



2016年11月9日

投票求變 影響深遠

Eric Lascelles – 首席經濟師，RBC 環球資產管理

Krystyne Manzer，特許金融分析師 – 投資組合專家，RBC 環球資產管理

美國在 11 月 8 日投票選出特朗普為美國下一任總統，寫下了歷史的一頁。他將成為首位沒有任何政治或軍事背景的總統，也代表著共和黨在野八年後重新入主白宮。

縱使許多人形容特朗普勝出“令人吃驚”，這說法不盡準確。認真的政治預測人士認為希拉利會勝出，但仍覺得特朗普在選舉當日有大概 30% 機會當選。在選舉競逐期間，我們一直認為特朗普得勝的機會比以上預測更大，但當然不至於說我們的基礎看法是特朗普會勝出。要理解這選舉結果並不令人吃驚，想像擲一粒六面骰子，想像擲到“一”或“二”，這經常發生。特朗普當選，正正就是這種情況。

形容這選舉結果更恰當的字眼應該是“影響深遠”。兩名總統候選人以南轅北轍的政綱競逐，而特朗普的政綱更是眾多與美國歷來政策大不相同的平民主義理念。

有點奇怪的，是特朗普勝出有點像奧巴馬在 2008 年當選的情況，雖然兩者的理念極為不同。兩人均承諾改變現狀，並得到大量認為自己權利被剝奪的選民支持。美國選民面對數十年來社會日益不公平，以及多年來經濟增長緩慢，很明顯希望另覓新路向。

特朗普的勝利之路

特朗普在多個州份已有勝算，他在 538 個選舉人票中取得 290 票。特朗普要得勝，就要取得所有搖擺州份的支持，雖然選舉當日早上，選情傾向希拉利，最終特朗普也能得到這些州份，其中包括佛羅里達州、俄亥俄州及北卡羅萊納州的支持。他也把被認為是支持克林頓的州份，包括賓夕凡尼亞州、威斯康辛州及密芝根州等也奪取過來。普遍來說，是一眾鄉郊選民湧出支持特朗普，令他在這些州份獲勝。

如同特朗普當選般影響深遠的，是參眾兩院依然是共和黨的勢力範圍。這也是意料之外，也代表共和黨可控制國會及白宮。這會使政府有機會作出重大的行動。回顧奧巴馬執政的首兩年，民主黨佔大多數議席，總統和國會先後通過奧巴馬醫保法案、重大的財政刺激計劃及銀行體系的改革。在此之前，喬治布殊總統在任其中四年，共和黨佔大多數議席期間，政府亦成功大幅減稅。不過，大獲全勝並非可以權傾整個政府。國會內的共和黨成員的政治理念與特朗普不大相同，有可能在某程度上對推行政策造成掣肘。即使民主黨在 2008 至 2010 年間都幾經辛苦才能推行很多政策；並且未能實現稅務或移民政策，皆因要通過任何法案都要取得參議院 60% 支持率才能成事 — 今次大選共和黨未能通過參議院這門檻，此外，也鑑於短視地擔憂眾議院兩年短暫的選舉週期。



對金融市場的影響

一如市場對這選舉結果的預期，股市出現負面反應，歐洲及亞洲股票下跌約 2-3%，日本股市則跌約 5%。期貨初時在美股市場大幅下跌，但實際的結果是溫和上升。這可能由於共和黨佔大多數議席會實施有利的企業稅務改革，對現時經濟上的憂慮最為有利。在迫近選舉時的模型顯示，特朗普勝出會令股市跌幅多達 10%，但來自英國在六月公投脫歐的經驗，市場僅短暫經歷大規模拋售，很快已止跌回升，市場因此較謹慎地行事。這可能令以下的看法未必像以往般準確，但一直以來，重大事件的衝擊往往在事後一兩天內產生最大影響，並在大概第十天反彈回之前的水平。換言之，是市場反應過激。

相對於歐元、英鎊及日圓，美元稍為轉弱。這經常是較難定奪的問題，因為資金流入避風港的效應會令美元轉強，而經濟上的含意和中央銀行影響則會使美元轉弱。後者似乎合用於目前的情況。另一方面，墨西哥披索和加元均下跌也不令人感到意外，皆因特朗普也有談及取消北美自由貿易協議。

收益率出乎意料地反彈

與此同時，經過爭相尋求避風港投資，導致美國收益率初時下跌之後，較遠期國庫券已開始反彈，收益率現時已溫和地上升至較高的水平。坦白說，這有點出人意料。無疑有不同的對立力量影響著市場，但我們本來以為人們爭奪避風港投資，加上展望經濟在長期增長緩慢，在事件反應的初期將會支配著債務及通脹。不過，事實卻非如此。

相反，短期國庫券的收益率顯著低於遠期國庫券，因為美國聯邦儲備局本來極有可能在十二月加息，但現在也成問題。不過基於對增長和波動的憂慮，這也屬合理。話雖如此，鑑於平民主義政策當道，正常的結果，是美國經濟在日後出現通脹上升的情況，如果成為事實，聯儲局最終一定會收緊利率。最後，也是較具猜測性的看法，是共和黨一直有意“改革聯儲局”，共和黨現時大權在握，這也有機會成為事實。究竟這實際上代表些甚麼，仍有待商榷。

對短期經濟的影響

令人爭論的，是特朗普當選對短期經濟會產生正面或負面的影響？從正面角度看，特朗普承諾推行大量刺激經濟計劃，並通過減稅和增加基建開支進行。實際的金額尚待與國會商議後才作決定。我們假設這些計劃在未來兩年，每年能提高全國生產總值 0.8%，其他一律不變。想像的增幅或許更多。

不過，也有幾個短期對經濟不利的影響。雖然影響難以量化來量度。不確定性的情緒上升有可能妨礙經濟增長活動，皆因人們對特朗普作為政治領袖的才能一無所知，他的理念也沒有經過深思熟慮，而且與目前狀況大為不同，這些因素均會抑制短期經濟增長，我們應該承認英國公投脫歐似乎沒有對英國的經濟活動造成太大打擊。

選舉結果對短期經濟的影響也視乎市場反應的程度。到目前為止，市場的起伏顯得甚為溫和，不值得視為局限經濟增長的阻力。但如果市場變得更糟糕，則會妨礙消費及投資。

整體上，對短期經濟的影響比較模糊，雖然我們會善意地假設在這早期的關鍵時刻，可算是正面影響，但我們不排除當有更多資料時，會重新衡量我們的觀點。

較長期的經濟展望較為負面

特朗普當選對較長期經濟的影響明顯地比目前的發展趨勢較為負面。簡單說，特朗普的反貿易及反移民政綱均對經濟增長產生負面影響。要量度對經濟增長的打擊有多大，須視乎削減了多少貿易及移民情況的影響。我們在此提供粗略的估計：

- 如果特朗普把美國的 1,100 百萬非法移居驅逐出境，撇開驅逐的混亂過程，以及進行如此大規模行動根本上可能性不大，單是美國人口已損失 3%，並會在驅逐期內令全國生產總值累積下降幾個百分點，對經濟是個沉重的打擊。
- 把美國移民增長步伐減半將會令美國經濟增長率每年下降 0.1 至 0.2 個百分點。聽起來好像微不足道，但在 20 年後，經濟增長將會損失 2 至 4 個百分點。
- 根據無黨派的 Peterson Institute 所作的模型計算，全面與中國和墨西哥打貿易戰，很快便會令全國生產總值下降約 4%。如果落實執行，很明顯會出現經濟衰退。當然，特朗普的行動將受到國會、顧問及官僚所緩和，後果未必如此悲慘，初步估計會對增長造成 1-2% 打擊。

當然，一切視乎特朗普如何執行其不清晰的政綱內的多項政策，他又能否得到共和黨領導階層的合作，而他又會否接受黨領導層的指點，他又會否稍為轉到政治取向較中間的路線，以及其他錯綜複雜的因素。競選時的政綱通常到實際執行時已顯著被緩和。

外交政策

外交政策對經濟增長只有間接的影響，然而，基於兩個原因，仍與我們的分析有關聯。首先，不論國會在其他問題上的造成的障礙有多大，總統在外交政策上享有一定程度的酌情決定權。因此，候選人外交政綱能付諸實行的機會比其他建議較大，所以應更加留意。此外，外交政策對經濟及金融市場的影響，程度之大足以改變軍備開支或改變全球地緣政治風險的看法。

從這方面看，特朗普打算推行的政策仍有很多不明朗之處。他在某些方面是個孤立主義者，但在其他方面又是個擴張主義者。一個共識的看法，是以後，尤其在初時的幾個月，地緣政治將會有極高水平的不確定性。

底線

我們以幾個想法作終結。

首先，這是繼英國公投脫歐後，平民主義力量在短時間內再次取得勝利的事實，這點不容置疑。我們不要低估平民主義陸續取得勝利的可能性，當中最大，也最明顯的危機在歐洲，當地多個國家的人民不滿生活現狀，而適逢明年多國均舉行大選。意大利和奧地利人民有機會各自透過在 12 月 4 日的投票表達不滿。

第二，平民主義通常代表經濟增長較低，而通脹較高。鑑於財政刺激的前景，這增長的含意短期內在美國未必屬實，但在長遠則有可能成真。

最後，我們要理解選民通常會逐漸撥正路向。如果這總統領導有方，人民自然會支持政府推行更多政策。否則，選民將會作出相反行動。在政治上，實在難有永恆。



本報告由 RBC 環球資產管理 (RBC Global Asset Management, 簡稱 RBC GAM) 提供, 僅供參考之用。在未獲得 RBC GAM Inc. 書面同意下, 任何人士不得複製、分發或公佈本文件。在加拿大, 本報告由 RBC GAM Inc. [包括 Phillips, Hager & North 投資管理 (Phillips, Hager & North Investment Management)] 提供。在美國, 本報告由 RBC 環球資產管理 (美國) 公司 [RBC Global Asset Management (U.S.) Inc.] 提供, 該公司是一間聯邦政府註冊投資顧問公司。在歐洲和中東, 本報告由 RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司 [RBC Global Asset Management (UK) Limited] 提供, 該公司由英國金融市場行為監管局 (UK Financial Conduct Authority) 授權和監管。在亞洲, 本報告由 RBC 投資管理 (亞洲) 有限公司 [RBC Investment Management (Asia) Limited] 提供, 該公司在香港的證券及期貨事務監察委員會 (證監會) 註冊。

RBC GAM 是加拿大皇家銀行 (Royal Bank of Canada, 簡稱 RBC) 的資產管理部門, RBC 旗下包括 RBC GAM Inc.、RBC 環球資產管理 (美國) 公司、RBC 環球資產管理 (英國) 有限公司、RBC 另類資產管理公司 (RBC Alternative Asset Management Inc.)、RBC 投資管理 (亞洲) 有限公司的資產管理部門和 BlueBay 資產管理公司 (BlueBay Asset Management LLP), 這些公司均是聯營但獨立的法人實體。

本報告未經過任何證券或其他監管機構審視或註冊, 並且在適當的情況下, 由上述實體在其各自的司法管轄區分發。有關 RBC GAM 的更多信息, 請瀏覽: www.rbcgam.com。

本報告無意在此提供任何法律、會計、稅務、投資、財務或其他意見, 任何人士也不應依賴此等信息作為相關建議。本報告中描述的投資過程可能會隨時間而改變。本報告中列出的特徵旨在概括說明在為客戶投資組合選擇證券時所考慮的一些標準。並非所有客戶投資組合的投資都會符合這些標準。RBC GAM 採取合理措施來提供最新的、準確的及可靠的信息, 並認為這些信息在印刷時是符合上述原則。基於人為或機器有可能出現的錯誤, 以及其他因素, 包括但不限於技術性或其他不準確或錯字或遺漏, RBC GAM 對本報告的任何錯誤或遺漏概不負責。RBC GAM 保留權利隨時更改、修正或終止信息的發佈, 恕不另行通知。

本報告內的任何投資及經濟展望信息由 RBC GAM 根據不同來源的信息編制。我們相信從第三方獲取的信息是可靠的, 但 RBC GAM、其聯營公司或其他人士對信息的準確性、完整性或正確性並沒有作任何明示和暗示的表述和保證。RBC GAM 及其聯營公司對任何錯漏概不負責。

本報告的所有意見及估計構成我們截至本報告指示日期所作出的判斷, 有可能隨時更改, 恕不另行通知。一切均屬於善意提供, 我們不負上任何法律責任。在法律許可的最大範圍內, RBC GAM、其任何子公司或其他任何人士對採用本文內的展望信息引致的任何直接或間接損失概不負責。利率和市場狀況會變動。回報估計僅用於說明目的, 並不是對回報的預測。實際回報可能高於或低於顯示的回報, 並可能在較短的時間內顯著變化。不可能直接投資非管理的指數。

前瞻性聲明附註

本報告可能含有有關未來業績、策略或前景, 以及未來行動的前瞻性聲明。一些字眼如“也許”、“可能”、“應該”、“將會”、“預計”、“展望”、“相信”、“計劃”、“預估”、“預計”、“預期”、“有意”、“預測”、“目的”及其他類似的字眼旨在識別這些前瞻性聲明。前瞻性聲明並非未來業績的保證。前瞻性聲明會涉及一般經濟因素的潛在風險及不確定的因素, 這些猜測、預測、預估及其他前瞻聲明有可能不會實現。我們勸喻您不應過度依賴這些聲明, 因為多個重要因素會令實際情況或結果與前瞻性聲明所表達或暗示的情況出現顯著分別。這些因素包括, 但不限於加拿大、美國和國際的總體經濟、政治和市場情況、利率和匯價、全球股市和資本市場、商業競爭、科技演變、法律和規例的改變、司法和規管上的變動、法律程序和災難性事件等。以上的重要因素可能影響未來業績, 但仍未涵蓋所有因素。在作出任何投資決定前, 我們建議您仔細考慮這些及其他因素。前瞻性聲明內的所有意見有可能隨時更改, 恕不另行通知。一切意見均屬於善意提供, 我們不負上任何法律責任。

® / TM 加拿大皇家銀行之商標。在牌照許可下使用。

© RBC Global Asset Management Inc. 2016 版權所有。

此中文譯本只供參考。若中、英文版本的內容出現矛盾或含糊之處, 則以英文版本為準。

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.