

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 JPMorgan 舉辦之
「摩根大通投資人研討會」心得報告**

服務機關：中央銀行

姓名職稱：劉瑞媛/紐約代表辦事處主任

派赴國家：美國

出國期間：106 年 10 月 11 日至 10 月 15 日

報告日期：107 年 1 月 9 日

目 錄

壹、前言與摘要	1
貳、全球經濟發展概況	4
一、美國	4
二、歐洲	5
三、亞洲	6
參、Fed 縮表對金融市場之衝擊	7
一、Fed 縮表	7
二、FOMC 最新會議決策與 Fed 未來政策可能方向	8
肆、川普稅改之可能影響	11
一、對企業的影響	11
二、對華爾街的影響	13
伍、央行貨幣政策面臨之挑戰	16
一、自然利率下降，央行缺乏降息空間以抵抗衝擊	16
二、自然利率下跌已成為經濟新常態	16
三、對付經濟新常態可能的策略	17
陸、心得及建議	19
一、Fed 符合預期升息 1 碼，市場焦點轉向 2018 年	19
二、Fed 並不反對美國政府減稅	21
三、後記暨總結—美國國會已通過稅改法案	22
參考資料	26

參加 JPMorgan 舉辦之「摩根大通投資人研討會」心得報告

壹、前言與摘要

該研討會為期 3 天(2017/10/12~10/14)，內容涵蓋全球總體經濟展望、央行貨幣政策趨勢、美國稅改計畫等，計有來自全球央行、金融主管機關及基金經理人等共約 200 人參加。會中邀集 IMF 研究處副處長 Mahmood Pradhan、ECB 董事暨首席經濟學家 Peter Pret、美國財政部國際金融司代理助理部長 Andrew Baukol 與經濟司副助理部長 Robert Dohner、各國央行與政府官員、JPMorgan 經濟學家等就各相關議題進行演講或與談討論。

本報告分別按「全球經濟發展概況」、「FED 縮表對金融市場之衝擊」、「川普稅改之可能影響」、「央行貨幣政策面臨之挑戰」等議題進行分析，另針對美國甫通過之稅改法案，整理有關新、舊法令之對照表以供參考，並就央行貨幣政策未來所面臨政策工具不足、政經問題交錯影響之挑戰，以及資產組合配置方向等提出若干看法與建議。

一、全球經濟發展概況

自金融危機以來，主要國家經濟體陸續推行寬鬆貨幣政策，加上實施一連串金融穩定與刺激經濟措施奏效，多項研究報告結果均顯示全球經濟已恢復成長。

目前全球經濟表現佳，成長動能創 2012 年來最強，尤其歐元區、日本、中國大陸、新興亞洲、新興歐洲及俄羅斯等皆表現良好。IMF 將 2017、2018 兩年之全球經濟成長預測均調升 0.1%，由 3.5%、3.6% 分別調升至 3.6% 及 3.7% (2016 年為 3.2%)。

二、FED 縮表對金融市場之影響

FED 於去(2017)年 3 及 6 月兩度升息，並於 6 月 14 日發布新聞稿公布縮表細節。回顧 2013 年，FED 因逕透露將停止擴大資產負債表，結果造成市場波動加劇，美債利率大幅上揚，資金大量流出新興市場，為避免類似事件重演，FED 官員此次汲取教訓，事前即致力與市場充分溝通縮表有關進度與時程，事後市場反應如願溫和。

各國實施寬鬆已為時多年，但沒有一個央行有如何推動貨幣政策正常化的經驗，FED 是第一個朝此方向邁進的央行，目前為止其跨出的第一步獲得市場理解並接受，此已為其他國家央行立下範例。

三、川普稅改之可能影響

美國財政部於去年 9 月公布稅改方案初稿，採用屬地主義稅制，調降公司稅率至 20%。公司稅率大降，對華爾街而言是大利多，地區性銀行與貸放機構亦同樣受惠。

稅改可能吸引大量資金流入美國進行廣泛的投資，帶動生產力及國內生產毛額擴張，使稅收增加，至少能彌補減稅造成的部分財政漏損。惟因公司稅收相對 GDP 的比重約 1.6%，若讓公司稅腰斬，直接影響將使政府每年損失 GDP 的 0.8%，約 1,600 億美元稅收，美國政府能否承擔預算赤字增加，乃是一大問題。

四、央行貨幣政策面臨之挑戰

金融危機至今 9 年，主要國家經濟體抗以非傳統寬鬆貨幣政策，如今全球經濟雖脫離衰退邁向成長，全球央行欣慰之餘仍不應鬆懈，在各自引導經濟進入另一個階段以前，亦須努力配合外在環境之改變與時俱進。

央行未來尚面臨諸多挑戰，如自然利率下跌已成為經濟新常態，且央行缺乏降息空間以抵抗其衝擊。然而，政策要能與時俱進一直是央行面臨的巨大挑戰，與其坐等下一次風暴來襲，期待事情能有轉機，不如現在就做好萬全準備，早思對策預為因應。

貳、全球經濟發展概況

自金融危機以來，主要國家經濟體陸續推行寬鬆貨幣政策，加上實施一連串金融穩定與刺激經濟措施奏效，多項研究報告結果均顯示全球經濟已恢復成長。

美國智庫 Brookings Institutions 資深研究員 Eswar Prasad 等人在全球經濟成長最新評估報告中指出，綜合追蹤全球主要經濟體實質經濟活動、信心指標及金融情勢指標，顯示目前全球經濟成長動能已創 2012 年以來最強水準。

IMF 首席經濟學家 Maurice Obstfeld 亦表示，目前全球經濟表現佳，尤其歐元區、日本、中國大陸、新興亞洲、新興歐洲及俄羅斯等表現良好，故 IMF 提高全球經濟展望預測，將 2017、2018 兩年全球經濟成長預測均調升 0.1%，由 3.5%、3.6% 分別調升至 3.6% 及 3.7% (2016 年為 3.2%)。

以下分述美國、歐洲、亞洲之經濟發展情況：

一、美國

近來美國經濟持續穩定成長。根據商務部統計數字，去(2017)年第 2 季 GDP 成長 3.1%，創 2015 年第 1 季以來最快增速；其中消費者貢獻度近 70%，為經濟主要成長引擎，而強勁的就業市場、低通膨及低利率亦提供支撐。

就業市場方面，去年 10 月份資料顯示，失業率僅 4.2%，已降至 16 年新低；而平均時薪月增率 0.5%，則較去年同期成長 2.9%，暗示工資成長加快，勞動力市場依然穩固。

另，FED 公布之去年 9 月份工業產值月增率 0.3%及製造業產值月增率 0.1%，皆優於前期；而勞工部公布之 9 月份 CPI 月增率 0.5%，除優於前期 0.4%，更創去年 1 月以來最大升幅，主要係因颶風後能源價格上漲所致。惟扣除食品及能源後之核心 CPI 月增率僅上漲 0.1%，遜於前期 0.2%，顯示通膨若欲加速，仍需匯聚更多動能。

儘管美國經濟擴張不見得會因時間過長而結束，惟美國經濟成長步調緩慢、力道仍嫌不足，前景正面臨一連串政策挑戰卻是不爭事實，FED 也因而多次呼籲貨幣政策已無施展空間，須賴其他刺激經濟方案如擴張性財政政策等，鼓勵企業投資、拉高薪給、增加消費，進一步帶動經濟成長。

二、歐洲

(一) 歐元區

儘管面臨英國脫歐等不確定性事件，歐元區經濟仍續邁向穩定，經濟數據及調查資料顯示，去年前兩季表現均優於預期。展望未來，歐元區經濟成長依舊穩固，惟區域內強勁的需求，預期將受歐元匯價走強而對出口造成負面影響所抵銷。

ECB 於去年 12 月 14 日會議維持主要再融資利率(main refinancing operations)0.00%、基本貸款利率(marginal lending facility)0.25%、存款操作利率(deposit facility)-0.40%不變；並宣佈將刪減每月購債規模一半至每月 300 億歐元(目前為每月 600 億歐元，實施至 2017 年 12 月底)，但延長刺激計畫實施時間至 2018 年 9 月。

(二) 英國

英國自去 8 月貨幣政策會議以來，經濟活動略強於預期。第 2 季

GDP 季率 0.3%，亦符合 8 月份通膨報告預期；失業率則降至 4.3%，創 40 多年來新低；8 月 CPI 年增率 2.9%，預期 10 月可能超過 3%。

因通膨數據強勁，BOE 於 11 月政策會議宣布 10 年來首度升息，將貨幣政策利率由 0.25% 上調至 0.50%，但維持資產購買規模 4,350 億英鎊及公司債購買規模 100 億英鎊不變。未來主要風險在於英國脫歐對整體經濟包括家計部門、企業及通膨前景所造成的衝擊與不確定性。

三、亞洲

日本 2018 年可望成長 1.25%，核心 CPI 逐步升至 1%；中國經濟 2017、2018 兩年則將分別成長 6.7% 和 6.4%；台灣去年經濟成長預估上修至 2%，較 4 月預測高 0.2%，今年預估值維持在 2.2%；馬來西亞去年成長預估上調至 5.4%，南韓增至 2.8%。然印度 2017、2018 兩年成長預測卻分別遭下調至 7.0% 及 7.4%，低於原預估之 7.4% 及 7.6%。

亞洲開發中國家拜全球貿易改善和中國經濟擴張所賜，2017、2018 兩年經濟都將加速成長，成長率分別為 5.9% 和 5.8%。亞銀首席經濟學家澤田康幸稱：「在全球貿易復甦和中國強勁動能的支撐下，預期亞洲新興經濟體的成長展望將持續看增。」

不過亞銀同時警告，在全球貿易復甦和中國強勁動能的支撐下，亞洲新興經濟體的成長展望雖持續看好，但美國緊縮貨幣政策將帶來風險；另美國 Fed 開始縮減資產負債表及持續升息，各國政策決策者須為可能的資金外流和借貸成本升高預做準備。

此外亞銀指出，在國際油價趨穩之際，亞洲開發中國家的通膨仍大致在當局可掌控範圍內，有關去年平均預估值遭調降 0.6% 至 2.4%，主要係受油價回穩影響，推低各國燃料價格所致。

參、Fed 縮表對金融市場之衝擊

一、Fed 縮表

Fed 於去(2017)年 3 月及 6 月兩度升息，並於 6/14 日發布新聞稿公布縮表細節：

(一) 到期 UST 本金之再投資

起始不續投資額度(CAP)設為每月 60 億美元，每隔三個月後每月再增加 60 億美元，直到 12 個月後達到每月 300 億美元之水準。

(二) 到期 Agency Debt and MBS 本金之再投資

起始不續投資額度(CAP)設為每月 40 億美元，每隔三個月後每月再增加 40 億美元，直到 12 個月後達到每月 200 億美元之水準。

前述兩項每月限額在到達各該最高水準後將維持不變，以利 Fed 資產能夠續以漸進、可預期方式縮減，直到委員會認為帳上已無超過執行貨幣政策所需之多餘資產為止。

回顧 2013 年，Fed 因逕透露將停止擴大資產負債表結果造成市場波動，美債利率大幅上揚，資金大量流出新興市場，為避免類似事件重演，Fed 官員此次汲取教訓，事前即致力與市場充分溝通縮表有關進度與時程，事後市場反應如願溫和。

負責 SOMA 之 Fed NY 市場部主管 Simmon Potter 滿意地表示，本次縮表計畫詳經規劃，小幅漸進，且細密研究縮表行動過程中銀行體系之準備金需求情形，兼顧貨幣政策執行之有效性需求，找出資產負債表之最適規模，因而不致對市場造成衝擊。

各國實施寬鬆已為時多年，但沒有一個央行有如何推動貨幣政策正常化的經驗，Fed 是第一個朝此方向邁進的央行，目前為止其跨出的第一步獲得市場理解並接受，此已為其他國家央行立下極佳範例。

二、FOMC 最新會議決策與 Fed 未來政策可能方向

FOMC 於去年 12 月 13 日宣佈，提高聯邦資金利率目標區間於 1.25～1.5%。委員會預期未來經濟情況演變容許聯邦資金利率漸進增加，聯邦資金利率實際調整路徑將視未來數據所反映之經濟展望而定。

(一) 該次 FOMC 新聞稿摘要：

1. 去年 11 月迄今之資訊顯示，勞動力市場持續強化，經濟活動持續穩步上升。颶風相關數據波動，就業增長仍保持穩健，且失業率進一步下降。家計單位支出溫和擴張，企業固定投資近幾季持續增加。
2. 以 12 個月為基礎衡量之整體及核心通膨，今年持續下跌且低於 2%，以市場為基礎所評估的通膨指標仍於低點，整體而言，多數透過調查之長期通膨預期變動不大。
3. 為達成法定任務，委員會致力於促進充分就業及維持物價穩定。颶風造成之衝擊及災後重建近幾月雖影響經濟活動、就業市場及通膨，惟並未實質性地改變美國未來經濟展望。因此委員會持續預期在逐步調整貨幣政策下，經濟將溫和成長，且勞動力市場將保持強勁。預期以 12 個月為基礎衡量之通膨率近期將維持低於 2% 水準，惟中期通膨率仍將穩定於委員會設定之 2% 目標。經濟展望之近期風險大致平衡，委員會仍將密切監看通膨發展狀況。

4. 檢視實際與預期的勞動力市場狀況與通膨率，委員會決定將聯邦資金利率目標區間提高於 1.25%~1.5%。貨幣政策立場仍將繼續保持寬鬆，以支持強勁勞動力市場及通膨持續返回 2%。
5. 有關未來決議調整聯邦資金利率目標區之時機及幅度，委員會將評估目前經濟相對於充分就業及 2%通膨目標之已實現及預期之經濟情況，前述衡量將納入就業數據、通膨壓力與通膨預期指標、金融與國際情勢發展等廣泛資訊。委員會將密切關注實際及預期之通膨率發展及其 2%通膨目標是否相稱。
6. 委員會預期未來經濟情況演變將能容許聯邦資金利率漸進增加，而且聯邦資金利率在一段時間內仍可能低於長期預期水準。無論如何，聯邦資金利率之實際調整路徑將視未來數據所反映之經濟展望而定。

(二) Fed 公佈貨幣政策實施之相關決定：

1. 提高法定準備與超額準備利率於 1.5%，2017 年 12 月 14 日生效。
2. 自 2017 年 12 月 14 日起，透過 Fed NY 公開市場操作，將聯邦資金利率目標維持在 1.25~1.5%。
3. 每月到期美債，現僅就本金到期超過 60 億美元部分進行再投資；而 Agency Debt 及 MBS 則僅就本金到期超過 40 億美元部分進行再投資。至 2018 年 1 月時，每月到期美債將改為就本金到期超過 120 億美元部分進行再投資，Agency Debt 及 MBS 則就本金到期超過 80 億美元部分進行再投資。
4. 提高貼現率為 2%。

(三)FOMC 會後 Fed 主席 Yellen 記者會重點摘要：

1. Yellen 稱，FOMC 會議與會者對通膨持續低於 2% 目標表達擔憂；惟渠認為，低通膨應為短暫性因素所造成，即使證實通膨低迷為持久性因素造成，Fed 仍有貨幣政策工具可解決。
2. Yellen 對美國目前債務問題表示擔憂，強調即將實施之減稅方案或增加政府債務負擔，未來若景氣衰退時，將因而失去採取財政政策空間。惟 Yellen 亦澄清，渠對美國減稅雖有疑慮，但非全然抱持反對態度，因美國經濟成長存在勞動生產力位於低檔問題，而減稅可使經濟成長率處於高檔一段期間。

肆、川普稅改之可能影響

美國財政部於 2017 年 9 月 27 日公布長達 9 頁之稅改方案初稿(Unified Framework for Fixing Our Broken Tax Code)，採用屬地主義稅制，調降公司稅率至 20%，期以吸引大量資金流入美國進行廣泛的投資，帶動生產力及國內生產毛額(GDP)擴張，使稅收增加，至少能彌補減稅造成的部分財政漏損。惟因公司稅收相對 GDP 的比重約達 1.6%，若讓公司稅腰斬，直接影響將使政府每年損失 GDP 的 0.8%，即約 1,600 億美元稅收，美國政府能否承擔預算赤字增加，乃是一大問題。

超越黨派之國會稅務聯合委員會 (The Joint Committee on Taxation, JCT) 便批評，稅改方案所刺激之經濟成長，非但無法填補減少的稅收，反將導致未來 10 年預算赤字增加 1 兆美元。參議院民主黨領袖 Chuck Schumer 更抨擊，白宮及共和黨之預測明顯存在謬誤，而財政部的分析亦充斥錯誤估算；經渠檢視，每項單獨分析結果均將使政府赤字暴增，不僅無法刺激任何經濟活動，遑論彌補增加之赤字。

一、對企業的影響

白宮去年 5 月預算計畫所設之經濟成長率為 2.9%，該預測遠超過國會辦公室之 1.9% 及聯準會之 1.8%。財政部雖稱，預算取決於稅收計畫與一系列財政政策改變所產生之額外稅賦收入，將據此推估可能經濟成長，惟未評估最新稅收計畫可刺激多少經濟成長；不過財政部卻仍表態支持白宮 5 月所設經濟成長率，認為該預測「相當合理」，且稱美國經濟成長甚將超過 2.9%，所產生額外稅收足以支付 3,000 億美元之減稅成本，然此並未考量部分減稅措施將於 2025 年到期影響。

著名經濟學者 Arthur Laffer 認為，正如課徵香菸稅降低民眾吸菸誘因，政府因財政需求而課徵企業及個人所得稅，亦將影響企業獲利及個人工作誘因，進而影響整體經濟發展及個人所得。是故若能減稅降低稅賦影響，應可有效促進美國整體經濟發展。此外，美國已進入數位時代，當今人工智慧及機器人科技，將可大幅增加勞工生產力，新醫療技術亦可避免美國勞工因疾病等因素令勞動力降低，若再輔以減稅及降低政府監管等政策，勞動力有望大幅提高，美國經濟成長率甚至可攀升至 3%~4%。

財政部去年 12 月 11 日備忘錄再重申，若經濟快速成長，依白宮預測之經濟成長刺激計畫，將於 10 年內增加 1.8 兆美元稅收，應足以彌補減稅計畫所減少之 1.5 兆美元稅收缺口，卻仍未提供減稅計畫對經濟影響之分析，僅簡單說明有關因應營業稅變化，目前設定一半由經濟成長貢獻，另一半則有賴於其他稅賦政策及財政政策，包括金融法規鬆綁、社會福利改革及基礎建設支出等。

財政部長 Steven Mnuchin 並宣稱，預期減稅方案近期將會通過，最快於 2018 年 2 月實施，該減稅方案不僅對企業有利，勞工亦可受惠，估計家庭年所得達 15 萬美元之勞工，每年將可享有 4,000 美元減稅優惠，而家庭所得達 7.5 萬美元勞工則有約 2,000 美元減稅優惠。

市場分析師則認為，美國若成功將公司稅率自原先 35% 下修至 21%，將可使公司獲利平均提升 10%，某些公司甚至可達 30%；目前稅率較高且主要獲利來源為美國本地之企業獲益較大，因其可享受較高減免，且不受海外獲利須適用新稅制影響。

此外市場普遍預期，受惠於企業獲利增加，2018 年股市將可再創新高，惟美國跨國科技公司，因持有眾多海外資產，恐受新稅法影響，

致海外資產稅務負擔增加，明年獲利恐衰退，如欲減少每股盈餘影響，則需買回庫藏股以為因應。

二、對華爾街的影響

減稅助使企業獲利普遍上升，有利於如 Warren Buffett 之 Berkshire Hathaway 等投資公司表現，美國本土銀行亦因此受惠，至於對華爾街影響如何，可從以下角度分析：

(一) 公司稅率大降對華爾街而言是大利多

華爾街般盼新稅改出爐，除了期待其能帶來促進經濟成長及振興企金業務獲利之效果外，銀行本身更是直接受益者。

Morgan Stanley 執行長 James Gorman 於去年 6 月接受 Bloomberg 專訪時即坦承，公司稅率如能由 35% 降至 25%，MS 盈餘將因此提高 15%；Citigroup 亦表示，如配合過去海外之盈餘匯回免稅，其年度淨利即可望增加 5%（約 8 億美元），遑論公司稅率若降至 20% 之效益。

(二) 地區性銀行與貸放機構亦同樣受惠

美國小規模銀行之實質稅賦負擔，過去有較大型銀行為高現象，未來則可能受惠於其為百分百美國公司而有所平衡。據投資銀行顧問公司 Evercore ISI 分析，當公司稅率降至 28%，地區性銀行 2018 平均獲利可望增加 9%。另抵押房貸利息維持免稅之擬議，對地區性銀行與貸放機構而言，亦有如吃下定心丸。

(三) 惟對持有賦稅遞延資產之華爾街銀行有不利影響

減稅對華爾街銀行們並非只有好處而無壞處，尤其是對握有賦稅

遞延資產”tax deferred assets”者，因為這些在金融危機時期賠錢購入的資產，本可充做未來抵稅之用，但在稅率降為 20% 且稅制採屬地主義之後，其價值大減，必須重估。

以 BOA 為例，該行 2016 年底握有 192 億美元之賦稅遞延資產，且其中僅 70 億美元在美國境內，稅率 20% 之下其抵稅價值僅餘 30 億美元。另 Citigroup 手上 460 億美元之賦稅遞延資產價值在同樣情況下更將減少達 150 億美元。

(四) 公司利息費用出能否抵減稅負對金融產業影響甚鉅

新草案雖指出將限制部分公司利息費用之抵減，卻未言明對象，若銀行被列於其中，恐將對金融產業之經營模式產生不可忽視之影響，尤其是對倚賴大量借入資金(透過發債或借款)從事貸放或長期投資者，成本上升首當其衝。據統計，2017 上半年前 12 大銀行之 debt-capital-markets 利潤高達 104 億美元，佔其投資銀行業務總收益之 13%。

(五) 利息費用與股利支出能否抵減亦影響企業營運模式

當前公司利息費用可以抵稅，但股利支出卻不能的法制下，實已扭曲公司經營，如 1980 年代盛行”leveraged buyout”，即金融業大舉借款買入公司藉以享受利息減稅優惠。

又如公司舉債買回自家股票，減少股利支出負擔，Apple 即是其中一例。該公司近幾年以買回庫藏股為目的之借款金額累計已高達 1,000 億美元。若稅改讓利息與股利支出同時享受免稅，相信企業經營模式的扭曲將會減少，而轉以費用較低的發股方式籌措營運所需資金。

(六) 華爾街銀行與企業均等待稅改定案

美國總統川普去年 9 月 27 日公布稅改框架之四大目標，分別為：

- (1) 降低中產階級家庭之負擔、
- (2) 簡化稅制、
- (3) 降低企業稅賦、
- (4) 吸引工作與投資利潤回流。

除個人所得淨減稅規模似較近期媒體討論要小外，大方向大抵與預期相符。許多人預期此框架進入國會討論時，很可能會因財政支出限制而遭刪減。另一方面，影響公司經營的可抵扣項目細節尚未確定，許多華爾街銀行與企業只好耐心等待全套稅改出爐，方能據以擬訂公司未來之營運與投資方針。

伍、央行貨幣政策面臨之挑戰

金融危機至今 9 年，主要國家經濟體抗以非傳統寬鬆貨幣政策，如今全球經濟雖已脫離衰退邁向成長，全球央行欣慰之餘仍不應鬆懈，在各自引導經濟進入另一個階段以前，亦須努力配合外在環境之改變與時俱進。未來貨幣政策所面臨的挑戰包括：

一、自然利率下降，央行缺乏降息空間以抵抗衝擊

央行調整利率水準之目的，在於平衡投資及儲蓄，促使經濟達到充分就業及通膨穩定，而達到此一均衡的利率稱之自然利率(natural rate)。

現今貨幣極度寬鬆，但成長及通膨依舊疲弱不振，顯示自然利率已然下跌。根據 Fed 近來報告，自 2007 年以來，美國、加拿大、英國及歐元區之自然利率已下降約 1%~2.5%；其中，美國的自然利率已自衰退前之 4.5% 降至 3%。自然利率走低，將使得央行在遭遇下次經濟衝擊時更加缺乏抵抗能力。

二、自然利率下跌已成為經濟新常態

起初官員們認為自然利率下跌係暫時性，因家戶、企業甚至政府都在減少負債或降低槓桿，然而隨著時間經過，決策官員才發現另有更深層的力量導致自然利率下跌，包括：(一)生產力減退壓低報酬及新設備投資需求；(二)高齡化社會降低對購物中心、辦公大樓之需求；(三)貧富不均使得富者更富；(四)全球風險趨避現象造成對政府公債的需求強勁等。

三、對付經濟新常態可能的策略

因應經濟新常態來臨，決策者可能的策略如下，雖都不盡完美：

(一) 接受現狀

作法：相信成長減緩可能不會持久，經濟將有所轉變，下次衰退將不致過於嚴重。根據 Fed 經濟學家 David Reifschneider 研究顯示，近年來 Fed 透過非傳統貨幣政策，包括購買公債及承諾長期利率維持近乎零等作法，確實可彌補利率無法降至零以下的缺憾。

缺點：Fed 目前帳上所持公債佔聯邦債務比例已達 18%，新一波的公債購買將使該比率再次攀升，甚至可能引發過度投機。Fed 理事 Dan Tarullo 即警告，此法可能引發金融不穩定之風險。

(二) 刺激經濟潛在成長

作法：美國前財政部長 Larry Summers 力主以財政赤字投資基礎建設，以刺激經濟成長，除了直接增加公共投資，亦可帶動私人投資。央行在此策略中雖非直接角色，但可與財政當局合作，承諾購入公債以支應建設經費，等同於另類的直昇機撒錢。

缺點：對肇因於人口老化或缺乏科技創新成長所致之成長疲弱，財政政策效果有效，而貨幣政策如同 Fed 副主席 Stanley Fischer 所言，對生產力成長遲緩等長期性問題，並非有效之對治工具。

(三) 改變通膨目標

作法：自 1966 年至 1982 年間，央行設定通膨目標為 2%，以期使通膨週期極小化，並促進定價效率化，惟無明確證據顯示，將通膨目標設定為 3% 或 4%，會較 2% 來得差，因為高通膨意味較高之自然

利率，可使央行政策享有較大操作空間，而無需立即採取量化寬鬆，是以 San Francisco Fed 總裁 John Willams 近日提出調高通膨目標想法提供央行參考。

缺點：通膨要走高，可能經濟要過熱很久，但 Goldman 經濟學家擔憂，要冷卻過熱之經濟，可能需靠另一場經濟衰退。

結言之，追求貨幣政策要與時俱進一直是央行面臨的巨大挑戰。San Francisco Fed 總裁 John Willams 曾言，與其坐等下一次風暴來襲，期待事情能有轉機，不如現在就做好萬全的準備，早思對策預為因應。誠哉斯言！

陸、心得及建議

一、Fed 符合預期升息 1 碼，市場焦點轉向 2018 年

去年 12 月 13 日 FOMC 決議升息 1 碼，提高聯邦基準利率區間於 1.25%~1.5%，然未言明上調原因，據一般推測，其係考量國會 1.5 兆美元減稅計畫對 Fed 經濟預測產生之影響。

Fed 表示未來 3 年經濟成長將更為強勁，預測 2018 年經濟成長率為 2.5%，高於 9 月份公布之 2.1%，另維持對 2018 年利率及通膨預測，仍將升息 3 次。

(一) Fed 對經濟前景深具信心

1. Fed 於去年已進行 3 次升息，顯示委員們對經濟前景深具信心，惟 FOMC 會後聲明亦指出，儘管勞動力市場持續增強，經濟活動穩定成長，Fed 仍將謹防升息步調過快。
2. 依據 Fed 最新經濟預測，2018 年通膨率仍低於 2% 之政策目標，2019 及 2020 年則維持 2%。若通貨膨脹控制得宜，則將穩步漸進升息，並上調 2020 年聯邦基準利率之預測為 3.1%，高於前次預測之 2.9%。
3. 惟本次 FOMC 會議中，Chicago Fed 總裁 Charles Evans 及 Minneapolis Fed 總裁 Neel Kashkari 因憂慮通膨率低迷不振而反對升息；渠等人士認為，應俟有明確證據顯示通膨飆升時再升息，否則應暫緩。
4. 另外，本次會議委員十分謹慎地討論有關稅改計畫對經濟之可能影響，因下屆 Fed 主席 Jerome Powell 曾於參眾院聽證會時表示，

為避免產生不必要的聯想，在稅改法案通過前，Fed 無意對減稅之經濟效益進行分析。

(二) Fed 後續人事異動將影響未來決策走向

1. 主席 Yellen 任期於今年 2 月初屆滿，預定仍將主持 2018 年 1 月 FOMC 會議；副主席 Stanley Fischer 業於去年 10 月辭職，但迄未確定替補人選；紐約 Fed 總裁 William Dudley 亦稱，將於 2018 年年中去職。
2. 除了負責金融監理副主席已確認由 Randal Quarles 擔任，及尚待參議院同意之 Marvin Goodfriend 外，理事會 7 個席位中，仍留有 3 名空缺，待川普提名任命。

(三) 華爾街對本次 FOMC 會議結論之反應

1. Patheon Macroeconomics 首席經濟學家 Ian Shepherdson 嚴詞批判本次 FOMC 會議之關鍵結果，認為將 2018 年失業率從 2017 年底之 4.1% 下調至 3.9%，此預測完全不切實際。因為若按 Fed 生產率或勞參率上升之假設，失業率理應下降至 3.5% 甚或更低，若然，則 Fed 明年應升息 4 次，惟 Fed 無視勞動力市場緊峭，仍預期 2018~2020 年通膨率不變，此實不合理。
2. Aberdeen 投資策略師 Luke Bartholomew 強調，本次會議重點並非升息，而是 Fed 下一步動向。Fed 顯然預計明年將再升息 3 次，惟市場人士尚未完全認同，未來僅有數據能說服投資者。
3. 高盛資產管理固定收益副主席 Andrew Wilson 表示，Powell 可能希望蕭規曹隨，於 2018 年升息 3 次，惟渠認為，市場目前對美國

貨幣政策之預期太過溫和，未來波動將隨 Fed 升息軌跡重新調整，投資人宜密切觀察 Fed 對高通膨之反應，或更加審慎地評估通膨前景。渠進而預測，2018 年 Fed 將因強勁的經濟成長，最終升息 4 次。

二、Fed 並不反對美國政府減稅

美國失業率 4.1%，且產能利用率滿載，若按傳統經濟觀點，目前並不宜實施共和黨所提出之未來 10 年高達 1.4 兆美元減稅方案，因其具有造成經濟過熱，迫使 Fed 需加快升息腳步之風險。惟該觀點現恐不適用當前美國政經狀況，Fed 主席 Yellen 即澄清，對於美國減稅，渠雖存有疑慮，但並非全然持反對態度。

(一) 美國減稅與否引發爭論

1. 減稅仍可能造成經濟過熱：依 Fed 委員經濟預測，2020 年之長期 Fed Fund Rate 預測為 3.1%，高於 Fed 原認為達成經濟充分就業之長期 Fed Fund Rate 水準 2.8%，原因可能為渠等擔心減稅有可能造成經濟過熱，屆時需緊縮貨幣政策以避免經濟過熱，惟須注意避免緊縮力道過大，導致經濟再次衰退。
2. 減稅須注意債務問題：Yellen 不同意川普總統及財政部長 Steven Mnuchin 對減稅不致增加美國赤字之觀點，渠擔憂美國目前債務過多問題，未來實施之減稅方案將增加政府債務負擔，一旦景氣衰退，將因而失去採取財政政策之空間。

(二) 目前可採取減稅方案的理由

1. 通膨依然不振：美國去年 11 月份核心 CPI 僅 1.7%，仍低於 Fed

之 2% 目標，根據經濟學理論“Phillips curve”，當失業率低於長期失業率(Fed 估計為 4.6%)，將可有效推動通膨。Fed 主席 Yellen 於本次 FOMC 會議記者會稱，減稅計畫將可提升美國經濟成長率及降低失業率；下任 Fed 主席人選 Jerome Powel 亦表示，長期通膨低迷或係目前就業市場尚未達到充分就業所致，近年許多勞工因長期失業退出勞動市場，由於此類勞工非屬勞動人口而未被歸納為失業人口，致就業數據失真。以目前經濟情況而言，需要強勁就業持續更長時間，以達成 Fed 之通膨目標。

2. 減稅或可增加美國潛在經濟成長率：Fed 主席 Yellen 認為，美國經濟成長存在勞動生產力位於低檔問題，而減稅可使經濟成長率處於高檔一段期間。而近年 Fed 官員即曾呼籲，除貨幣政策外，政府亦需實施擴張性財政政策，促進經濟發展。

3. 公司稅率過高致企業投資成長不足：2000 年時，美國公司稅最高為 35%，當時不僅低於 OECD 國家平均值，亦低於日本及德國；2015 年時，隨著 OECD 其餘國家紛紛降低稅率，美國公司稅率仍維持不變，致其稅率為現今 OECD 國家中最高者。Fed 前副主席 Stanley Fischer 即曾警告，企業資本投資及勞工生產力成長低落，將使未來經濟發展欲振乏力，而企業投資不振，原因就在於美國公司稅率過高，迫使企業投資失去誘因。

三、後記暨總結—美國國會已通過稅改法案

最終稅改版本已於 2017 年 12 月 20 日經參、眾兩院通過，預計年底前送交川普總統簽署後正式生效，新法須再交由財政部及國稅局制訂多項施行細則。有關新、舊法令差異，對照表如下：

	原有稅法規定	新稅法規定
個人所得稅	7 級距，最低稅率為 10%，最高稅率為 39.6% (個人年所得超過 418,401 美元，夫妻合併年所得超過 418,401 美元)	7 級距，最低稅率為 10%，最高稅率為 39.6%(個人年所得超過 500,000 美元，夫妻合併年所得超過 600,000 美元)， 施行時間自 2018 年至 2025 年
企業稅	35%	2018 年起即降至 21%
Obamacare 相關規定	個人若無法購買醫療保險，將處以 695 美元之罰款，若為家庭戶，罰款金額則為家戶所得之 2.5%	廢除原有規定
所得稅標準扣除額	個人為 6,350 美元， 夫妻為 12,700 美元	個人為 12,000 美元， 夫妻為 24,000 美元
州及地方納稅抵扣	個人可扣抵州及地方稅，高所得者具有限制。	個人可扣抵州及地方稅金額，不得超過 10,000 美元
房屋貸款利息抵扣	房貸金額若低於 100 萬美元，利息可抵扣	個人前 2 套之新購房屋，房貸利息可抵扣，惟房貸金額不得超過 75 萬美元
醫療費用抵減	醫療費用超過納稅人所得之 10% 部份可抵稅	2017 年及 2018 年度，醫療費用超過納稅人所得之 7.5% 部份可抵稅
不動產稅	對於個人擁有之超過 549 萬美元及夫妻合併持有超過 1,098 萬美元之不動產，課徵 40% 之不動產稅。	對於個人擁有之超過 1,098 萬美元及夫妻合併持有超過 2,196 萬美元之不動產，課徵 40% 之不動產稅，惟僅適用至 2026 年。

(一) 企業界對稅改法案最終版本感到滿意

1. 共和黨最終版之稅改法案提供大型企業所希望的方案，包括大幅調降企業稅，及保留重要之免稅額。
2. 美國商會首席政策主管 Neil Bradley 表示，整體而言，商界非常滿意最終版稅改法案。參、眾兩院折衷協調之後，不僅解決部分關鍵之不確定性，且提出令人意外之方案。

(二) 廢除或調降各項企業稅率

1. 最受企業集團歡迎之稅法修訂，莫過於國會刪除企業替代最低稅負（Corporate Alternative Minimum Tax）。
2. 此外，調降企業稅率至 21%，雖稅率略高於參、眾兩院之提案，惟生效日期較參議院版本提前 1 年實施，同樣受到企業歡迎。
3. 原海外盈餘課徵稅率高達 35%，致名列標普 500 指數之上市公司，將盈餘停滯於境外，累積高達 2.5 兆美元。最新稅改法案則針對企業海外盈餘匯回課徵一次性稅收（Repatriation Tax）：
 - (1) 現金等流動性資產之稅率為 15.5%，其他非流動資產如工廠及設備等，稅率則為 8%。
 - (2) 美國公司稅制將因此改為「屬地制」（Territorial Tax System），以鼓勵企業將海外盈餘匯回美國。

(三) 保留利息寬減額，惟計算標準因時間推移有異

1. 參、眾兩院對於利息寬減額之計算標準意見紛歧。眾議院提案利息寬減額，以營業損益（即含折舊與攤銷費用）之 30% 為限，參

議院則以稅前損益之 30% 為上限，即以前者計算寬減額上限較高。最終版本則修正為前 4 年依據眾議院版本計算（寬減額高），2022 年始改為參議院版本計算。

2. 惟分析師表示，現有折衷版本將造成不確定性，對於高槓桿或財務不穩定之公司，在改以較嚴苛之參議院版本計算時，恐將出現問題。

3. 放寬利息寬減額之主要目的，在於防止盈餘削減(earnings stripping)，及企業將利潤移轉至低稅率國家及地區進行避稅。

結言之，稅改將為美國經濟成長與企業獲利前景帶來上檔風險，企業亦有較大空間進行股份購回及增加配息，該等因素有利於美股。然而，目前其隱含風險溢酬仍低於很多其他成熟市場，故在多元資產投資組合內中性配置(neutral)美股應較為合理(日本、歐元區股市相對更具投資吸引力)。

美國經濟情況現處於或趨近最高限度，財政刺激將增加通膨壓力升溫風險，此外 Fed 緊縮步伐很可能較預期快，目前環境對固定收益資產不利。另考量其潛在報酬仍低於其他資產類別，故而建議減持，並偏低配置(underweight)美國公債及公司債。

新興市場成長動力穩健，潛在報酬仍較具吸引力，加上 2017 年 12 月 FOMC 會議重申利率循序漸進正常化，故建議偏高配置(overweight)新興市場股票及本地貨幣公債。

最後，自然利率下跌已成為經濟新常態，導致央行缺乏降息空間以抵抗衝擊，且無論採取何種策略因應都將不盡完美，故央行在引導經濟進入另一個階段以前，亦須努力配合外在環境之改變與時俱進。

參考資料

1. Goyal, Brooks, Mahmood Pradhan (2013) “A Banking Union for the Euro Area”, IMF Staff Discussion Note
2. Peter Praet, “Recent economic developments in the euro area” ECB Febelfin working group of bank economists, Brussels, 16 November 2017
3. Peter Praet, “Maintaining price stability with unconventional monetary policy measures”, October 2017
4. Federal Reserve Bank of New York, “U.S. Economy in a Snapshot”, December 2017
5. Peter Mooslechner, “Economic and Monetary Policy perspective for Europe and the Euro Area”, November 2017
6. Simmon Potter, “U.S. Monetary Policy and Financial Market Development”, November 2017
7. Nout Wellink, “Challenges for the Future of Central Banking”, December 2017
8. Max Ehrenfreund, “Trump’s tax proposal: What it means for the rich, for the world and for you”, Washington Post, April 2017
9. Deborah Leonard, Antoine Martin, and Simon Potter, “How the Fed Changes the Size of Its Balance Sheet” Federal Reserve Bank of New York, June 2017
10. Telis Demos, Liz Hoffman, Biography, Justin Baer and Rachel Louise Ensign “What Awaits Wall Street in Trump Tax Plan”, Wall Street Journal,

September 2017