



## 特朗普不確定性中的三個確定性 -- 特朗普首批對內政策效果預估

1 月 20 日，特朗普正式入主白宮，他最大的特點是政治門外漢和非建制，其政策主張具有很強的不可預測性。在競選期間他多次提出要推行個人和企業稅制改革、廢除奧巴馬醫改、增加基建及開發傳統能源開支、簡化政府監管、以及重新檢討貿易協議等多項措施。從過去兩個多月的情況看，市場對特朗普的新政有過於樂觀的期待，但政策本身尚有變數，且落實路途漫長，對經濟的影響亦有利有弊。

### 一、關注廢除奧巴馬醫改對經濟增長的影響

奧巴馬醫改在實施以來一直受到很大爭議，反對原因主要是由 2014 年起，所有美國人都必須購買醫保，僱主必須為僱員提供保險，否則將被罰款，這增加了企業的營運成本，特別是對中小企業來說壓力較大，並會削弱美國企業的國際競爭力。同時也擔心會增加政府的財政負擔，以至日後增加中產階級的稅務負擔等。再者，一般沒有醫保的人均是少數族裔和有色人種，特別是非法移民成為最大的受益者。因此，上述問題便觸及了共和黨的底線，令特朗普提出要廢除奧巴馬醫改的做法受到支持，並成為他上任的首要工作。

奧巴馬醫改實施以來已有超過 2,000 萬人獲得了醫療保障，特別是法例容許更多人合資格參加醫療補助計劃(Medicaid)。事實上，2014 年及 2015 年醫療開支的實質增幅分別達到 3.2% 及 5.3%，高於個人消費開支 2.9% 及 3.2%，以及本地生產總值 2.4% 及 2.6% 的增幅，相信是與獲得醫療保障的人數及其醫療開支增加有關。以現時美國經濟增長仍未擺脫低增長的格局下，醫療開支持續增加成為了推動經濟增長的一大亮點，其於 2014 年及 2015 年對經濟

鄂志寰博士  
中銀香港首席經濟學家  
Tel:28266204  
ezhahuan@bochk.com

蔡永雄  
高級經濟研究員  
Tel:28266976  
rickychoi@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。

增長的貢獻分別達到 15% 及 23%，故有意見擔憂一旦特朗普廢除奧巴馬醫改，醫療開支的增幅將會受到制約，或會對經濟帶來負面影響。

特朗普廢除奧巴馬醫改後，相信亦不會把那 2,000 萬剛獲得醫療保障的人完全排除於外，預期特朗普政府是會透過改革，來提升美國醫療體系的效率，如他曾批評藥物價格太貴，政府需要與藥物生產商重新議價、加快新藥物審批程序及放寬藥物進入美國市場、容許保險公司於不同州份銷售保險、容許個人及企業就醫療保險保費支出扣稅等。

據美國盡責聯邦預算委員會(Committee for a Responsible Federal Budget)估算，廢除奧巴馬醫改中有關擴大 Medicaid 範圍和購買醫療保險補助將可在未來 10 年間為美國政府分別省下 1.1 萬億美元及 9,000 億美元的開支，且現時需要向年收入超過 20 萬美元的人士額外徵稅，以部份支付奧巴馬醫改下的開支。目前，將如何善用這些省下來的資金，以及會否廢除向高收入人士額外徵稅仍在商討之中。如果上述改革能夠為美國建立一個更多樣化和有效率的醫療保障制度，甚至可用部份省下來的資金來支持特朗普其他政策的開支，如減稅及增加基建等，可部份抵銷廢除奧巴馬醫改對醫療開支和經濟所帶來的負面影響，但這只是樂觀分析的一個情景，如果政策效果走向負面，則可能對經濟增長帶來新的不確定性。

## 二、稅制改革將面臨財政赤字的約束

稅制改革方面，特朗普提出要簡化個人入息稅制由七個稅階改為三個，最高稅率由 39.6% 降至 33%、下調企業所得稅，由 35% 降至 15%，並向企業海外調資回美提供「稅務假期」，由 35% 降至 10%。實際上，共和黨的眾議院議員於去年 6 月份提出「稅務改革藍圖的更好方式」，部份內容與特朗普提出改革也有相似之處，料可較容易達到共識，如雙方均同意稅制改革應該降低個人和企業稅率、消除長期存在的稅收漏洞和擴大稅基，以推動美國經濟增長。此外，該藍圖也提出了邊境稅調整政策，即向進入美國的產品徵收稅項，但由美國本土出口的產品，政府則向這些企業提供稅務優惠。用意在於增加美國出口競爭力，和鼓勵美國企業把生產線搬回美國。由於美國貨品進口額一直較出口為高，2015 年美國進出口額分別為 2.27 萬億美元及 1.51 萬億美元，兩者相差

7,626 億美元，若簡單以 20% 作為企業稅率計算，實施邊境稅調整政策將可為美國政府帶來近 1,500 億美元的收入，可以部份抵銷因下調個人入息稅和企業所得稅稅率的影響。另外，特朗普和共和黨在稅制改革的一些領域上也存在差異，如特朗普建議企業所得稅降至 15%，國會藍圖則將稅率降低至 20%，且是否繼續對在國外獲得利潤的美國公司徵稅也存在分歧，但相信雙方最終可以達成共識，令稅制改革成為廢除奧巴馬醫改，特朗普上任後的第二項主要工作。根據慣例，新任總統一般會於 2 月首星期一提交下一年度的詳細財政預算，其內容可為稅制改革提供啟示。

特朗普減稅和增加投資的政策將會大幅增加美國政府的財赤，特別是其國債已接近 20 萬億美元。根據美國國會預算辦公室的資料顯示，個人入息稅和企業所得稅分別佔美國政府 2016 年收入的 47% 及 9%，即 1.55 萬億美元及 3,000 億美元。由此可見，企業所得稅並非美國政府的主要收入來源，故特朗普可以大力闊斧地提出大減企業所得稅，而對個人入息稅則較多作出簡化，由七個稅階改為三個，並廢除一些扣減，稅率的減幅則不是太大，預期減稅對財政收入的影響將超過本地生產總值 1 個百分點。然而，倘若計及減稅可能對消費、投資和經濟帶來刺激、廢除奧巴馬醫改亦省下部份資金，加上邊境稅調整政策，以及企業海外調資回美等相關稅收，美國政府長遠的財政狀況應不致受到顯著影響，惟短期財政赤字或會擴大。

### 三、通脹走勢將左右貨幣政策走向

特朗普提出廢除奧巴馬醫改、減稅和稅務改革、簡化政府監管、以及提高基建和增加開發傳統能源開支等應能激經濟增長，但由於制訂和落實具體政策需時，料對今年經濟的正面拉動作用不大。自特朗普當選總統後，市場對其新政甚為期待，刺激股市、利率和美元匯價一同上升，其中利率上升已對按揭息率等構成影響，未來或會制約住宅和商業投資等表現，美元上漲亦難免削弱美國貨品和服務的競爭力，對淨出口帶來負面影響。再者，國際大宗商品價格已由谷底回升，油價上升亦會拖累私人消費和經濟的表現。因此，這些因素將會抵銷部份特朗普新政的正面效果，預期今年美國經濟溫和增長的趨勢不會有明顯改變，較去年加速或不多於 0.5 個百分點，至 2.0% 左右。

在低比較基數和國際大宗商品價格回升的背景下，未來數月

的通脹率將持續溫和回升。再者，若特朗普的減稅、增加開支、以及向進口產品徵稅等政策能有效落實，並對經濟帶來正面支持，通脹率亦難免會有所上升，惟預期有關傳導過程需時，預期今年的通脹率仍將維持於溫和的水平，特別是美元匯率偏強限制進口價格上升，將抵銷部份通脹上行的壓力。

總體來說，美國經濟溫和增長，特朗普新政料不會於在短期內過度刺激經濟和通脹，迫使聯儲局需要加快加息，預期今年聯儲局仍會維持緩慢的加息步伐，惟不確定性仍然較高。一方面，若特朗普新政能成功推動美國經濟加快增長，將會減低聯儲局持續實施寬鬆貨幣政策的需要，另一方面，近月美元匯率和市場利率回升，亦已達到收緊貨幣環境的效果，再加上特朗普在未來一年多可委任四名聯儲局官員，這些人選對貨幣政策的取態對未來聯儲局加息的步伐將產生直接影響。

## 近期報告

- |     |                             |         |       |
|-----|-----------------------------|---------|-------|
| 1.  | 特朗普變革非空談 惟前路崎嶇              | 卓亮      | 01.24 |
| 2.  | 2016年內地經濟築底回穩               | 鄂志寰、蔡永雄 | 01.20 |
| 3.  | 《國務院關於擴大對外開放積極利用外資若干措施》影響評析 | 蘇傑      | 01.18 |
| 4.  | 美國經濟的一些矛盾現象                 | 戴道華     | 01.13 |
| 5.  | 特朗普上任在即：聽其言不如觀其行            | 蘇杰      | 01.12 |
| 6.  | 熊貓吃掉點心了嗎                    | 劉雅莹     | 01.11 |
| 7.  | 香港還能在全球首次集資市場連續稱王嗎？         | 蘇杰      | 01.11 |
| 8.  | CFETS人民幣匯率指數貨幣籃子的調整及其涵義     | 戴道華     | 01.06 |
| 9.  | 金磚國家穩定本幣匯率的那些招式             | 柳洪      | 01.05 |
| 10. | 中國經濟增長目標的設定                 | 戴道華     | 12.29 |
| 11. | 市場經濟地位揭開中美貿易角力新序幕           | 黃思華     | 12.23 |
| 12. | 基金互認擴版圖提升香港在全球的資管地位         | 李明揚     | 12.22 |
| 13. | 深港通與滬港通開通初期的比較分析            | 蘇傑      | 12.20 |
| 14. | IMF對資本管制的取態及啓示              | 戴道華     | 12.20 |
| 15. | HIBOR走勢分析及其影響               | 張文晶     | 12.19 |
| 16. | 債市異動主因非聯儲局加息                | 卓亮      | 12.19 |
| 17. | Fintech公司紛紛落戶新加坡的來龍去脈       | 關振球     | 12.16 |
| 18. | 波動加劇，明年港股可看高一線              | 蘇傑      | 12.15 |
| 19. | 聯儲局加息，利率上升周期真正成型            | 鄂志寰     | 12.15 |
| 20. | 強美元下亞洲新興市場哪一個最脆弱？           | 戴道華     | 12.06 |