

特朗普挫敗 新興市場現轉機



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

一如傳媒所料，美國共和黨推出替代奧巴馬醫保方案的「美國醫療保健法」失敗了。美國總統特朗普和眾議院議長瑞安（Paul Ryan）未能在眾議院取得足夠的支持，不得不面對現實，還未進行投票，就在3月24日主動將該法案撤回。如果這次挫敗有帶來其他正面因素的話，那就是特朗普政府和國會今後會將重點放在稅務改革上。

然而，特朗普政府的首次重大立法嘗試便鎔羽而歸，已經嚴重損害了美國家庭和企業對特朗普通過國會推動改革的能力的信心。投資者對金融市場「特朗普交易」持續性方面的信心早已經不斷下降，現在可能還會進一步下滑。這是因為推動稅務改革的阻礙，至少也和推動新醫保方案的阻礙一樣大。一方面，如果不能預期到取代現行稅制之後，可以為美國政府的財政帶來怎樣的改善，稅務改革的支持者在投票支持時，就可能要背上帶來更大財政缺口的風險。

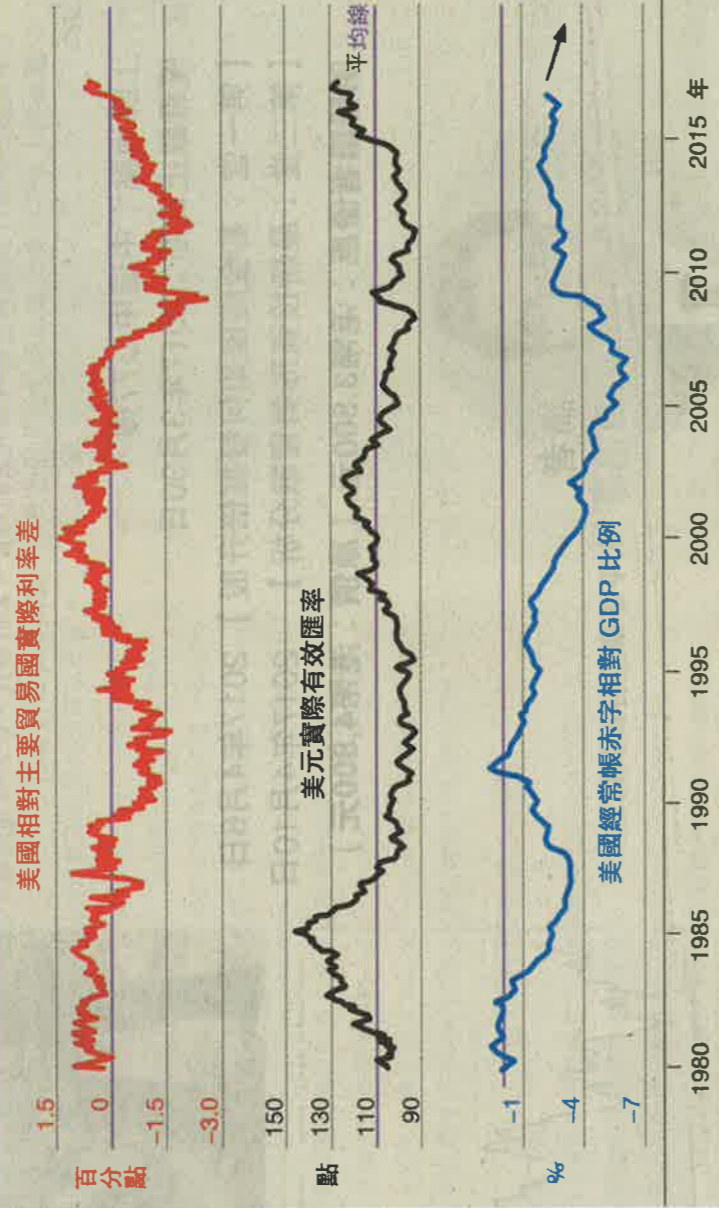
稅務法案不比醫保容易過

另一方面，白宮對於由共和黨國會議員提出的邊界調整稅的看法，仍然不清晰。隨着美國零售商大力進行游說活動反對這種構思，以及有相當數量的共和黨參議員對其潛在影響公開表示擔憂，邊境調整稅面對的阻力已相當大。因此，很明顯，特朗普推動的財政和監管改革即使能夠完成，所需時間也會比很多投資者之前預期的長得多。這意味在美國總統選舉之後出現的那種對美國經濟增長前景樂觀的情緒，可能會進一步減弱。

特式經濟憧憬逐漸幻滅

美國近期有一些經濟數據，如工業生產等，出現溫和的改善，但反彈力度卻低於情緒指數等軟性數據。如果現在連軟性數據都放緩，美國出現強勁的周期性經濟增長的希望將會幻滅。這將會進一步削弱人們對特朗普治下美國出現通脹回升，以及較高的名義經濟增長率（統稱為「特式」通脹，Trumpflation）的信心。隨着去年基礎移高，油價按年升幅在減小，加上銀行信貸增長近期放緩，都會令美國的通脹趨向減弱。

加息及強美元下 美赤字料擴大



美國的「平準通脹率」(Break-even Inflation Rate，即美國國庫券和抗通脹保值債券TIPS之間的息差)已經開始下跌，孳息率曲線變得扁平，銀行股正從跑贏大市的表现逆轉，而美元則跌至去年12月以來的低位。3月24日的挫敗，對於特朗普政府的改革議程來說，是一大打擊，特朗普的鴻圖大計進一步逆轉的可能性將會增加。對於美國風險資產來說，這顯然是不利的消息。然而，這也意味不論是美國的結構性力量還是周期性力量，都對新興市場資產愈來愈有利。

美元美債風險減 新興市場除「兩害」

由於美國經濟改革的刺激在短期內將會大幅減小，美國聯儲局加快推行緊縮貨幣政策的可能性亦會有所下降。因此，美國長期債券孳息率上升和美元匯率上升的風險都已經下降。對於新興市場投資者來說，兩個主要擔憂都減弱了。

更重要的是，美國的經常帳赤字正在擴大。美國1月份的貿易逆差為485億美元，是2012年3月以來最大。隨着美國消費者購買更多的海外商品和服務，將會有更多美元流動資金流出國外。我們認為，有兩大原因，這可能標誌着美國經常帳出現惡化的新一輪趨勢。首先，是因為美元被高估。這令到美國產品和服務相對來說較為昂貴，非美國產品和服務則較為廉宜，全球消費者都會傾向選擇非美國的產品和服務。

其次，美國的實質孳息率現時比美國的主要貿易夥伴為高，是因為美國經濟已接近全面復蘇、全速運轉，



美國總統特朗普和眾議院議長瑞安 (Paul Ryan, 圖) 未能在眾議院取得足夠的支持，不得不撤回「美國醫療保健法」法案。

而其他主要經濟體，尤其是歐洲，仍處於復蘇的初期階段。根據以往的經驗，這種現象會令美國的經常帳赤字擴大。

專注國內稅改 或暫放低關稅一途

但是，經常帳赤字擴大卻與特朗普的政策目標衝突。因此，特朗普政府可能會採取一些破壞性措施，來防止經常帳赤字擴大，例如同時在貨幣匯率及進口關稅上進行干預。然而，隨着白宮將焦點轉向國內的稅務改革，美國政府試圖單方面限制經常帳赤字將會變成較遠的事情，至少暫時是如此。

由於國際需求強勁回升以及美國出現的周期性變化，投資者應該在美國以外也尋求投資機會。