

相关研究

《二孩也拯救不了出生率？——出生率低迷的前因后果》2018.09.12
《社保征管改革：影响几何，如何破局？——财税改革系列之三》2018.09.10
《新兴经济体风险的再梳理》2018.09.03

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:于博

Tel:(021)23219820

Email:yb9744@htsec.com

证书:S0850516080005

联系人:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

美国税改的前世今生

——财税改革系列之四

投资要点:

- 在今年的夏季达沃斯论坛上，国务院总理李克强表示，“我们将要实施更大规模的减税和更为明显的降费”。他山之石可以攻玉，20世纪80年代以来，美国曾先后实施了三轮大规模税改。本报告中，我们将梳理历次美国税改的前因后果，分析减税政策如何影响经济运行，以期为中国减税提供借鉴与启示。
- **里根减税：走出滞胀，迈向大稳健。**20世纪70年代，美国经济饱受“滞胀”困扰，经济衰退、通胀高企、失业率迭创新高。美联储曾采用紧缩性货币政策，成功遏制了通胀，但也令经济重回下行通道。里根政府认为，高税负抑制了私人部门投资和生产的热情，是经济低迷的症结所在，并在81年和86年先后实施大规模减税方案，**核心内容包括：下调企业所得税率、个人所得税率和资本利得税率，加大研发扣除力度。**实施减税后，美国企业利润增速大幅回升转正，居民收入增速持续走高，并带动投资、消费改善。经济增速在税改的第三年出现回升，失业率也持续回落，美国经济步入“大稳健”时期。
- **小布什减税：鼓励研发，应对衰退。**互联网泡沫破灭和恐怖袭击事件令美国经济在21世纪初再次陷入衰退，经济通胀双降，失业率攀升。小布什政府在01年、02年和03年接连出台减税方案，**核心内容包括：研发抵税永久化，购买设备抵税，小企业加速折旧，个税增加一档最低税率并提高第一档收入上限。**减税政策实施后，企业利润增速回升并创下8年新高，居民收入增速止跌企稳，经济增速在01年见底回升，失业率则在03年见顶下滑。
- **奥巴马减税：激活经济，走出危机。**07年次贷危机爆发，美国经济遭受重创，GDP增速创下二战以来新低，失业率则创下80年代以来新高。为应对危机，奥巴马政府在10年、13年先后通过两项减税法案，**核心内容包括：企业投资税收减免，延长就业、研发费用、新能源投资税抵免，雇员工资税率下调，个税最高边际税率上调。**以减税为代表的积极财政政策，叠加以QE为代表的宽松货币政策，令美国经济触底反弹，GDP增速在10年3季度创下新高，回调后稳定在2%-3%，而失业率也在10年见顶回落，并持续降至5%以下。
- **特朗普减税：新一轮税改已经启动。**17年12月底，美国国会投票通过税改议案，并提交特朗普总统正式签署通过，第四轮税改正式启动，**其核心内容包括：下调企业所得税率，下调最高档个税税率，住房利息抵扣，海外利润汇回减税。**根据美国税务政策中心（TPC）测算，本轮税改将在未来十年为企业减少应缴税额2.77万亿美元，将令2019年个人税后收入提升1.6%。
- **美国税改并不神秘：改善盈利收入，小政府大市场。**回顾前三轮税改，我们总结经验如下。**从盈利到投资，从收入到消费。**美国三轮税改背景都是经济遭遇冲击导致有效需求不足，三轮减税都是通过修复企业、居民资产负债表，从而实现“从企业盈利到投资”、“从居民收入到消费”的传导，最终令经济回暖。**小政府大市场，宽松货币配合。**除90年代以外，美国几乎每十年实施一轮税改，主要有两方面原因。**一是美国政治周期**，里根、小布什、特朗普均属奉行“强调维护自由、反对政府干预”的共和党，其“大市场、小政府”的执政理念，最终引发了减税政策的实施。**二是美元降息周期**，前三轮税改均处美元降息周期，减税令企业盈利改善，而信贷宽松则加速了从盈利改善到投资扩张的传导。**警惕债务扩张，政策相机调整。**减税政策也有其代价，一味减税将导致财政赤字扩张、债务攀升。里根政府时期，奥巴马政府时期，美国财政赤字率先后攀升至6%、10%，而16年底公众持有债务率已突破80%。但这并非无解，93年克林顿上台后，大力推行振兴美国经济的“综合经济发展计划”，通过提高企业、个人所得税率以及削减预算支出，降低财政赤字，在创造就业机会的同时，也平衡了联邦预算。克林顿政府时期，美国经济持续繁荣，财政收支扭亏为盈，也为后来小布什政府实施税改创造了有利条件。

目 录

1. 里根减税：走出滞胀，迈向大稳健.....	5
2. 小布什减税：鼓励研发，应对衰退.....	7
3. 奥巴马减税：激活经济，走出危机.....	10
4. 特朗普减税：新一轮税改已经启动.....	12
5. 美国税改并不神秘：改善盈利收入，小政府大市场	13
5.1 从盈利到投资，从收入到消费	13
5.2 小政府大市场，宽松货币配合	14
5.3 警惕债务扩张，政策相机调整	15

图目录

图 1	美国 GDP 增速、CPI 增速和失业率：1970-1990 年 (%)	5
图 2	里根政府时期税改措施 (1981-1988)	6
图 3	美国企业利润当季同比增速：78-88 年 (%)	6
图 4	美国个人可支配收入实际当月同比增速：78-88 年 (%)	6
图 5	美国个人消费及私人投资增速：78-88 年 (%)	6
图 6	消费、投资对 GDP 同比拉动率：78-88 年 (%)	6
图 7	美国 GDP、CPI 同比增速：78-88 年 (%)	7
图 8	美国季调失业率：78-88 年 (%)	7
图 9	美国联邦财政收支、赤字占 GDP 比重：78-88 年 (%)	7
图 10	美国公众持有债务及占 GDP 比重：78-88 年 (%)	7
图 11	小布什政府时期税改措施 (2001-2008)	8
图 12	美国企业利润当季同比增速：99-08 年 (%)	8
图 13	美国个人可支配收入实际当月同比增速：99-08 年 (%)	8
图 14	美国个人消费及私人投资增速：99-08 年 (%)	9
图 15	消费、投资对 GDP 同比拉动率：99-08 年 (%)	9
图 16	美国 GDP、CPI 同比增速：99-08 年 (%)	9
图 17	美国季调失业率：99-08 年 (%)	9
图 18	美国联邦财政收支、赤字占 GDP 比重：99-08 年 (%)	9
图 19	美国公众持有债务及占 GDP 比重：99-08 年 (%)	9
图 20	美国 GDP 增速、CPI 增速和失业率：1998-2018 年 (%)	10
图 21	奥巴马执政时期税改措施 (2009-2016)	10
图 22	美国企业利润当季同比增速：07-16 年 (%)	11
图 23	美国个人可支配收入实际当月同比增速：07-16 (%)	11
图 24	美国个人消费及私人投资增速：07-17 年 (%)	11
图 25	消费、投资对 GDP 同比拉动率：08-17 年 (%)	11
图 26	美国 GDP、CPI 同比增速 (%)	11
图 27	美国季调失业率：07-16 年 (%)	11
图 28	美国联邦财政收支、赤字占 GDP 比重：07-17 年 (%)	12
图 29	美国公众持有债务及占 GDP 比重：07-17 年 (%)	12
图 30	参议院和众议院版本与最终通过版本的主要区别	12

图 31	美国税务政策中心测算的企业税改减税额度（十亿美元）	13
图 32	美国税改后不同分位收入者的税后收入变化测算（%）	13
图 33	美国 GDP 增速：1961-2017 年（%）	14
图 34	美国联邦财政收入/GDP（%）	14
图 35	美国联邦基金利率（%）	15
图 36	美国财政赤字率、政府债务/GDP（%）	15

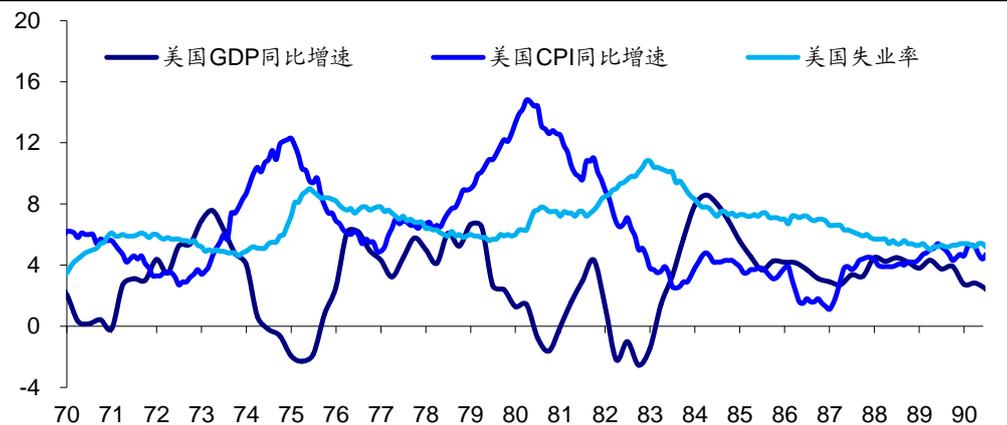
在今年的夏季达沃斯论坛上，国务院总理李克强表示，“我们将要实施更大规模的减税和更为明显的降费”。他山之石，可以攻玉。自 20 世纪 80 年代以来，美国已先后实施了三轮大规模的减税改革，17 年特朗普政府正式启动第四轮税改。本报告中，我们将梳理历次美国税改的前因后果，分析减税政策如何影响经济运行，以期为中国减税提供借鉴与启示。

1. 里根减税：走出滞胀，迈向大稳健

饱受滞胀困扰的美国经济。1970 年代，美国经历了高通胀与经济衰退并存的滞胀时代。通胀长期在 5% 以上徘徊，并在 79-81 年间基本保持在 10% 以上，而经济增长则出现停滞，从 66 年的 5.6% 一路下滑至 74 年的 -0.5%。而其就业状况更为严峻，失业率从 68 年 3.4% 的低位一路攀升至 75 年的 8.2%。

紧货币压通胀，经济就业受损。为了遏制通胀，美联储采用紧缩性货币政策。联邦基金利率从 77 年初的 4.6% 左右一路上升，到 80 年底已接近 20%。货币政策持续收紧令通胀见顶下滑，CPI 增速在 80 年 3 月见顶下滑。但是高利率弱化了企业生产积极性，GDP 增速在 78 年再次进入下行通道，80 年和 82 年都是负增长。而其失业率也在 82 年创下 10.8% 的历史新高。

图1 美国 GDP 增速、CPI 增速和失业率：1970-1990 年 (%)



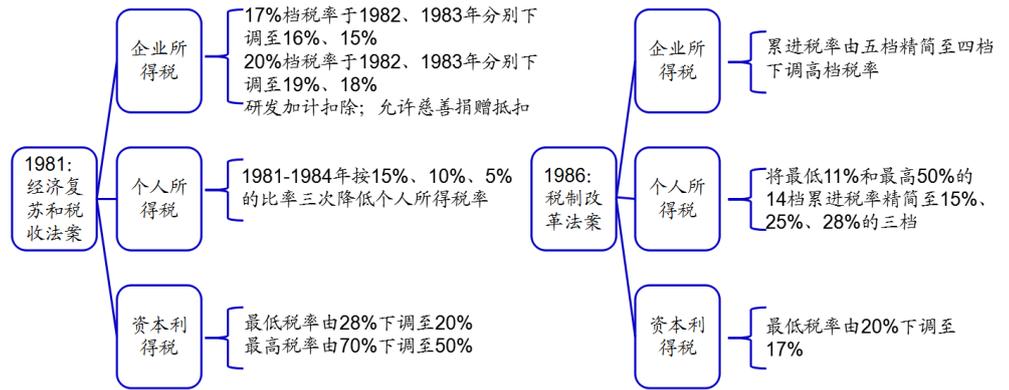
资料来源：WIND，海通证券研究所

供给学派登场，企业、居民税率下调。81 年里根上台，里根政府认为税负过高是症结所在，高税负抑制了私人部门投资和生产的热情。里根政府在其执政期间实施了两项大规模的减税方案。

首先是 1981 年推出的《经济复苏税收法案》，其核心内容包括：（1）对于企业所得税，下调两档税率，17% 档税率下调至 15%，20% 档税率下调至 18%，同时允许企业慈善捐赠抵税，加大研发扣除力度；（2）对于个人所得税，逐步下调税率，81-84 年间先后按 15%、10%、5% 的比率三次降低个人所得税率；（3）对于资本利得税，最低税率下调至 20%，最高税率下调至 50%。

其次是 1986 年推出的《税制改革法案》，其核心内容包括：（1）企业所得税，累进税率由五档精简至四档，下调高档税率；（2）个人所得税，将最低 11%、最高 15% 的 14 档累进税率精简至 15%、25%、28% 三档税率；（3）资本利得税，最低税率由 20% 进一步下调至 17%。

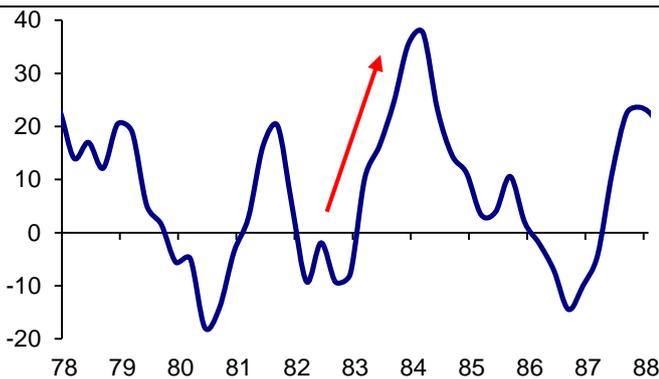
图2 里根政府时期税改措施 (1981-1988)



资料来源：海通证券研究所整理

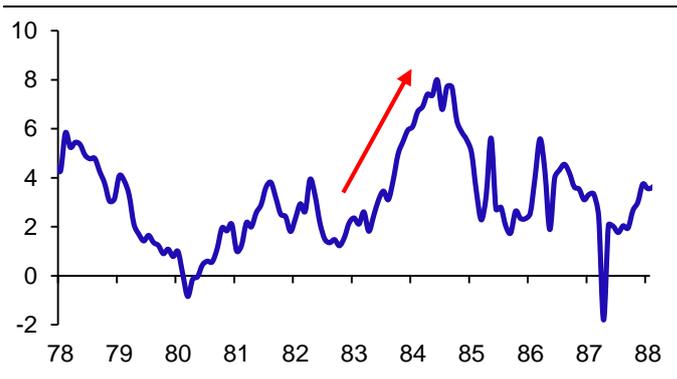
企业利润、居民收入见底回升。在微观层面，企业、居民减税对企业盈利、居民收入的改善可谓立竿见影。经存货计价和资本消耗调整后的美国企业利润增速，从82年末的-7.8%一路上升至83年末的35.5%。剔除价格因素后的个人可支配收入增速也从81年初的1%持续回升至84年中的8%。企业利润、居民收入增速的回升意味着实体经济已经出现了回暖。

图3 美国企业利润当季同比增速：78-88年 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

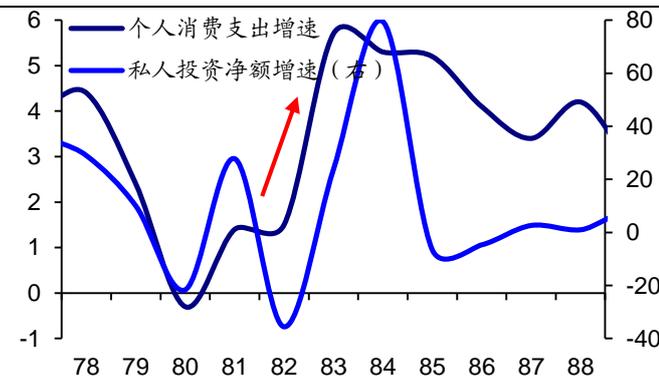
图4 美国个人可支配收入实际当月同比增速：78-88年 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

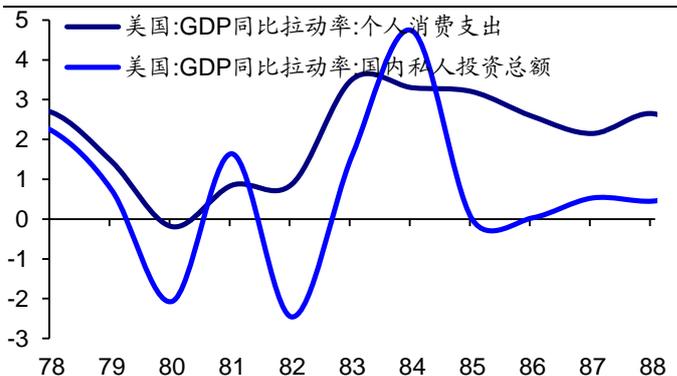
投资扩张、消费回升，经济持续回暖。企业盈利改善，叠加货币政策由紧缩转向宽松，令私人部门投资开始扩张。私人投资增速从82年的-35.6%大幅回升转正至84年的79.5%。而得益于居民收入增加，消费增速也持续走高，从82年的1.5%回升至85年的5.2%。投资增加，对经济拉动作用明显。消费、投资对GDP同比拉动率分别由82年的0.9%、-2.5%上升至84年的3.3%、4.7%。

图5 美国个人消费及私人投资增速：78-88年 (%)



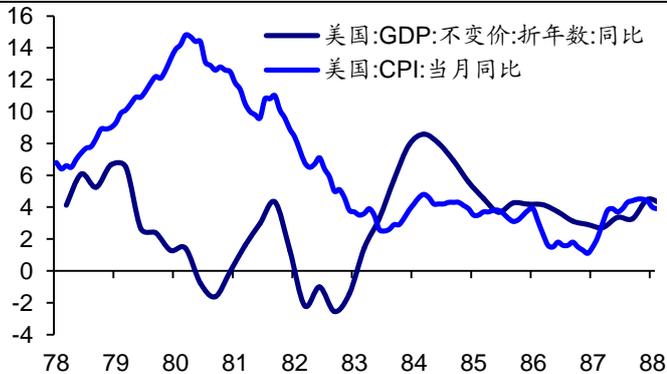
资料来源：WIND，海通证券研究所

图6 消费、投资对GDP同比拉动率：78-88年 (%)

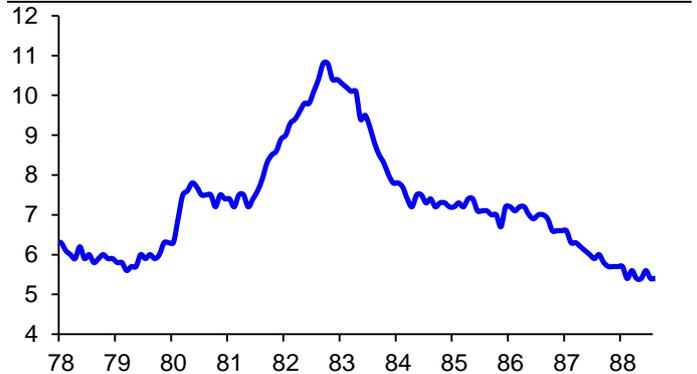


资料来源：WIND，海通证券研究所

走出滞胀阴霾，经济迎来“大稳健”。受制于前期紧缩性货币政策的影响，以及政策传导时滞，里根政府的减税计划并未立即带来经济的回升，而随着货币政策转向宽松、减税政策效果显现，经济在税改的第三年出现回转，并在此后进入上行通道。GDP 增速从 83 年 1 季度的 1.4% 上升至 84 年的 8.6%，随后虽有回落，但企稳在 4% 左右。与此同时，通胀和失业也得到有效缓解，CPI 从 81 年初的 12% 降至 85 年初的 3.5%，失业率从 83 年初的 10.4% 降至 85 年的 7% 左右，并保持下滑态势。自此，美国经济步入低波动率的“大稳健”时代。

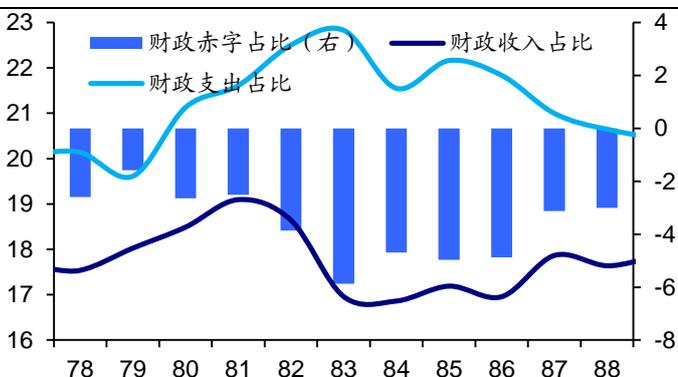
图7 美国 GDP、CPI 同比增速：78-88 年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

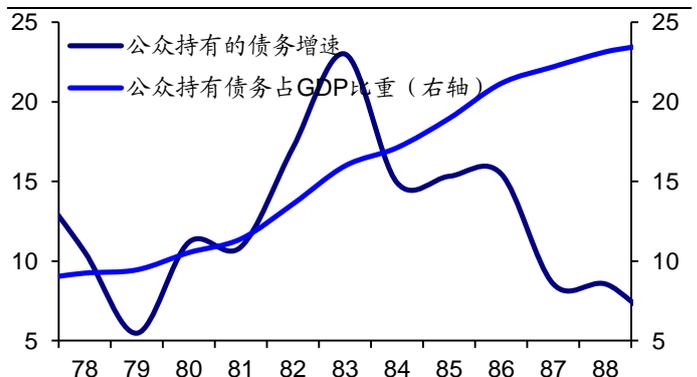
图8 美国季调失业率：78-88 年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

税改也有代价，赤字增加债务攀升。里根政府实施减税政策令美国经济走出滞胀，但代价是赤字上升、债务扩张。美国财政赤字率从 79 年的 1.6% 持续上升至 83 年的 6%，同期公共债务加速扩张，公众持有债务增速从 79 年的 5.5% 飙升至 83 年的 23%，而其占 GDP 的比重，也从 78 年的 10% 左右，上升至 88 年的 25% 左右。

图9 美国联邦财政收支、赤字占 GDP 比重：78-88 年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图10 美国公众持有债务及占 GDP 比重：78-88 年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

2. 小布什减税：鼓励研发，应对衰退

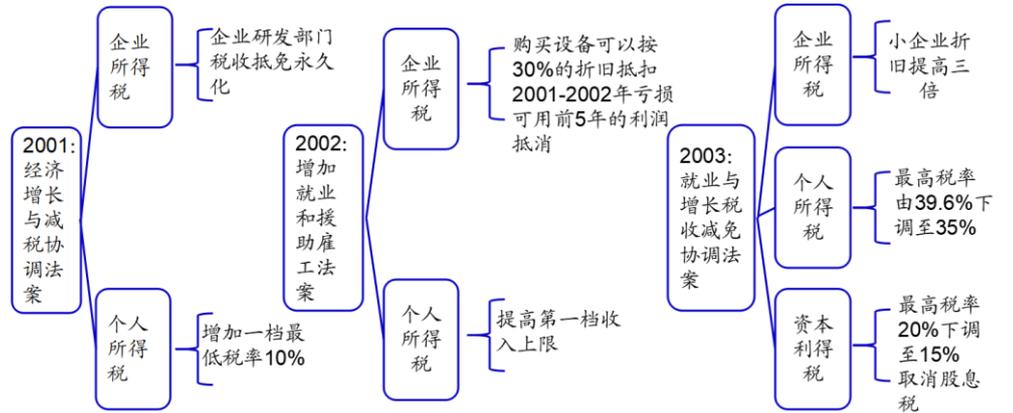
互联网泡沫破灭，恐怖袭击阴云未散。美国经济在整个 90 年代一路高歌，GDP 增速持续上行，CPI 增速温和下行，失业率迭创新低。但 90 年代末期互联网泡沫破灭、00 年代初恐怖袭击事件爆发，打破了原有的平静，美国经济也在 01 年前后再度陷入衰退困境，经济、通胀双双下行，失业率持续回升。

三次实施税改法案，企业抵税、居民降税。为使经济走出低迷，小布什政府再次祭出减税大招，分别于 2001 年、2002 年、2003 年出台了《经济增长与减税协调法案》、《增加就业和援助雇工法案》，以及《就业与增长税收减免协调法案》。对于企业所得税，实施固定资产加速折旧，研发费用税收抵免永久化等措施。对于个人所得税增加一档最低税率，下调最高税率。此外，2003 年对资本利得税下调最高税率。

值得注意的是，本轮企业税改重在“抵税”，比如 01 年的研发部门税收抵免永久化，02 年的购买设备按 30% 折旧抵扣、亏损可用前 5 年利润抵消，以及 03 年小企业折旧提高三倍从而加大抵税等。本轮美国经济衰退中，遭受重创的主要是科创型企业，往往体量较小、研发支出占主营收入比重较高、在 01-02 年间遭遇重大亏损，而三次税改针对性的降低科创型企业税负，可谓“对症下药”。

居民部门的减税则是“先低后高”，首先降低低收入人群税负，包括 01 年的增加一档最低税率，以及 02 年的提高第一档收入上限，其次降低高收入人群税负，即 03 年最高税率下调，以及取消股息税。

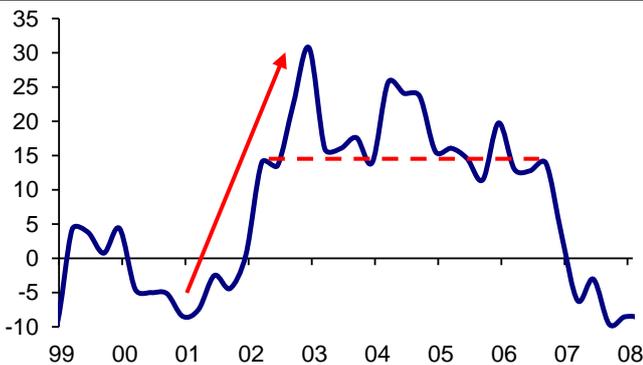
图11 小布什政府时期税改措施（2001-2008）



资料来源：海通证券研究所整理

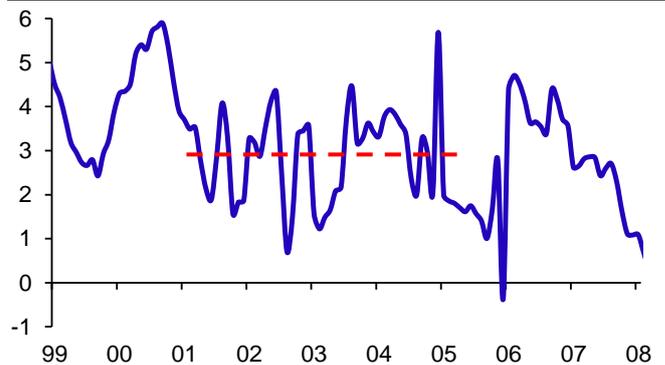
企业利润见底回升，居民收入中枢企稳。 受益于三次减税政策的实施，美国企业利润增速见底回升，从 00 年 4 季度的 -8.5% 持续上升至 02 年 4 季度的 30.7%，创下近 8 年的新高。而在此后的 03-05 年间，企业利润增速也都保持在 15% 以上。相比之下，本轮个税改革力度相对较小，居民收入增速仅是止跌企稳，增长中枢保持在 3% 左右，并未出现趋势性回升。

图12 美国企业利润当季同比增速：99-08 年 (%)



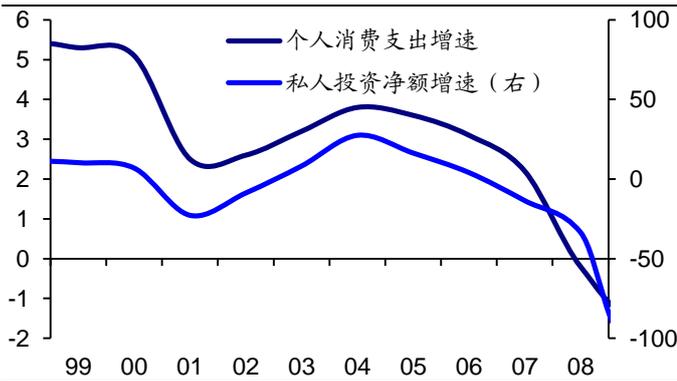
资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 美国个人可支配收入实际当月同比增速：99-08 年 (%)

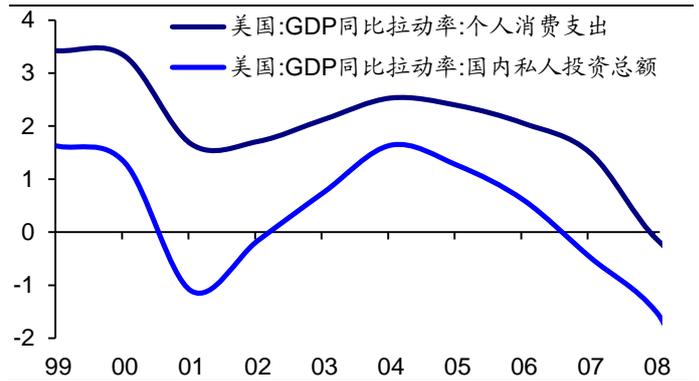


资料来源：WIND，海通证券研究所

投资消费回升，推动经济上行。 而美国私人部门投资增速、个人消费增速也都在 01 年触底反弹，其中投资增速从 01 年 -23% 大幅上升至 04 年的 27%。与之相应的，投资、消费对经济增长的拉动率分别由 01 年的 -1.1% 和 1.7% 上升至 1.3% 和 2.4%。

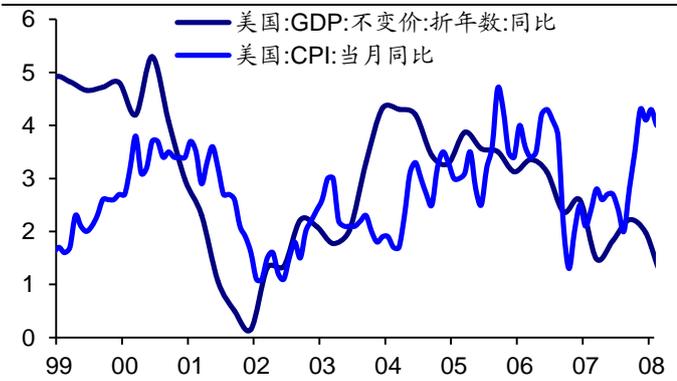
图14 美国个人消费及私人投资增速：99-08年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

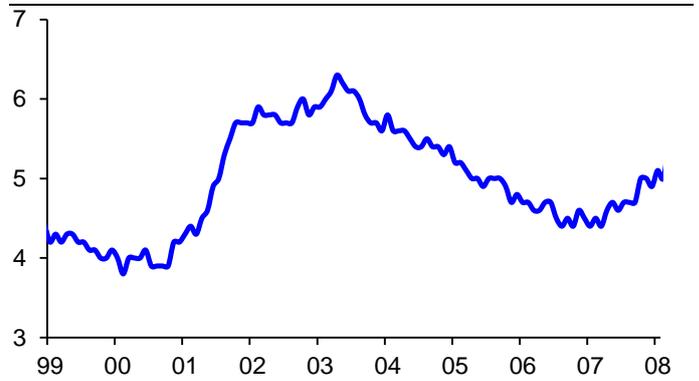
图15 消费、投资对 GDP 同比拉动率：99-08年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

经济通胀触底反弹，失业率见顶回落。随着投资、消费相继复苏，美国经济也逐渐走出衰退。GDP 增速从 01 年底的 0.2% 持续回升至 04 年初的 4.3%，CPI 增速则在 02 年初见底回升。作为经济的滞后指标，失业率曾在 01-03 年间继续走高，但随着经济逐渐走出衰退，失业率也从 03 年 6 月的 6.3% 持续下滑至 07 年初的 4.6%，接近充分就业。

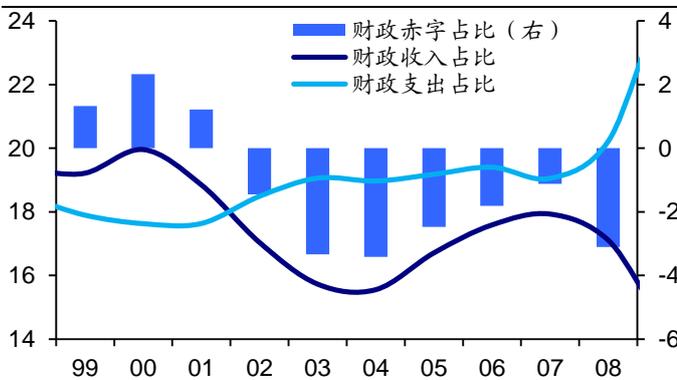
图16 美国 GDP、CPI 同比增速：99-08年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

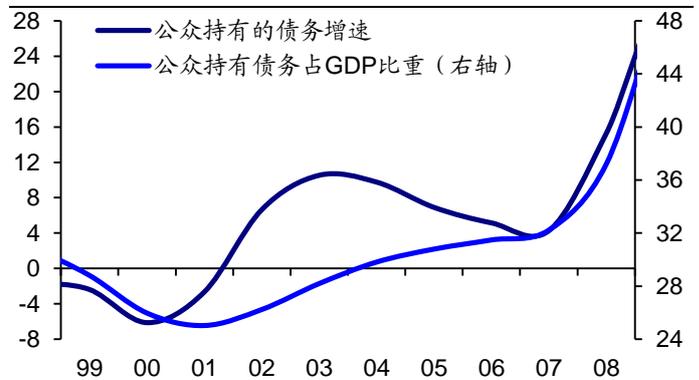
图17 美国季调失业率：99-08年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

财政赤字再现，债务率由降转升。得益于 90 年代美国经济持续繁荣、克林顿政府实施“综合经济发展计划”，98-01 年间，美国财政扭亏为盈。这为小布什政府实施减税创造了有利条件。小布什政府实施减三次税政策后，财政收入占 GDP 比重从 00 年的 20% 回落至 04 年的 15%，财政净收支也从盈余转为赤字，并其 03、04 年财政赤字率均突破 3% 红线。而值得庆幸的是，01-07 年间，公众持有债务/GDP 仅是小幅上行。

图18 美国联邦财政收支、赤字占 GDP 比重：99-08年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

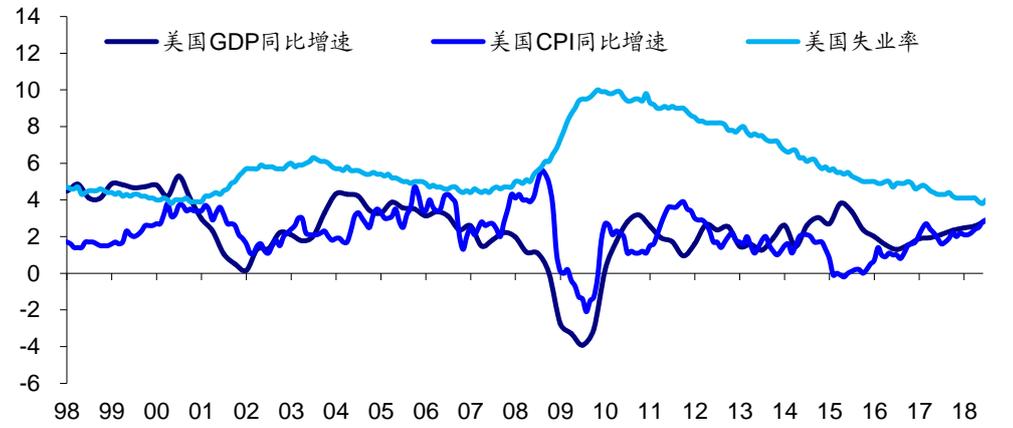
图19 美国公众持有债务及占 GDP 比重：99-08年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 奥巴马减税：激活经济，走出危机

次贷危机爆发，冲击美国经济。2007年，美国次贷危机爆发，美国经济遭受重创。GDP增速从07年3季度的2.2%快速下滑至09年2季度的-3.9%，创下二战以来的新低。而其失业率则迅速攀升，到09年10月已达10%，创下80年代以来的新高。

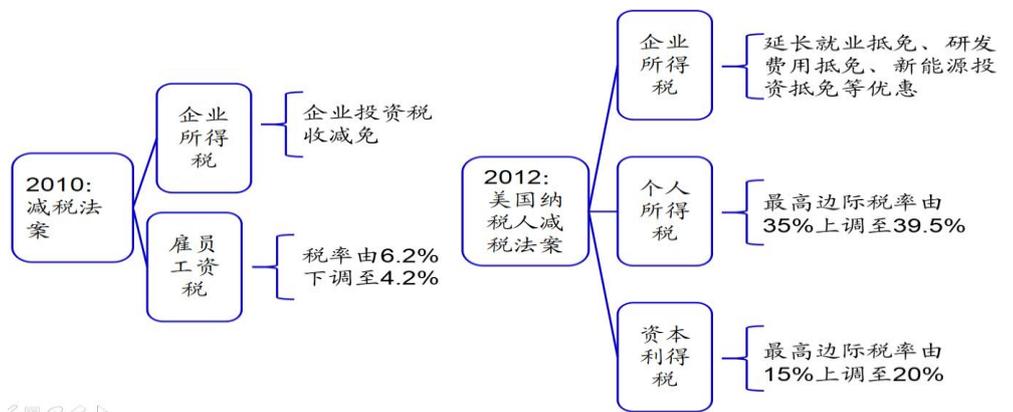
图20 美国 GDP 增速、CPI 增速和失业率：1998-2018 年 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

减税应对次贷危机。为应对次贷危机，奥巴马政府在2009、2010年先后通过了《刺激经济法案》和《减税法案》，后者减税总金额高达8580亿美元，并在2012年通过了《美国纳税人减税法案》，以此鼓励企业投资和增加就业，刺激国内消费。具体来看，企业减税主要表现为税收减免、抵免，包括企业投资税收减免、延长就业抵免、研发费用抵免、新能源投资抵免等。而居民减税主要是税率调整，包括雇员工资税率下调、个人所得税最高边际税率上调等。

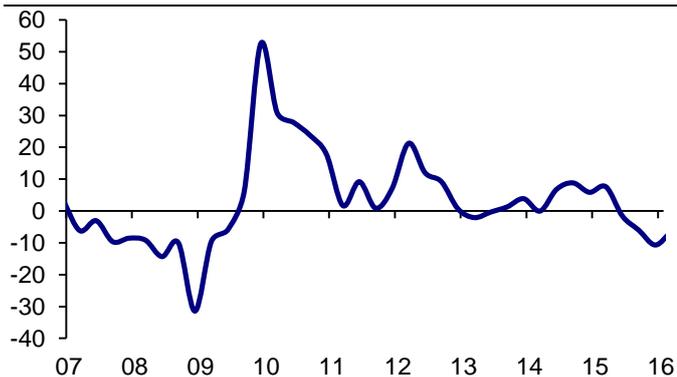
图21 奥巴马执政时期税改措施（2009-2016）



资料来源：海通证券研究所整理

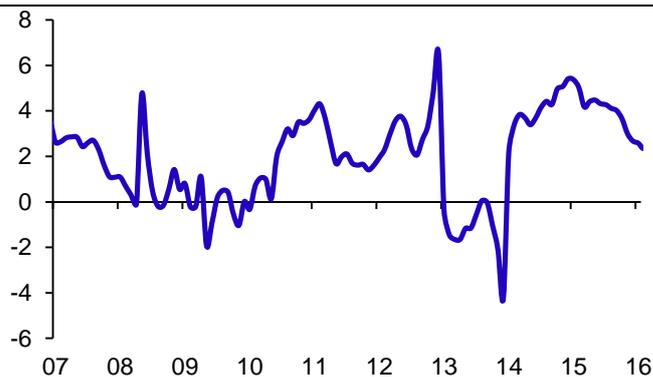
企业利润触底反弹，居民收入再现回升。早在06年底，美国经济便已出现衰退迹象，企业利润和居民收入增速均拐头向下。而次贷危机的爆发则加速了经济的下滑，07年美国企业利润增速转负，居民收入增速降至3%以下。而奥巴马政府实施的强力财政刺激方案，令企业利润和居民收入增速迅速回升，此后虽经历回调，但整体保持平稳。

图22 美国企业利润当季同比增速：07-16年（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

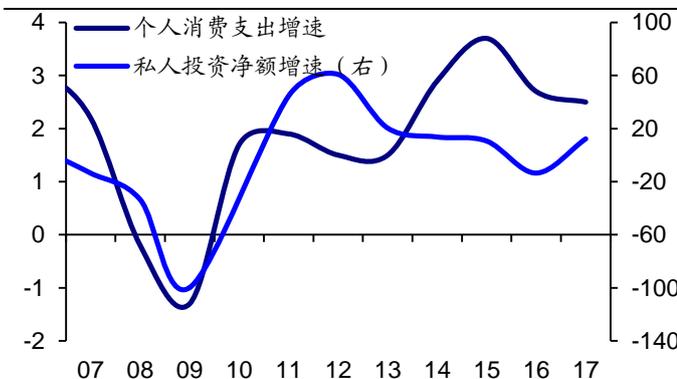
图23 美国个人可支配收入实际当月同比增速：07-16年（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

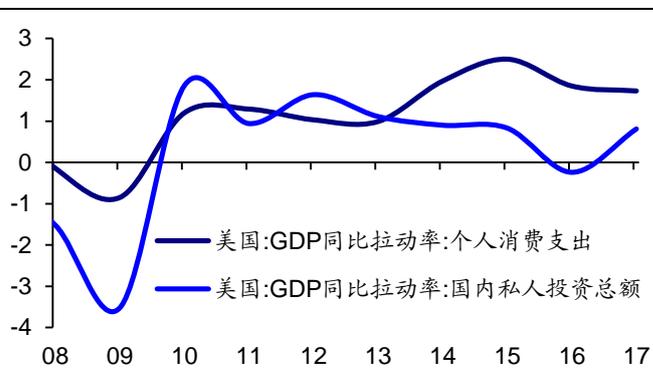
消费、投资增速迅速反弹，提振经济。伴随企业盈利复苏、居民收入改善，美国个人消费支出增速、私人投资增速也都较危机期间大幅提升。与此同时，消费、投资对 GDP 的拉动率均由负转正，有效拉动经济复苏。

图24 美国个人消费及私人投资增速：07-17年（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

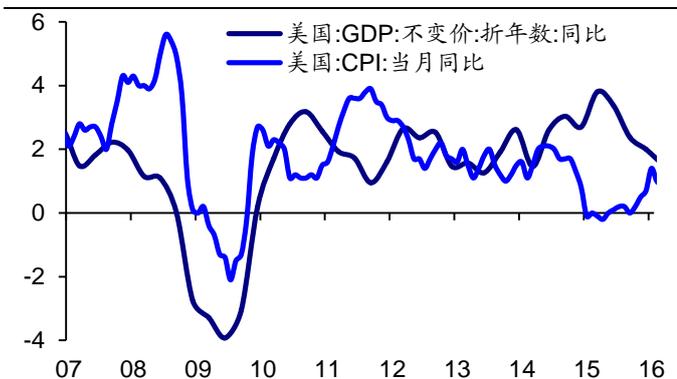
图25 消费、投资对 GDP 同比拉动率：08-17年（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

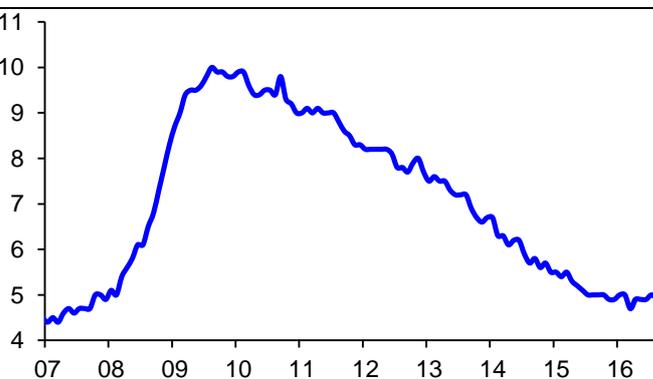
经济走出危机，失业率见顶回落。得益于投资、消费触底回升，美国经济快速反弹，GDP 增速在 09 年 4 季度重回零值以上，并在 10 年 3 季度升至 3.2% 的短期高点。此后虽有下滑，但整体稳定在 2%-3% 的合理区间。而随着经济走出低谷，失业率也持续下滑，16 年已降至 5% 以下。

图26 美国 GDP、CPI 同比增速（%）



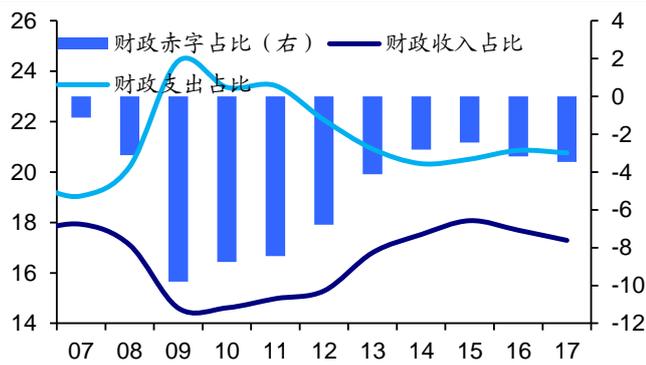
资料来源：WIND，海通证券研究所

图27 美国季调失业率：07-16年（%）

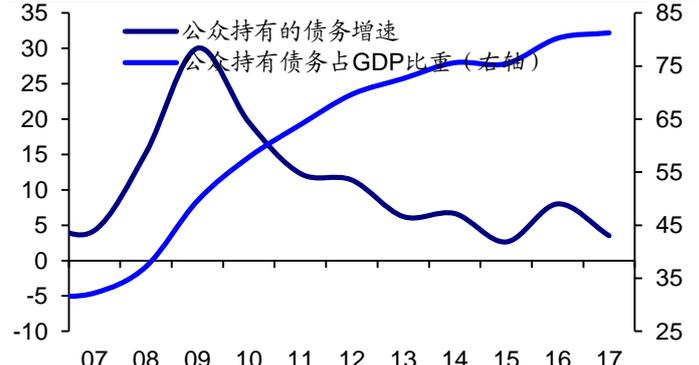


资料来源：WIND，海通证券研究所

赤字比重高企，债务比重攀升。而作为强力财政刺激的代价，美国财政赤字率从 08 年的 3% 左右骤升至 09 年的 9.8%。此后财政赤字率虽逐年回落，但 16-17 年又回到了 3% 以上。而公众持有债务杠杆率更是快速上升，07 年仅在 30% 左右，17 年已突破 80%。

图28 美国联邦财政收支、赤字占 GDP 比重：07-17 年 (%)


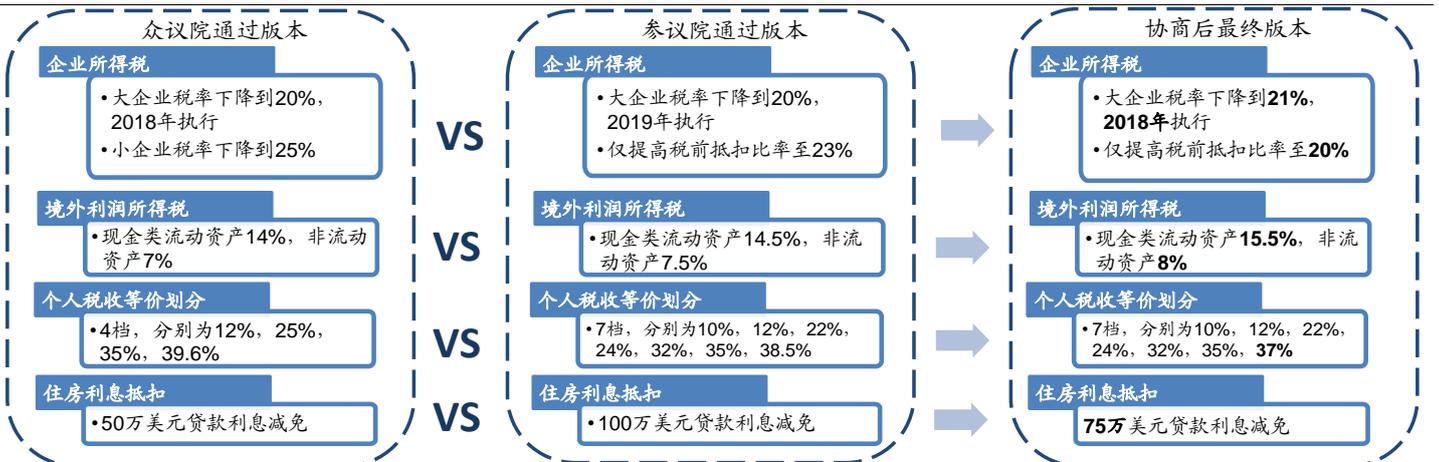
资料来源：WIND，海通证券研究所

图29 美国公众持有债务及占 GDP 比重：07-17 年 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

4. 特朗普减税：新一轮税改已经启动

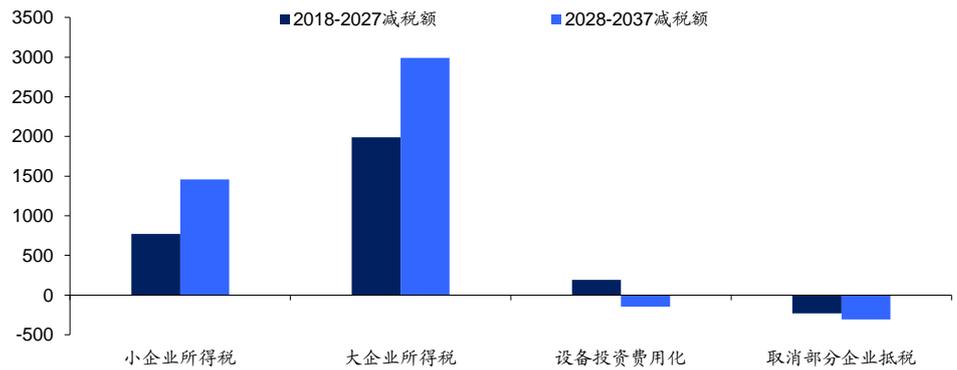
特朗普政府启动新一轮税改。17年12月底，美国国会投票通过税改议案，并提交特朗普总统正式签署通过。至此，美国第四轮税改已正式启动。最终版本的税改方案包括：1) 企业所得税率从目前的35%下调至21%，且废除了企业20%的税率下限；2) 海外利润一次性汇回，现金资产按15.5%的税率减征，非流动资产按8%的税率征收；3) 个人所得税税率分7档，最高档税率从39.6%下降到37%；4) 住房利息抵扣，75万美元贷款利息减免。

图30 参议院和众议院版本与最终通过版本的主要区别


资料来源：海通证券研究所整理

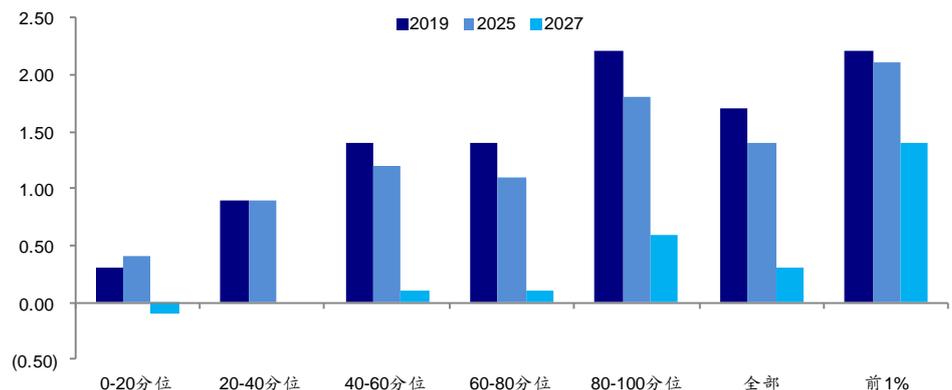
此次税改方案同样将对企业利润和居民收入产生影响：

企业所得税税率调整将提升税后利润。根据美国税务政策中心（TPC）公布的报告测算，大企业所得税率如果下调至20%，那么未来十年可以减少企业应缴税额近2万亿美元。而如果小企业的所得税率下降到25%，那么也可以减少应缴税额近7700亿美元。

图31 美国税务政策中心测算的企业税改减税额度（十亿美元）


资料来源：TPC，海通证券研究所

个税税率调整将提升居民税后收入。最终版本的税改方案将个税的税前抵扣额度提高了约一倍，同时也取消了部分个税的抵免，涉及大多数美国人，但同时遗产税提高起征点乃至废除、简化税档和降低最高税率，又对富人更有利。根据美国税务政策中心（TPC）测算，到2019年减税将使美国个人平均税后收入提升1.6%，且收入越高获得的减税幅度越大，收入末20%的人仅因减税增加税后收入0.3%，而收入前20%的人税后收入将增加2.2%。

图32 美国税改后不同分位收入者的税后收入变化测算（%）


资料来源：TPC，海通证券研究所

5. 美国税改并不神秘：改善盈利收入，小政府大市场

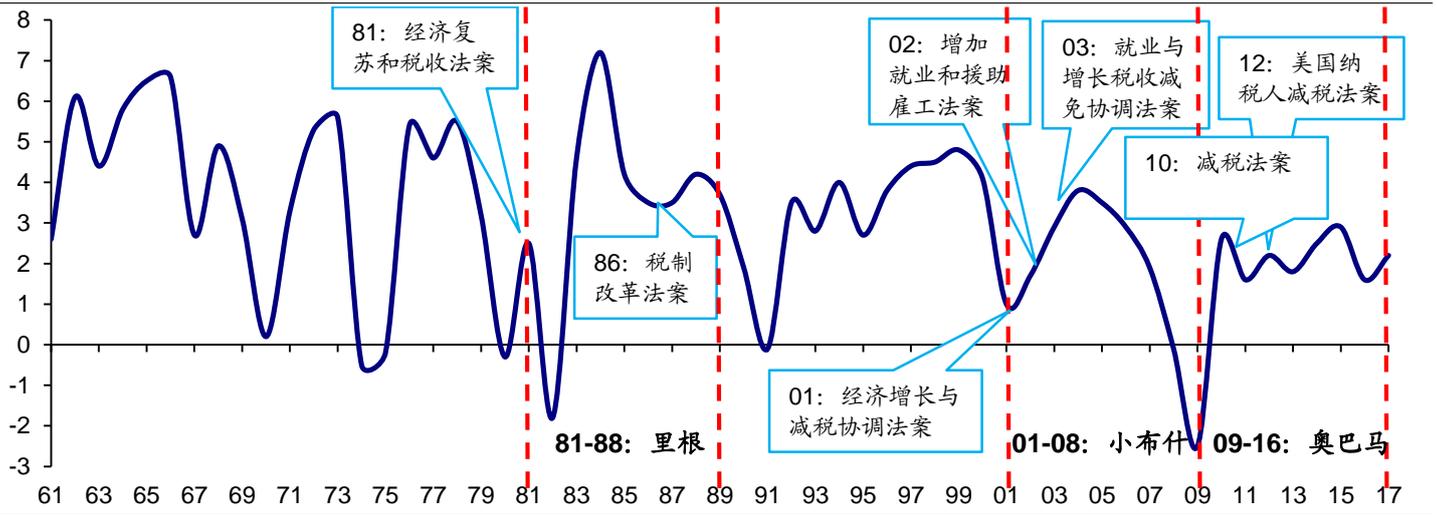
目前第四轮税改效果仍待观察。而回顾前三轮税改，我们总结经验如下：

5.1 从盈利到投资，从收入到消费

相似的经济背景。首先，三次税改的背景大致相似。从共性上来讲，都是经济遭遇冲击：里根政府面临的是“大滞胀”，表现为经济、就业下滑，通胀高企；小布什政府面临的是互联网泡沫破灭和恐怖袭击，表现为经济、通胀下滑，就业转差；而奥巴马政府面临的则是次贷危机，表现为经济探底、失业率新高。其共性都是有效需求不足。

相同的经济复苏。其次，三轮税改都是通过修复企业、居民部门的资产负债表，来实现“从企业盈利到投资”、“从居民收入到消费”的传导，从而令经济回暖。具体来看：一是通过降低税率、折旧抵税，改善企业盈利，从而实现投资回升；二是通过研发抵税、新兴产业减税，修复新经济，从而实现新旧转换、保持竞争力；三是通过降低居民税负来改善其收入，从而鼓励消费。

图33 美国 GDP 增速：1961-2017 年 (%)



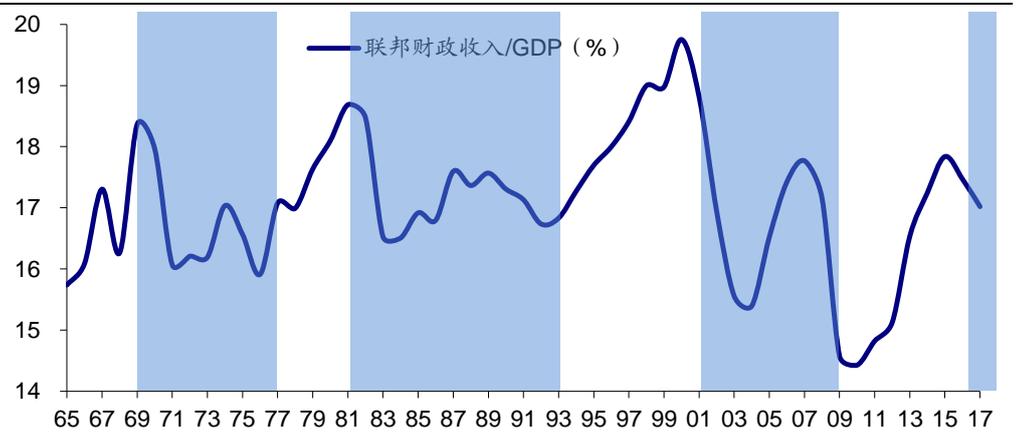
资料来源：Wind，海通证券研究所

5.2 小政府大市场，宽松货币配合

而从时间看，除 90 年代克林顿政府未实施减税外，四次税改间隔基本在十年左右，其内在原因主要有以下两个。

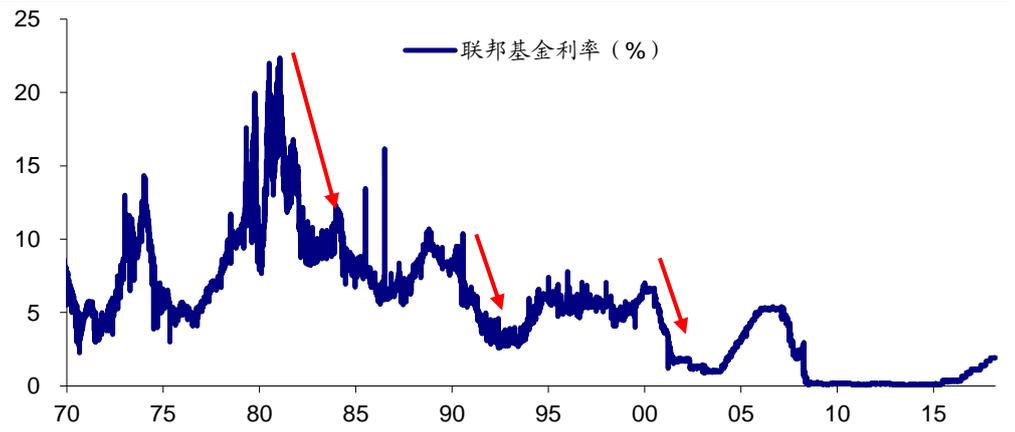
一是美国政治周期。四轮减税中，除奥巴马（2009-2017）外，里根（1981-1989）、小布什（2001-2009），以及特朗普（2017 至今）都是共和党人。共和党属于“保守主义”的“右派”，偏向传统，代表的是雇主和企业家的利益集团，强调维护个人的自由，反对政府干预。从政策主张看，奉行“小政府”的共和党倾向于降低税率、削减福利。历任共和党总统时期，联邦财政收入占 GDP 的比重都趋于回落。而正是共和党“大市场、小政府”的执政理念，最终驱动了减税的实施。

图34 美国联邦财政收入/GDP (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所。蓝色为共和党执政时期。

二是美元降息周期。企业投资扩张有三个条件，分别是：盈利改善、（预期）需求扩张、信贷充裕，其中盈利改善是根本驱动力，而需求和信贷则是加速器。回顾前三轮税改期间，货币环境均较为宽松。减税带来企业盈利改善，而宽松货币政策则加速了从盈利改善到投资扩张的传导。

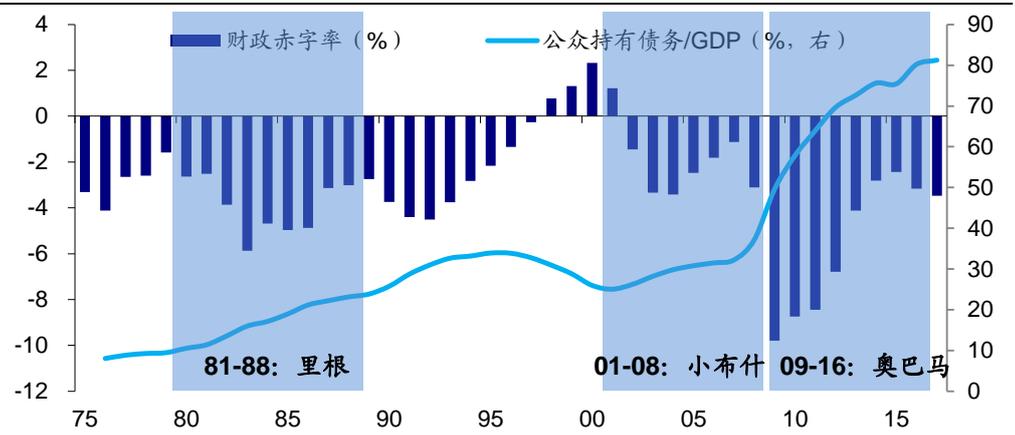
图35 美国联邦基金利率 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

5.3 警惕债务扩张，政策相机调整

赤字率创新高，债务水平飙升。从此前的分析中不难看出，减税政策也有其代价，一味减税势必带来财政赤字扩张、政府债务攀升。里根政府减税，曾引发财政赤字率接近6%，而奥巴马政府减税，则导致财政赤字率逼近10%。而财政赤字的另一面正是债务水平。80年代里根政府实施减税时，公众持有债务/GDP仅在10%左右，而奥巴马政府任内，公众持有债务/GDP从50%大幅上升至80%以上。

赤字并非无解，重在财政平衡。不过，减税带来的赤字扩张、债务攀升并非无解。美国三轮税改中，由小布什政府实施的第二轮减税，财政赤字率峰值仅为3.4%，远不及另两次税改，公众持有债务率峰值仅为37%，平均每年仅上升1.4个百分点。这主要得益于克林顿政府治下，90年代美国经济持续繁荣，财政收支扭亏为盈。1993年克林顿上台后，大力推行振兴美国经济的“综合经济发展计划”，即通过提高企业、个人所得税率以及削减预算支出，降低财政赤字，在创造就业机会的同时，也平衡了联邦预算。

图36 美国财政赤字率、政府债务/GDP (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
于博 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

 高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

 姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

 邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

 荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

 钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

 涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
 顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
 李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
 联系人
 宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
 陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com

金融工程研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
 罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
 沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
 余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
 袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
 姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
 吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
 联系人
 周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
 张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
 颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
 梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

 高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
 倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
 陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
 唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
 宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
 皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
 薛涵(021)23154167 xh11528@htsec.com
 联系人
 谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
 王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
 蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队

 姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
 朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
 周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
 姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
 杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
 联系人
 李波(021)23154484 lb11789@htsec.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
 钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
 高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
 李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
 姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
 周旭辉 zhx12382@htsec.com
 联系人
 唐一杰(021)23219406 tj11545@htsec.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
 王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com

中小市值团队

 张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
 孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
 联系人
 王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
 相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

 李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
 陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
 吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
 朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
 周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
 王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

 邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
 朱建军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
 联系人
 胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
 张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
 孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
 联系人
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
 吴佳桢(010)56760092 wjs11852@htsec.com
 范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

 王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
 杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
 张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
 联系人
 傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
 联系人
 史岳 sy11542@htsec.com
 高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
 郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
 许樱之 xyz11630@htsec.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
 刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
 强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
 毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
 联系人
 陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

 施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
 联系人
 李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
 陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
 李骥(021)23154513 lj11875@htsec.com
 甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
 谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
 杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
 联系人
 金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 尹琴(021)23154119 yl11569@htsec.com 石坚(010)58067942 sj11855@htsec.com	煤炭行业 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com 联系人 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 联系人 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立(021)23154138 ll11383@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 联系人 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张戈 01050949962 zy12258@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com 联系人 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 联系人 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com 党新龙(0755)82900489 dxl12222@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 联系人 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com 刘璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 张欣劼 zxx12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
军工行业 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 联系人 林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 联系人 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160
 oymc11039@htsec.com
 宗亮 zl11886@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨禛昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 慈晓聪(021)23219989 cxc11643@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
 吴尹 wy11291@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 杜飞 df12021@htsec.com
 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com