

# 稅改前景 禍福難定



前沿思考

John Mauldin

本專欄的稅改討論進入第三部分，今次我們將深入探討稅改建議中的邊境調整稅（BAT），研究它的好處和壞處，看過前兩期專欄的讀者將比較容易了解今期內容。下周，筆者將與大家分享一個保持現有稅改建議的精神，但內容優勝很多的方案。

稅改經常無法落實，是因為所有人都從現有稅制中得到一些好處，儘管這些好處可能比想像中少，但總比新機制的潛在不穩定性好。這是基本博弈論中的納殊均衡（Nash equilibrium），即每個玩家根據各自得到的訊息制訂策略，以求把自己期望得到的利益最大化。

共和黨之所以提出BAT，是因為其他刺激性財政措施將大大損耗政府稅收。BAT的概念其實很簡單：企業從外地進口貨品需要繳稅，而出口到其他國家可豁免出口稅。共和黨人希望藉此鼓勵出口，減少進口，同時抵消降低企業所得稅的影響，這也暗示美國應該盡量避免出現貿易赤字。問題是，美國貿易赤字之所以那麼龐大，是因為整個國家都依賴進口，我們目前沒有能力用本土貨取代所有進口貨。BAT最終會令進口貨價格大升，也可能令不少進口商倒閉。

## 推BAT恐弄巧成拙

那共和黨為何仍要提出BAT？理論上，BAT可以帶來很多收入。共和黨人估計，未來10年可創造1萬億美元（約7.8萬億港元）收入，讓美國可以在不增加債務之下，推行計劃中的減稅措施；同時也可以增加出口相關職位。他們也聲稱BAT很公平，其他國家也向美國進口施加增值稅，但美國並沒有增值稅，因此BAT看來不過是進口關稅。

筆者相信自由貿易對所有人都有利，但現存所謂的自由貿易協議沒有令美國得益。正如我在之前的專欄提過，跨太平洋夥伴關係協定（TPP）的問題，在於他們雖然可能對整體經濟有幫助，但民眾所得的好處差異甚大，這也是為何美國總統特朗普會形容這些協議對職位和國家獨立性來說是個威脅。特朗普冒起、英國脫歐及其他民粹主義運動都不是突如其來，而是早在醞釀中，這個趨勢只會愈演愈烈。

BAT如果得以落實，最受打擊的將會是零售業。沃爾瑪（Walmart）、Target等大零售商正努力游說國會不要通過議案，因為這個新稅對他們來說是雪上加霜。Sears等老牌零售商也將受到重擊，他們本來就和沃爾瑪一樣，面對網上零售巨頭亞馬遜（Amazon）的強大競爭。BAT推出後，沃爾瑪應該可以繼續存活，但Sears就未必，到時將會有近20萬個服務業職位流失。

有些共和黨人看不到這一面，又或者天真地以

為到時會神奇地出現一些新職位，以填補職位流失。這令我覺得非常困惑，市場的確經常有新機會，但人不是可以隨意重新堆砌的積木，在這種艱難的過渡期，政府需要找到更好的方法協助民眾適應轉變。

## 美元升值難找均衡

筆者之前也說過，美國過去20年流失的製造業職位中，八成是因為科技進步，只有兩成是外判或其他原因。而服務業正在重蹈製造業的覆轍，隨着網上零售興起，店面設備更加先進，不久的將來就會有數以百萬計的服務業職位消失，政府必須盡早找到應對方法。在這方面，我非常讚賞共和黨人鼓勵創業的計劃，新創公司是增長和新職位的主要來源。

其實我以上所說的，眾議院議長瑞安（Paul Ryan）和賦稅委員會主席布雷迪（Kevin Brady）都很明白，而且大部分都同意。他們相信BAT的負面影響將會隨着貨幣流向改變而消失；貿易赤字縮小意味美元減少外流，美元兌其他貨幣的匯價就會上升，抵消進口價格上升的影響。

理論上是可行，但事實上，大部分經濟師都認為BAT落實後，美元雖然會大升，但上升速度會比想像中慢。宏利資產管理公司首席經濟師格林（Megan Greene）月初在《金融時報》的專欄中寫道：美元需要花上多年調整。從歷史經驗而言，經常賬衝擊與實質有效利率全面調整之間的時差是5年。美元匯價有很強的黏着性，尤其是現在93%的美國進口和超過40%的全球貿易是以美元計價。長遠來說，這些價格都要重訂。而且，聯儲局和中國人民銀行都會盡量避免本土貨幣過分波動。

另一方面，債務也將限制我們作出本來很合理的行動。新興國家持有大量美元債券，美元強勁意味他們需要準備更多本土貨幣來還債。而且他們需要盡快清還債務，因為美國鼓勵人民買國貨，新興國家的出口只會進一步收縮。

更糟糕的是，新興市場的債權人通常都是西方銀行和債券持有人，而這些債權人其實自己也債台高築。因此如果新興市場發生拖債，將會出現骨牌式的財政災難。

假設全球經濟是處於納殊均衡狀態，博弈論清楚說明，當其中一個玩家干擾了均衡，其他玩家一定會作出反應，而且會不斷變來變去，直到出現新的均衡

狀態。可以想像全球經濟尋找新均衡的歷程會如何艱巨，我們真的希望看到嗎？

筆者之前曾引用過投資研究公司Gavekal創辦人兼主席加夫（Charles Gave）的一篇文章，文中寫道：令人擔心的是，美國因為政治理由而選擇追求經常賬盈餘，美國人覺得全球生產系統的運作方式不符合他們的利益。

全球經濟面對的挑戰多不勝數，以下提出比較明顯的幾個：

1. 先進國家的債務已經升到150萬億美元左右。
2. 如果美元升值20%，新興國家將有10萬億美元債務無法償還，勢將引發一場前所未見的全球銀行危機。

## 稅改另有更好選擇

3. 意大利銀行危機至少需要1萬億歐羅（約8.2萬億港元）才能解決，而意大利根本沒有那麼多錢，只有靠歐洲央行購買意大利央行發行的債券，也就是說德國需要參與其中。

4. 英國脫歐談判牽涉多方利益，現在歐洲還興起民粹主義，過程肯定不會順暢。

5. 日本沒有其他選擇，只可繼續大量把債務貨幣化，日圓必會繼續下跌，這肯定不是特朗普政府想看到的。

6. 特朗普批評某些國家操控貨幣，令匯率太低。如果美元真的升值20%，中國根本沒有足夠美元讓人民幣保持在現行水平。勉強行事只會摧毀財政，但讓人民幣貶值又會阻礙經濟轉型，引起太多不穩定性，最後只有把賭注押在重商策略上。換言之，升級貿易戰。

7. 幾乎所有經濟師都同意，如果按目前的建議落實BAT，美元將升值20%。事實上，共和黨人還以此做賣點，聲稱BAT不會增加進口成本，忽略美國進口是以美元計的，可以想像稅改過渡期將多混亂。

8. 所有資產估值都處於多年高位，目前利率這麼低，但股市估值又高得不正常，看來不像泡沫，或者泡沫醞釀期嗎？

9. 如果美元大升，特朗普下令財政部把債務貨幣化以壓低美元，那就是貨幣戰了吧？

10. 如果美元升值，那麼出口商從BAT中得到的好處也會消失。



■特朗普冒起以及其他民粹主義運動都不是突如其來，而是早在醞釀中。（法新社資料圖片）

我知道這樣說會得罪一些朋友，但我認為如果落實BAT，全球經濟將陷入衰退。雖然我相信自由市場，知道美國企業只要遇到機會就可以創造增長，但不應該是靠BAT。

落實BAT還有一個問題，就是可能違反世貿規定。雖然特朗普想離開世貿不是壞事，但過程很容易失控。而且，美國雖然在世貿有重要地位，但其實只佔全球經濟25%。

## 可能違反世貿規則

世貿不是美國法院，不用按照美國憲法辦事，它是一個政治組織，而特朗普沒有太多的政治資本可與世貿角力，現在幾乎可以預見他在世貿裁決中失利。

其實這些潛在風波都是可以避免的。特朗普和共和黨人在民主黨人的合作下，有更好的方法改革稅制，不至於引起貿易混亂，導致全球衰退，甚至蕭條。

所有大型稅制改革都有贏家和輸家，包括本人提出的稅改建議。我的方案雖然也會干擾納殊均衡，但不會那麼嚴重，美國企業在跨境貿易上仍有優勢，而且可以找到足以創造數以萬計新企業的资金，從而製造數百萬個職位。你可以說我太理想化，但這樣想的另有其人。

作者為著名投資分析專家，其《前沿思考》（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin擁有極強洞察能力，擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載John Mauldin投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯。逢周四在《信報》及信報網站www.hkej.com刊出。