



特朗普勝選後與就職後的美元走勢分化

1月21日，特朗普在華盛頓宣誓就職美國總統。就職典禮過後，市場避險情緒繼續攀升，恐慌指數Vix漲3%，美債、黃金和日元均走高。1月24日，10年期美國國債孳息率下挫7BP至2.397%，創下1月5日以來最大單日跌幅。而美匯指數持續疲軟，甚至就在就職典禮後的第一個交易日就跌破100整數關口至兩個月以來低點。事實上，截至1月21日當周，美匯指數已經是連續第四周下挫，創下2016年2月以來最長下跌週期。各種資料似乎都在揭露一個跡象，即投資者正在市場上對沖特朗普交易。相比去年11月特朗普意外當選後市場情緒的積極樂觀，在特朗普正式就職後，市場不確定情緒似乎佔據了主導地位，導致美匯指數走軟及美債攀升。

特朗普意外勝選 刺激政策預期發酵推高美元

11月11日特朗普意外勝選，隨後在官方網站公佈其政策綱領，提出擴大基建、減稅、放鬆金融管制等多項經濟刺激計畫。當時市場對於美國經濟刺激政策的預期持續發酵，助美匯指數強勢站上100點。接下來的11月17日，耶倫在國會發表講話，表示相對快的加息可能是合適的。耶倫此番鷹派論調大幅推升了市場對美聯儲12月加息預期，令美元持續走強。此後，特朗普於11月23日公佈“百日計畫”，儘管此番講話並無新意，但仍彰顯特朗普上臺後欲大幅改革的決心，使美匯指數穩定於101附近。直至12月15日，美聯儲加息靴子落地，美聯儲還上調其加息路徑，預測2017年將加息三次。由於加息決議偏鷹派，且耶倫態度超預期積極，引發美匯指數急速上升至103上方，升破14年高位。可以說，自特朗普意外勝選以來，其積極的財政政策備受市場期待，外加美聯儲加息如約而至，美元一直表現強勢。

聲明：

本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

劉雅瑩
分析員
Tel:28266585
yyliu@bochk.com

特朗普正式就職 市場預期分化帶動美元回落

然而，隨著特朗普就職漸進，市場開始逐漸消化其政策，甚至對其政策預期產生分化，美元亦開始面臨修正壓力。1月12日，特朗普舉行勝選後的首場新聞發佈會，但其談話內容並未提及基建、減稅等關鍵問題的執行計畫，讓市場倍感失望。市場預期的落空帶動美匯指數從發佈會前的102.96回落至101.30下方。

1月21日，特朗普就任第45屆美國總統後，隨即在白宮網站公佈其包括停止裁軍、打擊非法移民、外交政策、經貿協定、能源問題、法律制度等六點施政綱領。就職講話後，特朗普還給出了一個長遠的經濟目標：即在十年內，新增2500萬就業，並令美國經濟增長重回4%。在就任美國總統不到24小時，特朗普就簽署了其第一份總統行政令，廢除“奧巴馬醫改”。緊接著，特朗普陸續簽署多分行政命令，包括正式退出TPP協議（跨太平洋夥伴關係協定）、停止僱傭新的聯邦職員（軍隊除外）、更改輸油管道項目和基礎設施建設專案審批程式、在美國與墨西哥邊境建牆等。特朗普還於1月23日在白宮接見十位企業高管，重申要撤銷聯邦政府對美國企業的監管、削減企業稅負，以及要徵收邊境稅。接下來，特朗普政府還將與加拿大和墨西哥重新簽署北美自由貿易（NAFTA）協定。

儘管特朗普上任後馬不停蹄地著手兌現其競選時的承諾，但市場似乎更關心的是其政策的矛盾與不確定性。市場對其政策預期的分化，也是美匯指數近期開始回檔的原因之一。目前市場對特朗普政府不確定性的擔憂主要集中在以下幾個方面：（1）**積極財政政策和緊縮貨幣政策的組合將降低赤字的可持續性。**我們此前的分析指出，目前美國國債已接近20萬億美元，而特朗普減稅和增加投資的政策將會大幅增加美國政府的財赤，短期財政壓力會加大。市場也擔憂增加政府支出和減稅會推升美國債務，從而破壞美國經濟長期的增長前景。（2）**強勢美元或將打擊美國工業增長前景。**資料顯示，在特朗普當選後，美元飆升了約5%。而美國11月貿易逆差錄得653億美元，為2015年3月以來最高水平。可見強勢的美元已經打擊美國出口，甚至有可能拖累其經濟增長。根據聖路易斯聯邦儲備局，美元大幅走強的時期往往都會導致淨出口額增長放緩，甚至出現貿易逆差拖累GDP增長的情況。例如，在美元最為強勢的2014年四季度與2015年一季度，淨出口額對GDP增長造成負面衝擊最大，貿易逆差分別流失掉了1.14%和1.65%的GDP增長。正是由於擔憂過強美元會對經濟帶來打擊，近日特朗普和美國候任新財長均表示對過強美元的擔心。（3）**特朗普的“貿易保護主義”或嚴重破壞美國與貿易國間關**

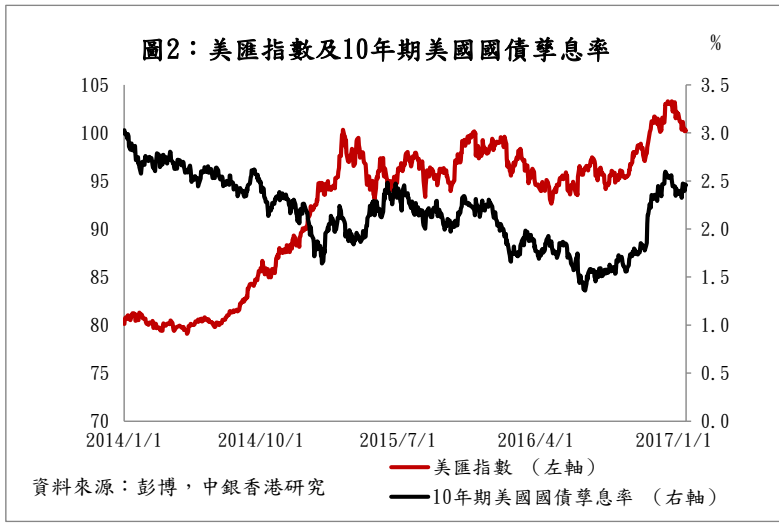
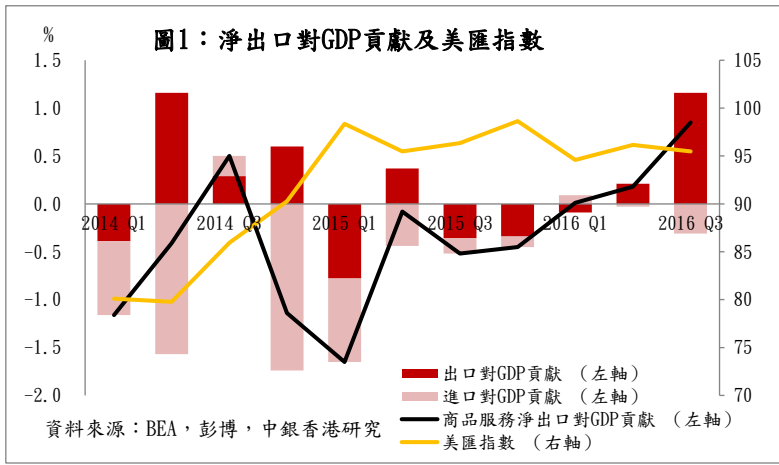
係。在特朗普最初勝選時，市場的關注點集中在所謂的“美版四萬億”刺激計畫，即削減稅收和擴大基建投資，而目前市場焦點已經開始轉移至特朗普的貿易保護主義上。原因在於前兩個施政需要國會漫長的討論還有籌資過程，但貿易保護則相對簡單，不少措施只要總統本人的行政令即可打回修改。市場擔心特朗普關於提高關稅，遣返非法勞工等政策，不但會大幅推高美國通脹，削弱消費者購買力，亦可能傷害破壞美國與交易夥伴間關係，最終傷害美國經濟。

美元短期或盤整 但長期仍相對強勢

近期美元的的回落可看作其前期超調的一個修正，對於美元長期走勢，更多是取決於美國經濟發展情況，市場預期的變化只可以帶來短期的波動。**短期而言**，美國經濟更可能是維持溫和增長的步伐。這主要是因為特朗普雖力推大規模基建，但其政策的制定與實施均需要一定時間。此外，目前美國的經濟未如預期中強勁。美國消費增速從2015年的3.2%放緩至2016年的2.8%附近，而私人投資增速更是持續低迷。近期美國通脹的回升更多的是由能源分項主導，非能源分項目並無顯著改善，在此背景下，市場預期美聯儲最早也只會於年中開始加息。由於短期內美國經濟面臨較大不確定性，美元上行動力有限。

但**中長期而言**，美國加息週期已經開啟，近期美聯儲部分委員亦開始探討“縮表”的問題，未來美債孳息率仍有上行空間。反觀其餘主要的經濟體，歐洲央行在最新的利率決議中表示還沒有討論Tapering（削減購債計畫），且將會保持最大程度寬鬆，而日本央行也表示將繼續實行寬鬆貨幣政策。作為美匯指數中占比最大的兩隻貨幣，歐元（占比57.6%）和日元（占比13.6%）的偏軟或令美元繼續維持相對強勢。

此外，仍需關注一些極端情況的出現。根據市場資料，假若特朗普真的開徵邊境稅（即以企業所得稅稅率對進口進行徵稅，而企業出口所得收入免於徵稅），那麼在國會試圖將美國企業稅從35%降為20%的背景下，這相當於對進口增收20%的關稅，對出口進行10%-15%的補貼，粗略估計或將推高CPI 3-5個百分點，屆時美元或將顯著走強。



近期報告

- | | | | |
|-----|--------------------------------|---------|-------|
| 1. | 內地基準利率不變、市場利率趨升的解讀 | 戴道華 | 01.25 |
| 2. | 人行創設新工具 惟債市情緒仍偏謹慎 | 劉雅瑩 | 01.24 |
| 3. | 特朗普不確定性中的三個確定性-- 特朗普首批對內政策效果預估 | 鄂志寰、蔡永雄 | 01.24 |
| 4. | 特朗普變革非空談 惟前路崎嶇 | 卓亮 | 01.24 |
| 5. | 2016年內地經濟築底回穩 | 鄂志寰、蔡永雄 | 01.20 |
| 6. | 《國務院關於擴大對外開放積極利用外資若干措施》影響評析 | 蘇傑 | 01.18 |
| 7. | 美國經濟的一些矛盾現象 | 戴道華 | 01.13 |
| 8. | 特朗普上任在即：聽其言不如觀其行 | 蘇杰 | 01.12 |
| 9. | 熊貓吃掉點心了嗎 | 劉雅瑩 | 01.11 |
| 10. | 香港還能在全球首次集資市場連續稱王嗎？ | 蘇杰 | 01.11 |
| 11. | CFETS人民幣匯率指數貨幣籃子的調整及其涵義 | 戴道華 | 01.06 |
| 12. | 金磚國家穩定本幣匯率的那些招式 | 柳洪 | 01.05 |
| 13. | 中國經濟增長目標的設定 | 戴道華 | 12.29 |
| 14. | 市場經濟地位揭開中美貿易角力新序幕 | 黃思華 | 12.23 |
| 15. | 基金互認擴版圖提升香港在全球的資管地位 | 李明揚 | 12.22 |
| 16. | 深港通與滬港通開通初期的比較分析 | 蘇傑 | 12.20 |
| 17. | IMF對資本管制的取態及啓示 | 戴道華 | 12.20 |
| 18. | HIBOR走勢分析及其影響 | 張文晶 | 12.19 |
| 19. | 債市異動主因非聯儲局加息 | 卓亮 | 12.19 |
| 20. | Fintech公司紛紛落戶新加坡的來龍去脈 | 關振球 | 12.16 |