

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年12月7日

## 「特朗普狂熱」遇上義國公投冷風

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

美國總統大選已結束了三個星期，大選結束後，大家發現，不僅媒體的民調不足為信，連投資銀行的報告也不可信，因為特朗普當選總統後，股市不僅沒有像事前的報告分析那樣大跌；全球經濟發展秩序也未有亂，美股反而回升，箇中有其更深層的原因，包括特朗普跟華爾街的關係不俗，而且他的女婿賈瑞德·庫什納（Jared Kushner）是傳統猶太人，不僅能幹，而且在商界也長袖善舞。目前，美股一片欣欣向榮，大出一般人意料之外。

然而細仔思考，目前金融市場依然充滿風險因素。在亞洲，尤其中國，事端也不少，包括人民幣持續貶值。過去三周，貶值幅度達到 1.5 至 2.0 個百份點。到底人民幣貶值之勢伊於胡底？人民銀行有沒有辦法把貶值之勢止住見底？問題很值得討論。

### 美國加息勢在必行

另一方面，美國聯邦儲備局在 12 月議息會議上加息，是勢在必行了，機會率高達九成以上。若不加息，反而可能會引起更不確定性因素，對金融市場和經濟造成損害。當加息後，大家就可以按照金融或個人的消費意向，來明確制訂投資策略，明確地過日子。

目前美國的經濟發展基調並不壞，而且按特朗普當前「埋班」、組織統治團隊的人選來看，這些人很多都是美國商界的翹楚人物。正如筆者在之前的文章所分析，今後美國的統治團隊並不傾向以義識形態治國，反而傾向把美國像一家企業那般進行管治和革新。從這個角度看，美股持續回升，其實反映美國社會對特朗普的認同程度，比希拉莉當選還高。

11 月底，美國綠黨候選人吉爾·斯泰因（Jill Stein）忽然在大選後提出在威斯康辛州重新計票申請。一度令希拉莉「翻局」露出一線生機。威州 12 月 1 日開始總統選舉重新計票工作，並將於 12 月 13 日前重新點算將近 300 萬張選票。威州、賓州和密西根州近年來一直是民主黨票倉，或者說是經濟情況較好，為精英控制力較強的州。但特朗普居然義外地以微弱優勢在這三個州取勝，使得他得到足夠

的選舉人票贏得大選。

### 希拉莉反勝機會微

大選前，美國政治分析家根據歷史投票情況，普遍認為這三個州的是民主黨的囊中物，但為什麼這三個州的居民決定「倒戈」，使精英中的精英希拉莉落選，這是民主黨或是這些政治精英未來必須要深入思考的重點；而這三個州的民義調查機構也必須反省，為什麼他們大部分得到的結果和選舉結果是相反的。在密西根州，特朗普和希拉莉選情過於接近，最終特朗普僅贏了約一萬票。在威斯康辛州和賓州，特朗普贏得票數也極為有限，只有 2.7 萬票和 7 萬票。

根據目前選舉結果，特朗普擁有 306 張選舉人票，希拉莉贏得 232 張選舉人票，差額是 74 選舉人票，如果希拉莉能增加 38 選舉人票，選舉結果就可以被逆轉。斯坦要求重新計票的三個州選舉人票數共 46 張，這意味著只有三個州悉數推翻此前結果，希拉莉才能反敗為勝。分析人士認為，即便威州、賓州和密西根州重新計票，只有三個州的結果全部反轉，才有可能顛覆大選結果，但這種可能性極低。

### 資金從歐洲流入美國

細看美國加息問題，當美聯儲在 12 月議息會議加息後，美元匯價強勢短期難以阻擋，形成全球資金流動出現改變。資金從新興經濟體流出將無可避免，為金融市場帶來顯著風險。另一方面，在歐洲，義大利上週日（12 月 4 日）舉行修憲公投，結果，公投不獲通過，總理倫齊聲言呈辭下台，如果該國的五星運動黨能夠在繼後的大選中上台，取得執政權力，令歐洲的右翼勢力進一步擴大，不排除義大利步英國後塵，進行「脫歐」，增加歐盟解體的風險。

上週，投資者選擇了逃離歐洲、投奔美國。星期五，香港投資人選擇暫時離場。面對義大利即將進行修憲公投，投資者憂慮加劇，資金暫時撤出股票市場，是個聰明的決定，因此，星期五港股明顯下跌交易量增加。隨著深懂做生意之道的特朗普當選總統，投資人帶著美國經濟增長將要加速的期望，資金湧入美國，估計這股樂觀情緒將要持續一段時間。

上週歐洲股票基金失血超過 30 億美元，幾乎都湧向美國，美國股票基金上週吸引超過 50 億美元，造成美國股市持續上漲。這和大部分美國金融機構研究報告選前所說的剛好相反，特朗普勝選以來，美國股票基金的資金流入量已達 450 億美元，美股不但沒有大跌，反而持續上漲打破一眾專家的眼鏡。

但無論如何，只要你持有的資產不是美元或港元，上週末一定心驚膽跳。義大利

周日修憲的公投不獲通過，形勢發展令人擔心。歐洲央行即將舉行關鍵會議，去決定即將於明年 3 月到期的 1.7 萬億歐羅（合 1.8 萬億美元）債券購買項目的未來，事態發展值得注意。投資人年中以來，大量減持歐洲資產。義大利和其他歐洲國家一樣，2016 下半年是極為悲慘。義大利股票指數今年已經下跌了 20%，其中銀行股是首要拋售對象。出於對風險的擔憂，歐洲銀行與其他金融類股票也在紛紛下跌。

### 華爾街擁抱「特朗普狂熱」

李嘉誠旗下的公司在脫歐後一個星期內，市值下跌 714 億港幣，主要就是沒有做好財務報表對沖。在面臨可能風險事件來臨時，如果資產負債表上的資產或現金流和上市股票以不同貨幣計價，就可能產生市場風險，影響公司股價甚至產生倒閉風險。如何做好財務報表上的資產價格或現金流對沖，是現在企業做市值管理極為重要的一門功課。

另一方面，與資金逃離歐洲呈鮮明對比的是，大量資金轉而流入美國股市，造成美股持續上漲，也讓部分資金從債市撤離加入炒股行列，美元指數來到 102，飆升到 13 年最高位，主權債券市場深受打壓，美國十年期國債利率來到 2.3%。特朗普當選美國總統之後，提出將進行減稅並加大基建開支，讓市場出現了「特朗普狂熱」，美股全面上漲，道瓊指數超過 19100 點，為歷史新高。所以有人說，雖然希拉莉要重新點票，但華爾街會努力讓點票工作功虧一簣，讓「特朗普狂熱」可以再持續一段時間。

### 五星運動黨有機上台執政

如今義大利修憲公投不獲通過，總理倫齊按之前的承諾，義大利將提早一年舉行全國大選，預料義大利國內政治難免混亂，影響到義大利的銀行業改革。

目前，義大利銀行業的不良貸款相當驚人。據日前《路透》引述歐洲央行的數據，截至今年 6 月底，在歐羅區 124 間主要銀行的 9,900 億歐羅(1.05 萬億美元)不良貸款中，義大利 14 間主要銀行佔 2,860 億歐羅(3,040 億美元)，為總數近三成。另據義大利中央銀行的數據，該國的不良貸款餘額總數高達高達 3600 億歐元，相當於義大利國內生產總值（GDP）的四分之一，情況令人憂慮。

### 銀行業陷入風雨飄搖

事實上，義大利銀行業陷入困局，與該國經濟增長持續低迷、通貨緊縮有關。自 2008 年金融危機以來，該國增長動力疲弱（參見附圖），在歐盟國家的 GDP 排列

中，幾乎位列榜尾。雖然 2015 年雖終於回復正增長，但只有 0.8%，遠低於西班牙的 3.2%。

附圖：義大利國內生產總值（GDP）走勢  
〔2013 年 12 月至 2016 年 6 月〕



圖片來源：國家統計局、PRIME，原始資料來源於 [istat.it](http://istat.it)

據義大利國家統計機構 ISTAT 日前公佈，該國第三季經季節調整國內生產總值 (GDP) 初值，按季和按年分別增長 0.3% 及 0.9%，較預期的 0.2% 和 0.8% 略高，義大利政府預期今年全年經濟將增長 0.8%，略高於去年的 0.7% 增幅。但增長動力還是相當疲弱。由於歐洲央行在金融危機後，實行寬鬆的貨幣政策，令義大利經濟危局有喘息機會，但也令義大利缺乏認真推行經濟結構改革的積極性。因而如今依靠經濟持續增長，來消化該國銀行業不良貸款，看來很難實現了。

總括來說，如今「特朗普狂熱」遇上義大利修憲公投這小型「黑天鵝」事件，風險陡現。當前義大利公投不獲通過，該國將提前一年舉行大選，一旦義大利國內政治陷入風風雨雨，難免影響及義大利銀行業的改革，使潛在的系統性的風險對金融市場造成干擾，一旦義大利銀行業爆發危機，難免造成溢出效應，波及整個歐洲銀行體系的穩定性，加上美國加息後的新風險因素，金融市場或受到雙重夾攻，投資者必須對此有所防範。在歐洲有業務或投資的朋友，一定要對沖好匯率和資產價格波動產生的風險。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，顏至宏教授口述及整理定稿〕