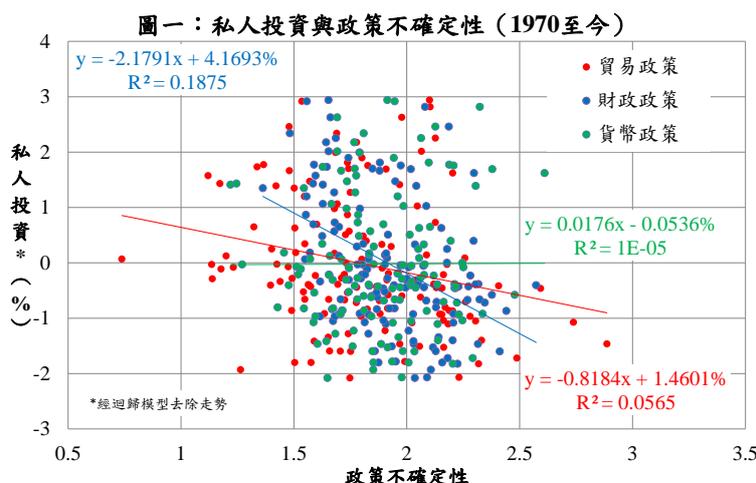


《商報》專欄

美國投資氣氛仍弱

年初至今，無論匯市或股市表現反覆，投資者整體對前景未有明確方向。其中主要關注中美貿易關係緊張、聯儲局會否開始考慮減息及美國減稅帶來的影響等等。那麼今文探討貿易、財政及貨幣政策的不確定與投資有何關係，以及市場後向如何。



有三名學者*於2015年編制了經濟政策不穩定指數，主要按與美國經濟政策不確定性有關的文章數目、每年失效的稅例數目、通脹預測偏差及州政府支出預測偏差來衡量，目前其一年移動平均水平創近六年新高。按分指數來看不難發現貿易政策不確定性指數明顯抽升，財政政策不確定性指數略升，反而貨幣政策不確定性指數回落。若把這三個分指數配對上私人投資數據得出圖一，初步可見貿易及財政政策不確定性獨立與私人投資呈反向關係，而貨幣政策不確定性與私人投資關係並不明顯。

表一：私人投資與各類政策不確定性迴歸分析

相關系數	貿易	財政	貨幣
貿易	1.0000		
財政	0.0608	1.0000	
貨幣	0.0314	0.4917	1.0000

	係數	標準誤	t 統計	P-值
截距	4.8475	0.8360	5.7986	0.0000
貿易	-0.5430	0.2747	-1.9763	0.0502
財政	-2.0210	0.4015	-5.0332	0.0000

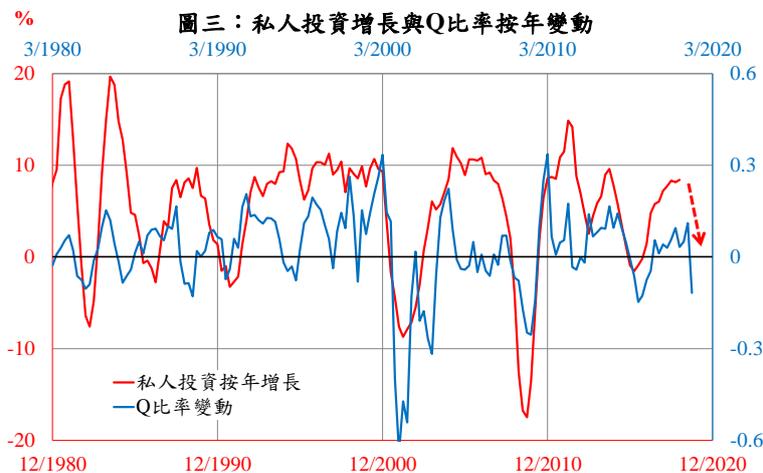
那麼再看貿易、財政及貨幣政策不確定性同時與私人投資的關係。作出迴歸分析前可先看三者互相關係，表一可見，其實貨幣政策不確定性與財政政策不確定性相關度高，因此只取財政及貿易政策不確定性指數與私人投資作迴歸分析。結果可見，長線而

言，私人投資與財政政策不確定性統計學上關係成立 ($p < 0.05$)，但與貿易政策不確定性則不成立。

圖二：標指Q比率



因此，目前全球貿易緊張局勢對長線私人投資影響其實有限，不過這並不代表可看好投資前景。參考反映企業市場價值對資產成本的 Q 比率，圖二顯示美國企業的市場價值在金融海嘯恢復期後（約 2010 年開始）遠高於資本成本，意味著估值偏貴，雖然近季略回落，但仍高於近五十年平均，並且處於一個標準差內，估計投資者入市動力較以往弱，料投資氣氛只見溫和。



Q 比率同時反映市場對於公司未來盈利的預期，因此將 Q 比率比較私人投資增長得出圖三，可見前者略領先後者約三季。然而 Q 比率按年變動近季放緩，按紅箭預示，私人投資按年增長在未來三季將有下行壓力。由是觀之，估計短線仍有較多貿易戰反覆的消息，但對長線投資及股市影響不顯著，不過美股目前估值水平卻難進一步帶動投資氣氛，料美國私人投資活動仍續放慢。

* Baker, Scott R. and Bloom, Nicholas and Davis, Steven J., Measuring Economic Policy Uncertainty (October 2015). CEPR Discussion Paper No. DP10900.