

強美元加特朗普 美聯儲政策兩隱憂

胡文洲 中銀國際首席策略分析師 全球觀察

上周是2017年第一個交易周。中國內地監管機構加強外匯和資本流動的宏觀審慎監管，人民幣匯率保持基本穩定，市場避險情緒下降，香港股票市場上漲。上周恒生指數漲2.28%，收於22,503點，國企指數漲2.30%，收於9,611點，港股日均成交金額為516.5億元，較上上周有所增加。

美聯儲上周公佈的12月貨幣政策會議紀要顯示，美聯儲在12月的加息決定已經在一定程度上將未來財政刺激政策的影響考慮在內。聯邦公開市場委員會（FOMC）委員比較關注未來積極財政政策對貨幣政策的影響，以及特朗普政策的不確定性和複雜性對美國經濟的潛在影響。部分委員認為，更積極擴張的財政政策可能帶來比預期更緊縮的

貨幣政策，但是緊縮的政策和美元走強的緊縮作用將抵消積極財政政策對經濟的刺激影響。由於目前並沒有具體的財政刺激政策的細節，各委員目前對於未來美國經濟和利率的預期皆只能是試探性的。部分美國近期公佈的11月核心PCE物價指數同比增長1.6%，環比則持平，均低於市場預期。PCE是美聯儲最為關注的通脹指標，PCE增速低於預期，預示美國四季度經濟增長可能會放緩。

勞動市場朝目標前進

美國勞工部上周五公佈了2016年度最後一份非農就業報告。數據顯示，美國12月非農就業人數新增15.6萬人，不及市場預期的17.5萬人。同時，勞工部將11月新增非農就業人數由17.8萬人以上修至20.4萬人；12月失業率由上月的4.6%上升為4.7%，低於美聯

儲設定4.8%的長期目標。另一項廣義失業率指標美國U6失業率為9.2%，較11月的9.3%進一步改善；12月勞動力參與率為62.7%，與11月數據持平，仍在近40年以來的低位；12月平均每小時工資同比增長2.9%，高於11月2.5%的增幅，同比增速創2009年以來新高，環比上升0.4%。筆者認為，雖然12月新增非農就業人數略遜預期，但是勞動力市場總體依然保持穩步增長，2016年全年新增就業達到216萬，連續第六年超過200萬。同時，薪資增速再創新高，失業率維持在低位，表明美國勞動力市場正在朝着美聯儲設定的貨幣政策目標穩步前進。

加息周期料緩慢推進

筆者認為，雖然美國經濟三季度擴張速度有所加快，但是美聯儲仍然對未來的加息路

徑保持一定的謹慎。從其公佈的12月會議紀要中，可以看出美聯儲對未來特朗普政策的不確定性和強勢美元表示擔憂。會議紀要公佈後，美元走弱。

筆者認為，美聯儲貨幣政策的基調仍將以穩健為主，此輪加息周期將會緩慢地推進，預計2017年加息兩次。美聯儲在12月議息會議上保持2018年GDP增速2.0%和未來長期GDP增長1.8%不變，長期經濟增長率僅為美國過去50年年均增長率的約一半，反映了美國未來經濟仍然保持溫和擴張走勢。2017年美聯儲將召開8次議息會議，根據聯邦基金利率期貨推算，市場預期第一次加息最早將在2017年6月的聯儲會議上，加息概率70%中。

（本文為作者個人觀點，其不構成且亦無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。）

特朗普尚未上場 投資者獲利離場

涂國彬 永豐金融集團研究部主管 百家觀點

踏入2017年，投資者不難發現，針對去年美國總統大選結果公佈後出現的一波強美元行情。短期有一點調整，不同資產價格也有相似反應，只是幅度或程度有差異而已，但方向相當一致。

一般人可能會奇怪，為什麼特朗普還未上場，相關主題已經不能再撐下去？不是說美國聯儲局會把加息步伐加快，甚至近日聯邦公開市場委員會的議息會議記錄，皆顯示出各委員對於加息的主流觀點是加快？箇中關鍵是對於新總統可能推出的財政政策，將可能帶來的通脹預期如何，才是分歧所在。因為到目前為止，大家尚在猜想中，究竟最終會推出的財政政策是何模樣，未有具體估算可以客觀進行矣。

避險預期轉為加息通脹

何以未到新官上場，上述的大行情已有修正？其實，熟悉市場運作的人，對於上述的行情變化，一點也不意外。首先，投資者是向前展望的，不是看着倒後鏡來作出決策的。正因如此，才會在大選結果剛見明朗化

之時，便馬上由避險的買賣方向，轉為加息和通脹預期。人心易變，市場參與者的預期變化起來，絕對不會等。

既然如此，已經用了一個半月有多的主題，信者早已信，不信者維持不信，但信的人不會增加，只會趁好機會，先利鎖定利潤，為其信念帶來的好處作一短暫的總結。當人人都在說1月20日是重要日子，但投資者的思維會遠快於此，外界說的可能是新聞片段內最具有象徵性的一刻，但市場參與者真金白銀的押注，不會等到那一天。

是的，若大家估計別人會有獲利回吐，趁好消息落實時出貨，那麼，儘管某個投資者相信這個主題的長期真確性，但短期而言，他或她亦深知道，買賣供求的力量是向着另一方向走。起碼短期而言，有一批人會在當天離場，便有另一些更早一點，而按此後退的思維推理，便有更多人在未到1月20日的1月初，便開始沽貨。如此類推，直到有關的力量減至很微弱，才停下來，找到其應有的均衡。

故此，大家不必覺得奇怪，為何明明尚在1月初，便已經走前了好幾步。事實上，若



■特朗普尚未就任美國總統，其當選的主題行情已接近消化完畢。路透社

要追究起來，11月中的大選後，明明特朗普尚未絕對確定當選，仍有選舉人制度的變數，甚至就算當選，亦未知是否真的落實兌現競選時的承諾，又或者就算真的推行，程度和結果如何仍是難以預料，但起碼投資者已嘗試預測未來幾年的步伐，並以此信念去押注。一直是預期，是向前望，是對將來的一個估計，最終結果當然有偏差，一定有不同，但投資者就靠這個那個的猜想，不論猜中或猜不中，去生存或競爭的，只要大家的看法不同，皆可以押注。

去全球化2017年真正發威

James Saft 路透專欄作家 熱點透視

股市終究會像債市一樣，真正感受到去全球化（de-globalization）的影響，不過這可能需要一段時間。

特朗普當選美國總統，猶如一道晴天霹靂，掩蓋了現實中的噪聲：貿易增長的腳步放緩，全球經濟更為緊密相連所帶來的效益在下降。

所以雖然債市投資者想到了特朗普的減稅增支計劃將提高通脹，但股市的注意力則主要集中在這些計劃無疑將給企業獲利帶來的提振方面。

股市的漲勢因此被引燃，與債市的急劇拋壓形成冰火兩重天的鮮明對照。隨後人們不僅開始琢磨特朗普可能實施的貿易限制的長期影響，還會思考全球經濟政策更偏重國內大趨勢的長期影響。

貿易增長放緩毋庸置疑

“現今民粹主義在全球的擴散似乎尤其表現為國內的愈發偏重，而這將犧牲貿易和移民。”RBC Global Asset Management的分析師Eric Lascelles、Eric Savoie和Daniel Chornous在一份客戶報告中稱：“全球貿易已經略有下滑。貿易和移民減少有負面的經濟影響。伴隨民粹主義而來的則是通脹上升，因廉價的外國商品（和低工資的移民）被更為昂貴的國內元素所取代。”

雖然有人並不認同“民粹主義”和去全球化的融合，但特朗普贏得美國總統大選，以及英國公投脫歐所勾勒出的未來政府輪廓，將會壓制商品和人員的國際流動，這一點毫無疑問。

貿易增長放緩也是毋庸置疑。世界貿易組織（WTO）預計，2017年全球貿易僅增長1.8%，正是4月時預估的一半。這也只是國際貨幣基金組織（IMF）對2017年全球產出增長預估的一半多一點。近幾十年來，隨着中國和世界其他地區聯繫更為緊密，貿易增長一般是經濟產出增長的150%左右。

貿易增長低於國內生產總值（GDP）終將拖累經濟整體增長，特別是經濟受到債務水平高企影響時。

“2012年至2014年全球增長放緩，以及2015年商品和服務貿易下降的幅度顯示出，全球一體化進程背後的動能發生了變化。”聯合國貿易和發展會議（United Nations Conference on Trade and Development）上周發佈的報告指出：“事實上，衡量全球確實最常用的指數——全球貿易額與GDP之間的比值顯示，經濟相互依賴度在下降。”

此外據IMF，在1995年至2008年間，全球化為全球經濟年增長率貢獻了十分之一個百分點。自那以後，貢獻率降至可忽略不計，而未來全球化和經濟增長則可能會倒退。

需要注意的是，所有的這些趨勢正在演變成不利因素，而在此之後，我們將領略到特朗普

的政策、英國脫歐，以及明年選民有望選出內向型的領導（尤其是在歐洲）所有這些事件所帶來的影響。

美貿易壁壘設置料增多

特朗普已提名經濟學家納瓦羅來領導新組建的白宮全國貿易委員會。納瓦羅是《致命中國：美國如何丟掉製造業》影片的導演，並且他曾在去年與投資人Wilbur Ross一道稱中國是“全世界最大的貿易騙子”。這兩人將在特朗普政府的貿易政策方面擔任先鋒，且有跡象表明，至少對美國貿易設置的壁壘會增多。

這方面在2017年產生的影響，將不及削減公司稅和假期現匯匯回的影響大，但其影響會更長遠地持續，且還可能影響深遠。到某個時候，股市投資者可能會將此因素予以考慮，或許最早明年下半年就會如此。

“全球可進入的市場對大多數企業而言非常重要，因為這意味着企業不用那麼依賴本土消費者和國內市場，可擁有很廣闊的視角。”Mellon Capital投資策略主管Sinead Colton表示：“限制更大，機會就更少。這樣的邏輯表明，企業整體上會不那麼盈利，從而可能導致投資減少，整體成長率更低。”

雖然移民減少帶來的薪資增長或許有經濟益處，但企業卻無福享受，原因是他們的經營成本可能會因此受到衝擊。

去全球化在今年會開始被更直接地感受到，而且這樣的感覺會令市場不爽。

2017年投資前要審慎而行

姚浩然 時富資產管理董事總經理

2016年投資者在波動中度過，但踏入2017年，投資者仍未能掉以輕心。

市場最近關注逢“7”必災會否重演，加上今年環球將有多項大事發生，多個不確定因素確實會令市場對今年股市的走勢有所顧忌，建議投資者在這多事之秋，投資前要審慎而行。

2017年，國際政治格局將會大執位。美國新總統特朗普將於1月下旬正式上任，多個歐元區成員國（如法國、德國和荷蘭）將舉行大選。美股早前受特朗普效應影響已上升不少，市場關注特朗普上場後能否兌現其競選承諾，如推動大型基建開支、增加就業機會及減稅等；另外市場亦關注美國未來對華政策會否轉變，例如貿易政策。

市場擔心美國會大幅調高入口關稅以保護其本土市場，藉以大力削弱中國財政實力及鉗制中國軍事力量發展。然而，中國亦可對美國出口貨品實施報復式懲罰關稅或限制農產品出口至中國以作還擊。若中、美兩國真的大打貿易戰，對中國經濟有負面影響之餘，還會令背靠祖國的香港受到牽連。筆者認為現時斷定美國未來對華政策言之過早，雖然特朗普一直以狂人見稱，但他畢竟是商人出身，相信權衡輕重後或會微調對中國強硬的政策。歐洲多國大選也為歐元區前景蒙上陰影，近期歐洲多國人民政治主張出現變化，令多個新派系冒起。其中疑歐派的支持度日漸上升，市場關注意大利新總理選舉會否成為脫歐潮流的導火線。因為若意大利反對派在大選中勝出，意大利將大有機會跟隨英國加入脫歐行列，其時其他成員國如法國、德國和荷蘭會否效法備受關注。若脫歐變成風氣，歐元區或面臨解體危機。因此筆者預期歐元匯價在2017年上半年仍會持續受壓，資金有機會流出歐元資產區。

美加息步伐成焦點

另一方面，美聯儲今年的加息步伐亦是市場一大焦點。早前，美聯儲將今年的加息預期調高至3次，以反映美國就業和通脹預期的上升。惟美國12月非農就業新增職位只有15.6萬份，較市場預期增加17.8萬份少，另外現時較高的通脹預期部分來自於特朗普的財政刺激政策，再加上以上提及的政治風險，筆者認為美聯儲上半年在眾多不明朗因素下最多只會加息一次，下半年加息二次有一定難度，最終或未必可以加息三次，美元升勢收斂，屆時亦可舒緩新興市場貨幣貶值的壓力。短期而言，美元強勢有所回落，港匯相對上轉強，有利資金回流本港，港股短期向好，短期有機會挑戰22,800點水平。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表香港文匯報立場。