

2016年6月2日

發展規劃部總經理 張朝陽

高級經濟研究員 柳 洪

美元轉勢下的全球主要貨幣走勢分析

近期受美聯儲加息預期升溫，尤其是美聯儲主席耶倫表態未來數月可能加息，以及零售銷售、新屋銷售等樂觀經濟數據推動，美匯指數走強至 95.70 左右。從美元升值大週期、息口上升趨勢等因素觀察，美元轉勢基本確立。但是，就美元走勢而言，短期可能牛皮。原因是美元指數自 5 月初的低點至今，升幅已近 4%，市場可能已消化了美聯儲 6 月加息的利好，而實際上美聯儲 6 月加息的機會並不高，7 月或 9 月加息的可能性更大。自美聯儲公佈 4 月貨幣政策會議紀要釋放“鷹派”信號以來，利率期貨交易最新數據顯示，6 月加息概率只有 24%。從美聯儲一再延後加息看，利率正常化的迫切性並不強。從強美元會拖累美國經濟復蘇看，盡可能延後加息是理性選擇。如果美聯儲一旦確認 6 月不加息，不排除美元會階段性小幅回軟。

美聯儲 7 月和 9 月加息的概率均超過 50%。隨著推升美元的因素增多，美元後市看升。升幅將受如下兩因素制約：一是今年 4 月 30 日，美國財政部在半年一次的例行匯率評估報告中，首次對“貨幣操縱”給予三項標準，並將滿足其中兩個標準的中國內地、臺灣，日本、韓國、德國列入特別觀察名單。此預示美國財政部不希望美元匯率過強。二是息口上升趨勢雖然確立，但從經濟層面觀察，美聯儲升息的空間並不大，預計今明兩年累計加息 2 到 3 次。由此判斷，美元後續升幅可能在 10% 以內。本文擬以美元走勢為參照，觀察分析其他主要貨幣的走勢。

歐元：與美元有“蹺蹺板”效應 後市走弱

歐元在狹義美元指數中的權重高達 57.6%，與美元相互影響，有“蹺蹺板”效應，走勢與美元基本相反。從美元的走勢來觀察歐元，歐元短期偏穩，在 1 歐元兌 1.11 美元上下波動，後市看弱。從歐盟的內部因素來觀察歐元，歐元後市亦面臨貶值壓力。

一是貨幣政策有進一步寬鬆的必要。歐元區通縮陰影揮之不去，3月份通脹HICP同比增長-0.1%，4月份進一步下滑至-0.2%，5月份收窄至-0.1%。對於經濟增長前景的判斷，歐洲央行行長德拉吉最近表示依然傾向下行。所以，儘管歐洲央行已將存款利率減至-0.4%，每月買債規模由600億歐元擴大到800億歐元，但未來仍有加大寬鬆力度的可能。

二是債務問題、難民問題始終是歐元的重要風險點。歐元區整體政府債務佔GDP的90.7%，其中，希臘為177%，意大利為133%，葡萄牙為129%，西班牙為99.2%，法國為96.1%，均超警戒線。不僅希臘債務危機仍未解決，值得注意的是意大利和西班牙的銀行面臨危機。2015年湧入歐盟的難民達180萬人。未來中東、北非局勢仍有惡化可能，難民危機亦可能隨時爆發。這些風險點都將給歐元帶來壓力。

三是英國脫歐公投對歐元的後續影響。目前留歐和脫歐各執經濟牌和移民牌，結果尚難預料。英國財政部發出的脫歐風險評估顯示，震撼情景下脫歐將拖累英經濟陷入長達1年的衰退，英鎊大跌12%；嚴重震撼情景下GDP大減6%，英鎊大跌15%。最近民調顯示，脫歐民意上升與留歐民意收窄，致英鎊從1鎊兌1.47美元急跌至1鎊兌1.44美元。脫歐會拖累歐元，但經過公投後的留歐，亦未見得對歐元有利。不排除市場在短暫平靜之後，將焦點轉向脫歐公投對歐洲一體化進程造成的負面影響，進一步暴露歐元的脆弱性。

日元：避險貨幣的功能面臨考驗

香港外匯市場流傳“喪Yen、癲鎊、奪命金”的說法由來已久。這也說明日圓的走勢經常不按常理、出乎市場預料，難以準確預測，一個重要的原因是日圓的避險貨幣功能不時發揮作用，並引發套利拆倉潮。

日圓短期不排除仍有小幅升值可能。今年以來，在日本央行實施負利率、出口連跌、經濟可能重陷收縮、日本政府意圖阻止日圓升值等因素疊加影響下，日圓兌美元仍累升約8%，目前在1美元兌110日元上下波動。難以找到令人信服的理據。合理的解釋是，今年全球經濟金融風險點增多，金融市場動盪加劇，日圓避險貨幣的功能被市場看重，投資者借美聯儲延後加息、日本央行近期未加大寬鬆力度等理由推升日圓。

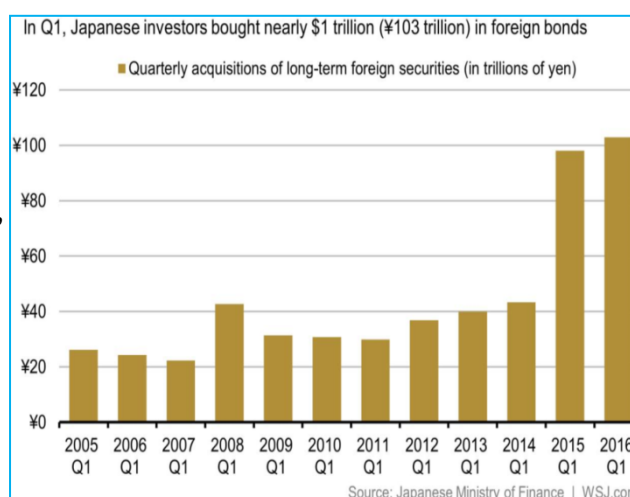
短期日本政府干預匯市、阻升日圓有較高難度，國際難協調，美

國以 G7 的共識是避免貨幣競爭性貶值為由反對。因此，不排除投資者仍有可能借美聯儲 6 月不加息美元階段性小幅回軟、日本貿易盈餘增加等理由推升日圓，測試日本政府的底線。

基於下列理據，日圓後市看跌。一是日本經濟基本面不佳。安倍晉三於 2012 年底再次出任首相後，推出安倍經濟學，意在借抑制通縮之名，通過“三支箭”（貨幣量化與質化寬鬆、財政刺激政策和改革）刺激消費、振興投資。如今安倍經濟學面臨失敗困境。通縮重臨，日本 3 月份 CPI 按年跌-0.1%，4 月份進一步跌至-0.3%，距央行 2% 的目標越來越遠。家庭消費支出呈下滑態勢。受日元升值、出口下跌及環球經濟下行等因素影響，不排除日本經濟今年陷入收縮的可能。日本社會老齡化導致勞動力減少，預期經濟低增長將長期化。日本政府除了進一步寬鬆貨幣政策，必要時干預匯市、阻升日圓之外，沒有更有效的辦法。

二是日本的貨幣超發。日本央行自 2012 年起擴大購債規模至 80 萬億日元/年。實施了近四年的天量債券購買計劃，使日本的基礎貨幣升至 386 萬億日元約合 3.6 萬億美元。目前，日本與美國的基礎貨幣比值已超過 96%，而從經濟規模看，日本的經濟規模約 4.6 萬億美元，約為美國經濟規模 17.42 萬億美元的四分之一。因此，基礎貨幣擴張將會推動日元走弱。

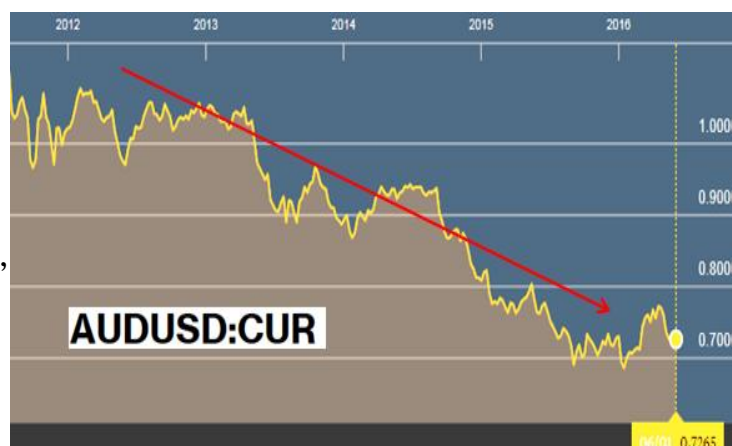
三是日本投資者加大了對海外資產的配置力度。原因有二：其一，提高資產的收益率，畢竟日本十年期國債的收益率為負；其二，對沖匯率風險。2016 年 1 季度，包括日本大型退休基金和其他大型公司在內的日本投資者，購買了 103 萬億日圓（約 9530 萬億美元）的海外債券。購買海外債券就不得不購買外匯，並出售持有的日圓。如果勢頭持續，規模進一步擴大，應該會削弱日圓。



那麼，日圓作為避險貨幣的功能將面臨考驗。

澳元：短期牛皮 後市仍有貶值空間

澳元是典型的商品貨幣。從下圖可見，過去 3 年澳元兌美元處於下行通道，從 1 澳元兌 1.05 美元左右跌至目前 1 澳元兌 0.725 美元左右的水平，跌幅超過 40%。主要原因有三：一是大宗商品步入熊市，價格下跌，拖累澳元走勢。二是美元走強。三是澳大利亞聯邦儲備銀行自 2011 年 11 月啟動本輪減息週期以來，基準利率已從 4.5% 減至目前的 1.75%。



今年以來，澳元曾一度受美元走弱、商品價格反彈影響，以年初計升近 7%。近期隨著美元轉勢走強，澳元走弱。預計短期澳元受大宗商品價格及美元走勢疊加影響，走勢牛皮。展望後市，過去幾年導致澳元陷入下行通道的三大因素的趨勢，沒有發生根本性改變。海外投資者購買澳洲房產亦現下降趨勢，澳洲樓市將有一定調整壓力，為了穩定經濟增長，不排除繼續下調基準利率的可能。由此觀察，澳元後市偏弱。

人民幣：彈性增強 穩中偏弱 弱中趨穩

今年 2 月份以來，人民幣兌美元即期匯率無論是在岸還是離岸都保持基本穩定。近期人民幣受美元轉勢影響，貶值預期顯著增強。人民幣兌美元中間價，從 5 月 3 日的 1 美元兌 6.4565 元人民幣，跌至 6 月 1 日的 1 美元兌 6.5889 元人民幣，貶值 1324 點子，但是，市場反應相對平靜，未見恐慌情形。可見，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。預計在央行加強預期管理下，人民幣階段性的貶值壓力加大，不會改變人民幣兌美元保持基本穩定的主基調，人民幣後市將彈性增強，對美元穩中偏弱，對一籃子貨幣將弱中趨穩。

年內人民幣匯率基本穩定、雙向波動將是主基調。從人民幣對美元中間價運作機制看，參照“收盤匯價+一籃子貨幣匯率變化”的新機制，即“雙錨”機制，不僅增強了中間價的彈性，也利於即期匯率保持基本穩定。

需正確認識市場上人民幣階段性的貶值壓力。人民幣貶值的壓力大小，除了來自美元的強弱表現外，如下四個因素也不可忽視。

一是中國內地經濟的下行壓力及其風險。一季度 GDP 增長 6.7%，開局平穩。但是，經濟下行壓力仍然較大，突出表現在穩增長仍主要依靠“老辦法”，即投資拉動。實體企業生產經營困難增加，民營企業投資大幅下滑。風險點增多，債市、非法集資、地方債務等均成為風險點。

二是國際收支平衡表中“旅行”項目逆差擴大。中國國際收支平衡表中“經常賬戶”之子項目“貨物和服務”中，2015 年“服務”項目逆差 1824 億美元，其中，“旅行”項目逆差 1781 億美元，高於 2014 年。

三是資金外流。資本外流主要體現在資本項目逆差上，可通過外匯儲備變動=經常項目順差-資本項目逆差（含誤差和遺漏），來判斷資本外流的情況。今年以來的突出表現是投資移民和海外留學增多。

四是高樓價間接帶來人民幣貶值壓力。今年以來內地房地產市場整體加速回暖，一線和部分熱點二線城市樓價和地價均出現“輪漲”行情。市場預計化解高樓價風險有三種策略：日本模式，穩匯率樓價大跌；俄羅斯模式，穩樓價匯率大跌；折中模式，樓價匯價均適度調整。

人民幣沒有持續、大幅貶值的基礎。理據是下列因素將會對人民幣匯率形成强有力的支撐。

一是中國經濟前景不差，不會硬著陸。“權威人士”判斷中國經濟未來會保持 L 形增長，“即使不刺激，速度也跌不到哪裡去”。6.5%左右的經濟增長在全球主要經濟體中是最高的。如果未來幾個季度的經濟數據支持“權威人士”的判斷，那麼，更多看空、唱空中國經濟的人士會像凱爾·巴斯（Kyle Bass）一樣改變看法。屆時人民幣活動會隨之回暖，跨境人民幣活動將再趨活躍。

二是央行實施預期管理。去年中國經常項目順差為 3306 億美元，未來仍將保持較大數目的經常項目順差，以及仍有高達 3.2 萬億美元的外匯儲備，為央行實施預期管理提供了條件。從最近兩個月外匯儲備不跌反升看，加強資本賬戶的預期管理行之有效，未來亦可有效防止外匯儲備過快下降。從對離岸市場的預期管理看，境外空頭做空人

民幣更為謹慎。

三是資金外流的能動可能減弱。首先，一些企業受匯率預期影響，通過結匯與否、何處結匯、延期結匯，在貿易方面做遠期規避風險，調整投資時點、提前購匯等，包括調整貨幣錯配是會見底的。其次，貨幣政策重回穩健，減息降准機會下降，人民幣與世界主要貨幣仍保持較大利差。

四是人民幣加入 SDR 將提高人民幣資產的配置需求。去年 11 月底，IMF 正式決定將人民幣納入 SDR 貨幣籃子，權重為 10.92%，今年 10 月 1 日正式生效。另外，IMF 亦將於 10 月 1 日開始在其季度全球《官方外匯儲備幣種構成報告》(COFER) 中，單列統計人民幣。隨著人民幣正式進入國際儲備貨幣的行列，完成了從結算貨幣、投融資貨幣到國際儲備貨幣，從周邊性貨幣、區域性貨幣到全球性貨幣的歷史性跨越，以及內地債市、匯市擴大開放，預計環球央行及貨幣當局對配置人民幣資產的需求將增加，人民幣占全球官方外匯儲備比例 5 年內將逐步增加至 4%-5%，可在一定程度上對沖資金外流。

五是“一帶一路”助推人民幣國際化進程。隨著政策溝通、設施聯通、貿易暢通、資金融通和民心相通的落實，未來在“一帶一路”沿線國家，人民幣有望成為主流貨幣，將會擴大人民幣的國際使用和需求。

總之，美元轉勢走強後，全球外匯市場將發生顯著變化，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。