



特朗普經濟牌的魔鬼細節

標榜大刀闊斧改革的特朗普成功入主白宮，可見美國選民求變心切。特朗普旗下的企業曾經六次申請破產，以他從商生涯的往績，筆者實在對美國政府的財政前景感到憂慮。可以預料，美國政府的財政缺口將會擴大，導致債務水平的上升速度加快。沉重的債務負擔，亦令特朗普向選民承諾的 4% 經濟增長率成為疑問。

宏觀環境遠遜列根時期

特朗普的經濟主張有“列根經濟學”的影子。上世紀八十年代，列根總統的經濟政策有四大核心，包括減少政府開支和對市場的控制、降低稅率、減少貨幣供應量、以及抑通脹。透過供給側的改革，為經濟體注入活力。列根在任的 1981 至 1988 年間，雖然美國經濟在他上任的翌年錄得 1.9% 的萎縮，但在 1984 年也錄得 7.3% 的快速增長；他在任其間，美國經濟平均每年增長 3.5%，其成就是有目共睹的。惟值得注意的是，上世紀的八十年代是全球經濟開放的年代。除了美國的列根外，英國也是由提倡自由經濟改革的戴卓爾夫人主政，中國亦開始推行改革開放。利好的宏觀環境，自然令“列根經濟學”取得事半功倍之效。反觀今天，貿易保護主義抬頭，各國爭相增設關稅，貿易糾紛亦不絕於耳。國際貿易處處設立壁壘，是當今環球經濟增長乏力的重要原因。在這宏觀環境下，特朗普想效法列根推供給側改革，成效也會大打折扣。

此外，現今美國政府的債務已高達其 GDP 的 104%，財政狀況遠差於列根上台時的 31%。而且，從下圖所見，列根在任期間的債務佔 GDP 比率是較快上升的。至列根離任時，債務佔 GDP 比率上升了 19 個百分點至 50%。這說明了列根的經濟政策雖有助推動整體經濟較快增長，但同時令債

張文晶
經濟研究員
Tel: 28266192
anniecheung@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

務水平更快的累積。若特朗普日後落實這些經濟政策，恐怕美國政府債務的累積速度，將會較列根、甚至奧巴馬時期有過之於無不及。

減稅收沒有減開支配合，債務的雪球將越滾越大

政府財政主要從稅收和支出兩方面分析。從稅收方面看，美國的企業稅收佔聯邦政府的整體稅收比重不算高，只有 11%。不過，特朗普倡議的企業稅率從 35% 急降至 15%，減幅驚人，單是這項調整已令聯邦政府減少了 1,966 億美元的稅收。另外，特朗普也表示將個人收入稅的稅階從 7 個簡化至 3 個，最富有階層的稅率有望從 39.6% 下調至 33%。收入稅是聯邦政府重要的稅收來源，佔整體的 33%。然而，個人收入稅率的減幅較企業稅率溫和，且政策只影響部分的納稅人，假設將來按收入劃份的稅階是平均分佈，相關的調整令聯邦政府減少 234 億美元稅收。

減少稅收乃意料中事，關鍵是政府會否同時減少開支配合。遺憾的是，綜合特朗普的經濟政策主張，在縮減政府開支方面並不積極，筆者相信未來的聯邦政府開支只會有增無減。聯邦政府的開支結構當中，醫療及社會福利已佔了半壁江山，分別佔整體開支的 25% 和 24%。減少民生相關的開支一般會受到不少阻力，而特朗普亦無此打算。另一項較大比重的開支是國防相關項目，佔整體的 16%。特朗普貫徹共和黨的理念，主張加碼。此外，他又主張擴大基建投資，這也會增加政府的開支。還有一項是國債淨利息支出。拜長期低息環境所賜，相關支出只佔 6%。但是，美國已連續 16 年出現財赤，債務負擔沉重；而現今的利率環境仍處極低水平，已沒有什麼下調的空間，所以利息支出很難減少。特朗普唯一的縮減開支政策，就是凍結聯邦政府招聘，透過職員自然流失達到“瘦身”目的。相比精簡聯邦政府架構，特朗普提倡的方法實屬小修小補，試問能有效減少政府規模嗎？縮減政府規模方面的開支，也實在難以抵消其他方面的開支擴張。

所以，預料在稅收大幅減少、同時開支居高不下的情況下，美國政府的財政缺口只會越來越大。按最保守的估算，特朗普的經濟政策令美國財赤佔 GDP 比率較 2015 年的 2.5% 提升 1.2 個百分點至 3.7%，超出國際標準的 3% 範圍。財政缺口只能靠發債填補，按此推算，奧巴馬政府花八年時間將國債增加 10 億美元，特朗普或會提早達標。

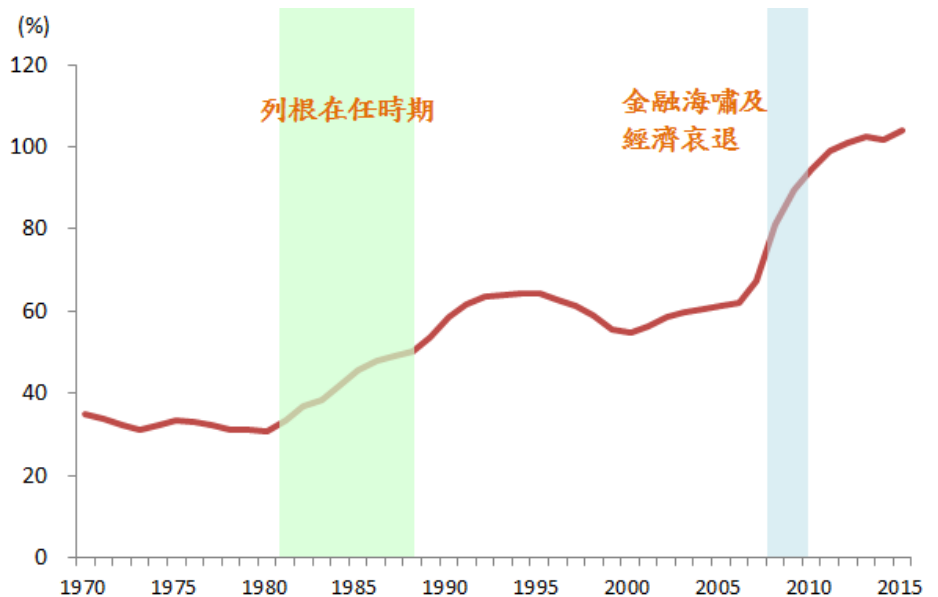
債台高築大大制約經濟增長

美國政府的債務本已沉重，若財政狀況更趨惡化，主權評級下調的風險將會大大提升。這對企業而言是不利的。一般的企業融資成本定價，是參考低風險資產(即美國國債)再加上風險溢價。所以，美國主權評級下調將增加企業的融資成本，將會減低企業的投資意欲及盈利。

除了企業外，個人消費也將受到負面影響。首先，企業經營不景氣，僱員的薪金增幅也不會理想。其次，正因為政府要積極發債填補財政缺口，令貨幣供應量增加，通脹可能將會升溫。加上利率已長期處於極低水平，令金融市場及實體經濟造成不同程度的扭曲，利率正常化亦是需要的。結果，利率水平將有上行壓力，債市、股市、房地產價格也相應調整，負面的財富效應也會壓抑個人消費。

特朗普的放寬規管、廢除 Obama Care 等主張，的確容易令選民相信他會為美國帶來美好的改變。不過，其政策對美國財政的弊端、以至帶來的負面影響並沒有太多人深究。美國能否如特朗普的競選口號“Make America Great Again”，至少在經濟方面，筆者是有保留的。

圖一：美國債務佔 GDP 比率於列根在任時較快上升



資料來源：聖路易斯聯邦儲備銀行，中銀香港經濟研究

近期報告

- | | | | |
|-----|--------------------------------|---------|-------|
| 1. | 國際性人民幣債券指數將帶來積極影響 | 羅羽庭 | 11.10 |
| 2. | 特朗普變革值得期待 | 卓亮 | 11.10 |
| 3. | 特朗普當選對香港貿易影響料輕微 | 黃思華 | 11.10 |
| 4. | 如何評估特朗普爆冷入主白宮對金融市場的短期及長期影響？ | 鄂志寰 | 11.09 |
| 5. | 特朗普當選對人民幣匯率的影響 | 應堅 | 11.09 |
| 6. | Trump 贏得大選對未來美國貨幣政策的影響 | 戴道華 | 11.09 |
| 7. | 加入亞投行後香港可在亞太區基建有更大作為 | 應堅 | 11.09 |
| 8. | 特朗普改革非兒戲 | 卓亮 | 11.07 |
| 9. | 內地暫停以銀聯為支付渠道繳納香港人壽保費的影響分析 | 何國樑 | 11.01 |
| 10. | 人民幣“入籃”一個月 SDR 效應初顯 | 應堅 | 10.31 |
| 11. | 嘗試將人民幣匯率問題簡單化 | 卓亮 | 10.31 |
| 12. | 金管局任命新一批 PLPs 可促進人民幣市場更趨穩健 | 應堅 | 10.27 |
| 13. | 英國脫歐為何英鎊獨憔悴？ | 戴道華 | 10.25 |
| 14. | 內地經濟嘗試築底，供應側改革效果漸現 | 鄂志寰、蔡永雄 | 10.19 |
| 15. | 從“辣稅”分析樓市需求 | 蔡永雄 | 10.18 |
| 16. | 關注近日離岸人民幣匯率波動 | 應堅 | 10.17 |
| 17. | 中港跨境金融服務新態勢 | 蔡麗斌 | 10.14 |
| 18. | “硬脫歐”下的“強衝擊”
——英鎊匯率下跌預示著什麼？ | 鄂志寰、蔡永雄 | 10.07 |
| 19. | 迷你單位無助改善居住環境 | 蔡永雄 | 09.30 |
| 20. | 公平與優先，美國經濟該選哪條路？ | 蘇杰 | 09.28 |