

特朗普勝選 美息正常化仍舉步維艱

中銀香港高級經濟研究員

戴道華

特朗普贏得美國總統大選，由於其在近月競選期間曾公開指責聯儲局主席耶倫把利率維持得過低過久是有明顯的政治動機，並不止一次表示當選後會換人，其當選對美國聯儲局主席一職以及貨幣政策的制訂都帶來新的影響。

美國未來貨幣政策較難轉向

在機制上，聯儲局主席由美國總統提名，由美國參議院任命，任期4年。現任主席耶倫是在2013年10月初由總統奧巴馬提名接替時任主席Bernanke，她在同年11月出席提名聽證會，2014年1月由參議院以56：24投票通過任命，這是歷來最窄的任命投票，反映她具爭議性。耶倫後在2014年2月初走馬上任，其4年任期將在2018年1月底結束。特朗普當選美國總統並在2017年上任後，預料會在同年第四季提名新的聯儲局主席，根據他對耶倫以往的言論以及耶倫為民主黨的背景，料有較大機會不會再度提名耶倫，而是換人。那麼聯儲局貨幣政策不按現有軌跡運行的機會相信會提

高。

但另一方面，不管主席誰任，也不必懷疑聯儲局制訂貨幣政策時的獨立性，因為這是其傳統和一直引以為豪的做法。此外，特朗普競選時的言論其政治意味更濃，其實指的是聯儲局的長期低息政策是對既得利益的現任政府的競選更為有利，當特朗普上任後他就成為低息政策的受益者，因此很難想像屆時他會提名貨幣政策強硬鷹派作為新任聯儲局主席，或極力主張加息。其實，特朗普在競選期間對低息政策的言論有時是相互矛盾的：例如他批評耶倫及低息政策，認為該政策人為推高了股市，製造了經濟繁榮的假象，在初選時卻指低息是最好的政策，加息可能會造成大問題。這些矛盾言論其實是美國是否應該加息的論據的正反兩個方面，很難有對錯之分，故難以作為特朗普上任後政策傾向的有力證據。

美國12月是否加息仍存變數

在選舉之前，市場上對聯儲局在今年12月份加息一次的預期較高，這是在現政府、現任聯儲局主席下就形成的，總統大選特朗普當選並不會改變短期的經濟走勢，理論上加息機會仍相對較高。然而，金融市場一向視特朗普勝出為黑天鵝事件，美股（期貨）暴挫（S&P500指數期貨曾跌停

板）、美債升、美元跌、VIX（期貨）急升，表現都符合黑天鵝事件的定義。在這種市況下，聯儲局甚至要考慮採取穩定市場措施，加息可以排除在外。

不過，12月份聯儲局議息是安排在12月13-14日進行，較現在還有一個多月時間。這一次美國總統大選與英國6月23日脫歐公投出奇相似，當時英鎊驟貶、英國股市急挫、債市上升，迫使本來有可能步美國聯儲局後塵加息的英倫銀行轉態，於8月份時減息0.25%至新低的0.25%，重啓資產購買計劃，計劃買入總值700億英鎊的債券，並推出Term Funding Scheme，儘管當時英國股市FT100指數僅用了3個交易日即全部收復失地並持續攀升，後更創新高。與之相比，美股是特朗普當選後即時調整幅度最大的資產，美元的下跌相對溫和得多，美債的上升也較為溫和。美國的金融市場尤其是股市如果可以較快地收復失地，那麼到12月中聯儲局議息時，加息與否的決定相信不會與大選結果有太多關係，但如果屆時市場依然反復動盪，那麼今年加息也就不存在了。

到2017年，預計耶倫任內最後一年相信仍不會輕言加息，這與她一向在貨幣政策上鴿派的取態有關，而非與特朗普當選有關。據此，美國利率正常化舉步維艱的局面料不會有根本變化。

探討美大選後經貿政策影響

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

美國大選已經公佈結果，最終由特朗普勝出。但投資者關注的是，在大選後的環球投資部署要留意哪些呢？

美沉重債務可能進一步上升

美國財赤雖然自金融海嘯後的1萬億美元逐步回落，但整體債務規模由上台時的大約10萬億美元，大幅增加至接近20萬億美元，公眾持有部分已佔美國GDP近八成。雖然面對債務上升的情況，但特朗普不但未有下定削減的決心，反而希望透過進一步增加基建開支，去刺激美國經濟及提供大量就業職位。

若果要削減財赤，通常只有減少開支或增加稅收，才可以達到成效，但特朗普計劃未來數年，動用數以萬億美元增加基建開支。截至今年8月，美國政府用於醫療等社會福利及國防開支便高達近3萬億美元，較收入的2.91萬億美元為多。若美國財赤進一步上升，可能影響到美國的財政穩定性之餘，更有機會被信貸評級公司下調評級。一旦出現這情況，相信除了美元下跌外，其他高風險資產亦會受到影響，

而市場上的融資利率亦會上升。

優先政策將影響經濟及外交

美國是全球主要經濟體，而當地消費佔經濟增長貢獻額度達七成。希拉里及特朗普均認為，美國消費開支對經濟增長這樣重要，美國本土的製造業應該強大。但過去二十年，由於不少製造企業把職位由美國本土轉移至其他新興市場，以減低生產成本及不受到嚴謹的環保法例所影響，故美國製造業職位持續流失。

特朗普明言一旦當選，將會考慮要求重新就貿易協議進行談判，甚至退出有關貿易協定。他曾經表示，假若有美國公司於墨西哥設廠，招聘當地工人生產貨品的話，美國政府應該針對這些企業而徵收高達35%的稅款。

一旦推出貿易保護主義措施，雖然或可以保住目前的職位，但美國消費者可能需要付出更多，而且亦可能引發美國與其他國家的貿易戰，故可能影響到美國與其他國家的經濟關係外，亦會影響到外交關係或其他經濟層面上的合作。此外，中國等國家會否仍買入美國發行的國債呢？一旦這方面的資金流入減少，美債拍賣的孳息率定價可能會抽上，最終受影響的是美國政府債務上的債息開支急增。

市場變數多 投資港樓未宜妄動

香港專業人士協會常務副主席及註冊專業測量師(產業測量)

陳東岳



■政府推出新辣招前，新盤推售吸引不少買家到場。

資料圖片

美國大選完成投票，特朗普以壓倒性的優勢當選新一任總統。美大選結果衝擊香港股市，但業界對香港樓市所受影響則眾說紛紜，筆者認為應該待其上任後，觀察其所公佈的正式治國方略，尤其財金貿易政策，始能更準確評論後市去向，現階段投資者不宜輕舉妄動，以免招致無謂損失。

特朗普在競選期間，曾發表過假如當選，會撤換聯儲局主席耶倫的言論，後者是鴿派，假如換人後，新主席是鷹派，即是美國利率將重回升軌，港元與美元掛鈎，利息上升將

不利樓市。

美息去向仍未明朗化

筆者不能否定這些可能，但認為現時言之尚早，政客在競選宣言時，往往作出很多嘩眾取寵的言論，但真正當選之後，面對當前真正局勢作出抉擇，國內外客觀形勢未必容許資金利息成本上升，最終還要取決於真正負責財金官員和顧問的取態，這些都有待進一步觀察更多信息。

資金流向樓市待觀察

有業界人士預測，特朗普當選總統不會對港樓市有負面影響之外，反而近似早前英國公投脫歐後，資金甚至有機會加快流入港樓市避險。

筆者只部分認同這個看法，因為香港剛實施「加辣」把各項住宅物業印花稅調高至30%，現時住宅交投已趨淡靜，避險資金流入住宅市場機會不大。反之，避險資金如社保基金及退休基金等，仍將較可能購入優質非住宅物業如甲級商廈作長期持有，一方面保值，另一方面可取得穩定的租金收入。

港府早前決定新一次「加辣」前，正如大部分選前預測一樣，未必會預料到特朗普會當選總統，但假如明年度他真的撤換聯儲局主席，而新主席是鷹派，美息真的進入上升軌，適逢本港明年起住宅供應增加，則港住宅樓價有可能持續回軟，假如到時樓價回落過速，未悉港府到時會否調減加辣的各項住宅物業印花稅，以重新穩定樓市信心。但如上文所述，現時一切言之尚早，仍有待進一步觀察特朗普上任後新政策出台再作評估。

受惠去產能 煤價續看漲

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

煤炭價格經過幾年下跌之後，今年迎來顯著反彈。內地動力煤主力期貨在上月底創下新低278.4元（人民幣，下同）/噸後展開反彈，本月更升至年內高位681.6元/噸，由低位計，累計升幅達到近1.45倍。此輪煤價上漲，主要受到內地推行煤炭去產能以及下半年煤炭需求增長雙重影響。筆者預計，煤炭價格短期仍有一定上升動力，惟中長線來看，煤炭消費總量增長空間有限，產能過剩問題仍然嚴峻，行業仍處於去產能的深水區，投資者需留意風險。

過去幾年，受產能擴張及需求疲弱雙重影響，內地煤炭業產能嚴重過剩。據統計，2015年底，內地煤炭產能約為57億噸，但同年煤炭總需求僅為39.5億噸，產能過剩嚴重。去年內地煤炭進口2億噸，產量為37.5億噸，大量產能處於閒置狀態。為化解該問題，中央出台文件，計劃在未來3至5年內退出煤炭產能5億噸左右，減量重組5億噸左右，將總產能控制在47億噸水平。其中，2016年便要確保退出產能2.5億噸。

供應緊張 需求回升

不過，產能退出並非一帆風順，上半年僅完成目標29%，進展緩慢。為確保完成全年目標，三季度煤炭去產能明顯提速，單季完成全年去產能目標的一半以上。截至9月底，去產能目標已經完成超80%，很大機會可提前完成年度目標。短期內集中去產能對煤炭正常供應造成一定影響，加上三季度內地煤炭消費增速由負轉正，同比增長0.5%，導致煤炭出現供應不足的情況，推動了煤炭價格上漲。

為避免煤價上漲動搖去產能決心，中央一方面逐步允許部分煤炭質素較高的企業擴大產能，另一方面則多次調高了煤



■圖為一艘輪船靠泊在秦皇島港煤炭碼頭裝貨。 資料圖片

炭期貨交易的手續費，以抑制市場投機行為。客觀上，煤炭價格上漲，可以改善煤企盈利表現，有助解決員工安置問題，推動去產能順利進行。

煤炭由於容易污染環境，其佔內地能源消費的比重一直在降低，消費量增長空間十分有限。2015年，內地煤炭消費量同比下降3.7%，佔能源消費比重較2012年下降4.5個百分點至64%。根據規劃，內地2020年煤炭消費將控制在42億噸以內，佔一次性消費能源比重將小於62%。

政策傾斜利行業龍頭

綜合來看，隨着去產能進一步落實，內地煤炭產能嚴重過剩的局面有望得到改善，行業整合也將持續。其中，龍頭煤企實力雄厚，容易吞併其他煤企及得到政策傾斜，市佔率可望持續提升，其發展值得留意。

再爆「黑天鵝」

市場反高潮

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

今年的市場真是充滿意外，民調和輿論再一次失準。特朗普，這個沒有從政經驗的地產大亨，打敗老謀深算的希拉里，入主白宮，幾家歡喜幾家愁，即使是現在都有群眾在遊行抗議不願意接受這個結果，但是金融市場在短短的7個小時就得到修復。

回顧昨日，隨着選情逆轉，特朗普佔據優勢，市場突然陷入恐慌。因為就在大選前兩日，FBI才剛剛給希拉里放行，所有民調和預測都偏向希拉里，所以特朗普領先着實讓市場有些猝不及防。風險資產紛紛受壓，亞太股市走弱，恒指更是從高點暴跌近千點，標普納指期貨雙雙觸發熔断機制。美元大幅回落一度跌穿96低見95.885，墨西哥披索創新低。資金紛紛流向避險資產，美債息率回落，黃金加速走高突破1,330美元，日圓極其敏感，一度升至101.2水平。

風險資產紛紛呈現V彈

然而，非常戲劇的是，市場又在很短的時間內恢復理性，感覺像是英國脫歐那日重演了一遍。尤其是到了美盤時間，一切彷彿像沒有發生過一樣，原本遭恐慌拋盤的風險資產呈現V彈，逐漸收窄升幅，從低位反彈。美三大股指上揚，美債收益率和美元走高。10年期國債收益率強勁走高，為今年1月以後首次突破2%，漲幅創三年最大，今日早盤略有回落，但整體維持在2%以上。美元兌日圓重返105水平。黃金收窄升幅，先在1,300美元水平爭持許久後進一步回吐，最終回落在1280美元下方。油價由跌轉升，銅價更是受惠市場預期美國基礎建設增加利好需求而進一步擴大升幅，強勢不可擋。

投資者很快接受了這樣的局面，並開始分析特朗普的主張，預計他會加大財政支出及基礎建設，減少企業和個人稅賦，擴大就業機會，設置貿易壁壘縮減美國貿易逆差，同時也加深預算赤字，如此不利債市，有利股市，隔夜金融和醫療板塊大漲。耶倫短期不會走人，12月加息概率仍在，而特朗普的上任甚至會加快這一步調，而不是像過去一樣一拖再拖。

特朗普勝選演講改形象

在此之前，大家明顯對於特朗普的擔憂過於誇大了，美國龐大的政府機器不是擺設，特朗普不會一個人發瘋搗亂，也犯不着。尤其是在他勝選後的演講中態度一改往日的形象，畢竟競選和治國是兩回事。加上共和黨控制了參眾兩院，政策效率和執行力有望大幅提升，有助其更好開展改革，穩定了市場的信心。況且目前美國經濟數據朝着積極的方向發展，通脹開始回升，整體基本面向好。

多重因素作用下，我們看到了市場很快就回歸淡定，大選結果沒有被無限的誇大。希拉里政策主要基於現任政府，所以，市場不用過於去猜測，而特朗普沒有從政經驗也比較激進，市場一度害怕這種不確定性，不過，現在市場試圖去擁抱這種不確定性。



■特朗普爆冷當選美國總統，非常戲劇的是，市場在很短的時間內由恐慌至恢復理性，感覺像是英國脫歐那日重演了一遍。 資料圖片

本港證券業迎另一波大浪

典證國際客戶投資組副總裁

湯紹彰

近周焦點主要放在美國大選及香港樓市加辣新聞上。早前內地有關方面叫停用銀聯卡來港購買投資類保單，其後港府為打壓樓市炒風，將交易印花稅加碼。現在市場立刻有人轉話要去追買車位、寫字樓、商舖等等。不過，還記得當年港府推出買家印花稅（BSD）後，當資金轉炒非住宅物業幾個月，便全線出招打壓，致此成交立時大減。

相反在證券市場方面，今個月月底，估計將開通「深港通」。本周更開放給內地股民網上開戶，即是他們可以不用來港，只在內地就能核實身份，便能夠開戶買賣港股。而且買賣的股票，更沒有只限「滬港通」、「深港通」所指定的股份。猶記得去年的「港股大時代」

嗎？這對不少本地細價股，及在港上市的獨特股票，絕對是個長線利好因素。

中資收購本地券商陸續有來

上周香港又有一間本地證券行被收購，華富國際（0952）以近11億元賣盤予在深圳上市的泛海控股。此外，中金公司（3908）也以總代價近194億元，向大股東中央匯金收購中投證券100%權益。筆者下半年去證券行類的公司開張典禮已至少三四次，顯示整個市場都在默默部署中，靜待這最新一波香港金融大浪。

至於內地鼓勵企業「走出去」，觀乎內地不少資金為了應對人民幣貶值，紛紛來香港買地、買樓及買保險。但從中央支持香港與內地證券市場互聯互通的舉措上，繼「滬港通」之後，又將開通「深港通」，反映中央更加鼓勵內地資金以證券市場走出去。

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。