



2016年11月9日

投票求变 影响深远

Eric Lascelles – 首席经济师，RBC 环球资产管理

Krystyne Manzer，特许金融分析师 – 投资组合专家，RBC 环球资产管理

美国在 11 月 8 日投票选出特朗普为美国下一任总统，写下了历史的一页。他将成为首位没有任何政治或军事背景的总统，也代表着共和党在野八年后重新入主白宫。

纵使许多人形容特朗普胜出“令人吃惊”，这说法不尽准确。认真的政治预测人士认为希拉利会胜出，但仍然觉得特朗普于选举当日胜出的机率大概是 30%。于选战期间，我们一直认为特朗普获胜的机会比以上预测更大，但当然不至于说我们的基础看法是特朗普会胜出。要理解这选举结果为何并不令人吃惊，想像掷一个六面的骰子，想像掷到“一”或“二”，这经常发生，特朗普当选，正正就是这种情况。

形容这选举结果更恰当的字眼应该是“影响深远”。两名总统候选人以南辕北辙的政纲竞逐，而特朗普的政纲更是众多与美国历来政策大不相同的平民主义理念。

有点奇怪的是特朗普胜出有点像奥巴马在 2008 年当选的情况，虽然两者的理念极为不同。两人都承诺改变现状，并获得大量认为权利被剥夺的选民支持。美国选民面对数十年来社会日益不公平，以及多年来经济增长缓慢，很明显希望寻找新方向。

特朗普的胜利之路

特朗普在多个州份已掌握胜算，他在 538 个选举人票中获得 290 票。特朗普要得胜，就要得到所有摇摆州份的支持，虽然选举当日早上，选情倾向希拉利，最终特朗普也能得到这些州份，包括佛罗里达州、俄亥俄州及北卡罗莱纳州的支持。他还把被认为是支持克林顿的州份，包括宾夕凡尼亚州、威斯康辛州及密芝根州等也夺取过来。普遍来说，是一众乡郊地区选民出来支持特朗普，让他于这些州份获胜。

就像特朗普当选般意义重大的，是参众两院依然是共和党的势力范围。这也是意料之外，也同时代表共和党可控制国会及白宫。这会让政府有机作出取重要的行动。回顾奥巴马执政的头两年，民主党占大多数议席，总统和国会先后通过奥巴马医保法案、重大的财政刺激计划及银行体系的改革。在此之前，乔治布殊总统在任其中四年，共和党占大多数议席期间，政府亦成功大幅度减税。但是，大获全胜并非可以权倾整个政府。国会内共和党成员的政治理念与特朗普不太相同，有可能在某程度上对推行政策造成掣肘。即使民主党在 2008 至 2010 年间都要几经辛苦才能推行很多政策；而且未能实现税务或移民政策，为因要通过任何法案都要取得参议院 60% 支持率才能成事 — 今次大选共和党未能通过参议院这门槛，此外，也鉴于短视地担忧众议院两年短暂的选举周期。



对金融市场的影响

一如市场对这个选举结果的预期，股市反应负面，欧洲及亚洲股票下跌约 2-3%，日本股市则下跌约 5%。期货初时在美股市场大幅下跌，但后来实际的结果是温和上升。这可能由于共和党占大多数议席会实施有利的企业税务改革，对现时经济上的忧虑最为有利。在逼近选举时的模型显示，特朗普胜出会导致股市跌幅多达 10%，但来自英国在六月公投脱欧的经验，市场仅短暂经历大规模抛售，很快已止跌回升，市场因此比较谨慎地行事。这可能使以下的看法未必像从前般准确，但一直以来，重大事件的冲击往往在事后一两天内产生最大的影响，并在大概第十天反弹回之前的水平。换言之，是市场反应过激。

相对于欧元、英镑及日元，美元稍为转弱。这经常是比较难定夺的问题，因为资金流入安全港的效应会使美元转强，而经济上的含意和中央银行影响则会使美元转弱。后者似乎适用于目前的情况。另一方面，墨西哥披索和加元同时下跌也不让人感到意外，因为特朗普也有谈到取消北美自由贸易协议。

收益率出乎意料地反弹

与此同时，经过争相寻求安全港投资，导致美国收益率在最初下跌之后，较远期国库券已开始反弹，收益率现时已温和地上涨至较高的水平。坦白说，这有点出乎意料。无疑有不同的对立力量影响着市场，但我们本来以为人们争夺安全港投资，加上展望经济在长期增长缓慢，在事件反应的初期将会支配着债务及通胀。但是，事实却非如此。

相反，短期国库券的收益率显着低于远期国库券，因为美联储本来极有可能在十二月加息，但现在也成问题。但是基于对增长和波动的忧虑，这也属于合理。话虽如此，鉴于平民主义政策当道，正常的结果，是美国经济在日后出现通胀上升的情况，如果成为事实，美联储最终一定会收紧利率。最后，也是较具猜测性的看法，是共和党一直打算“改革美联储”，现时共和党大权在握，这也有机会成为事实。究竟这实际上代表些什么，仍有待商榷。

对短期经济的影响

导致争论的，是特朗普当选对短期经济会产生正面或负面的影响？从正面角度看，特朗普承诺推行大量刺激经济计划，并通过减税和增加基建开支来达成目标。实际的金额尚待与国会商议后才能决定。我们假设这些计划在未来两年，每年能提高全国生产总值 0.8%，其他一切不变。增幅可能更大。

不过，也有几个短期对经济不利的因素。虽然影响难以量化来量度。不确定性的情绪增加有可能妨碍经济增长活动，因为人们对特朗普作为政治领袖的才能一无所知，他的理念也没有经过深思熟虑，而且与目前状况大为不同，这些因素均会抑制短期经济增长，我们应该承认英国公投脱欧好像没有对英国的经济活动造成太大打击。

选举结果对短期经济的影响也取决于市场反应的程度。到目前为止，市场的起伏显得较为温和，不值得视为局限经济增长的阻力。但如果市场变得更糟糕，则会妨碍消费及投资。

总体上，事件对短期经济的影响比较模糊，虽然我们会善意地假设在这早期的关键时刻，可算是正面影响，但我们不排除当有更多信息时，会重新衡量我们的观点。



较长期的经济展望比较负面

特朗普当选对较长期经济的影响明显地比目前的发展趋势较为负面。简单说，特朗普的反贸易及反移民政纲都对经济增长造成负面影响。要衡量对经济增长的打击有多大，须取决于削减了多少贸易及移民情况的影响。我们在此提供粗略的估计：

- 如果特朗普把美国的 1,100 百万非法移居驱逐出境，撇开驱逐的混乱过程，以及进行如此大规模行动根本上可能性不大，仅是美国人口已损失 3%，并会在驱逐期内使全国生产总值累积下降多几个百分点，对经济是个沉重的打击。
- 把美国移民增长步伐减半将会使美国经济增长率每年下降 0.1 至 0.2 个百分点。听起来好像微不足道，但在 20 年后，经济增长将会损失 2 至 4 个百分点。
- 根据无党派的 Peterson Institute 所作的模型计算，全面与中国和墨西哥打贸易战，很快便会使全国生产总值下降约 4%。如果落实执行，很明显会出现经济衰退。当然，特朗普的行动将受到国会、顾问及官僚所缓和，后果未必如此悲怆，初步估计会对增长造成 1-2% 打击。

当然，一切都取决于特朗普如何执行其不清晰政纲内的多个政策，他又能否获得共和党领导阶层的合作，而他又是否会接受党领导层的指点，他又是否会稍为转到政治取向较中间的路线，以及其他错综复杂的因素。竞选时的政纲通常到实际执行时已显着被缓和。

外交政策

外交政策对经济增长只有间接的影响，然而，基于两个原因，仍与我们的分析有关联。首先，不论国会其他问题上的造成的障碍有多大，总统在外交政策上享有一定程度的酌情决定权。因此，候选人外交政纲能付诸实行的机会比其他建议较大，所以应严加留意。此外，外交政策对经济及金融市场的影响，程度之大足以改变军备开支或改变全球地缘政治风险的看法。

从这方面看，特朗普打算推行的政策仍有很多不确定性。他在某些方面是个孤立主义者，但在其他方面又是个扩张主义者。一个共识的看法，是以后，尤其在初时的几个月，地缘政治将会有极高水平的不确定性。

底线

我们以几个想法作终结。

首先，这是继英国公投脱欧之后，平民主义力量在短时间内再次获得胜利的事实，这点不容置疑。我们不要低估平民主义陆续获得胜利的可能性，当中最大，也最明显的危机在欧洲，当地多个国家的人民不满生活现状，而适逢明年多国都举行大选。意大利和奥地利人民有机会各自通过在 12 月 4 日的投票表达不满。

第二，平民主义通常代表经济增长较低，而通胀较高。鉴于财政刺激的前景，这增长的含意短期内在美国未必属实，但在长远则有可能成真。

最后，我们要理解选民通常会逐渐拨正路向。如果这总统领导有方，人民自然会支持政府推行更多政策。否则，选民将会作出相反行动。在政治上，实在难有永恒。



本报告由 RBC 环球资产管理 (RBC Global Asset Management, 简称 RBC GAM) 提供, 仅供参考之用。在未获得 RBC GAM Inc. 书面同意下, 任何人士不得复制、分发或公布本文件。在加拿大, 本报告由 RBC GAM Inc. [包括 Phillips, Hager & North 投资管理 (Phillips, Hager & North Investment Management) 提供。在美国, 本报告由 RBC 环球资产管理 (美国) 公司 [RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.] 提供, 该公司是一家联邦政府注册投资顾问公司。在欧洲和中东, 本报告由 RBC 环球资产管理 (英国) 有限公司 [RBC Global Asset Management (UK) Limited] 提供, 该公司由英国金融市场行为监管局 (UK Financial Conduct Authority) 授权和监管。在亚洲, 本报告由 RBC 投资管理 (亚洲) 有限公司 [RBC Investment Management (Asia) Limited] 提供, 该公司在香港的证券及期货事务监察委员会 (证监会) 注册。

RBC GAM 是加拿大皇家银行 (Royal Bank of Canada, 简称 RBC) 的资产管理部门, RBC 旗下包括 RBC GAM Inc.、RBC 环球资产管理 (美国) 公司、RBC 环球资产管理 (英国) 有限公司、RBC 另类资产管理公司 (RBC Alternative Asset Management Inc.)、RBC 投资管理 (亚洲) 有限公司的资产管理部门和 BlueBay 资产管理公司 (BlueBay Asset Management LLP), 这些公司均是联营但独立的法人实体。

本报告未经过任何证券或其他监管机构审视或注册, 并且在适当的情况下, 由上述实体在其各自的司法管辖区分发。有关 RBC GAM 的更多信息, 请浏览: www.rbcgam.com。

本报告无意在此提供任何法律、会计、税务、投资、财务或其他意见, 任何人士也不应依赖此等信息作为相关建议。本报告中描述的投资过程可能会随时间而改变。本报告中列出的特征旨在概括说明在为客户投资组合选择证券时所考虑的一些标准。并非所有客户投资组合的投资都会符合这些标准。RBC GAM 采取合理措施来提供最新的、准确的及可靠的信息, 并认为这些信息在印刷时是符合上述原则。基于人为或机器有可能出现的错误, 以及其他因素, 包括但不限于技术性或其他不准确或错字或遗漏, RBC GAM 对本报告的任何错误或遗漏概不负责。RBC GAM 保留权利随时更改、修正或终止信息的发布, 恕不另行通知。

本报告内的任何投资及经济展望信息由 RBC GAM 根据不同来源的信息编制。我们相信从第三方获取的信息是可靠的, 但 RBC GAM、其联营公司或其他人士对信息的准确性、完整性或正确性并没有作任何明示和暗示的表述和保证。RBC GAM 及其联营公司对任何错漏概不负责。

本报告的所有意见及估计构成我们截至本报告指示日期所作出的判断, 有可能随时更改, 恕不另行通知。一切均属于善意提供, 我们不负上任何法律责任。在法律许可的最大范围内, RBC GAM、其任何子公司或其他任何人士对采用本文内的展望信息引致的任何直接或间接损失概不负责。利率和市场状况会变动。回报估计仅用于说明目的, 并不是对回报的预测。实际回报可能高于或低于显示的回报, 并可能在较短的时间内显着变化。不可能直接投资非管理的指数。

前瞻性声明附注

本报告可能含有有关未来业绩、策略或前景, 以及未来行动的前瞻性声明。一些字眼如“也许”、“可能”、“应该”、“将会”、“预计”、“展望”、“相信”、“计划”、“预估”、“预计”、“预期”、“有意”、“预测”、“目的”及其他类似的字眼旨在识别这些前瞻性声明。前瞻性声明并非未来业绩的保证。前瞻性声明会涉及一般经济因素的潜在风险及不确定的因素, 这些猜测、预测、预估及其他前瞻声明有可能不会实现。我们劝喻您不应过度依赖这些声明, 因为多个重要因素会令实际情况或结果与前瞻性声明所表达或暗示的情况出现显着分别。这些因素包括, 但不限于加拿大、美国和国际的总体经济、政治和市场情况、利率和汇价、全球股市和资本市场、商业竞争、科技演变、法律和规例的改变、司法和规管上的变动、法律程序和灾难性事件等。以上的重要因素可能影响未来业绩, 但仍未涵盖所有因素。在作出任何投资决定前, 我们建议您仔细考虑这些及其他因素。前瞻性声明内的所有意见有可能随时更改, 恕不另行通知。一切意见均属于善意提供, 我们不负上任何法律责任。

® / TM 加拿大皇家银行之商标。在牌照许可下使用。

© RBC Global Asset Management Inc. 2016 版权所有。

此中文译本只供参考。若中、英文版本的内容出现矛盾或含糊之处, 则以英文版本为准。

This Chinese translation is for reference only. In the event of any conflict or ambiguity between the Chinese and English texts, the English language text shall govern.