



# 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>

美元跌勢何時了

資料來源：【鉅亨網新聞中心（來源：世華財訊）2009 / 10 / 23 星期五】

今年 3 月初以來，伴隨著歐美股市觸底反彈，美元避險角色逐步淡化，去年秋以來累計的美元避險買盤逐漸回吐，美元流動性重新流入高收益的新興市場、商品市場及高收益、高風險資產。同時市場預計美聯儲將滯後於其他國家央行的加息步伐，美元進一步淪為融資貨幣；而伴隨著對美國債務負擔的不可持續性及美元主導儲備貨幣地位動搖的擔憂，以及原油和大宗商品價格受通脹預期及需求回升推動持續攀升，美元指數幾乎抹去金融危機全球爆發以來的全部漲幅。美元有序貶值有助於美國出口和削減債務，美國官方雖然在外部壓力下口頭干預支持強勢美元，但實際上美元跌勢並未停止。美國是在放任美元貶值嗎？美元會最終無需下跌甚至「崩盤」嗎？美國經濟復甦進程究竟如何？美元還有反彈機會嗎？以下逐一討論。

## 一、美元跌跌不休

去年 8 月金融危機全面爆發，美國國債和美元資產曾一度作為避險資產飽受追捧，美元 7 個月內飆升 22.4%。但今年 3 月初以來，因新興市場國家甚至美英基本面數據開始出現好轉，尤其美國銀行業紛紛發佈一季盈利預期，金融業走勢開始趨穩，歐美股市觸底反彈，避險盤消退打壓美元結束此前長達七個月的升勢，美元重新回歸中長期下行通道。3-6 月的三個月時間內，歐美股市反彈 40% 左右，美元則下跌 12.6%。7-9 月隨著全球更多積極數據出爐，歐美股市繼續走高，美元繼續下行，雖然趨勢有所放緩，但截至 9 月底歐美股市累計反彈幅度升至 50-60%，美元跌幅則擴大至 15.4%。尤其自 9 月初美國勞工節結束後，交易員結束漫長夏季假期，同時伴隨著市場對下半年全球經濟更樂觀的預估，全球股市和風險偏好持續高漲，因避險角色進一步淡化，美元延續 3 月初以來的震盪下行趨勢。同時市場預計美聯儲將滯後於其他國家央行的加息步伐，美元 3 個月 Libor 跌至記錄新低，美元進一步淪為融資貨幣，資金紛紛流出美元資產，追逐更高收益的新興市場、商品市場及高收益、高風險資產。而伴隨著對美國債務負擔的不可持續性及美元主導儲備貨幣地位動搖的擔憂，以及原油和大宗商品價格受通脹預期及需求回升推動持續攀升，美元？

(1)市場對下半年全球經濟的預估更加樂觀，全球股市和風險偏好持續高漲，美元避險角色進一步淡化。

(2)市場預計美聯儲將滯後於其他國家央行的加息步伐。在政府刺激政策逐漸消耗殆盡後，美國經濟復甦的持續性令人擔憂，尤其在失業率繼續攀升和消費支出不振背景下。而只要美國借貸成本保持在低水平，美元仍將被投資者用作「融資貨幣」來購買高收益資產。

澳洲聯儲 10 月初意外升息 25 個基點，符合其強勁的經濟基本面以及其未來繼續向好的經濟前景，尤其在中國等新興市場經濟加速復甦和商品價格持續走強背景下。一方面，這會強化市場對全球經濟的樂觀信心，進一步推升澳元等高收益貨幣及風險資產；另一方面，因市場普遍預計，美聯儲將滯後於其他國家央行的加息步伐，發達經濟體中也只有日本央行可能遲於美國收緊貨幣政策，澳洲繼續加息，則利差收益擴大的預期將進一步打壓美元。

(3)美國政府應對經濟衰退加之政府所採取的減稅措施導致美國政府 2009 財年財政赤字達到 1.417 萬億美元，為 08 財年剛創下的 4,550 億美元赤字記錄的逾三倍，並創下 1945 年以來的最高水平。而美國經濟復甦的緩慢進程料將導致高債務水平在未來一段時間內維持。前美聯儲主席格林斯潘表示，如果美國政府不解決長期財政失衡問題，美元將難以保持其當前在全球金融體系中的地位。雖然美國官員反覆強調恢復財政秩序對美元和美國經濟的重要性，但其在經濟復甦階段削減赤字承諾的兌現並非易事，這些必然對美元造成了下行壓力。

(4)美元主導儲備貨幣的地位面臨動搖。面對美元的持續貶值，中國方面今年 3 月份曾指出，諸如國際貨幣基金組織(IMF)特別提款權(SDR)一類的超主權貨幣可能會增加穩定性。雖然在很多經濟學家看來，該提議實際操作性並不強。但值得注意的是，現在各國央行正將所持美元部分轉化為歐元、日元，並已經重新確定黃金作為長期儲備資產的角色，尤其中國對黃金的需求大幅走高。巴克萊資本最新統計的數據顯示，各國公佈，在 4-6 月份的新增外匯儲備中，有 63%的份額為歐元或日元，為歷年來的最大季度百分比增幅。

(5)商品價格大幅上揚及通脹預期也削弱美元購買力。由於美國極寬鬆的貨幣政策導致美元持續貶值，石油、黃金以及其他金屬價格近來持續走高；全球需求—尤其是建築業和製造業的強勁金屬材料需求也為商品市場注入活力。金融危機全面爆發以來，全球各國政府為刺激經濟，向市場投入海量流動性。歐美日等發達經濟體在將利率降至記錄低位後，紛紛實施量化寬鬆貨幣政策，啟動印鈔機。美聯儲預計購買 1.45 萬億美元抵押貸款支持證券和機構債券以及 3000 億美元國債，英國央行已實施了 1750 億英鎊的資產購買計劃，歐洲央行也啟動了 600 億歐元擔保債券的購買，並多次以 1%低利率向歐元區銀行系統注入流動性。伴隨著超寬鬆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，為規避通脹，而更多的資金流入商品和高收益市場和資產，則將循環推低美元。

此外，受市場套利交易影響，大量資金源源不斷流向亞洲貨幣；市場對亞洲各國央行加息的預期也大大提振了亞洲貨幣的走勢。調查顯示，市場紛紛預計亞洲各國央行計息步伐將快於美國、歐洲和日本。目前這些亞洲央行正面臨難題：若它們入市大量拋售本國貨幣或導致本國通脹加速；但一旦它們以加息來

控制通脹局面，又會吸引大批套利交易投機者的興趣。除非它們加息或放任本國貨幣進一步升值，否則通脹的出現是不可避免的。

近來除亞洲部分央行積極干預本幣兌美元升值外，歐洲官方在歐元接近 1.50 關口時也積極發表干預言論，呼籲美國切實維護其強勢美元政策。儘管美國的貨幣政策制定者口頭支持強勢美元，但他們事實上可能更傾向於美元走軟，以此來幫助美國經濟自此次大蕭條以來最嚴重的經濟衰退中復甦。一方面，除非出口實現飛躍，否則經濟增長可能將只維持在低增長水平；若美元保持下滑態勢，則出口有望獲得些許提振。疲軟美元意味著美國出口貨品更具吸引力，而出口的改善將增加那些依賴海外銷售企業的利潤。另一方面，美元的貶值也能導致較高的通脹水平，這意味著美國償還債務的能力也將有所改善。9 月匹茲堡 G20 峰會以來，美國有關「歐洲、日本以及以中國為首的新興經濟體需要減少對出口美國貿易的依賴程度，轉而通過國內需求來刺激自身經濟增長」的呼聲增加。而這種全球經濟的重新均衡，本身也需要美元的貶值。但美元的貶值又必須是漸進式的，美國不會容許美元和美元資產完全散失吸引力，不會坐視美元主要儲備貨幣地位遭迅速的拋棄。

## 二、美元貶值由美國政府主導？

美元貶值雖不能說由美國政府主導，但至少美國政府是默許美元有序貶值的。儘管美國的貨幣政策制定者口頭支持強勢美元，但他們事實上可能更傾向於美元走軟，以此來幫助美國經濟自此次大蕭條以來最嚴重的經濟衰退中復甦。一方面，除非出口實現飛躍，否則經濟增長可能將只維持在低增長水平；若美元保持下滑態勢，則出口有望獲得些許提振。疲軟美元意味著美國出口貨品更具吸引力，而出口的改善將增加那些依賴海外銷售企業的利潤。另一方面，美元的貶值也能導致較高的通脹水平，這意味著美國償還債務的能力也將有所改善。在失業率高企及政府債務負擔加劇背景下，美聯儲缺乏收緊貨幣政策的動力。

歷史上美聯儲也曾經多次錯過收緊貨幣的最好時機，最後導致資產泡沫和匯率貶值。美國官方通過口頭干預支持強勢美元，阻止美元過快下跌及國債收益率上升風險，同時藉機控制通脹預期，為寬鬆政策爭取更長時間，以助經濟更穩固復甦。但考慮到美國政府未來數年尚需為其巨額財政支出計劃融資，如果美元出現信心危機，或者美債收益率被迫調高，導致債務利息負擔加劇和國內借貸成本上升，勢必拖累未來數年經濟更為持續的復甦。而且其他貿易夥伴也不會坐視其本幣兌美元過分升值，以美元為主要儲備的央行也將對美國施加壓力。

## 三、美元會「崩盤」？

美元自今年 3 月高點已累計下跌逾 16%，幾乎抹去了去年金融危機全面爆發以來的漲勢，這一方面是因為全球經濟復甦形勢進一步確立，市場修正之前的避險操作，美元流動性再度流入高風險市場和高收益資產；另一方面，這也是市場對美國債務擔憂及美元地位削弱的一種提前消化，是對通脹預期的提前補償。美元漸進式的貶值，有助於美國經濟重新實現平衡，美國人必須存儲更多資金、做出更多投資，同時減少消費。但美元過分下跌不僅不可能，也不符合全球金融穩定和經濟復甦進程，更不符合美國利益，「崩盤」一說無從說起。

首先，金融危機爆發後資產紛湧流入美元和美債，再次證明美元作為避險貨幣和最安全流動資產的角色短期內難以被取代。

其次，目前尚沒有能夠取代美元主導儲備貨幣地位的國際貨幣，美國經濟的韌性、決策的執行力，全球經濟和軍事輻射能力為美元提供強大保障。SDR 一類的超主權貨幣實際操作性並不強，人民幣尚未實現資本項目的自由兌換，其國際化任重道遠。歐元是未來最有可能取代美元地位的，但歐洲的居委會性質，其內部的分歧和經濟層次不一，令其難以肩負此重任。歐洲央行行長特裡謝近期就曾表示，歐元未打算尋求國際儲備貨幣地位，而主要是為了區內貿易和服務便利。

再次，美國政府未來數年尚需為其巨額財政支出計劃融資，如果美元出現信心危機，或者美債收益率被迫調高，導致債務利息負擔加劇和國內借貸成本上升，勢必嚴重拖累未來數年經濟更為持續的復甦。而且其他貿易夥伴也不會坐視其本幣兌美元過分升值，以美元為主要儲備的央行也將對美國施加壓力。

最後，石油交易中採用美元以外的貨幣計價還需要一段時間，目前只有歐元有這種可能。歷史證明，石油交易中從英鎊計價到美元計價，期間就經歷了數十年時間。但未來出現一些地區性貿易結算貨幣的可能性還是較大的，作為儲備貨幣尤其全球性儲備貨幣，美元未來 5-10 年應該仍是最主要的儲備資產。

#### 四、美元何時能翻身？

美元目前跌勢確實過多，但考慮到對去年金融危機爆發後美元漲勢的修正，尚在可以接受的範圍內。美指在年底前，尤其在第三季度企業財報及全球宏觀經濟數據帶來的樂觀情緒下，可能進一步下探，但跌勢將是可控、有序，並伴隨階段性的溫和反彈修正。

美元大級別的反彈只有在以下假設下才會出現：(1)美國經濟復甦更加穩固，通脹苗頭確立，美聯儲釋放明確升息信號。若美國經濟目前的復甦勢頭維持，尤其在第四季度後政府財政及貨幣刺激政策效應消退後，美國政府確認經濟已處於一個更加穩固的狀態；同時受商品、能源甚至糧食價格上漲推動通脹壓力更趨明顯，美聯儲明確釋放升息信號，堅決對抗通脹，則在良好基本面及利率前景預期下，美元有望展開中期反彈。但這樣一種理想狀態可能不會出現在 2010 年二季度前，甚至可能拖延到 2011 年。

(2)全球經濟出現二次衰退。伴隨著政府財政及貨幣刺激政策效應消退後，各國政府及銀行逐步退出寬鬆政策，但經濟增長未能如預期持續，如同上半年大多數人預計的那樣，在各國政府一針「強心劑」後全球經濟將陷入二次衰退。這種情況下，自今年 3 月以來全球股市及風險資產的巨額漲幅將再度面臨大幅減持，後金融危機時代的恐慌將再度推高美元，雖然威力將大幅減少。但政府應不會冒這種風險，寬鬆政策料將維持到確認經濟進入自我復甦階段，但那些財力和融資能力有限的國家將遭遇兩難困境，債務規模無限膨脹的國家貨幣面臨下行風險。另外，出現其他不可預期的因素，比如歐洲、新興經濟體出現重大經濟或政治危機，而美國未受波及。如歐洲銀行業危機，歐洲一體化進程受阻，伊核、朝核問題惡化，亦或大型國際恐怖事件等，都可能導致美元受避險資金追捧。

在政府刺激政策逐漸消耗殆盡後，經濟復甦的持續性令人擔憂。因此，預計在經濟出現穩固復甦信號前，美聯儲未來幾個月內升息的可能性亦不大。在升息之前，美聯儲尚有很多政策工具可以使用，包括向銀

行準備金支付利息，定期存款工具以及反向回購操作。事實上，美聯儲尚未決定執行退出策略的步驟。美聯儲 9 月宣佈維持聯邦基金基準利率在 0-0.25% 的區間內不變，並宣佈將規模高達 1.25 萬億美元的抵押貸款支持證券(MBS)及 2000 億美元機構債收購計劃的期限延長至明年一季度。聯儲同時強調經濟出現的復甦跡象，但重申預計利率將在較長時間內維持在低位。雖然美聯儲可能小幅收緊美元流動性，並放緩證券的購買節奏，但總體的貨幣寬鬆環境應能維持半年以上，雖然部分委員會釋放相關嚴控通脹的言論，但在失業率持續攀升背景下達成一致升息的概率不大。市場預期美聯儲將滯後於其他國家央行的加息步伐，美元將繼續承壓。

短期來看，在失業率高企和家庭支出受限壓力下，美元漸進式的貶值，有助於美國經濟重新實現平衡，出口增加有助於美國增加儲蓄、減少赤字。美元貶值還能吸引更多海外旅遊，減輕政府的償債能力。但美國應不會樂見美元急劇下跌，令市場徹底散失對美元和美元資產的信心。美國政府未來數年尚需為其巨額財政支出計劃融資，如果美元出現信心危機，或者美債收益率被迫調高，導致債務利息負擔加劇和國內借貸成本上升，勢必嚴重拖累未來數年經濟更為持續的復甦。中長期看，美元短暫數年的疲軟，將有助於延長美元作為主導貨幣的時間，美國經濟中長期良好前景及財政秩序恢復，未來或再度提振美元。

## 五、掀起「美國經濟復甦」的蓋頭

歷史證明，金融危機和經濟危機重合，往往帶給經濟更嚴重的傷害，而修復也需要更長時間，美國經濟復甦未來走勢呈 U 型或 W 型的可能大於 V 型。預計美國未來數季維持低增長的概率較大，恢復至金融危機前水平需數年時間；同時若在政府刺激措施淡化後無持續性的增長動力，尤其私營領域，或者美聯儲過早退出寬鬆貨幣政策，則不排除二次衰退風險。甚至極端情況下，若經濟維持低位運行、增長乏力且反覆，而受商品、能源甚至糧食價格上漲推動通脹壓力驟現，則經濟有陷入類似 1970 年代「滯漲」的風險。

年初以來，企業一直在清理衰退中積壓的過多庫存，目前企業庫存水平與銷售狀況更趨匹配。美聯儲官員們也認為經濟活動出現復甦跡象，並表示今年下半年經濟增長前景改善。數據顯示，除了製造業、零售及房屋市場出現改善跡象，甚至具有滯後效應的勞動力市場也出現持續好轉跡象。

但從總體上來說，整體經濟狀況依舊疲弱，金融市場(尤其是銀行業)依舊緊張。信貸可獲得性總體上顯著改善，但小企業仍存在借款難的問題。而且經濟活動改善不足以彌補企業的擔憂，企業削減庫存的速度第三季度意外提升。暫時性的財政刺激措施比如“舊車換現金”計劃和一次性社保支票等，部分促進了經濟增長；不過，企業行為的謹慎跡象表明勞動力市場和開支在第四季度不會特別強勁，而居住投資和出口增長將是支持下半年經濟增長的主要原因。

在經歷了幾十年以來最為嚴重的崩潰之後，美國樓市今年開始企穩復甦。但近日公佈的一個衡量建築業前景的重要指標---美國 9 月營建許可月率下降 1.2%，是最近三個月中第二次回撤，也是 4 月份下降 2.5% 以來最大的降幅。該數據可能暗示，未來幾個月建築業可能走弱。初次購房者減稅 8000 美元的激勵措施將於 11 月底到期，但面對預算赤字飆升的奧巴馬政府，尚未決定是否予以支持。房地產業還面臨其它的挑戰，其中包括房屋止贖水平和失業率居高不下。目前美國失業率處於 26 年高點 9.8%，而且，預計在明年夏天之前將繼續升高。

受到失業狀況以及消費者謹慎情緒的抑制，美國家庭支出也依舊低迷。如果占 GDP 近七成的消費支出受油價攀升和通脹拖累維持疲軟，則經濟復甦的持久度和力度仍存在變數。此外，美國大型銀行存活能力增強，但地區型和中小銀行可能繼續受失業上升和商業萎縮衝擊，銀行信貸對實體經濟支持尚不足。通脹和長期利率回升也將阻撓經濟復甦進程。

## 六、美元年底反彈或可期

在年初政府大規模的經濟和金融援助計劃推動下，下半年全球經濟及企業利潤好於預期理所當然。尤其今年 3 月初以來，股票等高風險資產及新興市場回報豐厚，企業投資收益增加，再加上早期不斷削減成本，經濟明顯改善，企業三季度報大都表現良好，尤其大型金融企業更優。美元疲軟也會增加海外收益的賬面價值。而去年三四季度正是各大金融機構和企業收益大減和去槓桿化最熱烈的時候，基數效應也一定程度推高了下半年企業表現。

隨著三季度企業財報及三季度全球宏觀經濟數據於 10 月後的陸續公佈，股市和風險偏好情緒應會進一步走高，雖然幅度可能有所放緩；而低融資成本和大量美元流動性可能繼續在全球範圍內「獵食」，追逐高風險和高收益資產；而四季度後全球通脹跡象可能越發明顯，對沖通脹的美元賣盤加劇，因此美元第四季度總體走勢仍不容樂觀，延續今年 3 月以來的震盪下跌走勢的概率更大。但在年底前至明年初或有一定反彈機會，一方面歷史經驗表明，美元大多在年底年初時有較好表現，另一方面美元今年作為融資貨幣大幅走低，投資者借入低息美元、買入海外高收益資產，年底前勢必會有不小的資金遣返潮，類似於日圓之前逢財年底日圓回流的現象。而且綜合二、三季度企業財報數據公佈前市場反應，股市一般提前半個月到一個月出現回調，美元年底前或將藉機弱勢反彈。技術上看，美指應在 73-75 區間有一定支撐，年底前或可守穩；但明年上半年仍可能失守，並進一步指向 70.70 記錄低點。若明年上半年全球經濟平穩增長或好於預期，而美聯儲仍未有實質性的收緊政策舉措，則美元進一步下行風險仍較大。

就各主要幣種來看，澳元仍將受益於強勁經濟基本面、升息預期及商品市場攀升走勢，以及中國等新興市場國家強勁復甦推動進一步走強，在非美貨幣中一枝獨秀，澳元兌美元年底前有望上探 0.95。其次歐元和瑞郎也將居於其後，雖然歐洲央行和瑞士央行均可能發表干預言論，但美元疲軟和商品價格繼續走高，歐元料繼續帶領瑞郎小幅走高，尤其歐元站上 1.50、瑞郎升至 1.0 平價上方後，將拓展更多升勢。最後英鎊及加元也有望呈偏強走勢，但英鎊受英央行溫和態度和量化寬鬆規模擴大的風險拖累，加元受加拿大央行強硬警告拖累，漲勢可能不及前述貨幣，提防逢高減持風險。日圓在民主黨新政府上台後短暫走高，但日央行是唯一一個可能晚於美聯儲收緊貨幣政策的央行，且日圓未來有重新作為融資貨幣的風險，日圓漲勢需謹慎看待，不宜追高。