

經濟觀察家

希望之春？失望之冬？ —2017年全球宏觀展望



分析預計，歐央行在歐元區通脹率加速上升之前不會大幅減少其購買計劃
法新社

「這是一個最好的時代，也是一個最壞的時代。」寒冬裏的達沃斯，各國政治經濟領袖上周齊聚一堂，共同探討今年全球面臨的機遇與考驗。2017年，前所未有的英國脫歐、特朗普新政、歐洲大選是否將開啟新的市場趨勢？對金融市場有怎樣的衝擊？

中銀國際大宗商品市場策略主管 傅曉

江南曉望
上周五市場聚焦特朗普的就職典禮，而就職後100天出台的政策會受到密切關注。由於市場對於特朗普政府的預期和實際情況可能不完全融合，筆者認為，今年全球金融市場表現將會頗為微妙。特朗普的政策會在共和黨內得到多大程度的支持，令市場面臨較大不確定性。筆者在本文中討論一下特朗普新政的預期及影響。

特朗普地震

對比去年6月24日衆議院議長保羅·瑞恩提出的共和黨計劃「A Better Way」，特朗普倡議的「Contract with the American Voter」計劃缺乏細節。筆者預測美國將會執行具有更多細節的Ryan的計劃。即使特朗普會淡化或放棄他此前發表過的一些言論，在貿易、衛生保健和投資基建上做出妥協，筆者仍然認為新政府可能大幅促進消費支出、商業資本支出以及能源資本支出，所以整體刺激政策的規模仍然龐大。

根據稅務政策中心，保羅·瑞恩的整套計劃將使赤字在接下來的十年裏增加1.3%，並且在前四年力度較大，表明

了大幅稅務刺激。對於已經運行高效的美國經濟來說，一旦這些政策頒布並實施，新的刺激政策將會令利率及核心通脹水平增加，並最終導致美元走強。

減稅政策中，筆者認為降低個人稅負對於美國來說最為重要。消費支出約佔美國GDP（國內生產總值）的70%，遠遠高出企業資本支出。稅務政策中心稱如果減稅可以一比一的轉變為消費支出，接下來的十年我們有可能看到消費支出每年增加兩千億美元，這一增加量約佔美國GDP的1%。由於美國有著強大的消費市場，這對美國以及世界經濟來說都有一定益處。

歐元區：驚喜之年？

總體而言，筆者認為即使考慮到特朗普政策的不確定性，美國經濟也將會從中受益，並有助於進一步延長經濟擴張周期。首先，美國經濟已經向好，就業已接近正常水平，通脹也有回升的跡象。其次，儘管財政上持保守態度的國會可能會抑制財政刺激政策，但是衆議院議長保羅·瑞恩將帶頭實施企業稅收改革、軍事投資和能源放寬管制政策。

這表明財政刺激政策將會在未來幾年依然重要。第三，由於美元走強及股市可以在一定程度上抵銷高利率，目前筆者認為貨幣政策收緊對於經濟影響較為有限。

儘管過去的幾年中歐元區的宏觀不確定性事件頻發，但筆者認為今年歐元區經濟仍可能出現意料之外的上行。

總體來說，歐元區仍然面臨內部發展不均衡，整體經濟增長疲軟及大選將帶來的不確定性等問題。隨着荷蘭（3月15日）、法國（首輪4月23日，次輪5月7日）、德國（9月），以及尚未確定的意大利等主要國家的大選日益臨近，2017年上半年的市場波動將由民意調查，以及選舉結果主導。如果民粹主義者或者反歐盟的政黨獲得多數選票並得以組建政府，恐怕歐元區內部反對的聲音將會對資本市場產生不利的影響。

除了內部的分歧之外，歐盟已經根據里斯本條約第50條正式開始對英國脫歐進行談判。筆者認為，該條約並不會對市場造成很大影響，這是由於英國的經濟總量還難以影響全球的風險情緒。

利率政策今年出現轉點？

歐央行宣布將其債券購買計劃延長九個月至2017年12月，並從今年4月起將購債規模從800億歐元降至600億歐元，持續通過量化寬鬆刺激歐洲經濟。與此前一樣，德國銀行業代表對這項決定表示遺憾，並聲稱將繼續反對量化寬鬆政策。但歐元區的通脹依然疲軟，而且離歐央行設定的2%的目標相距甚遠。

筆者預計歐央行在歐元區通脹率加速上升之前不會大幅減少其購買計劃：歐央行曾經反對德國關於緊縮的呼籲以及其鷹派立場。筆者認為，歐央行會繼續保持這一態度。只要量化寬鬆存在，利率就很難有所回升。目前由於量化寬鬆，歐央行實際利率其實仍然處於負值，這使歐央行很難像美國一樣提高利率。由於量化寬鬆和負利率已經存在，未來歐元的貨幣政策回轉餘地已所剩不多，所以央行也希望出口和通脹回升。

除了政治因素和利率政策之外，歐元區經濟的基本面正在好轉。歐洲的經濟指標顯示出歐元區的經濟發展較為分化：北方核心地區通脹和經濟增長不斷加速，而南部周邊地區仍然處於滯後狀態。北部地區的失業率正在逐步降低，情緒指數不斷上升。筆者認為，如果法國和意大利的大選沒有出現「黑天鵝」的話，歐元區的經濟增長或許會迎來一個驚喜之年。

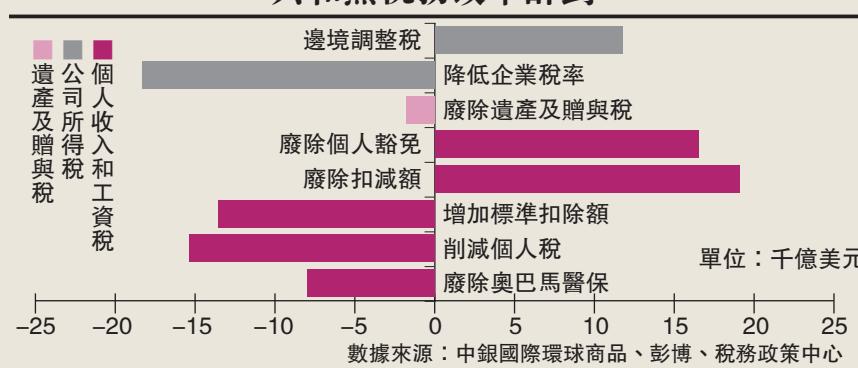
本文為作者個人觀點

2017年歐元區主要國家大選

國家	2015年債務佔GDP比%	民意調查
荷蘭	65.3	Geert Wilders領導的自由黨在民調中領先，但是支持者遠低於大半
法國	96.2	目前，極右翼國民陣線的領導人Marine Le Pen落後於保守的Francois Fillon
德國	71.2	基督教民主黨默克爾仍然大幅領先其他黨派
意大利	132.8	目前五星運動與現任民主黨不分上下

數據來源：中銀國際環球商品、彭博、稅務政策中心

共和黨稅務改革計劃



數據來源：中銀國際環球商品、彭博、稅務政策中心

民粹抬頭 黑天鵝群起

東方證券首席經濟學家、總裁助理 邵宇



鍍金時代

成票的那些中老年人，也包括美國大選投給特朗普的中下階層白人。

中國經濟前景樂觀

回到中國，短期經濟企穩的同時，改革的「四樑八柱」總體框架已基本穩定。在宏觀政策要穩的前提下，貨幣政策也轉向了「穩健中性」，未來中國經濟可能需要依靠自身動力的修復來維持上行，這也意味着我們須重回「深度城市化」這一核心驅動力。因為我們認為經過過去兩三年的結構調整和槓桿騰挪，中國經濟已出現了一些積極的信號，整體來說我們還是謹慎樂觀的。

我們預計2017年主要經濟指標是：GDP（國內生產總值）增長6.5%，CPI（消費者物價指數）增長2.5%，放眼全球這也是一個非常優質的組合。隨着PPP（公共私營合作制）項目的逐漸落地，預計基建投資仍然能夠維持在20%左右的增速；地產調控政策的逐步消化、土地供應的增加，以及一二線城市庫存去化的結果對地產投資有托底作用，預計地產投資仍然能夠維持5%左右的增速。隨着工業企業利潤開始修復、PPI（生產者物價指數）轉正、供給側改革深化下民間投資開始有所修復以及人民幣貶值帶來的出口拉動作用，製造業投資有可能出現5%甚至更高的增長。

在當前民粹主義抬頭和逆全球化趨勢背景下，2017年的主要風險可能主要來自歐洲的政局。法國、荷蘭、德國等歐洲主要經濟體將紛紛進入大選，雖然目前民調數據都朝向有利於歐元區整體穩定的方向，但2016年頻發的黑天鵝事件顯示，我們遇到的黑天鵝可能不是一隻兩隻，很可能是一片黑天鵝湖。我們認為至少有二到三成的概率明年歐元區將崩潰——2017年可能是歐元的末日，歐元將消失。這可能是最近一次全球化最重要的損失。

在此背後的深層次原因，是全球化進程的阻斷，準確來說是來自美式全球化和美元全球化進程的逆轉。全球化已經結束，或者說「全球化3.0」已經結束，也就是在過去三十年的全球化進程中受損的那群人開始起來尋求改變，這些人包括英國脫歐投了贊成票的那些中老年人，也包括美國大選投給特朗普的中下階層白人。

從大類資產配置層面來看，長期流動性的拐點可能已經來臨，市場的波動性可能加大，更需要做好主動性的資產配置。結合基本面的變化，從中長期來看，權益類市場（包括股權投資）的配置價值正在逐步顯現。總體排序：結構化投資（如PE/新三板等）—權益一大宗商品—債券，同時兼顧流動性與政策的博弈，防範黑天鵝事件帶來的風險。

面向2017年，中國的匯率和美國的利率在全球宏觀經濟中扮演着貨幣錨的角色，如果兩者持續不穩定，將可能直接導致全球危機。現在全球的主要經濟體是在一個黑天鵝湖中和鯊魚游泳，這個鯊魚就是下一輪經濟危機，你不需要比鯊魚游得快，因為正常人都比鯊魚游得慢，但是你一定要確保比最後的那兩個人游得快。

購買新居屋按揭資料

按揭成數	綠表申請人	95%
	白表申請人	90%
供款計劃	銀行多批P按 (P-3.1%)	
還款年期	最多25年	
其他開支	釐印費、律師費、管理費等雜項	

居屋按揭全解析

經絡按揭轉介市場總監 劉圓圓



近日發展商積極推出新盤，部分新盤叫價亦進取，錄得超額認購，似乎在政府加辣及加息後，仍無阻市民入市意欲。年輕人上車置業依舊是熱門討論話題，居屋的定價，約是市價的六、七折，對於預算資金較少的年輕人，不失為一個上車的選擇。購買居屋與買私樓無異，同樣可以做按揭上會，但其實居屋按揭的成數、供款計劃及還款年期，與私樓不同，年輕人上車前必須了解清楚。

現時市面上的居屋大致分三類：新居屋、未補地價的二手居屋，以及已補地價的二手居屋。由於政府為首兩種的居屋業主作按揭擔保人，銀行的貸款風險較低，借貸條款亦會相對優惠，而買家亦毋須進行供款壓力測試；至於已經補地價的居屋，銀行的借貸條款與一般私樓的優惠分別不大。

居屋中籤者要繳付首期之10%作為訂金及簽署臨時合約，綠表及白表申請人可借的按揭成數分別達九成五及九成，無需做按揭保險。假設一個價值250萬港元的居屋單

買家預留周轉資金

買家要留意居屋與私樓所做的按揭計劃及供款年期有異，銀行對未補地價居屋的買家，多會批出P按計劃，實際供款利率現為2.15厘，而並非市場主流使用率的另一浮息計劃H按，而P按實際供款利率現時仍然比H按為高，美國聯儲局預告今年有機會加息三次，港元利率長遠是向上的，居屋買家最好預留充足資金周轉。

至於供款年期，房委會對於未補地價的居屋，規定最高還款期為二十五年。至於二手居屋的供款年期，一般以「政府按揭擔保年期（30年）減樓齡」作為上限，所以要留意購買二手居屋，未必能有長的還款年期。以上述例子，買家每月供款為9702港元，假設加息三厘後，每月供款增加至13351萬港元。

除了以上的開支外，買家亦要預留一筆資金繳付其他費用，釐印費、律師費、管理費等雜項，有意上車的年輕一族最好預留約樓價的百分之五至十作日後一筆資金周轉，以繳付雜項費用及一旦加息每月供款之增加。