

# 殺手貨幣-美元



Q42019  
**QUARTERLY** / **OUTLOOK**  
By #SAXOTRATS

# Q4

## 2019

### 主題：

削弱“殺手”貨幣	3
美股跑贏其他市場的日子結束	6
如果美國聯儲局不打壓美元，特朗普將很樂意出手干預	9
大宗商品：美元走弱將金價推至下一個高位	12
美元流動性：先緊後鬆	15
對於亞太地區，美元是首要考慮因素	19
美元走強強化低增長和低利率的新模式	21



# 削弱“殺手”貨幣

作者：Steen Jakobsen

當載入史冊時，2019年很可能會被銘記為有史以來規模最大貨幣試驗結束的初年。儘管這一年名義利率和實際利率為有史以來最低，但卻是開啟全球經濟衰退的一年。貨幣政策已經走到漫漫長路的盡頭，並已經被證明是失敗。這是經濟學家米爾頓·弗里德曼(Milton Friedman)等人留下的遺產，他們可能從未想過有朝一日，各國央行會考慮，甚至制定低至我們今天所見的負收益率。

貨幣政策未能在整個周期中起到作用的原因有很多，但首要原因是經典的寬鬆貨幣政策僅在“正常時期”起作用。但當利率變得過高或過低，標準規則和模型便不再適用。

以阿根廷這個新興市場國家為例，該國的利率為80%，理論上會吸引大量資金流入，同時資金會逃離收益率為負的德國。但事實是，資金正逃離阿根廷，並囤積在德國。

在盛寶銀行第四季的展望報告中，我們不再釋述當甩前情況，反而嘗試基於目前情況展望下一個可能公布的政策。事實證明，我們分別在第一季和第二季的展望報告中提及以下主題，“政策恐慌（聯儲局大轉向）”和“虛假的穩定”都已被證明

預測準確，在第三季（目前還沒到到證明的時間），我們預測財政刺激政策即將出爐。我們第四季展望報告的主題是關於“殺手”美元。在貨幣政策失敗和通往財政政策的道路。

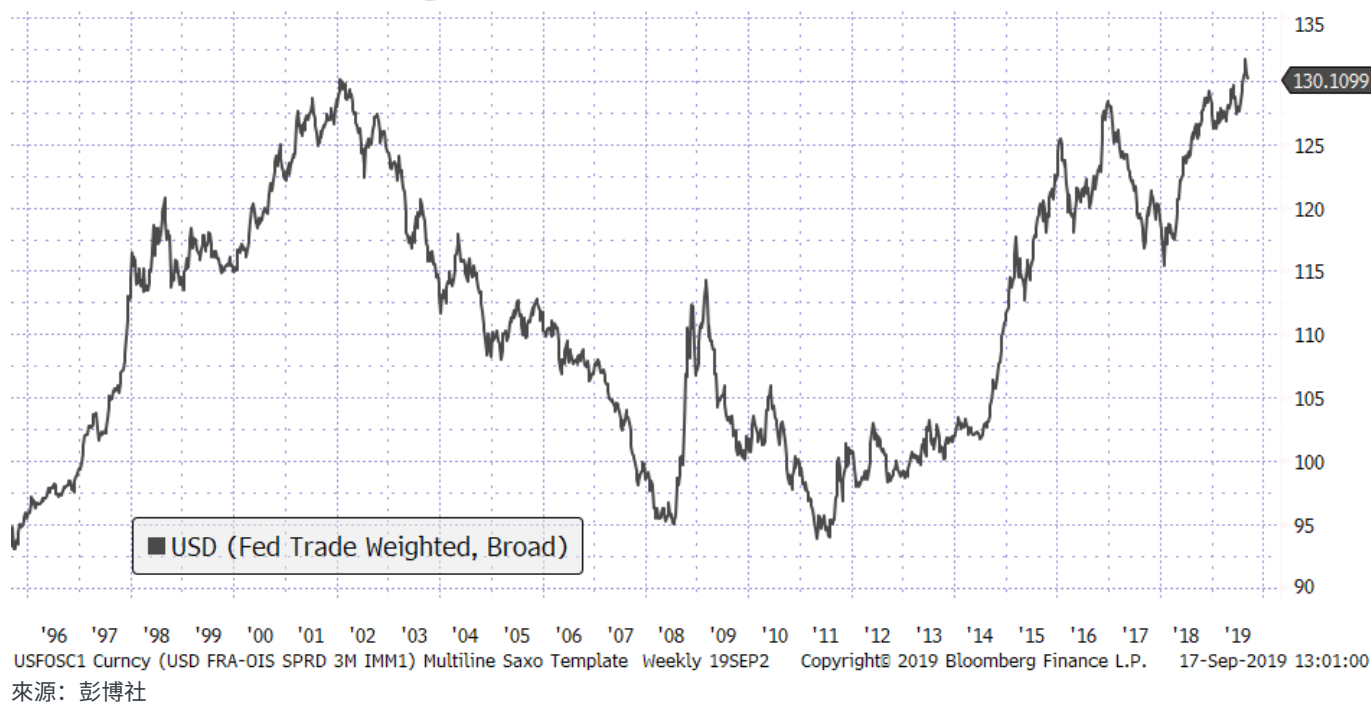
“2019年：儘管這一年名義利率和實際利率為有史以來最低，但卻是開啟全球經濟衰退的一年”

漫長又艱難的全球體系中，對於全球經濟來說，工具箱裡只剩下一種工具，那就是降低全球貨幣本身——美元的價格。

全世界估計有240萬億美元的債務，約佔全球GDP的240%。由於美元的儲備貨幣

## 削弱“殺手”貨幣

### US Fed's Measure of USD Recent reached an all-time high



地位以及美國資本市場深厚的流動性，這些債務中有太多以美元計價。

因此，所有資產類別的前景都將受到美元流動性和走勢影響。如果美元升值幅度過大，那麼系統的壓力便會增加：不僅對美國出口，而且對高度依賴美元融資和出口的新興市場也是如此。

聯儲局對美元的估值是有史以來最高，甚至超過2002年的峰值，目前已經超過130美元，而2013年約為100美元。

同時，正如盛寶宏觀分析主管Christopher Dembik在其展望報告中所述，美元流動性稀缺程度加劇，即使在聯儲局進入寬鬆周期後，美元的流動性也在收縮。

儘管全球央行努力降低利率，但美元走強和美元流動性趨緊將對全球經濟增長造成壓力，並形成實際上的通縮。低利率和對通脹。

目標的短視，使資本嚴重配置不當，破壞生產力，從而加劇破壞經濟。到目前為止，信貸機制和資本的生產性配置是實現長期增長的最重要因素。

此外，特朗普總統呼籲削弱美元匯率。他這樣做的目的是傻乎乎地威脅聯儲局減息。當（而不是“如果”）他對鮑威爾管治的聯儲局耐心耗盡時，他很可能會啟動1934年的《黃金儲備法案》，該法案賦予白宮廣泛權力，可以通過出售美元購買外匯來進行干預。為此，美國財政部保留了

## 削弱“殺手”貨幣

950億美元資金，聯儲局則可以印製“新幣”並推出部分干預措施，因此干預量沒有真正的上限。自1995年來，美國僅出於國際流動性提供目的進行了三次干預：1998年，2000年和2011年。

另一個值得注意的是，干預美元得到了兩黨的支持，伊麗莎白·沃倫(Elisabeth Warren)是國會中呼籲讓美元貶值的一員。在她的新《經濟愛國主義》計劃中，她談到通過對資本流入徵稅來管理美元。

兩黨的鮑德溫·哈德利(Baldwin-Hadley bill)也提到了這一點。該法案將使聯儲局有權對流入美國的資本徵稅，以削弱美元。這反映特朗普總統在貿易赤字成為美國的問題和敵人方面做得非常成功。這也與中美貿易談判息息相關，沒有太多人認為這將有助於降低美元的價值。

簡而言之，美國各方面的決策者愈來愈傾向於採取旨在抑制美元走強的積極政策，這是特朗普從多邊國際機構退出行動和“美國優先”的立場延續。這是一個真實的“我們與他們”心態的例子。

請僅記，所有這些發生在以下背景之下：全球信貸衝量薄弱且在進一步走弱，信貸傳導結構性困難，對實體經濟缺乏支持，經濟機器的潤滑油——美元堅挺且供不應求。

這並不是說削弱美元的策略會成功。獨善其身、以鄰為壑的政策並不會使美國再次變得強大，相反，它會做成一個由政府 and 中央銀行支持的支離破碎體系，但卻沒有適當的市場力量和渠道分配貨幣和信貸。

削弱“殺手”美元，很可能會給1980年代初開始的大信貸週期做成致命一擊，當時美國資產負債表重新調整，繼尼克松在1971年放棄金本位制後，沃爾克戰勝了通貨膨脹，穩住美元走勢。自此，通過全球化和創造離岸美元（歐洲美元）實現資金借貸，推動這一大周期發展。美元走弱，只能為我們爭取一些時間，它不會提供結構性解決方案。這是解決困擾全球市場問題的最簡單方法，也是政治阻力最小的方法。強勢美元必將大跌。但要謹慎許願啊，美國。

“削弱‘殺手’貨幣，可能會給大信貸周期造成致命一擊”



Steen Jakobsen

### Steen Jakobsen 首席經濟學家兼首席投資官

Steen Jakobsen於2000年首次加入盛寶銀行，自2009年起擔任首席經濟學家兼首席投資官。他主要提供資產配置策略，以及透過基本面、市場情緒和技術圖表對整體宏觀經濟和政治局勢進行分析。



# 美股跑贏 其他市場的日子結束

作者：Peter Garnry

實際美元指數自2002年以來的弱勢在2008年4月結束。數月之後，史詩般的信貸緊縮和崩潰開始，全球政府花費巨大努力才緩解危機。自此美元指數上升了22%。2019年8月，美元的強勢讓美國財長努欽需要澄清，美國政府目前無意干預美元—雖然他也表示，特朗普政府曾考慮干預。換句話說，如果聯儲局未能通過貨幣政策來弱化美元，美國政府將計劃干預。  
本季度展望考察了這種情況將如何影響股市。

## 美元走勢將刺激新興市場繁榮發展

聯儲局使用廣義貿易加權美元指數來衡量美元相對於其貿易夥伴貨幣的強勢程度。從1995年7月至2019年8月，除美國外的全球市場和新興市場的股票回報率與美元呈負相關，這代表每當美元貶值時，股市將會走強。作為世界儲備貨幣、最大的交

易貨幣和商品市場計價貨幣，美元是金融環境中的重要組成部分。自2008年大股災以來，新興市場國家發行的美元債券大幅增加，使來自美元的增長又多了一個約束。

相關係數矩陣

	美國廣義實際貿易 加權美元	MSCI 美國淨總收益 美元指數	MSCI 全球（美國外）淨總 收益美元指數	MSCI 新興市場淨總收 益美元指數
美國廣義實際貿易加權美元	1			
MSCI 美國淨總收益美元指數	-0.344	1		
MSCI 全球（美國外）淨總收益美元指數	-0.505	0.841	1	
MSCI 新興市場淨總收益美元指數	-0.503	0.735	0.832	1

來源：彭博社和盛寶銀行  
\*基於月度匯報數據

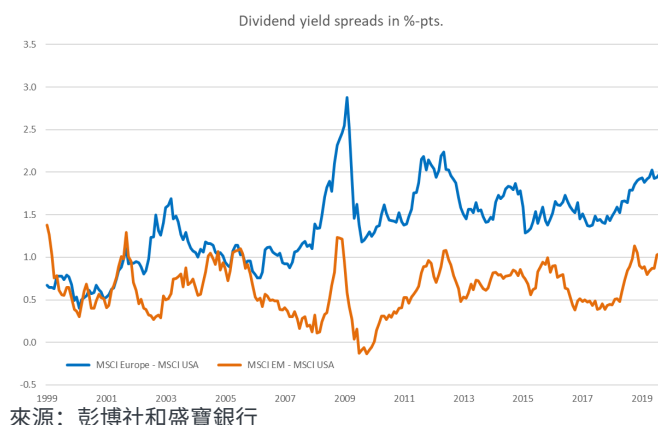
## 美股跑贏其他市場的日子結束

如果我們將這段時期劃分為實際美元的強勢和弱勢期，一個清晰的模式便呈現出來。當美元走強，美股跑贏除美國外的全球市場和新興市場。反之亦然。正如我們在季度展望中指出，採取某種形式的美元干預是下一個合乎邏輯的政策選擇。貨幣政策已經失效，財政刺激開始緩慢發揮效果，以抵消全球經濟疲軟（經濟合作與發展組織(OECD)綜合領先指標已經連續18個月下跌）。任何干預美元的最大諷刺是某程度上會幫助中國，這並不是特朗普政府想看到的，但就像生活中每件事一樣，總是有權衡的。

時間範圍	美國廣義實際貿易加權美元	MSCI 美國淨總收益美元指數	MSCI 全球（美國外）淨總收益美元指數	MSCI 新興市場淨總收益美元指數
1995年7月-2002年2月	34,2	112,5	10,2	-26,8
2002年3月-2011年7月	-28,6	34,4	102,7	329,0
2011年8月-2019年8月	27,3	153,8	34,9	5,5

來源：彭博社和盛寶銀行

當強美元的政策結束，投資者應該增持歐洲股票，特別是新興市場股票。從價值評估的角度來看，這一戰略地位也得到良好支持，因為以股息收益率衡量的估值差計算，除美國以外的全球市場和新興市場已經飆升至具有歷史性吸引力的水平。

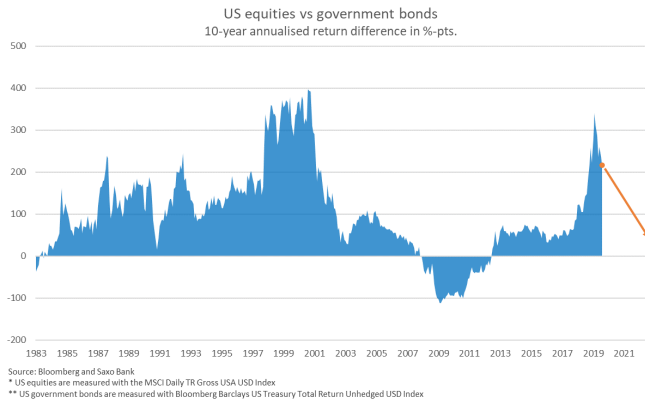


### 美股經歷了歷史性波動

正如我們此前多個季度展望中所說，美股的相對和絕對價格都很高。由於多種因素影響，從股票回購增加、避險的市場地位和技術壟斷推動的更高利潤增長，最終金融領域的復甦，使美股能保持估值高企的狀態。估值指標很難用作擇時工具，因為長期來看，市場通常會表現瘋狂，也許我們正在經歷這樣的一段時間。但是，相對於其他股票市場來說，較高的估值溢價通常不是未來取得相對高回報率的一個好起點。

“換句話說，美元走弱時，股市步向牛市”

## 美股跑贏其他市場的日子結束



來源：彭博社和盛寶銀行

2019年2月，股票市場慶祝金融危機時股票市場觸底10週年。期間，美股業績比美國政府債券收益高339%，年化收益高16%，這是歷史性的超越。這也是自1973年來，美股相對政府債券表現最好的10年期之一，僅略低於互聯網泡沫期的峰值。以超額表現來說，股票在未來10年內不會提供具吸引力回報，特別是考慮到下行風險大於上行風險。

### 歐元尚未陷入恐慌

我們的戰略資產配置策略“堡壘(Stronghold)”，在今年夏季通過盛寶銀行的管理投資組合服務SaxoSelect，在我們交易平台上線。“堡壘(Stronghold)”的模型基於純數學框架，旨在減少回撤幅度同時，最大限度提高回報。該模型具有嚴格的風險評估，因此在市場結構變成所有資產高度相關的時候，可以迅速降低風險。

截至9月中旬，模型中歐元上升10.6%，另外今年上半年股市風險緩慢增加。但在過去的3個月，它的股票風險降至40%，倉位主要為波動性最小的股票。截至9月份，投資組合是平衡的，這也反映了我們對客戶的整體立場。我們繼續投資股票，但僅投資高質量和最低波動率的股票。試圖以純粹的股票風險逃離低收益率的投資者所管理的投資組合面臨政策失誤和潛在的全球衰退的風險。在未來6-12個月內，衰退的機率約為25-40%。

“僅持有股票倉位的投資者面臨潛在的全球經濟衰退風險”



Peter Garnry

#### Peter Garnry 股票策略主管

Peter Garnry於2010年加入盛寶銀行，目前擔任股票策略主管。2016年，他負責量化策略團隊，該團隊專注將計算機模型應用於金融市場。他運用先進的統計數據和模型，對股市和個股進行分析並提供交易策略。



# 如果美國聯儲局不打壓美元 特朗普將很樂意出手干預

作者：John J. Hardy

今年以來我們一直預計美元將會走弱，但同時警告美元下跌的路徑可能會較為反復，因為美國聯儲局需要走在市場前面，因美聯儲需要走在市場前面（雖然到目前為止，聯儲局一直未能做到這一點）。市場預計聯儲局的政策路線將與上季度相若，而且愈來愈多證據顯示，聯儲局可能沒有貨幣政策工具，或沒有展現進一步的意願來領跑市場，特朗普政府對此很可能會全力以赴出手干預。

在意識到2018年12月在市場低迷的情況下加息是錯誤後，以鮑威爾為首的聯儲局在隨後的貨幣政策轉向和寬鬆政策方面更加求穩，即使今年1月聯儲局的口風和立場出現令人震驚的逆轉。

事實上，儘管聯儲局在7月和9月的FOMC會議上兩度減息25個基點（市場估計第4季將至少再減息一次），但美國銀行體系中的美元流動性和融資問題已經變得非常嚴峻，聯儲局被迫在9月FOMC會議前一日啟動大規模隔夜回購操作，降低銀行之間的市場利率。這對聯儲局信譽是一個重大打擊，並提醒市場當局正失去對資產負債表的控制能力。

美元流動性短缺的問題如此輕易地出現，應該引起市場警惕，因為反映出聯儲局在進一步處理美元流動性問題時反應可能依然遲鈍。在9月FOMC會議上，聯儲局主席鮑威爾暗示採取臨時性措施或TOMO（臨時公開市場操作）來應對流動性緊張問題，正如他在9月所進行的回購操作，而不是立即考慮實施POMO（永久公開市場操作，或本質上是QE）。

導致美元流動性/資金問題的主要因素是，美國在彌補經常帳赤字時面臨愈來愈大的困難。這歸咎於美國貿易和財政的雙重赤字，在特朗普的減稅政策下，美國財政赤字規模已激增至每年1萬億美元。

“有些東西必須要付出，美國聯儲局責無旁貸，無論他是否願意”

## 如果美國聯儲局不打壓美元 特朗普將很樂意出手干預

隨著外國央行已經失去累積美元儲備的能力和興趣，彌補赤字的主要資金來源轉至美國國內。但美國儲蓄者和銀行的資產負債表根本沒有能力應對美債發行潮。有些東西必須要付出，美國聯儲局責無旁貸，無論他是否願意。

到目前為止，事實證明聯儲局過於謹慎，以至無法在流動性問題發生前防患未然。但在第四季，聯儲局很可能將被迫做出更大反應，進一步提供流動性，更重要的是，正如Steen在展望中所指出，特朗普政府可能會爭奪政策控制權。

撇除聯儲局的獨立性，當局不可能完全迴避政治。全面恢復資產負債表的擴張以控制利率政策，這將為彌補特朗普政府財政赤字提供有力支持，但聯儲局未必願意這麼做。紐約聯儲銀行行長杜德利在第四季曾告訴鮑威爾要堅持對特朗普的強硬立場，以確保他是“有能力的”。

聯儲局遲疑不決，加上烏雲密佈的經濟前景，幾乎肯定會使特朗普政府爭奪貨幣政策的話語權，以確保特朗普能夠在2020年成功連任。諷刺的是，在全球為永久通縮的風險足足擔憂了一個季度後，這種政策組合幾乎確保我們已穩步踏上通脹回歸之路，甚至可能出現滯脹。

“這種政策組合幾乎確保了我們已穩步踏上通脹回歸之路，甚至可能出現滯脹”

## 如果美國聯儲局不打壓美元 特朗普將很樂意出手干預

### 各貨幣前景展望：

**歐元：**在9月的歐洲央行會議上，德拉吉的時代明顯已經結束，歐洲央行的寬鬆政策也到達極限，因為歐洲央行管理委員會中幾乎所有歐盟核心成員國的代表都反對重啟量化寬鬆。我們看好歐元兌美元大幅上升，因歐洲有足夠的財政政策實施空間，而歐盟新領導人在第4季很可能會妥善應對歐盟疲軟的經濟。

**日元：**如果聯儲局或特朗普能夠解決美元流動性問題，沽空美元兌日元將會是押注美元貶值的另一種簡單方法，預計美元兌日元將跌至100甚至更低水平。

**瑞郎：**瑞士央行採取干預措施緩解瑞郎升勢，但9月的歐洲央行會議顯示，寬鬆政策看來已經走到極限，或反映瑞郎相對於單一貨幣的進一步升值空間不大，特別是近期意大利新聯盟政府的組建使歐盟能夠暫時放下擔憂。

**英鎊：**英鎊走勢較為清晰，我們甚至無需要假裝我們有預測未來的能力。隨著第3季接近尾聲，英國脫歐

問題正處於最大不確定性的時刻。在某種程度來講，選舉或二次公投似乎都是必要的，但不能排除10月31日硬脫歐的可能性。無論如何，進一步延遲脫歐對英國並沒有好處，因為信貸脈衝表明，未來幾個季度英國經濟可能陷入衰退，建議對此保持謹慎。

**二線發達國家貨幣：**在未來一段時間，這是最難評估的貨幣。弱美元利好全球經濟，但我們看到波動加劇的巨大風險，因此交易員必須謹慎選擇時機。瑞典克朗和挪威克朗看起來最被低估，如果歐盟和/或瑞典轉為財政刺激，瑞典克朗可能會有較強烈的反應。

**新興市場和中國：**所有人的目光都集中在10月份的美中會談上。穩定是我們所能期待的最好結果，美元走弱也緩解中國對美元的融資需求。但新興市場貨幣可能會出現波動，雖然美元疲弱利好新興市場貨幣，但增長前景的擔憂加劇及市場波動性上升為新興市場貨幣帶來下行壓力。



John Hardy

### John Hardy 外匯策略主管

John Hardy於2002年加入盛寶銀行，自2007年10月起擔任外匯策略主管。他從基本面、宏觀經濟主題變化和技術趨勢等方面，對外匯市場進行分析並提供交易策略。



# 大宗商品：美元走弱 將金價推至下一個高位

作者：Ole Hansen

我們在上季的展望報告中特別關注了全球財政恐慌，而未來幾個月，伴隨這種恐慌出現的可能還有美元走弱，我們的首席投資官Steen Jacobsen在本季展望報告中的開篇已經提到這一點。

儘管面臨經濟衰退風險，但財政恐慌和美元走弱，將為金屬（工業金屬，特別是貴金屬）提供基本支持，但若果美元疲弱，也有望提振美國主要農產品相較其他地區農產品的競爭力。

同時，能源商品仍然因需求增長放緩而陷入困境。不過在阿美石油公司遇襲後，緊張局勢加劇，應該會確保未來幾個月增加地緣政治風險的溢價。

## “未來幾個月，金價有望繼續受惠眾多利好因素”

黃金成功擺脫持續5年的波動區間，達到我們給予的目標價1485美元/每盎司，未來幾個月，金價有望繼續受惠眾多利好因素。第三季金價反彈，主要是由於全球債券收益率暴跌，而且沒有受到美元的任何

支持，期內美元兌一籃子主要貨幣上升近2%。基於美元將會走弱且全球債券收益率預期保持在低位，我們維持黃金上升的觀點不變。

金價經過調整後可能會走高，年底前可能見1550美元/每盎司，踏入2020年後則有望進一步走高。

貴金屬價格上升面臨的最大風險是，若中美之間達成重大貿易協議，可能會降低市場對美國必須減息多少的預期。不過從數據來看，全球信貸衝量依然表明經濟尚未觸底。黃金多頭部位(long position)通過期貨和ETF快速累增，則是金價面臨的另一個潛在挑戰。但整體來說，黃金前景樂觀，應該能夠承受調整至1384美元/每盎司，該價位為金價5年區間的突破。

在上個季度，白銀和鉑金相對黃金的便宜程度刷新歷史紀錄，隨後相對價值參與者

## 大宗商品：美元走弱 將金價推至下一個高位

考慮到相對價值因素，我們維持黃金上升（包括白銀和鉑金）的主要理由有：

- 聯儲局可能會繼續減息，同時展開新一輪量化寬鬆
- 名義和實際債券收益率預計將保持低位，某些地區的收益率可能為負值。這消除了與持有非息票和無息資產相關的機會成本
- 中央銀行繼續資產購買以尋求多樣化，並在某些情況下減少對美元的依賴（所謂的去美元化）
- 中美經貿摩擦和與中東有關的地緣政治問題為避險情緒提供了支持
- 如前所述，美元強勢正處於尾聲，美國採取行動削弱美元的風險已經出現

介入，在短短幾日內使這兩種金屬上升了15%。衡量購買一盎司黃金所需的白銀盎司數量的金銀比從93上方跌至近5年平均水平77附近，而鉑金對黃金的折價從紀錄新高的680美元/每盎司跌至550美元/每盎司。

儘管在金價引領上升的情況下，白銀和鉑金仍有進一步上升空間，但要跑贏黃金的

可能性已經減低。增加用於基礎設施和應對氣候變化的財政支出將改變這種前景，轉而為工業金屬提供支持，白銀和鉑金也都屬於工業金屬。

高品位銅仍在區間橫行，投機者維持空頭部位，儘管之前幾次賣盤均出現失敗。展望未來，銅供應有限，將為銅價提供支持，從而在需求回升前緩解目前的需求憂慮。隨著公眾日益呼籲採取行動應對氣候變化和污染，基礎設施支出和向銅密集型電氣化的轉變只會繼續加速。我們預計今年餘下時間，銅價將在2.5美元/每磅至2.8美元/每磅之間上落。

一般來說，工業金屬要受到額外支持，需要美元走弱。這將使飽受債務困擾的新興市場經濟體鬆一口氣：因其大部分債務以美元計價。

原油價格仍在大幅波動，一方面全球經濟活動放緩，需求面臨下滑風險；另一方面制裁和衝突又引發供應風險。IEA（國際能源署）認為2020年將出現原油供應過剩的風險，OPEC和其他原油生產國可能會被迫減產以避免油價進一步下跌。

然而，9月中旬位於沙特的全球最大原油加工廠遭到無人機襲擊，這表示全球供應鏈非常脆弱。在需求放緩時，由供應驅動的價格上升通常難有好結局。雖然我們預計年底布蘭特期油價格為60美元/每桶，但地緣政治風險溢價很可能在未來幾周刺激油價上升，直至沙特產量恢復正常，及衝突的威脅開始消退。

## > 大宗商品：美元走弱 將金價推至下一個高位

“9月中旬，全球最大的原油加工廠遇襲，這表示全球原油供應鏈非常脆弱”



Ole Hansen

### Ole Hansen 大宗商品策略主管

Ole Hansen於2008年加入盛寶銀行，自2010年起擔任大宗商品策略主管。他主要透過分析基本面、市場情緒和技術趨勢，提供全球大宗商品市場策略和分析。



# 美元流動性： 先緊後鬆

作者：Christopher Dembik

現目前最重要的只有一件事，就是全球美元流動性。我們在一個以美元為基礎的世界中運作，因此美元流動性是全球經濟和金融市場的關鍵驅動力。自2014年來，由於聯儲局實施量化緊縮政策(QT)以及油價下跌導致美元流通性下降，全球面臨美元短缺的結構性問題。

## 要點：

- 在債務上限問題上達成妥協後，隨著美國國債發行規模持續攀升，預計美元融資問題將在短期內頻繁
- 未來幾個月，美元融資缺口可能達到8000億至9000億美元的年化高峰
- 整體而言，美元短缺利好美元指數，利淡風險偏好、信貸市場、新興市場貨幣和歐元
- 到2020年，隨著央行流動性和全球信貸脈衝改善，預計美元流動性將重新變得充裕

“在預先存在的美元需求高企時期，大規模的美國國債發行將把市場流動性抽乾”

美元短缺意味環境更加動蕩、增速放緩、金融狀況惡化、更高的美元融資成本（特別是對非美國銀行來就）以及風險資產的拋售。新興市場是最脆弱的市場之一，正如2018年春夏兩季一樣，當時它們受到高波動性和資本外流的衝擊。



# 美元流動性： 先緊後鬆

## 短期內美元短缺勢必加劇

最近幾周，美元融資問題再次加劇。投資者必須支付更高的溢價，才能在3個月內將歐元、英鎊、澳元和日元兌換成美元。這背後有多種因素，但其中一個關鍵因素便是8月2日美國債務上限達成的協議，協議將債務上限推遲了足足2年，作為妥協的結果，美國財政部計劃在3個月內發債4430億美元，而上一季度僅為400億美元，這將對美元流動性產生重大影響。

為了評估美元短缺的風險，我們將美國銀行體系中過剩美元的變動情況作為測算指標。這是一個非常好的指標，因為美元短缺時，聯儲局的超額儲備金將停止增長。截至目前，美元融資缺口已達4450億美元，並且在未來幾個月內可能達到8000-9000億美元的年化峰值。如右圖所示，美元流動性與歐元兌美元、美元指數、MSCI全球指數等多種資產存在很大的相關性。

美國國債的大規模發行是在美元需求居高不下的時期進行，這將導致市場流動性枯竭，並在秋季（10月/11月）使金融環境進一步收緊，最終使已經動蕩的市場更加風雨飄搖。

Chart 1: USD liquidity vs Dollar Index (Reversed)



Chart 3: USD liquidity vs MSCI World



Chart 2: USD liquidity vs EURUSD



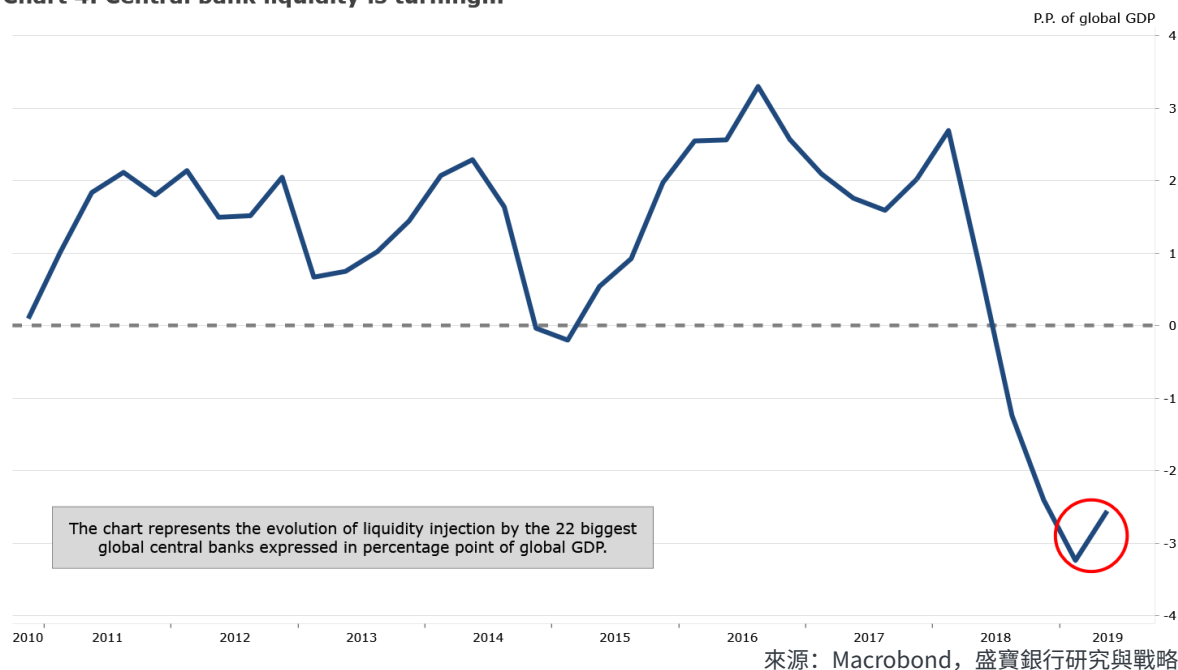
## 美元流動性： 先緊後鬆

### 預計到2020年美元流動性將有所改善

進入2020年，隨著金融環境和美元流動性改善，觀點將變得更加樂觀。為了應對全球貿易失速、貿易戰和全球經濟放緩，各國央行應在未來幾個月實施大規模刺激政策。

下圖追蹤了全球22間最大央行流動性注入與全球GDP的比例變化情況。在央行多年大規模資產購買後，央行的流動性自2018年初開始收縮。

Chart 4: Central bank liquidity is turning...



根據最新數據，我們發現一個新趨勢：央行的流動性正在緩慢轉向。雖然它仍處於深度收縮狀態，但已經開始回升，目前佔全球GDP的-2.5%。就目前情況來看，大部分改善都源於日本央行的大規模注入流動性。隨著金融環境趨緊將聯儲局推入鴿派陣營，以及歐洲央行將需要在較長時期內支持歐元區經濟，各國央行也將步其後塵，推出更多刺激政策。

“新趨勢：央行流動性正在緩慢轉向”

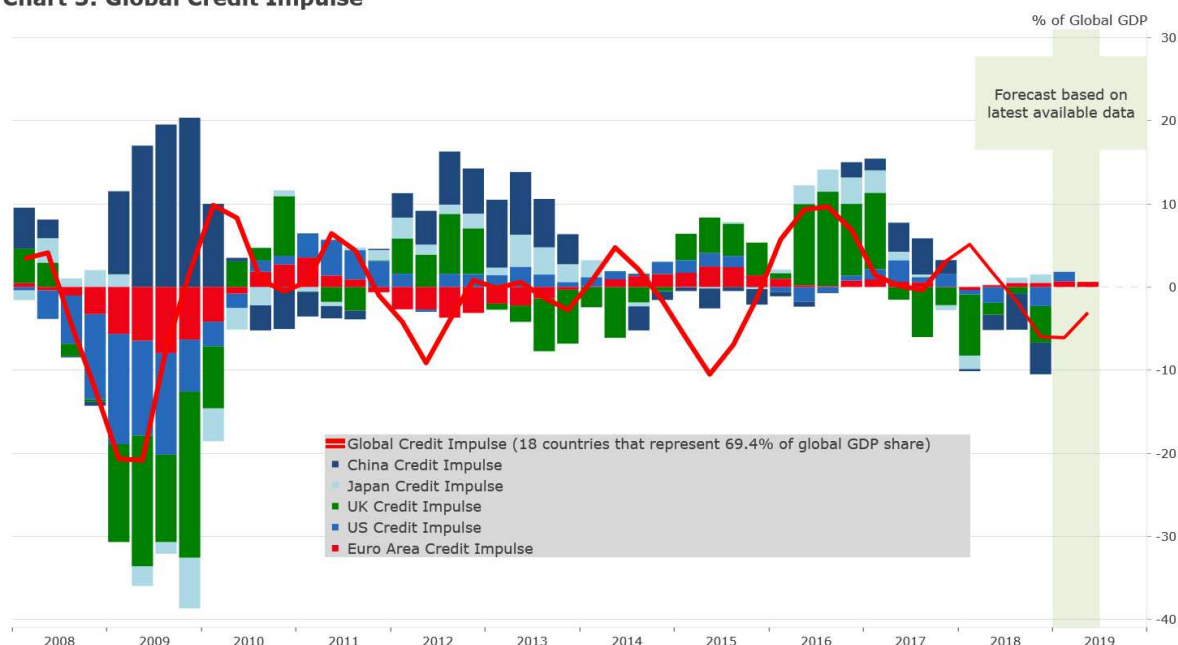


## 美元流動性： 先緊後鬆

另外，我們最偏愛的宏觀指標——全球信貸脈衝已經開始改善，該指標顯示，全球經濟增長可能在2020年上半年出現反彈，主要是由於美國推動。根據我們的最新數據，美國的信貸脈衝已經處於2018年初以來最高水平，佔GDP的1.2%。許多國家的財政刺激將加大信貸脈衝的影響。

如果這一消息得到證實（目前仍處於早期階段），它可能為2020年宏觀經濟和市場帶來更積極的前景。

Chart 5: Global Credit Impulse



來源：Macrobond，盛寶銀行研究與戰略



### Christopher Dembik 盛寶宏觀分析主管

Christopher Dembik於2014年加入盛寶銀行，2016年開始擔任宏觀分析主管一職。他專注於透過基本面、市場情緒和技術分析，向投資者提供全球貨幣政策和宏觀經濟發展的分析文章。

Christopher Dembik

# 對於亞太地區，美元是首要考慮因素

作者：Kay Van Petersen

美元貿易加權指數創歷史新高，而美元就如不受控制的大火，今年以來一直穩步走高，並持續受利好因素走強。儘管對沖基金持有的美元多頭部位較低（CoT持倉報告），特朗普團隊也一直在打壓美元，但為什麼今年美元仍然堅挺，為何市場參與者對美元走勢判斷失誤？

事後看來，有幾個因素可以考慮。這些因素可能在第四季及以後仍會繼續影響美元走勢：

1.這是一個相對的世界，美國經濟表現繼續優於世界其他地區。美國消費者需求持續回升，而且8月ISM非製造業指數達到56.4%，勝於預期值54.0%

2.儘管美國聯儲局開始減息，但該行利率仍是發達經濟體央行中最高，而其他許多國家都毫不動搖地進行減息（例如，新西蘭於2019年第三季意外減息50個基點）

3.特朗普的關稅政策和國際姿態給世界其他地區做成的痛苦比給美國做成的痛苦更大，從而使美國經濟跑贏世界其他地區。他的行動是在提振美元，而不是削弱美元

4.美國經濟表現優於其他經濟體，且資產收益仍然較高，使資產流入美國，利好美元。

美國以外的地區經濟增長相對緩慢，使面向國際市場的美國公司和以國際市場為基礎的公司重點關注美國市場

5.美元走弱的門檻很高。我們需要聯儲局進一步大幅減息，其他經濟體的經濟才能開始跑贏美國。我們或者需要某種布雷頓森林協議（Bretton Woods Agreements），但鑑於地緣政治的高度兩極分化，美元不太可能走弱。要使美元結構性貶值，其他貨幣必須在結構上走強。

要使美元在結構上走弱，其他貨幣必須在結構上走強。



## 對於亞太地區，美元是首要考慮因素

年底美元/離岸人民幣是高於還是低於7.00？

年底美元/離岸人民幣是高於還是低於7.00，以及明年走勢，可能都歸結於一個因素：特朗普的2020年美國總統大選策略。他作為生意人和談判者，會否與中國以及歐元區等經濟體尋求雙贏？還是他會展開關稅運動，將地緣政治緊張局勢升級浪潮再延續一年？

“只要特朗普總統地位不穩，美元/離岸人民幣就不存在跌幅上限”

市場似乎普遍預測特朗普會選擇“好好談判”，但以關稅作為條件可能對他的大選投票基礎產生更大影響，並使他在2020年更好地控制媒體消息。更甚的是，如果關稅繼續為經濟帶來不利影響，他可能有理由證明全面增加財政支出是合理。目前，只要特朗普總統地位不穩，美元/離岸人民幣就不存在跌幅上限。

從許多方面來看，特朗普可能是發生在中國的最好事情。如果全球範圍內的壓力較

小，改革和急需的結構性措施本可能需要更長時間才能得以在中國實施。

如果美元/離岸人民幣重返7.00以下，則意味美國放棄貿易關稅，並與中國達成雙贏協議，可能會刺激中國經濟增速持續反彈。

哪些貨幣已跑贏美元？

年初至今，跑贏美元的四種貨幣中，兩種來自亞洲：泰銖和印尼盾，截至9月中旬，升幅均約為8%。泰國方面，沐浴在金發姑娘的光環下，通貨膨脹非常溫和，且經濟增長強勁；至於印尼的通貨膨脹受到控制，加上有利的選舉和持續的貨幣放鬆政策，吸引資金流入該國債券市場。

另一方面，韓元則是年初至今兌美元表現最差的貨幣之一。韓元兌美元的總回報率下跌約5%，但實際上對大量出口的國家來說是一個利好因素，因為其商品對美元買家來說應該會更便宜。

“這是一個相對的世界，美國經濟表現繼續優於世界其他地區”



Kay Van-Petersen

Kay Van-Petersen 全球宏觀策略師

Kay Van-Petersen於2014年加入盛寶銀行，成為全球宏觀策略師，長駐新加坡。他重點根據貨幣和財政政策、全球地緣政治局勢以及其他宏觀經濟基本面提供跨資產類別的策略和分析。同時關注市場情緒、技術和動力因素，以及具有風險和回報吸引力的公司債。



# 美元走強強化低增長和低利率的新模式

作者：Eleanor Creagh

隨著貿易戰升級、今年夏季的採購經理人指數(PMIs)暴跌以及多個地緣政治爆發點成為新聞頭條，負面情緒和無處不在的不確定性在市場上迴盪。與此同時，美元依然堅挺——達到20多年來的最高水平——全球金融環境趨緊，扼殺了任何復甦的萌芽，並為經濟增長放緩鋪平了道路。這在今年夏季主導市場的全球“逐底競爭”中達到高潮，由此產生幾乎所有資產高度相關的價格變動。

不過這種情形可能只是過眼雲煙，一旦人們對各國央行“魔杖”的信心再次喪失，這種情形無疑會捲土重來，意味本季度可能會動盪不安。

因為不確定性阻礙所有經濟活動的投資和消費決策，所以累積的不確定性已導致更大的預測範圍、更不可靠的預測區間和固有的負偏差。隨著悲觀情緒在8月見頂，且投資者守在該預估區間的負端，即預計經濟大決戰將至，導致投資者持有大量避險資產；不過受貿易爭端暫時得到緩解，且多項數據不再慘淡地下跌，市場情緒已經出現急劇逆轉。

由於動能股大幅下跌(這種情況下，會出現低Beta/最小波動率)以及價值股大幅反彈，這種極端的負偏斜的平倉以及對任何

正面消息的低倉位，推動避險資產出現明顯調整，最終導致市場劇烈地調倉換股。這為整個9月“減息至零”的競賽留出了暫緩空間，而旨在抵消經濟增長放緩的政策回應，在推動價格走勢方面搶了風頭，特別是在中國國慶黃金周和中央委員會第四次全體會議前夕的地緣政治緊張局勢日益加劇。花旗集團全球意外驚喜指數已打破其524天的歷史新低，目前處於上升趨勢，並支持了風險情緒，因為市場普遍認為沒有什麼事情會變得更糟糕。

“政治不滿仍未解決，經濟增長放緩和利率下調將持續下去”

## 美元走強強化低增長和低利率的新模式

然而，概率性的權衡在於這些舉措只是暫時逆趨勢反彈的一部分。政治上的不滿仍未得到解決，在經濟長期表現不佳的情況下，經濟增長放緩和利率下調將持續一段較長時間。澳洲央行(RBA)將在10月份再次減息，而美國聯邦公開市場委員會(FOMC)將在年底前再次減息25個基點，因為美國經濟增長放緩至世界其他地區。

不要被地緣政治上替罪羊所愚弄：局勢仍很緊張。事實上，隨著問題被推遲，但仍得不到解決，目前地緣政治仍在繼續爭論。一連串的引爆點無法被掩蓋，對於塑造未來幾十年的局勢，2019年正變得愈來愈有影響力。這一個因素使我們相信，未來一段時期內，積極的投資策略很可能勝於消極的投資策略。

在評估一間公司的價值時，我們一直或至少一段長時間估計其現金流，然後將未來的現金流折現為現值。低利率使估值長期保持在較高水平，因為當利率較低時，市場對未來增長的估值會更高。如果無風險利率下降，而風險溢價和現金流保持不變，那麼對估值的影響明顯是積極的。然而，我們不能忽視推動利率下跌的力量對其他估值因素的影響。隨著經濟周期放緩和增長勢頭恢復，減息對估值的影響將被收益/利潤率的下降抵消。因此較低的收益率不再轉化為較高的估值。

這一個結果將取決於個別公司的性質和競爭優勢。估值面臨的風險來自於假設預期增長的過度樂觀，特別是對那些被偽裝為非周期性增長公司的高周期性企業，或未來現金流和採用曲線可能被誇大的無利潤

企業。因此，股票投資者必須更有辨別力，把重點放在資產負債表強勁、盈利長期持續和增長彈性較強的公司上。

假如較低的長期利率重新調整估值模型，然後堅持在具有穩定且不斷增長的低風險收益流的債券代理之間建立防禦性頭寸，最低波動性和質量因子敞口仍是合理的——正如我們自第一季展望以來所持的觀點。

儘管美元依然強勁，流動性趨緊，但全球宏觀數據繼續放緩，企業利潤增長蒸發。這將會取消回購盤，意味收益率的回升以及相應的周期性和通貨再膨脹交易的輪換是短暫：特別是在聯儲局仍落後於收益率曲線、對未來減息路徑存在分歧的情況下。為了讓價值繼續超越質量，我們需要看到經濟增長像2016年下半年那樣再次加速，或是在衰退後，經濟復甦的預期下，迫在眉睫的經濟衰退將刺激周期性投資轉向。

這種觀點面臨的最大風險是，貨幣刺激政策還有最後一招，而政策制定者已經足夠迅速地採取行動，成功扭轉經濟周期，讓人想起2016年《上海協定》後中國經濟增長的再加速。我們對此表示懷疑，並長期以來一直抱有遺憾，貨幣刺激政策在解決經濟面臨的結構性挑戰方面效果不佳。更糟糕的是，它加劇抑制增長的結構性問題。

同時中國的經濟刺激計劃繼續受到傳導問題的影響和阻礙，因此，這一次拯救全球的通貨再膨脹動力將不再存在。當貿易戰

## 美元走強強化低增長和低利率的新模式

拖累經濟增長時，各國央行沒有足夠能力應對其後果。這代表經濟增長很可能長期保持低迷，而美國經濟衰退仍是一個非常現實的風險。

如果我們正處於商業周期即將轉好的拐點上，目前長期增長和優質股票相對於短期價值和周期性股票的下跌勢頭和平倉將以使人不快的方式繼續下去。我們認為這個結果出現的機會不大，而且目前的輪轉只是一個暫時調整，而不是一個結構性的制度轉變。特別是在我們即將迎來第三季財報之際，在不確定性上升、利潤率下降以及關稅上調的滯後效應下，市場普遍預期依然樂觀。

如果沒有出現真正改變遊戲規則的因素，例如美元走弱、一項重燃生機及全面的“真正”貿易協議，或者全球政策制定者公布一項協調一致的財政刺激方案，那麼無論市場人氣如何出現反彈，我們都沒有理由放棄謹慎和防守的立場。儘管有傳言稱政府正在推出財政刺激計劃，但目前為止，提議還沒有達到全面財政刺激計劃的要求，而全面的財政刺激計劃是重新刺激經濟增長和滿懷信心地買入價值股所必需的。

澳洲就是這一趨勢的典型代表，當地已經實施的減稅措施對刺激消費者支出或信心成效甚微。在經濟不確定性上升下，由於當地消費者的槓桿率仍然過高，工資增長沒有任何起色，因此，他們額外支出現金的傾向已經減弱。隨著貨幣刺激失效，為了提高生產率和重振私營部門，將需要更多實際性的財政刺激。

隨著全球經濟數據恢復下跌趨勢，以及9月份關稅的滯後效應顯現，各避險資產和防禦性頭寸的回調將繼續維持。對於那些在較低增長率和較低利率背景下表現優異的資產來說，意味著以更好入場價格的買入機會。

在貿易方面，真正問題仍未解決，特朗普總統的推特仍隨時準備釋放引發市場波動的信息。儘管中美雙方暫時停火，但關稅已經在5月和9月上調，不確定性普遍存在。這使信心和資本支出決策帶來壓力，並加速全球貿易和技術分化。

解決貿易逆差的臨時協議有可能達成，但在知識產權改革、技術轉讓條例或任何協議的執行等關鍵問題上，似乎都沒有取得任何進展。儘管緊張局勢出現間歇性緩解，遠遠超出貿易範疇的潛在危機可能導致緊張局勢繼續升級，反映風險資產的中期壓力依然存在。

中美關係已經發生根本變化。我們已經就這些動盪引發廣泛經濟混亂的可能性破釜沉舟。由於商業周期繼續放緩，盈利增長減弱，股市仍然處於不穩定狀態，並接近歷史高點，而市場普遍預期仍過於樂觀。美元流動性趨緊，製造業和工業領域的衰退勢頭滲透至服務業、就業和消費者領域上。與此同時，貨幣刺激提供的緩衝作用不及前幾個周期。

雖然到目前為止，資本支出的持續減少和製造業衰退尚未完全滲透至服務業或消費者。但這是一個非常現實的風險——由於私人消費繼續支撐美國的經濟擴張，這是一個必須避免的風險。



## 美元走強強化低增長和低利率的新模式

製造業在經濟中所佔比重較小，因此即使該行業衰退，經濟增長也能繼續。但製造業通常導致服務業衰退，而服務業在經濟中佔比較重，也是就業的主要來源。

消費者正支撐著美國經濟，聯儲局必須採取行動，遏制消費者和私人消費前景所受到的衝擊，該衝擊將加速周期潛流的終結，並顯著提高衰退風險。目前，聯儲局延長經濟擴張的意圖十分明確。但他們在措辭上傾向反對溫和的市場定價。這是一個問題，因為隨著貿易不確定性的逼近和經濟繼續惡化，中性利率將會走低，意味聯儲局不得不採取積極行動以緩解經濟壓力，並防止更嚴重的經濟放緩。如果聯儲局不能完全真正地走在經濟增長曲線前面，也將無法導致美元走弱：這將會是繼續任何通貨再膨脹的一個重大障礙。

“隨著商業周期繼續放緩，股票仍然處於不穩定的位置，並接近歷史高點”



Eleanor Creagh

### Eleanor Creagh 市場策略師

Eleanor Creagh於2018年加入盛寶銀行，擔任澳洲市場策略師一職，負責為當地交易員和投資者制定、實施和監測股票策略和研究報告，以及為機構客戶研發量化模型和定制化計算框架。Eleanor擁有悉尼大學的金融和經濟學雙學位。

## 非獨立投資研究免責聲明

該投資研究並未根據旨在推動投資研究獨立性的法律規定而編制。另外，這些信息不受投資研究傳播前的任何禁令規限。盛寶銀行，及其分支機構或員工可為本文所提及的任何發行人執行服務、招攬業務、持有多頭或空頭部位，或以其他形式擁有投資（包括衍生工具）利益。本文所載信息並非旨在及不應構成對買賣任何貨幣、產品或金融工具、作出任何投資或參與任何特定交易策略的要約（或要約的誘使）。

本信息僅為增值營銷和/或提供資訊的目的而編制。盛寶銀行A/S及其所有者、子公司和分支機構，無論是直接還是通過分支機構行事（“盛寶銀行”），對於本文所提供的信息準確性或完整性概不作出任何聲明或保證，亦不會承擔任何責任。

於提供本信息時，盛寶銀行並未考慮任何接收者的投資目標、特殊投資目標、財務狀況，以及具體需求和要求，本文的任何內容概無意以特定方式為任何接收者提供投資或撤資建議，且盛寶銀行對任何接收者因按照預期的建議進行交易而蒙受損失概不承擔任何責任。

所有投資均有風險，價格可升可跌。尤其是槓桿產品投資，包括但不限於衍生工具和商品等投機性產品，其損失／收益可能快速和劇烈波動。投機性交易不適用於所有投資者，作出任何投資、撤資或訂立任何交易前，所有接收者應謹慎考慮自身的財務狀況，並向財務顧問諮詢所涉風險，並確保適合各自狀況。

本文提述的任何風險，未必為且不應被視作全面風險披露或全面風險說明。

任何觀點表述均為作者個人觀點，未必反映盛寶銀行的觀點，而所有觀點表述均可予變更，恕不另行通知（不論事前或事後）。本文參考了以往的表現。過往的表現並非未來表現的可靠指標。本文所載的過往表現的跡象未必能在未來重複。

對於投資未來或可能實現與以往相似的損益或避免重大損失，本行未作任何聲明。如本文所載的聲明並非歷史事實，則這些聲明是基於盛寶銀行集團的當前預期、估計、預測、意見和理念，模擬過往表現或未來表現而得出的數據。這些聲明涉及了已知及未知的風險、不確定性和其他因素，並且不得對這些聲明置以不恰當的依賴。

此外，本文可能包含“前瞻性陳述”。實際事件或結果，或實際表現可能嚴重有別於這些前瞻性陳述中反映或擬定的事件或結果，或表現。本資料為保密資料，且不得整體或部分地複製、傳播、公開或重製，或不得由接收者向任何其他人士進行披露。

如果相關司法管轄區或國家/地區規定傳播或使用本資料的內容屬違法，本資料的內容並非旨在傳播，或由位於這些司法管轄區或國家/地區的任何人士使用。

本資訊沒有用於或旨在提供給1993年《美國證券法》（經修訂）和1934年《美國證券交易所法案》（經修訂）當中定義的“美國人士”。

本免責聲明受盛寶銀行完整版免責聲明的約束，詳見 [www.home.saxo/disclaimer](http://www.home.saxo/disclaimer)。