

特朗普稅改前瞻

——法案通過機會增大，特朗普漲勢有望持續

被特朗普和共和黨視為執政“重中之重”的稅務改革，一經提出就牽動著全球金融市場的神經，稅改進程中的每一步都會引發市場波動。此次稅改是繼 1986 年雷根政府稅改以來力度最大的一次，其重要性不言而喻。11 月 16 日眾議院通過法案是特朗普取得的首場小勝，但要想定案計畫還必須通過參議院即將舉行的表決。兩次重要表決之間的這段“平靜”時期實際上暗流湧動，此時我們需要集中關注幾個重要問題：稅改當前的進展如何？通過的幾率有多大？以及稅改對於股票市場和美國經濟將有何影響？

❖ 最新進展：兩院進程加速，版本差距顯著

美國眾議院於 11 月 16 日以 227 對 205 票通過了減稅與就業法案 (Tax Cuts and Jobs Act of 2017)，美股大漲。這將共和黨的減稅征程向前推進了一大步，理論上依然有可能在耶誕節時將法案呈于總統簽署。接著在 11 月 21 日，參議院首次公佈了一份 515 頁的法案詳細內容，共和黨計畫在十天內推送參議院全會表決。

圖 1: 道瓊斯平均工業指數與稅改進程主要事件



資料來源：道瓊斯，招銀國際研究

我們注意到，最近三週以來參眾兩院有關稅改法案的推進速度突然加快，這也從側面印證了法案有較大可能通過的預估。目前共和黨已經進入最後的衝刺階段，竭盡全力推動稅改法案通過。

此次稅務改革是特朗普“美國優先”戰略下的重要舉措。根據特朗普的稅改大綱 (Unified Framework for Fixing Our Broken Tax Code)，此次稅改主要立足於四大原則：一是簡化稅法和繳稅流程，適宜理解和應用；二是減少收入稅，增加工人收入；三是為美國公司提供更好營商環境，新增本土就業機會；四是吸引海外資金回流，重振美國經濟。

兩院給出的版本在稅改的大方向上還是比較一致的，包括取消或減少州和地方稅抵免額，將標準扣稅額提高一倍以及設定 20 個百分點左右的企業稅率。不論採取哪種方案，都要在接下來十年內花費超過 1.4 萬億美金。

丁安華，首席經濟學家

電話：(86) 755 8319 5106

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

圖 2: 參眾兩院稅改議案成本估計與對比

稅改項目	參議院	眾議院
個人稅減免合計	\$3.3 萬億	\$3.5 萬億
個人稅增加合計	-\$3.1 萬億	-\$3 萬億
營業稅減免合計	\$2.4 萬億	\$2.3 萬億
營業稅增加合計	-\$1.3 萬億	-\$1.4 萬億
遺產稅減免	\$1510 億	\$940 億
總計	\$1.4 萬億	\$1.5 萬億

資料來源: Committee for Responsible Federal Budget, 招銀國際研究

從具體內容來看，參眾兩院給出的版本存在很多差異，這為稅改前景增添了許多不確定因素。眾議院提議將個人所得稅稅率簡化至四檔，參議院則主張保留原有七檔；眾議院提議 2018 年就開始下調公司稅，而參議院主張延遲一年；眾議院主張 2024 年之後廢除遺產稅而參議院建議保留；旨在惠及小企業的商業實體條款 (Pass-through Provision) 方面，眾議院主張 25% 的最高稅率，低於參議院超過 30% 的計畫。總的來講，眾議院的計畫更為激進，步伐較快較大。

圖 3: 參眾兩院稅改議案主要分歧

稅改項目	眾議院	參議院
所得稅等級	由現有 7 檔降為 4 檔 (12、25、35、39.6%)	保留現有 7 檔 (10、12、22.5、25、32.5、35、38.5%)
入息最高稅率	保持 39.6%	降到 38.5%
兒童稅收抵免	由 1000 美元上調至 1600 美元	由 1000 美元上調至 2000 美元
遺產稅	2024 年完全廢除遺產稅	將遺產稅豁免提高至目前兩倍；保留遺產稅
州和地方稅抵免	廢除州稅、地稅和消費稅抵扣，保留不超過一萬美金的房地產稅抵扣額	徹底廢除減免
企業減稅實施時間	2018 年	2019 年
商業實體 (Pass-through) 稅務	最高稅率 25%	最高稅率超過 30%

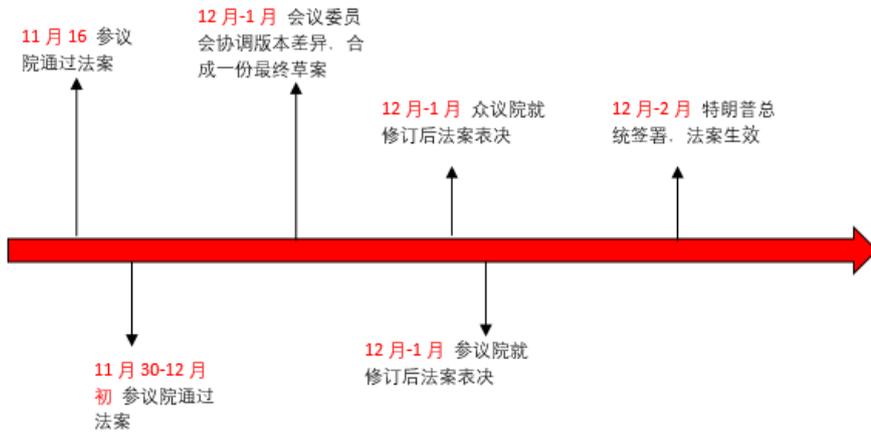
資料來源: 兩院減稅法案，招銀國際研究

❖ 前景預測：道阻且艱，但通過幾率增大

共和黨的稅改“馬拉松”終於進入了最後的衝刺階段。下一步，如果參議院投票通過了法案，則會出現參眾兩院持兩個不同版本的情況。到時，或是兩院通過“會議委員會”的協商達成統一，亦是要求眾議院接受參議院的版本。形成一個統一的稅改法案之後，再提請兩院分別投票，均獲通過之後稅改法案就可以擺在特朗普的辦公桌上，總統簽署之後獲得生效。

由於兩院目前的版本還存在不少重大的分歧，協商統一的過程也許不會很迅速很順利。因此想要趕上特朗普預定的耶誕節簽署時間困難重重，有可能會拖至元旦之後。如果協商過程中出現任何利好消息，最終通過的幾率都會增大，時間也會縮短。

圖 4: 稅改預計時間表



資料來源: 招銀國際研究預測

共和黨和特朗普總統太需要稅改這場勝利了，即使是對法案內容做出較大妥協和讓步都在所不惜。加之最近兩院的推進速度以及議員的不少利好表態都增大了通過可能性的預估。基於兩黨博弈格局和發展動向的綜合評估，當前我們對於稅改法案最終通過給出 80% 的可能性預判。

❖ **對市場和經濟有何影響**

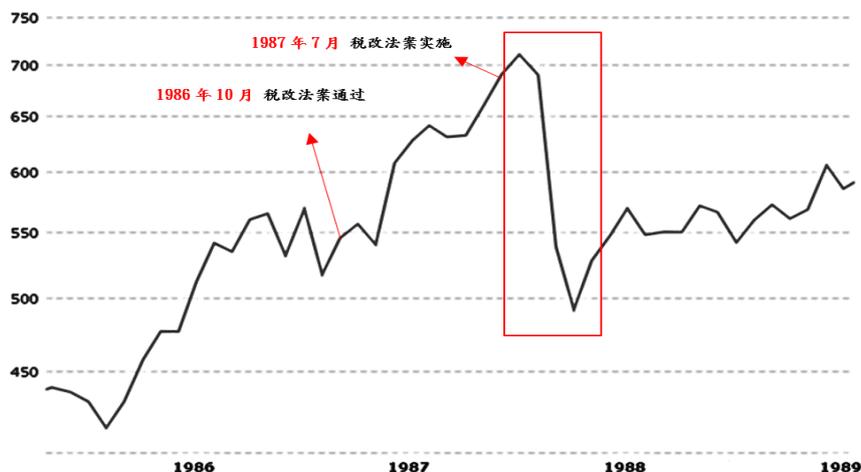
(1) 股票市場：短期或助長特朗普漲勢，中小型股受益較大

目前稅改在諸多不確定因素中贏面上升，而市場正在逐步做出反應，目前依然保有對於進一步利好的上升空間。如果兩黨協商合作過程中出現新的確定利好消息，市場也會再次給予積極反應，這有助於特朗普漲勢（Trump Rally）的延續。

特朗普入主白宮以來美國股市持續見漲，被稱為特朗普漲勢或特朗普行情。當然這不能全部歸功於新政府的政策，全球經濟總體向好是推動牛市的根本動力。如果稅改法案最終按預估情況順利通過，則會有助於延續特朗普漲勢，特別是對於中小型股的提升更為明顯，因為它們通常擁有更多的國內業務比重。如果過程中出現談判破裂致使法案無法通過，股市則會出現下跌，因為截至目前市場已經對於法案通過從而增加企業收入的預期做出了一部分的反應。

另一方面，儘管目前樂觀情緒提升，仍要注意潛在風險。拐點有可能很快出現，甚至比預想的更快。如果我們回顧 1986 年雷根時期的稅改或許可以有所啟發：當 1986 年底減稅法案通過之後股價迅速上漲，直到 1987 年 7 月法案實施的時候股市出現了狂跌現象。雖然這背後原因很多，但其中一個教訓就是不要對於稅改有過快的不切實際的預期，因為企業決策考慮的因素是複雜的，稅改對於企業的影響是不確定的，正面的效應通常也需要一段時間才能顯現。

圖 5: 1986 年減稅之後標普指數攀升直至實施後迅速下跌

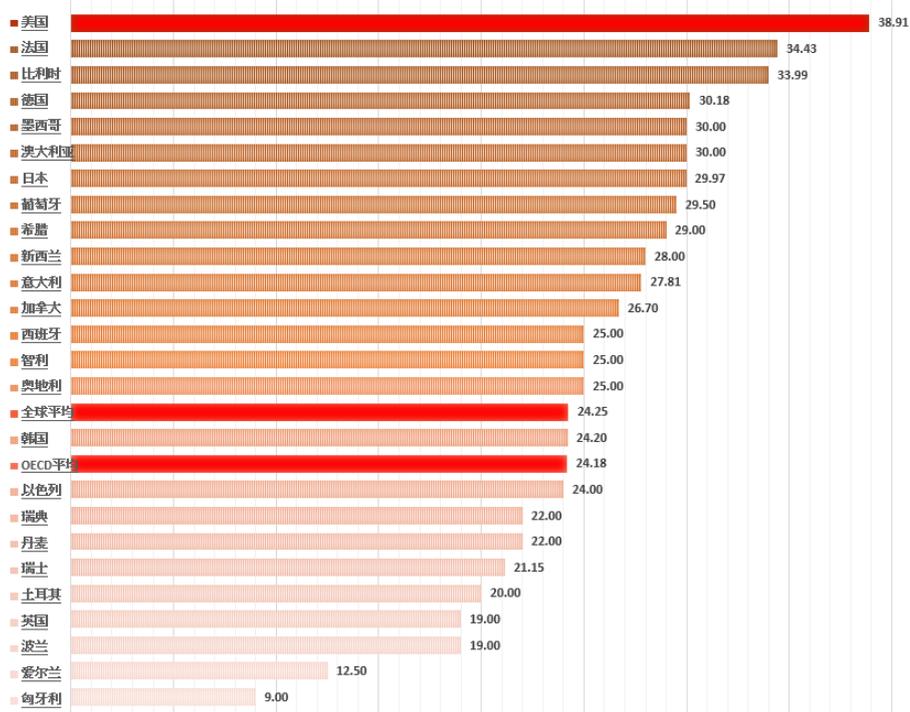


資料來源: 標準普爾指數, 招銀國際研究

❖ (2) 對美國經濟: 有助提升競爭力和生產力

雖然 1986 年稅改之後股市出現了這樣的大波動, 但長期來看還是對企業利潤產生了正向的提升作用。為了促進美國生產力和產業競爭力, 此次的特朗普稅改計畫為美國經濟打三劑強心針: 降低企業稅, 優化稅務系統, 以及吸引投資。

圖 6: 美國高居 OECD 國家企業綜合稅率榜首



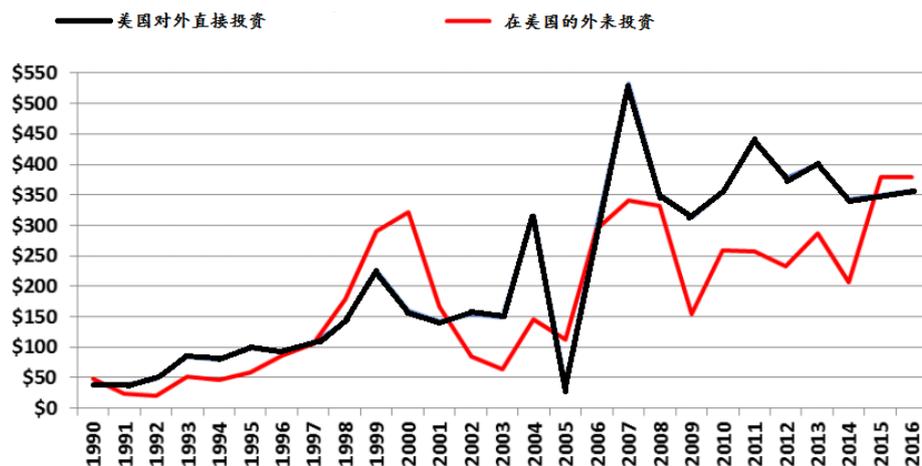
資料來源: OECD Tax Database, 招銀國際研究

從目前來看, 美國的企業稅甚高, 2017 年綜合企業稅達到 39% 左右, 是發達經濟體當中最高。從 OECD 國家比較可以看到, 美國稅率遠遠高於其他 OECD 國家以及世界平均值。此次稅改的內容之一就在於降低企業稅率, 如果能從 35% 降到 20% 左右, 美國將不再“領跑”稅率榜單, 有助降低企業營商成本。

稅改方案還將致力於簡化目前冗長繁雜的稅務系統。一個更加簡單、高效和現代的稅務系統會大幅降低繳稅、行政和合規成本，最大化稅收收益，並促進投資和經濟增長。

更低的企業稅還有助於吸引到更多的投資專案落地美國本土，從而帶動整體經濟活力。從美國對外以及接收的直接投資資料來看，從 2006 年到 2014 年，美國對外直接投資額持續高於外來直接投資額，而在最近三年出現了反轉勢頭。如果減稅方案能夠通過，美國將增強其對於美國企業和外國企業的吸引力，將這一新趨勢延續下去。

圖 7：美國對外直接投資與在美國的外來投資對比



資料來源：美國商務部，招銀國際研究

如果稅改法案順利通過，將有助提升許多產業部門的利潤，拓寬稅基，反過來彌補少收的部分稅收。然而，目前美國的高赤字高負債使得人們格外擔心減稅帶來的財政空缺無法得到彌補，致使政府更加捉襟見肘。如果政府無法提出與減稅方案相匹配的預算節省計畫，則愈發嚴重的赤字和負債問題勢必危及公共服務、社會福利和經濟體系的平穩運行，從而引發長期不良後果。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年[金融推廣]令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。