低增長高就業 美經濟現矛盾

財經評述

戴道華 中銀香港高級經濟研究員

2016年首三季美國經濟按季環比以年率計算的實質GDP增長率分別為0.8%、1.4%和3.5%；以同比計算則分別為1.6%、1.3%和1.7%。全年計增長率預計在1.6%左右，顯著低於其歷史長期平均水平。另一方面，美國的失業率一度降至自2010年復甦以來新低的4.6%；美股三大指數道指、標普500和納指近日均創下歷史新高；美國住宅樓市價格指數Case-Shiller 20大城市指數亦創下復甦以來新高。如何看待這樣的矛盾現象呢？

勞動參與率持續走低

傳統的經濟學對於GDP增長率和失業率之間關係是這樣描述的：經濟增長的步伐要持續高於其潛在水平，才能有效降低失業率。不過自2010年開始復甦至2016年，美國年度的實質GDP增長率分別為2.5%、1.6%、2.2%、1.7%、2.4%、2.6%和1.6%（預測），是歷史上較慢的一次復甦。低增長下失業率仍能再創4.6%的復甦新低，在次按危機和金融海嘯之前，美國失業率的紀錄低位是2006年10月時的4.4%，再早則是2000年科網股泡沫爆破前的3.8%，但當時美國經濟增長率均是高達3%至4%的。

對此現象最直觀解釋是勞動參與率持續走低，導致低增長下失業率仍能創新低。若參考美國勞工部最廣義的失業率統計（U6系列，包括失業、兼職和放棄尋找工作者），最新跌至9.2%的復甦新低，與2006年低位7.9%和2000年低位6.8%之間的距離，較傳統的失業率要大一些，顯示低增長所帶來的就業改善確實有差強人意的地方。不過有關差距卻也是有限的，並不足以否定整個美國勞工市場的復甦。

GDP量度方式或低估

至於資產價格與經濟增長方面，傳統觀念是股市和樓市走高，會產生財富效應，刺激經濟增長，然而在低增長格局下這一關係似乎也不太成立。在聯儲局已經兩次加息、其資產負債表已經不再擴張達兩年半下，美國兩大資產股市和樓市近月價格同創新高（前者為歷史新高、後者為復甦新高）。其中，道指、標普500和納指的P/E（市盈率）分別為18.9倍、21.3倍和34.3倍，與長期歷史平均水平比較已算偏昂貴，惟仍低於2006年次按危機和金融海嘯爆發前水平，亦顯著低於2000年科網股泡沫爆破前水平。背後或有資金從債市轉投股市，也可視為投資者對上市公司盈利的預期樂觀，承擔風險的意慾也提升，惟這與GDP低增長是有所矛盾的。

美國Case-Shiller 20大城市價格指數最新創下191.8的復甦新高，其歷史高位是2006年7月危機前的206.5，兩者差距僅為7.1%。假以時日，相信美國住宅樓市價格創新高只是時間問題。另外，聯儲局數據顯示美國家庭按揭還款佔其可支配收入的比率最新降至4.47%，顯著低於危機時7.19%的水平；美國家庭財務負擔相當於可支配收入的比率也降至15.44%，亦顯著低於危機時18.12%的水平，顯示美國家庭去槓桿仍在進行中，住宅樓價整體水平創復甦新高的背後比起當年應該說健康得多，惟它與GDP低增長也有所矛盾。

GDP與這些指標要素關係發生根本變化，要素其中一方的量度出現問題。前者並非無可能，全球不少經濟體均出現類似現象，或許是緊財政（去槓桿）、寬貨幣政策組合的結果。對於後者，近年不少經濟學者均提出了GDP傳統量度方式有低估嫌疑，包括對創新、免費網上服務等量度不足等。有關影響可能兩者兼而有之。不過GDP的評估方法長時間才形成，要改恐怕也需時不少。另外，統計方法改變之後主要影響的是總量還是增量還是未知之數。目前市場上的主要關注點在其增量，即GDP增長率之上。

環球政經不穩 資產波幅加劇

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

踏入2017年，市場重新將視線聚焦在兩大問題上，一是特朗普新政，二是英國脫歐。政治不確定性令各資產波幅加劇。在美國大選之後日圓就一路受到強勢美元壓制，並在聖誕前後靠穩。進入新年後，隨着風險情緒的回落，美元回軟讓日圓不斷走高。

周初，英國首相文翠珊成功將大家的注意力鎖定，有報道稱其將針對脫歐進行講話，或首次明確表態退出單一市場。因為她之前承諾3月底啟動正式談判，所以投資者對此十分敏感，不希望錯過任何線索。如此加深了大家對應脫歐的擔憂，令英鎊在周一開盤就暴跌，一度跌破1.2水平，觸及三個月來最低。

英國脫歐再成焦點

其實，從脫歐以來，英鎊就已經累積跌近兩成，雖然金融市場很快在公投後修復，但對於英國乃至歐洲的影響又怎會只是一時。

雖然近期經濟數據企穩，但政治不確定性成為左右英鎊的主導因素。年初美元走軟未能給英鎊太多上升空間，始終受制於50日線，直到周一重挫，將市場情緒降到冰點。好在英國央行行長卡尼跳出來展現鷹派立場，給英鎊帶來支持。

隨後英國首相也真的如預期般強調不會留在歐洲共同市場，同時表示將致力建設環球化的英國。顯然，有了預期，首相的言論並沒有那麼悲觀，加上買預期賣事實，恐慌情緒隨即紓緩，英鎊出現反彈，大漲3%，一舉升穿5日線、10日線和20日線。

美元關鍵位有支持

與此同時，特朗普在其周五正式就職之前憑藉一句美元太強引發市場震盪。他認為，美元過於強勢導致美國企業失去競爭優勢。美國大選以來，美元一直保持強勢，動能十足，大家憧憬加速升息。不過，在升到102至104水平後，加上沒有新的息口方面的刺激，美元暫時乏力上行，並在近期跌破區間回落。特朗普的言論更是直接將美元推至100水平這一重要支撐位。

不過，在這個關鍵位，耶倫重申加息，加上數據和褐皮書的影響，還是給美元帶來較大的支持。美債收益率和美元擴大升幅。美元止跌反彈，收復前一日大部分跌幅，不過受制於10日線和50日線，料100水平還是不俗的支撐，只要不破100水平，淡友不至於佔據主要地位。如此一來，美股表現不一。

匯市上，非美貨幣紛紛回落。美元兌日圓結束其連跌反彈1.8%，重拾50日線，嘗試重返115水平之上。澳元和紐元在新年開始紛紛從低位反彈，走勢強勁，不過昨日兩者均回吐前一日升幅，紐元跌穿百日線，在0.72的水平阻力面前遇阻；澳元暫時守住百日線，看後市能否重返0.76水平之上。反彈了一日的英鎊同樣回吐，繼續受制於50日線。

貴金屬方面普遍受壓，金價不得不結束七連陽作出調整，隨着逢高沽空力量的加強，回踩每盎司1,200美元的支持。雖然上行格局沒有被破壞，但短線調整需求大。

可見，目前各類資產受政治不確定性影響非常大，投資者較敏感，料這周的這種大波動將在未來一段時間時不時出現，尤其是匯市債市和黃金將尤為明顯。

■英國首相文翠珊成功將大家的注意力鎖定在英國脫歐之上。 新華社

內地債市風險增 股權融資加速

何天仲 比富達證券（香港）市場策略研究部高級經理

■人行一度向市場注入流動性。 資料圖片

近月內地債券市場風起雲湧，在資金緊張及美聯儲加息等多重利淡因素夾擊之下，內地債券收益率大幅攀升，甚至一度引發了信任危機。上月15日，內地十年期及五年期國債期貨全線跌停，引發市場巨震。雖然其後人行迅速向市場注入流動性，令債市疑慮消除，但在違約風險升高、中國貨幣政策轉向中性偏緊及美國加息預期增強的環境下，2017年債券市場仍難言樂觀。債市低迷可能會引發資金流入股市，惟違約風險增加也容易導致系統風險出現，其影響值得關注。

無可否認的是，債務違約風險已成為內地潛在「黑天鵝」之一。2016年全年，內地債券市場共發生73宗信用風險事件，較2015年上升了108.6%。其中有72宗發展成違約事件，涉事違約債券達79隻，違約金額達408.36億元（人民幣，下同），同比增長174.1%。債市違約案例和金額大增，令市場風險厭惡情緒升溫，導致債息率上升增加了發債成本，同時也增加了系統風險出現的幾率，上月底債市出現的踩踏事件便是活生生的例子。

違約行業增多 債券融資收緊

就行業來看，2016年內地債券違約主要集中在鋼鐵、煤炭、有色及機械設備等產能過剩及周期性較強的傳統行業，但同時農業、食品及物流等行業也出現違約案例增多。更令人憂慮的是，過往違約主要發生在民企身上，但上年國企及央企也開始出現違約，且已成為違約主力，大挫市場信心。債券違約頻發與經濟增長放緩有較大關係，但企業本身槓桿過高、經營不善才是根本原因。為去槓桿及控風險，上年內地有大量債券被取消發行。其中，2016年最後兩個月由於債券違約加劇，共有100多隻、約1,100億元人民幣規模的債券被推遲或取消發行。不過，由於2017年預計將有約5.5萬億元人民幣信用債及短期融資券到期，違約風險仍然高企。事實上，上年10月底監管層已發佈文件，明確收緊房地產、煤炭及鋼鐵行業的債券融資，政策針對性強，更同時達到去槓桿與調結構的目的。

外圍方面，美國加息預期增強已對內地債市構成壓力，特朗普大興基建的政策，也會引發大宗商品價格上漲，進而推升內地通脹水平，利淡債市。由於目前內地仍處於去槓桿及供給側改革的關鍵時期，相信央行加息機會較低。整體而言，2017年債市投資機會或有限，股市將更受資金青睞。近期監管層紛紛支持IPO正常化，顯示股權融資佔比將會進一步上升，惟債市違約風險增加也會拖累股市表現，投資者需注意風險。

住屋供應增 穩市場信心

陳東岳 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）

特首梁振英公佈任內最後一份施政報告，在土地房屋方面頗着墨。這證明他雖然不參選連任下屆特首，但房屋問題是港人共同關注的大課題，他仍盡最大努力去從方方面面設想，以增加未來的房屋供應，滿足香港對住房的龐大需求。

施政報告公佈，未來三四年一手住屋供應量達9.4萬個，這是近年新高，顯示他任內致力對增加可建屋土地供應，漸見成效。私人住宅未來幾年，每年將有二萬多個單位推出應市，供應充裕之下，市民現階段毋須高價入市，這個數字的公佈，有平抑樓價仍然向上的期望管理作用。當然外圍政經環境尤其是美國新總統上場後，美元利息走向等因素亦會影響未來樓市去向，但起碼本土因素中，新增供應充裕起着穩定市場信心作用。

■梁振英任內最後一份《施政報告》對土地房屋方面着墨甚多。

公屋供應要合理平衡

特首表示額外找到25幅具建屋潛力用地，如改劃順利，可建6萬伙，將八成撥作建公屋即可建4.8個公屋單位。原本先前一般理解是，覓得土地建屋是四成建私樓，六成建公屋，但今次是八成建公屋，雖然有可能是這批新土地的客觀條件如所在地點，較適宜作公屋用途，但亦可能是由於多次「加辣」後，私人住宅交投下降，未來可騰出空間建較高比例的公屋。在這一點上面，筆者想提出維持一定數量的土地建私樓的重要性，除了影響私樓新增供應量，亦關乎政府每年從賣地取得的庫房收入，所以不可以傾斜向只建公屋，要維持一定合理平衡。

運房局較早時候宣佈，所覓得可興建公屋土地，只能建23.6萬伙公屋單位，距十年目標的28萬伙，仍欠4.4萬伙。未知特首所稱可能新增的4.8萬伙，是否未計算在前述的23.6萬伙之內，假如真的是額外新增4.8萬伙，即是未來十年可建公屋已超逾28萬伙，亦即可以達標。

過去4年雖然梁特首致力增加土地房屋供應，並曾多次「加辣」管理樓市措施，但樓價仍然居高不下，這個與按息環境持續低企有關。近期內地資本入市亦與人民幣下調匯價有關，或許這些外來因素並非本地政府可以透過任何調控措施去回應。在樓價仍高企下，增加資助房屋，以折扣價出售予符合資格人士，是滿足市民置業需求的可行辦法。有消息指政府今明兩年將有7,200伙居屋推出，對綠白表申請者來說皆屬佳音。

長遠來說，梁特首提出思考利用小量生態價值不高的郊野公園邊陲土地作公屋用途，筆者亦認同可作這方面研究。在以人為本，住屋為先的考慮下，港人應有共識作出取捨，希望下屆政府能夠繼續進行這些方案，為解決困擾港人的房屋問題取得成績。

特朗普對中國貿易帶來挑戰

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

共和黨的特朗普將於今晚宣誓就任新一屆美國總統，開始其任期。他上星期的演說中，透露了對中國貿易問題的強硬立場。此外，特朗普亦對韓國及墨西哥顯示了敵對的態度。一旦特朗普上場後，真的與中國及其他新興國家爆發貿易戰，投資者應該怎樣作出部署呢？

■特朗普對中國貿易問題立場強硬。 新華社

目前美國是中國的第二大貿易夥伴，僅次於歐盟，中國目前則是美國第一大貿易夥伴。2015年，美國從中國進口的貨品金額達4,800億美元，對中國出口的貨品價值只有1,160億美元。因此，可以計算出中國對美國的貿易順差相當龐大，亦難怪特朗普對於中美貿易目前的狀況十分着緊。今次他能夠順利當選，主要是由於不少以往是美國製造業核心的州份，皆由特朗普勝出，故可以說是兑現承諾的時候。

2015年，美國國內生產總值規模達到18萬億美元，當中私人消費便高達12萬億美元，佔比近七成。美國私人消費中的汽車及配件、休閒用品及交通、傢俬及家用設備及衣裝等部分與中國出口的相關性較高，但佔美國總體消費的比重只有12%。至於細分選項中，以紡織及鞋具、家電及個人用品的比例較高。中國出口在這部分商品中的佔比大約5%左右，亦即大約2,000億美元，再加上服務業的151億美元，意味着2015年中國出口往美國的消費品總額大約2,151億美元。

貿易戰爆發機會不大

特朗普在競選時提出，對中國徵收45%的關稅。因此，在他勝出大選後，投資者憂慮中美之間可能爆發貿易戰。他近期再表示，若果中國願意與美國就人民幣及貿易問題展開磋商，以及能夠保護美國工人的利益，否則美國目前的「一個中國」政策可能作出改變。

其實他的言論，雖然以政治行先，但並非沒有商討的機會。對中國徵收45%的關稅似乎機會不大，主要是由於這個政策不但會損害美國在中國的企業利益，更會把中國對美國貨品需求進一步被拖低，且亦會增加美國消費者的消費成本。

家電或遭徵懲罰關稅

況且，中國目前是全球第二大貿易進口國，中國從美國進口大量農產品外，亦有飛機及集成電路等。美國不少金融機構，往往成為中國企業在香港或美國上市的投資銀行保薦人或承銷商，故一旦兩國爆發貿易戰，對美國的企業亦可能帶來嚴重損失。中國亦可以在其他國家找尋代替美國的產品，故對美國實施貿易保護主義的機會不大。

在特朗普上台前夕，奧巴馬政府卻宣佈對韓國品牌三星、LG生產自中國的洗衣機分別徵收52.2%及32.1%的懲罰關稅。這兩個品牌，目前於美國洗衣機市場的份額佔比已達21%，對美國本土品牌惠而浦帶來壓力。其實，美國並非首次對三星及LG的洗衣機作懲罰，早年兩個品牌在墨西哥生產的洗衣機亦受到相關對待，之後才把生產線轉移至中國。

根據資料顯示，中國對美國出口的家電，佔其總出口量達兩成。當中，對美洲出口的洗衣機、雪櫃、冷氣機及電視，佔中國的總出口量達到三成至四成左右。因此，一旦中美兩國爆發貿易戰，對中國出口往美國的家電行業可能受到較大的影響。

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。