再通脹交易下一步靠弱美元

國際視野 潘迪藍
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

2016 年最大的冷門是什麼？在美國問這個問題，答案一定是特朗普當選總統。在歐洲，亦可能是這個答案，不然就是英國公投通過脫歐。然而，兩者真的是對市場影響最大的事情嗎？

目前市場的大風險是，特朗普（圖）決定在中途轉軚：與其倚靠弱美元政策，他決定透過保護主義，或者大規模改變美國財政基建，例如邊境調整稅等，來挽救美國製造業的職位。這一轉變將會相當激烈地打擊所有「再通脹交易」。（法新社）

過去 12 個月，差不多在任何股市，商品生產商的股價通常都是表現最好的，其次就是金融股。隨着大宗商品價格大約在 1 年前見底，以及債券孳息率大約在 6 個月前見底，早在特朗普當選以及英國公投通過脫歐之前，「通脹重臨預期」已成為環球投資市場的主題，令市場出現了大量「再通脹交易」（Reflation Trade），推高商品價格及債息。

內地財政刺激 觸發再通脹交易

所以，我個人認為，雖然特朗普承諾減稅以及減少一些繁文縟節，確實有助恢復美國的經濟活力，但真正觸發一年前開始的環球「再通脹交易」的，卻是中國大陸在 2015 年底至 2016 年初的財政刺激。

若回看一年前，在 2016 年 2 月，幾乎任何財經媒體都充斥着中國金融危機的預測：死城、銀行破產、房地產泡沫爆破、資本外流、股市崩潰……然而，中國的經濟增長卻在政府的刺激政策的支持下重新加速，房地產價格再創新高，建造業回升，商品進口亦反彈。

很明顯，中國政府的處境並不像很多投資者認為的那麼差。事實上，中國最終實現了 2016 年對市場影響最大的驚喜——中國經濟增長重新加速，而不是「爆煲」。但中國經濟增長重新加速可以維持多久？這個問題很重要，因為其答案很可能決定了現時的再通脹交易的較長期回報潛力。換句話說，如果中國經濟增長繼續加速，投資者繼續投資在原料、工業股、能源等周期性的東西，就是正確的。但如果中國經濟增長開始令人失望，這些東西會怎樣？

今年內地經濟 不能再期望有驚喜

這個可能性確實存在。經過去年的恐慌之後，所有人都清楚中國面臨的挑戰：太多殭屍公司只是靠發債以及資本錯配才能夠生存，人口結構惡化，污染嚴重，以及教育制度過時等。

與此同時，中國在去年夏季減弱了財政刺激政策，並在冬季開始略為收緊貨幣政策。這意味着，中國之後的按年增長數據，很可能會沒有那麼亮麗。這並不是說中國的經濟增長會「爆煲」，但是，若期望與 2016 年那麼正面和驚喜的經濟增長，似乎就不太現實。

因此，我們可以得出結論，「再通脹交易」若要繼續目前的軌跡，就需要有其他的動力。這種動力可能來自最不可能的地方——特朗普顯然希望阻止美元進一步上漲。

我們首先要知道兩點。第一，環球經濟增長的大部分都來自新興市場。第二，若美元快速升值，新興市場通常都會陷於苦況。

特朗普阻美元轉強 利新興市場

特朗普明顯希望阻止美元上升，是因為強勁的美元將會令製造業的職位更難回流到美國密根州、俄亥俄州或賓夕法尼亞州，這反而會有利新興市場的經濟增長（就好像聯儲局前主席伯南克在 2002 年 11 月所說的「直升機撒錢論」），以及環球的「再通脹交易」。特朗普對美元轉強的攻擊愈明顯，環球股市就愈可能受新興市場帶動而進一步上升。

環球「再通脹交易」看來最先是由 2015 年底的中國財政刺激引發的。但不幸的是，到了去年夏季，這道催化劑可能已經耗盡。幸運的是，現在出現了第二道催化劑，那就是特朗普對於強美元政策的批評。這種批評愈持久，周期性資產就愈可能繼續跑贏大市。

考慮到這一點，目前市場的大風險反而是，特朗普決定在中途換馬：與其倚靠弱美元政策，他決定透過保護主義，或者大規模改變美國財政基建，例如邊境調整稅等，來挽救美國製造業的職位。這一轉變將會相當激烈地打擊所有「再通脹交易」。

特朗普棄弱美元政策 成最大風險

在目前情況下，至少在今年夏天之前，美國似乎都不太可能實施邊境調整稅或者新的保護主義措施。

不過，我們知道特朗普這個美國新任總統喜歡給人驚喜，來製造頭條新聞。因此，趁近期大多數股市已升至高位來套現，也是有備無患。