

全球觀察

中銀香港高級經濟研究員 蘇傑

■ 距離特朗普勝選一周多時間，市場還沉浸在V形反轉的樂觀情緒之中。圖為紐交所。 網上圖片



# 蜜月期還能有多久？ 特朗普效應推高美股

距離特朗普勝選一周多時間，市場還沉浸在V形反轉的樂觀情緒之中：截至11月15日收市，道指連續七個交易日上升；美元指數突破100點關口，創11個月新高；美國10年期國債收益率一度升至2.3%，創10個月新高。市場情緒為何逆轉得如此之快？「政治素人」特朗普果真能兌現「美國復興夢」？市場蜜月期還能維持多久呢？

11月9日當天標普和納斯達克指數期貨一度跌幅超5%，不同期限國債收益率也曾跌落10個基點，但短短七個小時後，跌幅大幅收窄，其直接原因是特朗普發表勝選演講，宣稱將成為「所有美國人的總統」。

### 市場反轉背後有多重原因

彌合傷口並不容易，美國多州抗議活動仍在持續，但市場從特朗普瞬間理性的逆轉中找到了上升邏輯，即原先帶給市場的「黑天鵝」只是競選的「幌子」，恐慌情緒煙消雲散。

另一原因則是市場預期已提前反映。在FBI決定重啟調查「電郵門」後，標普指數連續九天下跌，可視作特朗普勝選的情景預演。其實，希拉里提高稅收、上調最低工資可能導致的財政緊縮和人力成本上升將壓制企業盈利前景；相反，特朗普減稅及大興基建等措施或直接或間接形成短期利好。

### 「百日新政」只是「看上去很美」？

不少分析認為，特朗普的「百日新政」可能推動美國經濟加快增長。主要包括兩穩（穩增長，美國GDP增速從2%升到4%；穩貨幣，在「痛恨低利率」和擔心「過高利率導致美元超強、融資更貴」之間平衡）、一寬（寬財政，大幅減稅）、一擴（擬投入5,000億美元重修高速公路、橋樑、隧道、機場、學校和醫院等）以及一護（貿易保護，美國優先）。減稅料會刺激消費需求，而基建則帶動原材料、設備需求，因此股市升得「有理」。

儘管共和黨全面贏得大選，政策推進預計會比奧巴馬時期順暢，但仍面臨三大「不可能完成的任務」：一是基建與貿易保護主義目標不可能同時達成，因為基建與國際貿易活動密切相關；二是通脹預期與強勢美元難持續同向。即使在1996前後資金流入美國最強勁的時期，通脹上升也伴隨著美元匯率的走弱；三是金融自由化與縮小貧富差距難兼得。1982年「列根新政」推出時，放鬆金融管制，市場利率下降，家庭收入佔GDP份額亦減少，貧富差距增大。據估算，減稅計劃將使聯邦債務10年內上升7.2萬億美元，收入下滑6.2萬億美元。美國目前債務上限已達18萬億美元，而共和黨一貫立場是反對上調上限。

### 不確定性或致市場波動

近期市場表現最大限度反映對「百日新政」的樂觀憧憬，但各項政策目前僅停留在口頭宣示層面，離形成可操作措施仍存不少變數。如45%的出口關稅或只是談判籌碼，原計劃取消的醫保方案和多德弗蘭克法案可能需要調整等。相信明年1月特朗普上台前，政策的「蜜月效應」仍有機會推動市場向好。一旦各項措施趨於成型，兩黨的角力（民主黨聯盟近日商議將全力狙擊其政策）、個人與政黨的矛盾（特朗普與傳統共和黨的分歧）以及移民、外貿政策或引發的地緣政治衝突等複雜因素相互交織，市場單邊利好恐難持續。Vanguard已預言未來股市下跌的機率大於上升。跟蹤股票資金流向的EPFR統計顯示，新興市場10月27日當周中止自6月30日開始的連續資金淨流入狀態（其間僅一周淨流出），11月3日-9日更錄得近19周以來最大流出規模（4.65億美元）。未來「特朗普效應」的發展與演變值得持續關注。

## 百家觀點

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

# 美通脹預期被帶起 市場一廂情願所然

經過兩星期的波動，全球金融市場回復平靜。說平靜，實不平靜。山雨欲來風滿樓之感，其實人人感受到。

由金融海嘯至今，投資者的共同願景，說穿了不真是經濟復甦，反而是復甦不復甦，並不相干，重要的是央行配合市場的情緒做事，既要不斷的寬量，不斷的減息，不斷的負利率，大力放水，讓資產價格自然有升值的基礎，但另一方面，又要適當時候讓太急勁的升勢放氣，別讓泡沫再爆破，以免系統性風險大增，見財化水。

對比之下，隨着美國總統大選的結果塵埃落定，大家轉眼間已不再避險之餘，更向前望多好幾步，例如，假如特朗普上場，會有什麼政策，對資產市場如何影響，可算是立即便反映，君不見當日亞洲時段的表現，跟美國時段的表現，相差不是表面的事。

最多人估的是什麼？顯然，所謂TRUMPFLATION，西方媒體近日的流行話題，自然是由特朗普上場，帶起通脹預期一事。

### 聯儲局多年努力起色仍不大

有看新聞的都知道，特朗普批評耶倫為首的聯儲局的貨幣政策，打算以財政政策為之。大家不妨想想，為什麼聯儲局努力了那麼多年，由金融海嘯至今，都沒有辦法把通脹預期搞上去，特朗普這位新丁，仍未上場，已經可以有辦法搞定？

說起來，不是難深的道理，是淺的，甚至是最淺的。通脹是什麼？不要馬上拿什麼CPI或PPI或PCE等來跟我說，這裡要的是概念，是定義。

那可簡單了，通脹的課本定義，就是普通物價持續上升。至於經濟學再深一層次的概念，所謂通脹，通貨膨脹，通貨不是貨物，是貨幣，那不就是明顯之至嗎？只有持續不斷的貨幣供應增加，就會有相應的普通物價持續上升。

然而，困難來了，聯儲局的貨幣政策，不就是提供了很多貨幣供應嗎？怎麼辦？為什麼沒有通脹呢？顯然，關鍵是大家量度通脹，一下子跳到去CPI或PPI或PCE，這些只是量度的工具，不等於量度得很好。當大量貨幣供應流進了金融資產的市場，那可有保證之後會同樣流進實體經濟的市場，上述這些量度，不是量度資產價格的，便沒有計算在內。

換言之，假如財政政策之下，以美國國情，財政吃緊，債台高築，最終還不是貨幣供應搞定？不同者，就是每一步都在實體經濟先行，那就有可能搞起用上量度去看的通脹預期。

### 良好願望 一切有待下回分解

話說回來，大家目前心中憧憬的，只是想當然的，憑候選人當日的片言隻語，良好願望，一廂情願地以為，當選一定照單執業。實情如何？可以很大的不同，競選時說的，當選後未必真要做，做也不一定做得好，更不保證做得好。不過，那已經是後話，目前可以憧憬的概念，就是手上的資訊，是有限，但聊勝於無，當然要把握時間。

當然，經過好幾天，大家忽然又停一停，想一想，真的可行嗎？故此，短線市況有點滯不前，沒有了上周的清楚方向。



■ 隨着美國總統大選結果塵埃落定，大家轉眼間已不再避險之餘，更向前望多好幾步。資料圖片

# 去產能續發酵 紙業表現分化

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理 何天仲

今年上半年，受上游紙漿價格下降以及供需趨於穩定等利好因素帶動，內地造紙行業盈利得到改善，行業景氣度有所回升。雖然下半年原料成本出現上漲，但紙企也紛紛提價，造紙業的盈利空間料可維持。長遠來看，隨着內地紙業產能逐步退出市場，龍頭紙企將獲得更大的發展空間，行業集中度可望進一步提升，值得留意。

自2009年起，內地紙及紙板產量便處於世界領先地位，惟同時亦出現了產能過剩等問題。為化解產能過剩、優化產業結構，內地政府提出在2011年至2015年淘汰造紙業產能1,000萬噸。事實上，2011至2015年間，內地實際實現淘汰產能達3,433萬噸，遠超目標值。在此期間，造紙業產能增速也較2010之前大幅放緩。2015年，內地紙及紙板產量為10,710萬噸，較2010年僅增長15.5%，同期消費量也僅增長約12.9%，行業競爭非常激烈。

### 生產成本降 生活用紙增速快

不過，內地紙業情況今年開始好轉。今年初，國際紙漿價格出現較大幅度的下調，部分產品降幅甚至超過三成，有效降低了造紙業的原料成本。此外，今年造紙行業料將繼續淘汰

落後的1,000萬噸產能，但今明兩年預計新增產能只分別為530萬噸及350萬噸，產能過剩的問題有望進一步化解。今年前三季度，內地上市紙企營運狀況明顯改善，不少企業已經準備上調售價以應對原料上漲，紙企整體營運狀況轉好的趨勢料可持續。

按用途分，紙張一般分為文化用紙、包裝用紙和生活用紙三類，不同類別的需求也不盡相同。隨着互聯網的興起，紙媒逐漸被冷落，文化用紙的消費量下降明顯，2015年新開用紙消費量同比下降6.85%，在三大類中降幅最大。生活用紙是增長最快的類別，2015年消費量同比增长7.64%，其產量和消費量自2006年起一直保持穩定增長，年均增長率分別為7.28%和7.23%。而包裝用紙的產量和消費量自2006年起均維持在年均增長率2.87%左右水平。

綜合來看，由於供需關係改善，造紙業階段性反彈可望持續。龍頭紙企實力較強，可把握淘汰產能後市場機遇，進一步提升市佔率，從而增強對上下游的定價權。惟長遠來看，紙業產能過剩局面仍未發生根本性轉變，未來造紙業發展將更加注重環保、節能，企業生產投入將會加大，或對業績造成壓力，投資者亦需留意風險。

康宏投資研究部環球市場高級分析員 葉澤恒

特朗普爆冷當選下任美國總統。金融市場在揭曉一刻曾經出現震盪後，現時表面上已經恢復平靜，但上週四至週五，市場才出現另一種反應。炒高的資源價格，卻突然急下跌。美債息率抽升，而新興市場貨幣大幅下跌。在特朗普當選後，我們要注意什麼因素影響大市走勢呢？

### 三行業前景相對樂觀

對美股影響方面，有三個行業的前景相對樂觀。首先是藥物及生物科技股，較為理想的是以一籃子形式持有，而非個別醫藥及生物科技股，主因投資者會較為憂慮美國食品及藥物管理局對新藥的審批權。至於藥物及生物科技股的ETF或互惠基金是較為可取的。ETF方面，可以留意iShares Nasdaq Biotechnology (IBB)或SPDR S&P Biotech ETF (XBI)，兩者分別持有超過180隻及接近90隻的股份。

金融股亦可以看看一線，主因自金融海嘯後，美國的監管部門對各金融機構的態度較以往嚴謹。例如禁止自行交易、繳交天價罰款等，均令金融機構的收入大不如

# 白宮換新主 股匯起波濤

前之餘，在應付法律訴訟亦令相關開支大幅增加。共和黨上場後，預料相關法例將會獲得放寬。投資者可以留意美國地區銀行股的SPDR S&P Bank ETF (KBE)。

### 資源股調整入市良機

另外，由於預期特朗普將會大幅增加基建開支，以刺激經濟增長，預料對資源類的需求將有一定的上升空間，特別是他提倡多使用傳統能源，例如煤。雖然近日相關行業似乎出現調整，但在調整完成後，似乎是一次不俗的入市良機。此外，相關的基建股亦可受惠。另外，在傳統能源行業中，亦要留意石油價格，主因特朗普對伊朗核問題可能再度成為焦點，或令中東的關係惡化，故即使美國本土的石油供應可能回升，油價亦可能因應中東局勢緊張而上升。

至於不利的行業包括新能源行業，主因由於特朗普支持多使用傳統能源，令投資者相信新能源行業未來獲得政府的資助將會減少，令相關行業經過奧巴馬時代的好景後，可能又再陷入停滯的情況。這亦解釋了為何特斯拉汽車(Tesla)股價於特朗普當選首日曾經下跌超過5%。

另一個可能受影響的行業是科技股，主因他曾指蘋果應把手機iPhone的生產搬回美國，以增加本土就業。另外，他亦指責多間科技公司在多個問題上不合作，故投資者憂慮他會對科技行業採取行動。

至於對海外市場方面，特朗普鼓吹的美國本土生產，可能對新興市場的影響較大，主因他認為要令流失的製造業職位回流至美國，需要增加由新興市場進口的關稅，特別點名提及中國及墨西哥。因此，在特朗普當選後，墨西哥貨幣披索大幅下跌。

### 新興市場或現走資潮

除了貿易上影響到新興市場外，特朗普的財政政策及其本身對貨幣政策的談話，亦影響到新興市場。他主張大力發展美國的基建，可能令美國需要發行大量國債，變相令美國的貨幣需求緊張。另一方面，對美國勞動需求緊張，以及增加原材料的需求，通脹將會升溫，令聯儲局未來加息的步伐加快，影響到資金由新興市場回流至美國，對新興市場股匯值均可能帶來影響。雖然美元受短期息率上升的步伐轉急而向好，但由於



■ 圖為紐交所交易員。 資料圖片

美國國債龐大，令聯儲局可能要考慮大幅加息，將令美國政府的債務利息負擔加劇。此外，美國債務龐大，亦可能影響到美國的主權評級。因此，金價即使短期受壓，但中長線有望向好。

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。