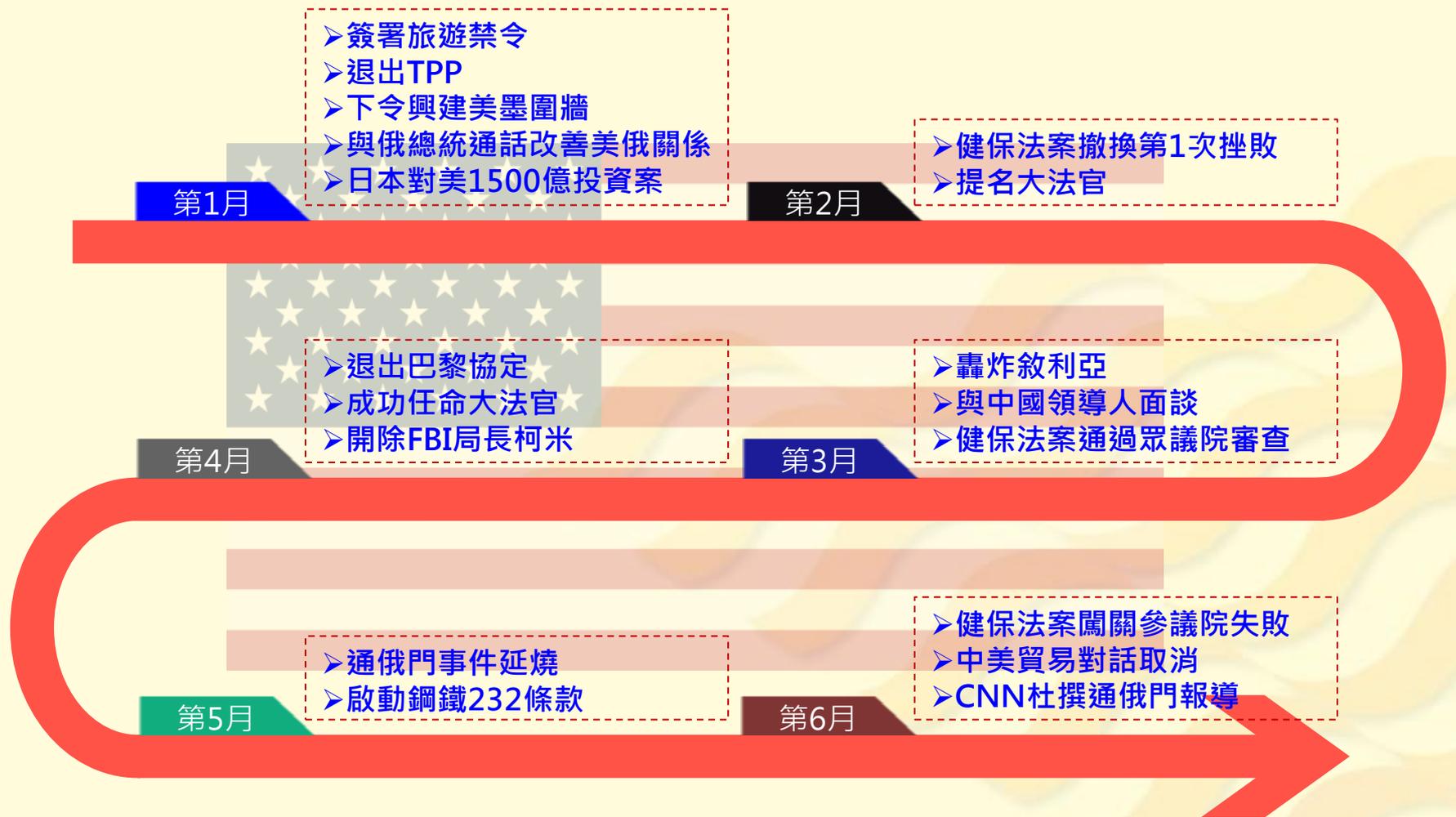


# 川普就任半年度 美國政經情勢檢視



統一期貨投顧  
2017.08.04

# 就任半年大事記



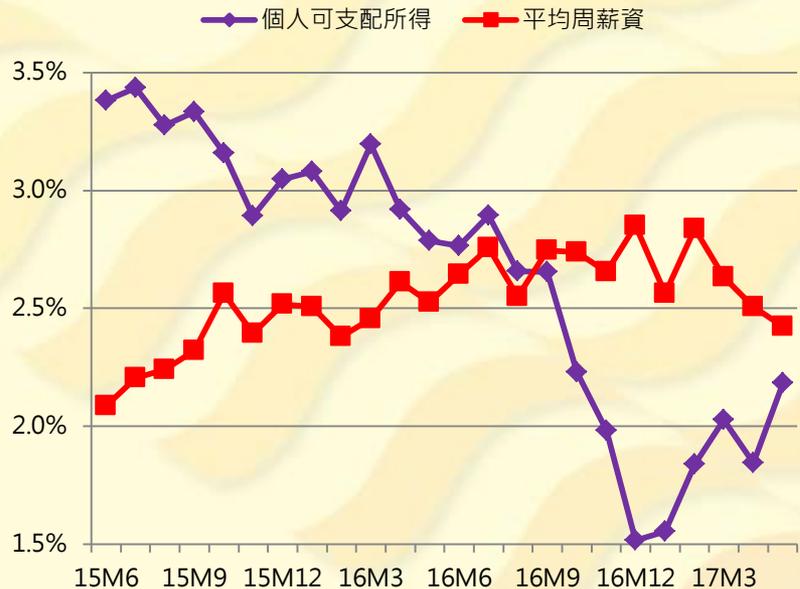
# 低失業率未能帶來薪資成長

- ◆ 近期美國失業率屢創新低，固然受惠於經濟的逐步復甦，但勞動參與率持續下滑也是造就低失業率的主要因素之一。
- ◆ 雖然失業率來到近7年半低點，薪資與個人可支配所得卻呈現牛步緩升，也壓抑了通膨的表現。

圖1-失業率&勞動參與率



圖2-個人可支配所得&平均周薪資



資料來源：Bloomberg、BEA

# 通膨轉弱 升息壓力下降

- ◆ 近期美國通訊業者在展開割喉戰，威瑞森 (Verizon) 等公司紛紛以更低廉的價格推出吃到飽數據方案搶客，累計近一年無線話費跌幅已逾10%。
- ◆ 通訊類服務的價格大幅下滑，也拖累了CPI及核心CPI年增率雙雙跌破2%，導致升息預期大幅下滑。

圖3-CPI&核心CPI

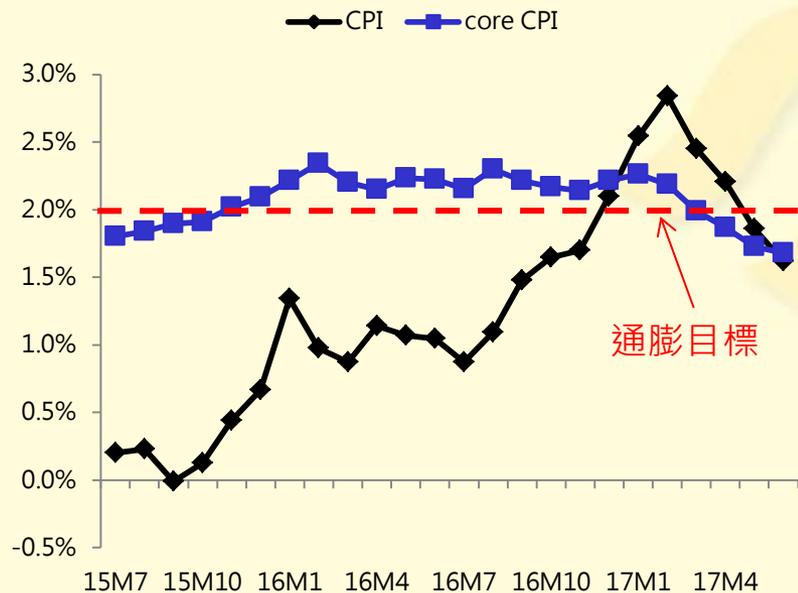
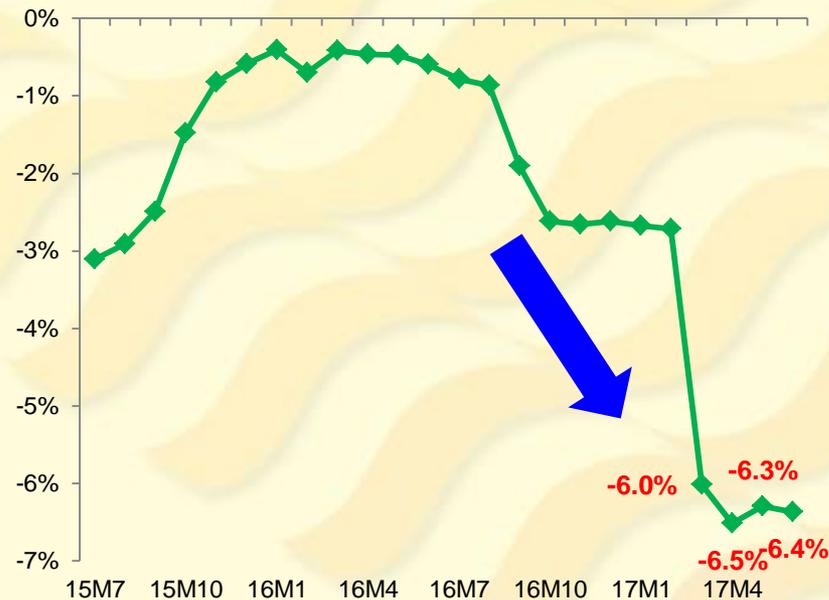


圖4-通訊類CPI



資料來源：Bloomberg、BLS

# 12月升息機率跌破5成

- ◆ 受到通膨數據下滑影響，聯準會主席葉倫在赴國會聽證時雖表示仍會維持漸進式升息，但也提到通膨偏低，遭市場鴿派解讀。
- ◆ 根據CME FedWatch模型顯示，今年12月升息機率近期跌破了5成，顯示市場對於聯準會升息的預期下降。

圖5-2017.12升息機率

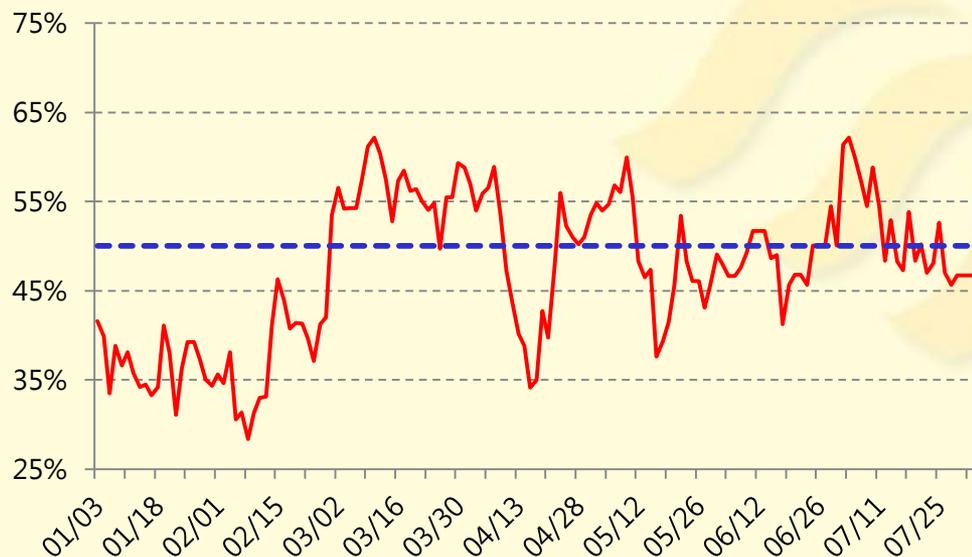
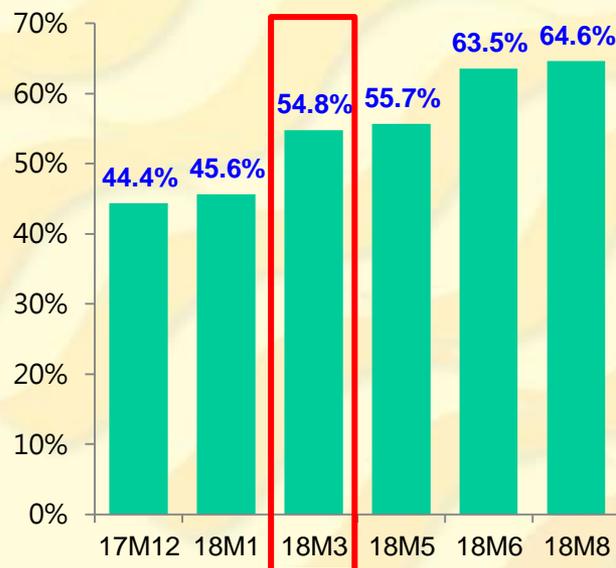


圖6-各月FOMC會議升息機率



資料來源：CME

# 業界看法與終端消費產生落差

- ◆ 根據ISM統計，製造業採購經理人指數(PMI)及非製造業採購經理人指數(NMI)均維持在代表擴張的50以上，顯示業界對於未來景氣看法樂觀。
- ◆ 但觀察到對於景氣較為敏感的指標耐久財訂單，卻呈現下滑的跡象，顯示實際上的終端消費有趨緩的現象，不敢增加耐久財的投入。

圖7-ISM PMI&NMI

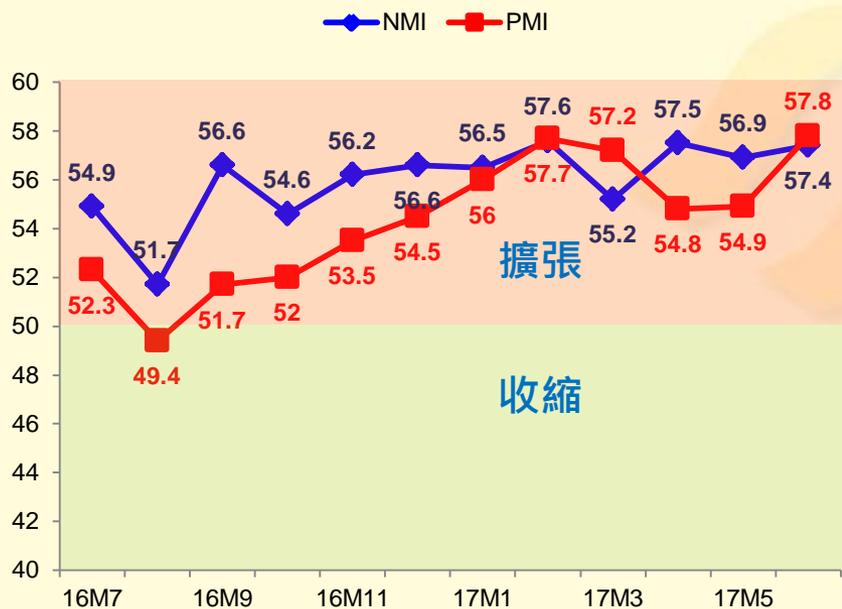
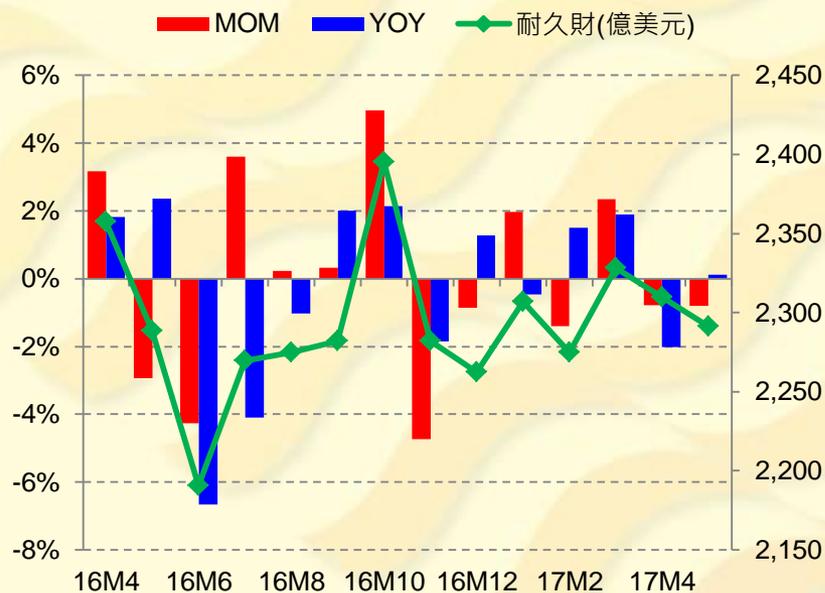


圖8-耐久財訂單



資料來源：ISM、Bureau of Census

# 零售消費增長信心略有不足

- ◆ 相較於耐久財訂單略為疲弱，零售銷售數字相對亮眼，雖然銷售金額略微下滑，但近三個月年增率均有3%以上增幅。顯示美國消費習慣偏愛較低價的零售商品、服務。
- ◆ 整體消費者信心指數則連續兩個月出現下滑，信心略有趨緩，對於未來經濟前景存有疑慮。

圖9-零售銷售數額

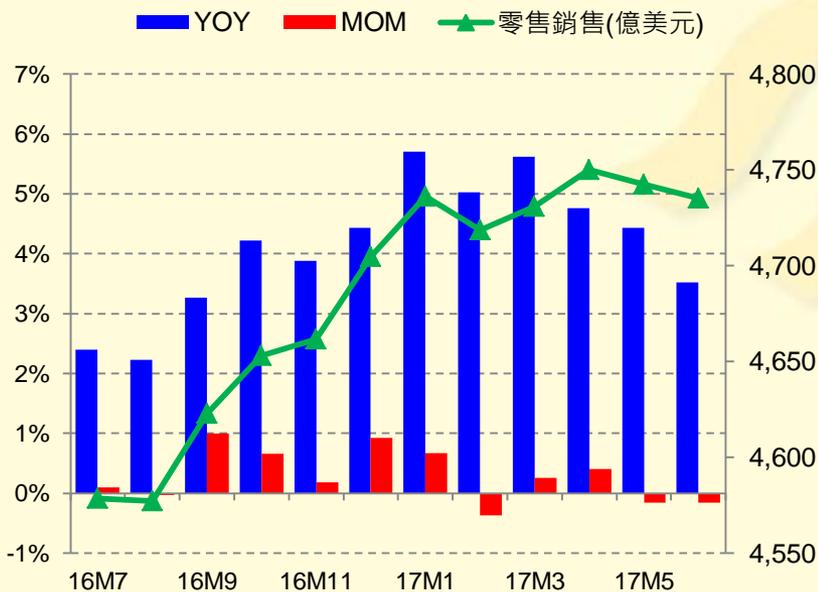
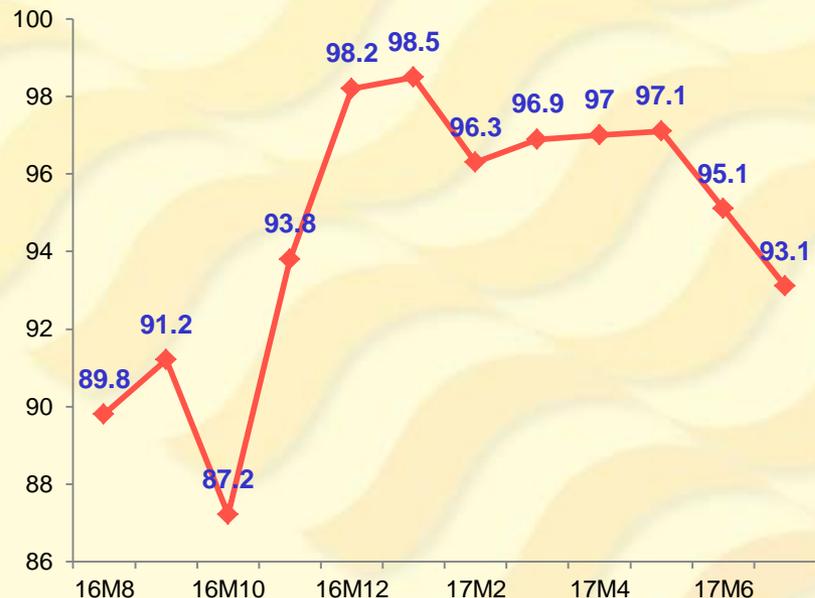


圖10-密西根大學消費者信心指數



資料來源：Bloomberg

# 緩速升息&開始縮表

- ◆ 葉倫於7月12日赴國會聽證時表示，目前已處於「中性利率」無大幅升息的必要。另7月FOMC會後聲明表示，「相當快」就會開始縮減資產負債表，市場預估時間點可能落在9月。



圖11-聯準會資產負債表



資料來源：Fed

# 誰是下任聯準會主席？

- ◆ 現任聯準會主席葉倫將於2018年3月底任滿，市場預測最熱門接班人為全國經濟委員會主席加里.柯恩。但日前川普公開表示不排除讓葉倫續任的可能。另沃許亦與川普關係密切，市場評估亦為可能人選。
- ◆ 知名線上博弈網站「Predict It」資料顯示葉倫與柯恩當選主席機率相近



珍妮特.葉倫

## 經歷及背景

- ✓ 聯準會主席(現任)
- ✓ 聯準會副主席
- ✓ 舊金山聯儲行長
- ✓ 總統經濟顧問委員會主席
- ✓ 經濟學家及經濟教授

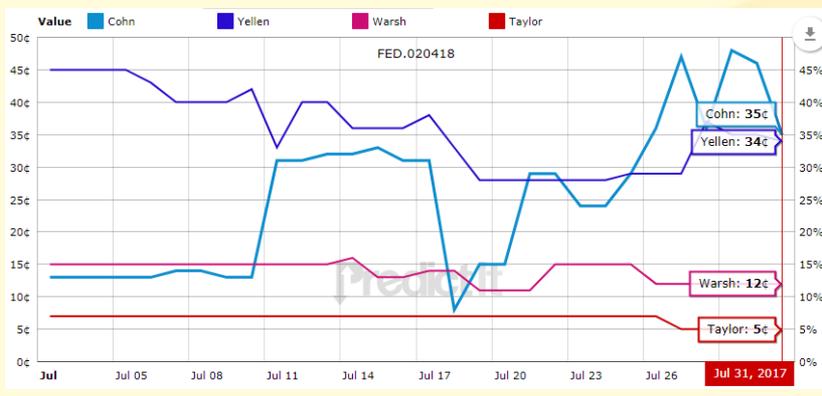


加里.柯恩

## 經歷及背景

- ✓ 全國經濟委員會主席(現任)
- ✓ 總統經濟顧問(現任)
- ✓ 高盛總裁暨營運長
- ✓ 投資銀行家

圖12-下任聯準會主席賭盤



凱文.沃許

## 經歷及背景

- ✓ 總統經濟顧問(現任)
- ✓ 聯準會委員
- ✓ 摩根史丹利副總裁
- ✓ 國家經濟委員會執行秘書

# 川普的對外政策

- ◆ 川普就任後，多次與各國元首會面，其中較受到注目的有日本首相安倍晉三、德國總理梅克爾及中國領導人習近平。
- ◆ 日本：承諾對日本安全提供協助，確認美日安保條約。
- ◆ 德國：與梅克爾在貿易、移民及北約等多項議題上存在歧見。
- ◆ 中國：確認「貿易百日計畫」，平衡中美貿易逆差。



# 與中國關係的和解

- ◆ 雖然川普於就任前揚言將中國為匯率操縱國，將實施經濟制裁。但就任後態度轉為溫和，調查報告僅將中國列為「觀察名單」。就任前與蔡英文通話一度激怒中國，選後也以不想造成習困擾為由拒絕再與蔡通話。
- ◆ 北韓於太陽節試射飛彈，美國求助於中國聯合壓制北韓進一步的舉動，加深雙方的合作。

## 態度的轉變

### 過去

指控中國為  
匯率操縱國

就職前與  
蔡英文通話

轉變

### 現在

中國僅為匯率  
操縱國觀察名單

不想造成習困擾  
拒絕再通話

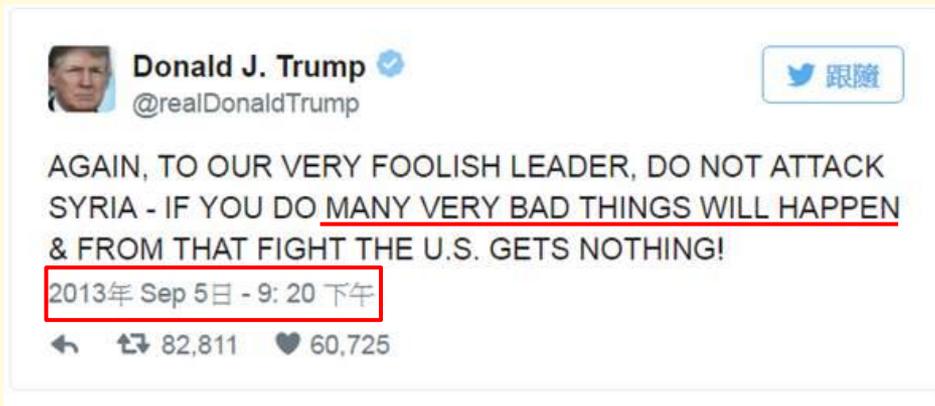
## 中美合力維穩



壓制北韓



# 川普為何下令攻擊敘利亞



- ◆ 川普於2013年曾表示反對歐巴馬攻擊敘利亞，但今年4月6日卻下令發射59枚戰斧飛彈攻擊。
- ◆ 川普態度轉變可歸納原因如下：
  - 轉移低支持率、重大法案受阻等問題。
  - 與歐巴馬謹慎態度區隔。
  - 在北韓問題上對中國施壓。

### 戰斧巡弋飛彈 (Tomahawk cruise missile)

可攜帶傳統彈頭與核彈頭，從戰艦和潛艦發射。自1991年在伊拉克入侵科威特的沙漠風暴行動啓用以來，美軍每次重大軍事行動都有戰斧巡弋飛彈的身影。

**射程** ▶ 最遠1000哩 (1600公里)  
**時速** ▶ 550哩 (885公里)  
**翼展** ▶ 8.8呎 (2.7公尺)  
**重量** ▶ 2900磅，或3500磅 (加助推器)  
**長度** ▶ 20.5呎 (加上固體燃料助推器)

#### 發射與攻擊過程

- 1** 攻擊目標一旦選定，即可從戰艦和潛艦發射。飛彈靠自身引擎推進，彈翼在飛行中展開
- 2** 最新型戰斧巡弋飛彈靠GPS和其他導航系統定位，飛行中可重新校正目標位置
- 3** 飛行中可偵察拍照，包括對打擊目標和其他目標，抵達目標後可延遲攻擊，在與後方指揮部確認核對後再實施打擊
- 4** 可打擊固定目標與移動目標

(資料來源：美國軍方)

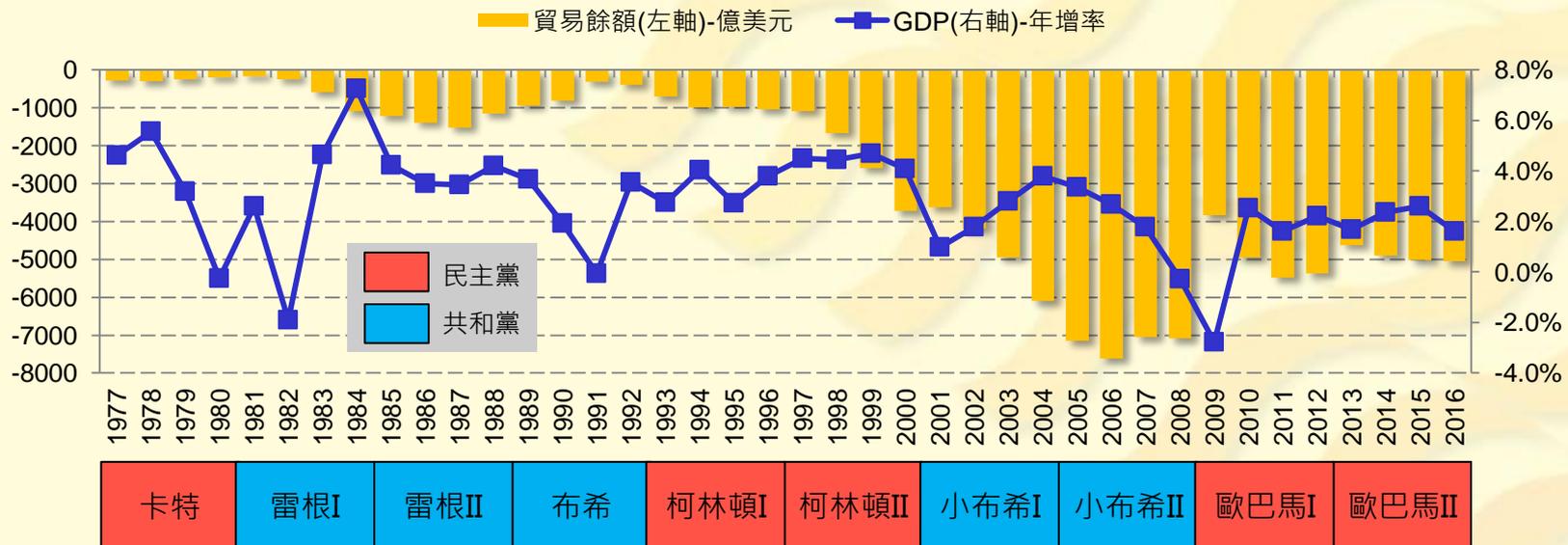


資料來源：世界日報

# 90年代末期貿易逆差擴大

- ◆ 90年代末期，美國生產成本攀升，加上新興市場開始崛起，製造業進入新的量產趨勢。在低價競爭之下，使美國對於進口需求不斷增溫。加上美國經濟的持續繁榮，使總需求上升，也促使了貿易逆差的擴大。
- ◆ 川普認為巨額的貿易逆差扼殺了美國製造業的生存空間，試圖以「美國製造」提振製造業，增加就業機會，同時削減貿易逆差。

圖13-歷年美國貿易餘額&GDP年增率



資料來源：Bloomberg、BEA

# 美國的貿易逆差未見改善

- ◆ 川普上任以來貿易逆差仍未改善，尤以中國為最，累計1-5月已逾1500億。
- ◆ 分類觀察，出超以農產品及石化/煤較高，入超則以資訊及運輸為大宗。

圖14-美國前五大貿易逆差國(商品類)-億美元

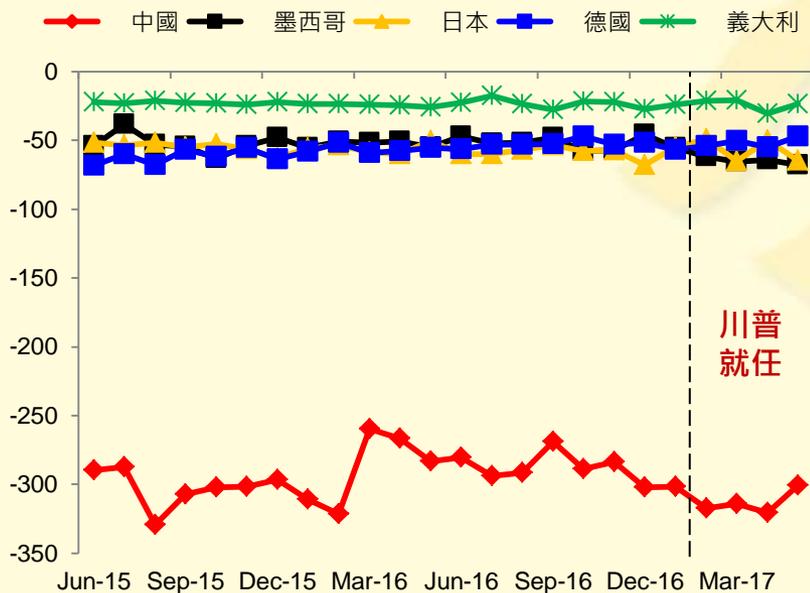
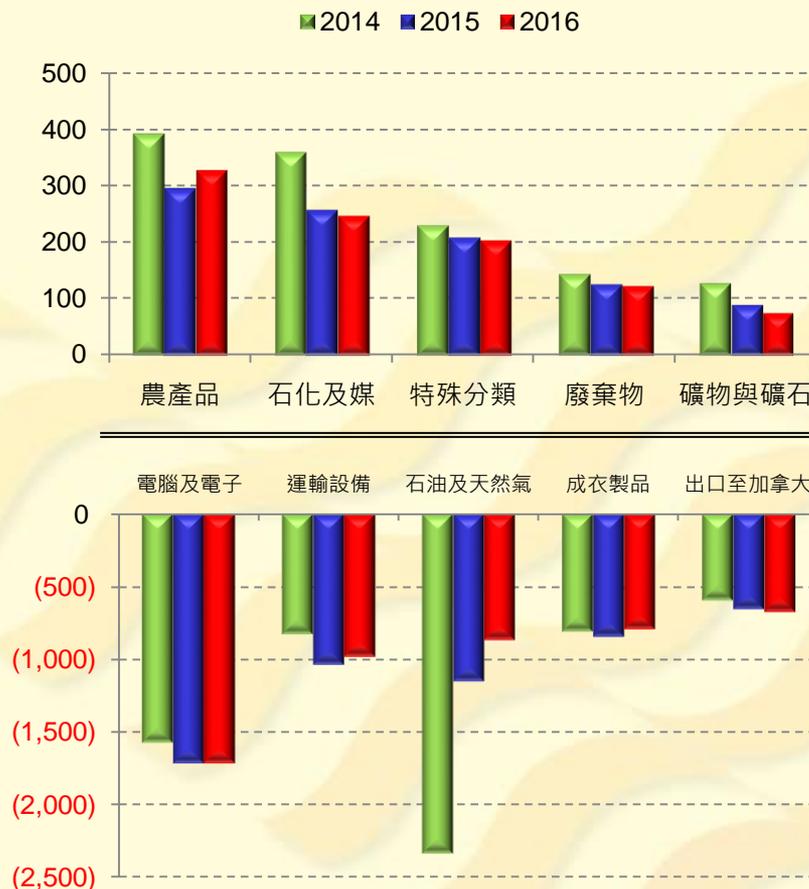


圖15-淨出入超前五大類別近三年金額-億美元

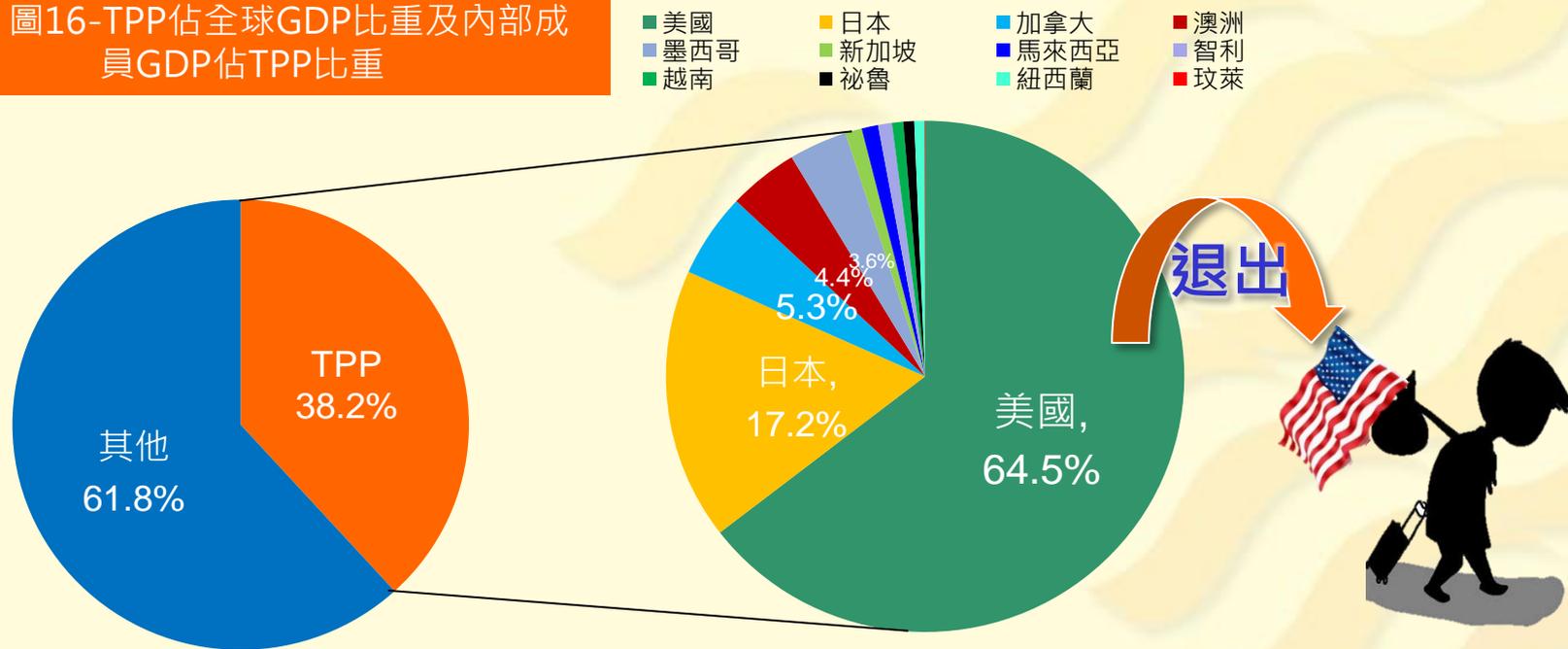


資料來源：Bloomberg、Bureau of Census

# 退出TPP投下震撼彈

- ◆ 美國對TPP其餘成員國具有大幅貿易逆差，川普認為TPP的關稅優惠對美國經濟造成巨大傷害，於1月23日宣布退出TPP，使TPP陷入困境。
- ◆ TPP的第30.5條規定，至少要有6個成員國在簽署2年內批准、且這6國的GDP需占所有簽署方2013年時GDP總和達85%。少了美國難以生效。

圖16-TPP佔全球GDP比重及內部成員GDP佔TPP比重



資料來源：IMF；資料時間：2016年

# 美國退出巴黎協定

- ◆ 為了遏止「全球暖化」現象，1997年計84國於日本簽訂了「京都議定書」，協議抑制大氣中溫室氣體，訂定了各國的碳排放量，後於2015年聯合國氣候峰會通過「巴黎協定」取代了京都議定書。
- ◆ 美國於2005年同意在不損害經濟發展的前提下執行「京都議定書」內容。但川普拒絕承認全球暖化的現象，並認為「減碳」對於美國經濟損害甚鉅，6月1日即宣布退出「巴黎協定」，震撼了全世界。

圖17-前五大碳排放國全球佔比

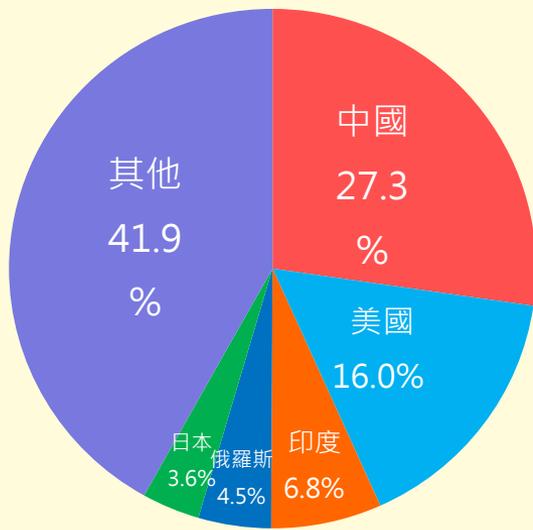
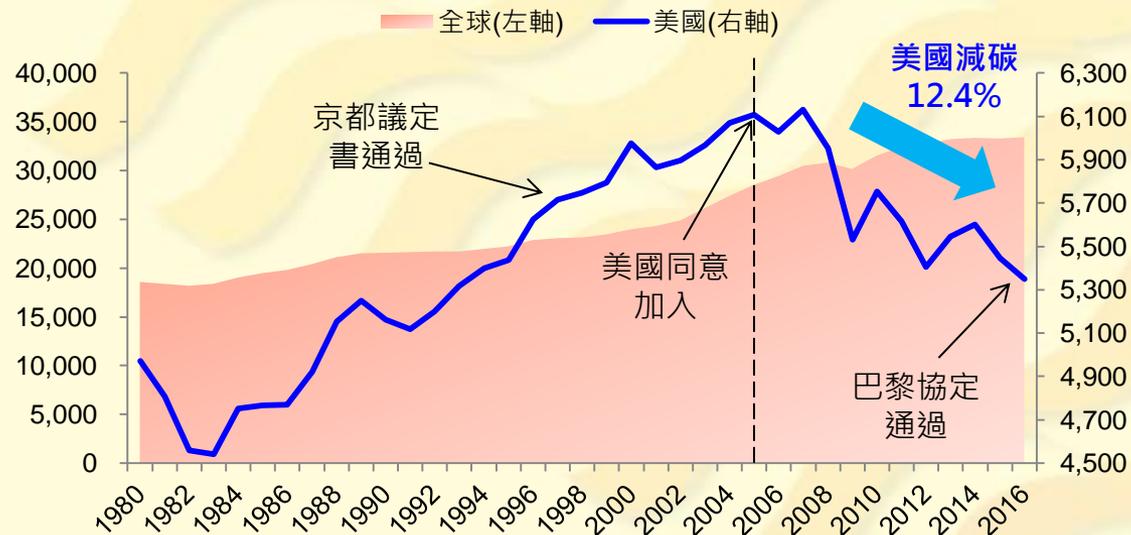


圖18-全球與美國碳排放量歷年走勢-百萬公噸



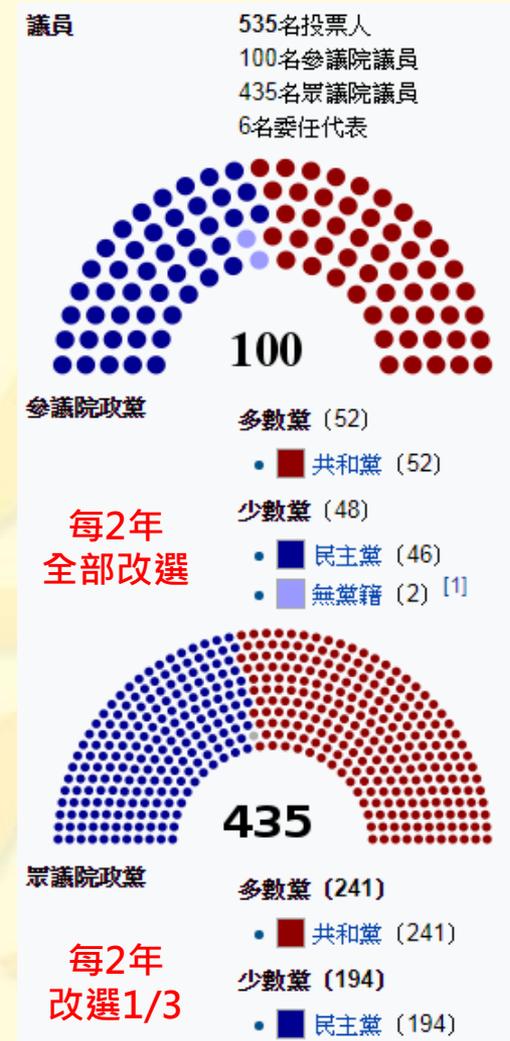
資料來源：BP；資料時間：2016年

# 美國的兩院制

- ◆ 美國國會採兩院制，法案須經兩院同意方可生效，若其中一方不同意則須退回重審，或召開兩院協商會議修訂。兩院並無高低之分，僅權責側重不同。
- ◆ 共和黨雖於兩院取得多數席次，但參議院僅多2席，若發生跑票，則難以通過法案。

表1-美國國會權力比較

項目	參議院	眾議院
稅務、預算	修訂、駁回權	提案權
人事、條約	建議與認可	無
政策、法規	同意/駁回	提案權
彈劾權	2/3多數(終審)	簡單多數(提案)
推選總統	無	無候選人取得多數選舉人票時行使
推選副總統	無候選人取得多數選舉人票時行使	無



# 健保法案的挫敗

- ◆ 川普於上任前即揚言要廢除歐巴馬健保法案，並稱該法案為『災難』，今年保費將巨幅增加，保險公司將拒絕承保，最終將『內爆』(implode)。
- ◆ 但新健保法案的推動卻遭遇到諸多困難，連共和黨內部都有許多不同的反對意見，導致法案闖關跌跌撞撞，雖然於5月通過眾議院表決，但參議院卻於7月最後一周連續三次挫敗。
- ◆ 川普曾言將於健保法案通過後再推行稅改政策，如今法案延宕也讓後續財政政策的推動全數延後，增加變數。

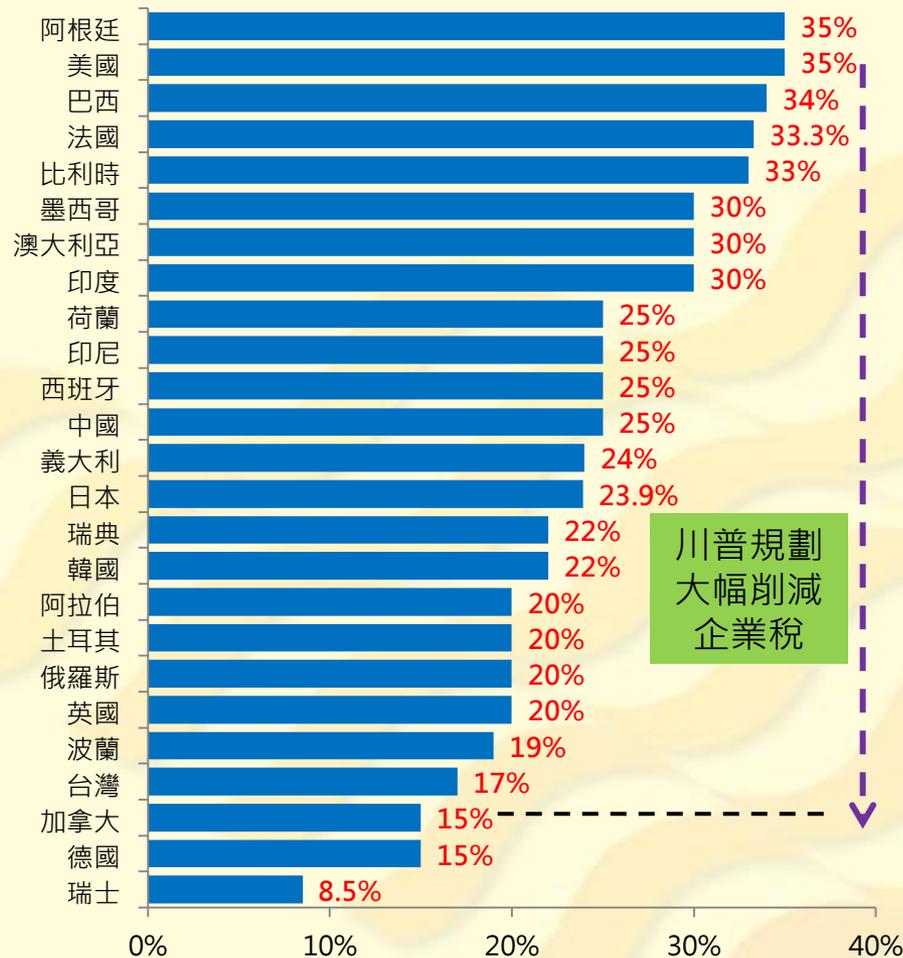


# 減稅法案受到健保案卡關

- ◆ 川普規劃將企業稅率由現行最高35%大幅調降到15%，節省的稅金將轉為企業盈餘，預計可大幅提升企業獲利。
- ◆ 稅改法案計畫於健保法案之後推行，但受到健保法案遲遲未能通過而延後，使市場大失所望。
- ◆ 7月27日共和黨確定放棄邊境稅，放棄對進口品加稅，使全球貿易威脅大降，但此舉亦將縮減稅改幅度，促進經濟成果將打折。



圖19-主要國家最高企業稅率



資料來源：Deloitte；資料時間：2017.03

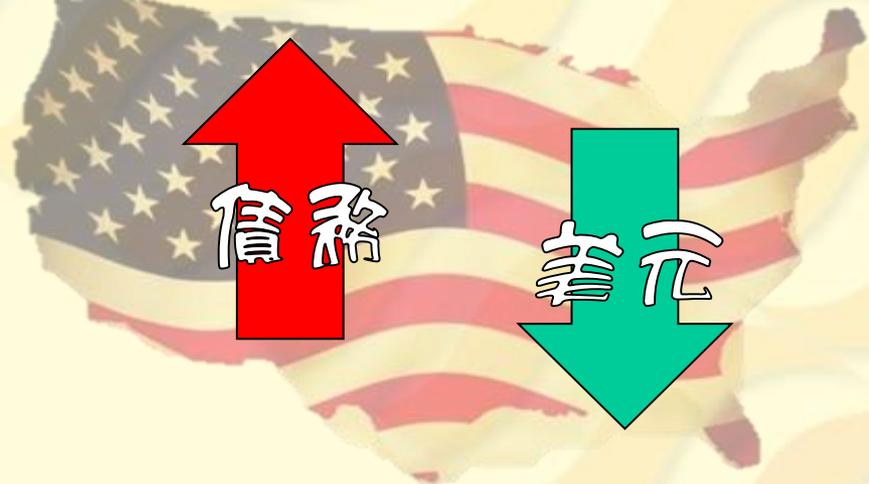
# 美國經濟成長遭IMF下修

- ◆ 根據白宮的預算提案，2020年前美國的經濟成長可望加速至3%的水準，並且這種成長速度能維持七年以上，遭到各方質疑預期太過樂觀。
- ◆ IMF6月27日下修美國今、明兩年經濟成長預測，並宣稱或許不會再認為川普政府能夠推動減稅與擴大基礎建設支出政策，美國經濟可能無法達到川普設定成長3%的目標。未來五年經濟成長將逐步降至大約1.7%的水準。

圖20-美國今明兩年GDP預估



IMF認為債務的增加與美元的高估將會影響美國中期展望

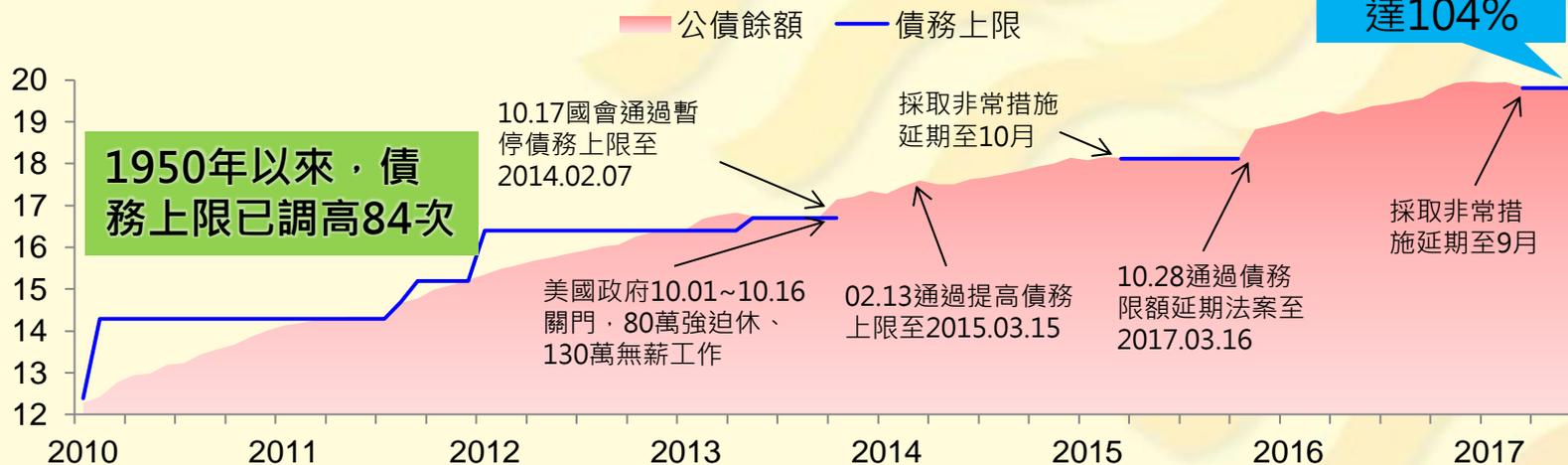


資料來源：IMF

# 債務上限問題再次浮現

- ◆ 美國於2015.10.28通過債務延期法案至2017.03.16日，今年3月再次爆發債務危機，雖然政府先以非常措施騰挪資金，避免了2013年聯邦政府關門的事件重演，但也即將於9月到期，屆時如無法調高債務上限，則美國政府將再次面臨無錢可用的窘境。
- ◆ 美國國債已達19.84兆，債務佔GDP比重高達104%，若無法抑制債務的增長，將是美國的一大隱憂。

圖21-美國公債餘額&債務上限-兆美元



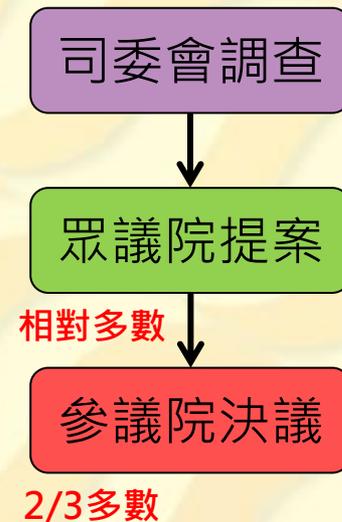
資料來源：Bloomberg

# 通俄門疑雲及其影響

- ◆ 美大選期間，有媒體指出俄羅斯駭客對美官員進行網路攻擊，企圖干擾選舉結果。川普團隊遭到質疑，但川普當選後仍啟用弗林擔任要職，此時FBI持續調查本案。
- ◆ 5月時任FBI局長的柯米突然遭到川普解職，評論普遍認為與柯米調查本案有關，後6月8日柯米於聽證會上表示，2月14日曾與川普單獨談話，川普要求柯米放過弗林(letting Flynn go)。使川普陷入干預司法的危局。
- ◆ 雖然川普因涉嫌干預司法，外界提出有遭到彈劾的可能，但觀察美國歷任總統，成功彈劾的難度非常之高，川普遭成功彈劾的可能性低。

表2-美國歷任總統彈劾案

時間	總統	彈劾原因	結果
1868年	約翰遜	違反官吏任職法和陰謀策劃反革命武裝叛亂等11項罪名。	35:19(失敗)
1974年	尼克森	阻撓司法工作、濫用總統職權和蔑視國會傳調錄音帶。(水門案)	主動辭職
1999年	柯林頓	與白宮實習生李文斯基緋聞案中作偽證和妨礙司法。	偽證45票(失敗) 妨礙司法50票(失敗)



# 選前主要政見執行狀況

## 美國製造

- 蘋果、沃爾瑪、通用汽車等大廠回流美國投資
- 製造業就業人數今年增長98.6萬人(+8.6%)

## 貿易平衡

- 與中國舉行百日貿易談判，但收效甚微
- 統計今年1-5月貿易逆差持續增加19億美元(+4.3%)

## 移民管制

- 川普禁穆令遭法院凍結
- 計畫將移民原則由「親屬關係」轉為「技術專長」

## 健保修法

- 健保法案於參議院受阻，仍需進一步協商

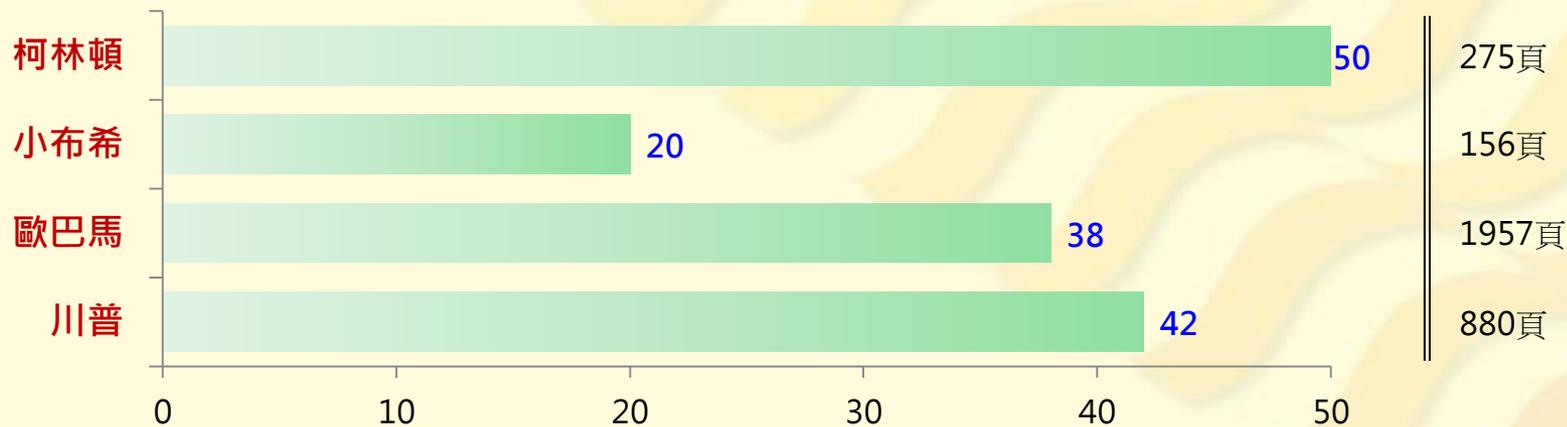
## 減稅

- 財政法案位於健保法案之後，因健保法案受阻，稅改遙遙無期。

# 就任半年簽署法案比較

- ◆ 比較近4位美國總統就任半年法案簽署量，川普簽署了42項法案，僅次於柯林頓的50項法案。
- ◆ 但以簽署的內容觀察，川普簽署的法案中，有許多是無足輕重的項目，諸如重新命名田納西州的一棟建築、任命博物館的董事會成員等。指標性的重大法案卻頻頻受阻。

圖22-美國總統就任半年簽署法案數量



資料來源：Gallup

# 川普支持率跌破4成

- ◆ 川普甫上任，支持度即不足50%，相較於歐巴馬首任上任時高達63%頗有差距。統計至就任半年，歐巴馬支持率仍有54%左右，但川普業已跌破40%，不支持率也已突破50%。
- ◆ 2018年11月6日將舉行國會改選，川普若未能於選前提出足以說服選民的政績，或將對國會選舉造成影響，也將對後續執政產生變數。

圖23-川普&歐巴馬就任半年支持率

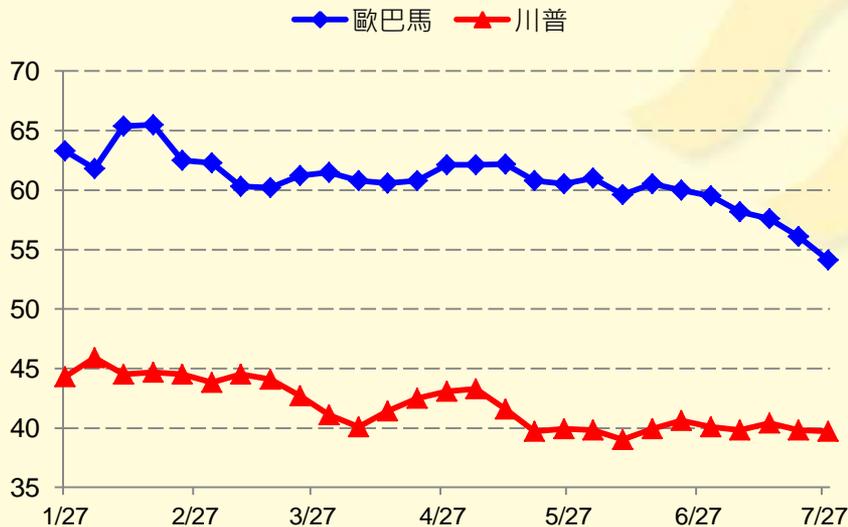
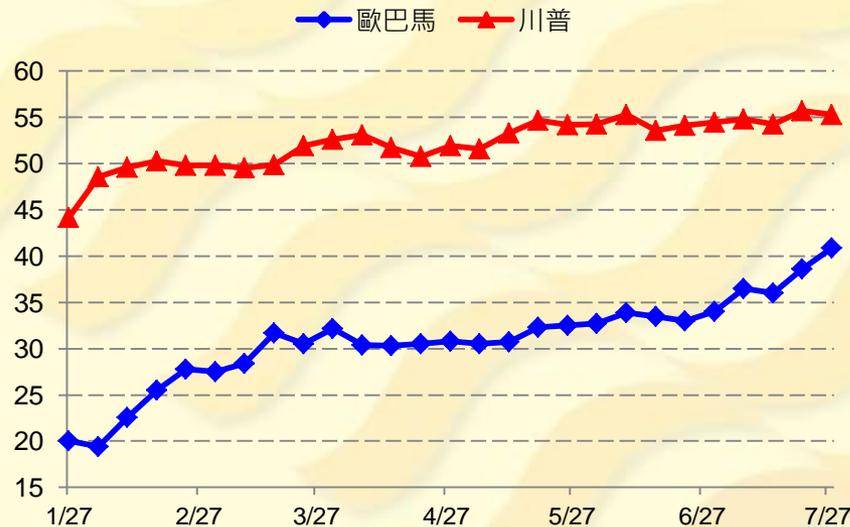


圖24-川普&歐巴馬就任半年不支持率



資料來源：RealClear Politics

# 美股評價高於均值

- ◆ S&P500淨值比約3.1倍，高於1990年以來均值2.84倍，但離兩倍標準差上緣4.34倍尚有一段距離。
- ◆ 本益比目前則約21.2倍，高於均值19.6倍，同樣未到上緣27.7倍。
- ◆ 整體美股評價略高，但尚無泡沫疑慮。

圖25-S&P 500歷年淨值比



圖26-S&P 500歷年本益比



資料來源：Bloomberg

copyright@統一期貨投顧

# 企業獲利增速放緩

- ◆ 統計美國企業獲利年增率，今年Q1僅3.7%力道偏弱，且近年年增率均偏低。
- ◆ 若以長期季增2%比較，自2011年Q4後企業獲利增速明顯放緩，若無創新產品則差距將拉大。

圖27-美國企業稅後淨利年增率(經季調)



圖28-美國企業稅後淨利與2%固定季增比較-十億美元



資料來源：Bloomberg、BEA

# 公債利差仍保持正值

- ◆ 對於景氣具有領先指標的公債利差顯示，目前2-10年利差仍處於正值，短期內並無經濟衰退的疑慮。
- ◆ 但觀察今年以來，公債利差的確持續縮減，由1.3%降至0.9%，雖暫無景氣衰退的徵兆，但一旦利差縮至0.3%以下，則需開始留意，是否有景氣反轉的可能。

圖29-美國2年&10年公債利差走勢



資料來源：USDT；註：陰影區為經濟衰退時期

# 結論

- ◆ 川普就任前後言行差距甚大，包含了對葉倫由批評轉為欣賞、對中國的強硬轉為合作等，均顯示了川普仍為「商人本質」，在原則問題以外事件上具有較大的彈性。
- ◆ 就任半年以來，許多重大指標性政策推動窒礙難行，市場對川普的執政信心將日益降低。尤其以健保法案的延宕導致稅改遙遙無期將打擊市場信心。
- ◆ 「通俄門」雖然一度造成市場擔憂，但近期市場情緒逐漸平復，並可冷靜看待本事件，根據過往美國總統遭彈劾案狀況評估，預期將不會有太大的政治動盪。
- ◆ 雖然近期有諸多著名經濟學家、投資家評論美股具有高度風險，但就基本面觀察，目前仍無泡沫疑慮，僅需持續關注即可。但基於企業獲利率略為偏低與美股基期稍高，下半年空間有限。

# 免責宣言

- ◆ 本投資報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性及正確性做出任何陳述或保證。對於報告載述意見進行更改與撤回並不另行通知。
- ◆ 本研究報告所載之投資資訊，僅提供客戶作為一般投資參考，並非針對特定對象提供專屬之投資建議。文中所載資訊或任何意見不構成任何買賣有價證券、衍生性金融商品及其他投資標的之邀約、宣傳或引誘等事項。對於本投資報告所討論或建議之任何投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身財務狀況與投資條件，進一步諮詢財務顧問的意見。
- ◆ 本投資報告並非(且不應解釋為)在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券、期貨經紀或交易人士或公司，為該管轄區內從事證券、期貨經紀或交易之游說。
- ◆ 本投資報告內容屬統一期貨投顧之著作權，嚴禁抄襲與仿造。

