倘有操縱匯率 人幣何以走強？

沈建光 瑞穗証券亞洲首席經濟學家

倘若美國單方面認定中國操縱人民幣匯率，並對華採取嚴厲的貿易制裁，應作好讓匯率自由浮動的準備。先動受制於人，後發制人反而增加應對砝碼，威懾效果有很大不同。

近日特朗普再次對人民幣匯率橫加指責，稱中國為「匯率操縱總冠軍」，顯示特朗普對華短暫示好後，並未放棄對華貿易戰的可能。然而，這一態度卻與新任財政部長努欽相反，後者曾在近日接受媒體採訪時表示，沒必要急於把中國列為「匯率操縱國」，並提及他與中國財政官員有過「很棒的交談」。

得益四因素 人幣趨穩定

儘管人民幣匯率指控仍然充滿疑雲，但今年以來，人民幣卻一改去年整體的跌勢，轉而升值1%，似乎並未給指責人民幣匯率操縱更多口實。今年人民幣匯率趨於穩定，主要得益於四點因素：中國經濟增長走勢的改善；資本外流管控措施生效；加息周期開啟，利於抵禦資本外流；美元走強未必持續。

綜上，筆者認為今年上半年中國內地經濟延續去年底的強勁增長走勢，整體下行風險不大。同時，面對海外的不確定性，決策層穩定匯率，防範大規模資本流出之下，繼續採取部分資本管制，甚至可能會犧牲部分貨幣政策獨立性的政策思路已然明朗。特朗普上任後的「三把火」並不順利，出師不利，美元指數也略有下降。在此背景下，筆者預計今年上半年人民幣兌美元會企穩，中值為6.9。

展望下半年，人民幣匯率走勢不確定性增加，主要是中美貿易關係能否波瀾不驚，中國去槓桿進程如何等。尤其是在當前中美爆發貿易戰的可能尚不能排除下，美國證實對人民幣匯率操縱的指控是打響中美貿易戰的首要一步，因此，中國把握匯率政策調整的火候十分重要。

先穩定匯率 能以靜制動

筆者在文章《特朗普陰影下，中國如何應對？》中所提，短期內匯率穩定，避免人民幣先貶值很有必要，可以做到以靜制動，不給特朗普對人民幣匯率指責的口實；將匯率應對作為後手，倘若美國單方面認定人民幣匯率操縱，並對華採取嚴厲的貿易制裁，應做好讓匯率自由浮動的準備。如此，自由浮動極可能意味着一次過的大幅貶值。

先動受制於人，而後發制人反而增加應對砝碼，威懾效果有很大不同。無論如何，倘若中美沒有爆發大規模貿易戰，今年年底人民幣兌美元最多貶值至7.3的機會仍在，更大的可能在6.9至7.3之間波動，中值是7.1。

（本文有刪減）

■筆者認為短期內避免人民幣先貶值很有必要，可以做到以靜制動。 中新社

全球股市多樂觀 港股心態上落市

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

今年首兩個月，全球股市展現的是一片榮景。雖然大家明白，央行在不久將來，由美聯儲開始傾向加息，而加息的步伐，有可能提速而行。然而，外界的解讀普遍樂觀，認為可以加息，正是走出金融海嘯的陰霾，實體經濟復甦有可見成果。

美股市場一片升勢，道指更是連漲11日，創1992年以來最長的連漲紀錄，但同時也看到了風險增加。內地股市延續之前的升勢，滬綜指連漲三周，但短線資金的熱情消耗較多，需要調整。港股表現頗為反覆，沽壓明顯增加，未能守住兩萬四，成交收窄。

市場焦點轉向兩會

從消息面上，不同地方一直有重點的事件。例如，目前港股投資者已把市場焦點或重點，轉向內地兩會的召開。從過往數據統計看，每到會前內地與香港兩地多為正面表現，這也在最近的市場表現中得到驗證。市場則在幾大分類或被輪番炒作，直到兩會期間回歸平靜。

兩會期間熱點較多，從經濟到民生，涉及到各方面，投資者一般從已經召開的地方兩會中挖掘。如此一來，混改是市場的主流猜測熱點，各地亦因地制宜，各有側重點，或成為國企改革的重點。除此之外，供給側改革、「一帶一路」等料均為重點。至於環保，每年兩會皆會提及，今年地方兩會也把其列為重要議題，這也是民之所想，尤其是治理大氣污染方面。

環保股短線或走高

任何一個熱點均是看市場能否形成共識，這也包括當熱點開始逐漸冷卻時，也要切勿貪心，總想着賣到最高點。目前來看，不少分類已累積不少升幅，回調風險大。包括水泥和鋼鐵股，受惠去庫存，從年初開始便走勢強勁，受到資金追捧。資源類、手機設備等均現獲利盤回吐；相反，中資電訊股也受到支持。相較而言，環保股升幅並不是非常大，包括新能源等，在短線或有衝刺行情，大概是年初至今升幅有限，如今才有機會逆勢放量走高。

顯然，隨着全國政協會議周五開幕的臨近，加上周內有不少風險事件，包括美國總統特朗普國會演講、褐皮書和美聯儲主席耶倫講話，以及國內製造業數據的作用，投資者可能偏向保守。從上周五和今日表現看，炒作熱度正在下降，大家普遍傾向先獲利平倉，持觀望態度，預料接下去的幾日，這樣的情緒將進一步明顯。

說到底，港股投資者已練就一種平常心，面對過去幾年的各地新聞，港股有種先天下之憂而憂的感覺，別人跌，港股跌得更多，別人升，港股跟不足。如此一來，投資者只會以區間上落的行情視之，不會一下子樂觀得太多，也不會太悲觀，相信這種心態，要很強大和明顯的趨勢改變，才能稍為扭轉，例如2014年至2015年A股起伏帶來的震盪，才有相應的表現。

■本周內有不少風險事件，包括美國總統特朗普上任以來首次國會演講。 美聯社

環球經濟暫時擺脫不明朗因素

Keith Wade 施羅德投資首席經濟師及策略師

特朗普正式就任美國總統後高調提出保護主義政策，真正的挑戰現在才開始：特朗普已正式就任總統並開始「重建」美國。他已經明確表示將會以「美國優先」為大前提處理各項貿易、稅項和移民政策。

股市中的通貨再膨脹交易似乎非常活躍，道指已升穿20,000點大關。然而，美國國債孳息率仍維持窄幅波動。由於特朗普的貨幣政策仍然不明確，美元亦輕微下跌。

我們仍懷疑新政府能否透過財政政策及貿易保護措施，帶來可持續的經濟及就業增長動力。這是由於財政方案或需要較長時間以獲得國會通過，加上以企業及富裕階層為主的減稅措施對實際經濟增長的影響有限。基本因素方面，我們亦認為美國經濟已進入增長周期的末段，就業市場已接近全面就業，因此刺激計劃或會帶來更高的通脹而非就業職位增長。

貿易保護將會限制市場上商品的供應，從而會帶來物價上升壓力。同樣，當局制定措施阻止企業透過向海外遷移以降低成本，這亦會導致物價上升。因此，通脹仍是新總統的經濟政策最有可能造成的結果。

我們的前景預測是基於以上因素，但調查數據意外正面，顯示經濟增長狀況良好，我們認為短期而言，美國的經濟將會表現良好。同樣，環球經濟的前景預測亦普遍相若。我們的經濟增長指標持續增強，已發展市場及新興市場宏觀意外指數自新年以來已觸及紀錄高位。

環球經濟增長料加快

這為投資者帶來進退兩難的局面，一方面是政治因素顯示貿易增長或會受到貿易保護主義的打擊，另一方面是數據顯示經濟活動持續改善。例如，亞洲（對環球貿易依賴度最高的地區之一）的出口增長已出現改善。亞洲（中國及日本除外）在11月錄得7.3%的按年增長率，日本出口總量於2016年第四季度錄得近3%的按季增長率。

環球經濟活動正受到以下因素的支持：一、實際家庭收入增長帶動開支增長，消費開支更趨穩固；二、存貨周期出現轉折。製造業及貿易成為主要受益者，並且第一季度有望錄得良好表現。在此環境下，我們或需要上調2017年的經濟增長預測。

現時的經濟活動加快，推翻了那些認為近期政治不明朗的因素將對經濟增長產生不利影響的觀點。主要例子是「脫歐」對英國的影響。許多言論曾警告英國將會面臨經濟衰退風險，但相反，英國經濟現時仍維持穩健。經濟師認為不明朗因素不利經濟活動，是因為這會損害企業及家庭的計劃及作出投資決定的能力。

經濟師大眾看法有異

那麼，我們是否應該忽略眾多不明朗因素，以及不用過於憂慮今後的各項政治事件（例如歐洲多國的選舉）？有幾點需要說明。

首先，各國會對其不明朗因素作出政策反應。英國方面，英倫銀行透過減息及重啟量化寬鬆計劃應對英國「脫歐」公投的影響。英鎊亦大幅下跌。這些措施導致貨幣政策大幅放寬，從而為經濟活動帶來支持。

更基本的原因是經濟師與普羅大眾對事件的看法存在差異。特朗普當選總統帶來更多政治不明朗因素，但對於許多美國人民而言是一個利好消息，因為他們認為這將會再度推動美國經濟朝着正確方向前進。由於特朗普承諾將會放寬監管、批准建造Keystone油管，或者僅僅由於人們相信特朗普能夠重振美國經濟，部分企業或會增加投資。士氣是企業成功的關鍵因素，企業及消費信心指數顯示民眾的士氣已被激發。

同樣，許多在英國「脫歐」公投中投下支持票的民眾亦是抱着前景將會改善的憧憬。雖然這很可能是因為民眾受到誤導而且最終可能會大失所望，但對於大量支持英國「脫歐」的民眾而言，他們似乎並無理由要即時開始削減開支。英國的信心狀況較美國更加參差。消費及企業信心指數在英國公投時一度大幅下跌，隨後兩者均回升。然而最近的企業信心有所增強，消費信心卻變得較為悲觀。這反映着民眾較經濟師對市場有着更正面的展望。

觀望美國數據 港股短暫牛皮

姚浩然 時富資產管理董事總經理

■市場觀望特朗普國會演說和美國將公佈的數據，港股走勢近期會較為牛皮。 資料圖片

雖然美股近期升勢有所減慢，但道瓊斯指數仍然錄得自1987年來首次連續11日創新高。惟筆者認為美股現水平估值已處於高位，並且市場對特朗普政策的正面影響已反映在估值中，相信現階段美股走勢會傾向牛皮，投資者態度會轉為審慎。港股投資氣氛亦受拖累，日均成交由近千億元回落至周一（27日）的745億元，恒指亦在24,000點反覆上落。短期內市場會先觀望特朗普的國會演說和美國即將公佈的數據，預計美股和港股走勢在消息公佈前仍然會較為牛皮。

美股能否再上一層樓，要看有沒有新利好消息刺激。特朗普將在美國時間周二（香港時間周三）舉行上場後首次國會演說，市場關注他會否提供更具體的稅制改革詳情；另外亦期望他會就基建、醫保和邊境管制等方面發表施政方針。若稅制改革大大有利美企，將有助美企的盈利能力上升，從而支持美股進一步向上。

關注特朗普施政方針

另一方面，美國即將公佈多項重要經濟數據，例如第四季修訂國內生產總值（GDP）、第四季個人消費支出核心指數和2月製造業採購經理人指數（PMI）等，這些數據將會影響美國聯儲局對加息時機的看法。雖然近期數據顯示美國經濟持續在復甦的軌道上，令市場對3月加息預期有所上升，但筆者認為3月加息的機會依然較低。畢竟特朗普政策對美國經濟影響仍然有待觀察，相信以聯儲局的穩陣作風，將會等待多些數據，證實美國根基可支持進一步加息時才會再上調利率，預計6月加息機會較大。

下月看好中資股表現

若3月加息預期降溫，將有利美匯指數轉弱，屆時港匯相對轉強，將有利資金再次流入本港，帶動港股上升。此外，港股正式進入業績期，近期幾間公佈業績的大型藍籌股榮辱互見，匯控（0005）業績差過預期股價大跌，相反友邦（1299）業績好股價反覆上升。筆者認為這業績期可帶動港股上升的機會來自中資股，早期因人民幣貶值和內地前景憂慮令市場對中資股的估值降低，惟現在若美匯指數保持穩定，加上中國內地數據顯示其今年開局不錯，若中資股業績表現良好，相信將可支持國指和港股大市上升。預計短期內港股觀望仍然濃厚，恒指將會在24,000點水平整固。

本港雞年地價愈升愈有

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

■啓德地區可以提供多幅住宅地和商貿地，屬兵家必爭主戰場。 資料圖片

上周是香港樓市的上升周。不僅反映二手樓價的中原城市領先指數終於升至歷史新高，同樣地政總署公佈鴨脷洲利南道地皮成為新一代地王。兩個廣東省起家的內房企業以逾168億元擲下鴨脷洲全臨海豪宅地皮，折合樓面呎價達22,118元，比市場預期的「最樂觀價」高出不少。

內房企水頭足連番奪地

這項賣地結果其實是延續去年第三季度的趨勢，中資積極以高價搶香港土地，尤其是大型的優質住宅土地。中資來港投地，由過往不足整體一成，近兩年急增至逾兩成，並且對競投大型優質住宅地皮愈見進取，每每以高於同區現時二手樓價的地價去投地，大有「志在必得」的氣魄，且連連擊退本地大型發展商，一舉改寫本港土地買賣歷史。

中資房企連番得手，已經說明香港的開發格式已經產生根本變化。以往香港開發商仍然主導土地市場，並且以合理的邊際利潤率投地，待落成後以當日附近樓價參考開盤，是「無往而不利」的，更加時常錄得相比投地時候所計算更理想的利潤率。

過去兩年，人民銀行多番「降準減息」，內房企取得充足低息貸款額，但是碰上中央連番打壓內地房價，令投資土地機會大減，遂轉戰香港買地發展。因為內房企資金充足，並且以往主要城市住宅樓價均價不高，他們已養成用高於「麵包價」的地價拿地，可以接受利潤率「長期」偏低。當他們昂然進入香港土地市場時，應用遠低於香港慣用的利潤率積極入市，自然將地價持續推高。不難預料內房股仍然積極向本港擴展買地的雞年，地價繼續向上創新高的趨勢不會扭轉。

上周內，香港政府連番發佈新財政年度的財政預算案和賣地計劃表。財政司司長表明「四不」：不為樓市減辣、不放寬首置壓力測試、不提供租金扣稅和不重推首置貸款，以避免推高樓價。

發展局隨後亦正式公佈2017/18年會推售28幅住宅用地，3幅商業/商貿用地及1幅酒店用地。

土地供應主戰場轉市區

如果以2015/16年、2016/17年及2017/18年三個財年的私人住宅土地供應量比較，可以看出新財政年度的整體供應量會是最高的。三組數字分別是19,870伙、19,780伙及31,600伙，說明政府的供地決心不退減，有助長期穩定樓價。不過再仔細分析新財政年度的土地供應，不難發現主戰場改為市區，尤其九龍啟德地區和觀塘安達臣道一帶。連同滾存住宅土地和新增商業土地，啟德地區可以提供十幅住宅地和兩幅商貿地，實是「兵家必爭」的主戰場。政府密集式推售啟德住宅地，固然有助地價急速攀升，更可集中推售大部分土地，有利該區短期內發展成為另一個九龍區的主要住宅、商貿及體育地帶。不過，如果該地區屢出地王，則反而令市民容易相信本地樓價「高溫不降」，爭相入市。

高地價固然令政府財政收入增加，但同時持續推高樓價，市民上車倍加困難。在餘下的任期內，香港政府無從「減辣」，但是再加「辣招」則要更加小心處理，考驗政府如何應對。筆者相信政府只可「微調」政策，如堵塞「一契多伙」的方法去認購一手房或訂立首置者可享4.25%印花稅的樓價上限等。

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。