

2018 年 1 月

美盛觀點： 美國稅改法案下的投資機遇

美盛環球資產管理旗下的投資經理認為稅改法案帶來利多影響，部份類股、公司和個人將獲得較大的利益。然而，這些差距或可為主動型經理人帶來主要指數以外的投資機遇。以下是個別投資經理的見解：

凱利投資：

規模高達 1.5 兆美元的稅改計畫將有助提升美國在全球的競爭力。稅收改革為企業管理者提供了制定業務長期決策所需的清晰思路；許多人早前一直遞延投資，希望能在 2018 年將資金用於投資進行稅務上抵扣。

因此，凱利投資預計資本支出將以高個位數百分比成長。美國最新的 12 月供應管理協會製造業指數數值達 69.4，正可確認這論點，而且這是非常強勁的資料：任何高於 50 的資料均反映經濟正在擴張。

美國稅制史上從未出現過「資本支出全數抵稅」與「利潤匯回」同時實行的情況。兩者同時發生的組合效果應能刺激經濟活動，並有機會間接提升生產力，在未來數年可望提振美國國內生產總值。

隨著工資大幅增長開始侵蝕企業利潤，資本支出在周期末上升屬典型的市場現象。資本支出投資一直是維持利潤的方法。因此，提供改善生產力服務的企業在未來數年應會受惠。

強制利潤匯回可使企業將海外資金帶回美國。不少投資人認為這個匯回的企業的流動資產數字可能接近 1 兆美元。這些資金可用作資本支出用途，也可用於併購、股份回購或增加股利等等有利於股東的行為。

「健康護理」和「資訊科技」類股是可顯著受惠於企業盈餘匯回的兩大產業。一家領先的諮詢公司 Strategas 預估：標準普爾 500 指數內健康護理類股未匯回的海外盈餘占其市值約 20%、資訊科技類股則占 18%，這個百分比數字遠高於指數內其他類股。

西方資產管理：

稅改計畫應有利於美國經濟成長，但影響有多大則難以確定。法案很可能對西方資產管理所投資的四個產業帶來顯著影響：

投資等級公司債：政府下調企業稅率至 21% 對美國投資等級公司債市場顯然是一個正面發展。美國政府對利息費用扣除設定上限，但此對投資等級公司債的影響不大，因為只有少數投資等級公司的利息支出高於稅前收入的 30%。

高收益債：對投資等級以下（高收益債）的債券發行者而言，稅改法案的影響較難評量估計。一方面，大部分高收益債發行者是在營收上具獲利能力，而企業稅率下調至 21% 顯然有利於這些公司。然而，超出稅前收入 30% 以外的利息支出將不能再用於抵稅，削弱了上述利多影響。基於這項因素，法案的影響將因個別公司而異，因此將需要進行專注的“由下而上”分析，以衡量法案對個別信用的影響。

房市住宅：美國 90% 以上住房的房貸低於 75 萬美元的門檻，符合利息抵稅的條件。另外，美國政府對州稅及地方稅（SALT）和房地產稅項目的減免設下 1 萬美元的限制，影響紐約、加州和佛羅里達州等房價較高的州約 5% 人口。西方資產管理也認為屋主一般會因為減稅以外的其他原因購房（例如選校、鄰近設施等）。雖然稅改法案可能對房市住宅構成阻力，但整體而言，我們對美國消費者和房市基本面持樂觀態度。

市政府債：雖然家庭最高邊際稅率小幅下調 2%，但州稅及地方稅減免限額為 1 萬美元的重大限制，應有助增加個人投資者對市政債券的總體需求。另一項正面的技術面是，禁止預先退款(pre-refunded)的結構將導致免稅債

請參閱末頁重要資訊。

券供應減少，此乃有利市政債券市場。不過，企業稅率下調至 21% 將會降低來自企業的需求，因而削弱上述正面影響。

銳思投資：

銳思投資相信下調企業稅率為小型股帶來實質利多。

儘管如此，投資者應注意幾個重點。首先，**稅改的正面影響只限於鼓勵企業進行有成效的資本投資和配置。**我們認為這是減稅以外創造額外成長的關鍵。

我們也認為**市場對稅改的興奮情緒，導致不少投資者忽略了更重要的發展：全球經濟成長的加速。**

如果我們細看羅素 2000 指數的報酬表現（2017 年上升 15.6%），便可瞭解上述發展的影響。**綜觀此小型股指數成分，企業營收當中沒有海外銷售的公司股價上升 12%，而具海外銷售占 30% 或以上的公司則上漲 19%。**

另外，我們認為**小型股投資者應意識到，業務較聚焦於美國當地市場的小型股如果具獲利能力、加上債務水準偏低，便可藉由稅改獲得更多利益。**羅素 2000 指數約三分之一公司沒有任何收入，而其他許多公司更是債臺高築，利息可扣抵的限制甚至可能對其造成損害。對大部分營收主要來自美國市場，且其收入並支付大部分稅收的公司，還有那些負債不多而不會受到扣除限額影響的這兩類公司來說，上述情況帶來潛在優勢。

RARE Infrastructure：

在過去 12 個月的大部分時間，美國能否通過減稅法案一直是我們在總體觀點和經濟方面最關注的事項。分析師和預測者在考慮稅率降低因素後，上調企業盈餘預測，並將**2018 年美國國內生產總值成長由 2.5% 左右的水準調高至 3%**，其中原因是消費和投資轉強。近期，美林將標準普爾 500 指數企業每股盈餘預測上調 10%，主要源於企業稅率由 35% 降低至 21%。

股票受益於稅改計畫有進一步上漲的空間。回顧 2017 年，美國和其他全球市場的通貨膨脹和債券殖利率均走勢溫和。

不過，美國產能已經飽和，因此我們將密切關注工資成長的情況，以防經濟出現過熱的跡象。

綜觀 RARE Infrastructure 追蹤的股票範圍，**稅改最大的受益者是美國的鐵路公司。對公用事業類股的影響則為中性至略為負面的情況。**

布蘭迪全球投資管理：

去槓桿化將會是決定稅改法案會否為美國公司債帶來增值的主要因素。**如果公司利用所「節省的稅款」來減債達到去槓桿化，則稅改應該會非常有利股東，並普遍有利於公司債持有人。**

海外子公司產生的現金目前可依較低的稅率匯回美國。如果這些額外資金用作為公司去槓桿化，也是有利於公司債的因素。

美國政府下調企業盈利稅率，減弱使用債務產生的稅盾效應。如果公司藉此機會減債和為業務進行再投資，也可被視為支持信貸的因素。

對高收益債市場內具高槓桿／不良債務的公司來說，企業的利息扣除上限將會構成負面影響。

股票方面，稅改法案內可扣抵利息上限等項目會利空表現，但即使企業將會受利息支出變化所影響，稅改立法也會為股票帶來益處。因此，我們著眼於稅改法案的正面影響有多大，而非以絕對價值來區分市場誰勝誰負。當然，負面情境也可能存在，但短至中期來說，很難出現明顯的負面情況。

減稅對部分公司帶來較大好處，包括「航空業」和「銀行業」。航空公司最終的稅率可望大幅下降，而這些股票評價本已便宜。整體來說，航空公司目前實際支付的「現金稅(cash tax)」顯著少於「帳面上稅務(booked tax)」，而未來的現金稅可望從預期水準大幅降低。銀行業方面，我們相信減稅仍對銀行業保有競爭力，因為存款人更在乎所獲得的存款利率（而此跟美國聯準會掛勾），而且大型銀行的股東報酬率仍低於歷史常態，因此，銀行業不會因競爭而被削弱額外

利潤。與國際業務較廣泛的銀行比較之下，美國當地客戶基礎較大的銀行業將會獲益更多。

總體層面而言，目前如果有任何所面對的風險，則是經濟成長加快可能伴隨著通貨膨脹上升快於預期，導致美國聯準會緊縮貨幣政策的步伐過急。

QS Investors :

我們預期稅改法案對整體經濟不會造成重大影響。稅改或會使經濟逐步成長，但如果其促使成長快於預期，便可能導致美國聯準會加快升息步調，進而拖累經濟成長，並可能抑制通貨膨脹。

企業方面，稅收改革或可鼓勵資本支出，但預計資本支出不會大幅增加。如果資本支出目前特別具吸引力，在企業盈餘強勁的背景下，資本支出應早已增加。不過，部分類股或可受惠於立即做出合理的資本支出，而不是讓資金隨著時間退役而貶值。受益者可能包括電信、公用事業、工業和能源等資本密集產業。

企業盈餘方面，預期資金回流將有助推動庫藏股和／或是股利增加，為股票價格提供支撐。

由於稅改對消費者的影響不一，法案將如何影響消費者的購買行為，目前尚不清楚。對州稅及地方稅較高（例如紐約和新澤西州）和／或房地產稅和房貸較高的州分民眾來說，藉稅制改革獲益的程度可能較低，因為他們將無法從聯邦報稅表中扣減有關稅項。相反，州稅及地方稅較低的州分或會受益。受惠人士可能進行更多消費刺激經濟，但個人所得稅下調的短期影響將於未來十年逐步減少，或會促使消費者將節省的稅款進行更多儲蓄，而非用於消費。因此，觀察消費者行為以衡量減稅對個人層面的影響至為重要。

盈信博茂：

減稅與就業法案被忽略的影響之一，是對大部分個人納稅人帶來相當即時的好處。2018年，相較大型企業而言，減稅對個人和小型企業的益處應較大。到了2月，工人便可取得較高的稅後工資，這是有利消費和可支配所得的重大因素。

企業稅下調也是長期利多因素，預期將促使大部分企業2018年的營收成長加快。稅改法案另一項逐漸實現的益處是釋放企業的「動物本能」，刺激企業做出資本支出以投資於成長專案，並可能增加併購活動。從海外匯回的利潤可用於資本支出和併購，以及進行可能因而出現的股份買回活動。

由於不少公司將被迫對遞延所得稅資產收取費用，並對海外持有的現金進行納稅，第一季度的公司營收報告將會出現較多雜訊，為主動選股投資者帶來機會。

在未來幾個季度，國內生產總值成長或許會顯著加快。如果工資和通貨膨脹隨之上升，利率上升速度或許或超乎市場預期的水準，而美國聯準會可能被迫上調利率至高於投資者的預期。這是可能觸發波動的因素之一。

馬丁可利：

企業將海外現金匯回美國，當然應考慮哪些層面會受到不利影響。這些公司一般不會將現金純粹存放於銀行，而是會希望將投資收益最大化。這些公司的資產配置很可能出項在投資稅率較低的地區，例如荷蘭、愛爾蘭、百慕大和香港等。

因此，我們難以想像企業將利潤匯回美國會對我們所投資的任何一個新興國家造成問題。

布蘭迪全球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

盈信博茂

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是全球最大的資產管理公司之一，透過長線及主動型管理的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過7,672億美元*，環球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過100年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2017年12月31日。

重要資訊

本文件乃根據美盛子公司布蘭迪全球投資管理、凱利投資、盈信博茂、馬丁可利、QS Investors、RARE Infrastructure、銳思投資以及西方資產管理的意見擬備。本文件為前述美盛子公司截至2018年1月8日的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本報告包含來自各種可信的資料來源但不保證其時效性及正確性，且並非為所有可得資料的完整摘要或敘述，本資料僅提供與我們的投資人並且僅為資料參考之目的。沒有獲得我們的書面同意不可公開揭露或散佈。

本投資觀點為美盛於本文日期之市場評論，市場評論將隨市場或其他情況而隨時改變而美盛得隨時更新其觀點。本報告不得視為投資的建議，美盛的投資人需根據許多事實依據而為投資決定之考量，本報告不得視為投資交易指示之依據。本報告所提供之資訊不得視為美盛或其所屬企業對於證券買賣之建議。

本報告由美盛證券投資顧問股份有限公司提供（營業執照字號：(98)金管投顧新字第001號；地址：台北市110信義路五段7號台北101大樓55樓之一；電話：(886) 2-8722-1666）。

資料來源為美盛集團。本文件提及的所有意見與預測為美盛報告刊載日期的判斷，並可作修改而不會預先通知。雖然資料來源的美盛認為相關資訊是可信賴的，但不保證其正確性與資訊可能不完整或壓縮的。投資本身就具有風險，包含損失本金的可能性。以往的績效不保證基金之最低投資收益。

本文件僅供參考，並非對台灣公眾為基金申購之邀約或為促銷特定基金之目的。美盛、其高級職員或員工不負責任何因使用本文件或其內容而引起的損失。本文件不可以在沒有取得美盛書面同意而複印、分送或發行。任何擁有本文件的人，請自行詢問及遵守有關的限制。

美盛證券投資顧問股份有限公司獨立經營管理