盤匯價+一籃子貨幣匯率變化”的新機制。



人民幣相對於一籃子貨幣走弱。CFETS人民幣匯率指數涵蓋13種貨幣，2015年11月30日指數為102.93點，5月6日低至96.61點，累計下挫了近6%，以今年以來（YTD）計亦跌了約4%。人民幣匯率指數下跌意味著人民幣對一籃子貨幣中的非美貨幣貶值。深入探究，人民幣兌日圓YTD跌約9.2%，兌歐元YTD跌約4%。這可能是過去人民幣相對於日圓、歐元等有明顯升值，進行的“補課”式調整。

（二）美元轉勢之後，全球外匯市場的特點將發生三大新變化。一是美元與非美貨幣的走勢將會出現分化。從趨勢上看，美元轉勢走強意味著非美貨幣將面臨貶值壓力，過去一段時間沒有貶值或貶值幅度較小的貨幣，未來貶值的壓力會大一些。日元是避險貨幣，其走勢與大多數貨幣雖有不

同，但畢竟上海公報不同於“廣場協議”，避免競爭性貶值的共識對日圓的約束亦相當有限，因而，美元與日圓的走勢可能出現逆轉，即美元走強、日圓走弱。

二是匯市震盪加劇，將形成新的“脆弱平衡”。美元轉勢將改變全球資金流向，在主要經濟體經濟下行壓力仍然較大的背景下，環球經濟、金融的風險點將增多，大國匯率政策協調難度上升，投資者更加注重風險與收益的平衡，游資在熱點資產之間流動和切換的速度加快。匯市形成新的“脆弱平衡”，很容易被某國央行高官或公開市場委員發言、一份會議記錄或研究報告打破，進而出現異動。

三是人民幣匯率弱中趨穩。美元轉勢，人民幣兌美元階段性貶值壓力會有所增強，5月以來人民幣兌美元中間價貶值超過1000點子。但從市場對近期人民幣貶值的反映，總體平穩未見恐慌來看，央行強化匯率預期管理尤其是對離岸市場的預期管理，產生了明顯效果。未來人民幣兌美元雖仍可維持基本穩定、雙向波動的主基調，但維穩的壓力將會增加。從近期CFETS人民幣匯率指數走勢觀察，隨著美元轉勢CFETS人民幣匯率指數已從5月6日的96.61點，連續兩周出現反彈，5月20日指數已升至97.35點，預計人民幣兌一籃子貨幣可望弱中回穩。

近期報告

- | | | | |
|-----|------------------------------|-----|-------|
| 1. | 從人民幣資產持有量看人民幣國際化 | 戴道華 | 05.27 |
| 2. | 人民幣在國際貨幣支付中的排名波動不影響人民幣國際貨幣地位 | 孔玲 | 05.26 |
| 3. | 聯儲局“加息週期”或近尾聲 | 卓亮 | 05.26 |
| 4. | 中國的貨幣環境是鬆還是緊？ | 戴道華 | 05.19 |
| 5. | 一季度香港經濟增長遜預期 | 蔡永雄 | 05.13 |
| 6. | 美元匯率變動的影響 | 戴道華 | 05.10 |
| 7. | 東盟銀行一體化為區域發展帶來新轉變 | 譚愛璋 | 05.06 |
| 8. | 香港樓市負資產攀升今非昔比 | 張文晶 | 05.05 |
| 9. | 美國勞工市場的質素尚存改進空間 | 蔡永雄 | 05.03 |
| 10. | 市場波動減少 人民幣國際使用加快 | 應堅 | 04.28 |
| 11. | 聯儲局維持利率不變，6月份加息機會仍低 | 蔡永雄 | 04.28 |
| 12. | 香港的眾籌發展方向何去何從？ | 張文晶 | 04.25 |
| 13. | 如何看待內地增長放緩中的信貸增長 | 戴道華 | 04.20 |
| 14. | 把握「上海金」啟動助奪國際黃金定價權 | 巴晴 | 04.19 |
| 15. | “業務流程” 公佈境外央行有望加快增持人民幣 | 應堅 | 04.15 |
| 16. | 新自貿區擴大跨境人民幣使用，有待香港金融業“掘金” | 應堅 | 04.15 |
| 17. | 一季度內地經濟增長 6.7%，積極變化漸現 | 蔡永雄 | 04.15 |
| 18. | 貿易數據超預期，有利人民幣匯率穩定 | 巴晴 | 04.13 |
| 19. | 大時代難再，港股利好與隱憂浮現 | 蘇傑 | 04.13 |
| 20. | 中央銀行無法承受之重 | 卓亮 | 04.11 |