



戴道華
高級經濟研究員
Tel: 28266187
michaeldai@bochk.com

美元匯率變動的影響

美元兌 6 隻主要貨幣的美元指數自去年 12 月 2 日升至 100.5 的高位後，在過去半年持續回軟，在 5 月 3 日曾觸及 91.9 的低位，跌幅達 8.6%，之後略有反彈至 93 左右的水平。美元轉弱有人喜來有人愁，發達經濟體和新興市場反應各異，顯示美元主導的國際貨幣體系仍然根深蒂固。

美元指數由美元兌 6 隻主要貨幣（歐元、日圓、英鎊、加元、瑞典克郎和瑞士法郎）構成，其回軟就意味著美元兌這 6 隻貨幣整體偏弱。根據 Bloomberg 的數據，從 2015 年 12 月 2 日至今（2016 年 5 月 6 日），美元僅兌英鎊錄得 3.1% 的升幅，兌其餘 5 隻貨幣均貶值，其中兌日圓貶值 14.9%，兌歐元貶值 7.4%，這兩隻貨幣加總佔美元指數逾七成的比重，可以說主導了美元的跌勢。

但這樣一來，問題就來了，因為歐洲央行和日本央行仍在實行量化寬鬆和負利率當中，強歐元和日圓如果持續，會抵消部份寬鬆貨幣政策效果，歐洲央行和日本央行要麼加碼，要麼面對其政策成效不彰的結果。

歐洲央行奉行單一的物價穩定目標，要在中期令歐元 HICP 價格指數升幅貼近 2%，歐元匯率並非其政策目標。然而，即使是把量化寬鬆規模擴大至每月 800 億歐元以及實施負利率，今年 3 月份時歐元區 HICP 同比為 0%。強歐元肯定無助兼且影響其達標。強歐元的另一面是弱美元，弱美元一般來說對刺激以美元計價的商品價格會有幫助，從而間接刺激歐元區的通脹。但是，歐洲央行 4 月 21 日議息後的記者會中，行長 Mario Draghi 卻指能源期貨合約顯示未來數月 HICP 或會重陷通縮。這暗示美元還未弱至足以顯著刺激商品價格的地步，而強歐元就進一步對物價有抑制作用。

日本央行自 2013 年起把其物價穩定的貨幣政策目標量化為

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。

2.0%的CPI。為此，日本央行採取了量化加質化寬鬆，在不直接干預日圓匯率的情況下通過天量的基礎貨幣投放來推低日圓匯率。在2014年5月，日本CPI在加消費稅的影響下降至3.7%，但撇除加稅的影響則仍未達到2.0%的目標。之後，即使日圓再貶值達1年之多，但日本CPI卻見頂回落，即使日本央行在今年初推出負利率，至3月份時CPI同比仍錄得0.1%的跌幅。那麼日圓匯率近月的強勢不僅直接抵消了量化和質化寬鬆以及負利率的成效，它如果導致日本貿易重新由盈轉虧，就意味著日本還會進一步進口低通脹或通縮，並非日本所樂見。

據此，歐洲和日本肯定更樂見強美元。而新興市場對美元匯率卻十分糾結，無論美元強還是弱，皆帶來不同的煩惱。

今年4月14日，新加坡金管局在其半年一度的貨幣政策決策中把新加坡元名義有效匯率的區間斜度降為零，即在美元走弱/新加坡元走強的背景下不讓新加坡元升值，這表面上是貨幣政策回歸中性，實際上是不欲新加坡元再強下去，因為新加坡經濟今年首季零增長（環比年率，同比則升1.8%），出口續跌，通縮持續。然而，這一匯率政策卻令市場再次擔心是競爭性貨幣貶值的前奏，因為新興市場對出口的依賴往往大於美國（其出口相當於GDP的比率高於美國），弱美元不利這一增長動力。另外，美國在次按危機和金融海嘯之後推行的零利率和量化寬鬆不利美元匯率，當時新興市場除了擔心會蠶食其出口之外，還擔心其持有的龐大外匯儲備（佔全球的三分之二，是發達經濟體持有的兩倍）的購買力受損，因此普遍持反對態度。

然而，反過來強美元也有強美元的問題。美國聯儲局在2015年底開始加息，無疑有助美元的強勢，但新興市場同樣無所適從，因為強美元意味著資金回流美國，新興市場貨幣普遍有貶值壓力，經常帳存在結構性問題以及過度依賴外資/外債的新興市場便有可能爆發如亞洲金融風暴相類似的危機當中，這導致新興市場整體對美國聯儲局利率正常化的情景充滿不安。

但這種種的無所適從其實反映了某種不現實的預期或習慣。美元匯率屬美國財政部的政策範疇，多年以來除了口頭的強美元政策，美國其實一直是接受可升可跌的市場化利率，並沒有通過匯市干預來達至某一匯率水平。美國聯儲局的貨幣政策是影響美元匯率的主要因素之一，惟其制訂既不會通過美元匯率的升跌來達標，以往也不會考慮對美國以外的影響。今年1月份，聯儲局公開市場委員會議息聲明首次明確提出要密切關注環球經濟和金融形勢來作為其決策考慮的一部份，引起市場嘩然，但歸根結底，



這些外部影響還是要反映到美國的就業和通脹上才會影響聯儲局的決策，而聯儲局不會把其決策是否受其他經濟體歡迎作為考慮。

據此，美元無論強還是弱對不同的經濟體會有不同的影響，但美元匯率是市場主導的，其他經濟體能做的只能是適應，而不可能指望美國能為別人度身定做美元匯率。

近期報告

1. 東盟銀行一體化為區域發展帶來新轉變	譚愛瑋	05.06
2. 香港樓市負資產攀升今非昔比	張文晶	05.05
3. 美國勞工市場的質素尚存改進空間	蔡永雄	05.03
4. 市場波動減少 人民幣國際使用加快	應堅	04.28
5. 聯儲局維持利率不變，6月份加息機會仍低	蔡永雄	04.28
6. 香港的眾籌發展方向何去何從？	張文晶	04.25
7. 如何看待內地增長放緩中的信貸增長	戴道華	04.20
8. 把握「上海金」啟動助奪國際黃金定價權	巴晴	04.19
9. “業務流程” 公佈境外央行有望加快增持人民幣	應堅	04.15
10. 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
11. 一季度內地經濟增長 6.7%，積極變化漸現	蔡永雄	04.15
12. 貿易數據超預期，有利人民幣匯率穩定	巴晴	04.13
13. 大時代難再，港股利好與隱憂浮現	蘇傑	04.13
14. 中央銀行無法承受之重	卓亮	04.11
15. 競爭格局變遷加大香港國際金融中心挑戰	鄂志寰	04.07
16. 人民幣是否具備成為避險貨幣的條件？	戴道華	03.22
17. 短期內人民幣對美元走穩，對籃子貨幣小幅貶值	巴晴	03.18
18. 對經濟前景過分樂觀導致聯儲局“失信”	卓亮	03.17
19. 香港壽險市場保持快速發展	何國樑	03.16
20. 為何銀行家批評負利率政策？	張文晶	03.15