



摩根士丹利亞洲前主席羅奇： 「美股估值歷史第三高 明年隨時 出現大調整」

撰文：何敬熹 發佈日期：2017-12-15 19:46 最後更新日期：2017-12-18 09:25

美國稅改如箭在弦，中國中央經濟工作會議亦將於下周舉行，摩根士丹利亞洲前主席、現耶魯大學講師、郭氏學者協會成員之一史提芬羅奇（Stephen Roach）指，中美這兩大經濟體，都面臨巨大的內部經濟矛盾，但在中國正積極解決問題的同時，美國卻將希望寄託在稅改，其實是緣木求魚，隨時會令美國經濟愈來愈差。

市場期待稅改會令股市一升再升，但羅奇「唱反調」稱，美股估值已十分高，一旦有重大不明朗因素出現，或會出現大調整。他接受《香港01》訪問時，明言聯儲局利率正常化，過程愈快愈好，因如果利率正常化的步伐不夠快，資金將會繼續抬升股市，令未來的風險更大。



羅奇認為特朗普提出的「使美國再次強大」只是政治口號，欠缺實質內容。（路透社）

美國經濟企穩，失業率降至4.2%，是16年以來最低，總統特朗普的稅改計劃也進展順利，據報參眾兩院的共和黨議員已就稅務改革法案達成最終方案，美國國會可望在聖誕前通過稅改。稅改未正式生效，投資市場已預先亢奮，美股三大指數於月內多次創新高。

一片唱好聲中，摩根士丹利亞洲前主席羅奇卻對《香港01》表示，稅改會令美國政府財政狀況惡化，美國現時經通脹調整後的儲蓄率只有2%，財政赤字加劇很有可能令儲蓄率進一步走低，甚至跌到負數水平，這將為美國的國際收支和貿易逆差帶來更大壓力，也有違特朗普希望加強美國製造業的目標。「想在沒有儲蓄的情況下取得經濟增長，這是美國經濟發展面臨的一大矛盾！」羅奇說。



羅奇認為美國將難以逆轉製造業外流。（盧翹銘攝）

美國製造業難復甦

他認為，美國經濟系統有很多地方有待改善，但美國政界沒有著眼於此，「特朗普以為可以透過加強對中國、德國等經濟大國施壓，又威脅在墨西哥邊境興建圍牆，就可以解決貿易問題，但其實是不能的」，羅奇說。他表示，美國製造業外流是一個持續趨勢，雖然近年有個別公司回流美國，但只是少數，整體而言，全球分工令製造業由高成本的美國，移至成本較低的地方的趨勢很難被逆轉。

在美國稅改討論中，部份人稱稅改可以透過經濟增長，創造更多稅收，不會令美國國庫收入減少，但他認為這些說法並沒有根據，相反，他估算稅改將在未來10年造成最多1.4萬億美元的財政赤字。巨額債務未必會在短期帶來另一次危機，但長遠會為美元帶來貶值壓力和為美國息口帶來上升壓力。不過他認為，美國在可見將來，都可以維持主要貨幣的地位，但「沒有東西可永遠保證」。



中國聯通的混改方案，注入的資金當中有46%來自其他國企。（路透社）

中國經濟發展 國企改革成挑戰之一

至於全球第二大經濟體中國，也有自身的經濟矛盾要解決，羅奇認為中國正積極解決這些矛盾，他預期中國會延續過往推動國企改革、供給側改革、強調去槓桿等經濟政策。羅奇表示：「在中國經濟轉型，由製造業轉型到服務業、由投資轉型到家庭消費的過程中，GDP增長無可避免會有所下降，但相信中國會繼續是全球經濟最高速增長的大型經濟體，為未來全球GDP的增長貢獻最大的份額。」

在中國經濟改革的過程中，羅奇認為其中一個最大的挑戰來自於國企改革，如何處理市場系統和國有資產當中的張力。他觀察到中央政府似乎有意將近期中國聯通（0762）的混改方案作為樣本，但這方案注入的120億美元資本中，有46%來自國企資金，他擔心企業間互相持股容易形成依賴，或會出現新的制度風險。

他表示，前中國總理朱鎔基也曾推行十分成功的國企改革，令國企僱員人數大幅下降。「中國現在也有很強的政治領袖，亦有足夠的人才去執行國有企業改革，但中國領導層是否有足夠的遠見和決心去推行國有企業改革，這尚需一些時間去證明。」他說。



市場資金充裕加上對稅改寄予厚望，美股三大指數今年屢創新高。（路透社）

通脹未達標也應該繼續加息

羅奇自1982年加盟摩根士丹尼，曾任該行首席經濟學家和摩根士丹尼亞洲的主席，投資閱歷豐富，面對處於高位的環球股市，他跟我們分享了他的擔憂。他認為，美國太長一段時間維持低息環境，令資金大幅推高股票市場，現在美國股市的經周期調整的市盈率（CAPE），正處於歷史上第三高，甚至比2008年金融風暴前高出15%。隨著美國利率正常化和縮表，市場流動性將開始減少，現在雖難言市場泡沫是否會爆破、或甚麼時候會爆破，但一旦有重大的不明朗因素發生，處於高位的股市隨時出現大調整。「市場現時的樂觀情緒，到明年便會有所改變。」他預言。

他表示，聯儲局雖然可以考慮到股市的風險，從而放慢利率正常化的步伐，但他認為聯儲局不應該這樣做，因為如果聯儲局利率正常化的步伐不夠快的話，資金會繼續抬升股市，令未來的風險更大。「如果再有危機出現，但利率仍維持在這麼低的水平，財金當局將會欠缺足夠工具去應付。」他說。

羅奇補充，通脹是現在經濟的一大「未知數」，即使美國經濟改善、就業情況理想，通脹卻一直沒有太大的回升。他預料低通脹情況會持續，但強調即使通脹未達標也應該繼續加息。「當初推行寬鬆貨幣政策也並不是因為高通脹，而是因為金融危機，但金融危機已經過去了9年，現時是時候令利率正常化，這過程愈快愈好。」