

特朗普税改前瞻

——法案通过机会增大，特朗普涨势有望持续

被特朗普和共和党视为执政“重中之重”的税务改革，一经提出就牵动着全球金融市场的神经，税改进程中的每一步都会引发市场波动。此次税改是继 1986 年里根政府税改以来力度最大的一次，其重要性不言而喻。11 月 16 日众议院通过法案是特朗普取得的首场小胜，但要想定案计划还必须通过参议院即将举行的表决。两次重要表决之间的这段“平静”时期实际上暗流涌动，此时我们需要集中关注几个重要问题：税改当前的进展如何？通过的几率有多大？以及税改对于股票市场和美国经济将有何影响？

❖ 最新进展：两院进程加速，版本差距显著

美国众议院于 11 月 16 日以 227 对 205 票通过了减税与就业法案 (Tax Cuts and Jobs Act of 2017)，美股大涨。这将共和党的减税征程向前推进了一大步，理论上依然有可能在圣诞节时将法案呈于总统签署。接着在 11 月 21 日，参议院首次公布了一份 515 页的法案详细内容，共和党计划在十天内推送参议院全会表决。

图 1: 道琼斯平均工业指数与税改进程主要事件



资料来源：道琼斯，招银国际研究

我们注意到，最近三周以来参众两院有关税改法案的推进速度突然加快，这也从侧面印证了法案有较大可能通过的预估。目前共和党已经进入最后的冲刺阶段，竭尽全力推动税改法案通过。

此次税务改革是特朗普“美国优先”战略下的重要举措。根据特朗普的税改大纲 (Unified Framework for Fixing Our Broken Tax Code)，此次税改主要立足于四大原则：一是简化税法和缴税流程，适宜理解和应用；二是减少收入税，增加工人收入；三是为美国公司提供更好营商环境，新增本土就业机会；四是吸引海外资金回流，重振美国经济。

两院给出的版本在税改的大方向上还是比较一致的，包括取消或减少州和地方税抵免额，将标准扣税额提高一倍以及设定 20 个百分点左右的企业税率。不论采取哪种方案，都要在接下来十年内花费超过 1.4 万亿美元。

丁安华，首席经济学家

电话：(86) 755 8319 5106

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

图 2: 参众两院税改议案成本估计与对比

税改项目	参议院	众议院
个人税减免合计	\$3.3 万亿	\$3.5 万亿
个人税增加合计	-\$3.1 万亿	-\$3 万亿
营业税减免合计	\$2.4 万亿	\$2.3 万亿
营业税增加合计	-\$1.3 万亿	-\$1.4 万亿
遗产税减免	\$1510 亿	\$940 亿
总计	\$1.4 万亿	\$1.5 万亿

资料来源: Committee for Responsible Federal Budget, 招银国际研究

从具体内容来看, 参众两院给出的版本存在很多差异, 这为税改前景增添了许多不确定因素。众议院提议将个人所得税税率简化至四档, 参议院则主张保留原有七档; 众议院提议 2018 年就开始下调公司税, 而参议院主张延迟一年; 众议院主张 2024 年之后废除遗产税而参议院建议保留; 旨在惠及小企业的商业实体条款 (Pass-through Provision) 方面, 众议院主张 25% 的最高税率, 低于参议院超过 30% 的计划。总的来讲, 众议院的计划更为激进, 步伐较快较大。

图 3: 参众两院税改议案主要分歧

税改项目	众议院	参议院
所得税等级	由现有 7 档降为 4 档 (12、25、35、39.6%)	保留现有 7 档 (10、12、22.5、25、32.5、35、38.5%)
入息最高税率	保持 39.6%	降到 38.5%
儿童税收抵免	由 1000 美元上调至 1600 美元	由 1000 美元上调至 2000 美元
遗产税	2024 年完全废除遗产税	将遗产税豁免提高至目前两倍; 保留遗产税
州和地方税抵免	废除州税、地税和消费税抵扣, 保留不超过一万美金的房地产税抵扣额	彻底废除减免
企业减税实施时间	2018 年	2019 年
商业实体 (Pass-through) 税务	最高税率 25%	最高税率超过 30%

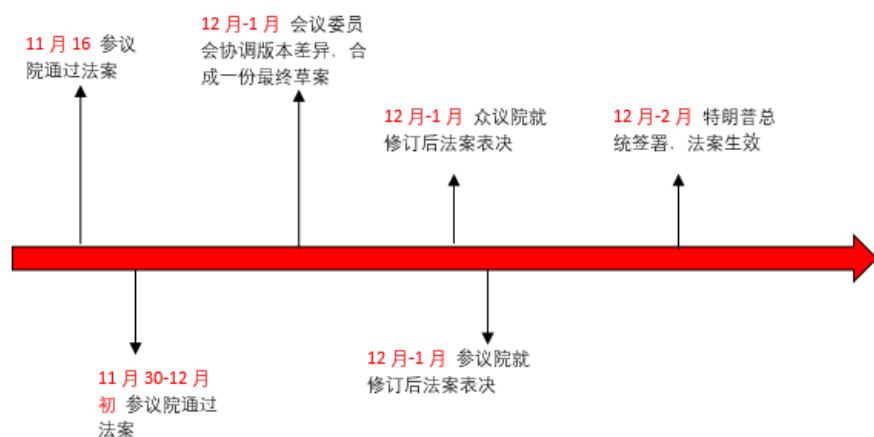
资料来源: 两院减税法案, 招银国际研究

❖ 前景预测: 道阻且艰, 但通过几率增大

共和党的税改“马拉松”终于进入了最后的冲刺阶段。下一步, 如果参议院投票通过了法案, 则会出现参众两院持两个不同版本的情况。到时, 或是两院通过“会议委员会”的协商达成统一, 亦是要求众议院接受参议院的版本。形成一个统一的税改法案之后, 再提请两院分别投票, 均获通过之后税改法案就可以摆在特朗普的办公桌上, 总统签署之后获得生效。

由于两院目前的版本还存在不少重大的分歧，协商统一的过程也许不会很迅速很顺利。因此想要赶上特朗普预定的圣诞节签署时间困难重重，有可能会拖至元旦之后。如果协商过程中出现任何利好消息，最终通过的几率都会增大，时间也会缩短。

图 4: 税改预计时间表



资料来源: 招银国际研究预测

共和党和特朗普总统太需要税改这场胜利了，即使是对法案内容做出较大妥协和让步都在所不惜。加之最近两院的推进速度以及议员的不少利好表态都增大了通过可能性的预估。基于两党博弈格局和发展动向的综合评估，当前我们对于税改法案最终通过给出 80% 的可能性预判。

❖ 对市场和经济有何影响

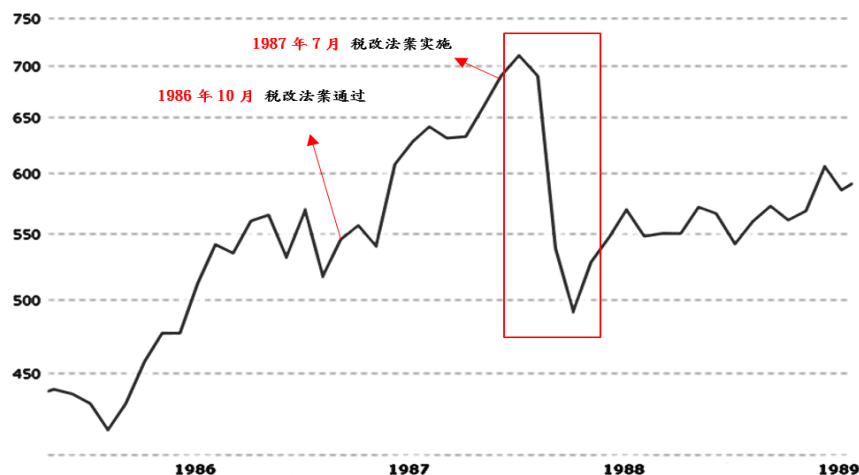
(1) 股票市场：短期或助长特朗普涨势，中小型股受益较大

目前税改在诸多不确定因素中赢面上升，而市场正在逐步做出反应，目前依然保有对于进一步利好的上升空间。如果两党协商合作过程中出现新的确定利好消息，市场也会再次给予积极反应，这有助于特朗普涨势（Trump Rally）的延续。

特朗普入主白宫以来美国股市持续见涨，被称为特朗普涨势或特朗普行情。当然这不能全部归功于新政府的政策，全球经济总体向好是推动牛市的根本动力。如果税改法案最终按预估情况顺利通过，则会有助于延续特朗普涨势，特别是对于中小型股的提升更为明显，因为它们通常拥有更多的国内业务比重。如果过程中出现谈判破裂致使法案无法通过，股市则会出现下跌，因为截至目前市场已经对于法案通过从而增加企业收入的预期做出了一部分的反应。

另一方面，尽管目前乐观情绪提升，仍要注意潜在风险。拐点有可能很快出现，甚至比预想的更快。如果我们回顾 1986 年里根时期的税改或许可以有所启发：当 1986 年底减税法案通过之后股价迅速上涨，直到 1987 年 7 月法案实施的时候股市出现了狂跌现象。虽然这背后原因很多，但其中一个教训就是不要对于税改有过快的不切实际的预期，因为企业决策考虑的因素是复杂的，税改对于企业的影响是不确定的，正面的效应通常也需要一段时间才能显现。

图 5: 1986 年减税之后标普指数攀升直至实施后迅速下跌

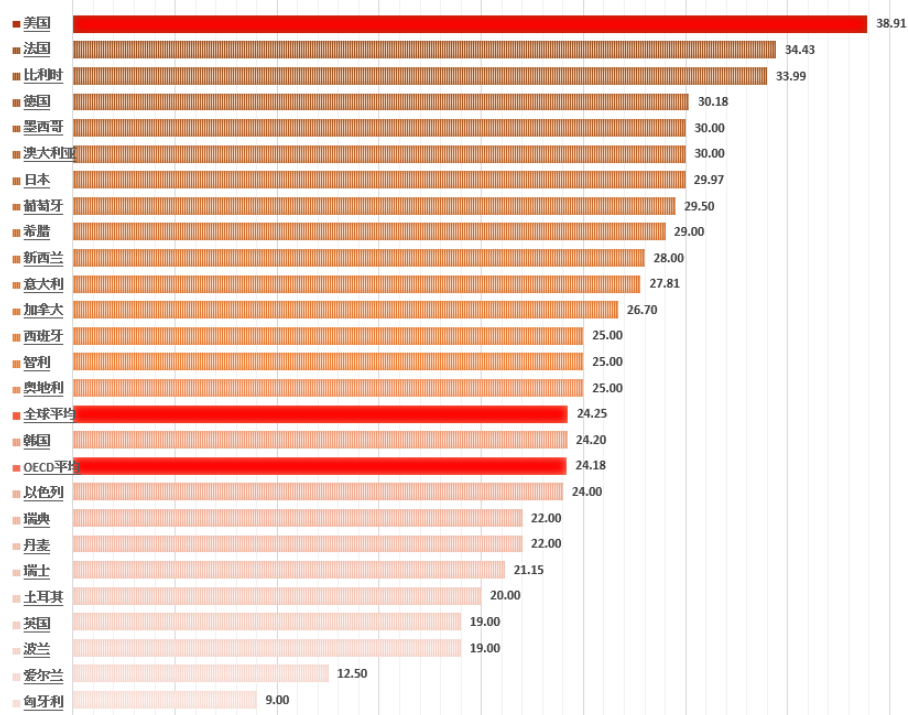


资料来源: 标准普尔指数, 招银国际研究

❖ (2) 对美国经济: 有助提升竞争力和生产力

虽然 1986 年税改之后股市出现了这样的大波动, 但长期来看还是对企业利润产生了正向的提升作用。为了促进美国生产力和产业竞争力, 此次的特朗普税改计划为美国经济打三剂强心针: 降低企业税, 优化税务系统, 以及吸引投资。

图 6: 美国高居 OECD 国家企业综合税率榜首



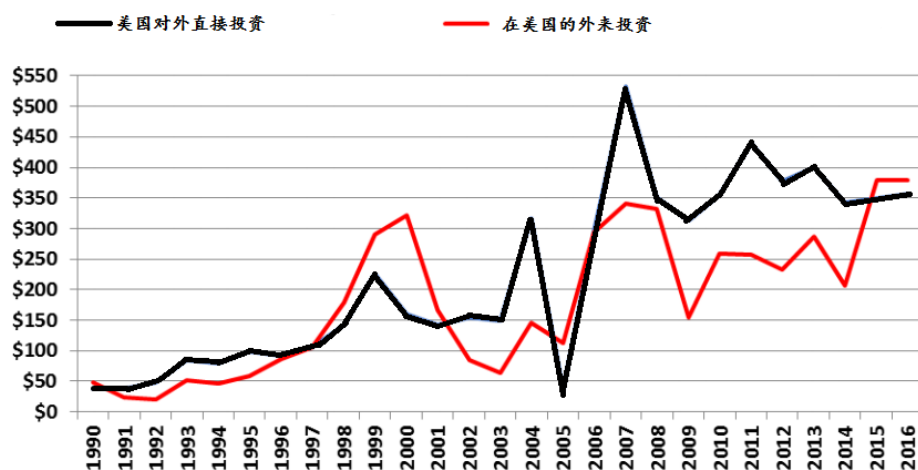
资料来源: OECD Tax Database, 招银国际研究

从目前来看, 美国的企业税甚高, 2017 年综合企业税达到 39% 左右, 是发达经济体当中最高。从 OECD 国家比较可以看到, 美国税率远远高于其他 OECD 国家以及世界平均值。此次税改的内容之一就在于降低企业税率, 如果能从 35% 降到 20% 左右, 美国将不再“领跑”税率榜单, 有助降低企业营商成本。

税改方案还将致力于简化目前冗长繁杂的税务系统。一个更加简单、高效和现代的税务系统会大幅降低缴税、行政和合规成本，最大化税收收益，并促进投资和经济增长。

更低的企业税还有助于吸引到更多的投资项目落地美国本土，从而带动整体经济活力。从美国对外以及接收的直接投资数据来看，从 2006 年到 2014 年，美国对外直接投资额持续高于外来直接投资额，而在最近三年出现了反转势头。如果减税方案能够通过，美国将增强其对于美国企业和外国企业的吸引力，将这一新趋势延续下去。

图 7：美国对外直接投资与在美国的外来投资对比



资料来源：美国商务部，招银国际研究

如果税改法案顺利通过，将有助提升许多产业部门的利润，拓宽税基，反过来弥补少收的部分税收。然而，目前美国的高赤字高负债使得人们格外担心减税带来的财政空缺无法得到弥补，致使政府更加捉襟见肘。如果政府无法提出与减税方案相匹配的预算节省计划，则愈发严重的赤字和负债问题势必危及公共服务、社会福利和经济体系的平稳运行，从而引发长期不良后果。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II)属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。