貿易戰升溫 需做好準備

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

3月1日， 美國總統特朗普表示，美國計劃對進口鋼材徵收25%的關稅，對進口鋁徵收10%的關稅，並預計在下周簽署正式法令。特朗普言論一出，引發多國表示反對和不滿，其他國家可能會採取對等的貿易報復措施。資本市場上對貿易戰的擔憂顯著升溫，美股三大指數上周四全面下跌。

筆者認為，美國總統特朗普具有明顯的貿易保護主義傾向，特朗普無論是在競選過程中，還是在當選後多次發表反對全球化、反對自由貿易的言論。數據顯示， 2017年對美國出口鋼鐵最多的三個國家分別為加拿大、巴西和韓國，中國在美國鋼鐵進口排名中位列第11位；2016年對美國出口鋁最多的三個國家分別為加拿大、俄羅斯和阿拉伯聯合酋長國。因此，具體到對華貿易政策上，本次美國將對鋼鐵和鋁加徵高額關稅的貿易保護措施對中國相關產業的衝擊似乎不大，但如果貿易戰有所升級或蔓延，全球經濟復甦或受顯著影響。近年，隨着中國經濟的逐步崛起，美國貿易保護的矛頭重點轉向中國，中美貿易局部摩擦迅速上升。全球市場對特朗普政策不確定性和貿易戰的預期大幅上升，避險情緒明顯上升，風險類資產價格可能經歷一輪短期劇烈波動過程。

中美局部摩擦可能加劇

筆者認為，中美貿易局部摩擦可能進一步加劇，但美國對中國發動全面貿易戰爭的機會不大。首先，特朗普在競選中的首要對外貿易承諾是重新談判北美自由貿易協定。考慮到貿易談判的曠日持久和繁雜細緻，美國政府恐怕並不樂意雙線作戰，同時發動對華的貿易戰爭。其次，美國和中國之間的貿易和投資往來規模巨大，涉及到的產業鏈條不僅種類繁多且聯繫緊密，這意味着發動對華全面貿易戰不僅將招致在華業務巨大的美國汽車製造商、電子產品製造商和飛機製造商的反對，還可能進一步影響到美國經濟的長期增長，最終的結果可能是兩敗俱傷。

第三，當今世界經濟的全球化程度已達到史上非常高的水平，主要國家通過深度參與全球產業鏈分工已融為一體，可以說一榮俱榮、一損俱損，貿易戰對全球經濟的影響非常大。中美作為全球最大兩大經濟體，在世界經濟總量中佔比分別達到近25%和15%，在全球商品貿易中佔比分別達到16%和10%，中美貿易關係對全球貿易投資活動具有重要溢出效應。根據彼得森國際經濟研究所的研究結果，若中美全面展開貿易戰，美國GDP增速將在2018年跌至0.3%，並在2019年陷入經濟衰退，其失業率也將在2019年大幅攀升至8.4%。

中國製造業轉型壓力增

短期來看，中美貿易局部紛爭的加劇將對雙方的貿易均產生不利影響，影響的程度則主要取決於雙方對進口依賴程度和雙方產品可替代程度。中美局部貿易爭端中，中國部分勞動密集型產品尤其是對美國市場依賴度和可替代性皆比較高的產品可能面臨更大挑戰，被越南、柬埔寨等國家產品所替代的進程可能有所加快。從中長期來看，中美貿易紛爭將給中國製造業轉型帶來更大壓力，中國需要加快經濟結構調整和產業優化升級，加速從勞動密集型產業轉向技術和人力資本密集型產業，在重要製造業領域建立自主化產業鏈體系，逐步降低對美國技術的依賴。值得注意的是，在美國退出TPP的背景下，中國在推動全球自由貿易中的地位將進一步凸顯。在這一契機下，中國可以進一步推動「一帶一路」倡議，宣導一種新型的國際經濟合作與發展新模式。一方面鼓勵「一帶一路」沿線國家和地區企業公平競爭進入中國市場，另一方面借助「一帶一路」沿線國家和地區的勞動力和原材料優勢，調整中國產業佈局，提高產業鏈的生產效率，拓展中國的對外貿易。**（節錄；本文為作者個人觀點，不構成且無意構成任何金融或投資建議）**

鮑威爾講話惹關注 股債大波動

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

全球股市在去年表現相當強勁，各地股指紛紛創出近年來的新高，市場氣氛相當熱烈。這樣的升勢也延續到了今年1月，然而2月表現整體慘淡，主要股指均錄得下跌。

尤其是在2月初一場對通脹上行和升息加快腳步的擔憂而引發的股債雙殺下，市場變得更為脆弱和敏感。恐慌指數VIX以往基本圍繞10水平上落，但在2月一度高見50.3，打破了這片平靜。在市場好不容易消化了利淡消息，VIX連續回落兩周，風險資產逐步超跌反彈，美股更收復了大部分失地之後，美聯儲新任主席鮑威爾的首秀打亂了市場的步伐。

首秀解讀鷹派

上周二鮑威爾對2018半年度貨幣政策報告和經濟問題進行聽證。顯然他還是延續了耶倫的觀點，對經濟增長態度樂觀，認為通脹正在上升至目標。雖然他表示不希望預判什麼，但市場解讀其更偏鷹派，並提升了對今年加息次數不止3次的預期。

由於投資者高度關注此次講話，大家均在開始了解這個新主席，希望從證詞中摸索到他的處事態度和作風，就像我們試圖去了解每一任主席一樣。由於是首秀，對市場的影響更加獲得放大。

美股美債受壓

剛回升的風險偏好立刻減弱，VIX結束四連跌而在當日反彈17.66%。美股美債下跌。原本靠穩的美股倒跌，並將跌勢蔓延到第二日的亞洲市場，普遍低開，包括港股，周三早上低開231點，並低開低走，由此結束四個月連陽的升勢。

美債其實在前幾日有所反彈，但受到鮑威爾言論影響受壓。10年期美債收益率靠穩20日線，升穿10日線而漲至2.8934%，2年期收益率則接近9年最高。美元則重拾動能，一舉升破90水平這一阻力，觸及兩周新高。

看到此番景象，鮑威爾恐怕自己也沒想到，所以在第二次聽證會上有意淡化被市場解讀的鷹派色彩，表示未有證據證明美國經濟過熱，這讓美股一度上漲。實際上從上周二鮑威爾鷹派言論開始道指就連續下跌四日，累挫逾1,000點。這也不能完全賴在鮑威爾身上，特朗普的關稅言論讓貿易戰擔憂加深，也給美股帶來壓力。

美元衝高回落，曾高見90.932後就轉跌，結束兩日連陽，更在上周五失守好不容易爬上去的90水平，並由此收窄周內升幅至0.06%。由此非美貨幣獲得支持，並給一度低探每盎司1,302美元水平的金價帶來動力，上周四收窄跌幅，周五便重返每盎司1,320美元一線。

然而，美債雖然震盪，仍在高位。上周四一度測試2.8%一線，好在有承接，周五靠穩，可見10年期美債收益率雖從逾4年高點回落，但上行趨勢仍在，突破3%只是時間的問題。

總體來看，基調還是對經濟相當樂觀的，且是全球的協同復甦，不能說股市要轉熊，但至少各類資產波動性會加大。當然未來還是要看真正的經濟數據表現，所有的猜測也將在本月內21日的FOMC會議得到進一步驗證。

■鮑威爾日前稱沒有跡象顯示美國經濟過熱。 新華社

外圍拖累投資氣氛

姚浩然 時富資產管理董事總經理

踏入3月，投資者對2月的大幅波動猶有餘悸，新任美聯儲主席鮑威爾上周的言論又被解讀為偏鷹，令市場對息口再度敏感。加上美國總統特朗普宣佈將徵收鋼鐵及鋁材關稅，市場憂慮會觸發貿易戰，因此環球股市在過去一周累跌不少。此外，十三屆全國人大會議正式揭幕，至20日上午閉幕，預計會議期間A股走勢靠穩。

上周鮑威爾指未來仍將循序漸進加息，以避免經濟過熱及爭取達到通脹目標2%之間作出平衡，但他未有排除今年加息4次的可能，令市場感覺鮑威爾的言論偏鷹，刺激美國10年期國庫債券孳息率重上2.9厘，拖累美股下跌。筆者認為，市場已明白美聯儲加息勢在必行，關鍵在於今年將如普遍預期般加息3次還是多於3次。若美聯儲的加息依據仍主要是依賴經濟數據，現時數據未有顯示通脹上升速度加快的跡象，則筆者傾向認為今年將加息3次，以確保經濟保持穩定增長。預期美聯儲在本月的議息會上將加息四分之一厘，隨着循序漸進加息，美國10年期國庫債券孳息率跟隨趨升亦屬正常，但相信今年上半年仍在3.5厘以下。筆者認為只要孳息率處於合理水平，市場冷靜過後仍會回歸至較重視企業基本面因素，以美國企業現時的業績應可支持相對較高的估值。

現階段談貿易戰言之尚早

另外，特朗普表明會對進口鋼鐵及鋁徵收關稅，市場憂慮若這並非單一事件，未來還會有其他類別的進口關稅，那麼事情有機會演變成環球貿易戰。因為若推廣至其他類別，牽涉的國家和利益將會更多。筆者相信並非所有國家均會坐以待斃，尤其是一些有議價能力的國家，如歐盟和中國等，若這些國家聯合起來對抗美國，相信美國將得不償失。因此，筆者認為現階段談環球貿易戰仍言之尚早，相信「狂人」特朗普仍是有分寸的。

內地方面，十三屆全國人大會議揭幕，國務院總理李克強的政府工作報告指今年國內生產總值（GDP）目標增長6.5%左右。筆者認為GDP增長目標定在6.5%水平合理，因為目前中央着重高品質增長多於高速增長。近年的施政重心大多放於去槓桿減低風險和調結構的央企重組中，這些政策的效益需要較長時間反映，因此相信今年的GDP增長會較去年慢，預計2018年中國GDP在6.5%至6.8%之間。

環球股市基本面仍然穩健

總括而言，雖然短期投資者情緒較為審慎，但是環球股市的基本面仍然穩健，相信港股中長線表現仍然樂觀。人大會議期間內地股市有機會窄幅上落，港股短期支持位為29,300點。

加息預期提升 引發市場恐慌

盧浩德 興證國際證券私人銀行副總裁

2月份環球股市極為波動，這一轉變是由聯儲局主席鮑威爾上任開始。其間，股市大瀉令環球投資者極度恐慌，一直被金融機構長期做空的恐慌指數被大挾淡倉。根據CFTC數據，其倉位更由長期淨空倉轉成淨長倉，美國10年期國債息率更升至逼近3%水平，所有的轉變均在一個星期內完成，市場的恐慌是源於對通脹升溫至加息預期提升。

在2017年耶倫在任期間，聯儲局只加了3次息，每次加息耶倫皆對市場注入充分預期，聯儲局故意拖慢基於通脹未達標，所以容許資本市場持續上升。前達拉斯聯儲主席Richard Fisher曾經說過，美國的股市上漲是美聯儲所做的，2009年開始利用股市上漲手段去解決經濟問題；市場在2月的拋售行動明顯對這手段在鮑威爾上任後的持續性並不樂觀。

聽證會反映美聯儲偏鷹

在耶倫最後一次的FOMC和鮑威爾在任的首次聽證會皆異口同聲齊說現時資產價格「高企」，後者更聲稱不會因為市場波動影響聯儲局的決定，一展其鷹派立場。年頭美國出爐的經濟數據無論在就業或通脹均超預期，如果數據持續向好，加息次數/ 加息幅度的確會有增加的機會，歷史上控制通脹必須在開始上漲時就要壓制，否則便會太遲。

藍籌業績期 港股或反彈

恒指在2月頭拋售後開始急速反彈，且幅度之大比起1月份的強勁升市時更多更急，成交量卻愈來愈小，幾乎每天皆是大幅度裂口高開，顯得有點托市派貨的味道。北水在2月27日出現首次流出的日子，相信3月的拋售潮可能要到月尾FOMC加息後才會稍作穩定，配合各大重磅藍籌業績公佈市場應該有所反彈，但升回高位的機會有待觀察。不過筆者相信，聯儲局已經下定決心不會再為股票市場提供支持。**（筆者為證監會持牌人士，沒持有上述股份權益）**

投資應着重可持續收益

Dorian Carrell 施羅德基金經理

收益需求仍然維持強勁，但投資者承擔的風險或較想像中更大。其中一個顯著的問題是，愈來愈高比例的投資收益是來自於愈來愈集中的股票及債券。

以債券為例，許多債券提供高於4%的「持續」收益，但這是假設投資者能夠至少取回購買債券時所支付的金額。然而，許多（甚至大部分）債券的交易價高於償還價，這意味着投資者持有債券至贖回時將會承擔資本虧損。

忌只看名義收益率

例如，投資者若以105美元的價格購入債券，所得票息付款相當於4%的收益率，但在債券到期時，投資者僅能夠取回100美元。因此，雖然整體收益水平（或持續收益）看似具有吸引力，但更重要的是應該留意將5美元虧損計算在內的「贖回收益」，因此贖回收益會遠低於名義收益率。

以較低的價格買入債券或許能夠抵消該部分的損失，但即使如此，要避免這部分損失更需要依賴於把握市場時機及作出正確的證券選擇。

投資領域持續變化

正如價格會不斷變化，債券質素亦會持續改變。對美元投資級別債券市場的歷史表現進行比較可以清晰反映這點。在所有已獲信貸評級機構（目的是幫助投資者確定借款人的信用狀況）作出評級的債券中，目前有近半數債券的評級處於較低水平（BBB級別），較1990年代末的水平（低於30%）大幅提高。

這些不斷變化的形勢已促使投資者轉向更高收益的證券。雖然這些高收益債券可能對利率上升的敏感度較低，但其對預期違約率及融資環境的變化較為敏感，因其對放款人財務能力的保障較低。

追求收益亦會造成行業投資過於集中。例如，在美國投資級別債券中，投資者若希望獲得3.5%或更高的收益，他們唯有購買商品及次級金融債券。其他環球市場亦存在類似狀況。

投資者對較高收益證券的依賴不斷提高，但其中可供選擇的範圍不斷縮小，與此同時，企業基本因素開始轉弱。雖然大部分企業借款人仍能夠較容易應付派息需求，但已發行債券總量多年來持續增長。這意味着市場或會較易受到環球利率或央行流動性輕微變動的影響。 **（節錄）**

從財案透視房地產市場發展

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

2月28日，財政司司長發表今屆政府首份及其本人第二份編制的政府財政預算案，第二天發展局公佈今年政府發售官地計劃。

2018/19預算案中，共有22段是關於香港土地/ 房屋部分，約佔整體11%；涵蓋去年和今年（預測）土地收入和印花稅、土地/房屋供應量、香港經濟去年和今年（預測）表現等。這些正透視今年本地房地產市場如何走下去呢，實為行業人士及大眾市民關注的。

2017/18年度和2018/19年度（預測）的政府收入分別是6,124億元和6,046億元，其中政府賣地收入和印花稅收益分別是1,146億元和927億元，以及1,210億元（預測）和1,000億元（預測）。並預測今年地價總收入（賣地款＋修改土地契約＋其他）仍可維持1,500億元以上，保持去年1,630億元的強勢，仍然佔政府年度總收入40%左右，其榮辱仍牽引政府最後年度盈餘數目。

引述財政司司長於第46段對住宅樓市的回顧及展望，政府清楚了解樓價已非一般市民所能負擔，但是過去幾年導致樓市急升的基本因素已慢慢起了根本變化，這些轉變會為樓市帶來壓力。司長表明政府會繼續密切留意樓市的變化，也間接表態說明短期政府不會「減辣」，會否再「加辣」就看價格走勢。

明顯地政府對控制住宅樓價有兩手準備，仍然一手是依賴增加土地供應量，二手才是加重「辣招」，因為政府非常理解「辣招」的「保鮮期」愈來愈短了。不過，政府是否能如願以償呢？兩份預算案說出事實。

政府調控樓價存兩手準備

將2017及2018預算案合併，便可明白私樓落成量的走勢。2017年實際落成量及2018年預測數據分別是17,791伙及19,526伙，是逐漸向上微升走勢。對未來5年的預測數字，是從2017到2018預算案微升年度500伙，即達今次預算的20,800伙，相比2013至2017年的每年平均落成量增加54%，這正反映上屆政府着力增加土地供應量的正面政策得到回報。

增長遠土地供應刻不容緩

如果將兩年的未來供應量數字相比，則會有些未來透視。2017年預算案預測2019至2021年年均供應量是21,394伙，而2018年顯示2019至2022年年均住宅落成量回落至21,119伙。雖然數據上是每年相差275伙，是微不足道，但也呈現私樓落成量橫行局面。如筆者於前文所言，政府知道去年其他土地來源可以補足總體數，便收起去年多幅官地，以留待今年開售，也反映未來政府土地供應量不甚充足的現實局面。政府着力增加長遠土地供應量是刻不容緩呢。

展望2018/2019年政府住宅用地來源地還是九龍區啟德、觀塘安達臣石礦場和新界粉嶺皇后山、屯門及大埔等地域，香港區則仍然欠奉。估計可供出售的私人住宅達1.9萬伙，但主要於今年第二季起應市。

對香港經濟中期預測，司長在第194段預計2019至2022年間每年經濟實質增長3%，基本通脹率則年均為2.5%。未來幾年本地經濟穩定向上的走勢是可以期待的，但是可以加快到同樓價上升的速度則是不現實的期望。

內資續為影響港樓價主因

展望今年，內地資金供港仍是直接對地價和間接對住宅樓價的主要影響因素。如果「北水襲港」有所收緊，則香港房地產價格升勢較溫和。面對未來幾年供應量呈現橫行，樓價會穩步向上，但當外圍利息回到合理水平後，資產泡沫才是收縮期。

新的一年，預祝各位可以順利「上車」、投資如魚得水、身體健康、家庭幸福！

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。