

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)

參加「New York Fed 舉辦之『2016 年投資組合管理』專業訓練課程」之 心得報告書

服務機關：中央銀行

姓名職稱：陳嘉添(聯行科副科長)

出國地點：美國紐約

出國期間：105年10月10日至10月16日

報告日期：106年1月13日

目錄

| | |
|-------------------------------|----|
| 壹、前言..... | 2 |
| 貳、Fed 動向及升息展望..... | 3 |
| 一、 2016 年 12 月 FOMC 會議重點..... | 3 |
| 二、 Fed 未來升息展望..... | 10 |
| 參、美國勞動市場現況及展望..... | 14 |
| 一、 美國勞動市場最新發展..... | 14 |
| 二、 美國勞動市場已接近「充分就業」..... | 25 |
| 三、 美國薪資成長驅動因子探討..... | 30 |
| 四、 勞動參與率展望..... | 35 |
| 肆、川普執政之經濟意涵..... | 39 |
| 一、 重點摘要..... | 39 |
| 二、 川普四大競選政策之基本假設..... | 41 |
| 三、 川普四大競選政策個別分析..... | 42 |
| 四、 川普四大競選政策綜合效應..... | 49 |
| 五、 川普當選迄今，金融市場的表現..... | 55 |
| 伍、心得與建議..... | 59 |
| 陸、附錄..... | 63 |
| 柒、參考資料..... | 67 |

壹、前言

本次美國紐約聯邦準備銀行(New York Fed)舉辦之研討會為期 4 天，參加學員約 36 名，主要來自全球主要央行及世界銀行，包括 ECB、BoJ、德國央行、法國央行、義大利央行、加拿大央行、巴西央行及沙烏地阿拉伯央行等，內容涵蓋全球及美國經濟現況及展望、Fed 貨幣政策走向及未來挑戰、美元走勢及展望、各種主要投資工具(包含美國公債、抗通膨債券及 Agency MBS)及外匯存底策略性資產配置(strategic asset allocations)。

本次訓練課程除邀請 New York Fed 的經濟學家及市場操作部門主管擔任講師外，另邀請 JP Morgan 首席經濟學家、JP Morgan 資產管理分析師、IMF 及 BIS 專業人士等，介紹全球經濟及金融市場概況等主題。最後，邀請參與課程的部分央行成員，分別就當前央行外匯存底管理面臨的困難及可能的因應之道、自身管理外匯存底的方式及風險管理，進行座談及廣泛的意見交流。本次研討會重點在於，Fed 動向及升息展望、美國勞動市場現況及展望，以及川普新政的潛在影響。本篇報告架構主要分為五大部分，第一部分為前言，第二部分為 Fed 動向及升息展望；第三部分為美國勞動市場現況及展望，內容涵蓋(1)美國勞動市場最新發展；(2)勞動市場已接近「充分就業」；(3)薪資成長加速；與(4)勞動參與率展望；第四部分為川普執政之經濟意涵，內容涵蓋(1)重點摘要；(2)川普四大競選政策之基本假設；(3)川普四大競選政策個別分析；(4)川普四大競選政策綜合分析；(5)川普當選迄今，金融市場的表現；第五部分為心得與建議。

貳、Fed動向及升息展望

本部分內容涵蓋(1)2016年12月FOMC會議重點；(2) Fed未來升息展望。

一、 2016年12月FOMC會議重點

2016年12月14日Fed宣布升息1碼(0.25%)，將聯邦資金利率(fed funds rate，簡稱FFR)調高至**0.50~0.75%**，且研判美國短期經濟風險展望接近均衡(Near-term risks to the economic outlook appear **roughly balanced**)。

(一) FOMC會議記錄重點¹

1. 本次約有**近半數**與會成員，將擴張性財政政策納入渠等預測時的假設。
2. 有關經濟預測的討論

| 主題 | 主要內容 |
|------|---|
| 經濟預測 | <p>(1) 與會成員強調，有關未來任何財政或其他經濟政策的時機(timing)、規模(size)、及組成(composition)，以及這些政策如何影響總需求及總供給，仍有高度不確定性(considerable uncertainty)。</p> <p>(2) 數位與會成員指出，經濟成長可能較目前預期的加快或放緩，取決於租稅、政府支出、法規及其他可能政策變動的組合。</p> <p>(3) 惟幾乎所有與會成員認為，鑑於未來幾年美國可能實施更加擴張的財政政策，渠等經濟預測的上行風險已增加。</p> |

¹ 主要摘譯自 Federal Reserve (2017), “Minutes of the Federal Open Market Committee, December 13-14, 2016” January 4。

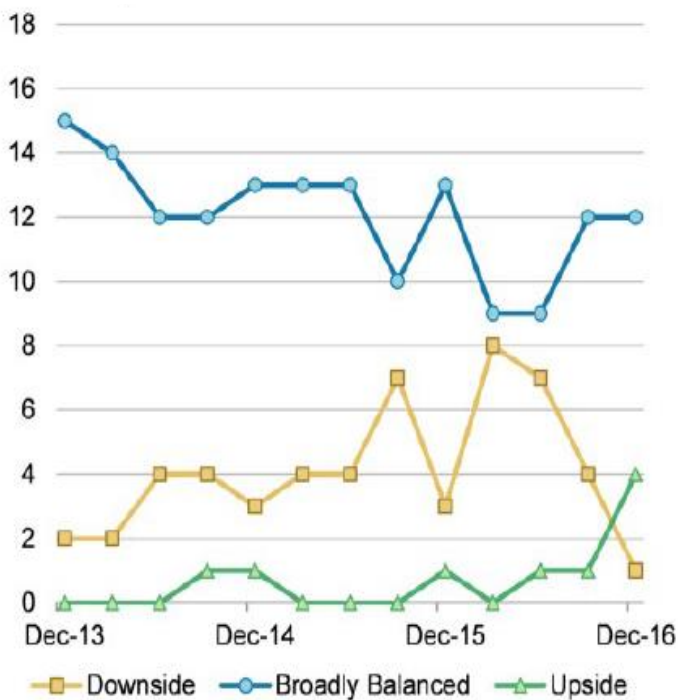
| | |
|------------|---|
| 上行風險 來源 | 數位與會成員表示，美國經濟活動的上行風險來自 國外經濟 成長可能 較預期 更好，或 國內企業投資 加速。 |
| 下行風險 來源 | 美元 對其他貨幣 持續升值 、部分 國外經濟體 的 金融脆弱性 (financial vulnerability)，以及聯邦資金利率(fed funds rate，簡稱 FFR)仍 貼近歷史低點 。 |
| 不確定性 | (1)數位與會成員亦針對生產力成長率的不確定性，或緊縮的勞動市場對勞動供給與通膨的潛在影響發表評論。 (2)與會成員普遍同意，應持續密切關注通膨指標、全球經濟及金融發展(見圖 3 及圖 4)。 |

3. 與會成員普遍對美國經濟展望較為樂觀(見圖1及圖2)。

圖 1 FOMC 與會成員對實質 GDP 成長率的看法

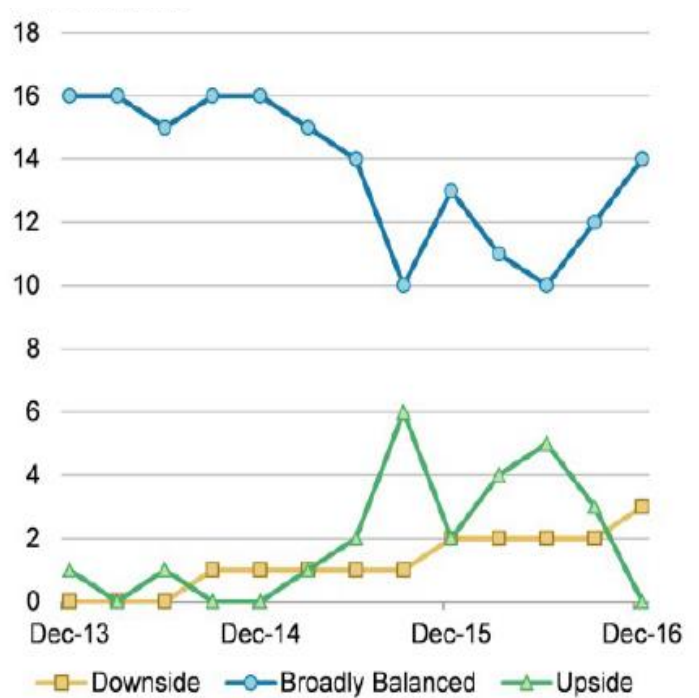
圖 2 FOMC 與會成員對失業率的看法

與會者人數



資料來源：Morgan Stanley

與會者人數



資料來源：Morgan Stanley

圖 3 與過去相比，FOMC 與會成員對實質 GDP 成長率預測之不確定性上升

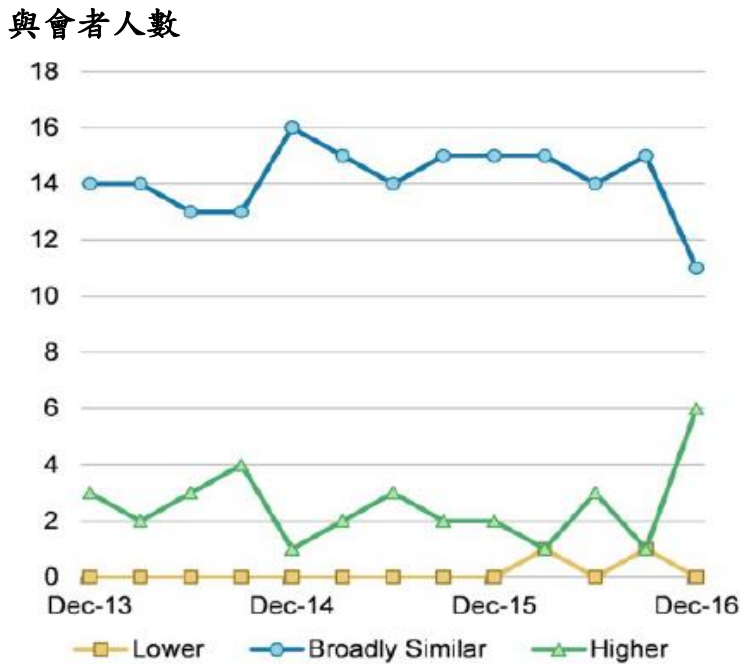
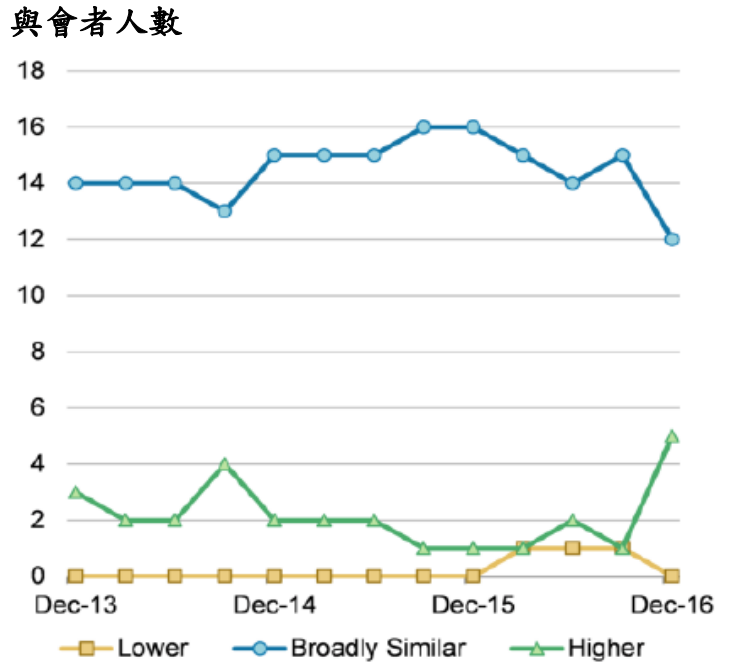


圖 4 與過去相比，FOMC 與會成員對失業率預測之不確定性上升



4. 有關通膨展望的討論

- (1) 部分與會成員表示，經濟成長上行風險增加、過去幾個月通膨補償(通膨預期)上揚，或油價進一步上揚的可能性，已使得渠等通膨預期的上行風險增加。惟數位其他與會成員指出，美元進一步走強或將持續抑制通膨。
- (2) 部分與會成員認為，勞動市場持續緩慢改善或將協助通膨回到2%的政策目標。
- (3) 惟其他部分成員則不確定較緊縮的勞動利用(tight labor utilization)能否持續有利勞動市場，或擔憂前述情況將增加通膨上揚的風險。

5. 有關勞動市場的討論

| 主題 | 主要內容 |
|--------------------------------------|--|
| <p>勞動市場現況及與偏離NAIRU²探討</p> | <p>(1) 勞動市場情況持續改善，2016年11月新增非農就業的3個月平均值為18萬人，與過去一年的月平均值類似。</p> <p>(2) 失業率明顯降低至4.6%，少數與會成員認為失業率可能在未來幾個月反彈。</p> <p>(3) 大多數與會成員認為，勞動市場累積的改善，使得勞動市場情況已接近或與「充分就業」的政策目標一致。</p> <p>(4) 與會成員預期，中期勞動市場將進一步轉強，且幾乎所有與會成員預期，未來幾年失業率將低於渠等較長期的正常水準(longer-run normal level，即NAIRU，目前估計值為4.8%)。</p> <p>(5) 部分與會成員預期，勞動市場維持緊縮可能改善勞工低度利用的情況(labor markets remained relatively tight could continue to shrink remaining margins of underutilization)，包含在勞動力外的主要工作年齡人口仍然偏高(prime-age workers)、偏高的非自願性兼職水準，以及長期失業。</p> <p>(6) 大多數與會成員預期，倘若經濟成長步調如預期般溫和，未來幾年失業率僅會略低於較長期的正常水準(NAIRU)。</p> <p>(7) 在討論失業率明顯進一步低於較長期正常水準(NAIRU)所隱含潛在影響時，許多與會成員強調，<u>隨著經濟展望改變，必須適時的調整貨幣政策</u>，達成「充分就業」及「物價穩定」目標。</p> |

² 「無加速通膨失業率」(Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment，以下簡稱**NAIRU**)係指，維持穩定通膨的失業率(參見 Macroeconomic Analysis, “NAIRU,” Macroeconomics-Wikipedia)。

| | |
|--|--|
| | <p>(In discussing the possible implications of a more significant undershooting of the longer-run normal rate, many participants emphasized that, as the economic outlook evolved, timely adjustments to monetary policy could be required to achieve and maintain both the Committee’s maximum-employment and inflation objectives)</p> |
|--|--|

6. 有關近期金融市場走勢及川普新政之看法與討論

- (1) 大多數與會成員將上(2016)年11月初至12月中期間金融市場情況明顯的變化(如較長期利率上揚、美元走強、股市上漲，以及信用價差收斂等)，歸因於市場預期未來幾年美國將採行更具擴張性的財政政策，或可能調降公司稅。
- (2) 惟鑑於聯邦支出、租稅以及法規政策如何改變，以及全球經濟及金融狀況演變仍具不確定性，多數與會成員認為，衡量近期金融市場發展對經濟展望的影響評估時，**必須格外謹慎**。
- (3) 與會成員同意，目前對前述政策如何改變以及這些改變如何影響經濟展望，**仍言之過早**。

7. 有關升息步調及再投資政策的討論

| 主題 | 主要內容 |
|-----------------------|---|
| <p>調整升息步調的情況及考量因素</p> | <p>(1) 鑑於前述政策具高度不確定性，未來委員會對外溝通聯邦資金利率未來可能的路徑，將更加充滿挑戰。</p> <p>(2) 多數與會成員研判，失業率明顯低於較長期正常水準的風險已增加，委員會可能必須比目前預期步調更快升息，以抑制失業率低於較長期正常水準的程度，並避免助長通膨壓力。</p> <p>(3) 部分具投票權委員認為，伴隨著緩步調整貨幣政策的立場，在失業率低於較長期水準的情境下，導致物價急遽上漲的風險仍屬溫和。渠等觀察通膨持續低於2%的物價穩定目標，且薪資呈現溫和成長，且認為必要時，貨幣政策有時間回應，通膨仍將緩步上揚。</p> <p>(Some members saw, with gradual adjustments of the stance of monetary policy, only modest risk of a scenario in which an undershooting of the longer-run normal rate of unemployment would create a sharp acceleration in prices. These members observed that inflation continued to run below the Committee's 2 percent objective and that wage gains had been subdued, and they expressed the view that inflation was likely to rise gradually, giving monetary policy time to respond if necessary.)</p> <p>(4) 多位具投票權委員指出，倘若勞動市場較預期明顯緊縮，委員會或須調整聯邦資金利率(簡稱FFR)的預期路徑，加快升息步調，將是適當的。</p> |

| | |
|--|--|
| | <p>(Several members noted that if the labor market appeared to be tightening significantly more than expected, it might become necessary to adjust the Committee's communications about the expected path of the federal funds rate, consistent with the possibility that a less gradual pace of increases could become appropriate.)</p> |
| <p>再投資政策 (reinvestment policy)</p> | <p>(1) 多位與會成員表示，倘若聯邦資金利率調整的情況改變，亦將影響 Fed 的再投資策略。</p> <p>(Several participants noted circumstances that might warrant changes to the path for the federal funds rate could also have implications for the reinvestment of proceeds from maturing Treasury securities and principal payments from agency debt and mortgage-backed securities.)</p> <p>(2) JP Morgan 指出³，自 2015 年 12 月 FOMC 會後聲明確認現行再投資策略將持續至聯邦資金利率正常化至某個程度(continue until the funds rate normalization process is “well under way”)。</p> <p>(3) 該行指出，2015 年 12 月 FOMC Minutes 暗示，聯邦資金利率正常化至某個程度係指，聯邦資金利率來到2%附近但未超過 2%(this means a funds rate of around 2%, if not higher)。</p> |

³ Feroli ,Michael (2017), “Low Buy-in for the High-Pressure Economy, ” *JP Morgan Research*, January 4 。

二、 Fed未來升息展望

(一) 2016年12月FOMC會後聲明及Fed主席會後記者會

1. 委員會將評估相對於充分就業及 2%通膨目標之已實現及預期的經濟情況，視未來數據所顯示之經濟展望，決定 FFR 之實際調整路徑。

(…in determining the timing and size of future adjustments to the target range for the federal funds rate, the Committee will assess realized and expected economic conditions…the actual path of the federal funds rate will depend on the economic outlook as informed by incoming data…)

2. 另 FOMC 預期，FFR 可能在一段時間內仍將低於一般所預期較長期間應有之水準(註：目前 FOMC 成員預測中位數為 3.000%，高於 9 月預測之 2.875%)。

(…fed fund rate is likely to **remain below** levels that are expected to prevail in the longer run…)

3. 2016 年 12 月 14 日 Fed 主席 Yellen 於記者會中表示，預期未來 FFR 將持續緩慢上升。

(…we continued to expect that … gradual increases in the federal funds rate over time to achieve and maintain our objectives…)

(二) 2016年12月Fed經濟預測(Summary of Economic Projection, 簡稱**SEP**):

1. FOMC 成員對 FFR 之預測 (2016 年 12 月會議)

17位FOMC與會委員預期2016~2019年及中長期FFR之中位數各為(見次頁圖5及圖6):

- (1) 2016年底: 0.625%(2016年9月份為0.625%, 持平)。
- (2) **2017年底: 1.375%** (2016年9月份為1.125%, 上修0.25%; 該年度預期升3碼)。
- (3) **2018年底: 2.125%**(2016年9月份為1.875%, 上修0.25%; 該年度預期升3碼)。
- (4) **2019年底: 2.875%**(2016年9月份為2.625%, 上修0.25%; 該年度預期升3碼)。
- (5) **中長期(Longer -run): 3.000%**(2016年9月份為2.875%, 上修0.125%; 有1位成員未遞交中長期預測)。

2. 本次經濟預測摘要的點圖(dot plots)顯示, 未來升息步調**將略為加快**⁴:

- (1) 2017年升3碼 (原2碼);
- (2) 2018年升3碼 (原3碼);
- (3) 2019年升3碼 (原3碼)。

⁴ Federal Reserve (2016), "Projections Materials, December 13-14, 2016," December 14。

圖 5 2016 年 9 月份 FOMC 會議預期 FFR 的適合水準

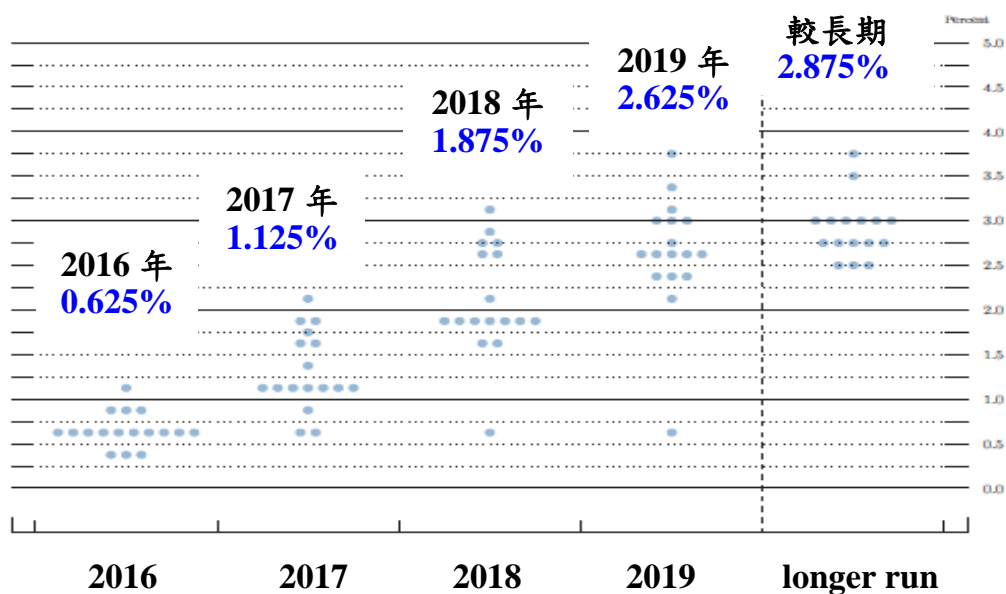
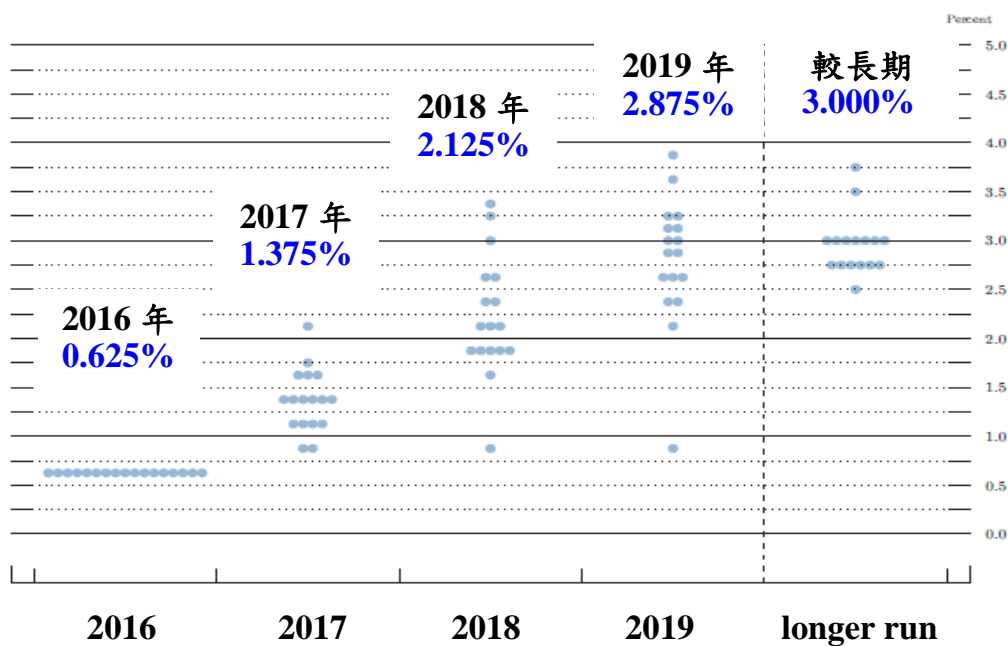


圖 6 2016 年 12 月份 FOMC 會議預期 FFR 的適合水準



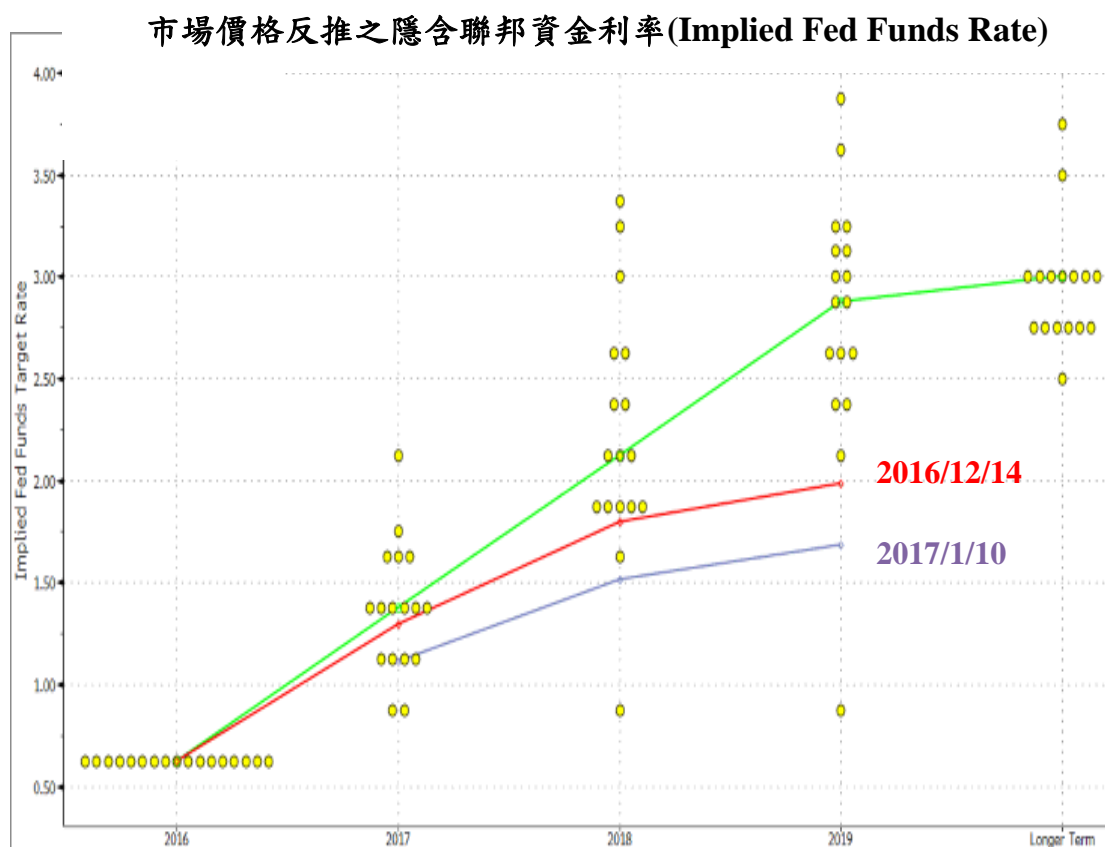
資料來源：Federal Reserve

(三) 市場預期未來升息路徑仍非常平緩(shallower path)

根據彭博(Bloomberg)資料顯示，截至本(2017)年1月10日，由市場評價所反推之隱含聯邦資金利率(Implied Fed Funds Rate)仍**明顯低於**2016年12月FOMC點圖的隱含升息路徑：

1. 2017年底：市場約低估0.250%。
2. 2018年底：市場約低估0.625%。
3. 2019年底：市場約低估1.125%。

圖7 市場預期Fed升息步調較SEP預估值更緩慢



資料來源：Bloomberg、Federal Reserve

(四) 有關Fed理事主席Yellen 觀察之勞動市場指標、Fed首次升息時點與升息前6個月之美國勞動市場及通膨數據比較，及聯邦資金利率期貨推估本(2017)年Fed升息機率(請見附錄1~附錄3)。

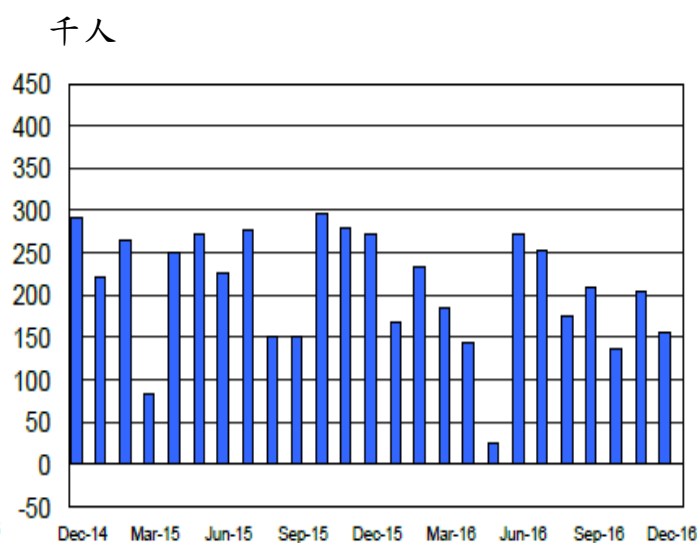
參、美國勞動市場現況及展望

一、美國勞動市場最新發展

(一) 美國2016年12月就業報告重點摘要

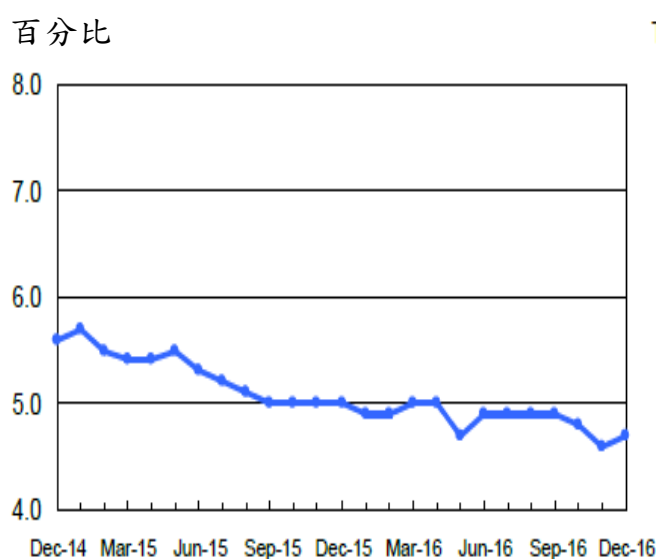
1. 美國 2016 年 12 月非農就業人數增加 156 千人(以下簡稱 K)，略低於市場預期的 175K(見圖 8)。
2. 過去 3、6、12 個月非農就業人數平均增加 165K、189K 及 180K。
3. 2016 年 11 月數據由 178K 上修至 204K，10 月數據由 142K 下修至 135K，合計上修 19K。
4. 2016 年 12 月失業率 4.7%，高於 11 月之 4.6%；12 月勞動參與率 62.7%，高於 11 月的 62.6%(見圖 9)。
5. 2016 年 12 月平均時薪年增率 2.9%，創下 2009 年以來新高，高於 10 月之 2.5%。
6. 2016 年 12 月平均每週工時 34.3 小時，與前期相同。

圖 8 近 2 年非農就業人口變動



資料來源：Bureau of Economic Analysis

圖 9 近 2 年失業率走勢



資料來源：Bureau of Economic Analysis

(二) 該月觀察重點

1. 正面數據

- (1) 非農就業人口連續75個月正成長，締造1939年以來最長的連續成長紀錄。
- (2) 上年10月及11月就業人數合計上修1.9萬人。
- (3) 平均時薪年增率上升至2.9%(按月增率約0.4%)，創下2009年6月以來最大增幅。
- (4) 廣義失業率U6由9.3%下降至9.2%，創下2008年3月以來新低。
- (5) 勞動參與率上升0.1%至62.7%。
- (6) 上年12月Marginally Attached⁵人數較前月減少24.8萬人。

2. 負面數據

- (1) 上年12月份增加15.6萬人，低於預期；上年月平均新增18.0萬人(2016年共增加216萬人)，不如2015年平均値22.8萬人，且係2011年以來最弱的表現。
- (2) 失業率由4.6%(4.646%)微升至4.7%(4.716%)。
- (3) 上年11月每週工時下修至34.3小時，上年12月僅能持平。
- (4) 上年12月份採礦業及營建業就業人數分別減少2千人及3千人。

⁵ 即4週~12個月之間曾求職者。

(三) 拆解勞動力參與率、U3失業率、U6失業率

1. 美國勞動市場各比率組成(見表 1)

表 1 美國勞動市場各比率組成

| 單位：百萬人 | Dec-16 | Nov-16 | 月變動 | Dec-15 | 年變動 |
|---------------------|--------|--------|-------|--------|-------|
| 16歲以上民間公民數 | 254.74 | 254.54 | 0.20 | 251.94 | 2.80 |
| 勞動力 | 159.64 | 159.46 | 0.18 | 157.96 | 1.68 |
| 非勞動力 | 95.10 | 95.08 | 0.02 | 93.98 | 1.12 |
| 勞動力 | | | | | |
| 失業 | 7.53 | 7.41 | 0.12 | 7.93 | -0.40 |
| 就業 | 152.11 | 152.05 | 0.06 | 150.03 | 2.08 |
| 全職就業 | 124.25 | 124.21 | 0.04 | 122.70 | 1.55 |
| 兼職就業 | 27.86 | 27.84 | 0.03 | 27.33 | 0.53 |
| 非自願兼職就業 | 5.60 | 5.66 | -0.06 | 6.06 | -0.46 |
| 自願兼職就業 | 22.27 | 22.18 | 0.09 | 21.27 | 0.99 |
| 非勞動力 | | | | | |
| Marginally Attached | 1.68 | 1.93 | -0.25 | 1.83 | -0.15 |

資料來源：Bureau of Economic Analysis

2. 勞動力參與率

(1) 公式：勞動力參與率= 勞動力⁶/總民間公民數

(2) 2016年12月勞動力參與率=159.64百萬人/254.74百萬人=62.7%

(3) 分析

- i. 勞動力參與率由 62.6%上升至 62.7%，其中勞動力增加約 18 萬人、總公民數增加約 20 萬人。
- ii. 全職就業人數增加約 4 萬人。
- iii. 失業人數增加約 12 萬人。
- iv. 被迫兼職人數與自願兼職人數僅分別減少 6 萬人及增加 9 萬人。

⁶ 勞動力=全職就業 + 失業 + 被迫兼職 + 自願兼職等。

3. U3 失業率

(1) 公式：U3失業率= **失業/勞動力**

(2) 2016年12月U3失業率=7.53百萬人/159.64百萬人=4.7%

(3) 分析

- i. U3 失業率由 4.6% 上升至 4.7% (12 月實際值為 4.716% , 11 月實際值為 4.646%)。
- ii. 失業人數增加約 12 萬人。
- iii. 勞動力增加約 18 萬人。

4. U6 失業率

(1) 公式：U6失業率=

(失業+被迫兼職+Marginally Attached)/(勞動力+Marginally Attached)

(2) 2016年12月U6失業率=

(7.53 +5.60+1.68) 百萬人/(159.64 +1.68)百萬人=9.2%

(3) 分析

- i. U6 失業率由 11 月之 9.3% 下降至 12 月之 9.2%。
- ii. 失業人數增加約 12 萬人，被迫兼職人數減少約 6 萬人。
- iii. Marginally attached 則減少約 25 萬人。

(四) 投銀看法：薪資加速成長，惟本年3月Fed升息尚未明朗

| 投資銀行 | 預期內容 |
|----------------------------|---|
| Credit Suisse ⁷ | <p>1. 本年 Fed 將升息 2 碼，其中第二季及第三季各 1 碼</p> <p>(1) 上年 12 月非農就業新增 15.6 萬人，略低於市場預期，惟薪資成長率強力反彈，月增率由上月 (2016 年 11 月) 的 -0.1%，轉為 +0.4%。</p> <p>(2) 美中不足的是，2016 年 11 月每週工時遭到下修至 34.3 小時，上年 12 月每週工時則與上月持平，致總薪資成長率 (aggregate payroll income growth rate，按平均時薪乘上每週工時) 受到限制，如上年 12 月月成長率為 0.4%，惟上年 11 月月成長率為 0.4% 下修至 -0.2%，使總薪資年成長率僅為 4.0%。</p> <p>(3) U3 失業率微幅上升至 4.7%，但仍顯示失業率在上年 4.9% 盤整一段期間後，已再度呈現下降趨勢；U6 失業率下降至 9.2%，創下金融危機後的新低。</p> <p>(4) 以產業別觀察，持續商品產業優於服務業的現象，商品產業新增 1.2 萬人，大部分集中在製造業，且製造業新增就業創下連續 5 個月正成長。另 2016 年政府部門新增就業亦創下 2010 年普查 (2010 Census) 以來最佳的一年。</p> <p>(5) 整體而言，本次報告仍屬穩健成長，惟新增就業人數已由 2014~2015 年的每月 24 萬人，放緩至上年的每月 18 萬人，但仍足以降低失業及推動薪資加速成長。</p> |

⁷ Schwartz, Jeremy (2017), "Breaking News: US Employment Report – Wage Growth Rebounds in December," *Credit Suisse Research*, January 4。

| | |
|------------------------|---|
| | <p>(6) 總薪資成長率放緩至 4.0%，但仍有利支持本年強勁的消費者支出。</p> |
| <p>UBS⁸</p> | <p>1. 本次非農新增人數不如預期，可能反映天氣因素 (weather factor)</p> <p>(1) UBS 認為非農新增就業人數自上年 11 月的 3 個月移動平均值 18.2 萬人，下降至上年 12 月的 15.6 萬人，可能反映 12 月寒冷的天氣(按過去每年 12 月非農就業可能因此拖累 5 萬人)，而不是勞動需求惡化，UBS 估計，本次天氣因素約拖累 4 萬人。</p> <p>(2) 例如，營建業在上年 8 月以後每月平均新增 1.9 萬人，但上年 12 月卻減少 3 千人。此外，家計單位調查(Household Survey)亦統計因天氣因素而未能工作的人數，顯示天氣效應(weather effect)。</p> <p>(3) 失業率上升 0.1% 至 4.7%，部分反映勞動參與率亦上升 0.1% 至 62.7%。</p> <p>2. 薪資成長率創下本次經濟復甦的新高，且本年 1 月可能再創新高</p> <p>(1) 平均時薪年增率上升至 2.9%(按月增率約 0.4%)，創下 2009 年 6 月以來最大增幅。</p> <p>(2) UBS 認為，本年 1 月平均時薪可能受惠於調高州最低工資 (全美共 19 州調高)，出現更一步的上揚。</p> <p>3. 零售業就業疲弱，惟製造業可能出現明顯的復甦</p> <p>(1) 零售業新增就業人口依舊放緩，惟上年 12 月製</p> |

⁸ Coffin, Samuel (2017), "US Economic Comment : Softish Payrolls (156k) but Reacceleration Likely," *UBS Global Research*, January 6。

| | |
|-----------------------------|---|
| | <p>造業新增就業 1.7 萬人，創下 2016 年 1 月以來新高。</p> <p>(2) ISM 製造業就業指數顯示，廠商已開始增加雇用人員，惟仍待觀察。</p> <p>(3) 對 Fed 而言，當前勞動市場不會過熱，也不會過冷(not too hot, not too cold)。</p> <p>(4) 勞動市場持續改善，加以薪資上漲顯示，勞動市場運作更加正常 (more functioning)，伴隨著較少的閒置與上升的勞動參與率(a bit less slack but a rising participation)。</p> |
| Morgan Stanley ⁹ | <p>1. 本年 Fed 將升息 2 碼，其中 9 月及 12 月各 1 碼 Morgan Stanley 指出，Fed 將等到經濟成長開始反映川普財政政策，以及通膨壓力開始累積，約在本年 9 月時與 12 月才各升息 1 碼。</p> <p>2. 本年 3 月 Fed 提前升息的要件</p> <p>(1) 失業率明顯低於 Fed 中長期的失業率預估值 (NAIRU，目前水準約 4.8%)</p> <p>(2) 上年 12 月失業率上升至 4.7%，該行預期失業率短期內將在 4.8% 附近盤整，惟倘若該行預測錯誤，即失業率明顯低於 NAIRU(a meaningful undershoot of NAIRU)，或將使 Fed 考慮更及時地調整貨幣政策(a “more timely” adjustment to policy)。</p> <p>(3) 核心 PCE 通膨往上</p> <p>上年 11 月核心 PCE 通膨年增率僅 1.6%，較前月下</p> |

⁹ Zentnerl, Ellen et al. (2017), “How to Get to a March Hike,” *Morgan Stanley US Economics & Rates Strategy*, January 6。

| | |
|-------------------------|---|
| | <p>降 0.1%，該行預期核心 PCE 通膨仍受到壓抑，惟倘若核心 PCE 通膨穩定向上，並伴隨擴張性財政政策帶來的經濟成長上行風險及引導失業率下降，或將使 Fed 提前升息。</p> <p>(4) Fed 對等待通膨上揚變得較不具耐心(a less tolerant Fed)</p> <p>鑑於通膨已連續 8 年低於 Fed 2% 的政策目標，該行相信 Fed 將耐心等待經濟活動出現正面的轉折，並允許通膨壓力累積後才再度升息。惟倘若擴張性財政政策帶來明顯的效應，且通膨預期持續上揚，伴隨著失業率低於 NAIRU，以及核心 PCE 通膨往上，Fed 將不再等待而提前升息。</p> |
| JP Morgan ¹⁰ | <p>1. 本年 Fed 將升息 2 碼，其中 6 月及 12 月各 1 碼</p> <p>(1) 本次非農就業新增 15.6 萬人，使得勞動市場創下連續第 6 年每年新增逾 2 百萬的就業人口。</p> <p>(2) 惟整體就業成長趨勢已放緩，在下一次經濟擴張前，該行認為不太可能看到 1 年新增 2 百萬就業機會。</p> <p>(3) 本次報告最引人注目的是，平均時薪年增率上升至 2.9%(按月增率約 0.4%)，創下近 7 年來最大增幅，隱含 Fed 設定 NAIRU 在 4.8% 可能太低。</p> <p>(4) 對勞工總收入而言(total labor income)，平均時薪加速成長部分被總工時成長放緩所抵消，上年 12 月總工時較 2015 年 12 月僅成長 1%，係本波經濟擴張以來最低水準。</p> <p>(5) Fed 可能樂見就業成長放緩及失業率上揚，惟倘</p> |

¹⁰ Feroli ,Michael (2017), “Wage Inflation Continues to Gain Traction,” *JP Morgan Research*, January 6。

| | |
|--------------------------|--|
| | <p>若失業率再度下降，或跡象顯示薪資通膨(wage inflation)傳遞至物價通膨(price inflation)，或將增加本年 Fed 第三次升息的風險。</p> |
| <p>HSBC¹¹</p> | <ol style="list-style-type: none"> 1. 預期 2017 年將升息 2 次，每次 1 碼，時點預估為 6 月及 12 月。 (1) 預期失業率僅緩步走低，FOMC 維持緩步升息步伐是合宜的； (2) 上年 12 月非農就業新增 15.6 萬人，低於市場預期之 17.5 萬人；上年 10 月及 11 月合計上修 1.9 萬人。上年 12 月平均每小時薪資月增率+0.4%，高於預期之+0.3%；年增率 2.9%，創 2009 年以來新高。 (3) 上年 12 月失業率 4.7%，高於 11 月之 4.6%，仍持續維持於 Fed 預估之自然失業率 4.7~5.0% 區間下緣。 (4) 2016 年全年非農就業人數共計增加 2.2 百萬人，平均每月新增 18 萬人次；2014、2015 年全年新增人數分別為 3.0、2.7 百萬人。 (5) 在人口結構因素影響下，就業成長率減緩至接近長期趨勢；而在失業率已接近長期自然失業率水準下，失業率的下降走勢亦已減緩。 (6) 2016 年第 4 季平均失業率為 4.7%，前 3 季整體平均為 4.9%，第 4 季勞動市場情況的確緊縮，且已反映在薪資成長上；部分 Fed 官員認為，當通膨率達到 2% 目標情況下，薪資年增率應相對落在 3.0~3.5%。 |

¹¹ Logan, Kevin and Ryan Wang (2017), "US Employment: Job Market Continues to Tighten," *HSBC Global Research*, January 6。

| | |
|--|---|
| | <p>(7) 勞動參與率於 2016 年出現近 10 年來首次上揚，惟增幅僅 0.1%。若勞動參與率穩定維持於目前水準，預期失業率於 2017 年第 4 季將下降至 4.5%。</p> |
| <p>BofA Merrill Lynch¹²</p> | <ol style="list-style-type: none"> 1. 上年 12 月非農就業新增 15.6 萬人。10 月及 11 月合計上修 1.9 萬人，其中 10 月由 14.2 萬人下修至 13.5 萬人，11 月由 17.8 萬人上修至 20.4 萬人。 2. 本次就業報告的主要亮點為平均薪資成長。在經濟接近充分就業下，薪資已開始走高。上年 12 月薪資月增率由前期之 -0.1% 上升至 0.4%，薪資年增率上升至 2.9%，呈現上揚趨勢。 3. 本次就業報告與近期改善的其他經濟數據，使得 BoAML 認為其 2017 年僅有 1 次升息的預估具有修正風險；但該行仍認為在自然實質利率(r*)結構性維持低檔的限制下，Fed 仍將謹慎行動。未來將密切關注經濟成長、通膨數據及可能的財政政策對利率決策的影響。 |
| <p>Nomura¹³</p> | <ol style="list-style-type: none"> 1. 上年 12 月非農就業人數 156k(千人)，低於市場與 Nomura 預期(175k)。修正上年 10、11 月數據合計 +19k，抵銷了上年 12 月就業人數不如預期的失望。私部門就業增加了 144k，低於市場與 Nomura 預期之 170k，意謂上年 12 月政府就業人數上升 12k。 2. 失業率由上月的 4.646% 上升至 4.716%，上年 12 月勞動參與率為 62.7%，上月勞參率由 62.7% 被 |

¹² Meyer, Michelle et al. (2017), "US Economic Watch: Wages Take the Spotlight," *BofA Merrill Lynch Global Research*, January 6.

¹³ Alexander, Lewis et al. (2017), "US: Payroll Gains Slow but Wage Gains Better in December," *Nomura Global Markets Research*, January 6.

下修至 62.6%，Nomura 認為這可能推升失業率，因一些勞動者對就業前景改善而加入勞動市場。

3. 上年 12 月平均時薪強勁成長，月增率為 0.4%，優於市場與 Nomura 預期的 0.3% 與 0.2%，上年 11 月月增率為 -0.1%。年增率為 2.9%，Nomura 認為，此對 FOMC 中擔心薪資成長疲弱的委員而言是好的跡象。但以近期季趨勢來看，該行認為此次並不代表薪資成長加速，只是回到原本趨勢（上年 10 月因馬修颶風造成工時下降，導致時薪暫時上升，上年 11 月則反轉下降）。

4. 整體而言，勞動市場進一步朝充分就業水準前進，就業市場以健康的速度成長，失業率微升，上年 12 月時薪成長亦回到先前的上升趨勢。

5. 週平均工時無太大變化，持平在 34.3 小時。總薪資指標(The aggregate hours index)為衡量經濟活動的良好指標，於上年 12 月些微上升 0.2%，與其他經濟活動指標顯示穩定成長之情況一致。

二、 美國勞動市場已接近「充分就業」

(一) Fed主席 Yellen 看法

1. 上年 12 月 Fed 主席 Yellen 於 FOMC 會後記者會指出，當前勞動市場現況與經濟衰退前**十分類似**，且研判勞動市場已**非常接近「充分就業」** (in the vicinity of maximum employment)¹⁴。
2. 上年底 Yellen 演說亦指出，當前勞動市場係 10 年來最好的¹⁵。

(二) 高盛看法¹⁶

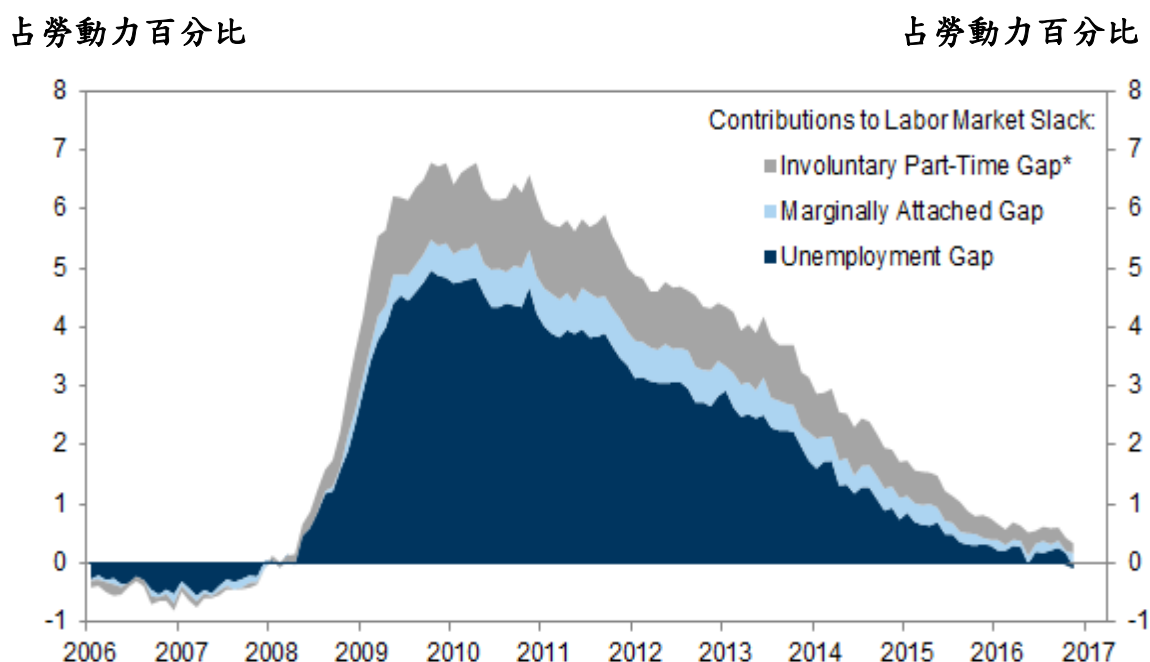
1. 高盛認為，以上年 11 月美國失業率 4.6% 而言，已低於該行估計的結構性失業率 4.7%。
2. 儘管較廣義的 U6 失業率在本波復甦的大多數期間仍在偏高水準，其差距已開始收斂(the gap has now narrowed)。
3. 該行偏好將廣義勞動市場閒置的估計值拆解為三部分：1) 失業者(the unemployed)；2) 非自願性兼職者(involuntary part-time workers)；3) marginally attached(即 4 週~12 個月之間曾求職者)。
4. 過去 1 年來，U6 失業率已下降 0.6 個百分點，該行估計廣義閒置僅約零點幾個百點的改善空間(only a few tenths of broad slack remains)，以較高的非自願性兼職者及些微的參與率差距形式存在(見次頁圖 10)。

¹⁴ Federal Reserve(2016),“Transcript of Chair Yellen’s Press Conference December 14, 2016”。

¹⁵ Yellen, Janet (2016), “Commencement Remarks ,” December 19 。

¹⁶ 本部分主要摘譯自 Hatzius , Jan et al.(2016), “The Labor Market: On the Cusp of Full Recovery,” *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Dec. 23 。

圖 10 美國勞動市場已非常接近「充分就業」



*非自願兼職已換算成約當全職工作

資料來源：Goldman Sachs

(三) 當前勞動市場狀況與2007年相比(見次頁表2)：閒置、薪資成長、勞動市場變化及緊縮指標

1. 失業率及結構性失業率：已回到 2007 年水準。
2. 惟長期失業及廣義閒置仍高於 2007 年水準。
3. 令人訝異的是，主要工作年齡人口¹⁷參與率(prime-age participation)低於 2007 年平均值達 1.6 個百分點。

(1) 該參與率自 2015 年中期低點已反彈 1 個百分點。

(2) 惟高盛認為，相對 2007 年水準，工作年齡人口參與率未來將僅反彈 0.3 個百分點，主要反映失志工作者重回職場(見第 28 頁圖 11)。

(3) 高盛強調，造成主要工作年齡人口(25~54 歲)參與率下降的

¹⁷主要工作年齡人口係指 25~54 歲工作人口。

主要原因，係失能者(disability)及不想工作者(don't want a job)。

表 2 與金融危機發生前相比，美國勞動市場現況僅有些微差異

| Labor Market Dashboard | | | |
|---|------|-------|------------|
| | 2007 | 2016* | Difference |
| Slack | | | |
| Unemployment Rate (%) | 4.6 | 4.6 | 0.0 |
| Fed NAIRU Estimate (%) | 4.8 | 4.8 | 0.0 |
| Long-Term (27+ Weeks) Unemployment Rate (%) | 0.8 | 1.2 | 0.4 |
| Involuntary Part-Time Rate (%) | 2.9 | 3.6 | 0.7 |
| Marginally Attached Rate (%) | 0.9 | 1.3 | 0.3 |
| U6 Unemployment Rate (%) | 8.3 | 9.3 | 1.0 |
| Prime-Age Participation Rate (%) | 83.0 | 81.4 | -1.6 |
| Job Growth | | | |
| Payroll Growth (% change, yoy) | 0.8 | 1.5 | 0.6 |
| Household Employment Growth (% change, yoy) | 0.3 | 1.3 | 1.0 |
| Survey-Measures of Labor Market Tightness | | | |
| Conference Board Labor Differential (index level) | 6.9 | 5.2 | -1.7 |
| NFIB Labor Shortage (% of firms) | 42.8 | 52.0 | 9.3 |
| Labor Market Turnover | | | |
| Openings Rate (%) | 3.3 | 3.8 | 0.6 |
| Hiring Rate (%) | 3.8 | 3.5 | -0.2 |
| Quits Rate (%) | 2.1 | 2.1 | 0.0 |
| Layoff Rate (%) | 1.3 | 1.0 | -0.3 |
| GS Wage Tracker (% change, yoy) | 3.6 | 2.8 | -0.9 |

*資料截止至 2016 年 11 月底

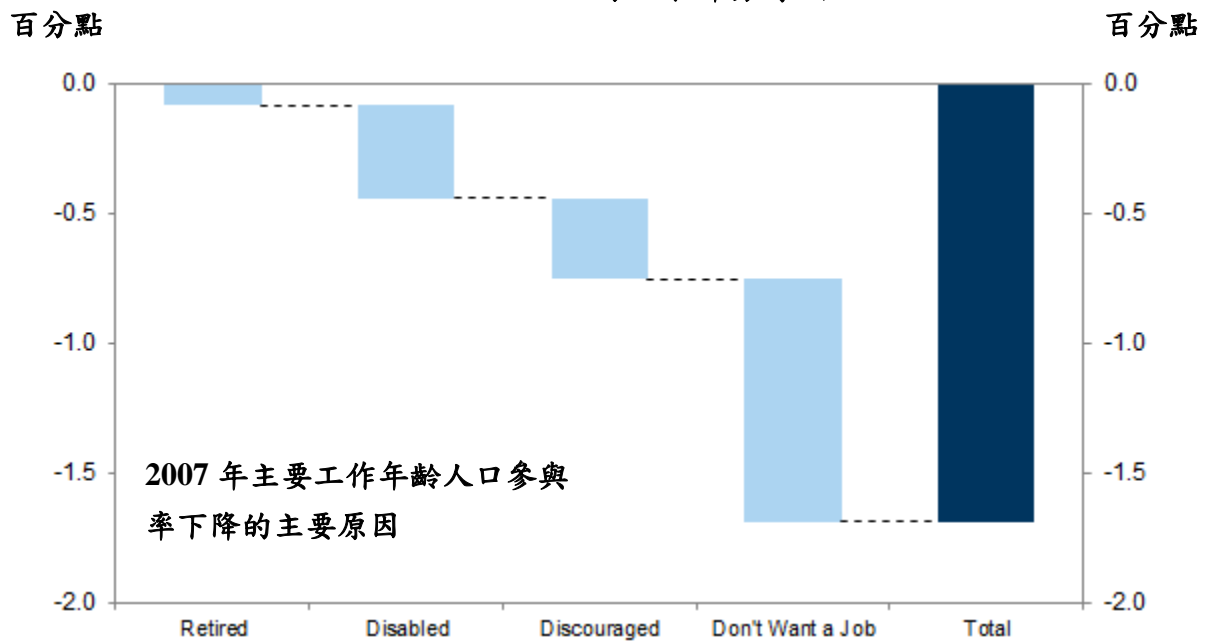
資料來源：Goldman Sachs

4. 就業成長方面：當前情況優於 2007 年

(1) 儘管目前潛在勞動力成長率(potential labor force growth)較低，惟當前就業成長較 2007 年強勁，且調查指標及職缺率均顯示，勞動需求更加強勁。

(2) 即使衡量工作流動率的指標，如雇用率(hiring rate)、辭職率(quits rate)及解雇率(layoff rate)，較 2007 年稍弱，惟該行認為此可能反映，人口結構改變的結構性影響，即年輕工作者占比下降(declining share of young workers)。

圖 11 Discouraged workers 僅是導致主要工作年齡人口參與率下降的一小部分原因



資料來源：Goldman Sachs

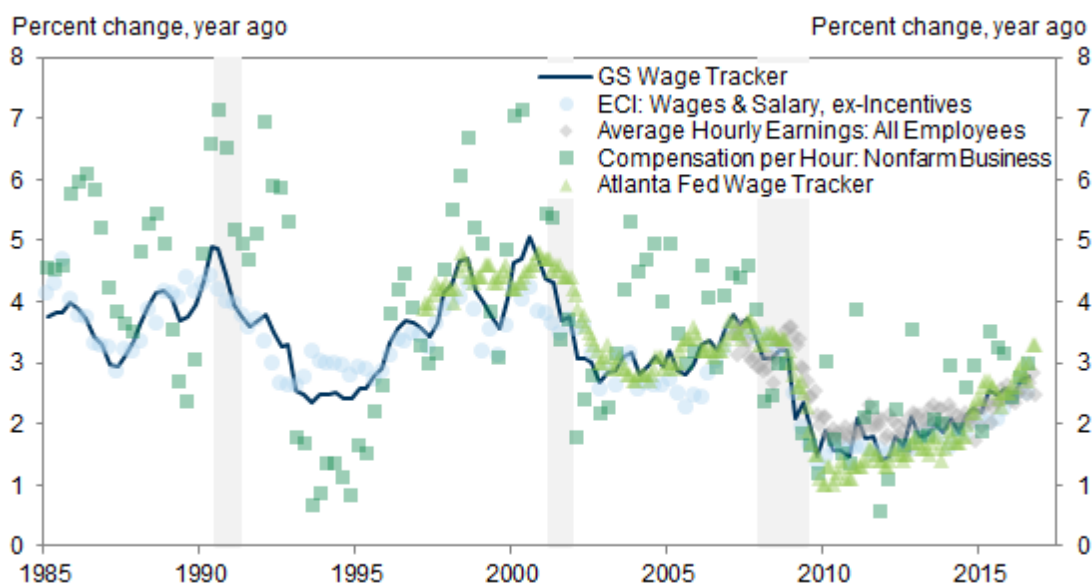
5. 當前勞動市場與 2007 年的最大不同點，在於薪資成長率低於 2007 年平均水準約 **0.9 個百分點**

(1) 該行偏好薪資成長追蹤指標，包含了：

- i. 就業成本指數(employment cost index，簡稱 ECI)
- ii. 平均時薪(average hourly earnings，簡稱 AHE)
- iii. 每小時薪酬 (Nonfarm Business Sector compensation per hour)
- iv. Atlanta Fed 編製的薪資成長追蹤指標(Atlanta Fed's wage growth tracker)

(2) 根據下頁圖 12 所示，薪資成長年增率已由波段低點 1.4%，上升至 2016 年第三季的 **2.8%**，係本波經濟復甦最快的步調，惟仍低於該行估計的長期均衡成長率 **3~3.5%**。

圖 12 美國薪資成長已加速，惟仍低於過去經濟擴張時的高點



資料來源：Goldman Sachs

(3) 各界質疑薪資成長力道不如以往，是否表示勞動市場仍存在隱藏疲弱(the hidden residual weakness)，為釐清前述問題，本報告第三部份遂分析迄今帶動薪資成長的因素及可能抑制薪資成長的因素。

三、 美國薪資成長驅動因子探討

(一) 美國薪資成長的驅動因子

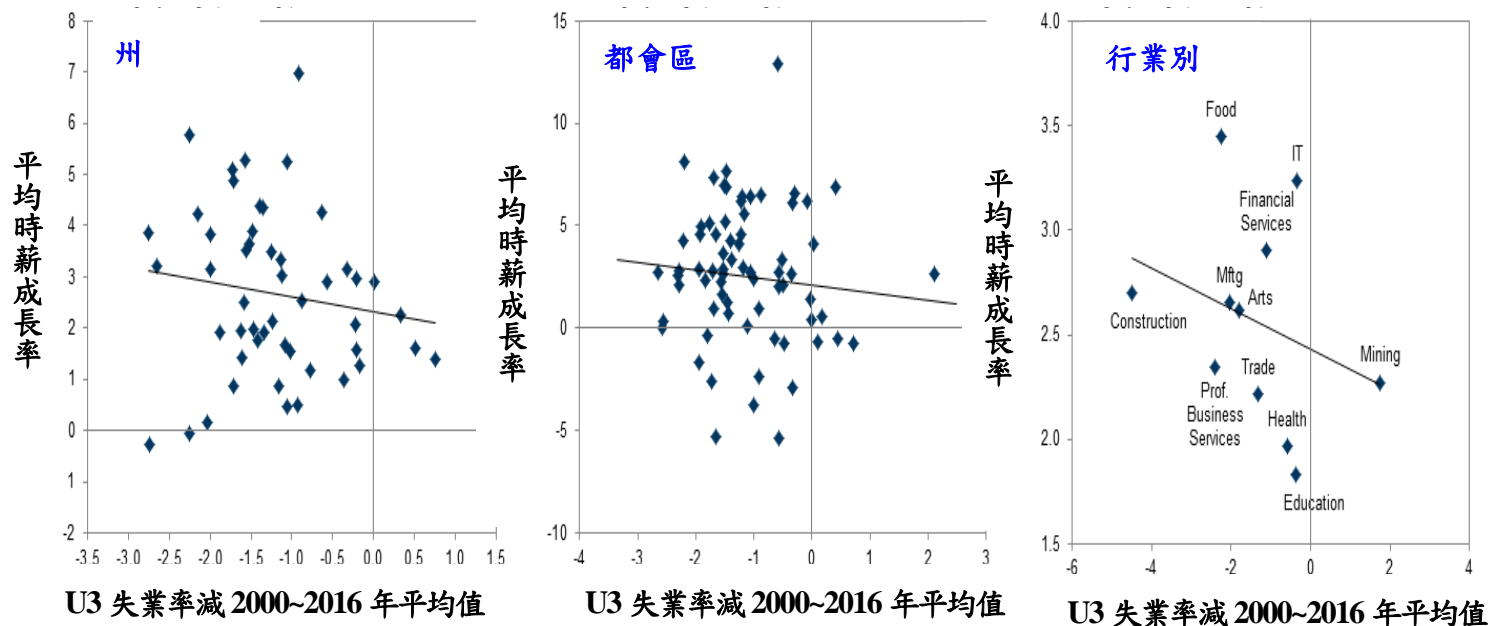
1. 過去幾年來，**勞動市場緊縮**係推動薪資成長加速的最明顯因素

(1) 過去1年來，在失業率較低的州、都會區及產業中，已經歷更快的薪資成長(見圖 13)。

(2) 該行過去研究顯示，**薪資菲利浦曲線呈現非線性**(wage Phillips curve is **non-linear**)，因此倘若抵達充分就業後，**任何閒置的下降**，將對薪資成長產生更大的**邊際效果**(a larger marginal impact)。

圖 13 在緊縮的勞動市場中，薪資成長逐漸穩固

變動百分比(較1年前；3個月移動平均)



資料來源：Goldman Sachs

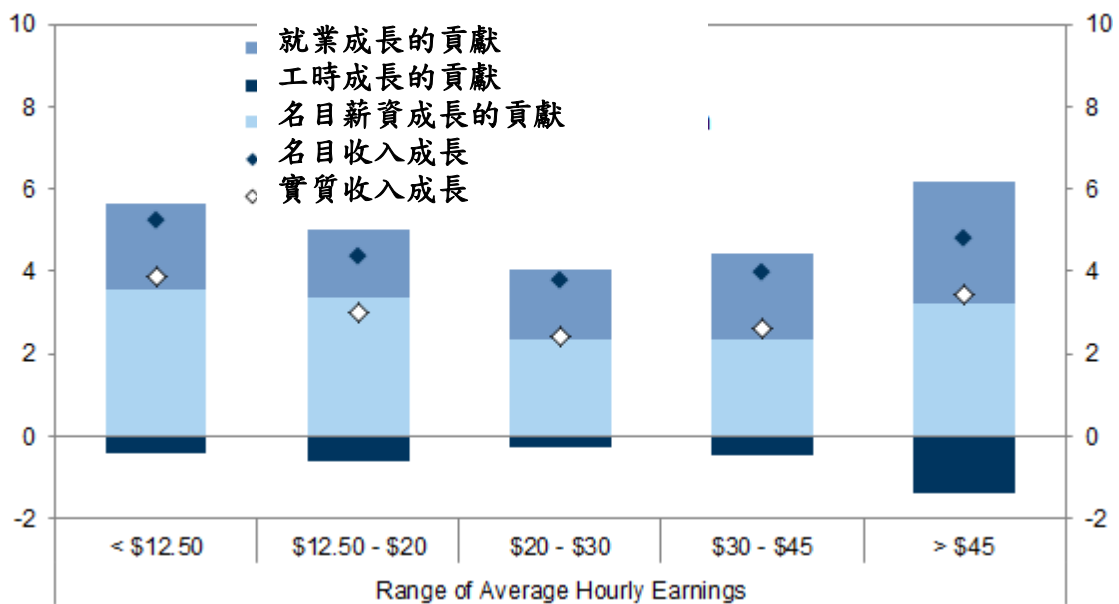
2. 薪資分配中最高及最低群組，其薪資成長最為明顯(見圖 14)

(1) 以平均時薪低於 12.5 美元，或平均時薪高於 45 美元，其名目薪資成長率約 5%。

(2) 中所得族群，其名目薪資成長率約 4%。

圖 14 薪資分配中，最高及最低薪資族群薪資成長更穩固(Firmer)

變動百分比(較 1 年前;3 個月移動平均) 變動百分比(較 1 年前;3 個月移動平均)



資料來源：Goldman Sachs

3. 薪資分配中最低薪資群組受惠於最低工資調高

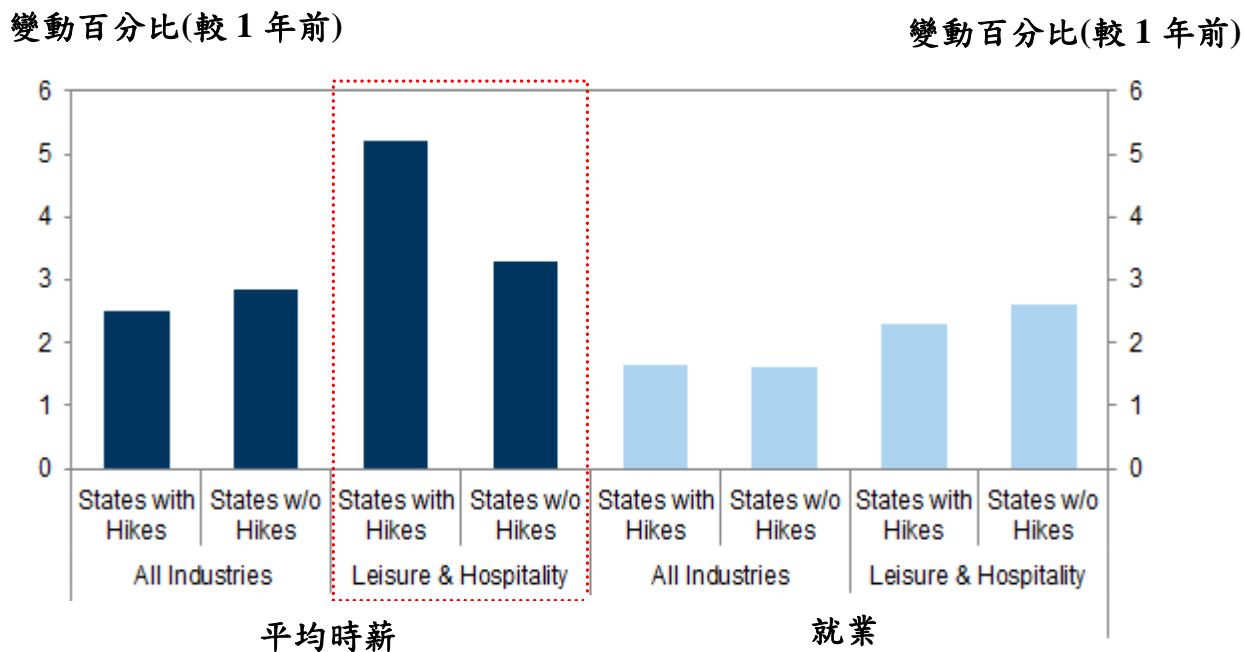
高盛指出，過去 1 年許多州政府及市政府已調高最低工資。若以產業別觀察，**休閒(leisure)**及**醫療產業(hospitality)**薪資成長最高，前述產業係最低工資工作者占比最高的，且該州有調高最低工資者(見次頁圖 15)。

4. 未來展望：低薪工作者仍將有較大的薪資成長

(1) 儘管目前聯邦似乎不太可能調高最低工資，但許多州政府及市政府仍處於調高最低工資的早期階段，其他政府則在考慮調高最低工資。

(2) 前述延後的工資調高每年將影響更多工作人口，且影響工作者薪資的外溢效果將大於最低薪資，並隨著時間逐漸累積。

圖 15 最低工資調高已帶動低薪工作者較大的薪資成長



資料來源：Goldman Sachs

(二) 抑制美國薪資成長的因子

1. 高盛認為，抑制薪資成長的可能理由如下：

| 理由 | 說明 |
|--|-------------------------|
| 勞動市場剛接近充分就業 | 平均而言，過去 1 年勞動市場仍存在部分的閒置 |
| 勞動力組成效應 (labor force composition effects) | 將抑制總薪資成長率 |
| 疲弱的生產力成長率及通膨 | 將抑制薪資成長率 |

2. 勞動力組成效應(高薪者退休，同時低薪工作者加入勞動力)

(1) 勞動力組成效應可能使緊縮的勞動市場與總薪資成長不必然同時出現。

(2) 舉例說明：儘管某特定族群的工作者獲得 4% 的加薪，惟較高薪及較資深工作者大量退休，並補進低薪的年輕工作者，將拉低總薪資成長率。

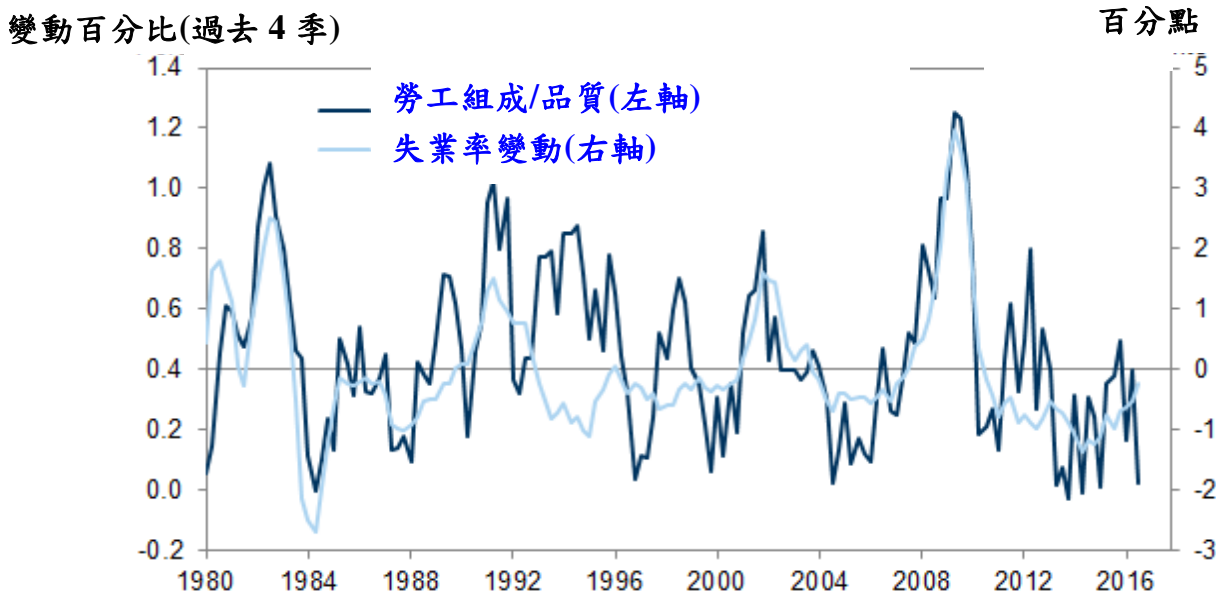
(3) 另 Atlanta Fed 編製的薪資成長追蹤指標(按已排除組成效應的影響)明顯高於其他薪資成長追蹤指標，顯示負面的組成效應可能正在發酵。

(4) 勞動力組成效應傾向在當勞工被快速解雇(laid off)或再僱用(re-hired)的景氣循環時，最為強烈(見圖 16)

i. 失業率上升：當經濟衰退時，平均而言，失去工作者通常是教育程度及所得較低，導致正向的勞動力組成效應(positive composition effect)。

ii. 失業率下降：由於就業成長高於潛在勞動力成長率，使得失業率下降(如現在情況)，再度僱用前述工作者，將對總薪資成長產生負向的勞動力組成效應(negative composition effect)。

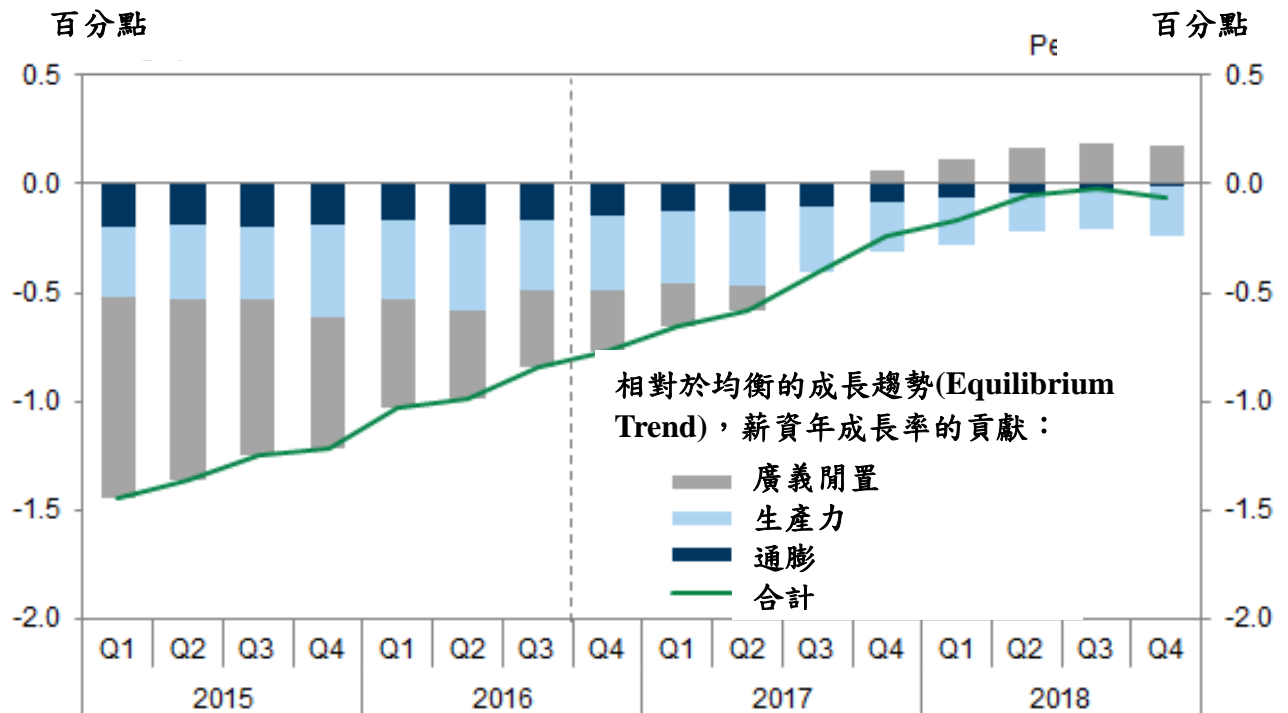
圖 16 最低工資提高已帶動低薪工作者較大的薪資成長



資料來源：Goldman Sachs

3. 過去幾年**疲弱的生產力成長率及通膨**亦持續抑制薪資成長
 - (1) 高盛發現，疲弱的生產力成長率及通膨均影響薪資成長，儘管其傳遞(flow through)比率遠小於 1。
 - (2) 根據該行模型顯示，前述兩者最多仍可拖累薪資成長的**0.5 個百分點**，且直到 2018 年才會消退(見圖 17)。

圖 17 疲軟的通膨以及疲弱的生產力成長率可能會抑制薪資成長率



資料來源：Goldman Sachs

(三) 小結

1. 即使目前美國勞動市場與 2007 年情況仍有部分的差異，其已非常接近「充分就業」。
2. 總薪資成長率仍低於充分就業下的預期水準，可能係反映過去 1 年勞動市場仍存在部分的閒置、負向的勞動力組成效應，以及過去幾年疲弱的生產力成長率及通膨亦持續抑制薪資成長。
3. 即使在上年美國大選前，美國勞動需求強勁帶動就業成長，已足以讓失業率呈現下降趨勢，且隨著閒置逐漸減少，就業

成長將逐步放緩。

4. 鑑於川普新政可能推出擴張性財政政策，勞動市場最終可能超過該行估計的充分就業。
5. 勞動市場進一步緊縮，可能導致薪資成長進一步加速，及通膨上揚的壓力。
6. 該行預期本年 Fed 必須緊縮金融情況(升息 3 碼)，以避免失業率下降至委員會認為不具可維持性與不樂見的水準。

四、 勞動參與率展望¹⁸

(一) 勞動市場閒置是否已逐漸消失(slacking off)

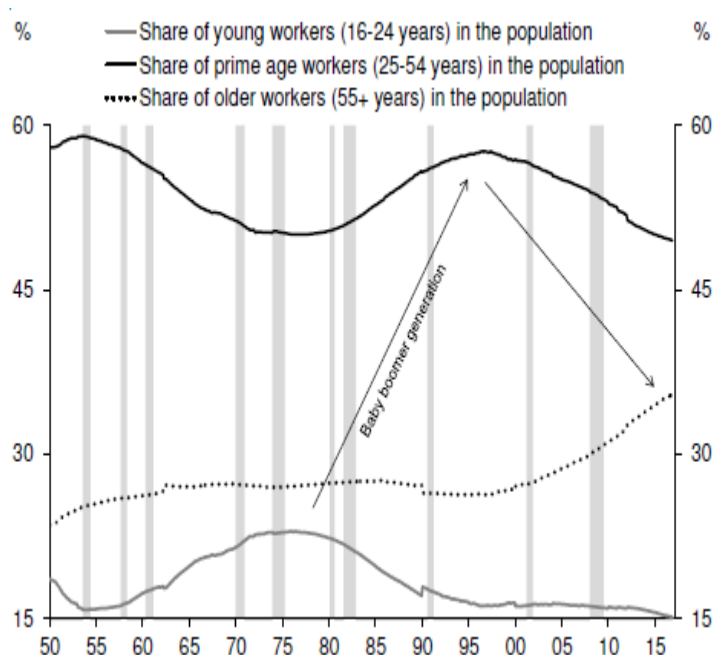
1. 上年 11 月失業率 4.6% 顯示，勞動市場正接近充分就業(full capacity)，惟其他衡量閒置的指標顯示，展望則沒這麼光明，如勞動參與率仍較金融危機前的水準低了 3 個百分點以上。
2. 自 2013 年 10 月勞動參與率跌破 63% 關卡後(62.8%)，近期已呈現穩定跡象(flattened out)，如上年 11 月勞動參與率約在 62.7%，同期間失業率自 7.2% 下降至 4.6%，顯示勞動市場改善係來自**好的原因**(如就業成長)，而非壞的原因(如失志工作者退出勞動力)。
3. 影響勞動參與率變動的原因

| 原因 | 說明 |
|----------------|---|
| 人口結構變化 | 在本次經濟衰退開始時，大量的 戰後嬰兒潮世代 (baby-boomer generation) 開始步入退休年齡(見次頁圖 18，將使勞動參與率 下降) |
| 失志工作者退出 | 因經濟衰退後勞動市場不景氣，使得許多工作者因為灰心而退出勞動力(見次頁圖 19) |

¹⁸ 本部分主要摘譯自 LaVorgna, Joseph et al.(2016) "Slacking off?," *Deutsche Bank US Economics Weekly*, Dec. 16。

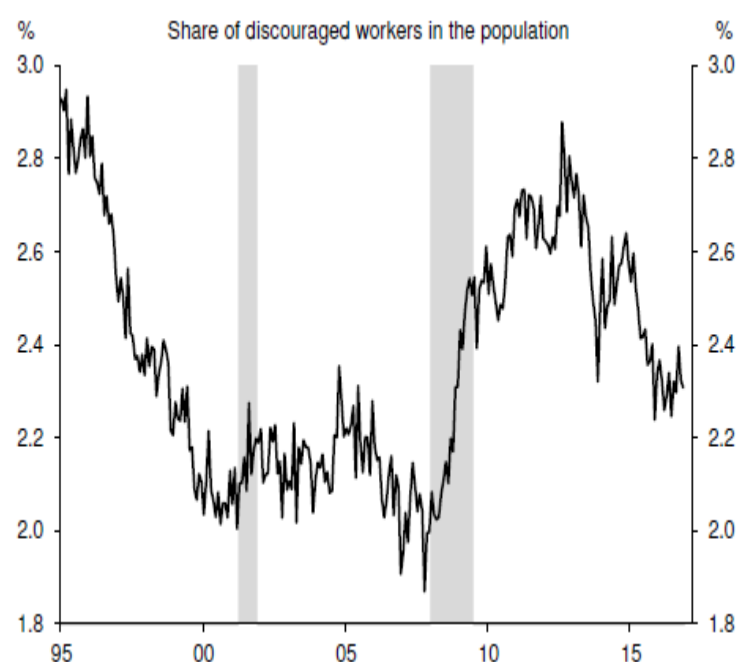
| | |
|--------------------------------|---|
| | 例如，失志工作者占人口比由 2007 年 12 月上升 0.9 個百分點至 2012 年 9 月的 2.9%，惟之後先前的增加部分已回檔了 2/3，隱含來自經濟循環的進一步改善(cyclical gain)，或將使勞動參與率上揚 0.3 個百分點(見圖 19)。 |
| 年輕工作者選擇就學 (Schooling) | 年輕工作者選擇留在學校，將使勞動參與率下降 |
| 失能者增加 (Disability) | 因失能者導致非勞動參與人口增加，將使勞動參與率下降 |
| 年長者退休比率下降 (retirement rate) | 年長者族群的退休率下降，主要反映健康改善及平均餘命(life expectancy)增加。(有利勞動參與率上升) |

圖 18 後嬰兒潮已造成明顯的人口老化



資料來源：Deutsche Bank

圖 19 Discouraged workers 相對人口比率已自金融危機高點大幅下修



資料來源：Deutsche Bank

4. 前述**結構性因素**(就學、失能者及退休率降低)**淨效果為負向**，惟近幾年其效應已開始衰退(見圖 20)。

(二) 各項因素對勞動參與率的影響

1. 德銀估計各項因素對勞動參與率的影響(假設各族群勞動參與率與 2007 年相同)

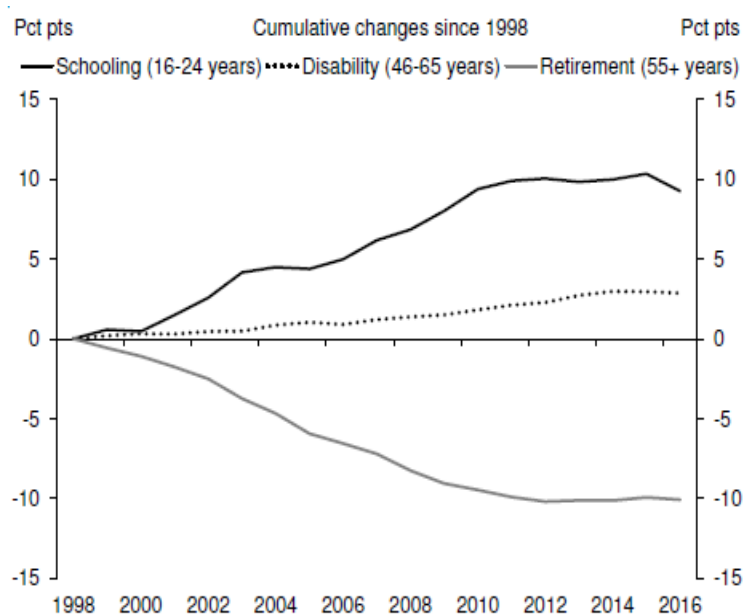
(1) 人口老化本身約使勞動參與率降低約 **2.2 個百分點**(見圖 21)。

(2) 就學率及失能者增加各使勞動參與率降低約 **0.7 個百分點**。

(3) 年長者退休比率下降約使勞動參與率上升 **1 個百分點**。

(4) 合計約使勞動參與率下降 2.6 個百分點，估計 2016 年 11 月勞動參與率約 63.4%。

圖 20 近幾年勞動參與的結構性變動已見緩和



資料來源：Deutsche Bank

圖 21 人口老化持續對勞動參與產生影響



資料來源：Deutsche Bank

(三) 未來勞動市場的展望

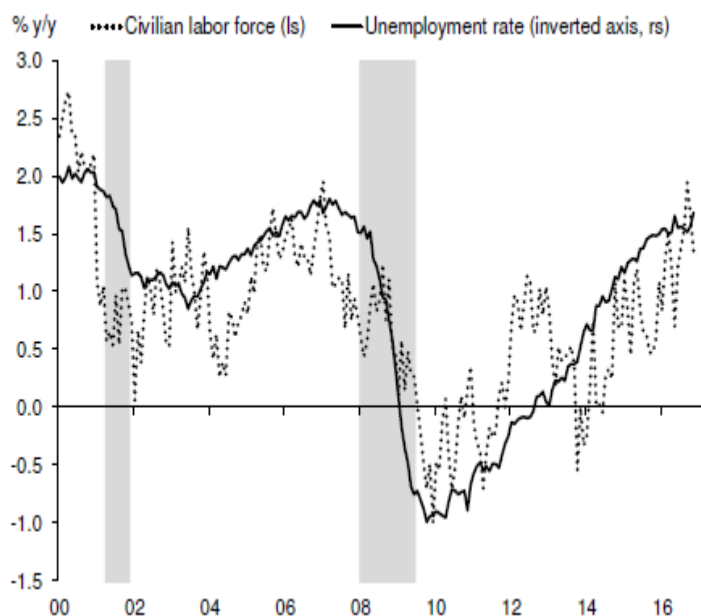
1. 倘若未來經濟活動進一步轉強(strong upturn)，將反轉過去造成勞動參與率下降的部分結構性因素(見次頁圖 22)

- (1) 年輕工作者的就學率提高(increased schooling rates)：轉為下降至 2007 年水準。
- (2) 因失能導致非勞動參與增加(a rise in nonparticipation due to disability)：轉為下降至 2007 年水準。
- (3) 根據該行研究顯示，勞動參與率成長率與從勞動力流向就業人口的相關係數高達 **0.83**，遠高於其與從勞動力流向失業人口的相關係數 **0.37** (見圖 23)。

2. 該行模擬結果

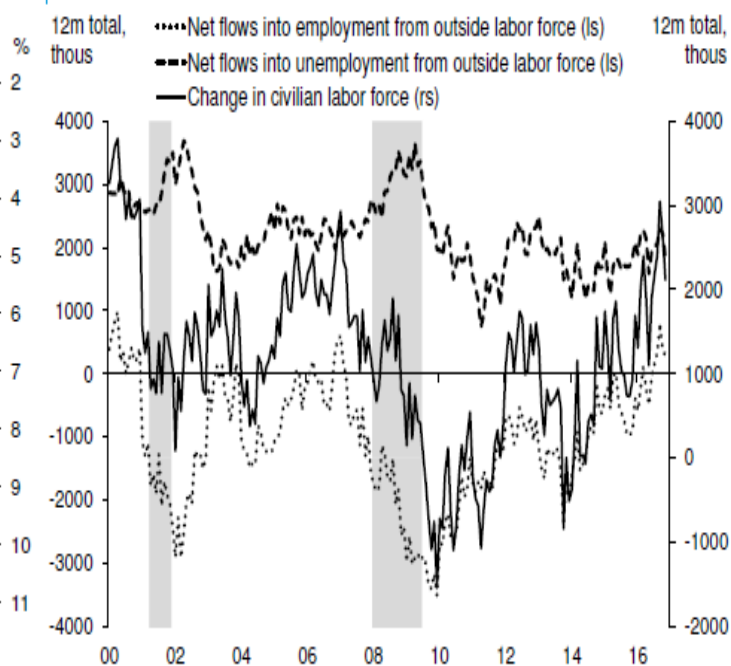
- (1) 在最佳情境下，**2018 年中期**約有 **450 萬勞工**將重回勞動力，屆時勞動參與率將上揚至 **64%以上**。
- (2) 重要的是，前述勞動參與率上揚，可能不會阻止失業率下降的趨勢(按預估 2018 年降至 **4%**)。

圖 22 在緊縮的勞動市場，勞動參與率通常傾向上升



資料來源：Deutsche Bank

圖 23 勞動參與率成長率與就業人口流量較失業人口流量更加相關



資料來源：Deutsche Bank

肆、 川普執政之經濟意涵¹⁹

一、 重點摘要

(一) 第58屆美國總統當選人川普的政見(有關川普主要政見請建附錄4)，倘若被確實執行，對未來美國經濟展望將有重大的影響：

1. **正面影響**：短期提供經濟成長支援；另取決於特定情況，較長期可能帶來正面的供給面影響。

(1) 租稅改革(減稅)將帶來正面經濟助益(positive impulse)；

(2) 擴大基礎建設方案，有利提升中長期生產力。

2. **負面衝擊**：貿易保護及限縮性移民政策，特別對長期經濟成長不利；另 Fed 政策走向可能偏向鷹派

(1) 川普的國外貿易及移民政策可能新增限制，此將限縮成長。

(2) 川普可能在本年就任後提名數位 Fed 官員，提高了 Fed 可能採行較目前更鷹派政策的可能性。

(二) 未來政策的預期

1. 租稅改革及擴大基礎建設方案：與競選政策相比，高盛預期將以較小的規模落實(scaled-down)。

(1) 每年減稅規模約 **1,000 億美元**。

(2) 每年額外的基礎建設投資及聯邦支出分別為 **400 及 100 億美元**。

2. Fed 貨幣政策可能偏向鷹派：儘管川普對貨幣政策的看法尚未明朗，惟現階段可能提名立場偏鷹派的人選。

¹⁹ 本部分主要摘譯自 Hatzius, Jan et al. (2016), "Economic Implications of the Trump Agenda," *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Nov. 12。

3. 移民政策：不認為會有重大改變，惟可能增加部分限制，致人口成長率較原先放緩 **0.1 個百分點**。
4. 貿易政策：不確定性最高，高盛預期川普將採行部分的競選政策，如提高關稅 **4 個百分點**(按回到雷根執政時期的平均水準)。

(三) 高盛運用FRB-US模型，模擬前述四項政策的潛在經濟意涵，亦分析僅涉及有利成長項目(主要係財政政策)、不利成長項目(如貿易、移民及Fed政策)，以及川普競選政見的綜合效應，和高盛預估可能政策的效應。

(四) 該行強調，前述模擬仍受限於許多不確定性，且FRB/US模型並未考量可能對經濟展望造成影響特定的情況，如政策的不確定性、法規改變的影響及川普政策對全球的影響及反饋(global repercussions from Mr. Trump's policies)等。惟該行做出三項初步結論：

1. 川普的政策可能有利於 2017 及 2018 年美國經濟成長，惟倘若貿易及移民緊縮政策被執行，或 Fed 政策變得更加緊縮，之後(即 2019 年起)美國經濟將受到拖累(即表現不如上年 9 月 FOMC SEP 預估)。
2. 幾乎在所有情境下，未來幾年核心通膨(core inflation)及聯邦資金利率(fed funds rate)可能進一步上揚。
3. 有關高盛基礎情境(base case)的風險似乎具有不對稱性(asymmetric):即較大的財政方案短期內將溫和地振興經濟，惟更加負面的政策組合(adverse policy mix)可能導致未來幾年經濟面臨明顯的放緩、更高的通膨及更加緊縮的政策。

二、 川普四大競選政策之基本假設

- (一) 高盛假設川普就任後，**租稅改革(減稅)、擴大基礎建設方案、緊縮性移民政策、保護性貿易政策**將陸續生效，惟最終政策方案(policy outcome)將與競選政見(campaign proposals)不同。
- (二) 運用FRB/US模型分析下列情境(見表3)：

表 3 四種情境分析

| 情境 | 內容說明 |
|---|-----------------------------|
| 有利成長政策 (growth-positive policies) | 如租稅改革(減稅)及擴大基礎建設方案 |
| 不利成長政策 (growth-negative policies) | 如緊縮性移民政策及保護性貿易政策 |
| 川普競選政策的綜合效應 (combined effects) | 前述情境的綜合效應 |
| 高盛假設川普可能政策的 綜合效應 (own central policy assumption) | 高盛認為未來 2 年川普可能採行政策 的綜合效應 |

資料來源：Goldman Sachs

三、 川普四大競選政策個別分析

(一) 財政政策：有利振興經濟

1. 主要政策(見表 4)

- (1) 租稅改革(減稅)；
- (2) 擴大基礎建設方案；
- (3) 擴大國防支出。

表 4 川普主要財政政策內容

| 項目 | 內容說明及效果 |
|------------------------|---|
| 調降個人所得稅及企業稅 | <ul style="list-style-type: none">- 個人所得最高邊際稅率由 39.6% 降至 33%- 公司稅由 35% 降至 15%- 根據租稅基金會(Tax Foundation)估計，未來 10 年政府收入平均將減少約 GDP 的 2.1%，或在 2017 年減少 4,000 億美元(個人及企業所得稅分別約 2,500 億美元及 1,600 億美元) |
| 擴大基礎建設方案 ²⁰ | <ul style="list-style-type: none">- 為鼓勵民間部門參與，政府將提供租稅優惠，如每 1,000 億美元投資，得享有 140 億美元租稅扣抵(tax credit)。 |
| 擴大國防支出 | <ul style="list-style-type: none">- 川普主張廢除因自動刪減支出(sequestration)導致減少國防支出的條款。- 每年國防支出將增加 400 億美元，惟主張刪減國內其他支出，可能抵銷國防支出增加，造成淨聯邦支出變動不大。 |

資料來源：Goldman Sachs

²⁰ 高盛表示，根據川普政權移交網站(Trump's transition website)有關基礎建設投資規模約 5,500 億美元。

2. 模擬方式：運用 Fed 使用的 FRB/US 模型

- (1) 以 2016 年 9 月 FOMC 經濟預測(SEP)作為選舉前的基礎情境(pre-election baseline scenario)
- (2) 假設 FOMC 決策依據 1999 年的 inertia Taylor rule
- (3) 經濟成長率約 2%；
- (4) 勞動市場接近充分就業
- (5) 核心 PCE 穩健地朝政策目標 2%邁進
- (6) 聯邦資金利率將依據 FOMC 點圖(dot plot)上揚
- (7) 模擬個別的財政政策效果²¹：擴大基礎建設方案、調降個人所得稅及調降企業稅。

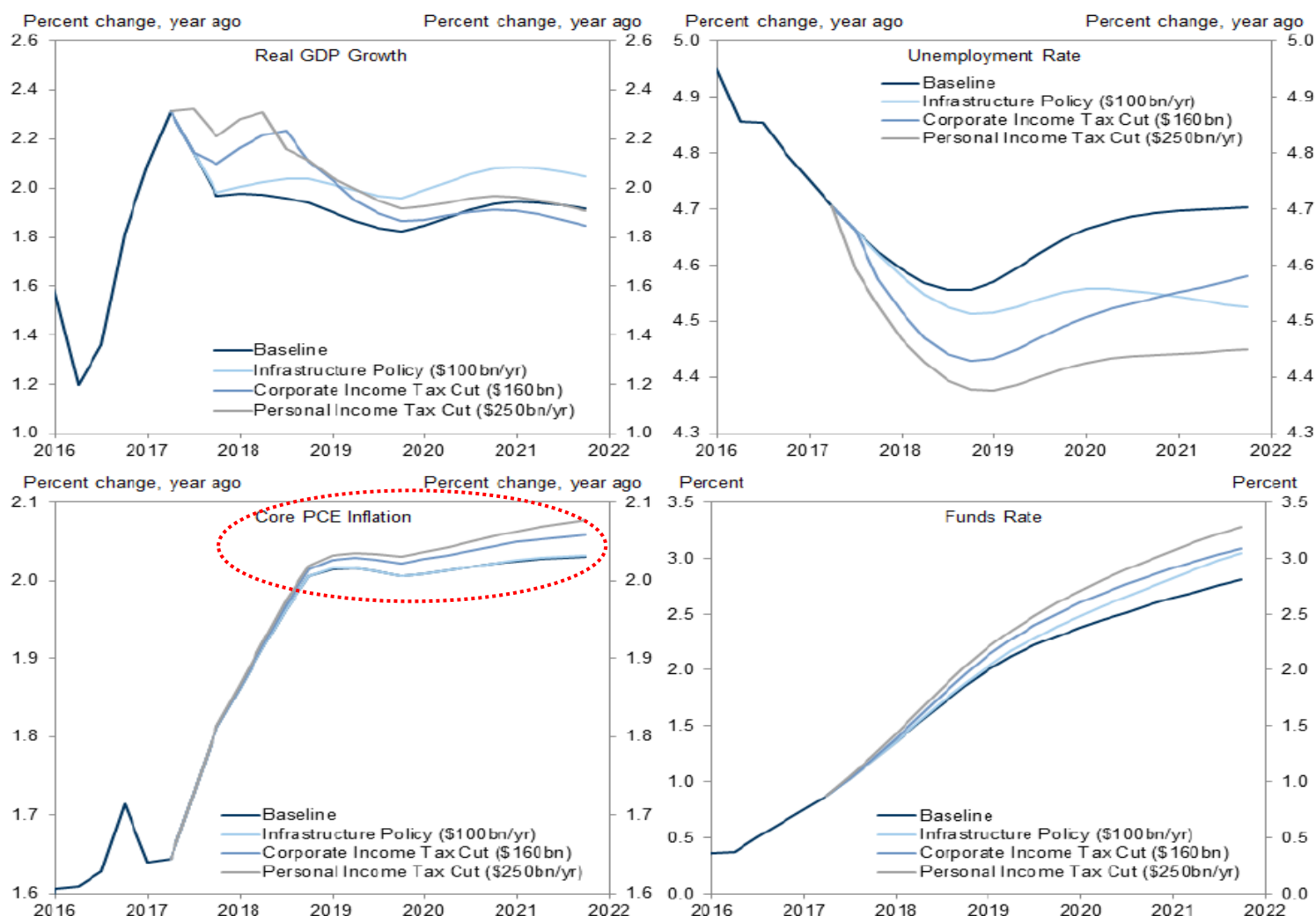
3. 模擬結果

- (1) 實質 GDP 成長：
 - i. 調降個人所得稅：2017 年下半年、2018 年及 2019 年將分別提高 GDP 成長率 **0.25**、**0.2** 及 **0.1** 個百分點；
 - ii. 調降企業稅：2017 年下半年及 2018 年將分別提高 GDP 成長率 **0.10** 及 **0.20** 個百分點。
 - iii. 擴大基礎建設方案於 2018 年中期才提高 GDP 成長率 0.1 個百分點。
- (2) 失業率下降且聯邦資金利率上揚，以抑制勞動市場過熱。
- (3) 核心 PCE 通膨在租稅政策下微幅上揚，惟在基礎建設政策下，並未改變(按其改變經濟供給面)。

²¹ 包含三種情境：1)民間結構性投資(private structure investment)增加 860 億美元，企業所得稅減少 140 億美元(合計效果 **1000 億美元**)；2)聯邦個人所得稅減少 **2,500 億美元**；3)聯邦企業所得稅減少 **1,600 億美元**。假設前述三種情境均發生在 **2017 年第三季**。

4. 圖解說明：財政振興方案有利經濟成長(見圖 24)

圖 24 財政振興方案對經濟的意涵



資料來源：Goldman Sachs

(二) Fed重要人事政策：具不確性但略為偏向鷹派(Uncertainty with a Slightly Hawkish Tilt)

1. 川普必須提名新Fed主席人選於2018年2月接替 Yellen，以及補足目前2位聯邦準備理事會理事缺額，這將導致Fed貨幣政策產生重大的變動²²。
2. 惟儘管川普於競選期間對Fed有所批評，但渠對貨幣政策的看法尚未明朗。

²² Yellen 的 Fed 主席任期至 2018 年 2 月 3 日；Stanley Fischer 的副主席任期至 2018 年 6 月 12 日。

3. 許多保守經濟學家偏向更緊縮的貨幣政策，但川普的看法似乎更具雜訊(more nuanced)，因此，儘管過去川普對 Fed 政策有所抨擊，高盛並不確定渠就任後，是否會偏好 Fed 政策轉為更緊縮。
4. 模擬分析：假設川普提名立場偏向鷹派的人士(more hawkish Fed appointments)，將影響 Fed 升息路徑及美國經濟
 - (1) 情境一：Fed 將**加速**利率正常化的步調²³，惟緊縮的情境僅是暫時性的，因隨著失業率上揚，Fed 將於 2019 年停止升息，以支持放緩的經濟成長。
 - (2) 情境二：倘若 FOMC 認為均衡的聯邦資金利率(the equilibrium fed funds rate)較上年 9 月 SEP **高 50bp**，這將導致未來幾年出現較緊縮的政策、經濟成長放緩及失業率升高。
5. 圖解說明：更鷹派 Fed 對經濟的意涵(見次頁圖 25)。

(三) 更嚴格的移民政策

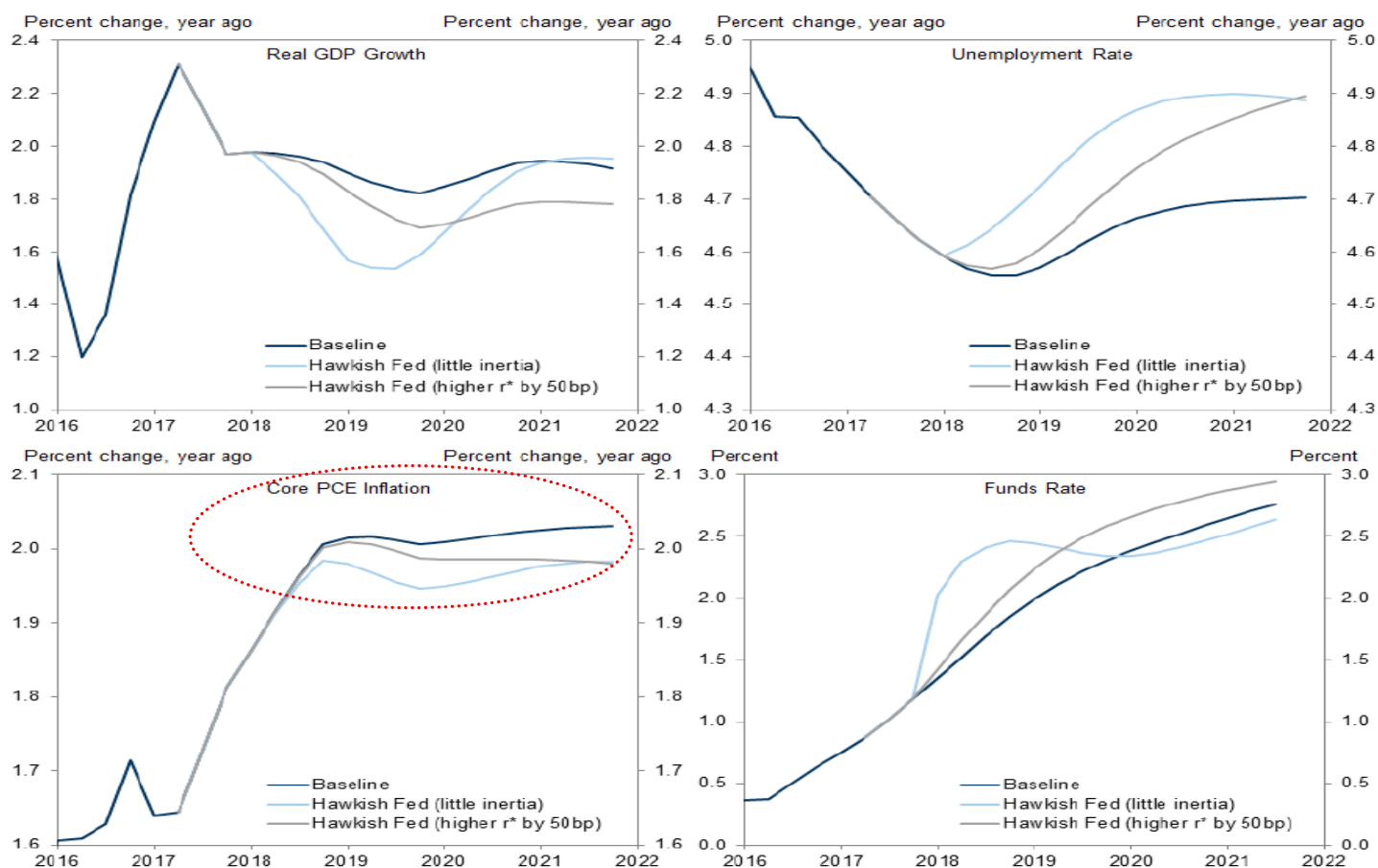
1. 川普的移民政策或將減少美國移民的流量：如暫緩發放外國工作者的綠卡、對 H1-B 工作簽證設限，以及實施全國性電子認證(e-verify)系統，以降低非法移民的雇用等。
2. 模擬分析
 - (1) 情境一：假設移民流量永久性的下降，致每年人口成長率較基礎情境減少 0.1 個百分點，而人口成長率放緩將降低潛在成長率，並拖累經濟擴張速度永久放緩 0.1 個百分點。
 - (2) 情境二：倘若為防止非法工作者取得工作，實施全國性電

²³ 高盛將 1999 年的 inertia Taylor rule 的 inertia 係數由 0.85 降至 0.25。

子認證(e-verify)系統，則在 2 年期間或導致 250 萬人被迫離開美國²⁴，此舉將對美國產生重大的負面衝擊。

- i. **實質 GDP 成長率顯著放緩**：隨著經濟的生產量 (productive capacity) 下降，2018 年至 2020 年 GDP 成長率將放緩 0.50 至 0.75 個百分點。
- ii. **短期勞動市場將過熱**：因勞動供給下降的速度較勞動需求下降更快。
- iii. 失業率：初期先下降，惟後因經濟放緩而快速彈升。
- iv. Fed 政策：一開始為抑制過熱的勞動市場，將更激進地升息，惟隨後將放慢緊縮步調，使經濟重回充分就業。

圖 25 更鷹派 Fed 對經濟的意涵

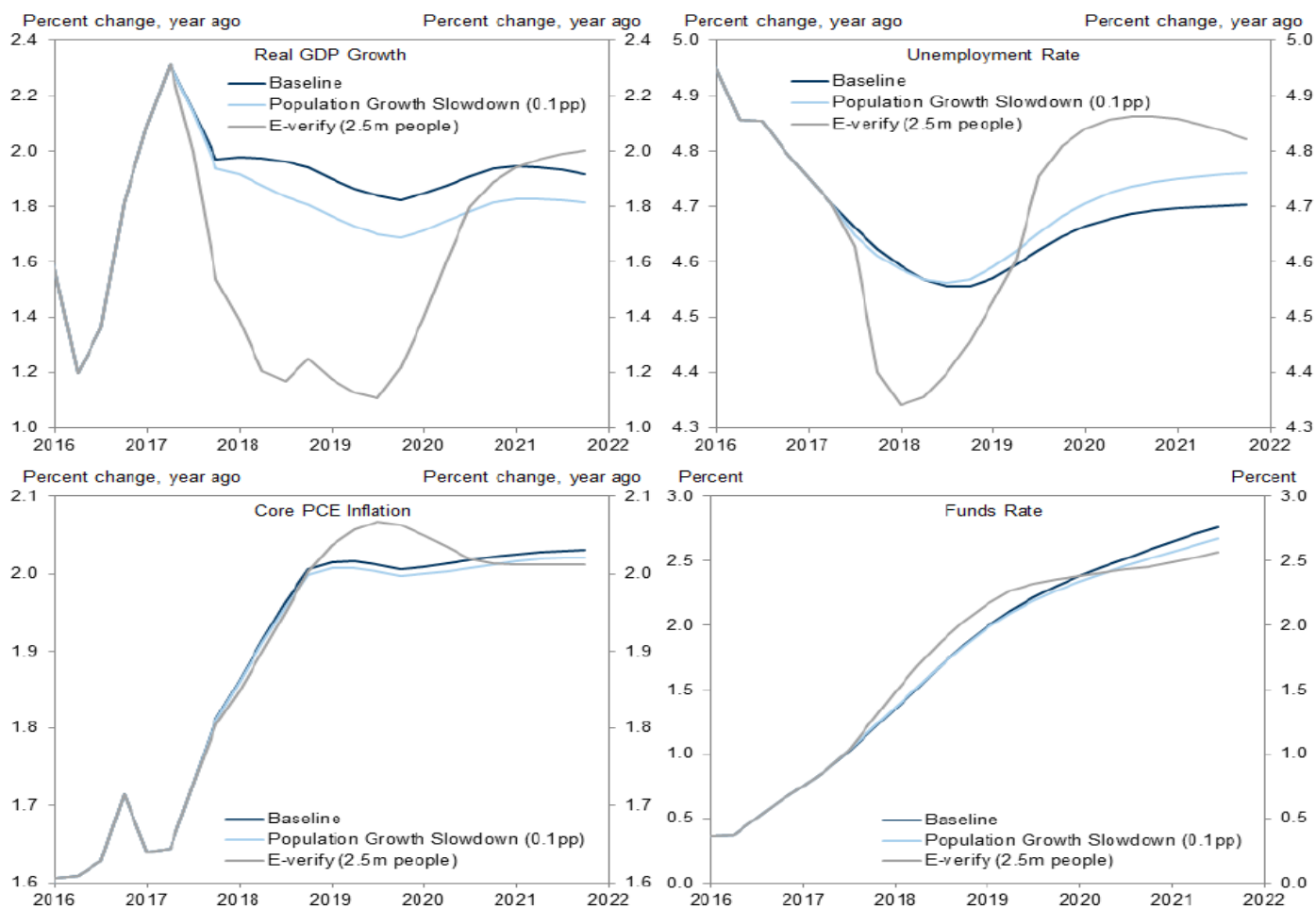


資料來源：Goldman Sachs

²⁴ 高盛根據 Arizona 州的強制電子認證(e-verify)法案的效果，推及至全美國，渠假設勞動力的減少幅度大於人口減少(按因非法移民可能較容易取得工作)，且勞動力下降的速度高於人口下降的速度。

3. 圖解說明：緊縮性的移民政策將明顯拖累經濟成長

圖 26 緊縮性的移民政策將明顯拖累經濟成長



資料來源：Goldman Sachs

(四) 保護性的貿易政策：重大的改變

1. 川普競選政見

- (1) 取消 TPP 談判。
- (2) 重談北美自由貿易協定(NAFTA)。
- (3) 宣布中國為匯率操縱國(currency manipulator)；取締中國非法的出口補貼與其他不公平的優勢。
- (4) 向 WTO 提貿易救濟，增加關稅和與提高關稅壁壘。
- (5) 對來自中國大陸及墨西哥的進口貨物分別課徵 45% 及 35%

的關稅：高盛表示，此舉將使美國的平均有效關稅稅率由現行的 1.5%，提高 11~12 個百分點至 13%，創下二次大戰以來新高。

2. 模擬分析：

(1) 情境一：美國提高關稅至 13% 但未招致外國報復(without retaliation)

- i. 進口物價上揚減少美國進口，初期對美國 GDP 成長將有些許助益。
- ii. 惟通膨明顯上揚，且消費者物價上揚將侵蝕實質所得。
- iii. 幾年後，消費者將刪減支出，致實質 GDP 成長率放緩。

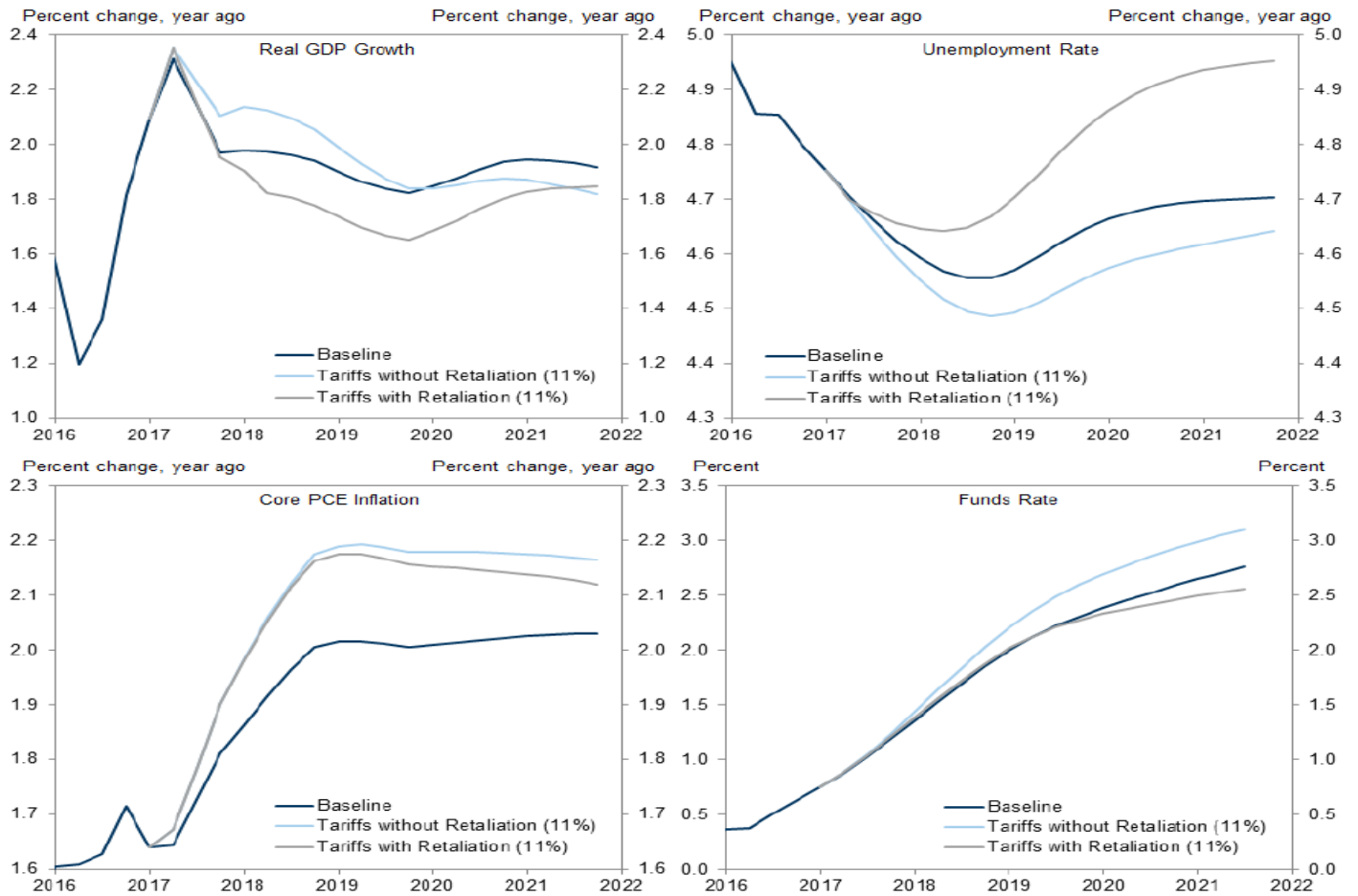
(2) 情境二：美國提高關稅至 13% 且招致外國報復(with retaliation)

- i. 實質 GDP 成長率將明顯下修。
- ii. 因外國提高美國商品關稅將拖累美國出口，消費者支出放緩。

(3) 核心通膨攀升：上述模擬均高於 2.2%。

3. 圖解說明：關稅將助長通膨上揚(Tariffs are inflationary)(見次頁圖 27)

圖 27 保護性貿易政策將助長通膨上揚



資料來源：Goldman Sachs

四、 川普競選政策的綜合效應

(一) 三種政策組合 (見下表)

| 情境 | 說明 |
|---------------------|-----------------------------------|
| 全部 (Full) | 包含財政擴張、Fed 緊縮貨幣政策、保護性貿易政策及緊縮性移民政策 |
| 有利經濟提案 (Benign) | 僅包含財政擴張 |
| 不利經濟提案 (Adverse) | 包含 Fed 緊縮貨幣政策、保護性貿易政策及緊縮性移民政策 |

資料來源：Goldman Sachs

(二) 三種政策組合的假設(見表5)

表 5 三種政策組合的假設

| 情境 | 財政政策(擴大支出/減稅) | | | Fed政策展望 對均衡利率r* 的看法(bps) | 貿易政策 (關稅提高幾個百分點) | | 移民政策 | |
|---------------|-----------------|------------------|------------------|--------------------------------|---------------------|--------|------------------|---------------|
| | 基礎建設 (億美元/年) | 個人所得稅 (億美元/年) | 企業所得稅 (億美元/年) | | 美國(%) | 外國(%) | 人口成長率 (百分點/年) | 勞動力變動 (萬人) |
| 全部(Full) | 860 | 2,500 | 1740 | 50 | 11 | 11 | -0.1 | -250 |
| 有利經濟(Benign) | 860 | 2,500 | 1740 | | | | | |
| 不利經濟(Adverse) | | | | 50 | 11 | 11 | -0.1 | -250 |
| 開始實施日 | 2018Q1 | 2017Q3 | 2017Q3 | 2018Q1 | 2017Q1 | 2017Q3 | 2017Q3 | 2017Q3 |

資料來源：Goldman Sachs

1. 三種政策組合模擬結果

(1) 「全部情境(Full)」：

- i. 實質 GDP 成長率：短期經濟受惠於減稅，致 2017 年下半年較基礎情境高出 0.2 個百分點；惟 2018~2019 年實質 GDP 成長率將低於基礎情境 0.4~0.5 個百分點。
- ii. 核心通膨(core PCE inflation)：在 2019 年晚期達到 2.3%。
- iii. Fed 於 2019 年底前額外升息 3 碼(與基礎情境相比)。

(2) 「有利經濟情境(Benign)」：

- i. 實質 GDP 成長率：2017~2019 年實質 GDP 成長率將高於基礎情境 0.4~0.5 個百分點，反映減稅支援經濟成長。
- ii. 核心通膨(core PCE inflation)：初期僅微幅增加，惟 2019 年起隨著失業率觸及 4%，通膨將持續高於政策目標 2%。

iii. Fed 於 2019 年底前額外升息 2~3 碼(與基礎情境相比)。

(3) 「不利經濟情境(Adverse)」：導致停滯性通膨(stagflation)

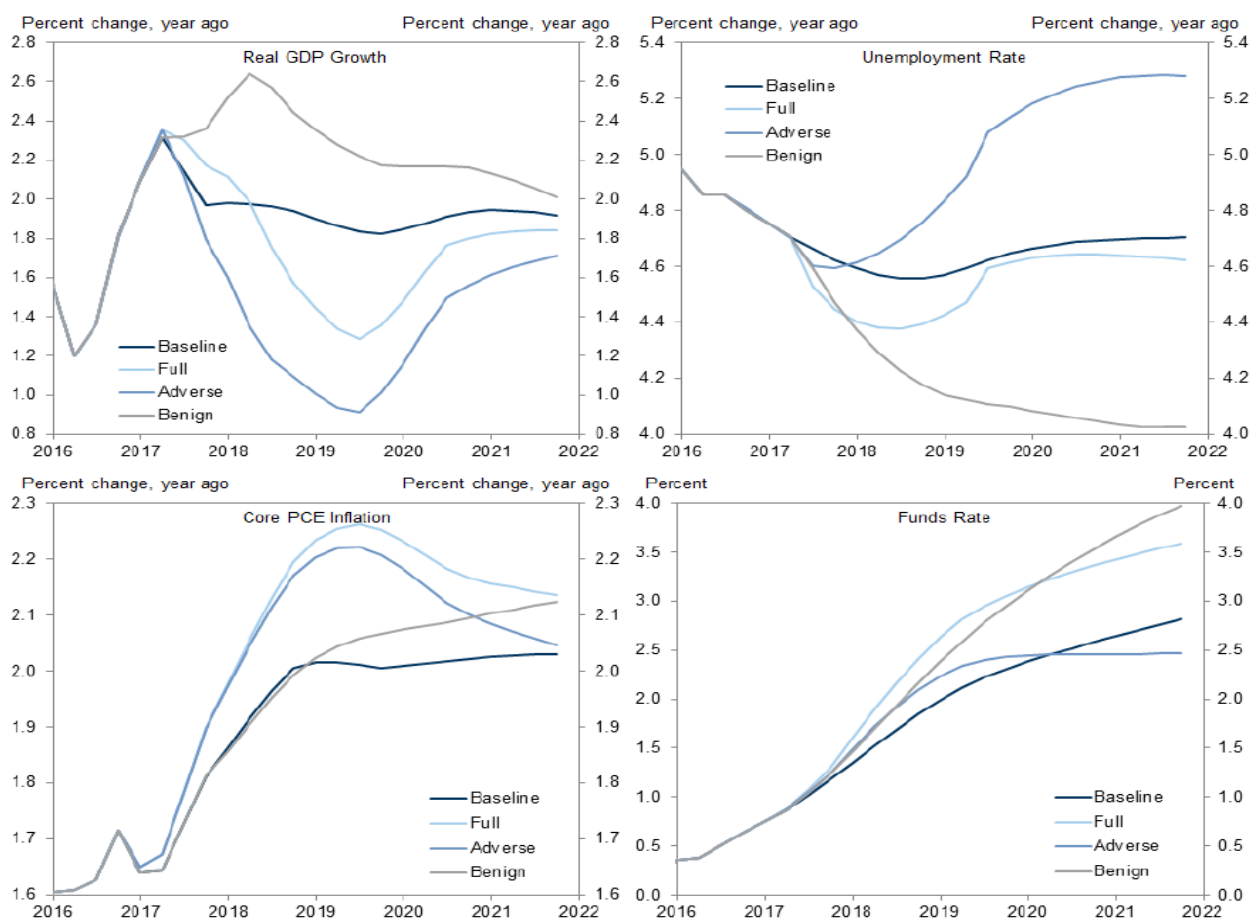
i. 實質 GDP 成長率：2018~2019 年實質 GDP 成長率將低於基礎情境 0.8~0.9 個百分點；失業率將上升至 5.3%。

ii. 核心通膨(core PCE inflation)：快速地上揚，且在 2019 年初期到達高點 2.3%。

iii. Fed 初期採行較緊縮的政策，惟為支持成長放緩的經濟，將於 2019 年停止升息。

2. 圖解模擬結果(見圖 28)

圖 28 川普政策組合的模擬



資料來源：Goldman Sachs

(三) 高盛預期的川普政策及效應

1. 租稅改革及擴大基礎建設方案：與競選政策相比，將以較小的規模落實(scaled-down)

(1) 鑒於防止預算赤字急速惡化²⁵，每年減稅規模由 4,000 億美元可能降至 1,000 億美元。

(2) 擴大基礎建設方案：透過租稅優惠吸引民間部門參與 (tax-credit based plan)，每年額外投資 400 億美元。

(3) 透過提高聯邦可支配支出(discretionary spending)：此為政府參與基礎建設的傳統方式，每年增加 100 億美元。

2. Fed 貨幣政策可能偏向鷹派(高盛研判此為其基礎情境)：儘管川普對貨幣政策的看法尚未明朗，惟現階段渠可能提名立場偏鷹派的人選。

3. 移民政策：不認為會有重大改變，惟可能增加部分限制，致人口成長率較原先放緩 0.1 個百分點。

4. 貿易政策：最不確定，高盛預期川普將採行部分的競選政策，美國平均關稅率提高 4%(提高後稅率約等於雷根執政時期的平均值)。

表 6 高盛認為川普政策組合的假設

| 情境 | 財政政策(擴大支出/減稅) | | | | Fed政策展望 對均衡利率r* 的看法(bps) | 貿易政策 (關稅提高幾個百分點) | | 移民政策 | |
|---------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|--------------------------------|---------------------|--------|------------------|---------------|
| | 基礎建設 (億美元/年) | 聯邦支出 (億美元/年) | 個人所得稅 (億美元/年) | 企業所得稅 (億美元/年) | | 美國(%) | 外國(%) | 人口成長率 (百分點/年) | 勞動力變動 (萬人) |
| 高盛預期之 川普政策 | 400 | 100 | 700 | 300 | 25 | 4 | 4 | -0.1 | |
| 開始實施日 | 2018Q1 | 2018Q1 | 2017Q3 | 2017Q3 | 2018Q1 | 2017Q1 | 2017Q3 | 2017Q3 | 2017Q3 |

資料來源：Goldman Sachs

²⁵ 共和黨眾院提案，預計將政府赤字對 GDP 比率縮減至 3%。

5. 高盛預期川普最可能採行政策的模擬結果(見圖 29)

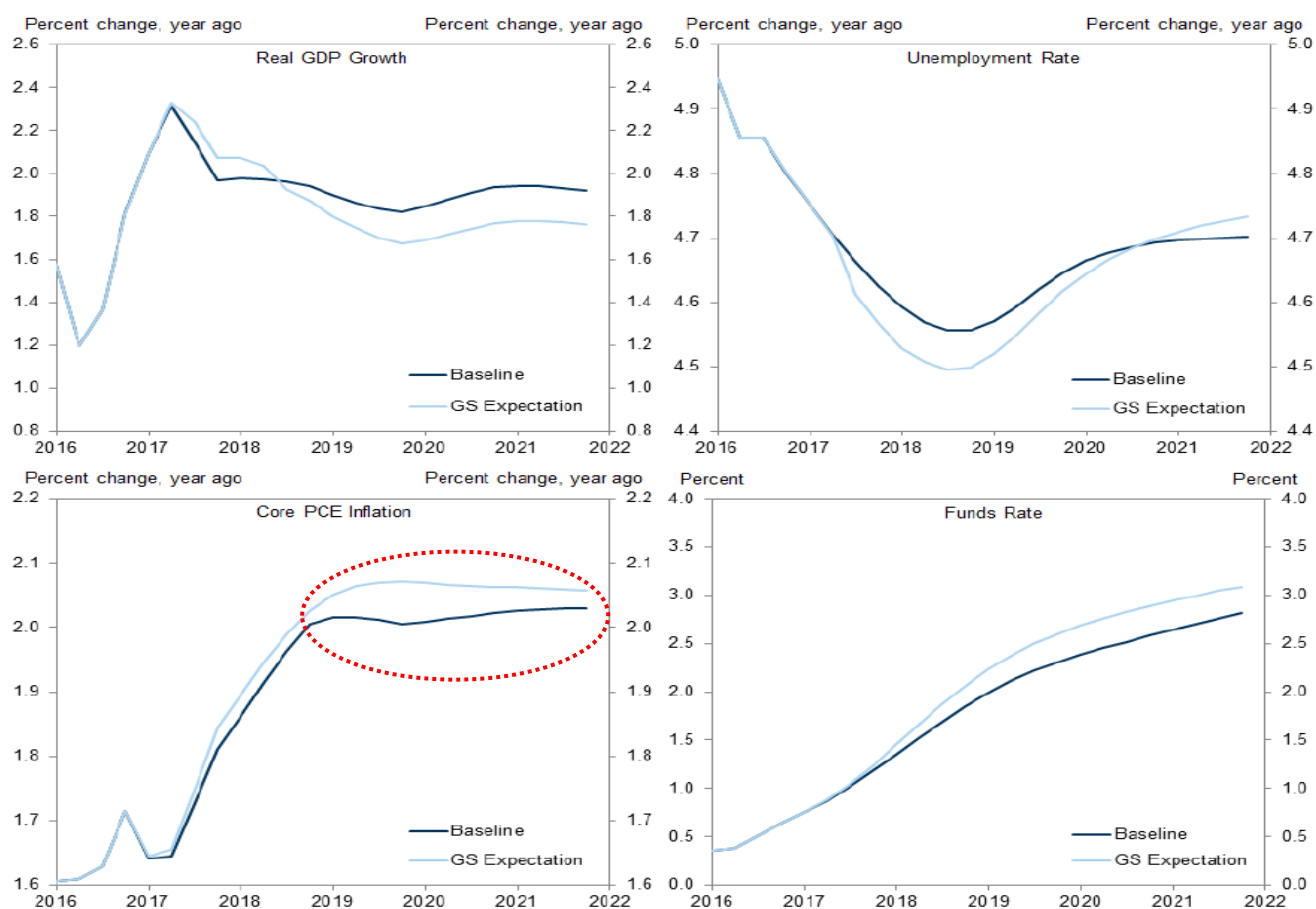
(1) 實質 GDP 成長率：2017 下半年實質 GDP 成長率因減稅將高於基礎情境 0.1 個百分點，惟之後因不利經濟成長政策(如移民及貿易政策)開始主導經濟成長，2018 年(含)以後 GDP 成長率將較基礎情境低 0.1~0.2 個百分點。

(2) 核心通膨(core PCE inflation)：將較基礎情境高，惟幅度不到 0.1 個百分點。

(3) Fed 於 2019 年底前額外升息 1 碼(與基礎情境相比)。

6. 圖解模擬結果：高盛預期川普最可能採行政策的經濟效應

圖 29 高盛預期川普最可能採行政策的經濟效應



資料來源：Goldman Sachs

(四) 小結

高盛強調，前述模擬仍受限於許多不確定性，且FRB/US模型並未考量可能對經濟展望造成影響特定的情況，如政策的不確定性、法規改變的影響及川普政策對全球的影響及反饋(global repercussions)等。惟仍做出三項初步結論：

1. 川普的政策可能有利於 2017 及 2018 年美國經濟成長，惟倘若貿易及移民緊縮政策被落實，或 Fed 政策變得更加緊縮，之後(即 2019 年起)美國經濟將受到拖累。
2. 在幾乎所有情境下，未來幾年核心通膨(core inflation)及聯邦資金利率(fed funds rate)可能進一步上揚。
3. 有關高盛基礎情境(base case)的風險似乎**具有不對稱性**(asymmetric):即較大的財政方案短期內將溫和地振興經濟，惟更加負面的政策組合(adverse policy mix)可能導致未來幾年經濟面臨明顯的放緩、更高的通膨及更加緊縮的政策。

五、 川普當選迄今，金融市場的表現

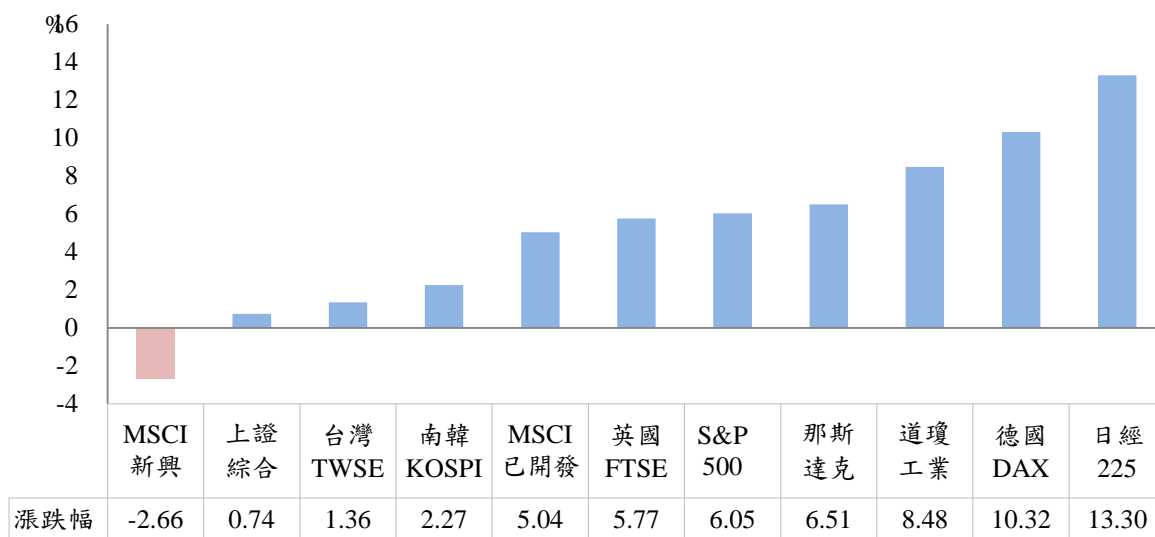
(一) 國際股市漲跌互見

1. 川普勝選後的演說焦點在**擴張性財政政策**，並表達**當務之急是再次團結分裂的美國**；市場解讀川普**或將擱置**較具爭議性的貿易保護及限縮移民政策，帶動近期美國、日本及德國股市上揚。
2. 由於擔憂受到美國貿易保護措施波及，MSCI 新興市場指數下跌 **2.66%**，惟台灣及南韓股價則分別上揚 **1.36%**及 **2.27%**(見次頁圖 30)。

(二) 國際匯市：英鎊除外，主要貨幣對美元貶值

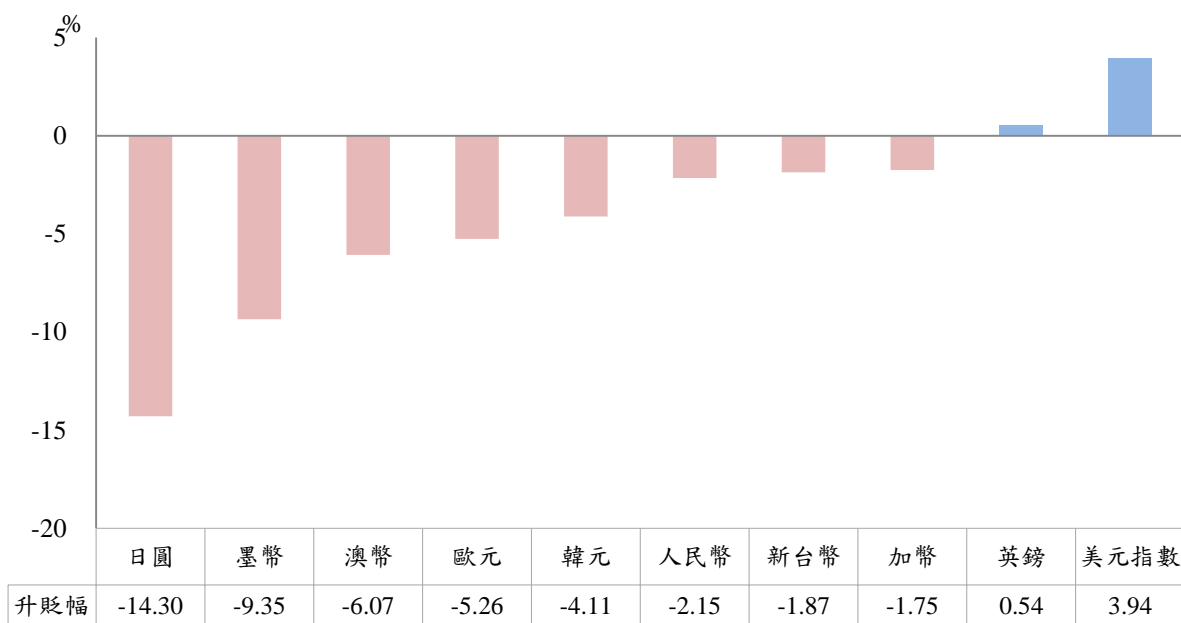
1. 本年 1 月 9 日與上年 11 月 8 日比較，美元指數**升值 3.94%**(見次頁圖 31)。
2. 主要貨幣僅英鎊對美元升值 0.54%，其餘則多呈貶值，其中**日圓貶幅達 14.3%**，**主要反映美、日利差擴大**；**墨西哥幣貶幅亦達 9.35%**，**主要反映該國對美出口相對其 GDP 的比率較高**，以及市場擔憂其**受到川普貿易保護政策衝擊較大**；另新台幣、人民幣及韓元分別貶值 **1.87%**、**2.15%**及 **4.11%**。

圖 30 川普當選迄今國際股市變動
(2016/11/8~2017/1/9)



資料來源：Bloomberg

圖 31 川普當選迄今主要貨幣升貶幅
(2016/11/8~2017/1/9)



資料來源：Bloomberg

(三) 國際債市：公債殖利率全面彈升(見圖32及圖33)

1. 市場預期川普的**擴張性財政政策**(減稅及基礎建設支出)將導致未來**通膨上揚**及**財政惡化**²⁶，帶動美國公債殖利率**大幅上揚**；川普當選迄今，**10年期美債殖利率上升51個基點**。
2. 其他主要市場公債殖利率亦受美債影響而上升，如南韓及澳洲公債殖利率分別上升**43及41個基點**。

圖 32 川普當選迄今，美國公債殖利率曲線上移且變陡峭 (2016/11/8~2017/1/9)

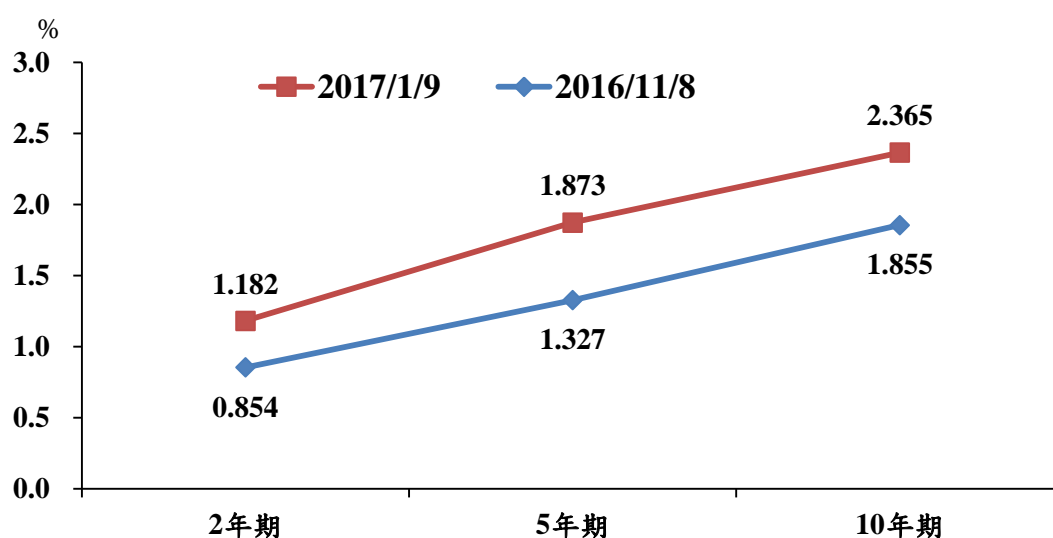
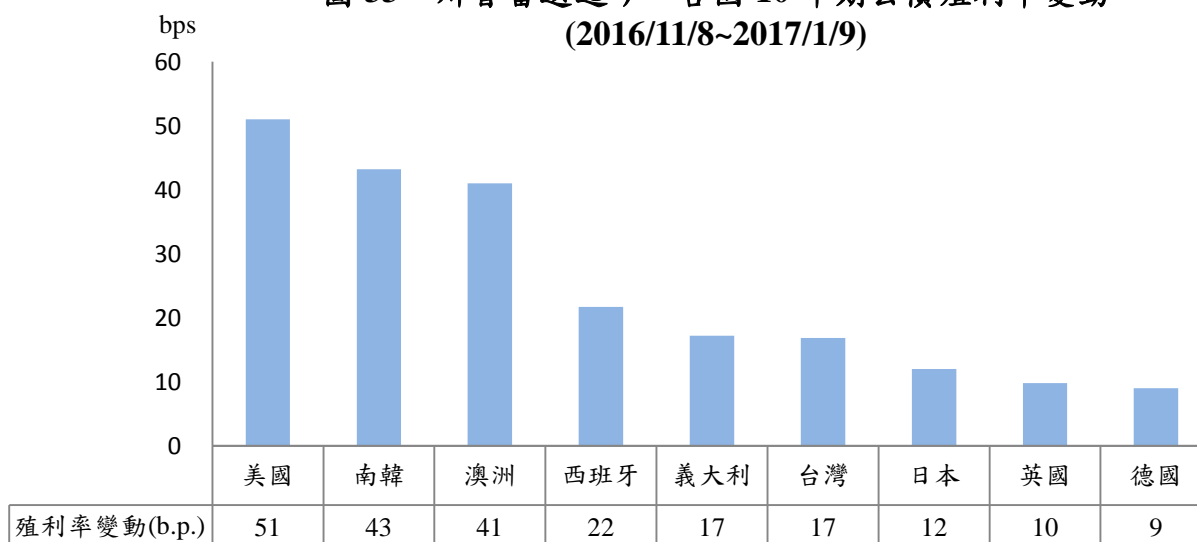


圖 33 川普當選迄今，各國 10 年期公債殖利率變動 (2016/11/8~2017/1/9)



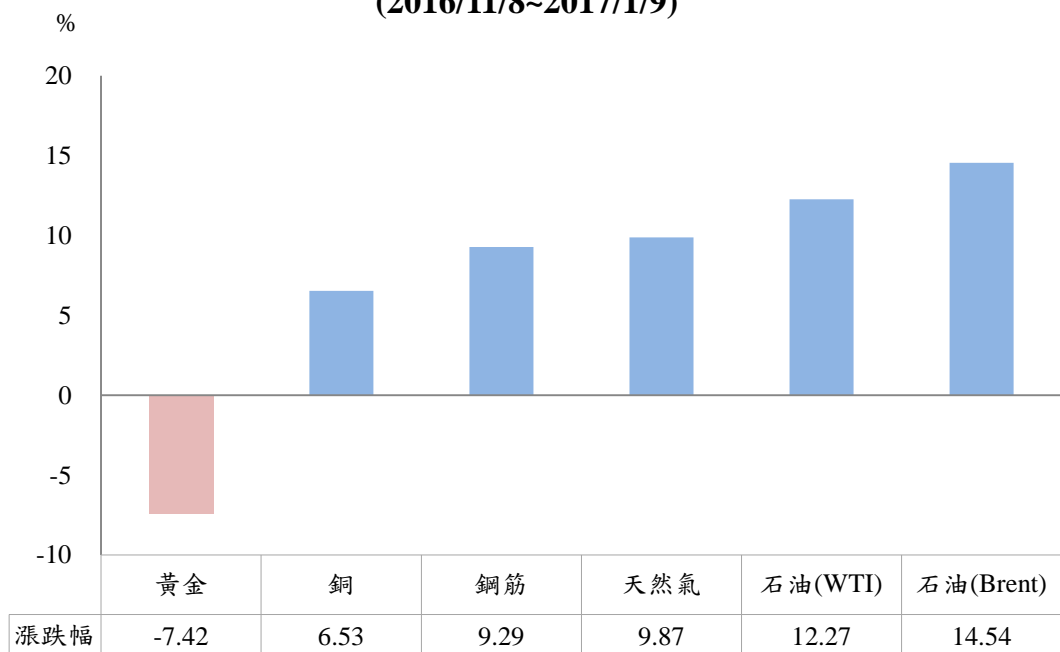
資料來源：Bloomberg

²⁶ 根據牛津經濟研究院報告，在川普的政策下，美國財政赤字相對 GDP 比率將較基礎情境上升**1.0~1.5 個百分點**(參見 Daco, Gregory (2016), “Trump vs Clinton: Polarization & Uncertainty,” *Oxford Economics Research Briefing*, Sep. 19)。

(四) 國際原物料市場：反映基礎建設題材，銅及鋼筋價格上漲

1. 市場預期川普將擴大基礎建設投資，甚至建造美、墨邊境的圍牆，導致銅及鋼筋價格分別上漲 6.53% 及 9.29%；另川普政策**著重傳統能源的開發**，且傾向取消巴黎氣候協定，或將**提振傳統能源的需求**，使天然氣價格上漲逾 9% (見圖 34)。
2. **美元走強**，使得商品價格承壓，加上歐美**股市上漲** (市場避險情緒降溫)，黃金價格因而下跌 7.42%；惟布蘭特原油價格則上漲 14.54%，主要反映 OPEC 上年 11 月底達成減產協議²⁷。

圖 34 川普當選迄今國際原物料價格變動
(2016/11/8~2017/1/9)



資料來源：Bloomberg

²⁷ Faucon, Benoit and Georgi Kantchev (2016), "Oil Surges on OPEC Deal to Cut Production," *Wall Street Journal*, Nov. 30。

伍、心得與建議

一、Fed 動向及升息展望

預期 2017 年 Fed 或將升息 **2~3 碼**，觀察重點為美國失業率是否進一步低於 NAIRU(目前 Fed 預估值為 4.8%)，以及通膨是否上揚，另倘若川普擴張性財政政策奏效，則 Fed 或將加快升息步調。

2016 年 12 月 FOMC 會議紀錄顯示，多位具投票權委員指出，倘若勞動市場較預期明顯緊縮，委員會或須調整聯邦資金利率的預期路徑，加快升息步調，將是適當的。

二、美國勞動市場現況及展望

儘管目前美國勞動市場已非常接近「充分就業」，總薪資成長率仍低於充分就業下的預期水準，可能係反映過去 1 年勞動市場仍存在 **部分閒置、負向的勞動力組成效應**，以及 **過去幾年疲弱的生產力成長率及通膨**，亦持續抑制薪資成長。

即使在上年美國大選前，美國勞動需求強勁帶動就業成長，已足以讓失業率呈現下降趨勢，且隨著閒置逐漸減少，就業成長將逐步放緩。

鑑於川普新政可能推出擴張性財政政策，勞動市場最終可能超過充分就業。倘若勞動市場進一步緊縮，可能導致薪資成長進一步加速，及通膨上揚的壓力。

三、川普執政之經濟意涵

(一) 第58屆美國總統當選人川普的政見，倘若被確實執行，對未來美國經濟展望將有重大的影響：

1. 正面影響：短期提供經濟成長支援；另取決於特定情況，較

長期可能帶來正面的供給面影響。

(1) 租稅改革(減稅)將帶來正面助益(positive impulse)；

(2) 擴大基礎建設方案，有利提升中長期生產力。

2. 負面衝擊：貿易及移民政策，特別對長期經濟成長不利；另 Fed 政策走向可能偏向鷹派

(1) 川普的國外貿易及移民政策可能新增限制，此將限縮成長。

(2) 川普可能在本年就任後提名數位 Fed 官員，提高了 Fed 可能採行較目前更鷹派政策的可能性。

(二) 鑑於川普當選總統後逐漸修正其極端政見，高盛預期其未來政策可能修正如下：

1. 租稅改革及擴大基礎建設方案：與競選政策相比，高盛預期將以較小的規模落實(scaled-down)。

(1) 每年減稅規模約 1,000 億美元。

(2) 每年額外的基礎建設投資及聯邦支出分別為 400 及 100 億美元。

2. Fed 貨幣政策可能偏向鷹派：儘管川普對貨幣政策的看法尚未明朗，惟現階段可能提名立場偏鷹派的人選。

3. 移民政策：不認為會有重大改變，惟可能增加部分限制，致人口成長率較原先放緩 0.1 個百分點。

4. 貿易政策：不確定性最高，高盛預期川普將採行部分的競選政策，如提高關稅 4 個百分點(按回到雷根執政時期的平均水準)。

5. 川普的政策可能有利於 2017 及 2018 年美國經濟成長，惟倘若貿易及移民緊縮政策被執行，或 Fed 政策變得更加緊縮，之後(即 2019 年起)美國經濟將受到拖累。

6. 在幾乎所有情境下，未來幾年核心通膨(core inflation)及聯邦資金利率(fed funds rate)可能進一步上揚。

四、全球金融面臨三大威脅²⁸

(一) IMF指出，全球經濟面臨低成長率、低利率及高負債情況²⁹將對全球金融體系造成三大威脅：

1. 歐洲銀行業因大量不良貸款(NPL)而面臨長期獲利能力危機

IMF 預測，鑑於銀行股價近期重挫，歐洲銀行在 2018 年前的放款能力都會受到限制。此外，歐洲銀行亦須進行結構調整，以增進效率。

2. 新興市場公司債成為潛在的威脅

(1)新興市場面臨大宗商品價格重挫及中國大陸經濟意外放緩的衝擊，不利企業獲利，且其企業發行公司債似已過高峰；另渠等亦必須利用低利率環境，投資者尋求較高收益的機會來調整資產負債表及去槓桿化(deleveraging)。

(2)IMF 警告，許多新興市場須倚靠自身的金融體系提高資本緩衝，以因應可能的違約損失，且估計其去槓桿化過程將延續至 2021 年，才能使負債降至 2014 年的水準。

3. 中國大陸信用擴張過快，金融體系日趨複雜及脆弱

(1)中國大陸信用持續快速成長，且一部分信用被包裝成複雜的信用商品，助長了非傳統銀行產業規模(即增加影子銀行的規模)，亦增加了金融體系整體風險³⁰。

²⁸ 主要摘譯自 IMF(2016), "Debt: Use it Wisely," *IMF Fiscal Monitor*, October。

²⁹ 上(2015)年全球負債總額創下 152 兆美元歷史紀錄；其對全球 GDP 比率，由 2002 年的 200% 攀升至 225%。

³⁰ 複雜的信用商品出現在較小規模的銀行負債表上，惟其相關曝險(exposures)遠超過其資本。

(2) 中國大陸金融體系日趨複雜及脆弱，決策者須盡快處理公司負債偏高、信用過度成長的問題。

(二) IMF建議之因應之道

1. **各國應採取「有利成長的財政政策」**：政府須針對消費需求提供財政支持，並維持寬鬆貨幣政策，及加速結構改革以提升經濟效率。
2. **各國財政政策應個別調整**：鑑於各國負債情況不同，加以並非所有國家的負債都偏高，故在財政政策上須個別進行診斷，並對症下藥。
3. **政府應協助民間部門債務重整**：倘若民間部門須大舉去槓桿化，政府應介入特定的目標進行債務重整，或整頓銀行業財務，以減緩對經濟的衝擊，此類政策特別適用中國大陸的情況。

五、此次研討會課程有助理解「近期美元資產走勢」及全球外匯存底最新趨勢；另當前各國央行面臨低利率甚至負利率的環境，如何調整外匯存底管理方式，如延長投資組合存續期間(duration)或擴大資產配置範圍，以增加收益，惟同時必須考量**未來利率反轉的風險**亦是一大課題。

六、JP Morgan 認為，在油價回穩、以及全球通膨緩慢成長壓力的衝擊(disinflationary shock)逐漸消退下，本年美國 core CPI 年增率可望回升至 2%，建立中長期抗通膨債券(TIPS)部位似乎是值得評估的選項。

附錄 1 Fed 主席 Yellen 觀察之勞動市場指標

單位：%

| 指標 | 解雇率 越低越好 | 職缺率 越高越好 | 雇用率 越高越好 | 辭職率 越高越好 | 非農就業 月增數(千) 越高越好 | U3 失業率 越低越好 | U6 失業率 越低越好 | 長期 失業率 越低越好 | 勞動力 參與率 越高越好 | 就業/人口 越高越好 |
|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------|
| 2004-2007 平均 | 1.4 | 3.0 | 3.8 | 2.1 | 161.8 | 5.0 | 8.8 | 19.1 | 66.1 | 62.8 |
| 2008 年以來最差 | 2.0 | 1.6 | 2.8 | 1.3 | -826 | 10.0 | 17.2 | 45.3 | 62.6 | 58.2 |
| 最差月份 | 2009/4 | 2009/7 | 2009/5 | 2009/4 | 2009/3 | 2009/10 | 2010/4 | 2010/4 | 2015/9 | 2014/4 |
| 最新數值 | 1.0 | 3.7 | 3.5 | 2.1 | 156* | 4.7 | 9.2** | 24.2 | 62.7 | 59.7 |
| 最新數據月份 | 2016/10 | 2016/10 | 2016/10 | 2016/10 | 2016/12 | 2016/12 | 2016/12 | 2016/12 | 2016/12 | 2016/12 |

* 非農就業月增數最近 3 個月之平均值為 **165 千人**。

** U6 失業率創下 2008 年 3 月以來新低。

附錄 2 Fed 首次升息時點與升息前 6 個月之美國勞動市場及通膨數據

| 單位：% | 1993 年 8 月 (升息前 6 個月) | 1994 年 2 月 (開始升息) | 2003 年 12 月 (升息前 6 個月) | 2004 年 6 月 (開始升息) | 2016 年 12 月 (目前最新) |
|---------------|--------------------------|-----------------------------|---------------------------|----------------------|------------------------------|
| U3 失業率 | 6.8 | 6.6 | 5.7 | 5.6 | 4.7 |
| U6 失業率 | N.A. * | 11.4 | 9.8 | 9.5 | 9.2 |
| 勞動力參與率 | 66.4 | 66.6 | 65.9 | 66.1 | 62.7 |
| CPI 年增率 | 2.8 | 2.5 | 1.9 | 3.3 | 1.7 (11 月) |
| 核心 CPI 年增率 | 3.3 | 2.8 | 1.1 | 1.9 | 2.1 (11 月) |
| 核心 PCE 年增率 | 2.82 | 2.27 | 1.41 | 2.02 | 1.6 (11 月) |

註：Fed 分別於 1994 年 2 月與 2004 年 6 月，開始升息周期。

* 美國自 1994 年 1 月起開始公布 U6 失業率數據。

附錄 3 聯邦資金利率期貨推估本年 Fed 升息機率

| 日期 | 重要事件 | 2017/3/14~15會議 | 2017/6/13~14會議 | 2017/9/19~20會議 | 2017/12/12~13會議 |
|------------|--|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 2016/12/14 | FOMC決議將聯邦資金利率 (FFR) 自0.25%~0.50%調升至 0.50%~0.75% | 36.3% | 77.3% | 89.2% | 95.5% |
| 10月18日 | | 17.1% | 17.1% | 17.1% | 62.6% |
| 2016/12/15 | | 33.1% | 74.6% | 89.4% | 95.8% |
| 2016/12/16 | | 33.1% | 76.2% | 89.4% | 95.8% |
| 2016/12/19 | | 29.6% | 72.8% | 87.8% | 95.2% |
| 2016/12/20 | | 31.3% | 73.0% | 88.1% | 95.3% |
| 2016/12/21 | | 31.3% | 73.0% | 86.4% | 94.7% |
| 2016/12/22 | 美國2016年第三季GDP年化季調成長率終值上修至 3.5% | 31.3% | 73.0% | 87.1% | 95.1% |
| 2016/12/23 | 美國2016年11月新屋銷售及密西根大學消費者信心指數優於預期 | 31.3% | 73.0% | 87.4% | 95.2% |
| 2016/12/26 | | 31.3% | 73.0% | 87.4% | 95.2% |
| 2016/12/27 | 美國2016年12月Dallas Fed及Richmond Fed製造業指數優於預期 | 31.3% | 73.5% | 88.1% | 95.8% |
| 2016/12/28 | 美國2016年11月Pending Home Sales不如預期 | 31.3% | 73.5% | 87.4% | 95.3% |
| 2016/12/29 | 美國2016年11月貿易逆差不如市場預期 | 31.3% | 71.3% | 85.5% | 94.0% |
| 2016/12/30 | 美國2016年12月Chicago採購經理人指數不如預期 | 31.3% | 70.8% | 85.2% | 94.0% |
| 2017/1/3 | 美國2016年12月ISM製造業指數優於預期 | 34.8% | 72.8% | 86.6% | 94.7% |
| 2017/1/4 | FOMC Minutes顯示，委員會立場較市場預期溫和 | 34.8% | 72.8% | 86.1% | 94.3% |
| 2017/1/5 | 美國2016年12月ADP新增就業人口不如預期 | 31.3% | 69.8% | 83.2% | 92.4% |
| 2017/1/6 | 美國2016年12月勞動市場 穩健成長，薪資成長加速 | 34.8% | 71.4% | 84.9% | 93.8% |

資料來源：Bloomberg

附錄 4 川普重要政見簡介

1. 減稅及稅制改革：未來 10 年約 **4.4 兆美元**。
 - (1) 調降個人所得稅：最高邊際稅率由 39.6% 降至 33%；另所得級距(bracket)由 7 級簡化為 3 級。
 - (2) 調降公司營利所得稅：稅率由 35% 降至 15%。
 - (3) 針對企業未匯回的海外利潤：於匯回美國時，課徵一次性的 **10% 租稅**。
2. 擴大基礎建設支出³¹：相關投資規模約 **5,500 億美元**。
3. **限縮移民政策**³²：如暫緩核發外國工作者的綠卡、對 H1-B 工作簽證設限，以及實施全國性電子認證(e-verify)系統，以降低非法移民的僱用。
4. **貿易保護政策**：①重談北美自由貿易協定(NAFTA)；②取消 TPP 談判；③宣布中國大陸為匯率操縱國；④針對中國大陸及墨西哥分別課徵 45% 及 35% 之懲罰性關稅。
5. 聯準會重要人事任命：現任 Fed 主席葉倫任期屆滿時(2018 年 2 月)，川普將提出替代人選；另補足 **2 位** Fed 理事缺額。
6. 健保改革：廢除或修改歐巴馬總統的健保政策(Obamacare)。
7. 放寬法規限制：主張廢除或修改 Dodd-Frank Act(即華爾街改革和消費者保護法)。
8. **能源與環保政策**：提倡能源獨立、降低鑽探原油的限制、增加頁岩油開採及取消巴黎氣候協定。

³¹ 川普政權交接網站 <https://www.greatagain.gov/>。

³² 有關建築美、墨邊境圍牆並由墨西哥負責支付費用、全數遣返 **1,100 萬** 非法移民等較激烈的政策，川普幕僚私下表示，似屬「競選口號」；惟近期川普接受 CBS「60 分鐘」節目專訪時表示，仍準備信守在美、墨邊界築牆的誓言，但會接受某些地區改用圍籬(參見 CBS, President-elect Trump speaks to a divided country on 60 Minutes)。

柒、參考資料

1. Federal Reserve (2017), “Minutes of the Federal Open Market Committee, December 13-14, 2016” January 4
2. Feroli ,Michael (2017), “Low Buy-in for the High-Pressure Economy, ” *JP Morgan Research*, January 4
3. Federal Reserve (2016), “Projections Materials, December 13-14, 2016,” December 14
4. Schwartz, Jeremy (2017), “Breaking News: US Employment Report – Wage Growth Rebounds in December,”*Credit Suisse Research*, January 4
5. Coffin, Samuel (2017), “US Economic Comment : Softish Payrolls (156k) but Reacceleration Likely, ”*UBS Global Research*, January 6
6. Zentnerl, Ellen et al. (2017), “How to Get to a March Hike,” *Morgan Stanley US Economics & Rates Strategy*, January 6
7. Feroli ,Michael (2017), “Wage Inflation Continues to Gain Traction, ” *JP Morgan Research*, January 6
8. Logan, Kevin and Ryan Wang (2017), “US Employment: Job Market Continues to Tighten , ” *HSBC Global Research*, January 6
9. Meyer, Michelle et al. (2017), “US Economic Watch: Wages Take the Spotlight , ” *BofA Merrill Lynch Global Research*, January 6
10. Alexander ,Lewis et al. (2017), “US: Payroll Gains Slow but Wage Gains Better in December, ” *Nomura Global Markets Research*, January 6
11. Federal Reserve(2016),“Transcript of Chair Yellen’s Press Conference

December 14, 2016”

12. Yellen, Janet (2016), “Commencement Remarks ,” December 19
13. Hatzius , Jan et al.(2016), “The Labor Market: On the Cusp of Full Recovery,” *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Dec. 23
14. LaVorgna, Joseph et al.(2016)” Slacking off?,” *Deutsche Bank US Economics Weekly*, Dec. 16
15. CBS, President-elect Trump speaks to a divided country on 60 Minutes
16. Hatzius , Jan et al. (2016), “Economic Implications of the Trump Agenda,” *Goldman Sachs US Economics Analyst*, Nov. 12
17. Daco, Gregory (2016), “Trump vs Clinton: Polarization & Uncertainty,” *Oxford Economics Research Briefing*, Sep. 19
18. Bruce Kasman (2016), “President Trump and the Global Economic Outlook,” *J.P. Morgan Research*, Nov. 9
19. Wolf, Martin (2016), “The Economic Consequences of Mr. Trump,” *Financial Times*, Nov. 10
20. Emanuel, Julian et al. (2016), “Repatriation Redux,” *UBS US Equity and Derivatives Strategy*, Oct. 10
21. Fulwood, Alice and Edward Teather (2016), “Asia: Trump and Trade,” *UBS Global Research*, Nov. 17
22. Faucon, Benoit and Georgi Kantchev (2016), “Oil Surges on OPEC Deal to Cut Production,” *Wall Street Journal*, Nov. 30
23. IMF(2016), “Debt: Use it Wisely,” *IMF Fiscal Monitor*, October