



# WMA 財富管理顧問課程

WMA (Wealth Management Advisor)

【運用邏輯架構與資訊分析，提供解決方案】

啓富達國際 首席顧問 李建平

<http://www.cfd.tw>

美元 2010 年預計先抑後仰、中期走勢仍不樂觀

資料來源：【鉅亨網新聞中心（來源：世華財訊） 2010-01-15】

## 一、美元 09 年走勢回顧(2009/1-2009/12)

自 08 年金融危機正式爆發以來，全球經濟普遍陷入衰退，股市和大宗商品等紛紛重挫，受此影響，市場避險情緒激增，從而使得原本類如歐元、澳元這樣的高風險和高息貨幣遭到投資者的猛烈拋售，而美元則因其避險貨幣地位受到市場的親睞，美元指數一度從 08 年一季度創下的記錄低位 70.70 上方攀升至年底的 31 個月高點 88.40，最高漲幅高達 25%，年底回吐部分漲幅。

進入 09 年后，由于隨著全球經濟衰退的進一步深化，然後到逐漸放緩，再到出現輕微和持續的復蘇跡象，這使得美元走勢也從 09 年年初至年終可大致分為三個階段：第一階段，美元延續 08 年年中以來的漲勢進一步上揚，並創下近三年新高；第二階段，美元重拾中期跌勢，不僅散失危機期間的避險作用，甚至進一步淪為融資貨幣遭遇拋售；第三階段，美元年底空頭回補，此外強勁基本面數據引發美聯儲提早升息的預期，以及歐洲債務危機均加劇美元反彈。

第一階段（2009/1 月 --- 2009/3 月初）：延續 08 年年中以來漲勢

這場由美國華爾街開始爆發的金融危機席卷全球，各主要發達經濟體都無法幸免，隨著危機從虛擬經濟進一步擴散到實體經濟，由于現今全球化的緊密性，這令幾乎所有主要發達經濟體都無法獨善其身，而發展中國家也明顯遭到劇烈沖擊，從而使得全球經濟普遍陷入二戰后最為嚴重的衰退。

而經濟衰退在 09 年的一季度中更是進一步加劇，數據顯示，美國第一季度 GDP 季率下降 5.5%，年率下降 2.5%。同時隨著大批企業的紛紛破產倒閉，各國失業率更是屢創新高，都表明其經濟正處在嚴重的衰退中，這無疑加劇了投資者對美元的避險買盤。因此，在一季度中，美元一度攀升至 89.62 的近三年新高。

第二階段（2009/3 月初 --- 2009/11 月底）：重啓中期跌勢

爲了應對此次由金融危機引發的全球性經濟危機，各國開始大救市力度，如央行連續大幅降息，其中美聯儲基準利率已經從 08 年年中的 2.00% 下調 175 個基點至目前的 0-0.25% 區間，并承諾將在較長時間內維持超低利率水平不變。除此之外，央行還進一步實施量化寬松的貨幣政策，并進一步向市場注入流動性，各種有利于虛擬經濟和實體經濟恢復的救助措施頻頻頒布，同時各項經濟刺激計劃也相應推出。

隨著央行連續大幅降息措施的效應進一步傳導至整個金融系統和實體經濟，加上各項救助以及刺激計劃的推出實施，之前經濟大幅衰退的步伐從二季度開始已經有明顯的放緩之勢，這令市場認識到各國相繼推出的各項金融救助和經濟刺激計劃已經逐漸發揮效用，從而也暫止了市場對於整個經濟形勢悲觀情緒的進一步加深，加上全球股市觸底企穩的帶動，進一步減緩了投資者的避險情緒，因此美元避險需求也開始見頂，美指重啓中期跌勢。

其中，美元在 3 月初至 6 月初的跌勢較爲迅猛，除基本面好轉外，技術性低位買盤也刺激美元漲勢。其后 6 月至 11 月美元呈現震蕩下跌，并伴有溫和式反彈機會的走勢，雖然各國數據尤其製造業繼續積極復蘇，企業重建庫存，房屋市場企穩，歐美日經濟均從技術上脫離衰退，企業財報也顯現強勁，歐美股市刷新一年新高；而美國失業率持續攀升并刷新二十余年高位，美聯儲反復重申維持超低利率，美元 3 個月 Libor 跌至歷史新低，淪落爲融資貨幣，美元在全球高風險市場獵食，美指維持震蕩跌勢，但較上半年有所放緩。整個第二階段，美指最高跌幅仍高達 17.2%，至 74.19 的近 16 個月新低。

第三階段（2009/12 月）：年末空頭回補

臨近年末，迪拜世界延期償債風波驟起，隨後三大評級機構先后調降希臘主權債務評級，歐洲年末掀起一波債務危機恐慌，市場對歐元區其他面臨類似主權違約風險的成員諸如西班牙、愛爾蘭及葡萄牙等擔憂情緒暴增。這導致自 3 月以來累積的大量美元空頭頭寸在年末大幅回補，美元融資套利交易解除，及商品價格持續回吐漲幅，歐元及商品貨幣澳元遭遇急劇拋售。此外，美國 11 月非農就業報告異常強勁，非農就業數據逼近正增長，失業率也自 26 年高位回落，隨後諸多強勁基本面數據頻頻出爐，美聯儲也暗示將在 2010 年一季度如期逐步退出流動性支持舉措，引發美聯儲提早升息的預期，也提振美元。美元在每年 12 月這個時間窗口再度走強，并在上述諸多事件的共同推動下一度勁升逾 5%，也證實 09 年度美元套利交易之繁盛。美指年終收于 78.45 下方。

## 二、美國當前基本面分析

1、經濟增長。美國第三季度 GDP 逆轉了此前連續四個季度的萎縮態勢，終值季率上升 2.2%；該數據連續第二次被下修，主要是基于消費者支出不及初步預估強勁，商業營建活動更加低迷，商業投資更爲消沉，且企業進一步削減庫存。但有跡象顯示第四季度經濟復蘇動能更加強勁，部分分析師預計，美國經濟在 10-12 月當季可能增長近 4-5%，并爲 2010 年上半年繼續增長提供支持。美國經濟仍顯示了較強的韌性和自我調節能力。但下半年美國經濟增速極有可能放緩。

細分來看，首先就房屋市場看，美國 11 月份成屋銷售年化月率上升 7.4%，年化總數爲 654 萬戶，連續第三個月增加，并創下 2007 年 2 月以來最高銷售數額，表明房產市場將繼續擴張，并將伴隨經濟復

蘇穩步進入 2010 年。房屋市場的恢復主要歸因于低利率政策、房價下滑以及購房稅收優惠政策，房屋市場的強勁復蘇也為經濟走出二戰后最嚴重的衰退注入了極大動力。

不過雖然房屋市場的下滑趨勢已經結束，但喪失抵押贖回權以及高失業率對房屋市場的威脅依然存在，因此房屋市場尚未完全脫離險境；疲軟的就業市場以及止贖房產的即將再上市，表明房市持續復蘇還有很長一段路要走。美國 11 月份新屋銷售年化月率下降 11.3%，年化總數為 35.5 萬戶，這也是 4 月份以來新屋銷售最差的一個月。美國儲蓄管理局和美國財政部金融局新公布的一份報告顯示，美國第三季度住房還貸形勢進一步惡化，即便是信用最優的借款群體，其拖欠抵押貸款的情況也越來越多。

其次個人收入及支出方面：美國 11 月個人收入月升 0.4%，為 5 月份以來的最高增幅；11 月個人消費支出月升 0.5%。美國 11 月零售銷售月率增長 1.3%，年率增長 1.9%，為 2008 年 8 月以來首次年率增長；11 月剔除汽車銷售后核心零售銷售月率增長 1.2%。美國 11 月零售銷售出現過去 4 個月中第 3 次上升，表明消費者對經濟復蘇信心進一步增強。美國零售商近期對部分商品進行折價銷售，以幫助美國國民克服二戰以來最嚴重的就業下滑和喪失抵押贖回權攀升的局面。美國零售銷售增加也意味著消費者支出在未來數月內將為經濟擴張注入更多動力。與此同時，盡管政府舊車換現金計劃已經終止，但汽車經銷商依然看好長期汽車需求。但美國聖誕節和新年期間銷售占全年 40%，四季度零售及支出數據具有季節性因素，12 月零售銷售即出現意外下滑，2010 年能否持續值得懷疑。

再次，**就業市場**來看，美國 11 月非農就業人口實現近兩年來首次增長；11 月失業率也由 26 年高位 10.2% 降至 10%；但 12 月非農就業人口意外減少 8.5 萬人，顯示就業市場依然處于低迷狀態。考慮到美國聖誕節和新年期間銷售占全年 40%，四季度零售及支出數據具有季節性因素，并帶動季節性服務業勞工需求，就業市場預計 2010 年上半年維持低迷，失業率不排除再度升破 26 年高點 10.2%。經濟學家預計，美國失業率在 2010 年上半年或將超過 10.0%。自 2007 年 12 月經濟陷入衰退以來，美國總計有 720 萬人失業，為 1930 年代大蕭條以來最為嚴峻的局面。

此外就**通脹**來看，受燃料成本上升影響，美國 11 月生產者物價指數（PPI）月率增長 1.8%，年率增長 2.4%，年率為 08 年 11 月來首次上升，并創 08 年 10 月以來最大增幅；核心 PPI 月增 0.5% 年增 1.2%，也創下 08 年 10 月以來月率增幅。但美國 11 月消費者物價指數（CPI）月升 0.4% 年升 1.8%；核心 CPI 月率持平年升 1.7%。顯示通脹壓力仍受控，中期閑置產能和失業率高企或限制通脹加速成長。

最后在製造業及出口方面，美國 10 月商業庫存增長 0.2%，為 2008 年 8 月以來首次實現增長。美國 11 月工業產出月增 0.8%，實現連續第 5 個月增長，這意味著美國經濟復蘇將穩步持續至 2010 年。美國 12 月 ISM 製造業採購經理人指數（PMI）由 11 月的 53.6 升至 55.9，達到 2006 年初以來最高水平。經濟學家表示，目前企業存貨非常精簡，因此制造商們看到需求在顯著回升，而企業投資確實存在很大的上行空間。另外，美國 10 月出口月升 2.6% 至 1368.4 億美元，為近一年來最高水平；10 月進口月升 0.4% 至 1697.8 億美元，但仍是 08 年 12 月以來最高水平。

2、利率政策。美國聯邦公開市場委員會（FOMC）委員 12 月一致投票同意維持利率在 0-0.25% 區間，并表示經濟狀況將可能令利率在“較長一段時間內”維持在異常低的水準。但美聯儲同時承認，近期經濟

出現改善跡象，尤其是勞動力市場，金融市場狀況已改善到更能支撐經濟增長的程度。美聯儲暗示，在強於預期的 11 月就業報告以及其他正面的宏觀經濟數據公布后，聯儲即將結束部分經濟支持措施。有市場分析師指出，美聯儲貨幣政策立場暫未有重大變動，但聯儲仍向市場傳遞了 2010 年或將有政策大調整的訊息。作為公認的地區聯儲主席中的通脹"強硬派"，費城聯儲主席普羅索也表示，一旦需要，美聯儲必須準備好在失業率回落至"可接受水平"前加息，否則可能失去市場對其抵抗通脹能力的信任。

不過從聯儲負責制定利率的聯邦公開市場委員會(FOMC)核心成員--特別是主席伯南克及副主席科恩--的態度來看，FED 決策官員可能不會輕易收緊貨幣政策，他們所關注的焦點幾乎完全集中在低迷就業市場及脆弱金融業對經濟成長構成的風險。取而代之的是，美聯儲可能在今年夏季末之前，采用近幾個月采取的部分替代政策機制，收回過去在銀行系統中注入的多余流動性。美聯儲曾表示，這些措施包括：反向回購協議(聯儲可以從銀行借回資金),定期存款工具(減少流通資金)，直接出售資產或是上述手段的組合拳。

目前美聯儲內部分歧嚴重，包括在加息之前收回信貸市場大規模融資支持計劃的方案。經濟數據持續好轉，讓強硬派更加認為，貨幣政策有可能會因經濟成長意外勁升而未能及時反應。溫和派則指出，最近幾個月的經濟成長初步跡象，大多受到政府刺激方案推動，像是購房退稅優惠等，而這些方案效應終將消退。2010 年尤其下半年經濟成長速度將放緩，從而迫使聯儲暫時擱置緊縮計劃，低利率將維持更長時間。此外，美聯儲的民意支持度在金融危機期間大受打擊，國會有剝奪聯儲監管權的風險，伯南克近期講話暗示，監管將先于利率成為避免危機重演的最佳途徑，不過如果沒能進行適當的改革，或者所進行的改革不足以防範金融風險的累加，那么 Fed 就必須仍對動用貨幣政策作為輔助工具持開放態度，以防止未來資產泡沫再度萌生。儘管市場廣泛預計美聯儲在今年年中前不會提升利率，但聯儲可能最早在今年第一季開始解除非常規的量化寬鬆措施。

儘管 Fed 將按計劃在 3 月份停止購買抵押貸款支持證券；但如果形勢惡化，計劃也可能進行調整。而在經濟出現強勁可持續復蘇、失業率出現明顯的下降前，依然認為利率將在較長時期內保持在低水平，芝加哥聯儲主席埃文斯近期表示。紐約聯儲主席杜德利也表示，只有當經濟復蘇力度增強且失業率下降后美聯儲才會決定加息。杜德利并表示，銀行業依然面臨困境，危機期間家庭財富縮水，均阻礙經濟成長，因此預計這次的復蘇不如預期的強勁。他還認為，隨著聯儲的抵押支持證券(MBS)購買計劃結束，或將看到利率面臨些許上行壓力，然而只有利率漲幅過大時，聯儲才會重返 MBS 市場。

3、政府赤字。美國 12 月預算赤字為 918.5 億美元，為歷年來 12 月份預算赤字中最高的一次，并且創下連續 15 個月出現預算赤字的紀錄。2010 財年(09.10-12 月)第一季度預算赤字為 3885.1 億美元，去年同期為 3324.9 億美元。此前，美國 2009 財年赤字達到創紀錄的 1.4 萬億美元高位，是 08 財年前高位的三倍多。美國國會被迫在假期休會前提高聯邦政府的借款債務上限至約 12.4 萬億美元，但這次提高對政府借款需求的支持預計只到 2 月。參議院準備在議員們 1 月 19 日回來時討論立法，進一步增加借款上限。

由美國國家研究委員會和國家公共行政學院組成的專家小組 1 月 13 日發表報告稱，美國必須在短期內開始增稅或是大力削減政府開支以遏制債務的激增，否則公共負債的增加可能導致投資者對美國經濟喪

失信心，從而引爆一場美元危機。該專家小組宣稱，鑒于經濟衰退的嚴重程度，在未來一兩年內，美國巨額的財政赤字和債務水平的加劇是不可避免的；但政府應該在短期內開始著手解決債務問題。

報告稱，在過去短短 2 年內，美國公共債務占國內生產總值(GDP)的比例已從 40%左右上升至 50%以上。而由于政府要應對經濟的滑坡，2010 年這一比例必然會進一步上升。專家認為，美國政府必須在未來 10 年內阻止公共債務迅速上升，把債務占 GDP 的比例控制在 60%以下。報告指出，如果政府削減債務的行動延遲 5 年或 10 年，則將令這一任務變得更加艱巨，並將付出更大代價，解釋政府將需要進一步增稅或削減支出。報告還稱，日益增加的債務水平可能會導致投資者對美國經濟的信心跌入谷底，這可能會造成美國利率進一步走高、國內投資減少以及美元走低，因為投資者紛紛拋棄美元轉而尋找更為安全的貨幣投資。

奧巴馬政府將于 2 月初公布 2011 財年政府財政預算提案。奧巴馬上任后一直表示，非常反對增加美國中產階級的稅負，并承諾不會增加稅負。然而，奧巴馬政府也在面對著創紀錄的財政赤字。因此，市場預計奧巴馬將會重點關注長期的財政紀律問題，同時在近期內仍將繼續保持當前的政策以支持經濟的復蘇。

惠譽本月確認了美國的"AAA"信貸評級，展望為穩定，意味著其不太可能在未來 18 個月下調美國評級。但稱，美國負債水準不斷膨脹可能在三至五年內對該評級構成負面影響。惠譽指出，鑒于美國卓越的財政和經濟靈活性以及美元作為全球最主要的儲備貨幣，美國"AAA"評級的短期風險很小。不過同時表示，如果美國在未來三至五年沒有實施降低財政赤字的舉措，其負債將在本十年的後半段接近令"AAA"評等承受壓力的水準。惠譽進一步指出，美國政府嚴重依賴海外投資者購買其債券也是另一個風險。

4. 宏觀政策。美國經濟開始更穩固復蘇，但就業市場復蘇仍需時日，不動產市場尤其商業地產面臨不小風險，在政策刺激政策消耗殆盡后，美國下半年能否由私人支出帶動經濟持續復蘇值得懷疑。在美聯儲著手在第一季度開始推出過多流動性支持舉措后，預計美國政府將繼續擴張性的財政政策以支持經濟，而在失業率呈現顯著回落趨勢和通脹顯著上揚前，美聯儲升息的可能并不大，總體貨幣政策料維持寬松，退出政策將是逐步的，并不時將出現調整。同時考慮到全球經濟重新平衡，以及通過出口來刺激國內就業，美國料樂見美元貶值，只要美元不出現急劇下跌并損及美國財政部籌資刺激經濟就可以。

### 三、下半年影響美元走勢的幾大因素

09 年多數時間里（3-11 月），由于美聯儲維持利率在超低水平，因此每當有跡象顯示全球經濟正擺脫衰退時，投資者便會借入成本較低的美元，然后用美元作為融資貨幣買入其他更高風險的資產，這也是之前美元遭受打壓的主要原因。但去年 12 月上述交易模式似乎有所改變。每當美國經濟數據表現強勁，美元便會受到提振，因為強勁的數據能夠提升投資者有關美聯儲將提前升息的預期。而投資者對於歐元區成員國，特別是希臘，愛爾蘭和西班牙的主權債務感到憂慮，加之英國財政狀況不斷惡化，美元受益加速上揚，一個月內反彈逾 5%。目前對美元 2010 年走勢目前主要兩種觀點：

一種觀點認為：從基本面而言，美國經濟復蘇將強于多數其他 G7 成員國，這將促使美聯儲率先收緊貨幣政策。同時，美國經濟預計將更能抵御未來信貸市場的沖擊，而這將提醒投資者：美元是傳統的避險貨幣。

市場預計，2010 年市場將越發關注主權債務問題，投資者將對那些負債高企的國家退避三舍。儘管美國也有赤字問題，但該國的經濟復蘇進程可能快于其它多數發達國家，這將繼續支持這樣一種觀點，即美國利率正常化的時間可能早于我們的預期，美元也能繼續受益走高。此外，儘管部分人士還擔心美國商業房產市場的問題可能拖累美國經濟復蘇，但策略師們指出，海外市場的潛在問題更多，這將給美元提供持續支撐。而最後，黃金漲勢的告終也令美元走強如虎添翼。

另一種觀點則認為：得出美元融資套利活動將結束的結論尚早。除非看到明確跡象顯示美聯儲將撤走美元流動性，否則很有可能投資者將利用美元來投資高收益貨幣。

總體而言，美元 2010 年可能呈結構性走軟走勢。預計美元兌商品驅動型國家，如加拿大、澳大利亞和巴西的貨幣將維持疲軟態勢，兌歐元、瑞郎預計呈中性略偏軟，而兌日元、英鎊則將上漲。

預計 2010 年全球經濟更穩固復蘇，商品需求及價格將繼續攀升，而全球市場寬松的貨幣環境總體維持，雖然會有部分流動性的緩慢收緊，商品市場仍將是個不錯的避險和投機場所，商品驅動型國家貨幣將維持強勢。歐元受益于全球風險情緒持續回升及商品價格上揚，總體將維持偏強走勢，維持不確定性在于區內較疲弱成員—希臘、西班牙、法國、愛爾蘭及葡萄牙等國債務負擔過重，以及銀行業去槓桿化不徹底潛在融資和資本金提升導致的風險，雖不致命，但將限制歐元對市場的吸引力。瑞郎預計將追隨歐元走勢，但瑞士經濟及銀行好于歐洲，瑞郎或稍強于歐元，但瑞士央行預計不會坐視歐元/瑞郎過分走低。而英國則受累于經濟恢復緩慢，同時政府刺激政策和財政難以維持擴張，央行承受維持寬松政策扶持經濟的重任，且 2010 年 6 月大選造成的不確定性，均將令英鎊表現最為疲軟。另外日本重回通縮，日本央行無疑將是 G7 中最後一個提升利率的，美元 09 年承擔融資套利貨幣，但 2010 年美國經濟若維持強勁且有收緊貨幣政策之預期，日圓則恐重回過去幾年一樣，重新作為融資套利貨幣的首選（不過若美國經濟復蘇不及預期，美元因利率前景轉弱同時散失避險功能，日圓亦可能替代美元成為唯一避險貨幣，2010 年 1 月中旬出現過該跡象，需關注）。

#### 下面提煉幾大影響美元 2010 年走勢的因素：

##### 1、美國經濟增速及利率政策。

有觀點認為，美國經濟復蘇將快于歐洲 1-2 個季度，同時美聯儲有望早于歐洲啟動升息周期，美元今年有望強勁反彈。但應同樣關注，美國 12 月失業率連續第三個月維持在 10% 上方，12 月非農數據繼 11 月增長后再度回歸負值，12 月零售銷售也結束連續二個月升勢。如果占 GDP 近七成的消費支出受油價攀升和通脹預期拖累維持疲軟，則經濟復蘇的持久度和力度仍存在變數。美聯儲多次表示，將維持低利率很長一段時間，預計至少 2010 年二季度以前美聯儲都難以啟動升息周期。再看赤字，美國在截至 12 月底的新財年第一季度預算赤字高達 3885.1 億美元，全年大有突破 09 財年剛創下的赤字記錄 1.4 萬億美元的趨勢。美國政府債務規模的膨脹不可持續，美國官員有關在經濟復蘇階段削減赤字的承諾

兌現并非易事，將壓制美元中線走勢。此外，儲備貨幣多元化之爭也將不時打壓美元，尤其在美國政府債務不斷膨脹的背景下。伴隨著寬松的貨幣刺激和財政支持，尤其在經濟觸底回升階段，通脹壓力及預期蘊含巨大上行風險。美元貶值會加劇通脹，并導致更多的資金流入商品和高收益市場和資產，這最有可能發生在今年上半年。

預計美國經濟在 2010 年上半年將維持去年三四季度的增長態勢，甚至在新興市場國家強勁復蘇帶動下有所加快，但考慮到失業率高企和個人消費支出依然不暢，美聯儲雖然在一季度開始逐步收回流動性，但步驟將相對溫和，升息則至少等到三季度，美元將呈偏軟走勢。下半年面臨兩種情況，在刺激政策逐步淡出后，若美國私人消費幫助經濟實現更持久回升，同時通脹壓力將在就業市場好轉和經濟回升帶動下明顯上升，美聯儲將果斷啓動升息周期，美元將全盤走強；另一種情況則是經濟再度放緩甚至出現二次衰退，經濟在年底和 2011 年一季度再度收縮，則美國財政和貨幣政策再度放松，美元開始會短暫走強，但隨后將上演 09 年 3-11 月那一幕。

## 2、全球股市走勢和風險偏好。

08 年秋金融危機全球爆發以來，歐美股市急劇下挫，避險情緒急劇上揚，紛紛尋求美元和日圓作為避風港，高收益貨幣和風險資產遭拋售。直到去年 3 月初，受美國銀行業紛紛發布一季度盈利預期，金融業走勢開始趨穩，同時新興市場國家甚至美英基本面數據持續出現好轉，歐美股市觸底反彈，避險盤消退打壓美元結束長達七個月的升勢。進入下半年，多數發達國家開始陸續走出技術性衰退，新興市場國家增速尤為強勁，在歐美企業二、三季度財報及宏觀數據向好後，美元至 11 月底延續震蕩下行趨勢，雖然跌勢略有放緩。12 月份美元融資套利交易獲利了結，尤其在迪拜和希臘債務危機爆發後，美元遭遇恐慌性買盤。

那么 2010 年匯市會重回去年 3-11 月的交易模式嗎？美聯儲 2010 年初公布的去年 12 月會議紀要強調了經濟疲軟的一面，且數名官員稱，可能需要採取更多刺激方案。尤其美國 12 月非農就業數據的疲弱表現打壓了投資者對美國經濟前景的樂觀情緒，令那些寄望美聯儲將提早升息的投資者備感失望。美聯儲內部就今年 3 月是否如期結束資產購買計劃也出現顯著分歧，失業率今年上半年高企毫無懸念，且下半年經濟在刺激政策效應消退後將明顯不及上半年，美聯儲三季度後即使升息步驟也會相對溫和。而英國、歐洲、日本及美國等發達國家在財政吃緊下，已無法再支持一輪大規模經濟刺激計劃，2010 年將更多靠貨幣政策維持寬松，也扶持全球經濟更穩固復蘇。

由于交易商放棄押注美聯儲將提早升息，在本周開始的財報季（1 月中旬到 4 月份）里，如果美國企業財報超出預期，而美國遠期利率期貨停滯不前，美元兌最強勁經濟體的貨幣，即商品貨幣和新興市場貨幣將維持疲軟態勢。而上半年新興和發展中國家經濟更強勁回升，美國經濟將引領發達經濟體錄得金融危機以來最快增長，商品市場及商品貨幣將蘊藏不小投資機會；下半年經濟將在全球逐步退出寬松及刺激政策背景下放緩，商品市場將展開高位整理，除非全球經濟二次衰退，否則大幅回撤的可能性不大。即使美國經濟確認穩固高速成長，美聯儲加速升息導致美元強勁反彈，但這更可能出現在 2011 年後。其次歐元、瑞郎應維持偏強走勢，但歐元受區內較弱成員債務危機及歐元過度強勢損及經濟復蘇官方態度下上揚空間有限，易遭高位拋售；瑞士央行也是堅定的匯市干預者。在全

球經濟向好趨勢下，日圓將回歸融資貨幣角色，尤其日本新財長樂見日圓走貶，日本經濟又重回通縮。不過下半年無論美國經濟持續復蘇且啓動升息，還是全球經濟二次探底，美元均將走強，尤其是那些國內面臨問題的貨幣，如歐元、英鎊、日圓，商品貨幣在前種情況下將高位盤整，在后者二次衰退假設下則面臨拋售風險。

### 3、政府債務危機。

去年底迪拜債務危機爆發以來，主權信貸評級面臨下調風險成了投資者敏感的話題。隨後三大評級機構先後調降希臘的主權評級，希臘政府的困境點燃了市場對歐洲其它那些財政狀況較差國家債務危機的擔憂情緒，市場對歐洲全面爆發債務崩潰的擔憂情緒急速升溫。預計主權債務擔憂或成爲 2010 年匯市重要主導因素之一，各國政府在未來 1 年甚至更長時間內，都要進行調整，在兼顧公共債務和赤字問題的同時，又要避免威脅到預計脆弱的經濟復蘇。

數據顯示，希臘國家財政債務高達 3000 億歐元，而希臘 08 年國內生產總值爲 2429.47 億歐元，負債率高達 125%。另外，預計 2009 年政府財政赤字與 GDP 的占比將達到 12.7%。歐元區 16 國在經歷首次經濟衰退時便遭遇了財政分歧惡化的窘境，這置歐洲央行于進退維谷的立場。德國應能很快使財政狀況復元，但希臘、愛爾蘭、葡萄牙以及西班牙等外圍國家卻需作出更大努力才可整頓好預算賬簿。出于道德風險的考慮，歐洲央行可能不會公開對希臘實施救援，因公開救援希臘將助長欠缺考慮的財政政策行動。

自 2008 年年中以來，歐元區就深陷衰退，稅收收入隨之銳減，福利成本飆升。各國政府在財政刺激計劃和銀行救助上投入了數十億歐元，使得本已脆弱的政府財政被徹底擊垮。即便是歐洲大陸最爲堅定的樂觀人士也認爲前路坎坷，評級公司可能幾次三番地下調評級、債市每天都會對政府的表現作出反應。除了遭到降級的希臘和西班牙，以及“病入膏肓”的冰島外，愛爾蘭和葡萄牙也已收到下調評級的警告。若其他歐洲國家的政府表現不佳的話，出現大面積評級下調的場景并非沒有可能。而如果各國政府預算整合的時機和速度出現失誤、遏制了復蘇進程的話，歐洲有出現二次衰退的危險。

歐盟委員會去年年底時曾警告說，歐元區 16 國中有一半國家的公共財政難以維系的風險很高。分析師認爲，歐元區在經歷兩年銀行危機和經濟衰退后，即將帶著全面爆發的債務危機進入新年。惠譽評級去年 12 月份在一份報告中警告也表示，鑒于英國和歐元區國家西班牙和法國財政狀況惡化的速度，如果未來一年中它們沒有制定更可信的財政整合方案，這些國家尤其有評級下調的風險。2009 年，歐元區預算赤字占 GDP 的比例從去年的 2% 膨脹到 6.4%。歐盟預測，在最糟糕的時候過去之前，2010 年這一比例會擴大到近 7%。歐元正在經受 1999 年開始流通以來最爲嚴酷的考驗，在歐元區 16 個成員國中，已經有部分國家的公共財政狀況陷入危機當中。

不過，盡管希臘和愛爾蘭等國主權債信評級遭到下調，但外匯市場認爲政府破產的可能性甚微，投資者也不相信一系列政府救援措施會最終導致歐元體系的破裂。盡管如此，貨幣同盟的一些結構性弊端將在未來幾年內一一暴露。預計各成員國通脹率的差異將進一步拉大，導致各國不能適應單一的貨幣政策。葡萄牙、意大利、愛爾蘭、希臘以及西班牙很可能會出現通縮，但德國和法國等核心國家將出現通脹。



穆迪評級在最新發布的歐元區公共財政報告中警告稱，由于競爭力缺乏和高額的預算赤字，希臘和葡萄牙存在"慢性死亡"的高度風險。歐盟委員會和歐洲央行此前已表示，成員國應自行解決問題，歐元區法規不允許實施直接援助；但某種援助方式將會成爲最后的補救方法。穆迪也懷疑歐元區真的會拒絕向陷入掙扎的成員國伸出援手。一些間接援助，如流動性疏通或提供貸款等手段可能成行。這些做法可能違背集團精神，但卻不至于違背法規。

國家 赤字占 GDP 比例 總債務占 GDP 比例

希臘 12.50% 112.5%

葡萄牙 8.00% 77.4%

英國 13.00% 68.6%

愛爾蘭 10.75% 65.8%

西班牙 11.25% 54.3%

縱觀 2010 年，全球經濟在政府刺激政策逐步削弱后，復蘇的自我維持性和可持續性值得擔憂。多數政府在財政刺激上已沒有更多施展空間，否則將面臨主權違約風險，這樣在財政緊縮背景下，或更多依賴央行維持寬松環境支持經濟，以實現更爲穩定的復蘇。反過來，那些面臨通脹壓力或資產價格泡沫的國家，同樣面臨收緊流動性甚至開始緊縮貨幣政策的壓力，以維持央行信譽和保持中長期通脹受控和良性增長，如此則對經濟造成一定傷害，若政府財政又不佳，而強行進一步擴張財政支出，則其評級堪憂。目前來看，除了歐元區內的希臘、愛爾蘭、西班牙和葡萄牙外，英國評級面臨的風險最大，尤其明年 6 月大選造成的不確定性，或傷及財政整固進程，英鎊料將在 2010 年承受不小壓力。歐元區方面，若區內大經濟體德國、法國出手援助，歐元區解體應爲概率非常小的事件，但不時報出的問題仍會限制歐元在 2010 表現。最后關於美國，美元特殊地位及美國經濟韌性應可保證未來 2-3 年內評級無憂，但其 2014 年赤字減半的目標恐難以實現，若美國經濟未來數年維持低增長，則數年后評級仍有丟失風險，美元 2010 年走勢將依賴于經濟復蘇強度及聯儲升息速率。

#### 四、美元 2010 年走勢技術分析

第一部分先從日圖上來看，美元指數去年 12 月探底回升，30 日、60 日及 100 日中期均線均被攻破，爲去年 3 月美元步入下降通道以來首次；雖然 2010 年初美元小幅回吐漲幅，但今年初若能守穩 60 日及 100 日中期均線支撐（目前位于 76.20/45 附近），仍有反彈再度走高機會，上檔進一步去年 12 月反彈高位 78.45 及 200 日均線反壓，則拓展進一步反彈空間，應順勢看多。反之若美指最終跌穿 60 日及 100 日中期均線，美元則恐怕重回弱勢狀態，不過進一步跌破 74.19 低位前，不應過分看空美元，逼近美元下半年面臨較大上行幾率。

第二部分再從周圖上來看，美元指數探底回升，10 周、20 周及 30 周均線均爲去年 3 月美元步入下降通道以來首次被收復，雖然 2010 年初美元小幅回吐漲幅，但目前在 10 周和 20 周均線粘合處 76.50 附近仍有微弱支持，跌穿則短期均線去年 12 月的突破走勢有"假破"風險，美元有再度走軟風險。反之，**美指上檔在 100 周均線（目前位于 78.90 附近）面臨中線阻力，后市有效站上該位，美指將真正步**

入一輪“年市”。但參考 05 年 6 月-06 年底的走勢，再看 08 年 10 月至今，美指較大可能在 100 周均線破敗后，再延續震蕩下行的風險較大，未來兩年內甚至有跌穿記錄低位 70.70 的風險。

(桂強理 撰稿)

