

美國大選倒計時 三個疑問惹關注

中銀香港高級經濟研究員

蘇傑

財經評述

隨著第三場辯論結束，美國大選進入最後的倒計時。Five Thirty Eight截至10月16日的民調顯示，希拉里贏得總統大選的機率上升至86.9%，大幅領先特朗普的13.1%，似乎希拉里已勝券在握。然而，傳統民調在英國退歐公投中的「失靈」以及「政治一天都嫌長」的不確定性讓投資者絲毫不敢放鬆對大選的關注，有關事態發展將成為影響金融市場走向的關鍵性因素。在之前對兩位候選人經濟主張異同做過分析的基礎上，不妨再透過三個問題觀察此次大選可能對市場走向的影響。

問題1：市場會歷史重演嗎？

美國總統大選涉及政治、經濟、國際關係、社會、種族等複雜問題，一般認為較難與金融市場的走向形

成明顯的正或負相關。但撇開究竟是希拉里還是特朗普上台的二選一，仍可從歷屆大選前後的市場表現發現一些概率。以股市為例：美股方面，統計顯示，自1928年以來標普500指數在大選前一年平均上升12.8%，高於其他年份平均4.8%-5.5%的升幅。然而，去年該指數微跌0.7%。亞洲股市方面，從有紀錄以來的1988年開始，MSCI亞洲（不含日本）指數在美國大選前（現任總統第三年）和大選後（新任總統第一年）分別上升20%和24%，在中期（新任總統第二年）和大選當年則維持平穩走勢。

未來亞太新興市場股市走向值得憧憬。從過去七十年來看，美股、黃金受衝擊機率較大，美元指數與美國國債收益率或會上升。但正如美國此輪衰退到復蘇進程並無前例可循，金融市場表現是複製歷史還是大相逕庭仍難確定。

問題2：「特朗普風險」已充分釋放？

市場卻反其道而行

她亦表示，商業銷售增長可增加資本支出，必然提高經濟的生產能力。一個收緊的勞動市場，將令潛在的勞動者帶回到就業市場，而非被排除在外。更重要的是，令經濟維持熱度可鼓勵更高水平的研究發展，並為新商業形式帶來刺激。

但她亦並非完全支持經濟過熱的情況，她指出一旦寬鬆貨幣政策維持太長時間的話，可能出現弊大於利的情況，而這些代價將會增加金融市場的不穩定性。

「高壓經濟」的歷史與問題

「高壓經濟」非全新概念，早已於1973年由「痛苦指數」(Misery Index)之父，美國總統經濟顧問委員會前主席奧肯在其論文中提出。文中表示，指經濟增長、就業及通脹三高的形勢。他認為在經濟失去動力之時，甚至出現滯脹的情況下，不應再死守通脹目標。在平衡利害的情況下，容許通脹暫時偏高，以刺激經濟重返正軌，促進良性循環。但他未能證明通脹超標對經濟的利弊之處，再加上美國於上世紀七八十年代曾經面對高通脹的情況，時任聯儲局主席的伏爾克要出盡九牛二虎之力，才把通脹壓下去。為何耶倫此時突然把這個舊題目再拎出來？與美國總統大選又是否有關係呢？相信只有當事人才知道。

在耶倫講話後，美元及美債息率一度回落，但其後又反彈，而當中美債指數更升至98水平。投資者似乎認為，美國經濟目前並非太差，一旦利用高壓經濟政策，會否為市場帶來反效果。假若投資者的憂慮成立，除了憂慮美國通脹外，美國息率可能往後持續上升，對新興市場的股匯價的影響更不能忽視。

助經濟穩增長

中軌道交通的7個項目便有超過850億元投資，還有43個市政道路項目亦有近577億元投資。該些投資項目一旦簽約實施，將對交通建設領域的龍頭企業構成直接利好。

除了交通基建項目，傳統環保項目也繼續受到青睞。本次示範項目中，共有生態建設和環境保護類項目46個，合計投資金額超810億，其中10億以下項目20個，佔比約43.5%。相較於交通運輸領域單個項目投資巨大，生態建設和環境保護類項目投資額相對較小，門檻較低，或更受民間資本追捧。

截至7月底，前兩批公開推介項目已完成簽約619項，投資額超1萬億元。其中，第一批推介項目自去年5月推出，共簽約456個，總投資達8,151.7億元，簽約率達57.8%，完成投資額56.6%；第二批推介項目自去年12月推出，共簽約163個，總投資1,867.4億元，佔比分別為16.8%及12.2%。從兩次簽約項目投資額來看，1億至10億元項目數量佔比最高，第一批佔53.3%，第二批佔54.6%。

樓市調控 基建成不二選擇

筆者預計，未來一段時間內地PPP項目建設可望迎來大增長，因樓市調控後，基建暫已成為穩增長的不二選擇。不過，目前內地PPP仍處於初期探索階段，項目質素、盈利分成及項目退出等問題仍需釐清，完成簽約率有待提升。就現階段而言，交通及環保領域PPP項目發展勢頭較好，相關行業龍頭可望受惠。

美元計出口或重返增長

外需方面，隨著9月份外貿出口先導指數繼續回升、美國經濟持續復甦、美聯儲加息步伐趨近、人民幣兌美元及一籃子貨幣出現一定程度貶值，以及傳統聖誕需求旺季臨近，料以美元計未來數月內地出口或重返增長。

整體而言，我們預期第4季國內生產總值增長6.7%，並維持2016年全年增長6.7%的預測不變。



■分析預期，第4季國內生產總值增長6.7%，並維持2016年全年增長6.7%的預測不變。

金融市場最大的「天敵」是不確定性，這就是「特朗普風險」被反覆提及的原因，因其政治「素人」的不可預知性可能隨時被市場放大，成為動盪的誘因。截至10月10日當周，墨西哥比索期貨合約淨空頭減少近40%至5.18萬張，回復9月初水平，市場普遍解讀為「特朗普風險」已隨着兩位候選人民調差距拉大而充分釋放。

其實，同期墨西哥比索期貨合約總空頭仍維持逾9萬張高位，遠高於總多頭的3.18萬張。近日Paypal創始人之一彼得·蒂爾(Peter Thiel)高調宣佈將向特朗普提供125萬美元的政治獻金，並稱「唯特朗普能再造偉大之美國」。筆者認為，「特朗普風險」可能導致的風險資產全面下跌仍是須特別關注的因素。

問題3：希拉里當選，市場就能高枕無憂？

市場普遍認為，希拉里當選對金融市場將是穩定的利好，其實仍需從其經濟政策主張來具體分析：提高稅收的收縮效應和上調最低工資引發的資本外流均對

美元匯率形成利空，可能導致的財政緊縮和人力成本上升也將壓制企業盈利前景，成為股市利淡因素。

近日美國財政部發佈的《全球匯率政策報告》認為中國不是「匯率操縱國」，相較於特朗普對人民幣匯率的強烈指責，希拉里上台或可為人民幣貶值提供更多空間。

無論誰上台，美國經濟數據表現、美聯儲年底是否加息（傳統上大選年避免加息）、美元走勢以及英國退歐、中國經濟和金融改革前景等因素仍將持續左右市場情緒，希拉里當選帶來的提振效應或最多只是「曇花一現」。

隨着投票日的臨近，市場避險情緒越趨越緊：近日芝商所(CME)標普500股指成交量達ETF的10倍，為2012年以來新高（11月9日為到期日）。10月密西根消費信心指數僅87.9，創兩年來第二低。大選結果最終鹿死誰手，市場情緒是暫時舒緩還是更為緊張，值得拭目以待。

耶倫談話又似放鴿

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

聯儲局主席耶倫上周五於波士頓聯儲組織的會議上發表講話時表示，經濟不尋常地出現供過於求的情況，而且需求持續疲弱，故可能考慮暫時維持「高壓經濟」(High pressure economy)政策，以穩定經濟增長及刺激勞動市場需求。惟她亦承認，維持寬鬆貨幣政策太長時間，將會造成代價。但市場反應卻持相反意見，美元先跌後升，而美債息率亦向上。究竟為何市場與聯儲局出現如此重大的分歧？對後市又會帶來什麼影響呢？

洪荒之力仍未能拉動經濟

耶倫是次用了「高壓經濟」的刺激措施一詞，可能暗示容許通脹高於2%的目標水平，以刺激需求及就業市場，令經濟出現真正復甦。但同時反映，耶倫間接承認自金融海嘯後美國聯儲局推出的貨幣政策效用，並非如此強勁，出盡了洪荒之力，仍未能拉動經濟增長。因此，她希望利用高壓經濟政策，以刺激經濟真正增長。

其實，耶倫當日出席的研討會主題為「The Elusive "Great" Recovery: Causes and Implications for Future Business Cycle Dynamics」，反映市場對經濟能否及時的復甦存有懷疑，於是紛紛獻計。耶倫雖然沒有明確的取態，但以學術形式去包裝其對美國經濟的看法。當中，她提及是否需要以更進取的方式去刺激經濟，例如容許通脹在短期內偏高，藉此製造強勁的需求及繁榮的就業市場。

PPP持續加碼

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

日前，中央推出了第三批PPP(Public-Private Partnership)示範項目，數量和投資金額均創下歷史新高。由於前期項目進展較為順利，政府和社會資本對PPP模式的認同程度不斷提升，已成為基建投資的重要運作模式。

PPP模式可緩解政府財政壓力，同時擴大社會資本投資範圍，有望實現政府、社會資本和普通民眾多方共贏，而交通和環保是PPP項目較為集中的領域，受惠顯著，值得關注。

PPP又稱為公共私營合作制，即政府與私人組織之間為提供某種公共物品和服務，以特許權協議為基礎的夥伴式合作關係。該模式最早於1992年由英國提出，在吸收社會資本加強基礎設施建設方面取得較好成效。內地基建向來依賴政府財政投入，但近年隨着地方政府財政收入減少，再加上債務問題顯現，傳統發展模式已難以為繼，因此中央開始大力推行PPP發展模式。

交通環保龍頭企業受惠

本次PPP推介項目共有516個，計劃總投資金額約1.17萬億元(人民幣，下同)，較第二批上升77%，增幅巨大。其中，交通運輸領域項目共62個，包括高速公路、橋樑、機場等，投資額超5,000億元，佔總投資額近43.3%。而市政工程

內地經濟可保持平穩增長

恒生銀行高級經濟師

姚少華博士

國家統計局前日公佈2016年第三季度國內生產總值，在房地產及民間固定資產投資加快下，第3季內地實質國內生產總值按年增長6.7%，與前兩季增速相同，亦與市場預期一致。

從按季增長看，今年第3季較第2季增長1.8%。頭3季經濟平均增長為6.7%，位於政府6.5%至7.0%的全年增長目標區間，綜觀國內生產總值各組成部分，消費繼續成為頭3季主要增長動力，為經濟增長貢獻約4.8個百分點。

受G20會議期間浙江部分企業停工影響，9月份工業生產實質增長從8月份的6.3%略為下跌至6.1%，但仍保持平穩勢頭。9月份發電量增長6.8%，較8月份的7.8%的增速小幅放緩。

零售銷售增長由8月份的10.6%略微反彈至9月份的10.7%。撇除通脹的影響，實質零售銷售增長由10.2%下跌至9.6%，顯示消費稍放緩。

9月份民間投資增長5%

9月份當月城鎮固定資產投資增長由8月份的8.2%回升至9.0%。儘管9月份基建投資略有回落，但房地產及製造業投資增長均回升。9月份房地產及製造業投資分別增長8.4%和5.0%，較8月份6.0%和1.6%的增速明顯加快。隨着供給側去產能導致商品價格回升，企業盈利改善，9月份民間投資增長5.0%，連續第2個月恢復正增長，亦較8月份2.1%的增速為高。

展望第4季，在積極的財政政策及中性偏鬆的貨幣政策奏效下，內地經濟將保持平穩增長。受惠於就業狀況理想、居

誰人入主白宮 市場真金押注

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

進入第四季行情，除了美聯儲加息和脫歐以外，美國大選成為非常受關注的議題，不確定性蔓延。選民用選票給候選人打分，金融市場也有自己的評判。

三輪辯論結束，希拉里看來有相對的優勢，那麼是否她就是白宮新主人？回顧歷史來看，得總統辯論者，得白宮，似乎是一個趨勢。如果問題放在早幾年，可以說不需太多思考，但是在現下，黑天鵝事件頻出。就如英國脫歐，之前無論媒體還是民調都顯示不會脫，但最終結果卻是出乎意料，所以誰也不敢掉以輕心。

香港時間昨日上午9點，美國總統候選人辯論開始，因為是第三場且為最後一場，引起頗為廣泛的關注。

特朗普因為一再表示如果他當選總統會與墨西哥等國就貿易協定進行重新談判，甚至提到在墨西哥和美國之間修建城牆，所以墨西哥的貨幣便被市場視為特朗普勝選概率的反向指標。即市場認為，特朗普勝算更高，墨西哥貨幣貶值，反之亦然。這也是為什麼每次民調顯示特朗普支持率上升時，都可以看到做空比索的頭寸大漲，尤其是在希拉里身體出現問題的那段期間，比索創新低。

希拉里佔優 墨西哥比索搶升

在昨日的辯論裡，雙方繼續唇槍舌劍，就重要社會議題和國際熱點等展開辯論。過程中，比索波幅有限，表現反覆，多數時間下跌，亞太市場表現基本平穩。不過在辯論結束以後，墨西哥比索加速上漲，創六周新高。與此同時，從幾大民調數據同樣顯示，希拉里更佔優勢。

可以說，從第一場電視辯論開始，特朗普的優勢越來越縮減，從墨西哥幣的走勢便可以看出，市場越來越認為希拉里更有概率勝出。其實也並不是說特朗普當選以後美國經濟會變得更多差，只是市場向來不喜歡「不確定」。因為特朗普總是獨樹一幟，大家對於他執政以後經濟發展方向和前景有非常大的疑惑，而且他甚至會換了耶倫，那麼是否會徹底改變原本苦心經營的加息道路，這些都無人得知。

相反，如果希拉里當選，至少現行的一些框架會延續，交易者更能猜透她的心思，市場風險偏好也會改善。所以希拉里的勝算指標便是華爾街，但不等於她勝出美股就會出現大行情，尤其是從最近一個月美股的走勢看，市場並不怎麼買賬她在電視辯論中的表現，最多是一些非常短線的影響。

須防美股或因利好出盡而回落

隨着政治不確定性的逐漸消散，華爾街股市或會因利多出盡而回落的風險。政治因素的影響只是短線，畢竟影響股市的更多的是整體金融環境和企業盈利等基本因素。

這一不明朗因素便是支持黃金在下個月大選前的主要動力，人們還是需要避險資產，所以短期黃金雖然在10月初受到重挫，跌至1,250美元水平。不過，避險需求或支持其不會有太大的進一步下行空間，甚至會嘗試反彈。



■Five Thirty Eight截至10月16日的民調顯示，希拉里(左)贏得總統大選的機率上升至86.9%，大幅領先特朗普的13.1%。

法新社

人幣邁向國際化 港須提升實力配合

興證國際證券有限公司客戶投資組副總裁

陳幹球

隨着今年10月1日人民幣正式成為SDR的成份貨幣，人民幣國際化可說完成了標誌性的一步。作為中國三大金融中心之一，香港金融監管者應籌劃，如何鞏固現有地位及謀求配合國家的發展進一步提升在環球的金融地位。

北水可平衡美元周期波動

從過去的經驗，美元的擴張和收縮周期每每都為新興市場帶來頗大的波幅，尤其是從擴張周期變成加息周期，美元回流多會為金融市場帶來較大的衝擊。

內地人民幣存款餘額超過130萬億元人民幣，而港股市值現時只才26萬億港元不到。在兩地資金互聯互通的情況下，若港股市場更好地引入人民幣資金，則不虞美元流動性的洩漏。

加快「雙幣單股」進程

港股市場過去一段時間已有數隻股份謀求在港退市回歸內地市場，或有計劃把資產注入內地上市公司變相回歸。吸取阿里股份未能在港

上市的教訓，香港金融市場不可再固步自封，置身於人民幣全球配置大潮之外。

觀乎近期友邦保險公佈的第三季度業績增長理想，主要受益於在香港銷售保險予內地同胞。香港金融持份者不應再迷戀炒炒賣賣的衍生品交易，及只提供為內地部分富人走資的服務，不然過去濠賭股高增長後的發展便是前車之鑑。

因此香港股票市場，在滬港通及深港通相繼開通後，理應加快發展「雙幣單股」的進程，讓人民幣直接在港股市場中操作。

宜在港推人民幣按揭業務

除股票市場外，銀行業也可考慮在人民幣看跌的情況下，在香港推出人民幣按揭業務。人民幣息率預期維持穩定，反而港元息率有可能跟隨美國息口上升，香港業主對人民幣按揭服務應有一定需求。

香港作為最大的離岸人民幣市場，要充實香港人民幣資金池的擴張，保持其一哥地位，刺激人民幣在港的使用及需求是急切的，在港人民幣資金池足夠深廣，亦有利於香港在「一帶一路」中的金融樞紐角色。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。