

# 再论特朗普税改

(钟正生，夏天然)

在漫长的讨论和修改后，12月2日，美国参议院以51:49的投票结果艰难通过参议院版本的税改议案。民主党参议员全部投出反对票，共和党参议员 Bob Corker 投出反对票，其他共和党人全部投票支持。参议院通过税改方案并不出人意料，市场反应早已计入对该结果的预期。(我们此前的专栏文章《为什么特朗普税改值得期待》对此有过详细阐述)。美元指数在消息传出后短暂上涨，后受到“通俄门”事件影响再度回落；美股三大股指中两个上涨，一个下跌；美债收益率整体小幅上行。一片波澜不惊中，市场静候税改的下一步，调整的下一拨。

## 一、两院税改方案关键区别

11月17日，众议院已经通过了一个版本的税改方案，此次参议院通过的版本与众议院版本存在一些区别。未来参众两院还需针对这些区别再度讨论，形成最终方案，最后由总统签字执行。两份方案的共同点在于，整体税率下调，标准抵扣额提高，但有区别的地方也是最具争议的地方在于：

**一是，企业税能否下降至 20%？**目前两院已经就企业税下调幅度达成一致——20%，但执行时间存在争议。参议院减税方案会推迟至 2019 年执行，且 2025 年后将不再减税。这是令市场最失望的一点，若最终版本按照参议院方案施行，则会明显低于市场预期。

**二是，遗产税要取消吗？**众议院希望先提高遗产税征收门槛，在 2023 年后完全取消遗产税，参议院则不同意取消遗产税。有关遗产税的问题是争议最大的地方，参议院没有取消遗产税可能也是为了争取部分共和党人的选票。

**三是，政府收入如何补足？**两份减税方案都会造成政府的巨额赤字负担，对于如何弥补这部分税收收入，白宫给出的方案是取消一些税收抵扣。众议院方案取消的抵扣项目较多，而参议院方案取消的部分则少得多，但参议院没有给出弥补收入的其他手段。

**四是，医保罚款是否废除？**众议院方案继续保留了对不购买医保人士的罚款，参议院方案直接将其废除，其目的或在于让部分人群主动退出医保，从而造成奥巴马医保系统经费逐渐下降，直至最后破产。这算是推动医改的迂回路径。

表：美国参众两院税改方案的异同

关键条款	众议院版本	参议院版本	现行税法
个人税收等级划分	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%
替代性最低税 (AMT)	废除	仅缩小缴纳 AMT 的人群规模	对高收入者采取一定限制，使其无法享受一些特定的税收优待

<b>企业税</b>	大企业最高税率 20%，中小企业最高税率 25%（部分低至 9%） <b>2018 年生效</b>	大企业最高税率 20%，中小企业税率 23%， <b>2019 年生效，2025 年到期</b>	最高税率 35%
<b>海外利润汇回</b>	流动性资产一次性缴纳 14% 税收，非流动性资产缴纳 7% 税收	流动性资产一次性缴纳 14.5% 税收，非流动性资产缴纳 7.5% 税收	最高税率 35%
<b>遗产税</b>	豁免缴纳额度 1100 万美元， <b>2023 年初彻底废除遗产税</b>	豁免纳税额度 1100 万美元	豁免纳税额度 550 万美元
<b>医保罚款</b>	对不购买医疗保险的个人征收罚款	<b>废除</b>	对不购买医疗保险的个人征收罚款
<b>税收抵扣</b>	废除对医疗开销、税收筹划、人身伤亡损失等项目的税收减免；限制对慈善捐款的税收减免	保留对医疗开销税收减免； <b>仅废除对税收筹划等项目的税收减免</b>	对一些特定的项目进行税收减免以减少纳税人负担

## 二、特朗普税改前景如何？

虽然本次参议院通过税改方案，但共和党拖延了投票时间，并在 12 月 2 日当天对方案进行了多次修改，以争取有分歧的共和党人支持。因此，在关键问题上的妥协，让参议院的这份方案看起来没有那么吸引人。民主党人更是用全体反对票来抵制这种临阵变动的行为，称没有足够时间消化这份将近 500 页的包含手写修改的文件。参议院民主党领袖舒默更是表示，这些措施会危及社会保障体系，共和党将永远不再是为中产阶级服务的政党，“共和党在明年中期选举中将会付出代价”。

我们依然对这份税改抱有谨慎之心，参议院方案通过还远谈不上是特朗普的大胜，对于其中争议条款的讨论和修改及投票绝对不是小工程。年底前若能通过最终方案，将会大超市场预期。当然，税改影响依然取决于最终条款如何确定，如果以参议院的版本为主，那么将是个不达预期的税改。我们认为，最可能的情况就是年底或明年年初达成一份倾向于参议院版本的最终方案。

## 三、特朗普税改有何影响？

基于今年年底或明年年初达成一份倾向于参议院版本的最终方案的判断，未来一段时间资本市场或将出现一系列调整。

### 美元：利好利空消息间震荡上行

今年 9 月以来，美元上行完全由特朗普税改预期推动，11 月中旬后美元回落同样是因为市场对税改的担忧加大。11 月 17 日，众议院税改方案通过未给美元带来持续回升的动力，此次参议院方案通过对美元的推动力量也不强。从现在至税改方案正式通过期间，美元或受国会不断释放出的利好和利空消息影响，整体呈现震荡上行走势。但在税改方案最终通过后，

充分反映过税改预期的美元将开启下行走势。

**明年主导美元的主角将不是税改法案，而是发达经济体货币政策的力度差异。**当美联储按部就班的加息遇上欧日等国央行可能的首次紧缩，美元指数将不可避免走向下跌。同时，正如我们在《特朗普能带来强美元吗？》中指出，即便存在海外利润汇回的空间，美国的企业税率依然高于很多避税天堂的税率，且很多利润本来就以美元形式存在，就算汇回也不会对美元有很强的推动作用。

#### **美债：收益率曲线或将进一步走平**

美国减税造成的财政负担需用其他途径补充，财政部必然会增发国债，进而推升国债收益率。且伴随着美联储的继续加息，整体利率水平或将提升。不过，正如我们在以往美联储加息周期中看到的那样，短端收益率上行的速度可能快于长端收益率，美债收益率曲线将不断走平。自然，这根本上还是因为美联储的认知与市场的认知之间存在偏差和滞后：美联储或许可以迅即改变市场对其短期加息节奏的预期，但却很难立即改变市场对美国长期经济前景的看法。或许，明年能够再次看到10年期和1年期国债利差缩减至零。

#### **美股：税改出炉日，美股调整时**

我们一直对美股前景持偏谨慎态度，即便美股不断创下历史新高，我们依然建议投资者控制仓位。当三季报利好充分释放后，美股的继续上涨也几乎完全由特朗普税改预期推动。10月底至11月中旬众议院方案通过期间，美股已经呈现出震荡态势。从现在至税改最终方案出炉之前，美股仍将维持震荡。一旦税改最终方案偏向于参议院版本，即与股市最相关的企业减税部分远逊预期，则每股可能会迎来久违的一跌。也许，这正是明年最躁动不安的那只“灰犀牛”。