



外汇市场：加元、澳元及日元贬值原因各有不同

农业银行私人银行部
资产配置策略报告课题组

相关事件

自13年初以来，加元、澳元及日元等货币对美元走势均出现贬值趋势。具体来说，美元一骑绝尘呈现震荡上升趋势，美元指数从年初的79.39上升2011年来的最高点84.75（7月9日）；以加元、澳元为代表的商品货币则在年内出现贬值趋势，其中美元兑加元由年初的0.98上升至1.04（7月16日），澳元更受大宗商品价格下跌影响，澳元对美元由年初的1.04一路下跌至0.91（7月16日），跌幅近12.5%；同时受日本量化宽松影响，美元兑日元从年初的86.67升至7月16日的99.44，其间更突破100大关，达103.73，日元最大跌幅近20%。

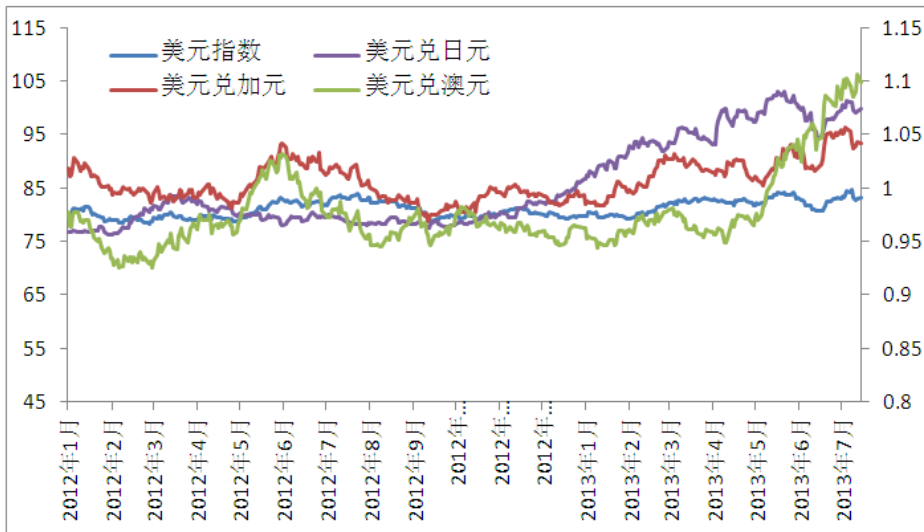
联系人：

牛播坤 13811593606

孟文博 13661564565

徐小乐 18017367191

图表1 2002-2013年7月美元与加元、澳元及日元走势图



资料来源：Wind，课题组

目 录

相关事件.....	1
事件点评.....	4
一、加元、澳元及日元等货币的基本面分析.....	4
（一）影响外汇走势的一般因素.....	4
（二）加元、澳元及日元等货币的自身特点.....	6
（三）加元、澳元及日元等货币与美元间的关系.....	8
二、加元、澳元及日元等货币的当前情况分析.....	8
（一）国际大宗商品价格下跌，商品货币受到较大冲击.....	8
（二）“安倍经济学”执行坚决，日元受量化宽松影响持续贬值.....	9
（三）美元正步入中长期升值趋势.....	9
市场影响评估.....	10
一、加元、澳元等商品货币后市展望.....	10
（一）加元后市中性偏乐观，继续震荡在所难免.....	10
（二）澳元受大宗商品压力更大，未来仍有下跌空间.....	10
二、日元后市与量化宽松政策息息相关.....	10

图表目录

图表 1	2002-2013 年 7 月美元与加元、澳元及日元走势图.....	1
图表 2	2011 年“9•11”事件前后美元指数的走势	4
图表 3	利率、通货膨胀与汇率关系的简单情形	5
图表 4	2004 年-2011 年间，澳大利亚贸易顺差与澳元对美元走势对比	5
图表 5	澳元走势与主要类别大宗商品走势的相关性分析（2008 年-2012 年）	6
图表 6	2001 年-2013 年加元与原油价格的走势比较	7
图表 7	2001 年-2012 年澳元对美元汇率与 CRM 综合指数的走势比较	7
图表 8	2001 年-2012 年美元兑日元汇率与美-日短期利差趋势比较	8
图表 9	2012 年-2013 年 7 月澳元对美元汇率与 LME 铜价格走势比较	9
图表 10	近十年间澳元空头多头比	10
图表 11	日本核心 CPI 同比增长趋势	11

事件点评:

一、加元、澳元及日元等货币的基本面分析

外汇是以外币表示的用于国际结算的支付凭证，广义来说外汇的种类包括外国货币、外币存款、外币有价证券（政府公债、国库券、公司债券、股票等）、外币支付凭证（票据、银行存款凭证、邮政储蓄凭证等）。对于大多数投资者来说，外汇交易主要是考虑不同货币间的兑换汇率，汇率的不断变化形成货币的不同走势。

（一）影响外汇走势的一般因素

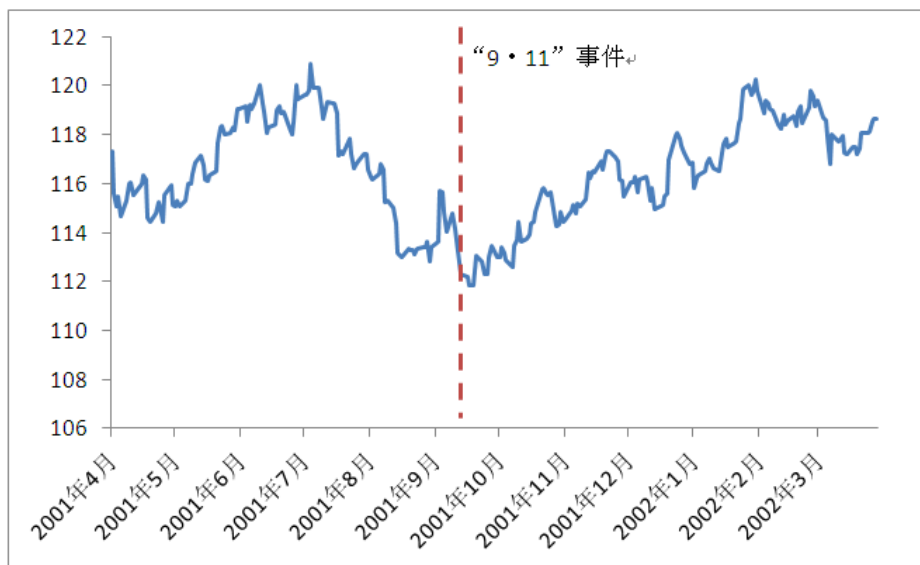
往往外汇走势除受其历史因素影响外，还与国际政治、经济等因素及债券、股票、大宗商品等市场息息相关，故影响其走势的因素是多维的和交叉进行的。与其他基础资产相比，对外汇走势的未来判断需要关注更宽的视野和更敏锐的国际、国内事件。因此，分析外汇走势首先要对基本因素——即政治因素、经济因素——进行分析；然后把握外汇市场与其他市场间的关系；最后，还需要关注不同币种的特点。

1、政治因素

国际和国内政治事件对外汇走势会产生较为深远的影响，尽管许多重大的政治事件对某种货币当时的表现影响并不明显，但是它们往往从大的方向上来影响货币长远的走向。

影响汇率的政治因素大体可分为国际政治因素和国内政治因素，但国际与国内政治因素的界限在当今交流愈发密切的经济世界里也逐渐变的模糊，比如因为美国具备了重要的国际政治、经济影响力，其国内的政治事件往往也会对其他国家产生较大的影响。即在分析政治事件对外汇市的影响时，影响程度需具体分析事件的性质，并不可一概而论。

图表2 2011年“9·11”事件前后美元指数的走势



资料来源: Wind, 课题组

2、经济增长

通常来说，经济增长反映经济实力的提升，这会增强人们在外汇市场上对该国货币的信心，使得人们更愿意持有该国货币或将一部分其他国家货币转化为该国货币，促使该国货币升值。一国经济的增长为该货币走强奠定基础，也是该国中长期货币走势的决定因素；但是相对于另一种货币而言，最终是否升值取决于两国经济增长的差异。

3、利率与通货膨胀

利率也是外汇市场非常关注的焦点之一，但是利率与汇率的相互作用比较复杂。当一国物价不断上升，其中央银行会提高利率对抗潜在的通货膨胀。如果不考虑其他因素，该国货币和其他国家货币的利差就会扩大，资金就会流向该货币，支撑其升值。

面对一个开放的国际金融市场，国际资本在不能获得理想回报的情况下，必然要到别的国家和地区寻找新的投资机会，这样又会对该国汇率构成贬值的压力，另外，利率的上升会对经济的增长产生阻碍作用，从这些方面看，加息最终使汇率受到损害。

图表 3 利率、通货膨胀与汇率关系的简单情形



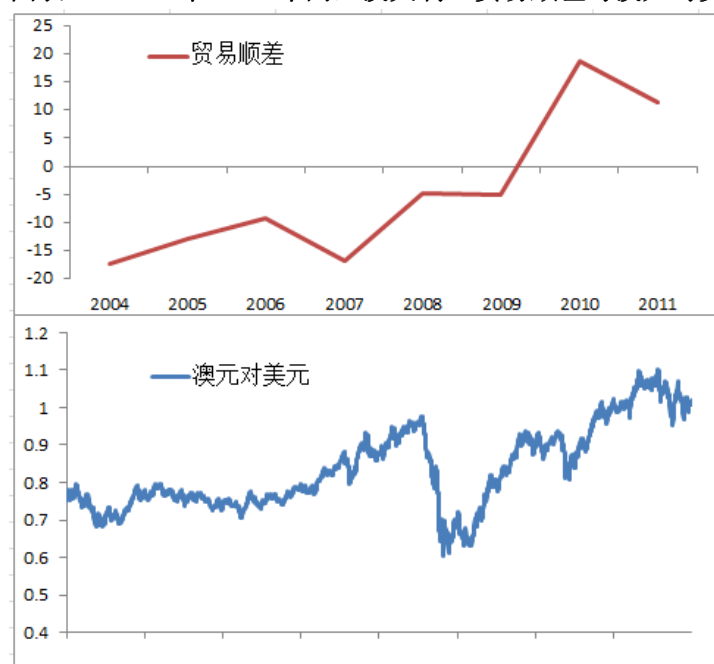
资料来源：课题组

4、贸易收支

由于货币汇率是两国货币的比价，因此根据平价理论，汇率的上下波动就不可避免地会影响到两国商品的比价，从而影响到两国商品的进出口状况及国家间的贸易平衡。当一国进口额超过出口额时，会出现贸易赤字，这时由于支付净进口费用导致的资金流出将会使本币贬值，相反，如果贸易数据显示出口增加，那么资金就会流入本国，使本币升值。如图表 4 所示，澳大利亚贸易顺差随大宗商品的需求和价格的上涨而逐渐提高，与此同时澳元对美元汇率也呈现了与贸易顺差变化极为相似的趋势。

但是，从某些方面来讲，贸易赤字并不一定就是坏事，只有当赤字超过市场预期的数额时，才会产生负面影响，会导致汇价下跌。

图表 4 2004 年-2011 年间，澳大利亚贸易顺差与澳元对美元走势对比



资料来源：课题组

5、影响因素的逻辑层次

首先，如政治、经济等诸多因素对外汇走势产生的影响并不是绝对的，而是存在结构性影响和非结构性影响两种可能。其中，结构性影响就是该因素带来的影响对某一货币中长期内是持续性的，而非结构性影响往往在短期内发挥作用，对外汇走势只能发挥暂时的影响，对于整体没有根本性的改变。

其次，从资本流动的角度看，金融危机以来市场的偏好往往能够左右国际资本的流动，从而使外汇走势的分析更为复杂。2008年的金融危机之后，市场上的各类资产之间的风险相关性增加，各类资产可简单分为风险资产和安全资产，各资产类别自身的基本面特性开始模糊。当进入 Risk On 期间，所有风险资产都在上涨，安全资产下跌；在 Risk off 期间则恰好相反；与之类似，各国货币也分化出安全货币与风险货币，同样出现以上特征。

（二）加元、澳元及日元等货币的自身特点

1、商品货币——加元、澳元

加拿大与澳大利亚是国际主要的资源类大宗商品出口国，故加元、澳元与资源类大宗商品的走势息息相关，加元、澳元也被投资者称为是商品货币。

图表 5 澳元走势与主要类别大宗商品走势的相关性分析（2008 年-2012 年）

	AUD/USD	CAD/USD	美元指数
原油	0.90	0.87	-0.64
铝	0.85	0.91	-0.68
镍	0.78	0.87	-0.59
铅	0.87	0.90	-0.81
铜	0.94	0.96	-0.70
锌	0.84	0.88	-0.72
黄金	0.90	0.82	-0.55

资料来源：课题组

由图表 5 不难发现，相对于美元指数来说，澳元对美元和加元对美元汇率的变化与原油、铝、铜等大宗商品保持高度正向相关关系，特别是除与黄金的相关系数没有超过 0.85 以外，加元对美元与其他大宗商品走势都有非常强的正相关性，即价格趋势保持较高的一致性。

反观美元指数往往与大宗商品走势呈现负相关的关系，其中铅、铜、锌等大宗商品与美元指数有较高的负向相关关系，即美元与大宗商品的运动趋势呈相反状态。

加元往往被认为是石油的衍生品

- 加拿大经济高度依赖于商品，在西方七国中是明确的黄金和石油的出口国，因此商品特别是石油价格对加元影响很大，加元在外汇市场被认为是石油的衍生品种；
- 加拿大是西方七国中最依赖出口的国家，其出口占 GDP 的 40% 左右，其中出口产品约 80% 流向美国，因此加拿大经济与美国经济的关联程度非常高。

图表 6 2001 年-2013 年加元与原油价格的走势比较

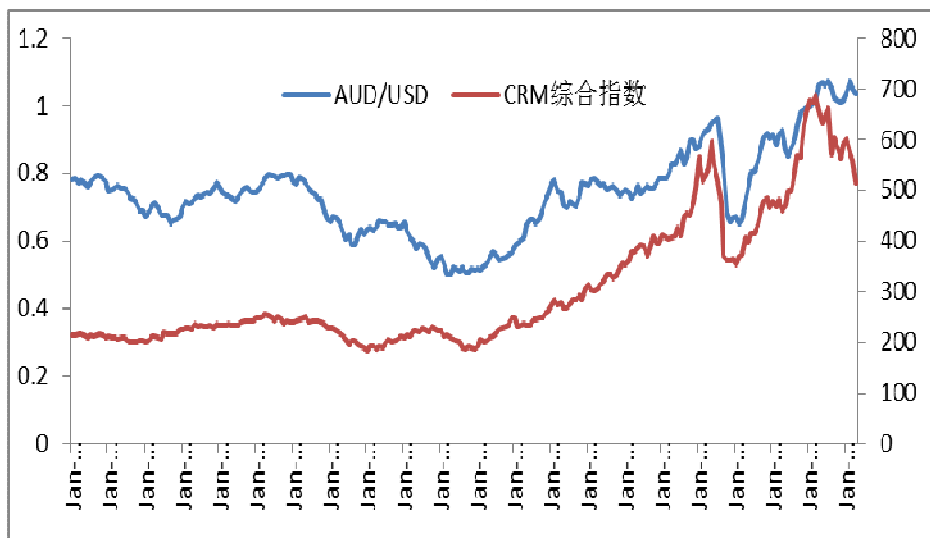


数据来源: WIND, 课题组

澳元是更为典型的商品货币

- 澳元是典型的商品货币，澳大利亚在煤炭、铁矿石、铜、铝、羊毛等工业品和棉纺织品的国际贸易中占绝对优势，因此商品价格的波动，对澳元的影响很大；

图表 7 2001 年-2012 年澳元对美元汇率与 CRM 综合指数的走势比较



数据来源: WIND, 课题组

- 另外，澳大利亚是世界第三大黄金生产国，澳元与黄金的正相关性也比较明显；
- 最后，澳元是高息货币，美国方面利率的变动对其影响较大。

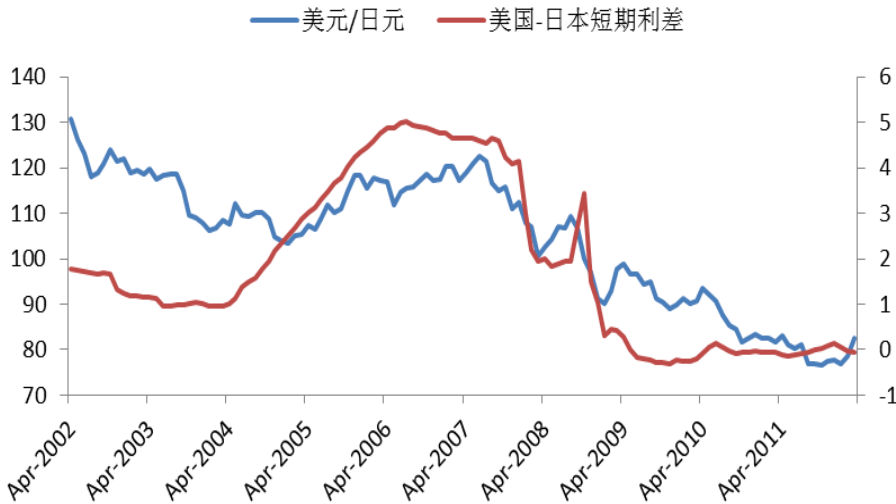
2、日元——贸易出口与资金流动共同主导

众所周知，日本国内市场狭小，为出口导向型经济，因此日本经济与世界经济紧密联系，特别是与重要的贸易伙伴，如中国，美国以及东南亚地区密切相关。因此，日元的走势与其国家贸易出口有着千丝万缕的联系。

另一方面，日本在发达国家中地位相对特殊，由于日本是世界第三大经济体，外汇储备世界第二，并拥有相对稳健的银行体系，在上世纪日本经济泡沫破灭后，市场投资者更愿意将日本视为资金的安全避风港。因此，日元也受国际资金流动的影响较大。

具体来说，为了保持出口产品的竞争力，日本方面试图让日元汇率保持在一个相对较低的水平。但日本虽然是经济大国，却是政治傀儡，从汇率政策上来说，基本上需要符合美国方面的意愿和利益，广场协议就是最典型的例子。其次，日美利差也是日元的重要影响因素，由于日本长期的低利率政策，当美国利率上升时，会有大量套息交易，从而压低日元汇率。

图表 8 2001 年-2012 年美元兑日元汇率与美-日短期利差趋势比较



数据来源：WIND，课题组

（三）加元、澳元及日元等货币与美元间的关系

无论是过去还是将来的一段时间内，美国仍然将是全球第一大经济体，而美元的国际货币作用也很难被取代。因此，在研究各主要货币判断逻辑时，与美元的关系仍不可忽略。

简单来说，加元、澳元和日元，由于其国内经济的侧重点不同，与美国发生贸易、资金关系的方式也有所区别，因此各货币间与美元的关系也有所差异：

- 加拿大与美国相邻，与美国经济保持较高的一致性，因此整体来看两国货币间比较稳定，但受大宗商品价格变动的的影响非常大。
- 澳元主要与全球大宗商品价格息息相关，而美元作为一种安全货币，与大宗商品的价格往往是背道而驰的。因此，澳元与美元间的联系纽带即是大宗商品的价格趋势，特别是美元兑澳元走势与大宗商品走势高度吻合。
- 日元与美元通常被投资者认识是最好的避险货币，但美国是日本最主要的经济出口国之一，同时国际套利资金在美、日之前的不断寻找利差空间。因此，美元兑日元汇率最重要的影响因素是两国间实际利差，这左右了美元兑日元的基本走势。

二、加元、澳元及日元等货币的当前情况分析

（一）国际大宗商品价格下跌，商品货币受到较大冲击

正如前文提到，加元与澳元均属于商品货币范畴，总体来说受今年全球大宗商品价格下跌影响，加元与澳元均受到了一定程度的冲击，但两者间又存在一定的区别。

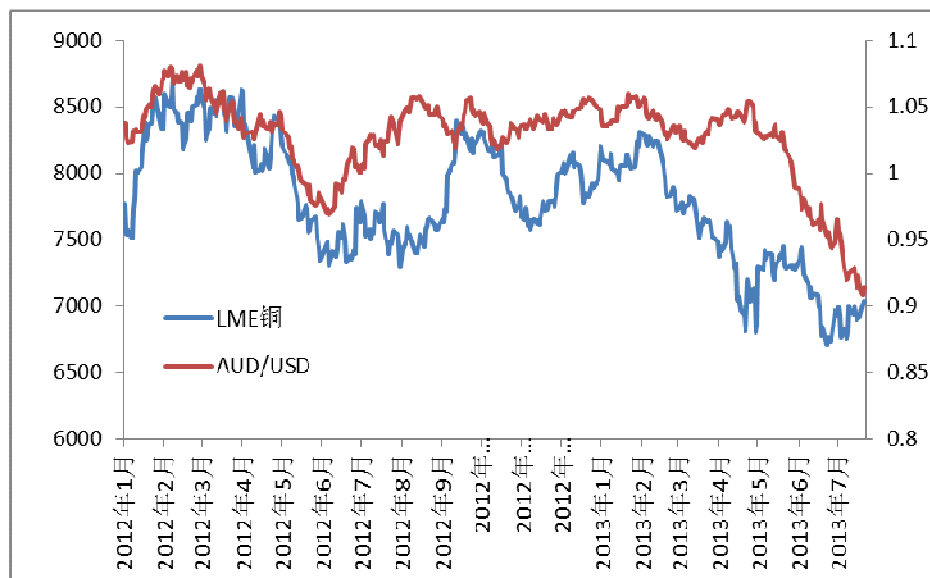
加元受美国经济走势影响更大

由图表 6 可发现，在 2013 年以前加元的走势与国际原油价格走势高度相关，因此加元也被投资者视为是原油的衍生品。

但 2013 年以来，加元对美元整体走势呈现与原油走势相背离的趋势，但期间波动仍保持较高关系。分析原因，尽管加拿大与美国关系密切且北美自由贸易区的存在，但由于美国经济率先复苏以及能源自给率的提高，加拿大经济复苏步伐相对美国仍稍显滞后，故造成加元自年初来相对美元整体贬值的趋势。

澳元受大宗商品价格下跌冲击更为严重

图表 9 2012 年-2013 年 7 月澳元对美元汇率与 LME 铜价格走势比较



数据来源：WIND，课题组

根据图表 5 的计算结果，与澳元对美元走势相关性最大的大宗商品为铜；按照图表 9 所示，在过去的一年多中，澳元与 LME 铜价格走势保持了高度的相关性，特别是 2013 年 4 月以来澳元对美元汇率随大宗商品价格下跌而急速贬值。

大宗商品的主要进口方——新兴国家——在经历了投资拉动经济快速增长的阶段后，经济发展均遭遇瓶颈，包括巴西、印度、俄罗斯和中国在内的新兴国家纷纷开始寻找结构性改革的发展路径，对于大宗商品的需求有所降低，直接导致大宗商品价格下跌，进而令澳元缺乏相应支持，呈现快速贬值情况。

（二）“安倍经济学”执行坚决，日元受量化宽松影响持续贬值

2013 年日本经济成为全球经济的一大亮点，尽管“安倍经济学”对日本来说是一剂猛药，但从目前效果来看的确取得了较好的效果。但随着日本持续量化宽松的执行，也造成了日元大幅贬值。

日本的量化宽松目标为 2% 的通货膨胀率，主要政策将旨在降低实际利率，刺激经济发展。受此影响，日本当前短期名义利率已接近 0，造成大量资金流出日本，对日元产生持续的向下压力。

（三）美元正步入中长期升值趋势

作为国际货币的美元中长期升值趋势愈发明显，也成为非美货币贬值的重要因素。美国经济尽管依然脆弱，但自年初已显现出先于其他国家复苏的迹象，同时又由于页岩气革命令美国能源自给程度提高，使得美国未来经济复苏势头将会更强。

自 2012 年起，一方面美国经济复苏吸引原分布于其他国家的资金回流美国，另一方面美国能源价格的优势也有助于制造业的回流，造就了美国经济的稳定、低通胀、企业利润恢复的

特征。如果未来美国通胀水平可控，美元将因此步入中长期的升值趋势。在这过程中，新兴国家将承受资金流出的压力，不仅经济发展受到影响，更使得大宗商品价格也因此下跌，从而令各非美货币承受贬值压力。

市场影响评估：

一、加元、澳元等商品货币后市展望

（一）加元后市中性偏乐观，继续震荡在所难免

由于近期原油价格的上涨，使得有“原油衍生品”之称的加元短期出现升值趋势，但综合来看由于美元已进入中长期的升值趋势，加元对美元将以震荡贬值为主。

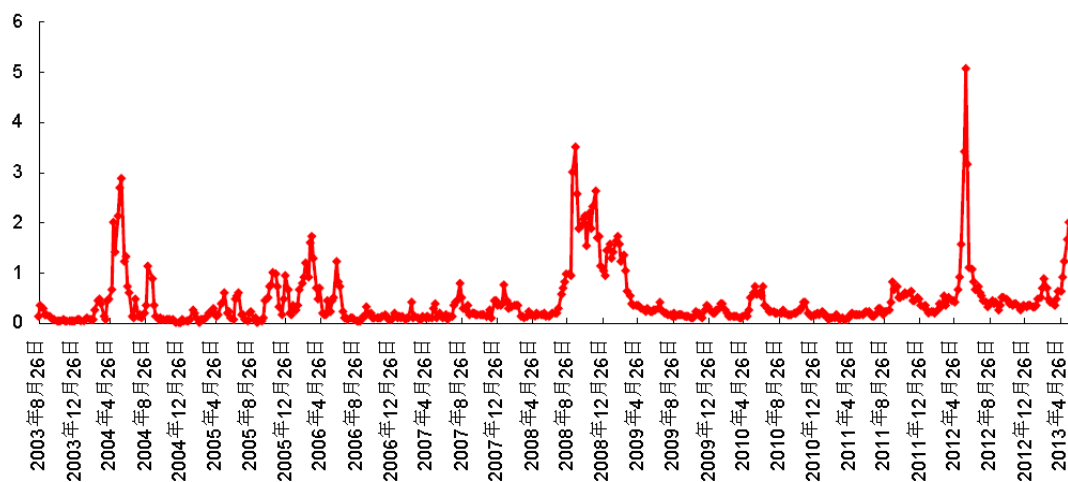
加拿大经济与美国经济有非常密切的关系，且从历史来看美国房地产市场复苏后，加拿大房地产市场也会有相对滞后的复苏表现，即未来加拿大经济很可能也随美国之后进入复苏状态。这意味着加元未来虽不如美元一样表现强劲，但相对于澳元或其他货币而言，加元也可能保持相对强势地位。故对于加元后市判断中性偏乐观，但短期震荡在所难免。

（二）澳元受大宗商品压力更大，未来仍有下跌空间

澳元与大宗商品联系非常紧密，而大宗商品年初以来价格已从历史相对较高价格开始回落，使得澳元自年中开始不断下探。另一方面，受资金回流影响，新兴经济体的投资势头有所减缓，对于大宗商品的需求相应降低，也令大宗商品市场表现惨淡。因此，价、量同时收缩使澳元承受了较大的下行压力。

但从澳元投机持仓情况分析，近期内澳元空头多头比有所上升，而历史数据显示此种情况往往对应着澳元的反弹走势，为短期澳元走势增添不确定性。

图表 10 近十年间澳元空头多头比



数据来源：WIND，课题组

二、日元后市与量化宽松政策息息相关

受日本量化宽松影响，尽管日本 GDP 已有明确起色，但相应日元自年初以来持续贬值。未来量化宽松政策是否有效提振日本经济，以及政策是否得以持续，成为左右日元后市的重要因素。

- 日本量化宽松目标直指通货膨胀率，而当前日本核心 CPI 仍远低于设定的 2% 目标，未来量化宽松继续执行可能性仍然较大；

图表 11 日本核心 CPI 同比增长趋势



数据来源：WIND，课题组

- 安倍为首的自民党于 7 月赢得国会大选，且安倍政府的民众支持率也处于高位，日本量化宽松政策在国内政治方面延续障碍基本扫清；
- 自 12 年 11 月以来的日元贬值的确拉动了日本出口部门利润增长，但若未来出口产品价格上再进行调整，其贸易优势恐将招来韩国等经济结构相似国家的非议，来自国际的压力将成为日本量化宽松能否继续执行的不确定因素；
- 尽管量化宽松对日本经济短期产生提振作用，但解决国内结构性问题才是经济长期发展的根本之处，从中长期看当前的量化宽松为日本结构性改革争取了时间，但日本政府能否处理好这一改革尚需观察，也为后市增添了不确定性。

免责声明

本报告仅供中国农业银行私人银行（以下简称“本银行”）的客户使用。本银行不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本银行对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本银行于发布本报告当日的判断。在不同时期，本银行可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本银行在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本银行对所述资产买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及资产的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本银行所有，本银行对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本银行同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中国农业银行私人银行部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

投资是一个风险无时不在的，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行各项交易。市场有风险，投资需谨慎。