

行政院及所屬各機關因公出國人員出國報告書

(出國類別：其他)

參加 Commerzbank2017 年全球經濟 與資本市場研討會出國報告

服務機關：中央銀行
姓名職稱：曹體仁 副研究員
派赴國家：美國
報告日期：106.5.31
出國時間：106.3.5~106.3.10

摘 要

2017 年 Commerzbank 全球經濟與資本市場論壇(Global Economy and Capital Markets Forum 2017)針對當前重要政經事件，如川普上任對全球政經之衝擊、歐洲大選與英國脫歐對歐盟整合之影響、主要國家貨幣政策走向、及中國大陸經濟前景等進行一系列之討論。

在探討上述議題之際，與會人士數次言及川普政府上任後，所計劃採取各種阻撓外國對美國出口之手段；尤其以實施邊境調整稅的作法引起各界最多討論。雖然各界預期目前共和黨國會議員所提出之以目的地為基礎的邊境調整稅版本，其通過機率低，惟一旦通過，恐對亞洲出口廠商及其經濟將產生重大衝擊，因此必須密切注意該稅改之可能發展。

目 次

壹、前言	1
貳、重要發言內容	3
一、美元展望	3
二、地緣政治	7
參、美國邊境調整稅	10
一、共和黨議員的邊境調整稅版本	10
二、邊境調整稅對美國經濟的影響	11
三、邊境調整稅對全球經濟的影響	14
肆、結語	22

壹、前言

職奉 派於 3 月 5 日至 3 月 10 日，赴德國法蘭克福參加 2017 年 Commerzbank 全球經濟與資本市場論壇(Global Economy and Capital Markets Forum 2017)。會中與會意見領袖分別談論到當前重要政經事件，如川普上任對全球政經之衝擊、歐洲大選與英國脫歐對歐盟整合之影響、主要國家貨幣政策走向、及中國大陸經濟前景等。

本篇報告僅就重要發言進行摘譯，並將譯文歸納為兩大主題，分別為：(一)美元展望；對此，就影響未來美元匯率強弱之因素區分為川普新政發展、Fed 貨幣政策走向、他國經濟變化等三大類。(二)地緣政治；依序整理與會者對國族主義再度興起、及中國大陸未來將崛起兩議題之看法。

由於川普政府正積極尋求各種手段以降低美國貿易逆差、增加當地就業機會；其中又以邊境調整稅之影響恐為最大。部分與會人士對於以眾議院議長 Paul Ryan 為首的共和黨議員之邊境調整稅版本多所討論，故本篇報告亦針對此一議題整理相關資料，探討此一課稅方式是否可彌補美國公司稅調降所造成的稅收損失；同時，避免企業將利潤及生產移往海外，達到「抑制進口」及「鼓勵出口」之目的。

以下章節將先提出本次會議之重要發言摘譯，接著針對美國共和黨議員之邊境調整稅版本進行彙整分析。最後依據上述內容，提出本次出國報告結論。

貳、重要發言內容

本節將此次會議中與會意見領袖所發表之重要看法進行摘譯；針對其所談論的當前重要政經事件，依序歸納為：(一)美元展望、及(二)地緣政治。

一、美元展望

影響未來美元匯率強弱之因素大致可區分為三大類：川普新政發展、Fed 貨幣政策走向、他國經濟變化；相關發言如下：

(一) 川普新政發展

綜觀川普政府至今所推出之各項政策，保護主義顯然是其達成「美國再度強大」的核心信念；因此，未來川普政府不論是推動租稅改革或是重訂貿易政策，都將本著保護主義的精神進行改革。

首先在邊境調整稅部分，雖然川普政府已傾向採納共和黨議員版本，但在高度全球化的今天，商品的生產鏈橫跨多國，其製造過程亦可能多次往返美國，故未來美國財政部如何向當地進口商課徵額外稅賦、補貼出口商銷售，將面臨高難度的徵稅技術挑戰。另外，邊境調整稅直接對進口品課稅並補貼出口品之行為違

反 WTO 精神，此必將引起其他國家群起撻伐。

觀察川普政府目前的貿易政策，不外乎就是以實施懲罰性關稅、指控對手國操縱匯率等方式，試圖降低美國長期高額の貿易赤字。然而，美國之所以出現貿易赤字，其根本原因乃是國內儲蓄相對投資不足，而為了保有較佳的經濟成長，美國就必須借用他國的超額儲蓄以支應國內支出所需。因此，川普政府欲透過縮減貿易赤字以提振經濟成長之思維，恐是緣木求魚的作法。惟川普放寬能源業者在境內開採原油及設立油管等措施，確實有助美國能源自主，大幅降低該國對石油的入超金額。

針對川普政府所規劃的基礎建設方案，若共和黨國會議員能被說服支持該提案，預料相關支出將可讓美國經濟成長率在未來 2 至 3 年期間，每年多增加約 0.5 個百分點。不過；此種擴張短期經濟成長之方式卻也使得美國須付出長期的代價，即在充分就業的情況下，物價增速勢必加快，以及在社福支出有增無減的趨勢下，美國財政將雪上加霜。

綜合上述，由於邊境調整稅不易過關、貿易赤字難以縮減、基礎建設成效有限，預料川普新政將不致於對美元中長期走勢形成結構性改變。

(二) Fed 貨幣政策走向

當前美國勞動市場已達充分就業水準，PCE 年增率亦接近 Fed 目標值 2%，實質經濟成長率持續高於潛在經濟成長率；因此，Fed 已無須讓實質政策利率繼續低於自然利率。若如 Fed 主席 Yellen 在本(2017)年 3 月初演說所言，未來 Fed 利率正常化步調將不再像 2015 年及 2016 年般出現升息受阻之情形；同時，Fed 債券本金再投資措施也可望在未來 1 至 2 年內宣告停止。

對於 Fed 即將出現多位理事空缺，包含主席 Yellen 在內，預料川普與共和黨國會議員將傾向挑選如經濟學家 John Taylor 等支持貨幣政策制訂應遵循法則之人士。由於此類人士一直以來就呼籲 Fed 應儘速讓政策利率回歸正常水準，故未來 Fed 升息步伐並不會因為新理事的加入而放緩。

基於上述推論，未來 Fed 貨幣政策會逐步回歸到正常化軌道，此將有助支撐美元走勢。

(三) 他國經濟情勢變化

自去(2016)年以來，歐元區經濟成長與通膨率皆保持穩定且形成向上之趨勢，以致未來 ECB 延長購債計畫之必要性已相對下

降；影響所及，美歐兩地利差不易再擴大，歐元匯率可望得到支撐。然主要國家，如荷蘭、法國、德國等國今年適逢大選，鼓吹民粹主義候選人是否會取得政權，以及英國脫歐過程所造成的政經摩擦，恐是當地經濟復甦所面臨的最大不確定因素。

對於中國大陸未來經濟之路，當局必須儘快正視高度經濟成長與龐大債務問題已難以並存之現實。雖然嚴格控管社會金融槓桿比例會減緩 GDP 增速，使得中共領導人習近平無法達到「2020 年人均 GDP 較 2000 年翻兩番」之目標，但卻可換取中國大陸長期經濟成長的穩定性。

至於亞洲另一大國日本的貨幣政策走向，在 JGB 流動性大減損及其殖利率代表性的狀況下，外界質疑 BOJ 能否有效控制公債殖利率曲線(yield curve control)的聲音已有增加之趨勢；因此，市場參與者對日圓進一步走貶之信心亦出現動搖。惟在日本經濟結構未改善前，該國依舊無法擺脫長期低利率環境，故日圓仍會被作為利差交易(carry trade)之融資貨幣，致匯率大幅走揚之機率並不高。

綜合以上觀點，由於美國已走出 2008 年金融危機之陰霾，而其他國家經濟復甦相對乏力，因此美元走勢將獲得美國當地更

佳的經濟基本面支持。

二、地緣政治

以下依序整理與會者對國族主義再度興起、及中國大陸未來將崛起兩議題之看法：

(一) 國族主義再度興起

90年代初，人們對全球化、自由化寄予厚望，希望藉由推動它們提升社會福祉。然而，20多年來各國政府努力推動的結果，卻未讓多數民眾感受到社經地位明顯改善。特別是所得分配不均之現象，甚至讓中下階級人士認為情況更加惡化，以致他們對自由貿易與國境開放產生恐懼，進而助長國族主義的盛行。歷史經驗顯示，國族主義高漲勢必使得國際間衝突增加，此往往又導致軍國主義死灰復燃，人們不可不慎。

當前國族主義的抬頭，反映在世界各地政治瀰漫孤立自處之氣氛。在歐洲，對於義大利難民危機與烏克蘭被俄國入侵等問題，多數歐盟成員表現出自掃門前雪的小我心態，此也隱含未來歐盟整合的過程將困難重重。在美國，川普總統霸凌式的言論，一改國際政治運作的常規。雖然川普政府終將體認到，各國經年累月

所形成之利益最大公約數非一人能撼動，但在其政策摸索過程中，勢必引起國際間不必要之紛亂。在中國大陸，縱使中共領導人習近平支持全球化繼續前進，但其亦利用國族主義作為其鞏固個人國內政治地位之工具。

(二) 中國大陸未來將崛起

西方先進國家須了解，中國大陸經濟實力之擴張是必然的發展結果；與其刻意阻擋，倒不如找出與其共榮互利之相處模式。川普的保護主義與人格特質都將是加速中國大陸在國際上政經地位的攀升，而非壓抑其國力之成長。

中國大陸本身也看到世界潮流正順應著它的發展方向前進，這是俄國或印度所無法比擬地。目前中國大陸推出的「一帶一路」經貿策略，可視為中國大陸版的馬歇爾計畫；其透過經濟合作而非軍事擴張，將中國大陸的政治與國安策略向外延伸。

不過，中共領導人習近平能否真誠擁抱自由市場概念，目前仍受到世人質疑；主要是其內含的價值觀將危及中共政權。因此，即便中國大陸影響力攀升，美國長年以自由主義所奠定的政經實力，難以在未來數十年被其取代。故在未來中美兩大強國的世界下，國際間的摩擦只會有增無減，要如何維持兩國的權力平衡、

不擦槍走火，高度考驗雙方領導人的智慧。

參、美國邊境調整稅

美國共和黨議員推出之邊境調整稅版本，主要是配合該黨欲將美國公司營利事業所得稅由 35% 降至 20%，再藉由實施邊境調整稅以彌補部分稅收損失；此部分預估 10 年約可增加 1 兆美元稅收。此外，共和黨議員亦希望透過採行邊境調整稅，達到抑制美國進口與鼓勵美國出口之成效。

以下簡介美國共和黨議員所提出的邊境調整稅版本，並整理主要研究機構所分析之邊境調整稅對美國與全球經濟的影響。

一、共和黨議員的邊境調整稅版本

以美國眾議院議長 Paul Ryan 為首之共和黨議員計畫擬將美國公司稅由 35% 降至 20%，同時實施 20% 的邊境調整稅。此變更將使得美國公司營利事業所得稅之稅收基礎從現行貨物和服務的生產地(production-based)改為目的地(destination-based)。

共和黨議員的邊境調整稅版本具有抑制美國進口之效果，此乃因當美國公司將國外生產之產品運回國內銷售，如蘋果將 iPhone 運回美國銷售，該公司盈餘必須在當年度繳稅，且進口品的成本不得扣除，代表課稅所得增加。另外，邊境調整稅可鼓勵

美國出口；因為當美國公司將國內生產之產品運至國外銷售，如波音出售飛機給其他國家時，前述出口營收無須繳稅。

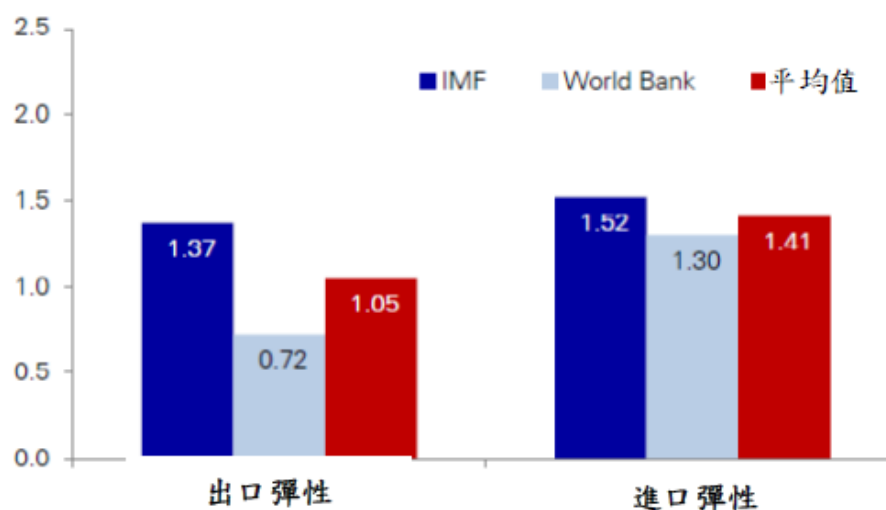
有別於共和黨議員的邊境調整稅版本，美國總統川普於競選期間所提出的邊境稅(big border tax)，主要是針對美國製造業，如汽車業者，把生產基地移往海外，再將商品運回美國銷售之行為，予以課徵 35%~45%的進口關稅(tariff)。因此，川普行政團隊所欲實施之邊境稅屬針對特定國家、公司及特定商品採行之懲罰性關稅性質。

二、邊境調整稅對美國經濟的影響

德意志銀行引用 IMF 及 World Bank 的估計平均值指出，美國出口(需求)彈性為 1.1，美國進口(需求)彈性為 1.4(見圖 1)。以 2015 年美國貿易逆差為 7,360 億美元，其中出口為 1.5 兆美元，進口為 2.24 兆美元為例，假設外國出口商吸收一半邊境稅(20%)而調降其價格 10%，但此時以美元計價進口價格仍將上漲 10%，使得美國進口量下降 14%。同時美國出口商調降其出口價格 12%，使得美國出口量增加 14%，美國貿易逆差將改善約 5,200 億美元，即使以最保守的貿易彈性估計，貿易逆差將改善 4,000 億美元。美國貿易委員會主席 Peter Navarro 及商務部長 Wilbur

Ross 撰寫的白皮書亦顯示，縮減美國貿易逆差 5,000 億美元，將使美國實質 GDP 增加 3%。

圖 1 美國進口及出口彈性



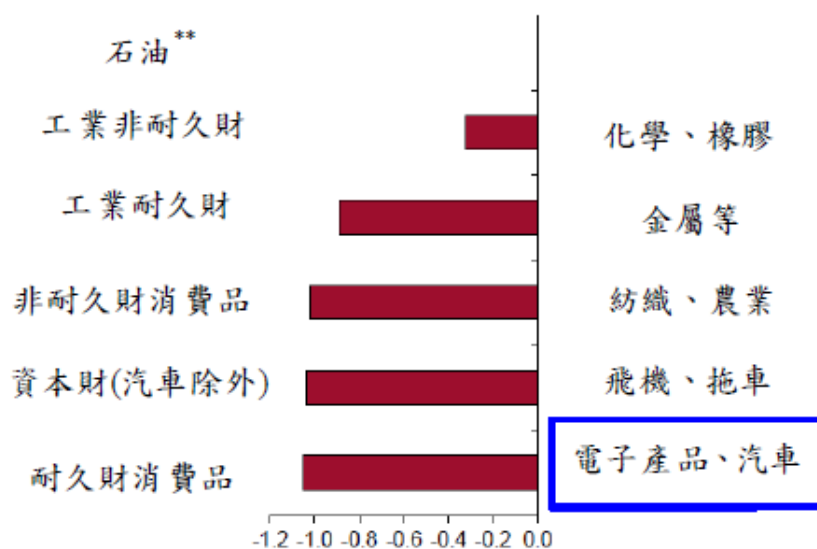
資料來源：德意志銀行

瑞士信貸預估，若美國實施邊境調整稅，在假設美元匯率不變的情況下，企業所得稅率降至 20%，且銷貨成本完全來自進口，零售商為維持稅後淨利率不變，產品售價將提高 25%。雖然邊境調整稅可望改善美國貿易入超，惟美元如升值可能抵銷其效果，故實際影響效果需視匯率及價格調整而定。

美國進口品中，耐久財(如汽車、電子產品等)的價格彈性較大，而石油製品的價格彈性較小(見圖 2)。一旦美國實施邊境調整

稅，廠商為維持利潤，將進口品售價提升 25%，則耐久財的進口需求將縮減，即進口耐久財被美國產品替代的效果較大。

圖 2 美國長期進口價格彈性(部門別)



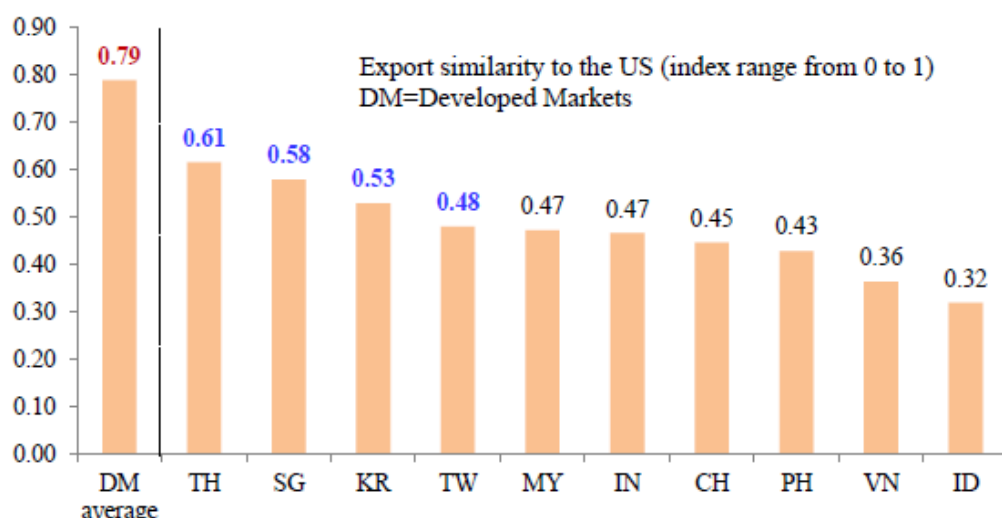
資料來源：瑞士信貸

主要研究機構多認為，實施邊境調整稅將使美國出口商品價格下降，出口量增加，出口金額增加；美國進口商品價格上揚，進口量減少，進口金額減少，改善美國貿易逆差。因美國貿易帳改善且市場對美元有超額需求，此時將推動美元升值。惟部分人士指出，前述現象並非穩定的均衡，係貿易帳乃經常帳的最大組成項目，約等於該國儲蓄與投資的差額，因邊境調整稅不易影響儲蓄與投資行為，因此經常帳或貿易帳所受影響將有限。

三、邊境調整稅對全球經濟的影響

瑞士信貸指出，若美國實行邊境調整稅將減少美國出口商之稅賦負擔，有助提升美國出口競爭力。由於已開發國家的平均出口結構與美國相似度高達 0.79，與美國於第三市場競爭將更為激烈。亞洲國家與美國的出口結構相似度較低，惟泰國、新加坡、南韓及台灣為相似度較高者(見圖 3)，若美國實行邊境調整稅，除前述雙邊貿易直接衝擊之外，在第三市場與美國產品競爭亦加劇。

圖 3 已開發國家及亞洲經濟體與美國的出口結構相似度

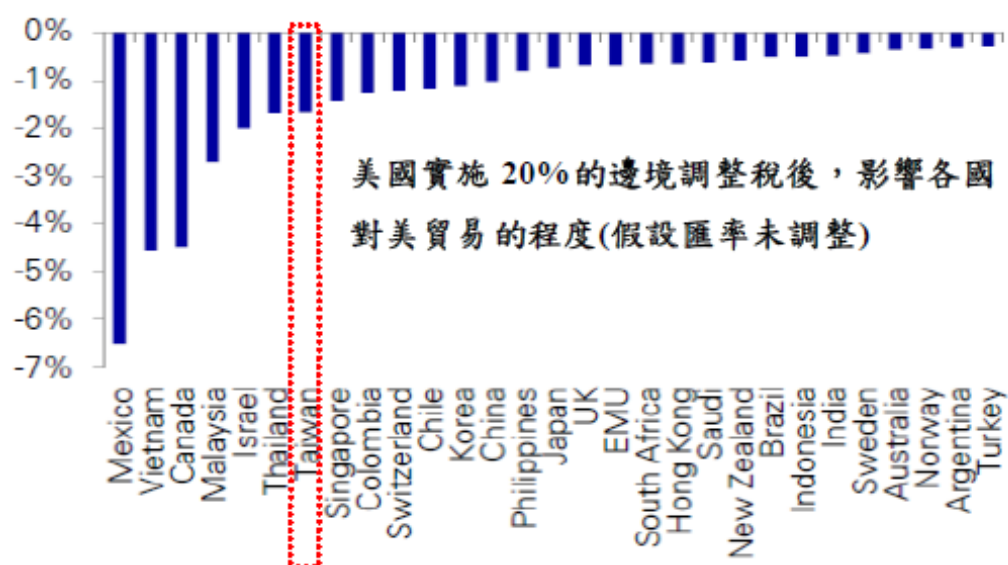


資料來源：瑞士信貸

美國邊境調整稅的實際效果將取決於匯率及價格調整，惟若美元急速升值，將使亞洲國家面臨資本外流風險，其中外匯存底較少的馬來西亞與越南較為脆弱。

德意志銀行以美國課徵 20% 的邊境調整稅估計，一旦美國實施邊境調整稅恐將使多數國家對美出口減少、進口增加。由於大多數亞洲經濟體對美國有鉅額貿易順差，因此恐受到明顯衝擊。若以對美貿易餘額變動金額相對其 GDP 之比率觀察，墨西哥與加拿大將受到較大的影響，分別下降 6.5% 與 4.5% (見圖 4)。另亞洲倚賴製造業的經濟體亦會受到美國實施邊境調整稅的負面影響，特別是馬來西亞(2.5%)、泰國(1.6%)、台灣(1.5%)、南韓(1.2%)及中國大陸(1.0%)。

圖 4 各國受到美國邊境稅的衝擊相對其 GDP 之比率

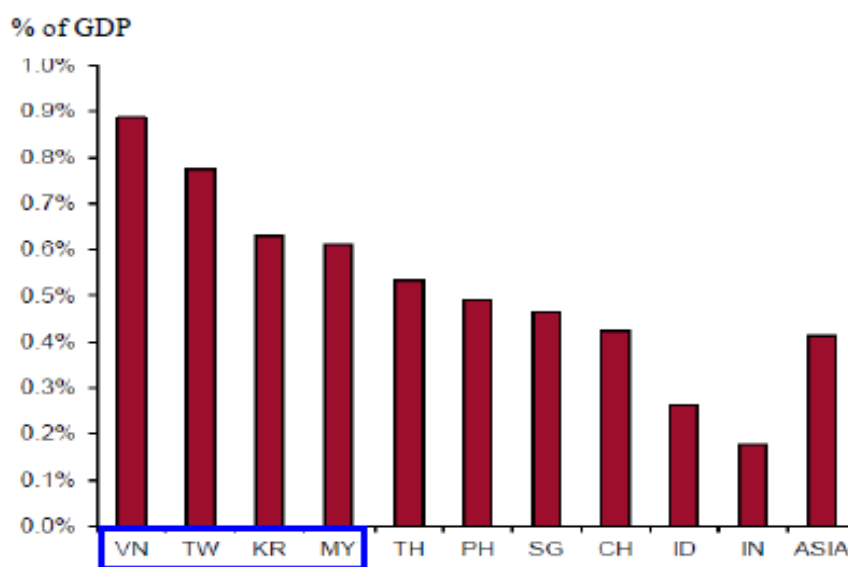


資料來源：德意志銀行

根據瑞士信貸估計，若美國進口價格提升 25%，亞洲國家對

美國出口的耐久財，其附加價值出口占本國總出口比重高，在邊境調整稅下前述進口替代效果顯著，所受衝擊較大。若考量經濟規模，整體而言，亞洲出口將縮減 3%~4%，GDP 減少 0.5%。其中，對美國出口的耐久財中，越南、台灣、南韓與馬來西亞的國內附加價值占 GDP 比重高，受邊境調整稅的衝擊最大，GDP 下降最多(約-0.5%~-0.9%)(見圖 5)。

圖 5 亞洲主要國家受邊境調整稅之衝擊

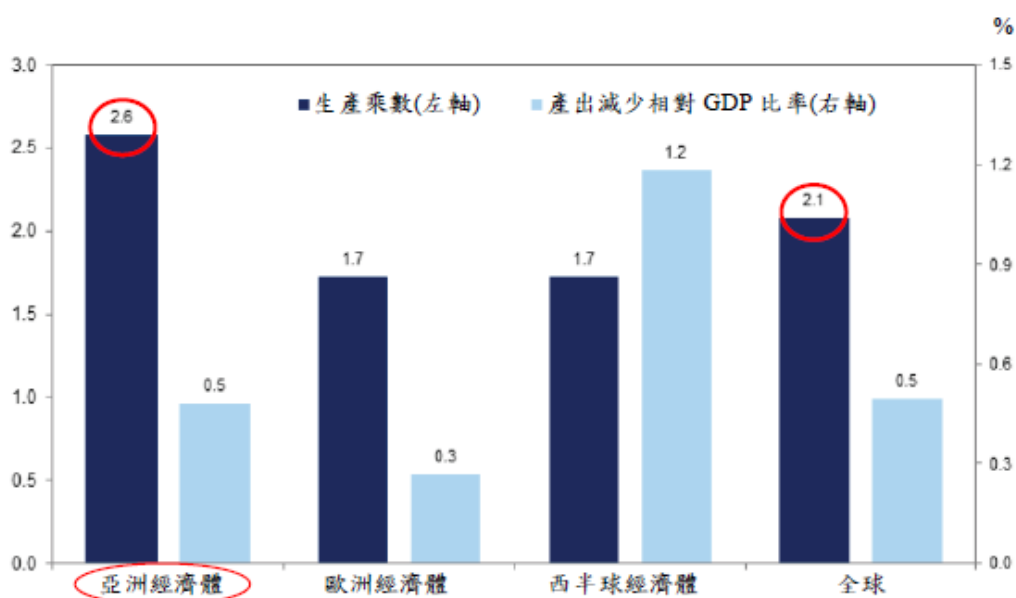


資料來源：瑞士信貸

高盛預期，若美國採行貿易保護措施(例如實施邊境調整稅)將導致美國進口需求顯著降低。由於美國進口之商品多屬消費財，而生產該類商品需大量中間財投入，故當美國減少進口時，

除拖累該產品之出口國外，亦將影響上游供應鏈產出。高盛表示，亞洲經濟體因參與上述供應鏈程度最深，以致當美國進口商品需求減少 1 單位，相關供應鏈產出將減少 2.6 個單位，高於全球平均值 2.1 個單位，故亞洲受到美國進口減少之衝擊將最大(見圖 6)。

圖 6 各地區對美國進口需求之生產乘數及產出減少相對 GDP 比



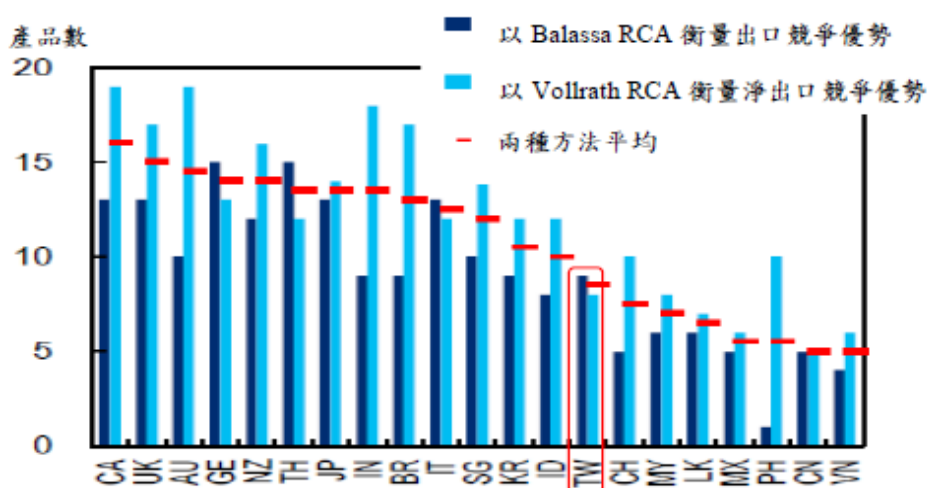
資料來源：高盛

另外，高盛估計顯示，美國進口需求減少對亞洲經濟體之直接衝擊，以台灣與南韓最大；此乃台、韓對美進口需求之生產乘數大，且對美出口對其 GDP 比重亦大。據推算，當美國進口減少金額為其 GDP 的 1%，台灣產出減少相對 GDP 為 0.8%，南韓則減少 0.7%。如果中國大陸實施保護主義反擊美國，台韓兩地所受

之衝擊將更大。假設中國大陸進口減少金額為其 GDP 的 1%，台灣產出減少相對 GDP 為 1.8%，南韓則減少 1%。

花旗指出，邊境調整稅改變產品的國內外相對價格，透過替代效果，將可促進產品國內自製或改善貿易入超，稅制的成效與美國產品是否具相對競爭優勢，而能帶來較大的替代效果有關。若一國與美國同具出口競爭優勢產品的重疊程度愈高，則不論雙邊貿易或在第三市場，較易因邊境調整稅提高美國產品價格競爭力所帶來的替代效果而受到衝擊。

圖 7 各國與美國同時具出口競爭優勢的產品數



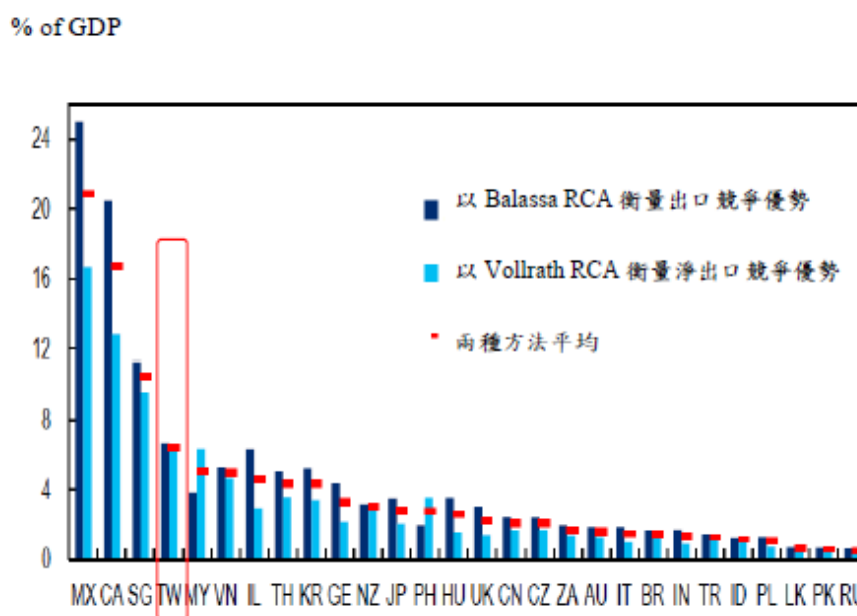
資料來源：花旗

邊境調整稅的出口退稅將提高美國當地出口競爭力，先進國

家與美國同具出口競爭優勢的產品項數較多，故在第三市場因邊境調整稅被替代的曝險較高，而亞洲新興市場國家的曝險相對較低(見圖 7)。

若將各國該類產品的進出口總金額及各國的經濟規模納入考量，如針對美國具出口競爭優勢的各項產品，觀察各國此類產品對美國的雙邊貿易額(進口與出口)相對各國 GDP 的比率，墨西哥的曝險躍居第 1，而台灣的曝險名次亦將升到第 4 名，僅次於墨西哥、加拿大及新加坡，為亞洲第 2 高(見圖 8)。

圖 8 與美國具競爭優勢產品的貿易額(進口與出口)相對 GDP 比率

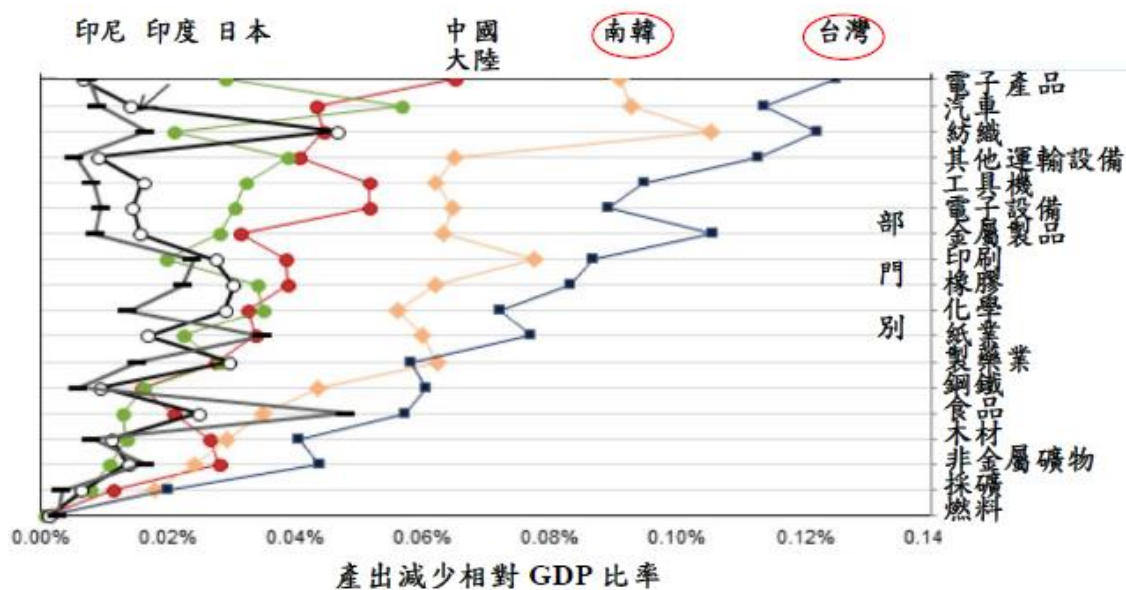


資料來源：花旗

台灣出口過度依賴中國大陸市場，美國如針對中國大陸採行貿易保護措施，將透過供應鏈連帶影響台灣，使台灣在美國此一政策措施的脆弱度排名第 2，僅次於美國貿易報復對象的中國。由於台灣與美國具相對比較優勢產品的出進口金額相對經濟規模的比率較高，因此美國如開徵邊境調整稅，台灣的出口亦將受到較大的負面衝擊，致此項脆弱度的排名亦高居亞洲各國第 2 位。整體而言，台灣受美國前述貿易保護措施的負面衝擊，為亞洲各國最大；惟花旗亦指出，如在 WTO 架構下的擴大資訊科技協定 (ITA 2) 能在 3 年內完成降稅，將有助於台灣資通訊產業維持競爭力。

高盛指出，就產業別而言，台韓兩地之電子、汽車及紡織業深受影響。高盛估計，若美國減少進口 100 億美元之技術類產品，台灣與南韓電子業之產出減少金額相對 GDP 比率將分別達 0.12% 與 0.09%，此反映其對美出口比重大，且與全球供應鏈高度連結。儘管南韓各產業對美國進口需求的生產乘數大多高於台灣相關產業，惟台灣相關產業產出減少金額相對 GDP 比率反而多高於南韓，主要反映台灣 GDP 規模小於南韓(見圖 9)。

圖 9 美國每減少進口技術類產品 100 億美元，亞洲主要國家各部門之產出減少相對 GDP 比率



資料來源：高盛

肆、結語

針對此次 Commerzbank 所舉辦之全球經濟與資本市場論壇，本報告將與會者探討之重要議題歸納為兩大主題，分別為：美元展望與地緣政治。關於美元展望部分，影響未來美元匯率強弱之因素大致有川普新政發展、Fed 貨幣政策走向、及他國經濟變化等三類。對此，由於川普新政應不致於對美元中長期走勢形成結構性改變，加上美國已走出 2008 年金融危機之陰霾，Fed 貨幣政策也逐步回歸到正常化軌道，因此美元走勢將獲得支撐。關於地緣政治部分，因全球化和自由化無法讓中下階級人們感受到其社經地位明顯改善，以致國族主義高漲，此勢必使得未來國際間衝突增加；另中國大陸未來將崛起是必然的發展結果；西方強權不應刻意阻擋，反倒是要找出與其共榮互利之相處模式。

目前美國川普總統正尋求各種方式以降低美國貿易逆差與增加當地就業機會；當中又以邊境調整稅之影響恐為最大。彙整主要研究機構評估邊境調整稅對美國經濟所造成之影響如下：(一)其有助提高美國短期經濟成長，影響幅度約 1 個百分點以下；但若美元匯率相對應升值，將抵銷邊境調整稅對經濟成長的影響。(二)將導致美國進口物價走高，進而推升美國短期通膨率，影響幅度約 1 個百分點左右。(三)美元將因而升值，但實際升幅會低於學理所主張的 20%~25% 幅度。

另主要研究機構評估邊境調整稅對全球經濟所造成之影響如下：

(一)不利各國對美出口貿易，並加劇各國與美國在第三市場之競爭。由於亞洲國家對美出口依賴深且出口商品之替代性高，預料所受之經濟衝擊最大。(二)在亞洲國家中，邊境調整稅對台灣與南韓兩國經濟之衝擊最深；另若美國同時對中國大陸採行貿易保護措施，中國大陸又予以反制，台灣所受到的衝擊將位居亞洲國家之首。