

對外政策進退兩難 特朗普效應或持續

財經評述

蘇傑 中銀香港高級經濟研究員

相對於內政方面被動受困，特朗普施政半年來在對外經濟政策方面更多地呈現出基於「美國優先」原則主動與世界劃清界限的過程：從第一時間宣佈退出TPP到前不久的G20峰會上被「孤立」，美國對外經濟政策何去何從似乎面臨兩難。

氣候與能源政策利害取捨

3月28日特朗普簽署《能源獨立》行政命令，重寫「清潔電力計劃」；6月1日宣佈終止執行《巴黎協議》並啟動談判，引發國內外強烈抗議。

根據規定，簽署國只能在正式加入後三年才能申請退出，申請一年後退出才可生效，據此計算，美國正式退出時間要到2020年11月，屆時特朗普僅餘兩個月左右任期。退

出《巴黎協議》對美國的利弊難以準確核算。

美國或將失去在風能、太陽能、碳捕獲等新能源方面的技術優勢，也將促成中歐在新能源強強聯合更為緊密。去年美國有300萬人從事清潔能源行業工作，重新談判可能對就業造成不良影響。6月29日，美國宣佈包括審查美國核能政策、確保新煤電廠在海外建成、新的海上鑽探計劃以及建設通往墨西哥的新石油管道等一系列能源措施。

貿易保護產生雙刃效應

3月31日特朗普簽署關於設立貿易和製造業政策辦公室的行政命令，重點啟動針對鋼鐵、鋁、汽車、飛機、半導體等產品的貿易調查。然而，以「非法補貼」阻止中國出口

貿易、要求墨西哥政府支付美墨邊境圍牆費用等措施在現實層面均遭遇阻力。如墨西哥是美國第三大農產品出口國，美墨邊境圍牆爭議或影響農產品進出口協議達成；對加拿大軟木徵收最高30.88%的進口關稅也可能影響兩國進出口。半年來市場看到的更多是特朗普「出口術」後多家汽車廠商承諾把海外工廠遷回，涉及關鍵環節的邊境調節稅等具體措施至今欠奉。

「中美百日計劃」反成亮點

特朗普競選期間針對中國的種種指責與施政半年中美關係的走向形成鮮明對比。一方面，美國指責中方是造成貿易不平衡的主要責任方，針對中國進口產品的反傾銷與反補貼調查此起彼伏，相信在鋼材等重點領域的

爭拗難止；另一方面，中美爆發全面貿易戰的可能性愈來愈小。

4月美國匯率報告否認中國是「匯率操縱國」，兩國領導人在佛州海湖莊園會晤並發表聯合聲明，宣佈啟動「中美經濟合作百日計劃」。

5月14日，美國政府派員參與北京「一帶一路」高峰論壇，中國批准進口兩項美國轉基因產品，20日起允許進口美國牛肉。7月19日的中美經濟對話結束後美國大米可望首次輸入中國。相信在「美國優先」的前提下，特朗普盡顯唯利是圖的商人本色，為中美深化經貿合作提供契機。

經濟乏亮點 市場狂歡或持續

展望未來，對抗民主黨的制衡以及化解共

和黨內部矛盾仍是特朗普施政的當務之急。由於政策協調需時不斷延長，各項計劃最早也需等到明年春天國會復會後才可能提交實質審議。因此，在美國經濟陷入增長緩慢與低通脹、低利率周期背景下，3%的經濟增長目標或難較快實現。

自去年11月特朗普勝選以來，全球市場呈現出隨其各種政策進展上下波動並總體上揚態勢。接下來隨著各項法案的修正、磋商和國會程序推進，市場「特朗普效應」或將持續。相對於實體經濟層面的乏善可陳，在全球央行資產負債規模不斷擴大以及流動性仍較充裕的支持之下，市場借特朗普施政曲折進程的推波助瀾似乎是投資者樂見的選項。

（二之二）

美聯儲料先縮表 暫時放慢加息

百家觀點

涂國彬 永豐金融集團研究部主管

在全球主要央行有意從超寬鬆的貨幣政策中退出的同時，美聯儲的一舉一動更是受到關注。

近期經濟數據疲弱，耶倫也釋放鴿派信號，這讓投資者猜測加息步伐或放緩。果然昨日凌晨公佈的議息決定並沒有令市場意外，美聯儲決定維持聯邦基金利率1%至1.25%區間不變。

議息會後聲明整體偏鴿派

重點在於會後聲明，整體也是偏鴿派。聲明中對通脹的態度改變，認為整體12個月的通脹率指標都在下滑，承認通脹疲軟已經成為較為持久的現象。對於縮表，此次會議明確釋放縮表的信號，對於縮表時間的描述從「今年」變成「相對較快」，由此可以猜測或從9月開始進行縮表。

整體來看，美聯儲短期內應該不會加快加息的速度，連12月加息的概率也跌至四成。而縮表或許比預期推進的速度更快。不過，美聯儲並沒有停下加息周期的步伐，還將推進貨幣政策正常化。

這份聲明對各類資產產生較大影響。美股三大指數一度收窄漲幅不過很快反彈，在藍籌股強勁業績的支持下，道指最終創新高。昨早亞洲股市也承接樂觀氣氛，表現強勁，包括日經、韓國股指、澳大利亞股指等，恒指更是確認突破27,000關。VIX在聲明前曾低見8.84後很快反彈，不過仍低於10。

美匯指數更為敏感。近期表現就頗為疲弱，美聯儲鴿聲、疲弱數據以及政治不確定性拖累美元走勢。

美匯指數弱勢難逆續探底

在會後聲明再次確認鴿派態度後，美匯指數曾小幅上漲後迅速加快回落，不但跌破94水平，更是低見93.370，最終結束兩連陽回落0.41%。昨早更是延續跌勢，短期內弱勢難逆，還將下探新低。

而非美貨幣則趁勢反彈。歐央行高管表示歐央行明年起縮減QE合理，今年秋天將拿出一個決定，此番言論帶動歐元走高。在美聯儲聲明之後，歐元更是加強動能，擴大升幅，高見1.1740，創兩年半新高。加上經濟數據的支持，市場對歐元區經濟預測更樂觀，短線料仍有上行空間，向1.18上攻。

美元兌日圓回吐前一日升幅，沽壓加重，今早延續跌勢，低見110.78，不過之前日央行曾表示會維持超級寬鬆政策，限制了日圓上升的幅度。人民幣最新的中間價創9個月新高，離岸人民幣延續升勢，今早更是漲破6.74，高見6.7249，在岸人民幣更是高見6.7251。

商品方面最近有一波升勢。首先是疲弱美元給油銅等大宗商品帶來支持，加上產油國作出限產努力，以及美國庫存數據大幅下降，令油價大幅走高，布蘭特期油突破50美元。而銅價也受到帶



■ 近期經濟數據疲弱，耶倫也釋放鴿派信號，這讓投資者猜測加息步伐或放緩。果然昨日凌晨公佈的議息決定一如預期維持現行利率不變。美聯社

動，加上基本面的改善，突破水平阻力並創新高。

金價有望上攻1270美元

原本受到加息進程拖累的黃金趁此機會喘口氣。金價受到鴿派聲明影響，很快走出前兩日短暫的調整而動能增強，

曾突破1,260美元，並形成明顯的上行通道，有望上攻1,270美元。

白銀跟隨黃金的升勢，維持上行通道，突破16.5美元，短期走勢轉好，可看至17美元。不過長期來看，在加息大環境下，無息收的金銀升勢料仍是有限。

共同基金投資人的普世性問題：回報落差

James Saft 路透專欄作家

不論你身處全球哪個地區，如果你投資共同基金，你的做法很可能是錯的。這是投資研究機構晨星(Morningstar)首次在研究全球開放式共同基金投資人回報時，將進入及退出基金的時間點納入考量後，所得出的結論。

美國基金回報率低於一般基金

不過情況並非毫無希望，關鍵在於選用一些計劃，限制共同基金投資人不當的市場擇時(market timing)次數。在多數地區及多數基金種類中，投資者都飽受「投資回報落差」之苦。美國基金投資者的10年年化回報率平均3.96%，低於一般基金平均的4.33%回報率，如果投

資人在這段期間就這麼把投資組合放着不管，回報率則可以達到5.0%。

以盧森堡基金作為歐洲投資人的代表指標來看，投資人的10年平均年化回報率只有2.24%，遠低於一般基金平均的2.98%回報。新加坡、台灣、香港、加拿大投資人的平均五年回報率也是呈現落後，英國投資人則是差不多剛好齊平。

該研究衡量的是貨幣加權收益，而非更為普遍的時間加權收益。前者闡明的是流入和流出基金的資金，衡量投資者如何以及在何時實際將資金投入或者撤出基金。這與時間加權收益不同，體現的不是基金與市場相比的表現，而是基於一般投資者的行為和基金的表現，他

們的資金實際上的複合收益。

基金費用對回報影響也很重要

由於投資者試圖選擇市場時機，或是利用某一位基金經理的經驗，他們往往會搬起石頭砸自己的腳，會錯過回報率較好的時期，而在回報率變得低於平均水平之前介入。這一結果顯示全球多數市場和多數基金類型投資回報落差的普遍趨勢。該數據還表明，基金的費用也很重要，但並非僅僅從通常的控制成本方面來說。

「當考慮到費用時，投資者的回報往往會在基金費用上升時下降，而且回報率降幅往往大於基金費用之差，表明高

費用基金的投資者和基金經理的表現不佳，而低成本基金的投資者和基金經理往往更加明智，」晨星的Russel Kinnel在報告中說。

成本較高的共同基金為了證明收費合理，似乎可能會冒更大的風險。早前的研究亦顯示，資金流入較少的基金在隨後的一個月往往能產生更好的回報。

一份Research Affiliates研究顯示，資金流情況排名前20%的基金，次月產生的回報不到資金流排名墊底20%基金的三分之一。追逐alpha(阿爾法)，也就是表現優於同儕，是注定失敗的遊戲。(本報有刪節)



■ 圖為製作完成的晶圓。資料圖片

科網業績受關注 資金續債轉股

葉澤恒 康宏投資研究部環球市場高級分析員

標普500科技股指數年升23%

年初至今，標普500科技股指數已升近23%，是眾分類指數中表現最好，亦是自2009年以來首次。在眾科技股中，FANG已經連續上漲11天。Netflix股價亦受惠企業業績較市場預期理想而上升。據市場估計，科技股板塊在二季度的盈利可能會躍居第二位，僅次於能源板塊。對比2000年科網股泡沫，目前這些高市值的巨頭們有着真實的商業模式，產生大量現金流，產生收益。目前美國科技股的估值約為19.4倍，接近標普500的19倍估值，而在2000年，美國科技股的估值高達73倍。

美股頻破頂 看淡投資者績減少

追蹤標普500指數的交易所交易基金SP-DR S&P 500 ETF的空頭金額上周減少至389億美元，是2013年5月以來的最低水平。截至今年3月，看淡對沖基金的資產管

理規模總和只有43億美元，而在2013年時是71億美元。似乎看淡美股的投資者持續減少。EPR資料顯示，在截至7月12日的當周，超過30億美元資金湧入全球股票市場，是連續第七個星期錄得淨流入。

除了市場持續上升外，美股反彈的動力持續。今年，標普500指數出現兩次跌幅超過1%，此後該指數平均花了14.5天的時間收復失地；而在2016年，標普500收復超1%跌幅的時間平均為25.5天，2015年時該資料為80天。

從目前市況看，美股升勢仍可能持續，主要是資金由債市流向股市，聯儲局縮表在即，料更多資金由債轉股，令股市上升。但美國企業借貸可能受到資金欠缺的影響，令企業的發債成本上升。

預料投資者由債轉股的情況將會持續，但股市的估值有點高。若美股能借企業業績時稍為回落，將有利往後一段時間的表現。



■ 從目前市況看，美股升勢仍可能持續，主要是資金由債市流向股市。另外，聯儲局縮表在即，料更多資金由債轉股，令股市上升。法新社

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。