

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2017年1月17日

今年上半年金融風險高危期

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

2016年中英國脫歐成功之後，開啟了黑天鵝到處亂飛的時代，無論是經濟、金融，政治，還是貿易，都進入一個前所未見的複雜情況。許多維繫著世界穩定的因素或是大家習慣的這個世界，運作的模式都已經改變了。美國候任總統特朗普不單想改變美國，也想改變這個世界，但令人擔心，這種改變會產生太多不確定性、焦慮，甚至危機。

可以說，美國已經在多維度被嚴重撕裂，包含精英和草根加上中資產、華爾街的猶太人與非猶太人、中央情報局(CIA)和聯邦調查局(FBI)等。不管特朗普是出於真正為美國好，還是有自己的私心（hidden agenda），美國人將會發現他們的未來是充滿不確定性。特朗普喜歡用對抗和大棒子來處理問題，而這將產生很多問題，尤其是在外交，政治，經濟，和貿易方面。

今年料有更多黑天鵝

2016年的下半年，就如筆者帶著一群香港科技大學外國交換學生去參觀華為總部時，看到湖邊有四隻黑天鵝像在歡迎我們，相信今年可能有、也有更多黑天鵝。

目前，中國政府正設法促進更多內部需求去支撐增長，冀把貿易對經濟的貢獻率淡化。當特朗普上台後，如果銳意走上他所傾向的保護主義之路，對中國出口產品徵收高額關稅，相信中國也會不甘示弱，採取報復性行動，從而激化爆發貿易戰的風險，造成兩敗俱傷。

仔細觀察，美國目前的製造業生產相當大的部分是在海外，即使特朗普軟硬兼施，要求海外的製造業生產回流美國境內，筆者估計，手機和電腦生產等工業生產並不容易回流，因為整條生產線和上下游相關零元件生產工廠目前幾乎全在中國。而研發能力過去美國或傲視全球。然而，目前中國華為的生產研發能力已不需要依賴美國，而且富士康已經意識到不能只賺人力密集的組裝(assembly)費用，而要在零件設計和零件生產方面分一杯羹，如手機的鏡頭。事實上，華為的手機和電腦的生產，無論在設計、生產和製造，都可以在國內完成。如果我們把華為，

富士康和騰訊放在一起，這將是美國打不敗的敵人；也是美國害怕深圳的主要原因，因為這三家公司原來都是在深圳，而富士康在四年前把一部份手機生產線移到鄭州。

中國有反制政策選擇

因此，一旦中美均施行保護主義政策，大家把門關起來，雙方受到的創傷，也許美國更甚於中國，因為中美的出口產品存在差異。一般來說，生產的出口產品有兩類，其一是視乎其市場價值，其二是著眼其實用價值。

目前，中國出口產品的市場價值不高，產品的定位也不高，不過卻相當實用，很多更是日常生活必需品。對中國老百姓來說，假若中美爆發貿易戰，兩國均拒絕對方的產品進口，中國在「自給自足」的情況下，老百姓在生活上所受到的影響，相信可以承受；反觀美國，該國平民受到的生活衝擊，負面性影響不容低估。到目前為止，美國社會還是十分依賴別國的所製造的生活產品供給。

從這個角度看，中美在貿易戰中，有貿易報復和反擊的能力，而且中國當前外貿對 GDP 的貢獻率不斷下降，不像過去 10 年，貢獻率高佔 20%，對 GDP 增速影響相當大。目前，中國政府相當積極推動消費作為經濟增長引擎，按 2016 年底中央經濟工作會議描述的新一年經濟新座標，估計消費對經濟增長的貢獻率將提升至 71%。

美國內部分化趨嚴重

再細仔觀察特朗普的內閣成員，候任財政部長是高盛前銀行家姆奇（Steven Mnuchin），其人在金融市場長袖善舞；候任國務卿是埃克森美孚石油公司前行政總裁蒂勒森（Rex Tillerson），他熟悉如何操控石油價格；至於主管白宮新成立的全國貿易委員會的是納瓦羅（Peter Navarro），為加州大學歐文校區經濟學教授，也是《給中國害死》（Death By China）一書及同名紀錄片的作者和導演，一直建議增加中國進口商品關稅，的確令人對中美關係的走向深感憂慮。

近日，行將離任的奧巴馬總統不斷拉特朗普的「後腿」，例如下令驅逐 35 名俄羅斯駐美外交人員需在 72 小時內離境；又關閉紐約及馬裡蘭州兩幢俄方建築物，以報復俄羅斯發動網絡攻擊幹預大選。我們看到，美國在新舊總統交接工作過程中，出現了很大的矛盾，反映美國內部的紊亂和撕裂逐步浮現。

另一方面，美國的華爾街也產生了相當大的分裂，特朗普的女婿（Kushner）是猶太人，靠他的長袖善舞，拉攏了一批猶太金融朋友支持特朗普，其中最重要的

是高盛。當非猶太系的大金融機構在選前一起大合唱，如果特朗普當選美國股市要大跌的時候，猶太系的金融機構開始佈局如何來大賺一筆。結果選後，美股扶搖直上，這些做空的非猶太系的金融機構真的是損失慘重。

華爾街「面目已非」

許多人用傳統精英思維，去考慮美國的選舉和選後的經濟金融發展，結果都錯了，甚至錯的離譜。連索羅斯認為特朗普當選，美國經濟將陷入困境，他可從中攫取到獲利機會，因此去年他重出江湖。但在特朗普勝選後，股市不跌反漲，導致交易部位出現 10 億美元的虧損，這跌破很多專家的眼鏡。

更令非猶太系金融機構不安的是，華爾街已經分裂了，他們以往熟悉的金融市場運作方式已經產生變化，這個金融市場已經變成 In Trump We Trust，特朗普的手已經深深的伸進華爾街。上星期特朗普批評製藥公司利用各種方法逃稅，結果一夕之間，九家被點名的醫藥公司市值縮水了 500 億。

過去，民主黨或共和黨輪替上台執政，即使政策上有所左傾或右傾，但整體上都沒有超出基本的政策主軸。如今即將就任的特朗普卻予人喜歡有打破傳統「規範」的傾向和態度，此舉或對美國的社會、政治和經濟都產生相當大的風險。

筆者估計，2017 年前半年，亦即特朗普上台執政的第一個半年，料美國本身有不少不確定性因素，故不排除全球股市第一季會出現調整；而觸發調整的誘因，是特朗普開始有一套施政藍圖，而這個藍圖跟美國傳統的政治文化和價值觀念有所抵觸，導致社會與人心出現紊亂，投資者憂慮發展的不確定性風險陡增，故選擇暫時離開金融市場。

金融市場料動盪難定

總而言之，2017 年上半年，全球金融市場充滿動盪風險，美國動盪，加上中國也動盪不定，這兩大動盪風險疊加起來，不排除在這時段爆發幾起「黑天鵝事件」。再計及歐洲多國，包括法國和德國今年大選，在民粹主義泛濫下，來自歐洲的風險亦今年憂慮不已。

對於美國經濟的走向，據美國諮議局（The Conference Board）資料，12 月消費者信心指數上升至 113.7，創 2001 年 8 月份以來新高；11 月指數由 107.1 修正為 109.4。雖然數據表面樂觀，但筆者認為，美國經濟蘊含「虛」的成份也有不少。

正如筆者之前的評述，若然中國的資金減少甚至不再大規模流向美國，則美國的

房地產首當其衝受到衝擊。再者，若中國以防止人民幣持續下跌進行一連串杜絕外匯大規模流失政策，如全面停止境外併購、嚴格監控和審批外貿相關資金進出、減少中國人境外旅遊，和提高中國學生海外升學門檻，這將對美國經濟發展產生極端不利影響。

中美關係變化風險巨大

若中國遊客減少到美國去，則美國的零售業同樣受到不利影響。在 2015 年以至於去年，中國前往美國的資金和消費，估計數額達到 7000 億美元或相當於美國 GDP 的 3.5%。換言之，美國經濟增長依靠外來資金的支持和外來消費的加持，使其增長速度的穩固性受到影響。假若從中國流向美國的資金和消費減量一半至 3500 億美元，無可避免令其 GDP 增長受削。

因此，特朗普新總統若視中國為主要「敵人」，並針對性壓制中國的崛起和發展，中國手上進行反擊也有「牌」可用。但肯定一點，中美的對抗會形成明顯的「雙輸」結果。無論如何，2017 年全球整體的發展形勢，比過去的四年更為混亂，不確性的風險因素很多，包括中國在股市、匯市、樓市和債市的風險；美國特朗普式的反傳統「規範」的治國風格與行為所帶來的不確定性因素，都對金融市場造成破壞性影響；而中美關係在特朗普上臺後的變化，無疑是 2017 年最重要的巨大風險源頭。

〔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〕