

# 強美元加特朗普 美聯儲政策兩隱憂

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周是2017年第一個交易周。內地監管機構加強外匯和資本流動的宏觀審慎監管，人民幣匯率保持基本穩定，市場避險情緒下降，香港股票市場上漲。上周恒生指數漲2.28%，收於22,503點，國企指數漲2.30%，收於9,611點，港股日均成交金額為516.5億元，較上上周有所增加。

美聯儲上周公佈的12月貨幣政策會議紀要顯示，美聯儲在12月的加息決定已經在一定程度上將未來財政刺激政策的影響考慮在內。聯邦公開市場委員會(FOMC)委員比較關注未來積極財政政策對貨幣政策的影響，以及特朗普政策的不確定性和複雜性對美國經濟的潛在影響。部分委員認為，更積

極擴張的財政政策可能帶來比預期更緊縮的貨幣政策，但是緊縮的政策和美元走強的緊縮作用將抵消積極財政政策對經濟的刺激影響。由於目前並沒有具體的財政刺激政策的細節，各委員目前對於未來美國經濟和利率的預期皆只能是試探性的。部分美國近期公佈的11月核心PCE物價指數同比增長1.6%，環比則持平，均低於市場預期。PCE是美聯儲最為關注的通脹指標，PCE增速低於預期，預示美國四季度經濟增長可能會放緩。

## 勞動市場朝目標前進

美國勞工部上周五公佈了2016年度最後

一份非農就業報告。數據顯示，美國12月非農就業人數新增15.6萬人，不及市場預期的17.5萬人。同時，勞工部將11月新增非農就業人數由17.8萬人上修至20.4萬人；12月失業率由上月的4.6%上升為4.7%，低於美聯儲設定4.8%的長期目標。另一項廣義失業率指標美國U6失業率為9.2%，較11月的9.3%進一步改善；12月勞動力參與率為62.7%，與11月數據持平，仍在近40年以來的低位；12月平均每月工資同比增長2.9%，高於11月2.5%的增幅，同比增速創2009年以來新高，環比上升0.4%。筆者認為，雖然12月新增非農就業人數略遜預期，但是勞動力市場總體依然保持穩步增

長，2016年全年新增就業達到216萬，連續第六年超過200萬。同時，薪資增速再創新高，失業率維持在低位，表明美國勞動力市場正在朝着美聯儲設定的貨幣政策目標穩步前進。

## 加息周期料緩慢推進

筆者認為，雖然美國經濟三季度擴張速度有所加快，但是美聯儲仍然對未來的加息路徑保持一定的謹慎。從其公佈的12月會議紀要中，可以看出美聯儲對未來特朗普政策的不確定性和強勢美元表示擔憂。會議紀要公佈後，美元走弱。筆者認為，美聯儲貨幣政策的基調仍將以穩健為主，

此輪加息周期將會緩慢地推進，預計2017年加息兩次。美聯儲在12月會議會議上保持2018年GDP增速2.0%和未來長期GDP增長1.8%不變，長期經濟增長率僅為美國過去50年年均增長率的約一半，反映了美國未來經濟仍然保持溫和擴張走勢。2017年美聯儲將召開8次會議，根據聯邦基金利率期貨推算，市場預期第一次加息最早將在2017年6月的聯儲會議上，加息概率70%中。

(本文為作者個人觀點，其不構成且亦無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

# 特朗普尚未上場 投資者獲利離場

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

踏入2017年，投資者不難發現，針對去年美國總統大選結果公佈後出現的一波強美元行情。短期有一點調整，不同資產價格也有相似反應，只是幅度或程度有差異而已，但方向相當一致。

一般人可能會奇怪，為什麼特朗普尚未上場，相關主題已經不能再播下去？不是說美國聯儲局會把加息步伐加快，甚至近日聯邦公開市場委員會的會議紀錄，皆顯示出各委員對於加息的主流觀點是加快？箇中關鍵是對於新總統可能推出的財政政策，將可能帶來的通脹預期如何，才是分歧所在。因為到目前為止，大家尚在猜想中，究竟最終會推出的財政政策是何模樣，未有具體估算可以客觀進行矣。

## 避險預期轉為加息通脹

何以未到新官上場，上述的大行情已有修正？其實，熟悉市場運作的人，對於上述的行情變化，一點也不意外。首先，投資者是向前展望的，不是看着倒

後鏡來作出決策的。正因如此，才會在大選結果剛見明朗化之時，便馬上由避險的買賣方向，轉為加息和通脹預期。人心易變，市場參與者的預期變化起來，絕對不會等。

既然如此，已經用了一個半月有多多的主題，信者早已信，不信者維持不信，但信的人不會增加，只會趁好機會，先利鎖定期，為其信念帶來的好處作一短暫的總結。當人人都在說1月20日是重要日子，但投資者的思維會遠快於此，外界說的可能是新聞片段內最具有象徵性的一刻，但市場參與者真金白銀的押注，不會等到那一天。

是的，若大家估計別人會有獲利回吐，趁好消息落實時出貨，那麼，儘管某個投資者相信這個主題的長期真確性，但短期而言，他或她亦深知道，買賣供求的力量是向着另一方向走。起碼短期而言，有一批人會在當天離場，便有另一些更早一點，而按此後退的思維推理，便有更多人在未到1月20日的1



■特朗普尚未就任美國總統，其當選的主題行情已接近消化完畢。路透社

月初，便開始沽貨。如此類推，直到有關的力量減至很微弱，才停下來，找到其應有的均衡。

故此，大家不必覺得奇怪，為何明明尚在1月初，便已經走前了好幾步。事實上，若要追究起來，11月中的大選後，明明特朗普尚未絕對確定當選，仍有選舉人制度的變數，甚至就算當選，亦未知是否真的落實兌現競選時的承

諾，又或者就真真的推行，程度和結果如何仍是難以預料，但起碼投資者已嘗試預測未來幾年的步伐，並以此信念去押注。一直是預期，是向前望，是對將來的一個估計，最終結果當然有偏差，一定有不同，但投資者就靠這個那個的猜想，不論猜中或猜不中，去生存或競爭的，只要大家的看法不同，皆可以押注。

# 去全球化2017年真正發威

熱點透視

James Saft 路透專欄作家

股市終究會像債市一樣，真正感受到去全球化(de-globalization)的影響，不過這可能需要一段時間。

特朗普當選美國總統，猶如一道晴天霹靂，掩蓋了現實中的噪聲：貿易增長的腳步放緩，全球經濟更為緊密相連所帶來的效益在下降。

所以雖然債市投資者想到了特朗普的減稅增支計劃將提高通脹，但股市的注意力則主要集中在這些計劃無疑將給企業獲利帶來的提振方面。

股市的漲勢因此被引燃，與債市的急劇地壓成冰火兩重天的鮮明對照。隨後人們不僅開始琢磨特朗普可能實施的貿易限制的長期影響，還會思考全球經濟政策更偏重國內大趨勢的長期影響。

「現今民粹主義在全球的擴散似乎尤其其表現為國內的愈發偏重，而將犧牲貿易和移民。」RBC Global Asset Management的分析師Eric Lascelles、Eric Savoie和Daniel Chornous在一份客戶報告中稱：「全球貿易已經略有下滑。貿易和移民減少有負面的經濟影

響。伴隨民粹主義而來的則是通脹上升，因廉價的外國商品(和低工資的移民)被更為昂貴的國內元素所取代。」

雖然有人並不認同「民粹主義」和去全球化的融合，但特朗普贏得美國總統大選，以及英國公投脫歐所勾勒出的未來政府輪廓，將會壓制商品和人員的國際流動，這一點毫無疑問。

## 貿易增長放緩毋庸置疑

貿易增長放緩也是毋庸置疑。世界貿易組織(WTO)預計，2017年全球貿易僅增長1.8%，正是4月時預估的一半。這也只是國際貨幣基金組織(IMF)對2017年全球產出增長預估的一半多一點。近幾十年來，隨着中國和世界其他地區聯繫更為緊密，貿易增長一般是經濟產出增長的150%左右。

貿易增長低於國內生產總值(GDP)終將拖累經濟整體增長，特別是經濟受到債務水平高企影響時。

「2012年至2014年全球增長放緩，以及2015年商品和服務貿易下降的幅度

顯示出，全球一體化進程背後的動能發生了變化。」聯合國貿易和發展會議(United Nations Conference on Trade and Development)上周發佈的報告指出：「事實上，衡量全球確實最常用的指數——全球貿易額與GDP之間的比值顯示，經濟相互依賴度在下降。」

此外據IMF，在1995年至2008年間，全球化為全球經濟年增長率貢獻了十分之一個百分點。自那以後，貢獻率降至可忽略不計，而未來全球化和經濟增長則可能會倒退。

## 美貿易壁壘設置料增多

需要注意的是，所有的這些趨勢正在演變成不利因素，而在此之後，我們將領略到特朗普的政策、英國脫歐，以及明年選民有望選出內向型的領導(尤其是在歐洲)所有這些事件所帶來的影響。

特朗普已提名經濟學家納瓦羅來領導新組建的白宮全國貿易委員會。納瓦羅是《致命中國：美國如何丟掉製造業》影片的導演，並且他曾在去年與投資人

Wilbur Ross一道稱中國是「全世界最大的貿易騙子」。這兩人將在特朗普政府的貿易政策方面擔任先鋒，且有跡象表明，至少對美國貿易設置的壁壘會增多。

這方面在2017年產生的影響，將不及削減公司稅和假期現匯匯回的影響大，但其影響會更長遠地持續，且還可能影響深遠。到某個時候，股市投資者可能會將此因素予以考慮，或許最早明年下半年就會如此。

「全球可進入的市場對大多數企業而言非常重要，因為這意味着企業不用那麼依賴本土消費者和國內市場，可擁有很廣闊的視角。」Mellon Capital投資策略主管Sinead Colton表示：「限制更大，機會就更少。這樣的邏輯表明，企業整體上會不那麼盈利，從而可能導致投資減少，整體成長率更低。」

雖然移民減少帶來的薪資增長或許有經濟益處，但企業卻無福享受，原因是他們的經營成本可能會因此受到衝擊。去全球化在今年會開始被更直接地感受到，而且這樣的感覺會令市場不爽。

# 2017年內地樓市主打「平穩」「居住」

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

2016年中央經濟工作會議公告中出現了超過20個「穩」字，表明為今年的經濟和樓市定了平穩基調，強調房屋的居住性，而非投資性。還使用綜合手段，研究及建立長效機制，防止樓價出現大起大落。

如果把2015年和2016年年底中央經濟工作會議對房地產政策描述互相比較，大家很容易看出基調轉變。2015年中經會中央鼓勵為樓市「去庫存」，但是2016年中央看重新防範金融風險，重心轉變為「抑制地產泡沫」；並且首次說明加快研究建立長效機制，採用「組合拳」方式，以金融、土地、財稅、投資、立法等多渠道手段，期望達到今年樓市平穩性、居住性、區域平均性目標。中央早前清楚指出今年GDP目標會適度降低到6.5%，以配合房地產平穩發展所帶來的經濟增長負面效果。

內地幅員廣闊，經濟發展步伐差異頗大，形成一二三四線城市發展情形非常懸殊。一線城市發展已趨於成熟，當地樓價已得到市民實質收入穩步增長支持，形成所謂「溢出效應」，資金流向鄰近熱點二

線城市。無怪乎去年出現二線「四小龍」的廈門、南京、蘇州和合肥。雖然經過整整一年的「去庫存」，三四線城市房地產庫存局面仍需要堅持一段時間。2016年中經會指出「重點解決三四線城市房地產庫存過多問題」，中央會通過優惠政策傾斜，協助三四線城市解決供應過剩問題。一邊提振當地經濟以鼓勵一二線原居民回老家發展，一邊減少當地未來幾年土地供應量，堅持起碼3年至5年才可望扭轉這些三四線城市的困境。

## 經濟增長短期料回落

筆者同意中央經濟工作會議是朝向正確方向走，但是落實挑戰極大。當前，房地產已經綁架了經濟，今番政策轉變必然引起經濟增長短期回落，中央政府需要着力堅持，不可怕經濟陣痛而重蹈以往放鬆樓宇銀根使樓價再上升的教訓，相信中央政府將有巨大意志切實執行。

中經會公告提及要加快研究符合國情、

適應市場規律的基礎制度和長效機制，但是並沒有具體說明什麼政策工具。一般相信是籌備多年的房地產稅。根據國家經濟智庫機構的國家行政學院透露，官方已設計幾份房地產稅草案，但於面積折扣等細節上未有共識，可能在2020年左右推出。中央當然明白單靠稅項是不足以解決樓價高企局面，還需要結合貨幣、土地、投資、立法等手段。不過，如何於房地產稅真正實施前的過渡期去抑制房價升勢，還是中央未來幾年需持續理順的問題。

## 樓宇投資需求需疏導

再者，內地發達地區中產崛起是不爭事實。根據2017年《社會藍皮書》發佈暨社會形勢報告會上，中國社科院指出中等收入群體佔全國總人口37.4%，且來自「新社會階層」的家庭年均收入接近29萬元人民幣，中產人士對投資工具的剛需求不斷加大。中央政府明確地扭轉樓市定位，若市場不配合，樓宇投資需求不獲得有效疏導，這股溢出力會令樓價不容易受控。如何建立



■今年內地樓市主打平穩基調。圖為福州建設中的房地產樓盤。資料圖片

其他房產投資工具如房產信託基金、非住宅投資基金、休閒/養老物業項目、基建項目等，正是政府應該着力研究的方向。

可以預見，今年內地房地產是平穩、居住年頭，一二三四線城市房價分化，漲跌不一，且分城市、分區域趨勢是主流方向。主

打區域整體均勻發展，以一二線城市拉動鄰近三四線城市是全省、各地級及各縣級市共同推進的經濟目標。

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。