

特朗普的“甜头” 长远来说是否 有效？



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球策略师

特朗普在上任后数小时已颁布多项行政命令和政策方案，以兑现其竞选承诺。但如果特朗普真心希望“让美国再度强大”，他能否解决急需处理的长期结构性问题？

本文重点

- 特朗普就任美国总统初期似乎聚焦于贸易和移民议题，而选民关心的其它议题仍有待解决。
- 如欧洲和日本一样，美国的政策需要彻底重组，而特朗普能否推行所需的结构性改革再度实现美国梦，仍是一个未知数。
- 需要进行策略性改革的包括急升的教育和医疗成本、难以持续的退休金保证和持续膨胀的福利制度。

美国新任总统已就任期首100天定下明确的政策议程，包括废除“奥巴马医改”、改革税制、提升基础设施和国防开支、重新磋商贸易协议和限制移民。有关措施被视为讨好其支持者的“甜头”。

尽管特朗普放言利用这些引人注目的措施“让美国再度强大”，但我们认为解决美国长远经济问题的唯一良药，是进行长远结构性改革，重燃失落几十年的美国梦。然而，这需要彻底和重大的政

策重组，而日本、欧洲和美国都正在努力从全球金融危机复元，因此尚未进行有关重组。

需要进行策略性结构改革的八大范畴

1

教育

美国高等教育声誉虽好，但已变得极其昂贵。随着大学教育的成本飙升，由政府担保的教育债务已达到

1.2万亿美元，当中超过10%像2008年的次按一样属于坏账，不同之处只是这些坏账不能通过破产一笔勾销。有关情况导致30岁以下的美国学生的平均资产净值出现负数，千禧世代平均尚欠3万美元的学生贷款。

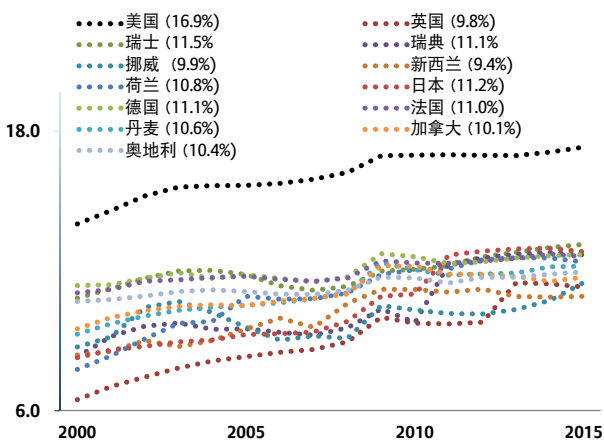
讽刺的是，这巨额债务非但没有提升学生的议价能力，却反而提高教育机构的定价能力。大部份教育机构的课程物非所值，不能为美国青年提供足够训练，让他们在新一代的数码就业市场竞争。长远来说，这是妨碍美国“再度强大”的关键因素之一。

2 医疗

医疗开支占美国国内生产总值约17%，这比例几乎是其他经合组织成员国的两倍。到底是美国患病人数多出一倍，还是关乎其他重要原因？不论是奥巴马医改还是特朗普建议的医疗体制改革，都未能解决多个核心问题：许多医疗护理供应商利润率超过20%；不少病人无法得知治疗的最终价格；多家药物和服务供应商刻意抬价。

随着美国人口急速老化，医疗保健的需求将不断上升。除非改善医疗效率，否则其高昂的成本将使稀有资源无法策略性地投资于其他经济范畴。

医疗保健开支占国内生产总值百份比（2015年）



资料来源：2015年经合组织医疗数据

3 消费和贸易

在特朗普执政下，美国未来数年的贸易政策无疑在市场引起广泛讨论，而当中不少都令人感到担忧。然而，贸易（特别是美国贸易赤字）显然是更加值得关注的议题，因为当地其他增长动力正在

放缓。美国消费占国内生产总值的比例徘徊于70%，而房地产则维持约占5%。薪酬增长幅度缓慢，而且政府开支或投资在短期内可能不会增加。因此，特朗普只能够专注于刺激净出口。然而，他的推特贴文和政策建议反映他对贸易关系维持重商主义立场，并不一定能够刺激贸易增加。

不论特朗普成功与否，当今美国的“消费、借贷、再消费”模式显然已步入尾声，尤其是当美国消费者已不能再把房产当作提款机一般提取资金。

4 创新

美国的研发开支在过去几十年持续下跌，而且在美国太空总署的穿梭机事故后一直未能真正复元。社交媒体的普及看似非常创新，但其创造的只是巨额财富而不是大量职位。Facebook以市值计是全球最大企业之一，却只有1万3千名员工。这加剧了贫富悬殊的问题，市场也开始质疑高科技创新究竟是有助提升生产力，还是会造成混乱或经济衰退。

多年来，政府许多不必要的监管阻碍了创新步伐。Weidenbaum Centre 近期一项调查指，单是执行政府监管条例的开支每年已达约600亿美元，更遑论遵守美国税务条例每年花费的4千亿美元。另一方面，中国申请的专利是所有大型经济体当中最多的，内地企业也取得了机械、自动化和其他高科技领域的大部份重要知识产权。中国培训的工程师人数最多，以满足其攀升环球价值链的长期策略需要，而美国却将大部份产能外判至墨西哥和亚洲。

5 州份和政府退休金债务

美国有一笔越来越庞大的债务被地方政治掩盖，而且一直未被当局关注及解决。在投资回报异常丰厚的时期，政府向退休计划成员承诺的退休方案和按照生活水平调整的制度，时至今日已无法兑现。由于财政预算和现金流已变得紧绌，各州市政府退休基金的偿付能力已被削弱，而且不合理的预期掩盖了持续下跌的回报。和欧洲过往情况一样，“现付现收”的会计制度导致美国福利和退休计划的实质成本未被充份反映。

管理相关动态，以及平衡领取退休金人士、退休计划成员、纳税人和政府等社会分类的利益，将会是西方国家这一代面临的主要挑战之一。与此同时，美国只

仅有过半数的全职员工参与退休计划，而401(k)退休福利计划参加者的平均储蓄总额只有约13万美元，显然不足以支持退休生活。

6 美联储和银行

特朗普批评美联储干预市场的说法有理，同时他可能在短期内大幅撤换联邦储备委员会的成员。虽然特朗普的幕僚当中不少人曾效力投资银行，但是他并没有着手解决美国经济过度“金融化”的问题。自二十世纪80年代初，金融业为美国国内生产总值带来的贡献由7%升至逾20%，这有可能会拖累美国经济：国际货币基金组织的一项研究指出，过度膨胀的金融业会导致国内生产总值每年损失2%。

此外，尽管美国在环球金融危机中付出的沉重代价伤口至今尚未完全抚平，但不少华尔街银行仍然显得大得不能倒、大得难以管理，而且对小型地方银行不利（这些银行为有助创造职位的小型企业提供支持）。美联储推行的量化宽松和其他宽松货币政策，以至监管当局的盲点，都被金融业加以利用，因为利率下跌意味着金融业会增加杠杆和其资产价格上升。在此环境下，大型企业实体将会受惠，对一般置业人士则不利，因为他们将面临住房成本飙升、借贷标准收紧，甚至变成负资产。

7 福利制度

民主党离弃传统支持者，导致身为亿万富翁的特朗普竟然获得劳动阶层选民的热烈支持，情况实在令人费解。无论如何，美国收入不均的问题非常严重，目前政府补助款项占个人收入20%，反映美国正朝着欧洲福利国家的方向发展。此外，和欧洲一样，补助款项为美国政府增添庞大而且缺乏融资来源的债务，金额高达8万亿至10万亿美元。另外，政府在未来几十年将需要偿还联邦医疗保险（Medicare）和医疗补助计划（Medicaid）下约60万亿美元的债务。

8 白宫政治

在过去数年，美国人民对政治僵局及华盛顿“泡沫”感到越来越沮丧。此势态导致美国国会的民望下滑，社会也逐渐质疑特殊利益团体对政府政策的影响力比选民更大。特朗普承诺将“正本清源”，通过订立议员任期期限，以及限制官员短期内

转投私营机构担任高薪厚职，藉此打击根深蒂固、用人唯亲的官僚主义。特朗普能否于一届任期内落实上述众多举措，市场都拭目以待。

特朗普的“民粹药方”会否奏效？

尽管美国是世界上最大的经济体，同时拥有最完善的民主制度之一，但现代美国正面临复杂而且深层的挑战。在特朗普上台之前，不少总统和官员也曾试图解决上述问题，有成有败。

然而，对特朗普及其支持者来说，维持现状即等同失败，并且直接反映政客只着眼于保护自身既得利益，而非服务授予他们领导权力的人民。因此，综观特朗普主政的美国、脱欧公投后的英国，甚至未来其他国家，它们的新政策和政纲都致力迎合社会关注的问题。这些民粹政策是否能为各个政治体系带来短期复苏或长期稳定作用，目前仍然属言之尚早。

勿着眼于短期回报；专注于长线投资

虽然特朗普提倡的部份政策或许会奏效，但设计上可能过于短视。我们认为，除非美国、欧盟和其他地区的政府和机构着手推动急需的长期结构性改革，否则经济增长将持续偏低，债务水平预期将会上升，低利率则会维持多一段时间。与此同时，人口老龄化将导致福利持续削减，劳动阶层则会继续受困。

当然，通过努力不懈的储蓄、投资于未来，以及降低对福利、医疗和教育制度的依赖，我们仍然可望克服部份策略性挑战。持有股息和股本回报可观的优质企业，并且利用长期复息效应以抵御正在增长的通货膨胀威胁，也不失为稳健的策略。对普罗大众来说，提高短期储蓄和长线投资，是重掌未来的方式之一。

本文仅适用于批准作海外投资的机构，以及投资顾问及其他机构 / 专业投资者使用，并不供公众或个人零售投资者使用。

对于在香港的受文者或收件人，本文件供私人使用，使用者有理由相信是香港证券及期货条例所载受豁免的专业 / 合格投资者或相关司法管辖区所列的“专业 / 合格投资者”，仅供参考用途。

在本文件内，AllianzGI是指作为Allianz SE最终附属公司，并以 AllianzGI品牌营运的个别公司，包括安联环球投资亚太有限公司。如欲索取载列上述个别公司的完整清单，请与我们联系。

任何形式的发行、复制、摘录、传送及分发本文件的内容，均属不容许及不获授权的行为。在拟备本文件时，并无考虑任何人士的投资目标、财务状况或特定需要。本文件并非提供购买或出售，或招揽或鼓励购买或出售任何特定证券、策略、或投资产品及服务，同时并不构成投资意见或建议。本文刊载时并不保证投资组合内仍然持有所述的证券〔如有〕。

本文件所载的观点及意见，属安联环球投资亚太有限公司及 / 或其联营公司在刊发之时的观点及意见，可予以更改而毋须另行通知。尽管我们相信在本文件日期，有关资料正确无误，但概不就此发出声明保证，亦不就任何中介人或最终使用者基于本文资料所作出的任何行动承担任何责任。我们保留权利，可随时修订或更改本文的任何资料，而毋须另行通知。本文件所载的部份资料（包括任何意见或预测的表述）取自或基于（截至所载日期）我们认为可靠的来源，但并不获保证，而我们亦不就该等资料的充足性、准确性、可靠性或完整性作出保证或承担责任。资料的提供建基于阁下明白任何人士按有关资料行事，或依赖有关资料改变其投资部署，均须完全承担风险，我们并不就此负上责任。投资策略和过程并不保证在所有市场情况下均有效，投资者应根据个人风险判断评估自己的能力作长期投资，特别是在市场转淡的期间。

投资者投资于固定收益投资工具（如适用）可能须承受各种风险，包括但不限于信用、利率、流动性及受限灵活性的风险。此风险受经济环境和市场条件改变，因而会对投资价值构成不利影响。当票面利率上升时期，固定收益投资工具（如淡仓）的价值一般预期下降。当利率下降时期，价值也一般预期上升。流动性风险可能要推迟或阻止提款或赎回投资。

投资涉及风险，尤其是投资于新兴及发展中市场所附带之风险。过往表现、任何预估、预计或预测并非未来表现的指标。投资者不应根据本文件的表现资料对未来作出任何假设。投资价值及其收益可能会因市场和货币波动而下跌及上升，阁下或未能取回原本投资的金额。

投资者不应仅依赖本文件所载的资料作出投资决定及在投资之前应细阅销售文件，了解基金详情包括风险因素。

本文件发行商：安联环球投资亚太有限公司