



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>

2010 美元匯率走強機率？專家：維持震盪格局 全年呈 N 型走勢

鉅亨網新聞中心 (來源：世華財訊) 2009-12-31 03:49:06

從中短期來看，美元匯率的變化存在微笑曲線的規律。在該曲線的不同階段，美元匯率會呈現不同走勢。在曲線的最左端，在全球經濟表現很差的時候，由于資金的避險需求增加，對美元的需求隨之增加，會導致美元走強。2008 年 4 月-2009 年 2 月的美元走強，就主要和對風險的厭惡導致的美元需求增加有關。在曲線的最右端，當美國經濟表現很好的時候，由于預期美聯儲會加息伴隨著年底美元匯率的強勁反彈，現在又到了一個判斷美元匯率的關鍵時間點。我們認為，美元匯率變化將遵循微笑曲線的規律，而目前在微笑曲線的右側，好于預期的美國經濟表現和與之伴隨的加息預期將推動美元升值。而從戰略上講，美國要重振經濟，需要較低的美元，這將抑制美元的過分強勢。總體上，我們認為美元從超跌的狀況修復之後，將維持區間震盪格局，全年呈現 N 型走勢。

在美元修復向上階段，大宗商品價格漲勢可能會受到抑制。而伴隨著美元的再次回落，大宗商品價格有望再拾升勢。美元匯率的走勢也將決定人民幣升值節奏，考慮到美元先升再穩的走勢，2010 年人民幣升值的節奏可能是先慢再快。

決定美元匯率的微笑曲線

影響美元匯率的因素很多，由于匯率取決于貨幣供求力量的對比，所有影響貨幣供求的因素，例如相對經濟增長率、通貨膨脹率、國際收支、相對利率、市場情緒等都對匯率有影響，但是從美元變化的歷史看，在不同的階段，主導美元匯率波動的因素不同，很難用一個單一的理論來解釋美元變動。從目前大的政治經濟格局看，美國經濟要重振增長，擴大就業，相對較低的美元比較符合美國的利益。從美國經濟占全球 GDP 的比重來看，正在不斷降低，這也決定了美元的國際地位會不斷降低。這兩個方面的結合，決定了在相當長的一段時間內美元會維持歷史上較低的水平。這是我們觀察美元匯率走勢的一個大前提，在這樣的大前提下，美元匯率的漲跌取決于決定其走勢短期因素的波動。

通過總結次貸危機以來美元匯率的影響因素，我們認為從中短期來看，美元匯率的變化存在微笑曲線的規律。在該曲線的不同階段，美元匯率會呈現不同走勢。在曲線的最左端，在全球經濟表現很差的時候，由于資金避險需求的增加，對美元需求增加，會導致美元走強。2008 年 4 月-2009 年 2 月美元走強，

主要和對風險厭惡導致的美元需求增加有關。在曲線的最右端，當美國經濟表現很好的時候，由于預期美聯儲會加息，美元也會走強。2009年12月以來美元走強主要和這個因素有關。在曲線的中間，當經濟處于兩者之間的狀態時，美元會處于相對弱勢。

2010年美元或呈N型走勢

按照這一規律，未來3個月之內美元有望繼續上漲。**第一，經濟相對表現有利于美元。**我們預測美國4季度經濟增長率可能接近4%，將明顯高于3季度2.2%的水平。更重要的是就業市場會繼續改善，對於美聯儲加息的預期會進一步增強，這將對美元形成進一步的支撐。**第二，資金風險偏好的改變，有利于美元走強。迪拜債務危機、歐洲主權信用的問題，使得機構開始擔心違約風險問題，這使得資金回流的可能增加，這也將使得對美元的需求增加。**在2009年的前3個季度里，美國國內的投資者對海外市場投資的猛增，很可能是市場上美元供給泛濫的主要原因。同期海外投資者，不論是央行也好，還是民間的共同基金等也好，對美元資產的配置比例其實變化并不大。目前的數據顯示，美國投資者可能會調整配置，這也將對美元形成新的支撐。**第三，歐洲經濟相對較弱，也使得美元相對走強。美元匯率主要取決于美元和歐元的雙邊匯率。**從目前情況看，歐洲4季度的經濟增長會明顯放慢，這對歐元不利。歐元現在兌美元的匯率是1.42左右，與對歐元/美元的內在匯率預測1.25還有距離，因此美元上漲在價格上還有空間。

相對經濟表現、相對利差有利于美元，這是我們對2010年美元匯率走勢的基本判斷。但是這一判斷在4月份會再次受到沖擊。儘管還很難下定論，我們認為這一沖擊可能來自4月份公布的美國季度經濟增長率低于預期，使得大家對政策退出之后的美國經濟再次產生懷疑，擔心美聯儲不會加息。假如是這樣的話，美元會經歷3個月左右的回調。在市場重新建立起對美國經濟的信心之后，美元再從底部回升。總體上看，未來12個月之內美元匯率將呈現N型走勢。

商品價格與美元走勢將唱反調

美元匯率主要通過兩個機制來影響大宗商品價格走勢。一是通過資產的再配置。從廣義上看，美元作為一種貨幣，和大宗商品在資產配置中具有一定的替代性。如果美元貶值，出于保值增值的目的，會有更多的資金流向商品，這將推動商品價格的上漲；反之，如果美元升值，資金會從商品流向美元，商品價格可能因此回落。二是通過標價貨幣的機制。由于世界上絕大多數商品仍然以美元標價，美元匯率的變化將直接引起以美元標價的商品價格的變動。為了保證本幣表示的銷售收入的不變，當美元貶值時，大宗商品價格會上漲。當美元升值時，大宗商品價格會下跌。從上面的分析看，美元和大宗商品價格走勢的關係比較簡單，即美元升值，大宗商品價格下跌，美元貶值，大宗商品價格上漲。儘管上世紀80年代曾經出現過美元匯率升值、大宗商品價格上漲，美元匯率貶值、大宗商品價格下跌的情況，但是由于隨著大宗商品金融屬性的增強，上世紀90年代中期以來，大宗商品價格走勢和美元匯率走勢基本上相反。按照這樣的邏輯，美元匯率低位震蕩總體上有助于大宗商品價格上漲。如果明年美元匯率呈現N型走勢的話，大宗商品總體上將呈現先抑后揚再抑的走勢。

人民幣匯率升幅或趨穩

自從2005年7月匯改以來，人民幣的匯率制度是以市場供求為基礎，參考一攬子貨幣進行調節，有管理的浮動匯率制。在這樣的匯率制度下，人民幣匯率的變化主要決定于兩個方面：一是人民幣對美元匯

率的變化、二是美元匯率對其它貨幣匯率的變化。儘管已經改變了過去嚴格盯住美元的匯率制度，但是我們發現美元匯率變化仍然對於人民幣匯率有重要影響。在過去的一年中，由于美元總體上維持了貶值的態勢，人民幣有效匯率也相應隨之貶值，這在一定程度上提高了我國出口產品的競爭力，但是也使得人民幣對其它貨幣低估的壓力增加。從目前的情況看，儘管仍存在變數，美元觸底回升應該是大概率事件，這將在一定程度上糾正人民幣對其它匯率失衡狀況。

而國家在考慮人民幣匯率政策時必需考慮的一個變化，即伴隨著出口的恢復，人民幣匯率應恢復因保增長而中斷的重估之路。但是考慮到美元匯率的變化，人民幣對美元雙邊匯率的升值幅度不宜過大，宜保持在 3% 左右。同時在升值的節奏上應考慮到美元匯率的走勢，明年 1 季度美元升值的幅度可能會比較大，相應人民幣升值幅度宜小，2 季度美元匯率可能會趨穩，人民幣升值幅度可以適度加大。

國內流動性依然寬松的概率大

一國流動性的充裕程度，主要可以由貨幣供給量來反映。根據貨幣供應量的表達式： $M=B*m$ 。貨幣供給量的大小與基礎貨幣和貨幣乘數密切相關。由于人民幣目前尚不可自由兌換，美元匯率的變化對國內貨幣供給的影響，主要通過影響外匯占款和基礎貨幣來體現。美國當前利率處于 0-0.25% 的低水平，美元屬于僅次于日元的最便宜的貨幣，是套息交易的主要貨幣，也是流入中國熱錢的重要來源。美元的走勢直接影響流入中國的熱錢規模，進而影響到我們對流動性的判斷。

伴隨著美國經濟超預期的復蘇、失業率的回落以及美聯儲態度的改變，市場對美國加息的預期逐漸增強，這可能對美元匯率形成支撐。如果美國加息推動美元匯率持續大幅度回升，熱錢的流入規模可能放慢，可能使得流動性更加緊張。反之，如果美國加息對美元匯率的影響只是暫時的，在階段性升值之后美元匯率總體上仍處于低位的話，資金流動的格局不會有實質性變化，流動性依然會比較寬松。從目前情況看，弱美元似乎更符合美國重振增長的需要，我們認為后者出現的可能最大。

總體上看，一方面受信貸控制的影響，貨幣乘數有所回落，這將不利于貨幣供應量增長。另一方面，出口好轉及人民幣升值預期將導致熱錢流入增加等因素，都將引起外匯占款增加，外匯占款的增加將導致基礎貨幣的投放增加，這將有利于貨幣供給量的增長。綜合來看，我們認為基礎貨幣投放增加不足以完全抵消貨幣乘數下降對貨幣供給的不利影響，貨幣供給量增速總體上將下降到 18% 左右。當然考慮到流動性在不同市場之間的非均衡分布，這並不意味著證券市場和房地產市場的資金就必然緊張。就未來 6 個月而言，如果美元先升后穩，人民幣匯率先穩后升的話，證券市場、房地產市場的資金面可能會呈現先緊后松格局。