

行政院所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

## BNP 央行及政府機構投資研討會 心得報告書

服務機關：中央銀行

出國人姓名：官佳璿

出國地點：韓國首爾

出國期間：105/09/21 至 105/09/23

報告日期：105 年 12 月 20 日

## 目錄

壹、前言.....	3
貳、川普施政主軸.....	4
參、美國大選後之債市變化.....	11
肆、結語.....	17

## 壹、前言

<sup>職</sup>於今(2016)年9月21日至23日參加BNP所舉辦之央行及政府機構投資研討會，研討會內容包含全球經濟展望、美國總統大選影響、固定收益投資策略、外匯存底管理趨勢等主題。

固定收益產品因具有本金保護、分散風險及穩定收息等特質，而在整體資產配置上有不可或缺之重要性。金融海嘯以來，主要央行長期實施量化寬鬆政策，公債殖利率走低，殖利率曲線趨平緩，固定收益產品特質之投資效益降低。今年美國總統大選結果，由共和黨候選人川普取得306張選舉人票勝選，其減稅及增加公共建設支出等政策改變投資人對美國成長及通膨預期。美國總統大選後，債市劇烈波動使得前述固定收益產品之本金保護、分散風險及穩定收息等特質減弱。以下將分節探討川普主要政策對美國經濟及債券市場之影響及債券投資組合調整。

## 貳、川普施政主軸:財政政策

共和黨贏得總統大選並取得參、眾議院多數席次，有助於川普的政策推動。川普政府主張的財政政策包含減稅、擴大公共基礎建設支出等方案，將可支持 2017 年及 2018 年美國經濟成長率。共和黨雖於國會取得多數席次，但分為溫和派及保守派，共和黨內部需就川普所推行之財政政策內容及規模達成共識。川普於競選期間所宣稱規模約 GDP 之 2.5% 的財政政策，不易取得國會同意，較為合理的估計為 GDP 的 1%~2% 規模，透過所得稅率及企業稅率的降低，增加公共建設支出、刺激投資及消費。

### 一、降低個人所得稅率

表(2.1.1)為美國現行所得稅制，每人繳納所得稅金額平均為 9,100 美元，以平均稅率計算，現行所得稅制的平均稅率為 13.8%。川普主張將原有的 7 個稅率級距簡化至 3 個，如表(2.1.2)所示，簡化稅制後，平均稅率降低為 9.5%，每人平均可減少繳納所得稅金額 2,940 美元。

表 2.1.1 美國現行所得稅制

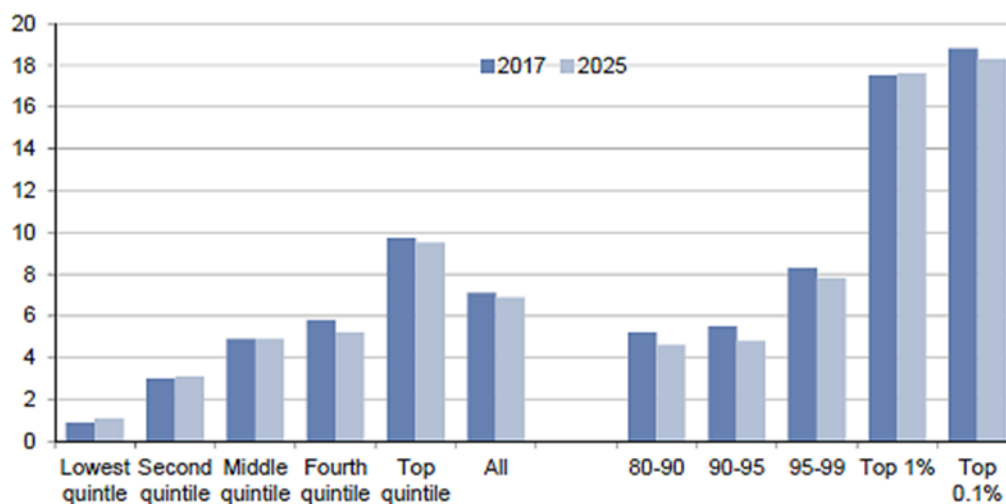
稅率	Single filers	Married filers	Head of household
10%	Up to \$9,275	Up to \$18,550	Up to \$13,250
15%	\$9,276 to \$37,650	\$18,551 to \$75,300	\$13,251 to \$50,400
25%	\$37,651 to \$91,150	\$75,301 to \$151,900	\$50,401 to \$130,150
28%	\$91,151 to \$190,150	\$151,901 to \$231,450	\$130,151 to \$210,800
33%	\$190,151 to \$413,350	\$231,451 to \$413,350	\$210,801 to \$413,350
35%	\$413,351 to \$415,050	\$413,351 to \$466,950	\$413,351 to \$441,000
39.6%	\$415,051 or more	\$466,951 or more	\$441,001 or more

表 2.1.2 川普提議之所得稅制

稅率	Single filers	Married filers	Head of household
0%	\$0 to \$25,000	\$0 to \$50,000	\$0 to \$37,500
10%	\$25,000 to \$50,000	\$50,000 to \$100,000	\$37,500 to \$75,000
20%	\$50,000 to \$150,000	\$100,000 to \$300,000	\$75,000 to \$225,000
25%	\$150,000 and up	\$300,000 and up	\$225,000 and up

川普稅制改革，將高所得稅率由 33%~40% 降至 25%，高所得家庭獲得的減稅效益最大。圖(2.1.1)估計川普稅制改革的分配效果，所得為最高四分位的家庭，稅後所得增加約 10%；所得為最低四分位的家庭，稅後所得僅增加 1%。高所得家庭對於邊際收入的消費較少，減稅的經濟活動乘數通常低於直接公共投資支出，刺激消費效果可能不如其稅後所得增加幅度顯著。

圖 2.1.1 川普減稅後之所得變動率



## 二、 降低企業稅率

美國現行企業稅率最高為 35%，川普主張降低至 15%，並以一次性優惠稅率 10% 鼓勵美國跨國企業將海外資金匯回美國。由於美國企業所支付的企業稅率，因產業及營運模式不同有相當差距，因此降低企業稅率對於企業營運的正面效益，需視其稅率結構調整而定。

信評機構 Moody's 統計 2016 年美國企業持有現金及短期投資達 1.77 兆美元，其中 1.33 兆美元為海外資產，規模最高的前三大美國企業 Apple、Microsoft 及 Google 均為科技產業。表(2.2.1) 顯示前三大美國企業所持有的固定收益資產規模與託管金額最高的固定收益共同基金相當。

表 2.2.1 美國企業所持有的固定收益資產規模

企業或基金(單位:億美元)	公司持有固定收益資產或 基金託管金額
Apple	2,290
Vanguard Total Bond Market Index Fund	1,760
Microsoft	1,370
Vanguard Total Bond Market II index Fund	1,090
Google	830
PIMCO Total Return Fund	830

稅制改革為共和黨執政之優先政策，其目的為引導美國企業持有於海外的大量資金回到美國，可增加稅收並投入公共基礎建設。然而 JP

Morgan 估計美國企業若一次性匯回海外盈餘的 10%，約有 1,500 億美元。假設全數投入公共基礎建設，每年 300 億美元，對於美國 GDP 成長貢獻不及十分之一個百分點。企業稅率僅為跨國企業資金運用的一項變數，即使美國降低企業稅率，跨國企業或仍偏好保有海外資金運用彈性。

前述持有大量海外資金的跨國科技公司多將海外資金投資於 5 年期以下的美元固定收益資產，表(2.2.2) 顯示這些科技公司所持有的債券投資組合以美國公債、公司債及 MBS 為主。若川普政策成功引導部分資金匯回美國，賣出所持有的固定收益資產，短、中年期美債之投資需求降低。因企業持有債券多為美債，對美元匯率的影響有限。

表 2.2.2 美國企業所持有的固定收益資產配置

資產類別 (單位:億美元)	Apple	Microsoft	Google
美國公債/政府機構債券	50	113	35
公司債	132	7	15
MBS/ABS	19	5	15
現金/貨幣基金	4	3	9
其他(Foreign、CP、CD、Minicipals、Mutual Funds)	24	10	9
合計	229	137	83

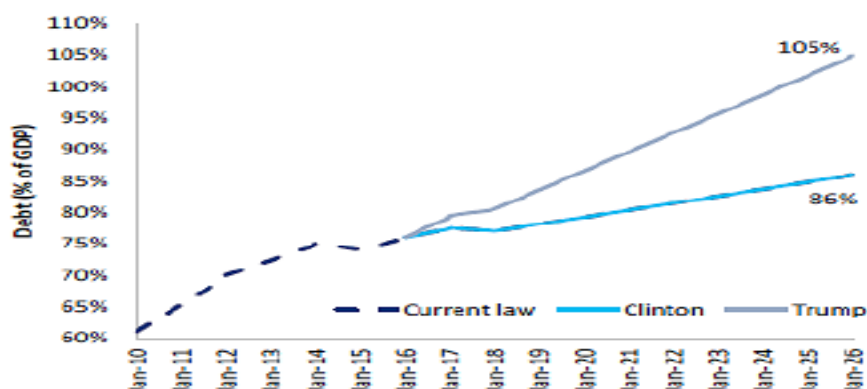
### 三、 擴大公共基礎建設

擴大公共基礎建設為競選期間兩黨候選人的共同政見，假設川普之

公共基礎建設支出規模與民主黨柯林頓之政見相近為 2,250 億美元，川普減稅方案規模為 2,750 億美元，年度政府預算赤字將增加 5,000 億美元，約為 GDP 之 3%。共和黨保守派議員對於聯邦政府基礎建設支出多持保留態度，偏向由地方政府規劃籌資，前述預算赤字增加幅度能否取得共和黨議員支持仍不明確。

合理聯邦預算委員會(Committee for a Responsible Federal Budget)依川普競選期間提出的財政政策估計，將導致未來 10 年聯邦財政預算赤字增加 5.3 兆美元，債務對 GDP 比率由目前 75% 上升至 105% (如圖 2.3.1)。

圖 2.3.1 債務對 GDP 比率估計



川普另提出與柯林頓政見相同的基礎建設銀行，協助政府及民間合作基礎建設投資(Public Private Partnership)，若以種子基金作為信用加強機制(Credit enhancement)及貸款保證(Loan guarantee)，對於整體基礎建設投資可發揮乘數效果。但基礎建設銀行由設立到實際運作需經過耗時的行政程序，實際發揮支持公共基礎建設功能的時點為未知。



#### 四、 貿易政策

川普於競選期間所主張極端的貿易保護政策，反對太平洋夥伴協定 (TPP)，認為美國應與加拿大及墨西哥重新協商北美自由貿易協定 (NAFTA)，若無法取得有利於美國的條件，應退出北美自由貿易協定。川普對於中國及墨西哥之貿易關係持強硬態度，曾表示當選總統後即宣布中國為匯率操縱國，若中國不停止對美國企業之科技智慧財產權的侵害，不惜展開貿易戰爭，提高中國進口貨品關稅至 45%，墨西哥進口貨品關稅提高至 35%。若川普實行極端貿易保護政策，提高關稅，進口貨品價格上漲，通膨率加速上升，對實質消費及企業獲利造成負面衝擊。

川普的極端貿易保護主義不僅損害美國經濟，並造成全球國際關係重新洗牌效應，美國、俄國及中國之外交關係不確定性升高，美國與其盟國之貿易及共同防禦協議能否維持穩固，亦有待觀察。極端貿易保護政策可能引起他國的連鎖報復行動，不利於依賴貿易為成長模式的新興市場。

由於大選後，川普於當選感言中並未強調其貿易保護政策，而側重其基礎建設支出，市場投資人多解讀為川普將財政政策列於優先，暫緩貿易保護政策，或將貿易保護政策視為與中國談判國際事務的籌碼，需密切觀察川普政府之貿易政策內容及執行時點。

川普勝選對於歐洲各國反移民、反體制的民粹聲浪，不啻為一種激勵，倡議極端政見的非主流候選人支持度提高，加劇歐洲面臨的政治風險。

12月5日義大利舉行公投，選民以59.4%比40.3%拒絕總理倫齊提出的選舉制度改革，總理倫齊宣布辭職，並將提前舉行大選。2017年歐元區主要國家德、法及義大利均將舉行大選，地緣政治風險升高。

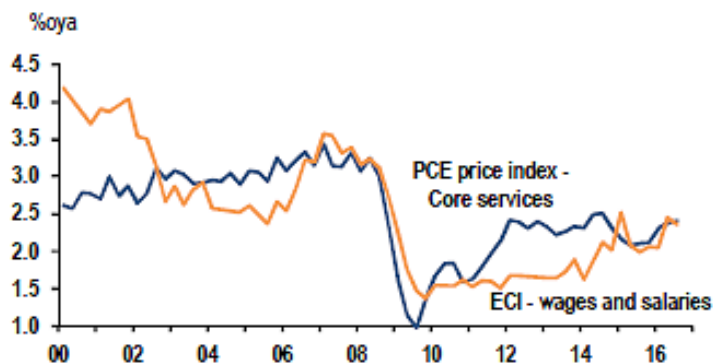
## 參、美國大選後之債市變化

前章所述川普的施政主軸為減稅、擴大公共基礎建設、實行貿易保護政策，即使政策內容尚不明確，投資人對未來美國經濟成長及通膨率預期已產生結構移轉(Regime shift)效應。大選後，道瓊工業指數屢創歷史新高，殖利率曲線上移趨陡。

### 一、通膨預期上升

財政擴張政策通常於經濟活動疲弱時推行，如 2001 年至 2003 年布希政府的減稅方案，及 2009 年歐巴馬政府增加交通、通訊及綠能等項目的公共支出，均在失業率上升時期施行，作為景氣逆循環的緩衝。目前美國景氣循環已來到擴張中期，勞動市場閒置人力減少，失業率降至 4.6%，川普的財政政策將使勞動市場更為緊峭，然而失業率下降及薪資上揚幅度視其財政政策規模而定。

圖 3.1.1 服務類核心 PCE 通膨率及 ECI 薪資指數變化



除了川普政策，今年以來原物料價格止跌回升，石油輸出國組織 (OPEC) 達成 8 年以來首度減產協議，非 OPEC 產油國亦同意加入減產行列，油價自年初低點 26 美元上漲至 52 美元。JP Morgan 預期 2017 年整體 CPI 物價指數年增率可達 2.5%，核心 CPI 物價指數年增率為 2.3%。因服務類物價及薪資穩定增長，核心 PCE 年增率 2017 年預測值為 1.9%，接近 Fed 通膨目標水準 2%。由抗通膨債券 TIPS 之 breakeven rate 走勢可觀察通膨預期變化(如圖 3.1.1)，通膨升溫亦使得通膨風險溢酬回升(如圖 3.1.2)。

圖 3.1.1 抗通膨債券 TIPS 之 breakeven rate 變化

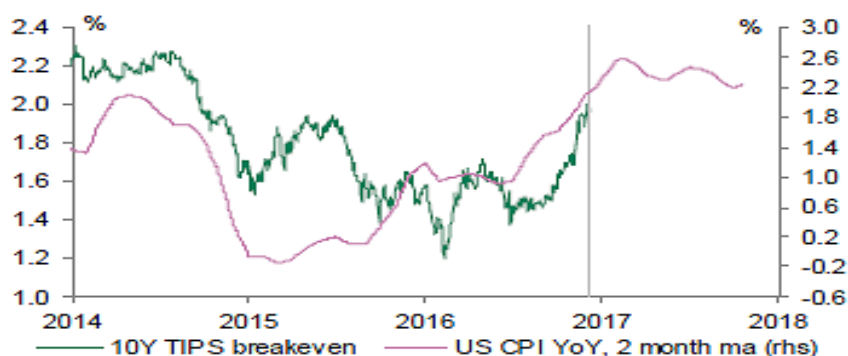
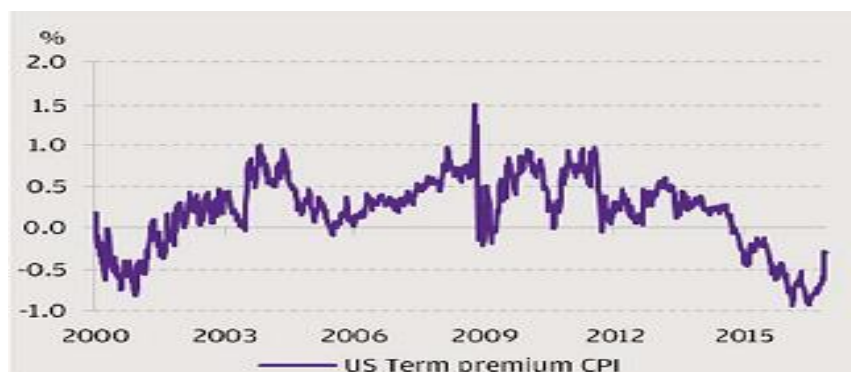


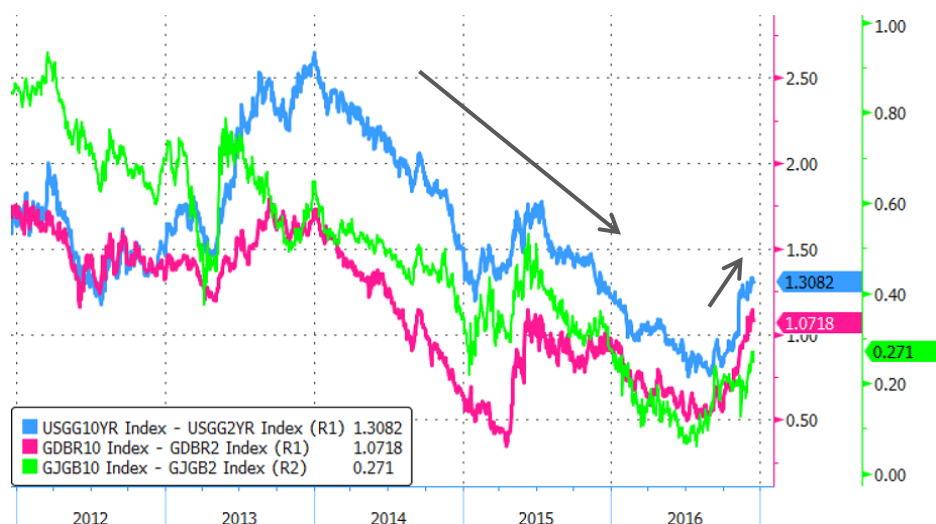
圖 3.1.2 通膨風險溢酬變化



## 二、殖利率曲線變化

Fed 於 2015 年 12 月啟動升息進程，2016 年因中國金融市場波動、英國脫歐公投及全球結構性通縮壓力抑制物價，Fed 延緩再升息至 12 月會議。ECB 及 BOJ 施行負利率政策及大量購債壓低長天期債券殖利率，歐元區及日本公債殖利率多為負值，投資人為尋求收益而偏好投資美債，主要國家公債殖利率趨平緩(圖 3.2.1)。

圖 3.2.1 主要國家公債殖利率曲線變化



ECB 及 BOJ 長期購債，造成歐元區及日本公債市場供需不均，面臨多數標的債券收益率為負值，市場流通量不足等限制，量化寬鬆政策效果減弱。BOJ 於今年 9 月份會議評估政策效果後，將目標由資產購買金額轉為控制 10 年期日本公債殖利率水準接近 0%。ECB 亦於今年 12 月份會議宣布每月購債金額由 80 億歐元降低為 60 億歐元，延長購債計畫至 2017

年 12 月。宣布後 10 年期德債殖利率彈升 10bp，德債 2 年期對 10 年期利差上升 10bp。

川普取得美國總統大選勝利後，市場對其支持成長政策持樂觀看法，通膨預期、通膨風險溢酬及期間溢酬均上升，殖利率曲線趨陡，選後一周內美債 2 年期對 10 年期利差彈升 25bp。主要國家公債殖利率曲線趨陡峭，變化幅度受到下列因素限制。

(一) Fed 升息速度對殖利率前段之影響: 圖(3.2.2)顯示今年多次 FOMC

會議持續下調聯邦基準利率預測點圖，市場預期之 Fed 升息進程大幅低於 FOMC 會議發布之利率預測值。川普勝選後，市場預期之升息進程已接近 FOMC 利率預測點圖。今年 12 月份 Fed 再度升息 25bp，圖(3.2.3)為其公布之利率預測點圖，若未來 Fed 升息速度加快，殖利率曲線前段將趨平緩。

圖 3.2.2 FFR 之 FOMC 預測值(2016 年 3~9 月)及市場預測值

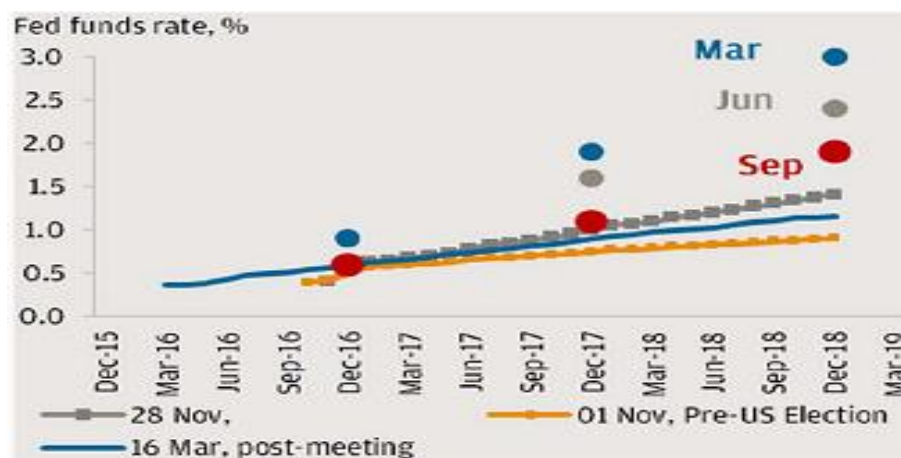
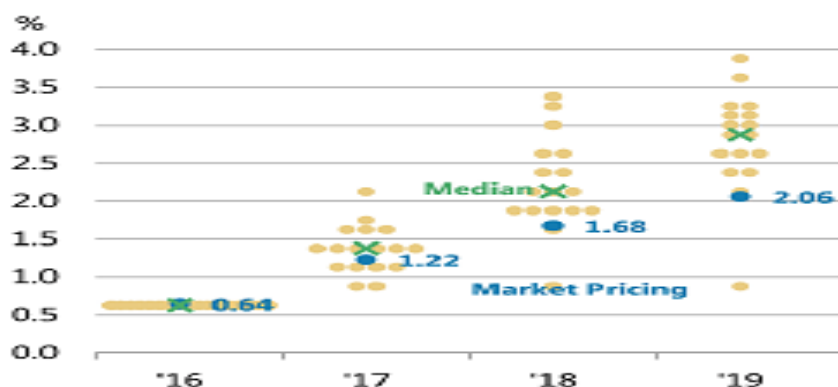
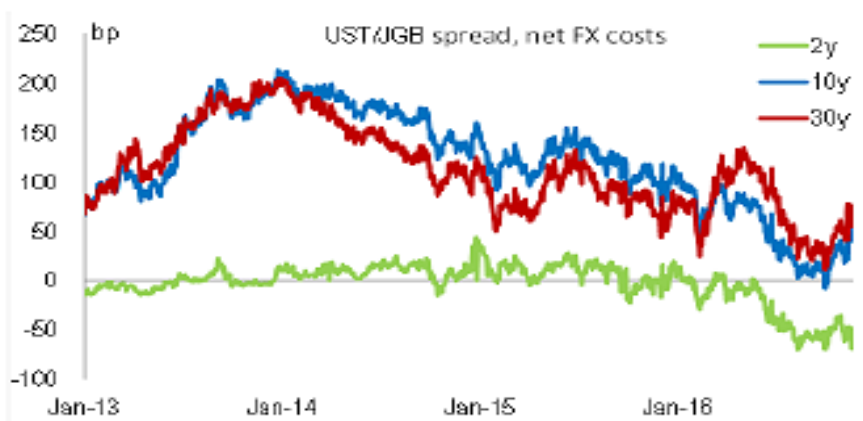


圖 3.2.3 FFR 之 FOMC 預測值(2016 年 12 月)及市場預測值



(二)長天期債券仍有投資需求: 歐元區及日本仍維持低利率政策，美債收益率較歐、日債為高，對長期投資人具吸引力。如圖(3.2.3)所示，匯率避險後之 10 年期及 30 年期美債對日債利差，於美國大選後回升。

圖 3.2.3 匯率避險後美債對日債利差



### 三、投資組合調整

川普施政改變市場對成長及通膨前景預期，投資人的資產配置主題由「尋求收益」轉為「參與成長」，股債報酬率為負相關，資金由債市轉

向股市。然而主要國家面臨的人口老化、生產力降低及企業投資降低等結構性因素仍存在，川普的貿易保護及反移民政策可能造成的負面衝擊不明確，尾部風險為川普政策未能有效提高實質成長率，卻引發高通膨，對於股債市表現均不利，債券投資組合可採防禦型策略調整。



## 肆、結語

本文探討美國新任總統川普之施政主軸及其對美國經濟及金融市場影響，其減稅方案及擴大公共基礎建設對美國經濟為正面，貿易保護及反移民政策則為負面，需觀察川普施政之內容及優先順序。

即使川普政策規模及施行時點尚不明確，投資人對未來美國經濟成長看法樂觀，資產配置轉為「參與成長」，資金由債市轉向股市，公債殖利率曲線上移趨陡峭。Fed 升息進程、中國結構改革及股匯市變化與歐元區政治風險均為金融市場波動之變數，債券投資組合可調整為防禦型，適度縮短存續期間，增加通膨保護，資產配置應分散以因應可能情境，將總體經濟表現、信用風險、新興市場風險及流動性風險等因子納入考量。

## 參考資料

1. Buiter, W., E. Rahbari and T. Fordham, “President Trump: Re-thinking Asset Allocation (Politics & Global Economic Implications)”, Citi Research Multi-Asset, November 11, 2016.
2. Carnell, R.,”US President Election: Policy Differences, Markets and the Economy”, ING US economics, October 7 2016.
3. Dealto, D., “Investing in a Low Yield, High Risk World: Fixed Income Investment Implications”, BNP PARIBAS Central Banks and Official Institutions Investment Seminar, September 2016.
4. Feroli, M., J. Edgerton, D. Silver and Saijid, Z. B. “The 2017 US Economic Outlook: May You Live in Interesting Times”, JP Morgan Economic Research, December 7, 2016.
5. Roever, A, K. Harano, T. C. Ho and P.A. White J “Cross Sector Overview: 2017 Outlook”, JP Morgan North America Fixed Income Strategy, November 23 2016.
6. Sian, H and Jabaz M., “President Trump: Re-thinking Asset Allocation (Rates)”, Citi Research Multi-Asset, November 11, 2016.
7. Zezas, M., E. Zentner, T. Wieseman, R. Rosener, S. Chang and M. Schimidt, “US Election 2016: All the President’s Path”, Morgan Stanley, November 11 2016.