

研究报告

2017 年第 66 期

2017.12/11

执笔：邱牧远 宋玮

muyuan.qiu@icbc.com.cn

wei.songcsjr@icbc.com.cn

特朗普税改影响分析及我行对策

——基于美国历史数据的测算及对比分析

要点

- 作为继里根时期之后美国税制的最大调整，特朗普税改方案会对美国及全球经济产生较大影响。通过测算，特朗普减税或将在短期内提升美国 GDP 增速、CPI、贸易逆差 GDP 占比和基尼系数分别为 0.35 个百分点、0.27 个百分点、0.05 个百分点和 0.03 个百分点。
- 从中长期看，特朗普税改方案将推动美国制造业企业回归本土，对其他发达国家和新兴市场国家制造业发展形成一定冲击；或将引领全球竞争性减税大潮；推动美国引领全球非常规货币政策加速退出；加剧美国和部分新兴市场国家的债务风险；推动全球资本回流美国。
- 在此背景下，我行应高度重视，积极配合国家税收改革；密切跟踪，把握特朗普税改方案最新进展；高瞻远瞩，借机加速拓展美国市场；未雨绸缪，提前应对国际金融市场波动；合规经营，加强涉税风险管理水平；及时预警，密切监管新兴市场债务和财政风险。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

特朗普税改影响分析及我行对策

——基于美国历史数据的测算及对比分析

2017年12月2日，美国参议院版本的减税与就业法案（Tax Cuts and Jobs Act）以51票对49票获得通过，特朗普税改方案取得关键进展，也是特朗普新政的第一项实质性突破。作为继里根时期之后美国税制的最大调整，特朗普政府的税改方案会对美国及全球经济产生较大影响。目前市场对特朗普减税法案影响的定性分析较多，但基于历史数据定量测算减税对美国经济影响程度的文章较为稀缺。本报告在对美国上世纪80年代以来三次税制改革效应进行定性分析的基础上，基于历史数据定量测算了特朗普减税方案对美国财政赤字、物价、贸易逆差和贫富差距可能产生的短期影响，分析了该方案可能对全球产生的中长期外溢效应，并在此基础上提出了我行应对策略。

一、特朗普税改方案的进展及主要内容

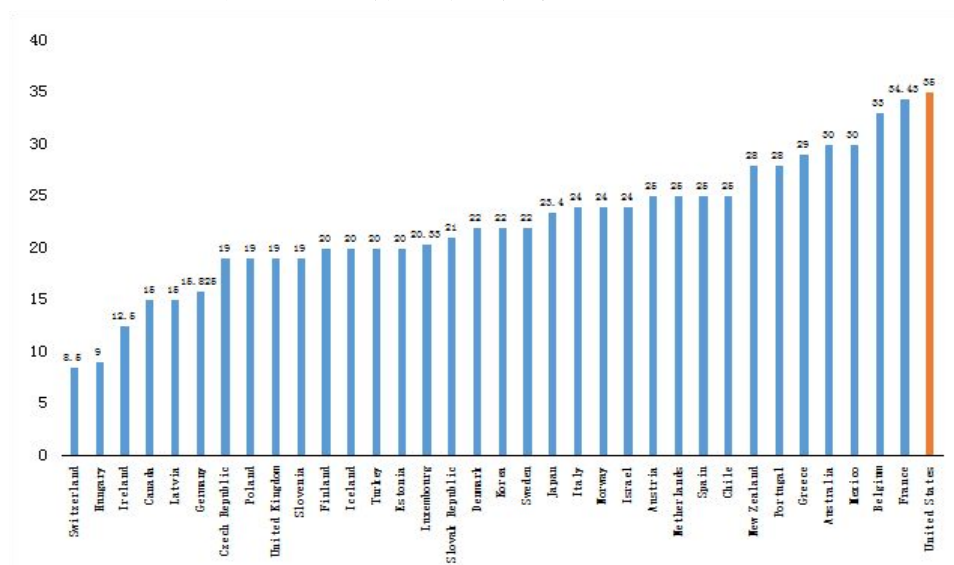
目前，特朗普税改已经走完公布草案、众议院投票通过和参议院投票通过三个环节。虽然离真正通过还需要国会调节两院分歧、参众两院就调和后税改议案投票以及总统签字立法三个步骤，但考虑到特朗普上任后政策“落地”成果有限，而2018年又恰逢中期选举，特朗普政府以及共和党将大力推动税改方案的通过，其在明年一季度通过的概率较大。

尽管当前参众两院各自通过的税改方案版本依然存在些许分歧，但总体框架已近定型。综合来看，作为里根时期之后美国税制的最大调整，本次税改方案（见表1）核心内容为大幅削减企业税和小幅调整个税两方面。在大幅削减企业税领域，一方面，将企业税的最高税率从35%降至20%。2017年美国公司综合税率高达38.9%在所有OECD国家中最高（见图1）。此次减税后，企业所得税由35%降低至20%，中小企业的最高税率由39.6%降至25%，明显低于OECD国家35.9%的平均水平，使得美国国内在税收方面对企业的吸引力将大大增强，助于提振



美国国内的营商环境。但参议院主张从2019年开始实施，而众议院主张从2018年开始实施。另一方面，降低海外利润汇回税率，以达到提振国内投资的目的。众议院版本要求对现金等高流动性资产征收14%的税，对流动性较弱的资产征收7%的税率。参议院方案最终条款更加复杂，综合来看，调整后两项税率比众议院版本高出0.5个百分点。

图1 OECD各国综合税率比较（2017）



资料来源：OECD.Stats

在调整整个税领域，一方面，简化个人所得税税率分级，降低个税税率。参众两院的税改版本中，个人所得税率均有所降低，对种地收入家庭税率减免的力度更大。与此同时，众议院的版本中还涉及税收分级的简化。另一方面，提高个人所得税的抵扣额。两院通过的方案均同意将现有的抵扣额度提高一倍。

表 1 参众两院税改法案的与现行税制的比较

| 条款 | 众议院 | 参议院 | 现行税法 |
|----------|---|---|--------------------------------------|
| 个人税收登记划分 | 4 个等级：12%，25%，35%，39.6% | 7 个等级，10%、12%、22%、24%、32%、35%、38.5% | 7 个等级：10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6%。 |
| 个税标准抵扣额 | 单身人士 1.2 万美元，已婚家庭 2.4 万美元。 | 单身人士 1.2 万美元，已婚家庭 2.4 万美元 | 单身人士 6350 美元，已婚人士 1.27 万美元。 |
| 儿童税减免 | 对年收入 23 万美元以下的家庭，每位儿童减免税额 1600 美元。 | 对年收入 11 万美元以下的家庭，每位儿童见面税额 2000 美元。 | 对年收入 11 万美元以下的家庭，每位儿童见面税额 1000 美元。 |
| 企业税 | 大企业最高税率 20%，过渡法人企业（例如独资企业、合伙人制企业和 S 类股份有限公司，不必以公司名义缴税，而是以所有者名义纳税）适用的最高税率 25%。 | 大企业最高税率 20%，过渡法人企业（例如独资企业、合伙人制企业和 S 类股份有限公司，不必以公司名义缴税，而是以所有者名义纳税）适用的最高税率 23%，2019 年生效，2025 年到期。 | 最高税率 35%。 |
| 海外利润汇回税率 | 对现金等高流动性资产税率为 14%，对流动性较弱的资产征收 7% 的税率。 | 对现金等高流动性资产税率为 14.5%，对流动性较弱的资产征收 7.5% 的税率。 | 按照 35% 税率征税。 |
| 抵押贷款利息免税 | 允许 50 万美元新增的抵押贷款利息减免。 | 允许 100 万美元的新增抵押贷款减免。 | 允许 100 万美元新增的抵押贷款利息减免。 |
| 遗产税 | 豁免纳税额度 1100 万美元，若继承配偶资产，豁免额度为 2200 万美元，2023 年彻底废除遗产税。 | 豁免纳税额度 1100 万美元，若继承配偶资产，豁免额度为 220 万美元，2023 年彻底废除遗产税。 | 豁免纳税额度 550 万美元，若继承配偶资产，为 1100 万美元。 |

资料来源：美国国会预算局（Congressional Budget Office）

二、美国减税政策效应的历史比较

事实上，减税已经成为美国政府应对经济衰退、提振经济表现的常用政策工具。自上世纪 80 年代以来，美国已经实施了三次较大规模的减税计划（见表 2）。

第一次是在里根执政时期。1973-1982 年美国处于低速增长、失业与通胀并存的“滞胀危机”，1979 年美国通胀率攀升至创纪录的 15%，而 1980 年经济陷入负增长。1981 年，里根政府颁布了《经济复兴税收法案》，全面降低个人所得



税和企业税，其中个人所得税的最高边际税率由 70% 降至 50%，最低边际税率从 14% 降至 11%。1986 年，里根政府推出了税制改革法案，将个人所得税的最高边际税率进一步由 50% 降至 28%，将公司所得税的最高边际税率由 46% 降至 34%。

表 2 20 世纪 80 年代以来美国三次减税的主要内容

| 法案 | 名义减税额度（亿元）/ 占国民收入比例 | 内容 |
|-----------------------|------------------------|---|
| 里根政府（共和党） | | |
| 《经济复苏和税收法案》 （1981） | 383/1.4% | 1. 降低个人所得税税率 |
| | | 2. 降低资本利得税税率 |
| | | 3. 降低企业所得税税率 |
| | | 4. 增加企业所得税抵扣 |
| 《税制改革法案》（1986） | | 1. 降低和简化个人所得税税率 |
| | | 2. 降低和简化企业所得税税率 |
| | | 3. 取消部分税收优惠 |
| 小布什政府（共和党） | | |
| 《经济增长与减税协调法案》（2001） | 738/0.8% | 1. 个人所得税增加一档最低税率 |
| | | 2. 增加子女税收抵扣额度 |
| | | 3. 鼓励夫妇联合申报 |
| | | 4. 提高遗产税的免征额度，降低税率，并决定在 2010 年取消遗产税 |
| 《增加就业和援助雇工法案》（2002） | 512/0.6% | 1. 增加企业设备折旧抵扣 |
| | | 2. 延长亏损的追溯年限 |
| | | 3. 延长多项税收优惠的期限 |
| 《就业与增长税收减免协调法案》（2003） | 608/0.6% | 1. 降低个人所得税税率 |
| | | 2. 降低资本利得税税率 |
| | | 3. 取消股息税 |
| 奥巴马政府（民主党） | | |
| 《减税法案》（2010） | | 1. 遗产税免征额度由 350 万美元提高到 500 万美元，将最高税率由 45%降到 35% |
| | | 2. 降低遗产税的最高税率 |
| | | 3. 降低工资税税率 |
| 《美国纳税人减税法案》 （2012） | | 1. 提高资本利得税的最高税率 |
| | | 2. 提高个人所得税最高税率 |
| | | 3. 提高遗产税最高税率 |

资料来源：Joint Committee on Taxation; Tax Foundation

第二次是小布什政府时期。美国互联网泡沫破灭和 9.11 恐怖袭击使美国经济陷入衰退。为了提振经济，小布什政府于 2001 年推出了以降低个人所得税和遗产税为目的的《经济增长与减税协调法案》，并在 2002 年《增加就业和援助雇工法案》和 2003 年《就业与增长税收减免协调法案》中将个人所得税的最高税率从 39.6% 下降到 35%，将资本利得税的最高税率从 20% 降到 15%。在取消股息税的同时，对 2001 年的税收改革方案进行了修正。

第三次是在奥巴马执政期间。为了应对全球金融危机对经济带来的影响，政府于 2010 年和 2012 年先后出台了《减税法案》和《美国纳税人减税法案》，延续了小布什政府的减税方案，并对收入税的边际税率和遗产税进行了调整。

特朗普税改方案秉承了供给学派的核心主张，与历史上美国政府减税具有一定的共性。因此本节使用历史分析法来定性分析本次减税方案落地后可能出现的效应。

第一，减税在短期内会提升美国财政赤字率。里根政府《经济复苏和税收法案》实施之后，财政赤字由 1981 年的 2.52 上升 1982 年的 5.87%；2001 年《经济增长与减税协调法案》执行后，美国逐步由财政盈余转为财政赤字，2004 年财政赤字率达到 3.41%；奥巴马政府的减税计划尽管提高了遗产税的免征额度并降低了工资税，但由于还提高了个人所得税及遗产税的最高税率，赤字率增加的态势有所缓解。

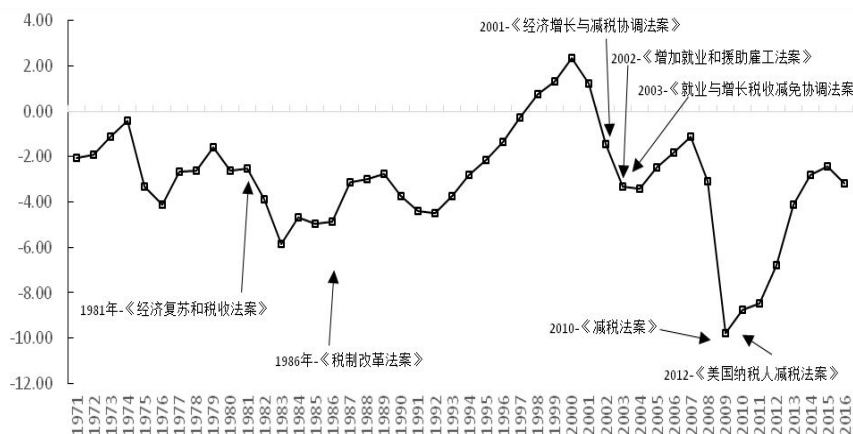
第二，减税对经济增长和中长期财政赤字的整体效应，取决于实际产出偏离潜在产出的程度。短期增长围绕长期趋势波动是经济运行的基本规律。减税作为短期的财政政策，其效果只能是使 GDP 实际增速向潜在增速靠拢，潜在 GDP 增速越高，减税对 GDP 增速的提振效应相对更好。一旦实际产出回到潜在产出水平，继续减税只会加剧财政赤字，致使其财政状况继续恶化。

美国三次减税对经济增长和政府财政影响程度不尽相同的重要原因是，实际 GDP 增速偏离潜在 GDP 增速的程度有所区别。尽管三次减税期间均处于 GDP 实际增速下降阶段，但里根时期的 GDP 潜在增速整体水平较高且处于上升时期，小布什时期，互联网泡沫破裂致使实际和潜在 GDP 增速均出现大幅下滑，奥巴



马时期低增长已成为美国经济“新常态”，GDP潜在增速已从里根时期的3%锐减至1.4%左右。因此，里根时期的减税政策效果最好，对国内消费和投资都产生了极大的拉动作用，尽管政府赤字在1981年《经济复苏和税收法案》出台之初有所恶化，但实际经济增速在次年便有所改善，财政状况在三年之后也呈现稳步好转的态势；小布什时期，减税政策对经济增速的提振作用明显小于里根时期，而且也使得财政赤字激增；奥巴马时期，全球金融危机期间美国GDP增速的反弹是一揽子财政货币政策的体现，与前两次减税相比，此次减税政策对经济的拉动作用相对较小。

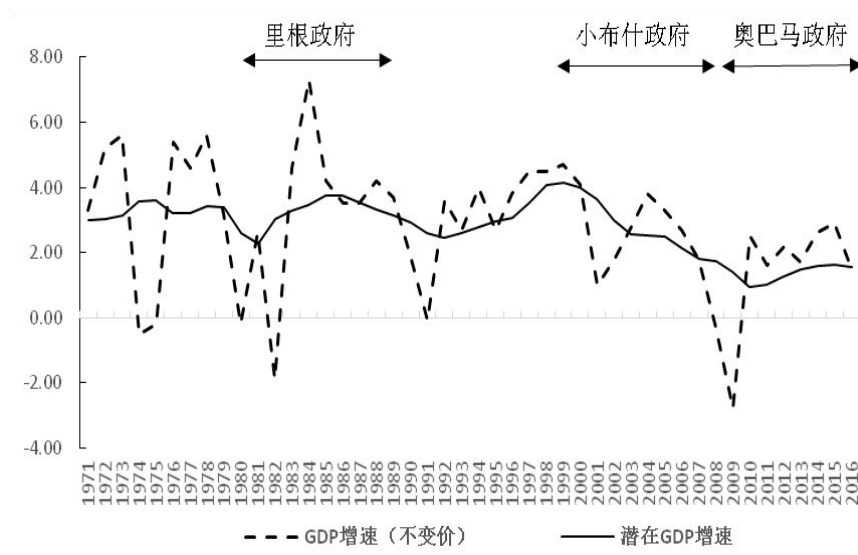
图2 美国政府历次减税后财政赤字率变化趋势



数据来源：Wind, St. Louis Fed

第三，减税会对资本市场带来影响，不同类型资产反应各异。图4中展示了美国纽交所股指和10年期国债在不同减税时期的变动情况。从股市来看，在里根政府、小布什政府和奥巴马政府减税法案实施后3年内，股市均经历了从熊市向牛市的转变过程。一方面，降低企业税提高了企业的成长预期，推动了股市乐观情绪的上升；另一方面，减税政策吸引海外资金回流美国也推动了股市的上涨。

图 3 三次减税时期 GDP 潜在增速与实际增速的对比

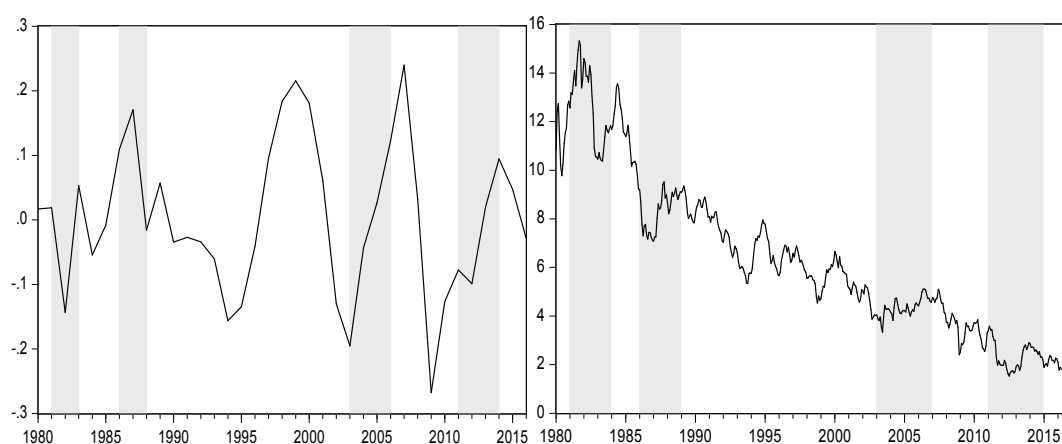


数据来源：世界银行

对于债市而言，10 年期美国国债收益率在减税后大体呈现倒“V”字型走势（见图 5）。减税意味着政府收入的减少，市场对于政府偿债能力的担忧推动了国债收益率在短期内震荡上行，从中期来看，美国国债收益率与经济增速和通胀之间的联系更为紧密，随着减税对经济提振效应的显现，美国国债收益率会在减税后的 1-2 年出现反转下行走势。

图 4 减税时期¹纽交所综合指数表现

图 5 10 年期美国国债收益率表现



资料来源：Wind

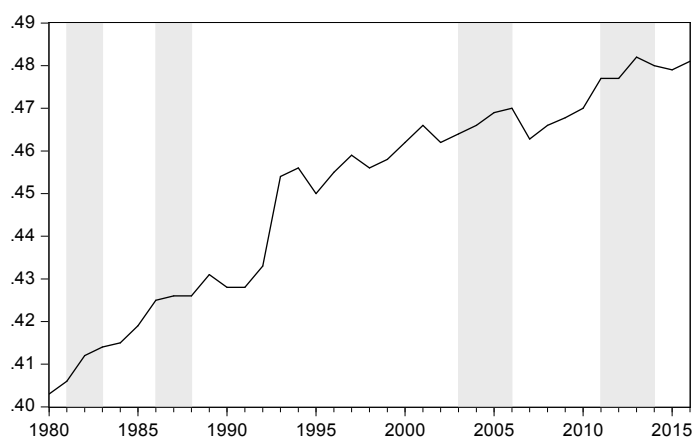
¹ 阴影部分为减税后 3 年。



(HP 滤波周期成分, $\lambda=100$)

第四，三次减税均推高了美国基尼系数，加剧了贫富差距。由于美国大部分税种实行累进税制，税改中不同收入水平家庭税率调整幅度的差异加剧了收入分配不平等。里根政府时期的减税使得全体美国人平均减少税额 6.4%，但超富裕阶层平均降低 16%；小布什政府的 10 年减税计划使得占人口 1% 的最富有阶层人均减税可达每年 54480 美元，而 60% 的最低收入阶层只能获得 12.7% 的减税收益，人均减税水平仅为每年 256 美元。由于奉行“劫富济中救贫”的政策取向，奥巴马政府提高了个税中最高两档税率，分别从 30% 和 33% 提升至 36% 和 39.6%，使得收入差距略有减小。

图 6 三次减税过程中美国收入基尼系数变化趋势



数据来源：美国人口普查局 (United States Census Bureau) 数据。

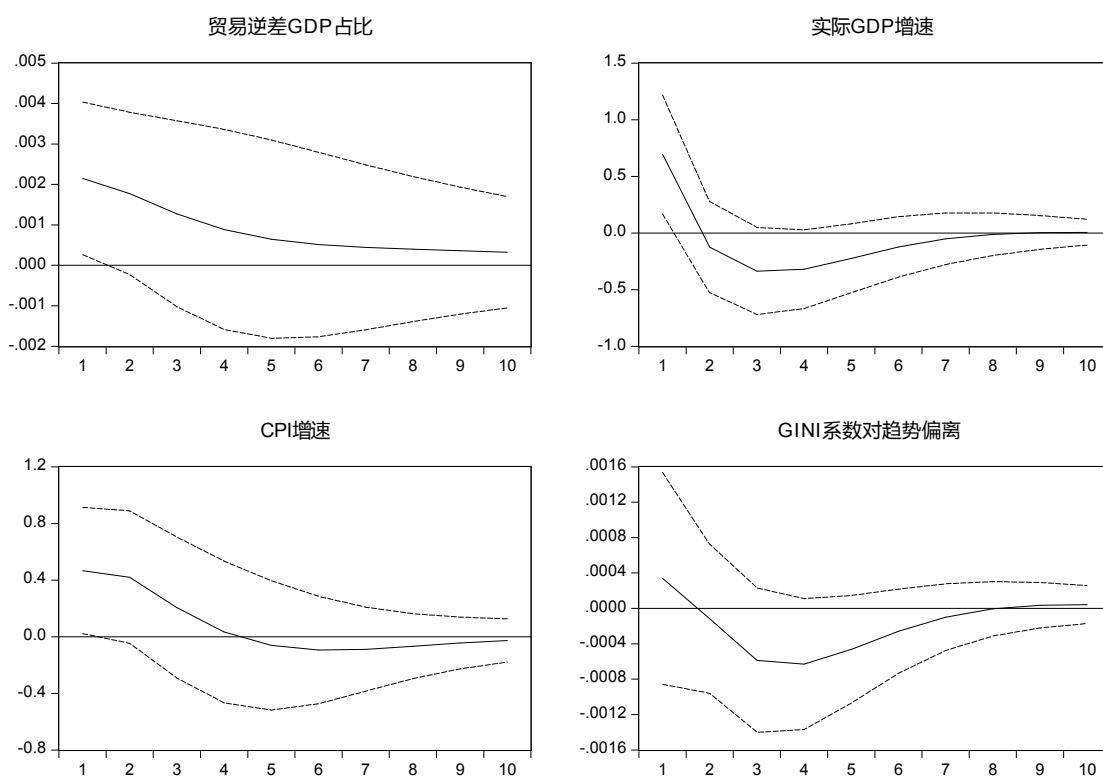
第五，税改针对不同收入阶层税率的调整体现了美国两党的利益和执政理念的差异。民主党主导的减税体现“劫富济贫”的宗旨。奥巴马政府减税政策提高了富人阶级的税收额度，包括个人所得税最高边际税率从 35% 提高到 39.5%，资本利得税最高边际税率从 15% 提高到 20%，遗产税最高边际税率从 35% 提高到 40%，恢复对高收入纳税人的税收扣除和抵免的限额规定。共和党主导的减税多偏向富裕阶层。据测算，本次参众两院通过的特朗普减税法案将使得 2018 年美国纳税人的税后收入平均增加 1.6%，但收入在前 1% 的群体税后收入却会增加 2.

5%，收入在前 20% 的群体的减税占比达到 56.6%。

三、特朗普减税对美国经济影响：基于历史数据的预测

根据国会财税委员会和联邦预算委员会的推算，若特朗普税改方案通过，每年美国财政赤字率将增加约 0.77 个百分点。基于此推算结论，本报告以 20 世纪 80 年代以来历年的财政赤字率、GDP 增速与通胀率构建向量自回归模型（VAR），并通过冲击响应测算特朗普减税可能对美国经济带来的影响程度，结果报告在图 7 中。

图 7 特朗普减税对美国经济的政策效应



第一，特朗普减税或将在短期内提升美国 GDP 增速 0.35 个百分点。根据测算，美国 GDP 增速对财政赤字率增加的短期反应为 0.48:1。在减税后赤字率增加 0.77% 的情景下，美国经济增速会在短期内额外提高 0.35 个百分点，小于里根时期减税效果。



第二，特朗普减税或将在短期内刺激美国 CPI 增加 0.27 个百分点。根据测算，CPI 增速对财政赤字率的短期反应为 0.35:1，财政赤字率增加 0.77% 会在短期内致使 CPI 额外提高 0.27 个百分点。物价水平的加速上行，或将加速美联储的加息步伐，不仅增加了联邦政府存量债务的偿还负担，也增加了新增债务融资成本，进一步加剧政府财政赤字恶化。2016 年美国联邦债务总额近 20 万亿美元，已经突破了 19.81 万亿美元的法定债务上限，其占 GDP 的比重已达 108%，如不能解决债务频繁触及上限的问题，特朗普税改方案的政策效果或将大幅减弱。

第三，特朗普减税或将在短期内提高美国贸易逆差 GDP 占比 0.05 个百分点，加剧美国贸易逆差。尽管调降企业税会提升对海外资本的吸引力，但企业海外投资大多周期较长，短期撤出转移存在较大困难，很难短期内刺激出口增加，而降低税率短期内会刺激国内消费和进口增加，加剧美国贸易逆差。美国贸易逆差 GDP 占比对财政赤字率的短期反应为 0.07:1，财政赤字率增加 0.77%，使贸易逆差 GDP 占比额外扩大 0.05%。

第四，特朗普减税或使美国收入分配状况继续恶化，额外提升美国基尼系数 0.03 个百分点。减税后带来的赤字增加，将使得基尼系数在短期内扩大 0.0003。考虑到目前美国基尼系数已经超过了 0.4 的国际警戒线，美国贫富差距或将进一步加大，国内社会矛盾将更加突出。

四、特朗普税改方案对全球的中长期外溢效应

作为全球头号大国，特朗普减税计划落地后不但会对美国国内经济带来一定影响，其对全球各国经济带来的中长期外溢效应也不容忽视。

首先，从制造业的角度看，降低企业税有助于提高美国产业竞争力，或将推动美国制造业企业回归本土，对其他发达国家和新兴市场国家制造业发展形成一定冲击。三十多年来，为规避美国国内高昂税率，美国企业纷纷向海外转移资产、生产基地和总部，以低廉的生产成本进行跨国生产和贸易，致使美国税收损失日益严重，而美国跨国企业在海外积存了大约 2.6 万亿-4 万亿美元的

所得与盈利，向海外转移了本土就业岗位，致使美国制造业“空心化”现象。本次税改降低企业税率，或将推动在其他发达国家和新兴市场国家的美国制造业回归美国，从而对全球制造业布局形成一定冲击。

其次，从全球政策的角度看，特朗普减税或将对全球税收政策、全球货币政策及全球财政政策产生重大影响。一是特朗普税改方案或将引领全球竞争性减税大潮。由于美国是全球第一大经济体，特朗普税改方案一旦执行，或将刺激其他国家重新审视本国的税收政策，竞相减税。目前，这一迹象在一些国家已初显端倪。英国首相特里莎·梅正在推动降低企业所得税率的政策（20%降至17%），并承诺英国企业所得税税率将保持在二十国集团国家中最低水平。印度总理莫迪推出了针对个人和中小企业的减税计划和税种减并改革。法国计划于2018年降低强制性征税70亿欧元，到2022年前，减少强制性征税200亿欧元。全球主要经济体竞争性减税不仅会使国际税收秩序陷入混乱，更会使在G20等国际经济政策协调框架下的《税基侵蚀和利润转移（BEPS）行动计划》等反国际税收恶性竞争成果缩水。二是税改或将加速美联储加息步伐，继而推动美国引领全球非常规货币政策加速退出，对全球持续复苏和金融稳定构成不容忽视的下行风险，尤其要特别关注非常规货币政策退出的溢出效应，新兴市场或将面临更为严峻的挑战。三是税改将加剧美国和部分新兴市场国家的债务风险。虽然新兴市场整体负债率不足50%，但债务规模增速不仅高于发达经济体，而且高于经济增速，其中，包括巴西、科威特为代表的南美中东资源型经济体负债率增速位居新兴市场前列，受资本外流、内部结构性问题以及未来非常规货币政策加速退出的影响，部分新兴市场国家融资成本提升不可避免，再加上可能出现的货币贬值和资产价格回调，债务风险和财政赤字风险也将有所加剧。

最后，从资本流动的角度看，本次税改将从三方面推动全球资本回流美国。一是实行海外红利豁免制度，或将吸引部分美国企业海外利润可能回流，加剧其他发达和新兴市场国家的跨境资本外流。二是税改可能推动美元短期内升值，加速资本回流美国；三是税改可能推动通胀有所反弹，或将加速美联储未来加息和新兴市场资本回流美国的步伐。



五、我行应对普税改方案的对策建议

（一）高度重视，积极配合国家税收改革

特朗普减税计划开启了全球各国竞争力重塑的序幕，其对我国经济和竞争力的影响不容小觑，预计未来我国将统筹研究并出台一揽子应对方案。在此背景下，一方面，我行应加强与国家相关部门的沟通，积极配合国家总体税收改革，进一步规划整体应对策略。

（二）密切跟踪，把握特朗普税改方案最新进展

目前，美国参议院和众议院成立了临时两院联合委员会，就特朗普税改方案中存在的分歧部分进行协调和博弈，并提出两院均同意的税改法案修改稿，再由两院再次表决通过，最终再提交总统签字后正式生效。鉴于特朗普税改方案还可能出现部分变数，我行应密切跟踪方案的最新进展和变化，及时研判其对我行产生的潜在影响，及时做好应对举措。

（三）高瞻远瞩，借机加速拓展美国市场

根据平均实际税率法定义的实际所得税率（ETR），2016年美国银行业和保险业的实际税率高达48.26%，在各行业中排名靠前。特朗普政府减税法案通过后，在美开展金融机构的运营成本会有所降低，本次减税为包括商业银行在内的中资金融机构拓展在美的机构和业务布局带来重大机遇。

目前，我行在美国经营发展9年多来，充分发挥牌照资源优势，以纽约分行为核心，整合工银美国和工银金融资源，加强投行和资管业务能力建设，完善区域金融生态链，形成资源共享、渠道合一、品牌统一、服务高效的运营平台，取得了长足进展，为支持美国经济发展和中美经贸往来做出了较大贡献，不断融入到美国社会并积极回馈社会，得到了当地政府和社会各界的广泛支持和认可。未来，我行纽约分行应大力发展公司投行、资管、资金交易、清算和金融机构业务，打造工商银行美洲公司与投行业务中心，为未来5-10年内成为美国主流外资银行奠定坚实基础；工银美国应大力拓展中等规模客户公司金融

业务、贸易融资等资产业务，零售业务坚持特色经营；工银金融应加快推动低资本消耗和低资产负债表占用的新产品线建设，打造集团在北美的金融市场业务和资产托管业务双平台，力争成为当地服务机构客户的主流券商。

（四）未雨绸缪，提前应对国际金融市场波动

特朗普税改方案短期内会刺激美元汇率反弹，推动全球资金继续加快回流美国，一些新兴市场国家汇率可能会大幅波动，使我行境外机构资本金和利润保值增值面临较大压力，汇率风险加大。我行应及时优化美元与非美货币资产、负债结构和期限匹配度，注意运用多种金融工具对冲汇率风险；优化全球资产负债结构配置，适时调整自营交易及代客理财领域的资产配置策略，提早做好风险防范预案。

（五）合规经营，加强涉税风险管理水平

美国大幅减税会刺激其他国家重新审视本国的税收政策，全球主要经济体竞争性减税会使国际税收秩序陷入混乱，进一步加大我行国际化经营的跨境涉税风险。未来，我行应加强跨境业务监管合规和税务合规管理，建立以预警为核心的税收风险防范机制，严格执行境外机构税务风险自评估和报告制度；各国税法对同一业务评判标准不统一，监管尺度不同，境外机构应深入研究本机构涉税风险，有效管控本地税务风险，尤其是区域集团总部应审慎制定业务转让定价政策，避免引发系统性风险。

（六）及时预警，密切监管新兴市场债务和财政风险

鉴于特朗普税改将加大美国和部分新兴市场国家的债务和财政风险，我行应积极调整新兴市场国际业务的布局，制定较有针对性的应对措施，及时调整对部分国家的风险敞口，提早预防危机冲击：一是密切监测债务风险比较大的巴西、厄瓜多尔、科威特等资源型新兴市场经济体；二是高度警惕财政赤字风险较大的委内瑞拉、沙特、巴西等石油出口国和拉美国家，油价持续低迷或将加大其财政状况恶化。