

热点报告

特朗普税改的相关影响分析



内容摘要:

北京时间 12 月 2 日美国国会参议院通过了参议院版本的减税方案，而此前 11 月 17 日众议院通过了众议院版本的减税方案，两个方案在整体方向性和内容上大体一致，在细节上仍然有些不同的地方，但无论如何从实际情况来看，美国减税方案的最终通过已经没有什么悬念了。所以我们并不聚焦于到底什么时候会最终通过税改方案，现在的问题主要集中在五个方面：

1. 美国此次税改的内容是什么？
2. 美国历次税改以及对经济的影响？
3. 美国历次税改对金融市场的影响以及此次税改可能对金融市场的影响？
4. 美国此次税改可能对美国经济的影响？
5. 美国此次税改可能对中国出口的影响？

通过研究，我们有以下几个方面的结论：

1. 美国此次税改是 1986 年以来最大的一次税改，主要亮点在于大幅降低企业所得税税率、相对温和的降低个人所得税税率、大幅降低海外利润回流税率。其出发点显然是希望通过振兴企业、消费和投资来促进美国经济的发展和增长。
2. 美国历次税改都表明将在短期内提振美国国内的私人消费和私人投资，从而带动美国进口需求的提升。但是在长期中减税效果并不明显。
3. 美国历次税改大概率地将提升美国股票市场的指数水平，大概率地会提升美国国债收益率的水平，至少不太容易下来。此次美国减税有可能带动中国进一步减税，进而提升企业利润，有利于提升中国股票市场的指数。
4. 美国此次税改短期内预期仍然将提升美国国内的私人消费和私人投资，并带动美国进口需求的提升。但是长期中的减税效果可能会受制于财政赤字的上升以及美国融资成本的上升而没有如预期中那么明显。此次税改最大的收益将是美国的制造业以及富人，穷人由于“涓滴效应”也将受益，但是长期可能会导致相对收入增速的下降。长期效果目前仍不确定。
5. 美国此次税改预估将促进中国相关产品的出口，主要集中于矿产品、贱金属、机电、纺织、塑料橡胶制品相关产品方面。

相关研究

宏观与策略小组
李项峰
S0120115110030
lixf@tebon.com.cn
8621-68761616-8316

德邦证券股份有限公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 29 楼
<http://www.tebon.com.cn>

北京时间 12 月 2 日美国国会参议院通过了参议院版本的减税方案，而此前 11 月 17 日众议院通过了众议院版本的减税方案，两个方案在整体方向性和内容上大体一致，在细节上仍然有些不同的地方，但无论如何从实际情况来看，美国减税方案的最终通过已经没有很大的悬念了。所以我们并不聚焦于到底什么时候会最终通过税改方案，现在的问题主要集中在五个方面：

1. 美国此次税改的内容是什么？
2. 美国历次税改以及对经济的影响？
3. 美国历次税改对金融市场的影响以及此次税改可能对金融市场的影响？
4. 美国此次税改可能对美国经济的影响？
5. 美国此次税改可能对中国出口的影响？

通过研究，我们有以下几个方面的结论：

1. 美国此次税改是 1986 年以来最大的一次税改，主要亮点在于大幅降低企业所得税税率、相对温和的降低个人所得税税率、大幅降低海外利润回流税税率。
2. 美国历次税改都表明将在短期内提振美国国内的私人消费和私人投资，从而带动美国进口需求的提升。但是在长期中减税效果并不明显。
3. 美国历次税改大概率地将提升美国股票市场的指数水平，大概率地会提升美国国债收益率的水平，至少不太容易下来。此次美国减税有可能带动中国进一步减税，进而提升企业利润，有利于中国股票市场的指数。
4. 美国此次税改短期内预期仍然将提升美国国内的私人消费和私人投资，并带动美国进口需求的提升。但是长期中的减税效果可能会受制于财政赤字的上升以及美国融资成本的上升而没有如预期中那么明显。此次税改最大的收益将是美国的制造业以及富人，穷人由于“涓滴效应”也将受益，但是长期可能会导致相对收入增速的下降。此次税改长期效果目前仍不确定。
5. 美国此次税改预估将促进中国相关产品的出口，主要集中于矿产品、贱金属、机电、纺织、塑料橡胶制品相关产品方面。

一、美国此次税改的内容

目前已经在众议院和参议院通过的税改方案同现行的税收政策之间的对比如下：

表 1：已经过会的参议院版本与众议院版本税改方案的对比

	项目	参议院版本	众议院版本	现行税制
个人	标准抵扣额	个人：12,000	个人：12,000	个人：6,350
		家庭：24,000	家庭：24,000	家庭：12,700
	列举抵扣额	保留了贷款利息抵扣政策（适用于100万美元以下部分）	贷款利息抵扣政策由100万美元下调到50万美元	联合扣除额上限：313,800 个人扣除额上限：261,500
	税率分级	七档：10%、12%、22%、24%、32%、35%、38.5%	四档：12%、25%、35%、39.6%	七档：10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6%
	儿童税收抵扣额	2,000	1,600	1,000
	替代最小赋税	部分保留	部分保留	对应应纳税额地域最低纳税限额的部分征税
	遗产税	保留遗产税，提高起征点：10,000,000	6年后废除	个人起征金额：5,490,000
	净投资税			3.80%
企业	企业税改实施时间	2019年	2018年	
	企业所得税上限	20%	20%	35%
	非法人企业税上限	25%	25%	39.60%
	海外利润汇回税	现金及等价物税率：10% 非流动性资产税率：5%	现金及等价物税率：14% 非流动性资产税率：7%	未完税海外利润汇回美国应缴纳35%的企业所得税

注：标粉红色部分为两个版本不同之处。

从对比中可以看出，两个版本的方案在主体内容和税改方向性上是一致的，在细节上有些不同。主要的不同之处在于个人所得税税率部分、遗产税以及新的企业所得税税率执行时间上。

可以说此次减税是美国自1986年以来规模最大的税改。其亮点主要在于大幅降低企业所得税税率、相对温和的降低个人所得税税率、大幅降低海外利润回流税税率。其出发点显然是希望通过振兴企业、消费和投资来促进美国经济的发展和增长。

根据过去历次税改的经验来看，两院的方案在一开始总是不同的，但是美国有着完善的磋商机制，最终总是能够通过一个经过双方妥协的税改方案。具体而言，国会众议院筹款委员会和参议院金融委员会可分别提出各自的减税方案，经过筹款委员会和金融委员会投票通过后便可分别进入众议院和参议院中投票。在众议院版本和参议院版本的减税方案分别获得通过后，它们将被送至国会两院联席会议委员会进行协调；联席委员会将提供一个统一的税改方案，并分别送回至众议院和参议院表决。经过两院投票通过以及随后总统签字的税改方案，将正式成为法律（此部分参考长江证券研报）。

从目前来看，众议院和参议院分别通过了各自的方案，目前需要的是到联席会议委员会进行协调进而提出一个统一的税改方案分别送至众议院和参议院表决。也就是说目前离最终税改方案的通过只剩下协调这一步了，其他的都是走走形式过过场了（因为参议院投票遵循BR原则了）。也就是说美国减税最终还是来了，这是特朗普政府兑现竞选承诺的重要一步。

二、美国历次税改以及对经济的影响

最近几十年来，美国有过三次比较大规模的减税行动（表 2），两次是在里根执政时期，一次是在小布什执政时期，通过对这三次减税的研究可以一定程度上揭示出此次减税可能对美国及全球经济的影响。当然，必须说明的是，由于经济环境的不同，这样的分析只能供大家参考之用。目前各方面的专家对于此次税改可能带来的影响仍然意见不一。

表 2：美国近几十年主要的减税法案

总统	减税法案
里根 (1981-1989)	《经济复苏和税收法案》（1981）
	《税制改革法案》（1986）
小布什 (2001-2009)	《经济增长与减税协调法案》（2001）
	《增加就业和援助雇工法案》（2002）
	《就业与增长税收减免协调法案》（2003）

减税作为提振经济，扩大就业的手段在美国历史上已经被多次使用。上世纪 80 年代美国陷入了“滞涨”的格局，1981 年，里根总统上台后，采取了以马丁·费尔德斯坦和拉弗等为代表的供给学派的主张，将减税作为刺激经济增长的主要手段。1981 年，里根政府率先推行减税法案——《经济复苏和税收法案》，以降低个人和企业税负；1986 年，里根政府推行减税法案——《税制改革法案》，以进一步降低社会税收负担。2000 年后，美国经济增速放缓，时任总统小布什为提振经济再次推行减税政策。2000 年下半年开始，受互联网泡沫破灭影响，美国 GDP 增速大幅下滑。为了刺激经济增长，时任总统小布什于 2001 年、2002 年和 2003 年各颁布了一个减税法案，分别为《经济增长与减税协调法案》、《增加就业和援助雇工法案》和《就业与增长税收减免协调法案》。

我们梳理了里根总统和小布什总统减税的具体措施（表 3），总体而言主要就是降低个人所得税税率、扩大个人所得税抵扣范围、降低企业所得所得税税率、扩大企业所得税抵扣范围和加速折旧方面的措施、降低资本利得税和股息税。此次特朗普税改相较于过去三次税改的重要区别主要在于海外利润汇回税方面，从这里也可以看出特朗普对海外利润汇回寄予很大的希望。

表 3：里根政府和小布什政府减税措施的具体内容

	背景	减税法案	减税措施
里根政府	20 世纪 80 年代，美国陷入“滞涨”	《经济复苏和税收法案》 (1981)	1. 按 15%、10%、5%的比率三次降低个人所得税税率，同时将个人所得税的最高税率从 75%降到 50%； 2. 降低资本利得税，最高税率从 70%降到 50%，最低税率从 28%降到 20%； 3. 增加了企业所得税的抵扣； 4. 降低公司所得税率，增加加速折旧表。
		《税制改革法案》(1986)	1. 降低和简化个人所得税，把 14 档累进税率改为 15%、25%、28%三档税率； 2. 将企业所得税从最高的 40%的 5 档累进税率变为最高 35%的 4 级累进税率； 3. 资本利得税最低税率由 20%降到 17%。
小布什政府	21 世纪初，美国经济增长势头减弱，互联网泡沫破灭以及 911 事件	《经济增长与减税协调法案》 (2001)	1. 个人所得税率增加一档最低税率 10%； 2. 增加子女税收抵扣额度； 3. 鼓励夫妇联合申报； 4. 提高遗产税免征额度，降低遗产税税率。
		《增加就业和援助雇工法案》 (2002)	1. 对购买设备或者其他经营性资产的开支给予 30%的折旧抵扣； 2. 延长亏损的追溯期限； 3. 延长了多项税收优惠的期限。
		《就业与增长税收减免协调法案》(2003)	1. 个人所得税的最高税率从 39.6%降到 35%； 2. 资本利得税最高税率从 20%降到 15%； 3. 取消股息税。

注：此部分资料参考（王有鑫，《论特朗普税改对中美经济的影响》）

2.1 减税有助于提振美国消费和投资

理论上，对个人和家庭的减税有可能会增加个人和家庭的可支配收入从而提振私人消费，同样的道理，对企业部门的减税以及加速折旧的措施将有可能增加企业的留存收益进而促进私人投资的增加。过去三次减税的实际情况来看，这样的推论在短期内是成立的（图 1/2）。由于消费和投资的提振，美国整体经济也因此得到了提升（图 3/4）。比如，1981 年减税前，美国 GDP 增速一度跌至-1.61%；减税后，GDP 增速不断提升，并于 1984 年 1 季度升至高点 8.55%。与 1981 年类似，2001 年减税前，美国 GDP 增速在 0%附近；随着减税政策实施，GDP 增速开始加速提升，并于 2004 年 1 季度达到高点 4.41%。

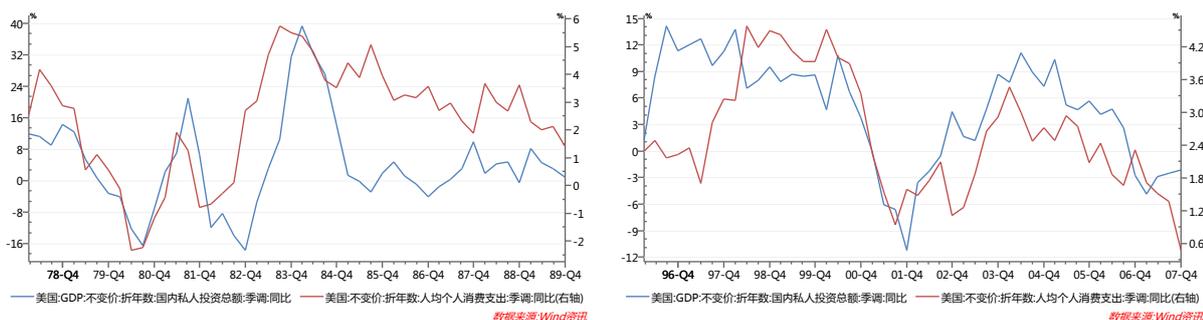


图 1/2：美国里根总统和小布什总统减税对私人消费和私人投资的提振作用

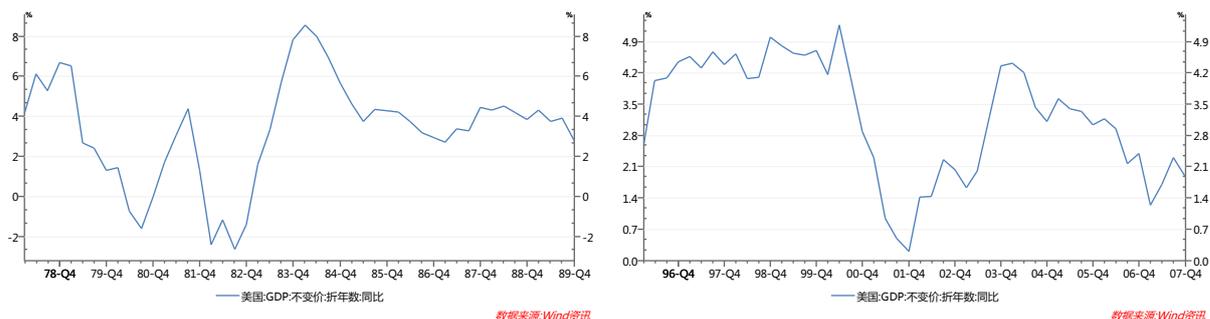


图 3/4: 美国里根总统和小布什总统减税对经济整体的提振作用

2.2 减税后美国相关行业的进口增速显著上升

由于减税会导致美国国内私人消费和私人投资的增加，同时由于美国产业的空心化，那么减税极有可能会提升美国相关产品进口的增加。根据对前三次减税的情况来看，减税会在短期内显著地提升美国整体的进口增速（图 5/6）。

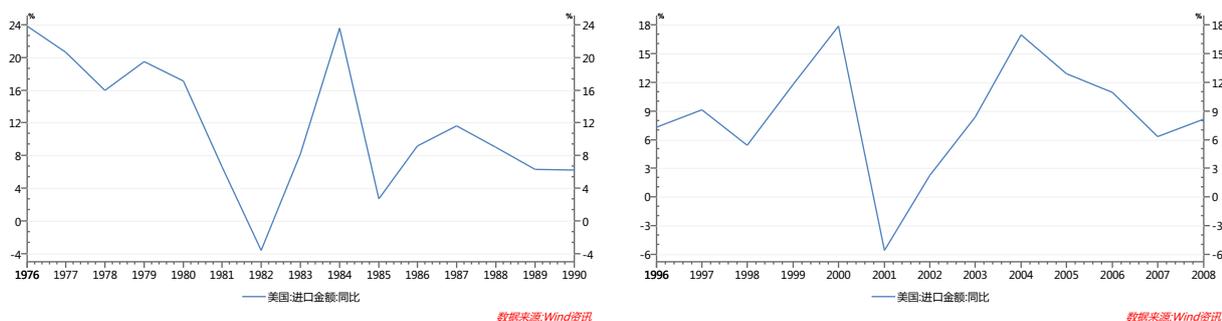


图 5/6: 美国里根总统和小布什总统减税对整体进口的提振作用

具体到相关国家方面，由于德国和日本是显著的出口导向型国家，我们以这两个国家为例，结果发现，在减税期间，受到美国消费和投资需求的提振，德国和日本的出口增速也有了显著的改善（图 7/8）。由于数据可获得性原因，这里的分析仅限于小布什减税期间。

在美国 2001 年减税后，美国对德国和日本的进口增速均大幅改善；其中，美国对德国进口增速由-12%大幅上涨至 22%，美国对日本的进口增速也由-21%持续修复至 13%。受美国进口改善带动，德国和日本的整体出口增速也显著修复。比如，2001 年至 2004 年间，德国和日本整体出口增速分别由-3%、-11%上涨至 14%和 3%，提升显著。

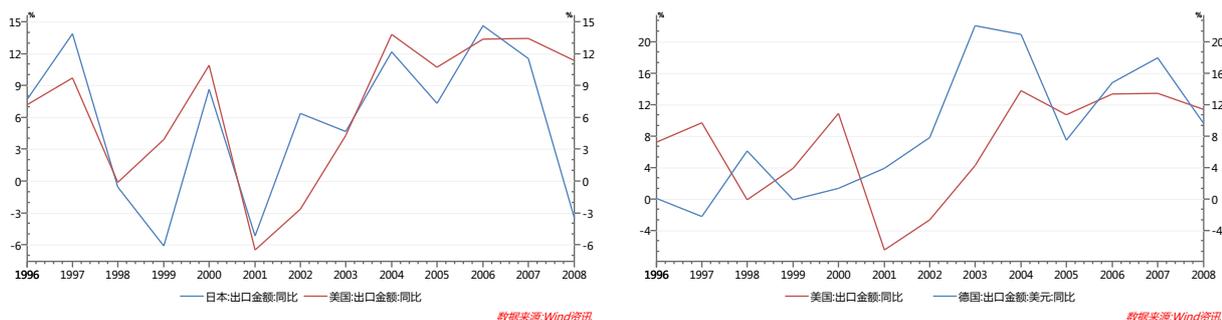


图 7/8: 小布什减税期间德国和日本出口增速的表现

具体的，美国减税后对矿产品和制造业相关产品的进口需求较为显著（图 9）。具体到产品而言，主要是制造业中的化学制品（图 10）和矿产品中的石油及石油制品（图 11）进口增速提升最为显著。

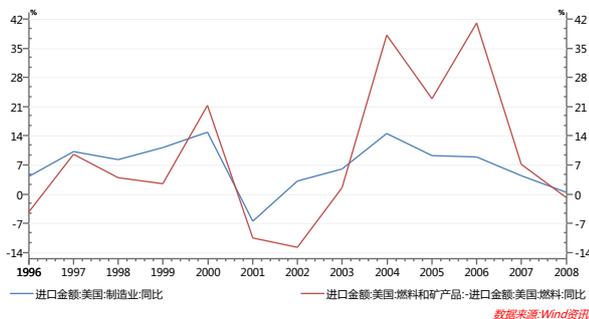


图 9：小布什税改期间制造业和矿产品进口增速



图 10：小布什税改期间制造业和化学制品进口增速



图 11：小布什税改期间石油及石油制品进口增速

三、美国历次税改对金融市场的影响以及此次税改可能对金融市场的影响

通过对过去三次减税期间美国相关金融市场价格走势的简单分析后我们发现，总体而言，减税有利于股票市场的上行（图 12/13）和美债收益率的上行（至少很难下行，图 14/15），而对于其他市场而言并无比较好的确定性。

必须注意的是过去的减税期间，中国的作用并没有现在这么明显，而随着中国经济的结构转型，势必会出现经济增速下行，实现经济结构转型，消费上升，投资下降的格局，那么中国的通胀格局可能并不会像过去那么明显，那么美国的输入性通胀就不如过去那么明显，一定程度上会减少美债收益率上行的压力。

我们预估此次税改同样将带来股票市场的上行，不过相比较于美国市场，中国股票市场的上行更加可期。由于美国税改带来的压力，中国有持续减税的压力，在这种背景下，中国相关企业的利润表现将更好一些。

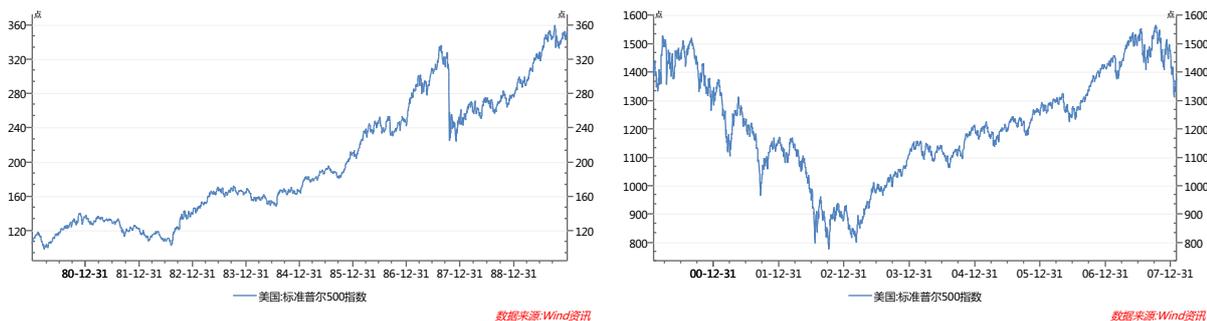


图 12/13: 美国里根总统和小布什总统减税期间标普 500 的走势

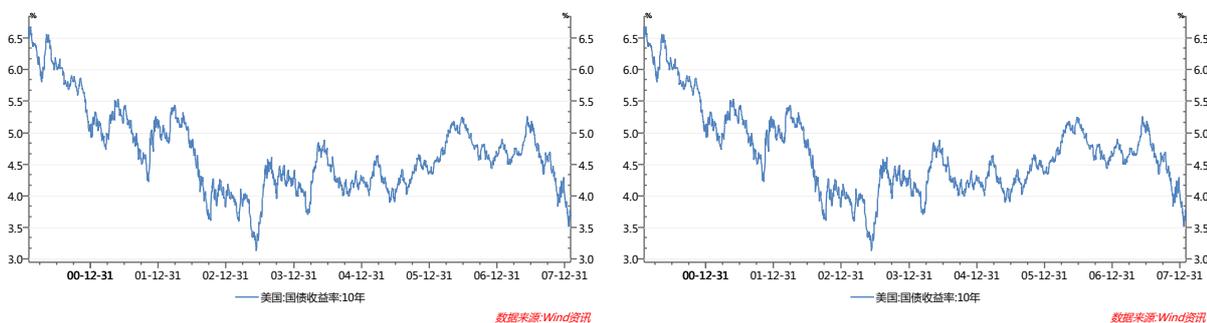


图 14/15: 美国里根总统和小布什总统减税期间美国 10 年期国债收益率走势

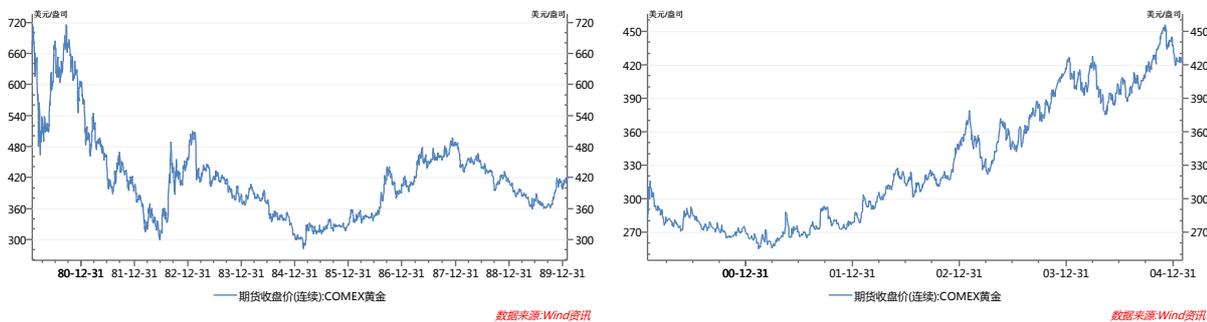


图 16/17: 美国里根总统和小布什总统减税期间黄金价格的走势

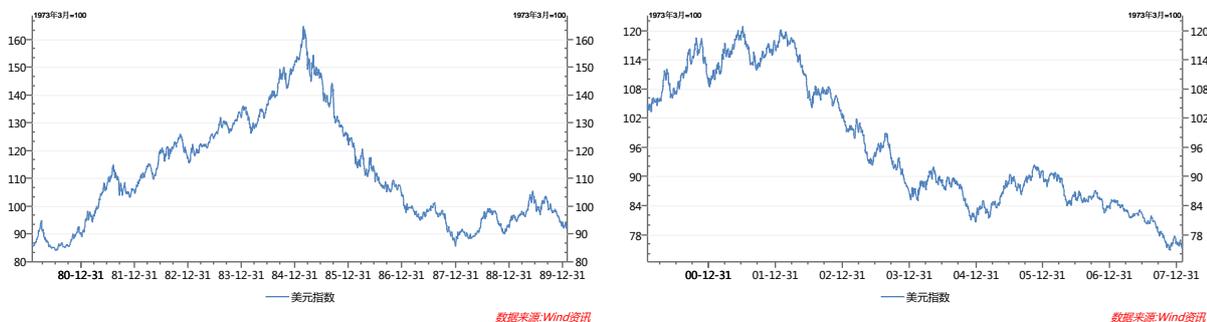


图 18/19: 美国里根总统和小布什总统减税期间美元指数的走势

四、美国此次税改可能对美国经济的影响

从前面的分析可以发现，美国历次减税一般都会在短期内提振美国国内的私人消费和私人投资，同时还会增加美国的进口需求，整体合并的影响是推动美国短期经济的上涨。我们认为此次美国减税，在一定程度上也将在短期内提振美国的私人消费和投资，同样将会加大美国的进口需求和推动整体经济的上升。

对于明年的美国经济而言，主要取决于什么时候最终通过税改方案以及新的企业税税率最终什么时候开始实施。我们预计大概率地最终税改方案通过的时间在明年3月，而新的企业税税率有可能将于明年三季度开始实施的概率最大。此次税改主要的亮点在于大幅下降企业所得税税率从35%下降到20%，对于经济的刺激作用是比较大的。美国CBO（国会财政预算办公室）的测算是，若税改于2018年1季度实施，将提升2018年GDP增长0.1-0.45%。按照我们的预估可能提振2018年GDP增长0.05%-0.22%的概率偏大。

具体到行业而言，通过对比美国2016年和2001年的投入产出表，我们认为**制造业将成为此次税改的最大受益者**。从产业分工的角度看，美国大部分行业的可贸易程度随着全球化的发展明显上升，除了交通和仓储业外，基本原料和制造业的可贸易程度仍然远高于服务业，税收下降叠加海外收入回流的税收优惠，有望吸引美国制造企业回到本土经营，这将利于解决美国产业空心化问题。

具体到人群而言，**此次减税富人将是主要受益人**。特朗普的个税改革方案，特别是提高遗产税的起征点和部分保留“替代性最低限额税”等措施只涉及高收入群体，将导致高收入阶层始终受益，而低收入阶层在国民收入中的份额长期将相对下降。当然，这并不意味着中产阶级并不能从此次税改中获益，根据IMF关于美国个税改革分配效应的研究，我们可以得出两个重要结论：一是任何形式的个人所得税减免都可能使美国低收入群体受益，即使只针对富人减税或低收入群体没有直接获得减税也如此，即所谓“涓滴效应”有成立的基础。

从长期而言，我们认为此次税改对经济的影响如何目前来看还不明确。从过去的经验来看，减税在短期的作用是非常明显的，但是在长期中并不明显。结合目前的实际税收和经济状况来看，长期中减税的效果也许并没有如特朗普预想中的那么明显（此部分内容部分参考：王有鑫，《论特朗普税改对中美经济的影响》）以及程实、王宇哲，《美国税改短期提振增长，长期喜忧参半》）。

1. 税改会进一步增加财政赤字。历次税改都出现了财政赤字增长的现象，“中性减税”的情况在前三次税改中都没有出现，每次减税都伴随财政赤字的巨幅增长。里根政府执政期间联邦政府财政赤字占GDP比重年均值达4%，远超前任2.4%的赤字率；2001年小布什《经济增长与减税协调法案》公布当年，美国联邦政府财政还为盈余，占GDP比重1.2%，但2002年随着财政收入大幅减少，财政收支迅速由盈余转为赤字，赤字率高达1.5%，并开启连续十五年的财政赤字之旅。当然，小布什执政时期的财政赤字有两场战争的原因在里面。然而基于政府天然有一种无法节制支出的冲动来看，此次减税也很难逃出财政赤字扩大的可能。据美国国会预算委员会办公室的估算，此次税改将在未来十年内共增加1.4万亿美元的财政赤字。

2. 税改可能会推升美债收益率。随着财政赤字的扩大，一般都会扩大对国债的发行供给，同时叠加美联储渐进式的加息，此次税改将大概率地推升美债收益率。由于美债收益率是无风险收益率，随着无风险收益率的提升，信用债的收益率也有望进一步上行，进而一定程度上拖累经济。

3. 财政支出的相对减少可能会冲击相关领域。从债务水平来看，美国联邦债务总额当前已经超过GDP的100%，远高于里根时期32%的水平，也被视为历次税改所遗留的确定性结果。一旦特朗普税改并没有看到税基迅速扩大的短期效应，在债务负担的压力下，财政面临缩减开支的风险。依赖于财政补贴的领域，比如新能源、

科研开支、民生等将率先遭受冲击。

4. 税改恐引发全球竞争性减税。2001 年小布什政府降低个人所得税边际税率，随后法国、意大利、西班牙等国个人所得税率也相应下调。当前，全球需求低迷，大国之间制造业成本竞争日益激烈，其他国家为了避免资本流失，不得不重新对税收政策加以审视，从而形成竞相减税的局面。实际上，有些国家已有所准备，如在 2016 年 11 月，英国政府已经明确表态，将在 2020 年，将企业税下调至 17%，而以前英国财政大臣奥斯本为首的精英，则主张把英国的企业税率从目前的 20% 调低至 15% 以下。在美国参议院通过税改法案后，日本政府为鼓励企业投资与为员工加薪，也考虑以减税做诱因，最低可能将企业税率降至 20% 左右。而爱尔兰政府则行动最为迅速，已经把企业税率降到了 12.5%。

五、美国此次税改可能对中国出口的影响

里根总统减税期间中国经济的出口规模在世界上还很小，因此这里分析美国此次税改可能对中国出口的影响主要是通过研究小布什总统减税期间中国出口的表现来展开的。2001 年小布什政府实施减税后，中国对美国的出口增速以及中国的整体出口增速都出现了较大幅度的提升（图），整体出口增速和对美增速均有 2001 年的 6% 左右提升到了 2004 年的 35% 左右，提升效果非常显著。

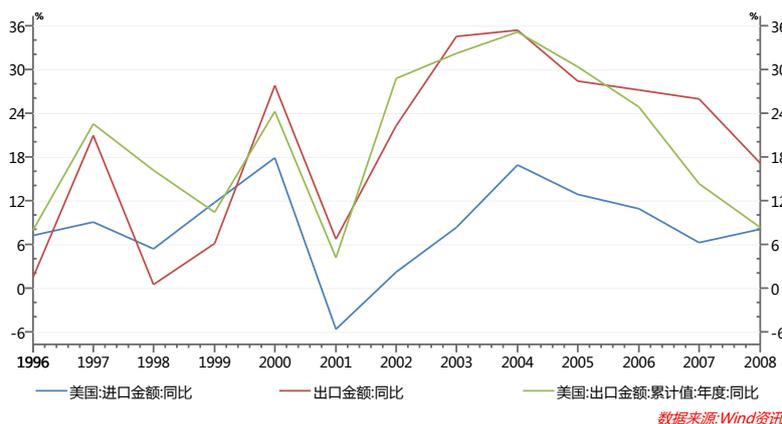


图 20: 小布什税改期间中国整体出口增速和对美出口增速的表现

具体到美国进口的产品方面（表 3），2001 年美国实施减税政策后，受国内需求扩张拉动，美国对矿产品、电脑及电子产品、机械设备、化学制品、塑料及橡胶制品、基本金属和仪器生产等行业的进口增速显著抬升；其中，美国对矿产品进口增速的改善幅度超过 100%，对上述其他行业的进口增速改善幅度也超过 38%。此外，虽然美国对金属制品、杂项制品和食品等行业的进口也有一定程度的改善，但相较于总进口的改善幅度，这些行业的表现并不突出。

美国的经济结构相较于 2001 年并没有发生较大的变化，根据相关资料显示，消费结构方面，美国当前的消费结构与 2001 年基本保持一致；制造业的生产结构方面，化工和电子行业的工业增加值较 2001 年有所提升，其他行业变动不大；整体进口结构方面，与 2001 年相比，化工行业占比提升、已成为美国第三大进口行业，矿产品和纺织品生产行业的进口占比有所下滑，其他行业整体变化不大。因此此次税改可能仍然将主要促进这些产品的进口需求提升：矿产品、电脑及电子产品、机械设备、化学制品、塑料及橡胶制品、基本金属和仪器类产品。（此部分内容部分参考：长江证券研报《若美国减税，中国那些行业将受益》）

表 3：2001 年减税后，美国行业进口改善幅度

行业	进口增速改善幅度
矿产品	110%
基本金属	60%
化学制品	54%
电脑及电子产品	47%
机械设备	42%
塑料及橡胶制品	39%
仪器类	38%
总进口	38%
金属制品	37%
杂项制品	30%
食品及同类产品	29%
农林牧渔产品	27%
运输设备	17%
进口占比合计	82%

具体到 2001 年减税对中国对美出口产品出口增速的提升方面，我们发现中国对美出口增速的提升以矿产品、贱金属、机电、纺织、塑料橡胶制品较为显著（图 21，这里的分析结果还参考了中国 2016 年对美出口的结构：图 22）。这一结果同前面对美国进口需求的分析结果较为一致。由于美国现在的经济结构较 2001 年相比变化不大，因此我们有理由相信这些行业的出口仍然可能会受益于美国此次税改。

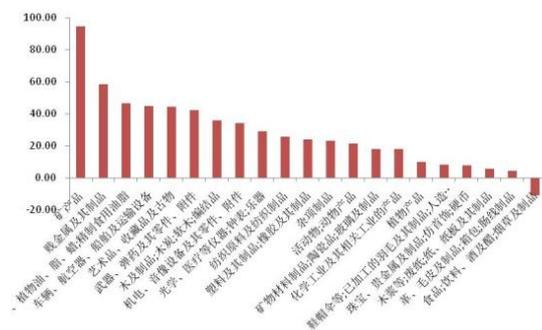


图 21：2001 年减税中国对美出口相关产品增速的提升幅度

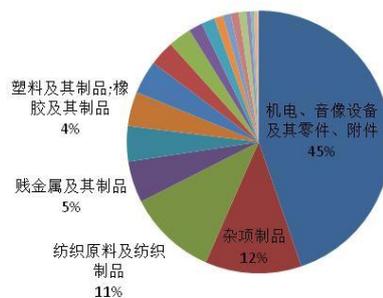


图 22：2016 年底中国对美出口的产品结构

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。