

特朗普上任在即：聽其言不如觀其行

財經評述

中銀香港高級經濟研究員 蘇傑

距離特朗普1月20日正式上任不到十天，市場對其當選後的記者會首秀期待已久，在記者會之前，1月10日道指收跌0.16%，標普指數平收，納指則連續三日創新高，美元兌一籃子貨幣幾無變動，石油市場持續收跌，黃金期貨繼續收漲，並逼近每盎司1,190美元的六周新高。

記者會後，1月11日美股三大指數收市均微升，美元跌至一個月低位，石油市場大漲3%，黃金期貨繼續收漲，並逼近每盎司1,200美元關口。

特朗普首秀傳遞哪些經濟金融信息？其經濟政策能否如數落實？「特朗普效應」是否還能持續發酵？這些都是市場十分關心的。

理想與現實不確定性難釋懷

隨着特朗普勝選，「特朗普經濟學」一時成為關注焦點。梳理其競選以來發表的經濟政策主張，主要包括兩穩（穩增長，美國GDP增速力爭從2%升到4%；穩貨幣，或在「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）等。因此，此次記者會之前，投資者希望其能就減稅、增加基建支出及放寬金融監管等政策公開更多詳情，甚至公佈大規模刺激政策時間表。但是，特朗普整場記者會除

了大談未上任即取得若干成績和猛轟企業高藥價之外，所有細節仍然欠奉，其政策的不確定性始終難以釋懷。

其實，針對其經濟主張的自相矛盾之處，彼得森國際經濟研究所、高盛首席經濟學家Jan Hatzius、克魯德曼、薩默斯等人均有過抨擊，大抵集中於三個方面：基建與貿易保護主義目標不可能同時達成；通脹預期與強勢美元難以持續同向；金融自由化與縮小貧富差距難以兼得。必須指出的是，奧巴馬任職的8年期間，美國國債增加了9萬億美元，截至1月9日，美國債務總額為19.95萬億美元，債務佔GDP的比重高達110%左右，遠超60%的國際警戒線。這與列根上任之前僅有不到1萬億美元債務大相逕庭，或

成為特朗普推行減稅刺激計劃的最大掣肘。

「特朗普效應」或面臨拐點

從勝選到上任，特朗普持續利用社交網站發佈政策主張，除去政治、外交、軍事等話題之外，主要涉及敦促製造業留美、創造更多工作崗位等，反映貿易保護主義勢必成為其施政重點。

如重申將對從國外外包公司進口產品徵收35%的懲罰性關稅，要求蘋果公司生產線回流、各大汽車製造商將墨西哥生產線遷回美國以及拉攏軟銀投資、與阿里巴巴馬雲會面等。另外，在中美關係方面，特朗普除屢次在匯率、貿易甚至「黑客」問題上指責中國，其執政團隊更招攬一批對華強硬派。儘

管目前市場普遍認為中美全面貿易戰不大可能發生，但雙方圍繞匯率、知識產權、市場准入以及鋼鐵進出口等方面的摩擦將更為嚴峻。

隨着特朗普正式上任，其不可能總是通過「出口術」施政，「特朗普經濟學」必須從理想走入現實操作層面。正如近兩日的市場行情所反映的，「特朗普經濟學」有多少可以得到落實？貿易保護對美國的利好與衝突如何平衡？

美國經濟真的可以實現3%-4%的增長？一系列的問題目前都是未知數。從聽其言到觀其行，市場自其勝選以來極度亢奮的「特朗普效應」逐漸消退的風險亦勢必上升，值得持續跟蹤觀察。

記招未提經濟政策 上任前行情已回吐

百家觀點

永豐金融集團研究部主管 涂國彬

從聖誕和新年假期回來後，各大資產主要在調整之中。大家都在等待新一年的行情，尤其是關注特朗普即將在本月20日正式上任。特朗普這個充滿話題性和不確定性的人物，會出什麼招，非常程度地影響着美國未來經濟前景，乃至全球市場，就連美聯儲記錄也談及官員們對政治不確定的擔憂。

特朗普在紐約進行競選成功後首場新聞發佈會，原本預期會有和基礎設施建設或者減稅等刺激經濟措施相關的細節透露，從新聞發佈會前美元和美股的升勢，就可以看出這樣的預期。然而，略有些失望的是，特朗普只是炮轟製藥和軍工等領域，令相關板塊出現重挫。

美匯雖然一度受到特朗普重申徵收高額邊境稅的影響而反彈，不過，很快又進一步下跌。自從上個月站上102水平後，美匯升勢一度受阻，遲遲無法作出突破。畢竟在息口方面並沒有什麼新的刺激，直到上週四開始，圍繞102爭持並測試50日線，進一步回探50日線支持，短線還是有調整需求，但只要不跌破100水平空頭，就不至於佔主導。而強美元相信還是大格局，近期反彈的非美貨幣包括人民幣還是有下行壓力。未來市場的焦點，仍要關注特朗普政策以及美聯儲行動。

美10年期國債買需強勁

在特朗普沒有闡述經濟政策主張的影響下，保守的投資者湧向避險資產包括黃金和債市，反而美債收益率普遍下跌。美國最新拍賣10年期國債，買需強勁。

事實上，從去年底開始，投資者就開始慢慢重新回到美國國債市場，在此之前美債息率跳升，一度引發恐慌。黃金則從聖誕節開始一掃去年11月開啟的下跌陰霾而從低位反彈，而且在新一年的7個交易日內有六日上漲。美元走軟，同樣給黃金帶來動力逼近1,200美元。然而，利淡黃金的基本面沒有改變，中長線看當前金價的反弹料只是一時的，後市還將走軟，好友要保持警惕。其他貴金屬同樣充滿上行動能，白銀、鉑金和鈀金走出低位分別挑戰前期高點。

油市壓力不輕 突破不易

油價受到產油國減產協議帶動，然而，進入去年12月開始，升勢明顯受限，保持在高位震盪，有兩個因素制約，一是投資者關注產油國能否真的遵守協議，畢竟他們中不少有前科；二是美國產油量不斷上升的情況，投資者擔憂這樣的升勢會不會抵消油組國減產的

作用，尤其是當需求端沒有增長時，油市面臨不小的壓力，要作出突破不易。

硬脫歐機會大 英鎊看淡

2017年另一個需要關注的事件是英國脫歐，而上周英國首相的講話令硬脫歐可能性增強。去年市場在非常短時間內消化了這一意料之外的事件，然而，誰也不可否認，脫歐後影響遠比想像中大。雖然最近的數據表明經濟增速穩定，但貿易數



■特朗普在紐約進行競選成功後首場新聞發佈會，只是炮轟製藥和軍工等領域，令相關板塊出現重挫。美聯社

據令人失望，而相較數據，政治因素對英鎊作用更大。英鎊在脫歐後一度反彈會1.25水平之上，不過，好景不長，很快又受壓回落，並在近期創新低，後市即使反彈，升幅亦有限，還是存在下行壓力令英鎊跌穿1.2水平。

整體而言，踏入2017年，市場已在1月20日正式就任前，從特朗普當選後行情作出回吐，目前開局之勢，恐怕尚未見今年真章。

軍工業聚焦資產證券化

何天仲 比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

國企混改無疑是今年市場關注焦點，其中，繼中石油集團和中國鐵路總公司傳出將推進混改後，中國兵器工業集團（下稱兵工集團）亦提出將積極推進混改，加上此前有望成為首批試點企業的中國船舶與中國核建，軍工行業混改可望提速。

不過，軍工行業由於涉及國家安全等敏感信息，預計改革將率先在純民用領域展開，且以資產證券化和員工持股等為主要手段，值得關注。

早在上年9月，國家發改委部署國企混改試點工作時，中國船舶與中國核建便與東航集團、聯通集團、南方電網、哈電集團等央企被列為首批試點企業。

軍工作為本次國企混改試點七大行業之一，在首批試點企業中佔據較大比重。軍工企業普遍擁有深厚的技術積累，在自身領域競爭優勢大，混改可以提升其市場化管理水平，釋放發展潛力。

混改激發潛力 業績反映需時

以中國船舶為例，其目前是中国最大的造船集團，形成了船舶修造、海洋工程、動力裝備、機電設備、信息與控制和生產性現代服務業務等六大產業板塊。

其中，船舶修造業務佔其過半收入，但受全球船舶業低迷影響，船舶修造業務表現平平。為激發增長動力，中國船舶近年積極推進業務轉型，如大力發展生產性現代服務等業務。

不過，只有業務升級還不足以保持集團長久競爭力，市場化管理才是出路，而混改則是市場化改革的重要一步。

推進員工持股 激發員工潛力

本次混改，中國船舶將主要實行資產證券化和員工持股兩種方式。其中資產證券化主要包括公司合併、優質資產注入、推動優質子公司上市等。

通過資本市場來推進混合所有制改革，完善法人治理結構，有助提升公司營運效率及推動軍民融合。

目前，中國船舶資產證券化率約為40%左右，兵工集團資產證券化率僅26%，提升空間均還很大。此外，推進員工持股，也可激發員工潛力，提升公司對優秀人才的吸引力。

可以預見，資產證券化將成為本次軍工領域混改的主要方式，參與試點企業的資產證券化水平將可得到明顯提升。混改有助公司完善治理結構的同時，也可壯大資本實力。

業績反映改革成效需較長時間

不過，混改觸及頂層設計，推行期間難免遇到阻力，且業績上反映改革成效也需較長時間，投資者也需留意風險。

美就業市場不俗 網購威脅傳統百貨零售業

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

美國公佈了去年12月的官方就業數據，非農職位增長15.6萬份，較市場預期的17.5萬份少，而11月份的職位增長由原先估計的17.8萬份，大幅增加至20.4萬份。至於失業率方面，去年12月為4.7%，符合市場預期，較11月的4.6%高0.1個百分點，是自九年低位回升。至於勞動力參與率方面，按月升0.1%至62.7%。

工資上升速度加快成亮點

雖然非農職位增幅略遜市場預期，但並非相差太遠，故當公佈後美元一度下跌，但及後已經出現反彈。雖然全年新增非農職位215.7萬份，較2015年的274.4萬份為少，但工資按年上升2.9%。這個數字不但較市場預期的2.8%為多，而且是2009年6月以來最大按年升幅。至於按月方面，亦上升0.4%，較市場預期的0.3%為高。

為何工資上升對市場是好消息呢？第一，過去幾年的按年工資並未足以刺激美國消費市場表現，而且不少人把賺到的金錢儲起來或償還債務。目前工資進一步上升，令工人對美國經濟的信心逐步恢復，而市場預期未來消費市場表現將會獲得更大的改善。第二，聯儲局自金融海嘯後，一直憂慮美國通脹未能出現反彈之餘，更擔心出現日本式的通縮漩渦。目前商品及工資上升，料可以推動美國通脹回升，紓緩聯儲局過去數年對物價浮浮沉沉的憂慮。第三，美國消費市場對經濟增長的貢獻比率大約在七成左右。一旦消費市場表現活躍，再加上更多企業在美國設立生產線的話，將對美國經濟增長有幫助。

至於新增職位方面，在醫療及社會工作方面的職位增加超過六萬份外，更加留意的是製造業新增招聘1.7萬人。不但終止連續四個月的下跌，更是在特

普勝出大選後出現。是否代表特朗普對企業的施壓已見成效仍有待觀察，但總算給美國人帶來一些希望。另外，雖然美元近月持續上升，但製造業招聘增加，或反映美國企業對海外經濟前景信心有改善。

消費模式改變值得留意

雖然市場普遍預期，在美國勞工市場持續有改善的情況下，美國消費市場將會受惠。但更值得投資者留意的是，美國消費者的模式改變，對美國企業的營運帶來的影響。

自從科網熱潮後，美國人的消費模式似乎有明顯的改變，由以往周末坐車前往購物中心購物，變為增加網上購物。

在這個消費模式改變下，令美國人減少把車輛駛往購物中心，令購物中心及一向以依賴銷售店吸引消費者的商舖，

所受到的影響較大，連帶對汽油方面的使用量與及購物中心的商業價值亦受到影響。

相反，由於網上零售大行其道，故對網上零售商來說是好消息。因此，上週三，美國梅西百貨(Macy)宣佈於首季關閉68間分店及裁減3,900個職位。去年11至12月的購物旺季，同店銷售收入按年下跌2.1%。雖然集團強調大部分分店的業務仍然良好，但仍有人流量減少的壓力，而公司的網上購物走勢仍然保持強勁。

因此，投資者宜留意，雖然美國就業市場表現持續復甦，但不代表所有零售行業均可以受惠。一些傳統百貨公司，例如Macy、同業的JC Penny、Gap、Kohl及Nordstrom等傳統零售商需要進一步急速轉型，或受到網上零售行業的淘汰。相反，網購零售商未來仍有發展空間。

科技主宰生活 板塊成投資焦點

陳德翹 興證國際證券私人銀行董事總經理(認可財務策劃師)

回顧整個2016年，金融市場可以用「波動」2字總結來形容。外匯市場、商品以及股市都是大幅波動。2016年初先以中國爆發股災開始，引發一班國際大戶紛紛唱淡中國言論，說到就像是2008年金融海嘯的2.0版本，但到年尾不但沒有發生，而且美股持續創新高，年初至今道指升幅達13.8%。

在金融市場，無論是牛市或熊市，總會有一資產會跑贏大市，因為資金一定會找地方停泊，美股每次調整/出現黑天鵝都是買入機會，特別是矽谷一系列的上市公司，如Facebook(FB.US)、Nvidia(NVDA.US)和Applied Materials(AMAT.US)等股份，一年回報最高可以是以倍數計。

矽谷一系列公司前途無可限量

筆者覺得矽谷一系列的公司前途無可限量，因為它們的發明總是漸漸改變你的生活習慣，包括智能手機、虛擬實景、無人駕駛系統、人工智能和無人航機等。而且科技

類的公司受經濟以及貨幣政策的影響相對舊經濟模式的公司少，未來數十年科技會主宰我們生活的一切，生活與科技已經息息相關。

人工智能的崛起將取代人類大部分的工作，ADIDAS(ADS.GR)開始用3D打印和機械人去製造球鞋，GOOGLE(GOOG.US)和UBER大幅投資無人駕駛取代傳統司機，鴻海開始使用機械人生產iPhone等，相信再過十年矽谷的公司會比華爾街投資銀行更能賺錢。

若你只會困在1,977隻港股抱怨找不到投資項目，倒不如將部分資金衝出香港作海外配置，亦可以作美國相關科技股的基金配置，分散風險並享受其升浪。

油價因供求逆轉轉期走高

油價自OPEC在11月30日宣佈減產後一直穩定在50美元之上，減產是推動油價的一個轉捩點，2017年上半年油價應會再穩步上揚，測試更高水平。油價在油組以及非

油組國聯手減產後已穩定在每桶50美元之上，這個50美元水平相信已是OPEC共識的支持水平。

在12月30日最新的CFTC數據顯示，期油的投機長倉倉位是2年以來最高水平，1月1日減產協議將會正式生效，預計油價在17年上半年會因供求逆轉急速上升至60美元，投資石油的話可以選擇購買石油相關基金或石油ETF。

雖然近期美國經濟數據強勁，但市場對2017年加息3次這個預期並不買賬。在彭博的數據顯示，2017年第一個加息概率超過50%的FOMC會議只在6月，如果市場是對的，第一次加息應該最快發生在6月。

港股今年料有波幅有升幅

美國加息周期對香港，以至新興市場的衝擊仍為未知之數。中國經濟自7月起開始穩定(官方製造業指數由7月的49.9慢慢升至12月的51.4)，加上在北水支持下，自12月19



■未來數十年科技會主宰我們生活的一切，生活與科技已經息息相關。資料圖片

日恒指跌穿22,000點後，南下的滬港通流入資金不斷增加，如無巨大兼帶破壞性轉變基本面的消息下，又在超賣水平(12月23日恒指14天RSI低於30水平之下)絕對是配置好機會，但相信港股有波幅有升幅的狀態應該會在2017年持續下去。

(筆者為證監會持牌人，並沒有持有上述提及之股份)

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。