



# 从里根经济到特朗普新政

## 特朗普是否能复制里根经济学奇迹？

在特朗普当选之初就有人将其与里根相提并论：减税、去监管、强化国防、重振美国地位等等政策主张仿佛里根再世。特朗普本人就不止一次强调，里根是他最欣赏的总统。与里根时代相比，当前美国经济没有面临严重的滞胀困境，参众两院的主导权目前也掌握在共和党手中，特朗普有条件创造比里根时代更为辉煌的经济成就。

通过对特朗普政策组合的剖析，我们发现其与里根政府的政策组合颇为相似，但所处的经济环境大相径庭，因此施政效果不尽相同。目前产出缺口弥合，劳动市场活跃，通胀上行压力相对较小，经济基本面自次贷危机以来强势复苏强劲。通货膨胀水平及大宗商品价格涨幅均低于里根时期，然而财政赤字高企，政府举债能力低于里根时期。

特朗普政府在2017年主要完成了对个人及企业税收减免的政策落地，以促进国内投资及境外利润回流。在2018年，特朗普政府将焦点转向基建计划，同时关注金融去监管和贸易保护方面的政策实施。

由于目前的利率环境仍然宽松，渐进式加息带来的投资挤出压力较小，因此在未来1~2年内，税改与基建政策对经济的拉动作用显著。但是，从长期来看，由于美联储加息缩表导致利率中枢上行，届时可能会抵消减税等政策对经济的刺激作用。

- 美国股市短期受税改基建等利好因素影响，将持续强劲；长期受流动性收紧影响，估值承压。
- 美国楼市短期内稳中有升。由于美国楼市杠杆率下降，居民杠杆率回落至危机前水平，举债能力上升，目前仍处于相对健康状态，基本供求关系在短期内仍然是供不应求。
- 美国债市未来承压。根据美联储预测，联邦基金利率在2018年达到2.1%，在2019年达到2.7%，在2020年达到2.9%。
- 在特朗普政策对中国的影响方面，对中国经济增长影响相对复杂，需视贸易摩擦演化结果。而在资本流动方面中国短期压力不大，中长期仍有挑战。由于中国金融监管政策的实施，国内利率上升早于美国，美国后续加息对国内货币政策影响有限。

### 相关研究报告

《美元周期的形成、发展及影响》20180226

《美国资产是否存在泡沫》20171225

《美联储缩表的进程及影响》20170606

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 宏观及策略：中国经济

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

钱思韵

(8621)20328616

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517100002

## 目录

<b>1 论道经邦：研究意义 .....</b>	<b>5</b>
1.1 当前与 80 年代背景比较 .....	5
1.2 特朗普与里根经济学 .....	5
<b>2 以史明鉴：里根经济学的实施 .....</b>	<b>6</b>
2.1 历史经济环境 .....	6
2.2 “里根时期”主要观点 .....	7
2.3 里根政策措施 .....	7
2.4 里根经济学政策效果 .....	8
<b>3.析微察异：当下基本面主要特征 .....</b>	<b>11</b>
3.1 当前产出缺口弥合 .....	11
3.2 当前劳动力市场活跃 .....	11
3.3 当前通胀压力不大 .....	12
3.4 当前政府举债能力有限 .....	13
<b>4.时政利病：特朗普政策的措施 .....</b>	<b>14</b>
4.1 税政方面 .....	14
4.2 财政支出方面 .....	16
4.3 去监管方面 .....	17
4.4 货币政策方面 .....	18
4.5. 贸易战 .....	19
<b>5. 风行草从：特朗普政策的影响 .....</b>	<b>20</b>
5.1 对美国的影响 .....	20
5.2 对中国的影响 .....	24
<b>6. 总结 .....</b>	<b>26</b>

## 图表目录

图表 1. 第二次石油危机导致油价迅速上涨 .....	6
图表 2. 1979 至 1980 年间美国物价水平持续上升 .....	6
图表 3. 1979 年至 1980 年美国 经济严重衰退 .....	6
图表 4. 1979 至 1980 年间美国 失业率大幅上升 .....	6
图表 5. 1981 年至 1990 年个 企所得税收入先减后增 .....	7
图表 6. “星球大战计划”导 致国防开支增加 .....	7
图表 7. 紧货币成功抑制通胀 .....	8
图表 8. 里根政策带领经济走 出停滞 .....	8
图表 9. 个人消费与私人投资 拉动 GDP 上升 .....	9
图表 10. 失业率回到石油危 机前水平 .....	9
图表 11. 财政赤字扩大明显 .....	9
图表 12. 贸易赤字逐步拉大， 广场协议后收窄 .....	9
图表 13. 1987 年股灾 .....	10
图表 14. 经济基本面比较 .....	11
图表 15. 里根上任初期产出 缺口持续下降 .....	11
图表 16. 目前产出缺口连续 八年上升 .....	11
图表 17. 里根上任初期失业 率持续走高 .....	12
图表 18. 目前失业率接近自 然失业率 .....	12
图表 19. 里根上任初期 CPI 高 企 .....	12
图表 20. 目前 CPI 维持目标 值 2% .....	12
图表 21. 目前美国从巨额财 政赤字中恢复 .....	13
图表 22. 公众持有的债务逐 年升高 .....	13
图表 23. 政策比较 .....	14
图表 24. 特朗普政府税改版 本更迭 .....	15
图表 25. 税改对 GDP 增速 影响估计 .....	16
图表 26. 税改对财政赤字 影响估计 .....	16
图表 27. 近年财政支出逐渐 上升，非国防支出相对 下降 .....	17
图表 28. 渐进式加息 .....	18
图表 29. 未偿债务占 GDP 比 例逐年上升 .....	21
图表 30. 2016 年以来美国 GDP 持续上升 .....	21
图表 31. 2016 年以来美国 制造业 PMI 持续走高 .....	21
图表 32. 次贷危机以来美国 MSCI 持续 上涨 .....	22
图表 33. 2018 年 2 月起新 兴市场 MSCI 略有回调 .....	22

图表 34. 居民杠杆率.....	22
图表 35. 房价指数随 M2 增加而上扬.....	23
图表 36. 成屋签售指数略有下降.....	23
图表 37. 长短期利差上扬.....	23
图表 38. 近期中美利差缩窄.....	25
图表 39. 美国 2018 年资本净流入剧增.....	25
图表 40. 人民币汇率表现较强势.....	25

## 1 论道经邦：研究意义

我国对外开放战略正面临着未曾应对过的新形势。由于全球经济复苏乏力、地缘政治风险加大等因素，民粹主义和贸易保护主义抬头，经济全球化进程受到挑战。暨 2016 年 6 月英国脱欧后，美国新任总统特朗普于 2017 年 1 月高呼“美国优先”口号，反全球化主义、贸易保护主义的呼声四起，加剧了全球经济的不确定性。习近平总书记于同年 1 月的达沃斯论坛上指出，我们要坚定不移发展开放型世界经济，在开放中分享机会和利益、实现互利共赢。特朗普新政将如何影响经济全球化进程？中国的新一轮对外开放战略应做出怎样应对？因此，我们研究了政治手段极为相似的里根时代和特朗普的新政，以作出应对。

### 1.1 当前与 80 年代背景比较

**相似之处：**(1) 税制改革政策与紧缩的货币政策相关，实际利率将如预期增加。(2) 在美国的全球地位逐年连续下降之后，它的目标是遏制这种趋势并巩固自身地位。(3) 大宗商品行业的决定力量是供应而非需求。(4) 美国财政赤字高企。

**不同之处：**(1) “里根改革”之前的通货膨胀率很高，而现在处相对较低的水平。(2) 在“里根改革”期间，大宗商品价格大幅上涨是高通胀的一个原因，也是一个需要解决的关键问题。但近期商品价格涨幅相对走弱。

### 1.2 特朗普与里根经济学

**特朗普税改在 2018 年初正式落地，2019 年将焦点转向 1.5 万亿基建计划**，两项积极的财政政策加大了通胀上行风险。与此相伴的是美联储货币正常化的步伐，我们预期 2018 年内加息次数达到 3—4 次。当宽财政遇到紧货币，经济走势将往何方？大类资产表现将会如何？在本篇报告中，我们回顾了最为经典的共和党政府采取减税+紧货币的政策组合——里根经济学，通过对里根第一二任期的政策剖析与政策影响的研究，并对比里根时期与当下的经济环境差异，来展望未来经济走势与资产表现。

**2018 年 3 月 14 日白宫确认，特朗普将提名库德洛为白宫国家经济委员会主任（首席经济顾问）。库德洛将自己描述为“里根供给学派的支持者”，经济理念多来自里根时期保守派人士的“供给学派”学说。**在特朗普竞选总统时，库德洛作为非正式经济顾问，支持减税和基建的竞选主张。但是，他在贸易方面倡导自由贸易，基本上对关税持反对态度，此处与特朗普总统的观念存在差异。**我们认为，特朗普的政策组合与里根时期颇有相似之处，并且能够通过理论数据相结合，系统地解释其政策组合。**

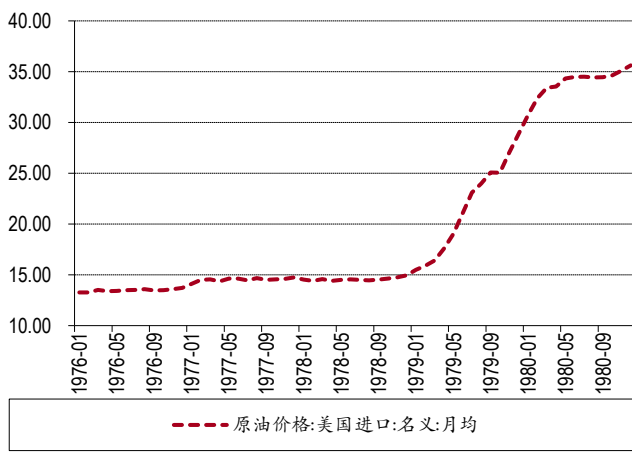
## 2 以史明鉴：里根经济学的实施

### 2.1 历史经济环境

在二十世纪七十年代，第二次石油危机爆发，石油价格由每桶 14 美元跃升至每桶 38 美元，推动美国通货膨胀率升高，同时生产成本上升，导致美国工业生产部门生产率下降。此时政府惯用的凯恩斯学派手法——增加财政赤字，增加货币供应量的扩张性财政与货币政策面临失效，**通胀与失业率齐高，菲利普斯曲线发生位移，经济出现历史上罕见的滞胀现象。**

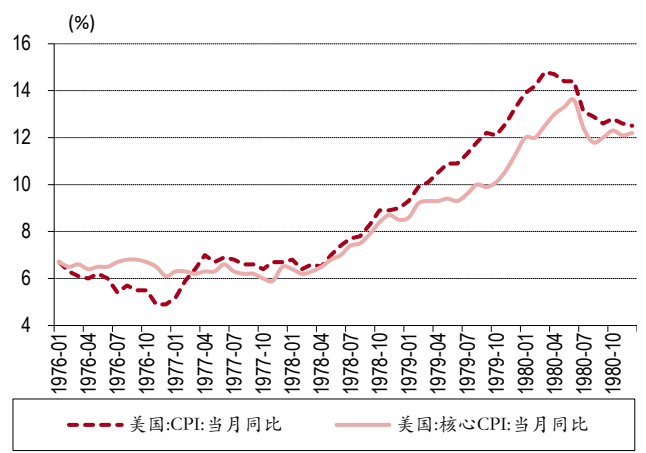
美国通胀持续走高，CPI 在 1980 年 3 月达到最高为 14.7%，核心 CPI 在 1980 年 6 月达到最高为 13.6%，失业率升高至 1980 年 7 月的 7.8%，原本衰退的经济更加雪上加霜。

图表 1. 第二次石油危机导致油价迅速上涨



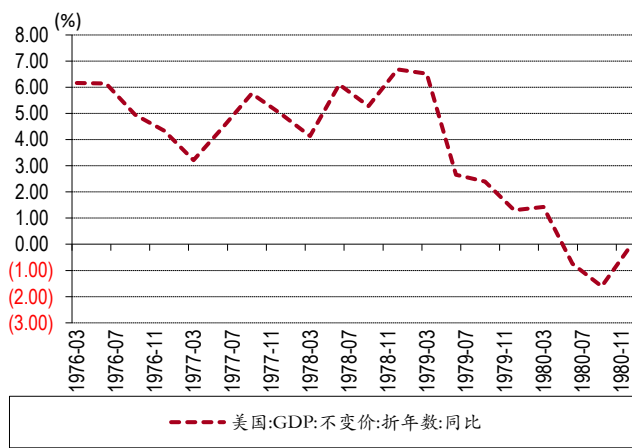
资料来源：万得数据及中银证券

图表 2. 1979 至 1980 年间美国物价水平持续上升



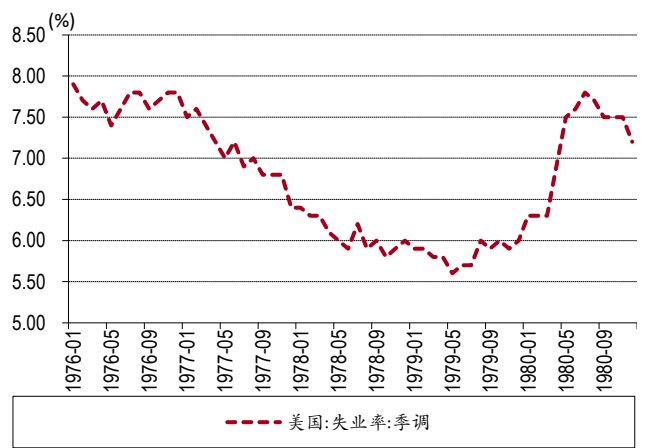
资料来源：万得数据及中银证券

图表 3. 1979 年至 1980 年美国 GDP 严重衰退



资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 1979 至 1980 年间美国失业率大幅上升



资料来源：万得数据及中银证券



## 2.2 “里根时期”主要观点

里根政府决定采取新兴的供给学派理论，通过**收紧货币、减税刺激供给端来治理通胀、稳定经济**。

里根政府认为生产的增长取决于劳动力和资本等生产要素的供给和有效利用。主张以市场的“无形之手”调节社会供给，反对过多的社会福利，以促进经济效率，可视作“小政府”。在政府对经济的干预方面，要求政府减支、去监管。他们反对凯恩斯学派提出的政府干预经济思想，认为政府的调节可能降低经济运行效率。在税率方面，要求在税负过重的情况下，降低税率以最优产出。通过税率的下降，可以刺激实际工资以影响劳动力的供给，刺激储蓄和投资报酬，影响资本的供给和利用。在货币政策方面，要求稳定货币价值。通过打破通胀预期，以避免囤积物资，鼓励生产性投资。

## 2.3 里根政策措施

为了应对经济滞胀局面，里根政府采用供给学派的主张，从四方面着力改善现状：**降税、减支、放松管制、紧货币**。其中，降税与紧货币是治理政策的重中之重。

### 2.3.1 两阶段税制改革，减轻税赋

里根政府在两届任期内分别颁布两套税改法案，**第一阶段是全面减税阶段，重点在于减轻企业与个人税负**，以促进投资，提高生产率；**第二阶段是中性减税阶段，重点在于控制预算，税制改革**，以促进公平竞争。

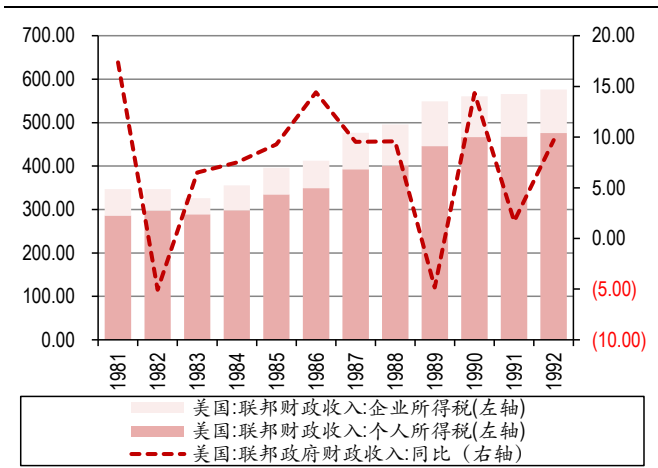
### 2.3.2 减少福利支出，增加军费开支

里根政府主张削减财政支出，特别是削减福利支出，同时增加国防开支。

在福利支出方面，削减社会福利支出，进行社会保险改革。

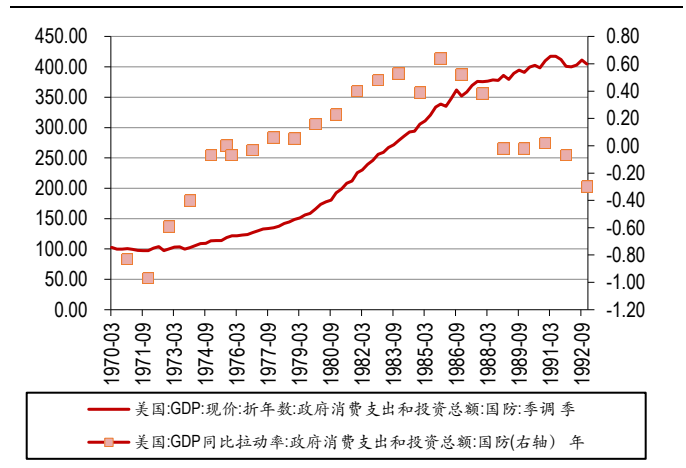
在军费开支方面，里根政府提出“重新武装美国”的口号，并在1983年提出“星球大战计划”。

图表 5. 1981 年至 1990 年个企所得税收入先减后增



资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. “星球大战计划”导致国防开支增加



资料来源：万得数据及中银证券

### 2.3.3 放松管制，促进竞争

里根政府放松政府管制，放松反托拉斯法实施，降低行业准入标准，鼓励有利于经济效率的竞争，促进中小企业创新。

### 2.3.4 紧货币管理预期，抑制通胀

与传统供给学派要求恢复金本位制不同，美联储主席沃尔克采纳了弗里德曼的“单一规则”观点，通过固定货币供应量增速的方式，达到紧货币与预期管理的效果，以抑制通货膨胀。

货币中间目标转为货币供应量。1983年后以借入准备金为操作目标。中间目标转换的目的在于管理投资者对物价水平的预期，由于通胀的严重性，联邦基金利率很难稳定其预期，而固定数量的货币供应增长，可以起到物价锚的作用。

紧货币的同时，**加快金融自由化，推进利率市场化改革**。紧货币有利于产能出清，促进落后产业的市场化淘汰；而金融自由化放松了金融监管对银行业的限制，有利于为新兴行业提供融资，促进新兴行业崛起。

## 2.4 里根经济学政策效果

### 2.4.1 紧货币成功抑制通胀

总体而言，里根政府采取“先紧后松”的货币政策。在高通胀背景下，美联储以控制货币供应量增速和提高贴现率的方式，抬高基准利率。至1980年底，联邦基金利率达到最高为22%，此后随着通胀受到控制，利率逐步下调，以配合减税政策刺激经济。从通胀指标上看，CPI由最高点持续下降，至1982年底后基本保持在5%以下；核心CPI由最高点13.6%下降，控制在3.8%-5.1%；PPI从14.1%降至1982年底的2%，之后基本维持在6%以下。通货膨胀状况至1982年底得到有效控制，紧货币政策效果明显。

### 2.4.2 减税刺激经济复苏

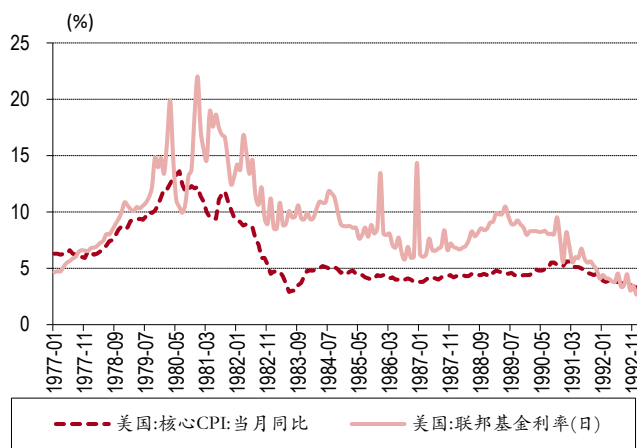
在里根时期前期，减税对经济的刺激作用并不明显，主要原因在于较高的利息抑制了投资的增加，从而抑制了经济的恢复。在里根时期中后期，经济迅速恢复，主要原因在于减税与货币政策转松配合，刺激投资与消费，拉动经济上扬。1982年末后，美国经济开始复苏。1983年GDP增速达到4.6%，直到里根结束任期，GDP增长率维持在3.5%以上；失业率也从1983年开始逐渐降低；工业生产指数开始稳定上升。

### 2.4.3 财政赤字拉大，贸易赤字拉大后回调

在财政赤字方面，里根第一任期阶段，由于全面减税导致财政收入减少，同时美国与苏联的装备竞赛导致国防支出增加，财政赤字扩大明显。在里根的第二任期，由于税制改革，取消诸多税收优惠，扩大税基，同时经济转好，税收收入升高，财政赤字得到一定程度的控制。

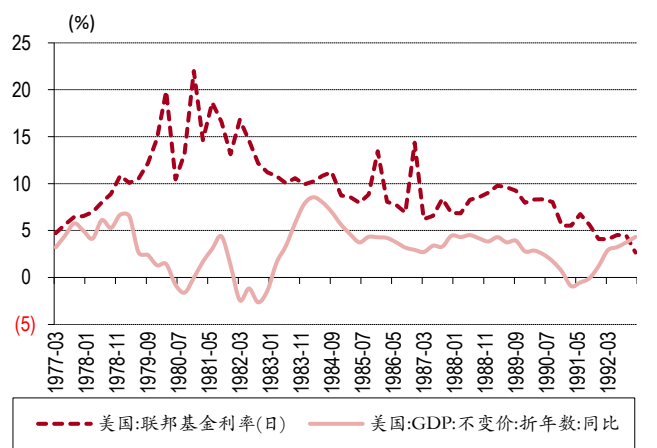
在贸易赤字方面，由于减税吸引国内外资本在美投资，美元指数走强，因此美国贸易逆差拉大。1985年9月，美国与日德法英四国签订《广场协议》，引导美元对主要货币有秩序的贬值，刺激美国的出口，贸易赤字从而收窄。

图表 7. 紧货币成功抑制通胀



资料来源：万得数据及中银证券

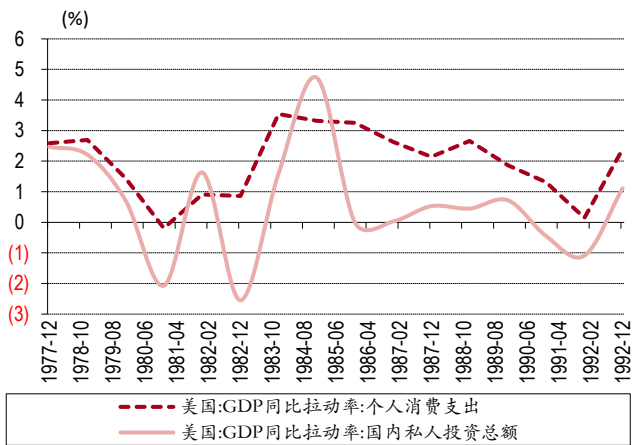
图表 8. 里根政策带领经济走出停滞



资料来源：万得数据及中银证券

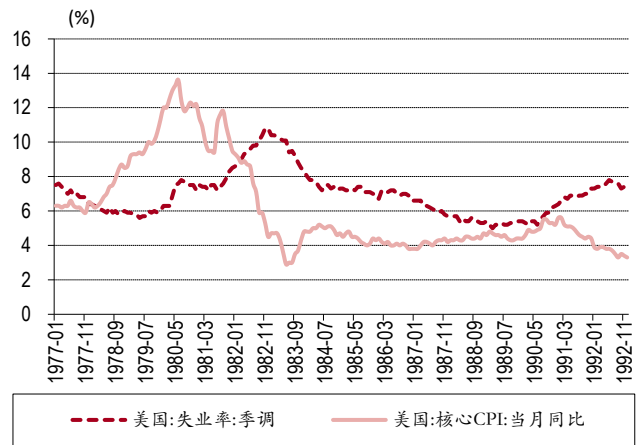


图表 9. 个人消费与私人投资拉动 GDP 上升



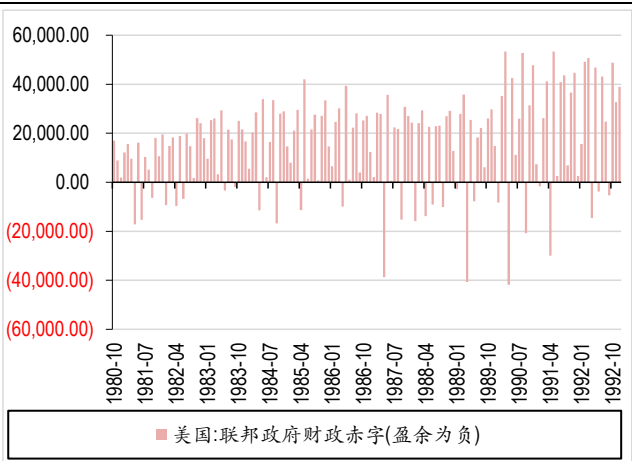
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 失业率回到石油危机前水平



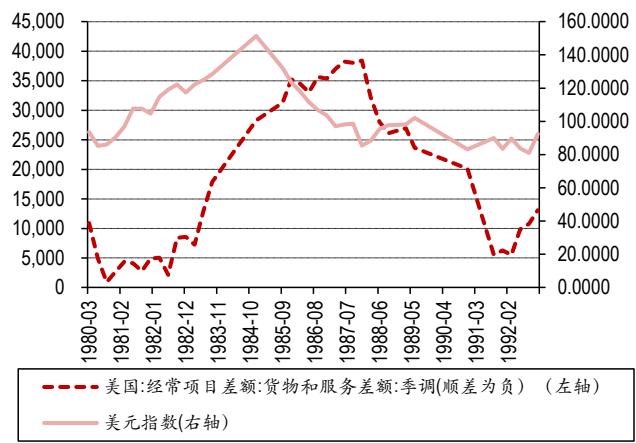
资料来源：万得数据及中银证券

图表 11. 财政赤字扩大明显



资料来源：万得数据及中银证券

图表 12. 贸易赤字逐步拉大，广场协议后收窄

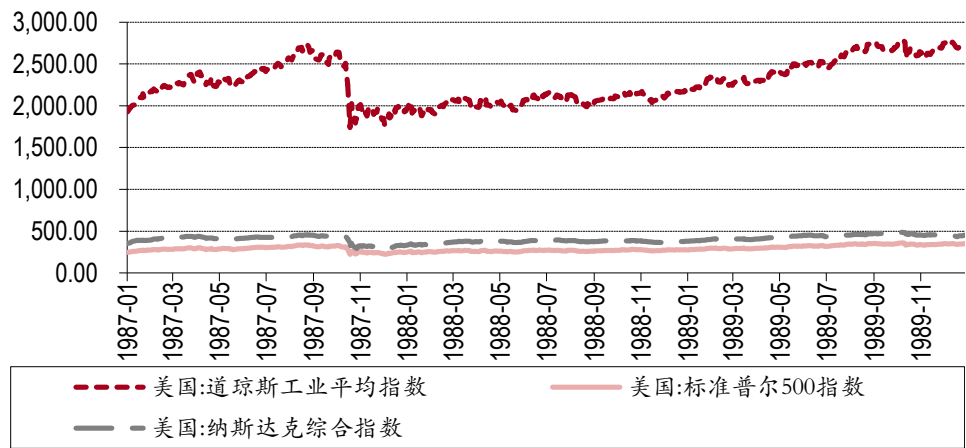


资料来源：万得数据及中银证券

### 2.4.4 股市表现

在里根任期的股市表现方面，1982-1987 年全球股市表现为全面牛市，美国采取积极的财政政策刺激需求；全球得益于美国财政政策的外溢效应，外需拉动出口，全球股市持续上涨。1987 年 10 月 19 日，道·琼斯指数一天之内重挫了 508.32 点，跌幅达 22.6%，创下自 1941 年以来单日跌幅最高纪录，并在全世界股票市场产生“多米诺骨牌”效应，伦敦、法兰克福、东京、悉尼、香港、新加坡等地股市均受到强烈冲击，股票跌幅多达 10% 以上。1987 年的美国股灾主要原因在于美国经济的衰弱，同时此前美国高利率政策所吸引的资本流向股市而非生产，导致股市的虚假繁荣。在 1987 年股灾后，1988 年全球股市普遍实现反弹。

图表 13. 1987 年股灾



资料来源: 万得数据及中银证券

### 3.析微察异：当下基本面主要特征

图表 14. 经济基本面比较

	经济基本面 不同点	经济基本面 相同点
里根时期	1.经济衰退 2.失业率上升 3.物价飞涨 4.油价飞速上涨	1.美国全球地位逐年下滑，寻求巩固 2.大宗商品处于卖方市场
特朗普时期	1.产出缺口弥合 2.当前劳动力市场活跃 3.当前通胀压力不大 4.当前政府举债能力有限	3.美国政府财政赤字高企

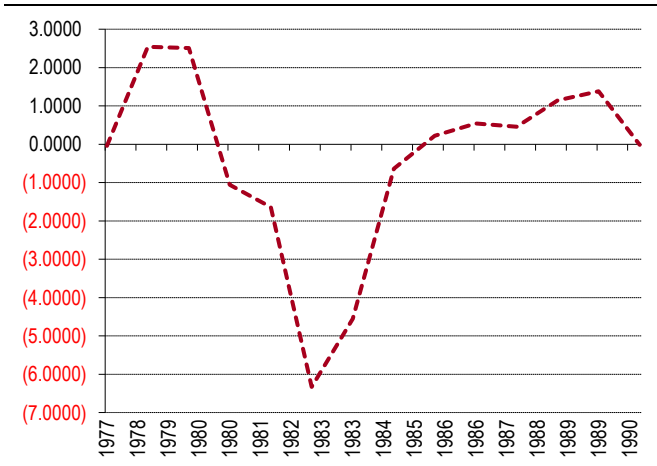
资料来源：中银证券

从产出缺口、失业率、通胀等方面看，里根初期面临的是严峻的经济滞涨形势，经济衰退，失业率攀高，物价持续上涨；而目前美国经济已从次贷危机中恢复，经济基本面向好。从财政赤字与政府举债能力来看，目前财政赤字水平与里根上任初期相似，但国会对于财政赤字容忍度下降，同时政府的举债能力较里根政府时期也大幅减弱。

#### 3.1 当前产出缺口弥合

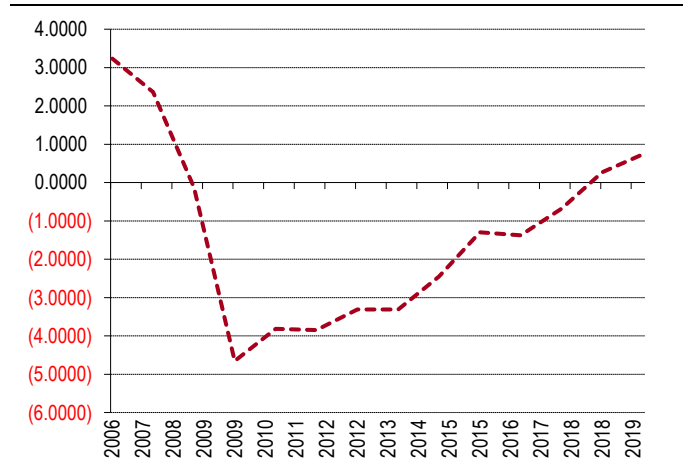
里根时期产出缺口负值拉大，而目前产出缺口正在弥合。产出缺口为正值，一般意味着经济过热，从而存在通胀压力；产出缺口为负意味着经济资源未能充分利用，经济可能面临通缩压力。里根上任初期，1980年产出缺口为-1.06%，至1982年产出缺口已扩大至-6.33%，经济下行压力明显。从个人层面，里根税改政策可以提高劳动生产率，从而增加潜在产出；从企业层面，减税刺激投资，从而缩小小产出缺口。而目前产出缺口连续八年上升，据 OECD 测算，预估 2018 年产出缺口为 0.27%，实际产出高于潜在产出，经济基本面向好。

图表 15. 里根上任初期产出缺口持续下降



资料来源：万得数据,及中银证券

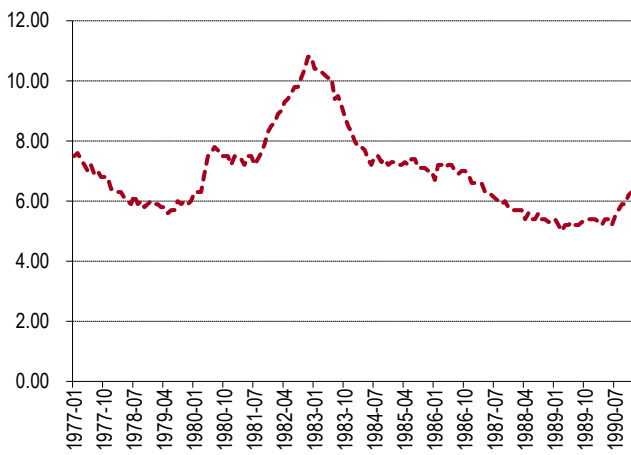
图表 16. 目前产出缺口连续八年上升



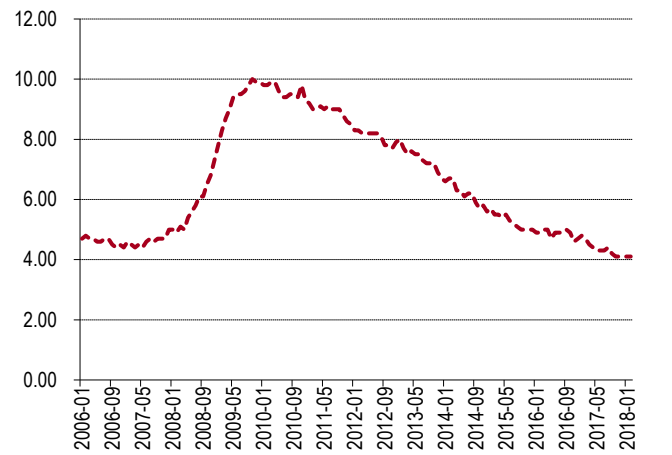
资料来源：万得数据及中银证券

#### 3.2 当前劳动力市场活跃

里根时期失业率迅速攀升，而目前失业率接近自然失业率。里根时期失业率持续走高，1981年，里根刚上台时，美国失业率高达 7.5%，而 1982 年底飙升至最高为 10.8%，失业率的上升与产出缺口负值拉大同步。当前，非农新增就业稳定在 15 万人以上，失业率自 2009 年以来逐渐降低，目前已至 4.1% 左右，劳动力市场已接近充分就业。

**图表 17. 里根上任初期失业率持续走高**


资料来源：万得数据及中银证券

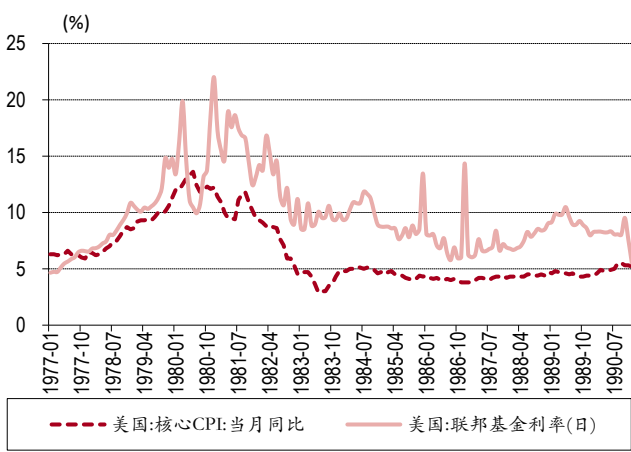
**图表 18. 目前失业率接近自然失业率**


资料来源：万得数据及中银证券

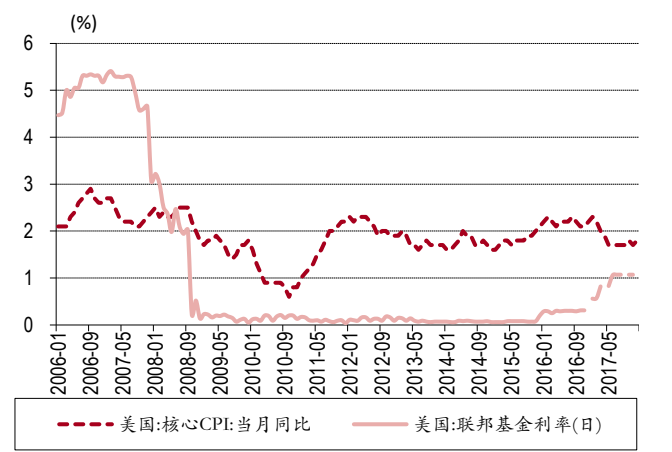
### 3.3 当前通胀压力不大

里根上任初期的通胀压力远高于目前。里根上任前，由于第二次石油危机物价迅速上涨，而扩张的财政政策更是在通胀问题中火上加油，核心CPI在1980年6月达到最高点13.6%。此时，通过限制货币供应量增速以控制通货膨胀，成为当务之急。自1981年3月至1981年7月，美联储将联邦基金利率从13%升至22%，五个月时间内升息900个基点以应对走高的通胀压力。

而目前CPI维持在2%左右，物价水平稳定。货币政策调整的目的主要在于恢复次贷危机后利率极低的状况，逐步回归自然利率，防范资产价格泡沫等风险，为未来货币政策留下操作空间。当前美国经济稳步复苏，劳动力市场逐步改善，加息的节奏取决于通胀数据的表现，属于调节性的加息方式。EIA最新数据显示，截至4月13日当周，美国原油库存减少107.1万桶至4.276亿桶。4月19日布伦特原油价格为74.02美元/桶，主要受美英法联合攻击叙利亚所致，导致短期石油看涨。未来石油能否持续上涨仍要观察供需基本面，因此物价水平上涨将较为温和。

**图表 19. 里根上任初期 CPI 高企**


资料来源：万得数据及中银证券

**图表 20. 目前 CPI 维持目标值 2%**


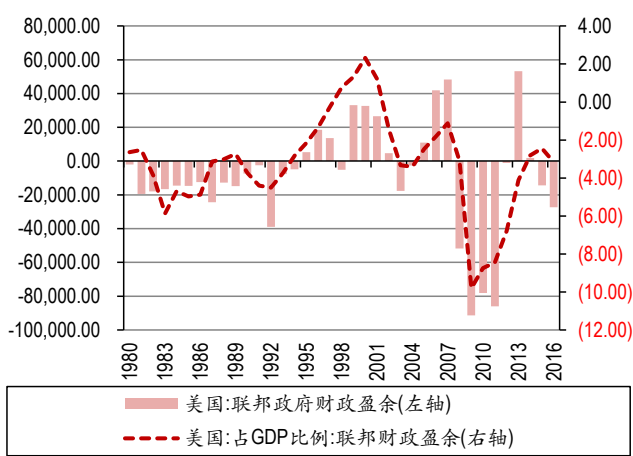
资料来源：万得数据及中银证券

### 3.4 当前政府举债能力有限

当前财政赤字率与里根上任初期相近，但国会对财政赤字容忍度下降。当前美国的财政赤字率与里根刚刚上台时相近，都在 2.5% 左右。但经历了奥巴马政府接近 11% 的赤字率后，国会对财政赤字的容忍度将更低，也进而限制特朗普政府大规模扩大赤字进行财政刺激的可能。

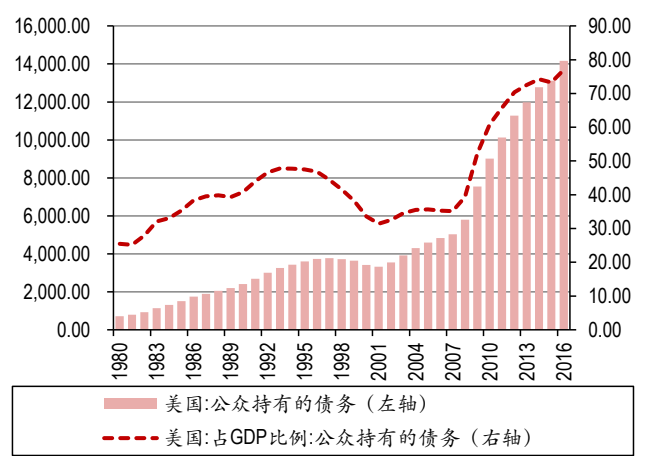
当前政府的举债能力较里根政府时期已经大幅减弱，依靠联邦政府举债支持财政赤字更为困难。从民众持有债务比例看，已经从 1980 年的 25% 升至当前的 77%。从联邦政府负债率来看，截至 2016 年 9 月 30 日，美国政府持有的资产约为 3.5 万亿美元，负债为 22.8 万亿美元。同时，面向公众的那部分债务占 GDP 之比升至 77%，处于战后高位。这意味着，依靠联邦政府举债来支持减税与基建计划，变得更加困难。

图表 21. 目前美国从巨额财政赤字中恢复



资料来源: 万得数据及中银证券

图表 22. 公众持有的债务逐年升高



资料来源: 万得数据及中银证券



## 4. 时政利病：特朗普政策的措施

图表 23. 政策比较

里根	特朗普
1.福利支出方面，削减社会福利支出，进行社会保险改革。	1.在 2018 年中期选举前，特朗普政府削减福利开支的措施或难以成行
2.军费开支方面，提出“星球大战计划”。	2.“1.5 万亿基建计划”将使财政开支大大增加。
3.两阶段税制改革，减轻税赋。减轻企业与个人税负，控制预算，税制改革。	3.目标在于为中产阶级减税、降低企业税、美国企业的海外利润回流。
4.放松金融管制，废除 Q 条例，实行利率市场化	4.放松能源监管，尤其鼓励传统能源产业的发展。并且可能调整《多德-弗兰克法案》，以期减少监管。
5.固定货币供应量增速，调节通货膨胀。	5.目前通胀符合目标，预防性加息，全年至少加息三次。

资料来源：中银证券

对比里根政策组合所要解决的是严峻的经济滞涨问题，特朗普的政策组合目的在于改善美国在全球经济地位，在于“Make America Great Again”（使美国再次伟大）。因此，虽然均基于供给学派理论，政策组合相似，但从政策力度与政策细节来看大相径庭。下面将从税改、财政支出、去监管与货币政策四方面进行分析。

### 4.1 税改方面

2017 年 12 月 22 日，《减税与就业法案》最终获得特朗普签字，2018 年得以落地。特朗普税改方案主要集中于个人所得税、企业所得税、跨境税制等方面，目标在于为中产阶级减税、降低企业税、美国企业的海外利润回流，从而重塑美国市场尤其是制造业在全球的竞争力。

在个人所得税方面，边际税率下调较小。原因在于美国的税收结构以个税占主体，接近 50%；而企业所得税占联邦税收比重约 9%，因此企业税收更具备下调可能，并且增加企业投资更符合特朗普振兴制造业的目标。如果通过减少个人所得税，激励个人提高劳动生产力，同时以收入提高刺激消费，那么杠杆消费会被抬高，贸易赤字容易被扩大。

在企业税收方面，将原来 35% 的税率降低到了 21%，可降低企业所得税约 1200 亿美元/年，直接增厚企业利润，其中高有效税率板块如能源、电信、零售，盈利增厚的弹性更大，提振幅度或高达 20 个百分点。并且因未来 5 年厂房和设备投资全面费用化政策，高资本开支板块如能源、公用事业、电信、交运、汽车、以及科技公司，将实质上降低税负，增厚利润，同时鼓励未来投资。

在跨境税制方面，对股息所得从全球征税的“属人原则”转变为“属地原则”。对来自海外的股息所得 100% 免税，美国企业的海外利润只需要在利润产生的国家缴税，而无需再向美国缴税；对过去的海外利润一次性征收利润汇回税，有利于资本流入美国。

**图表 24. 特朗普政府税改版本更迭**

税种	分项	最终版本	原税制	参议院版本	众议院版本
分级税率		七档：10%、12%、22%、24%、32%、35%、37%	七档：10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6%	七档：10%、12%、22%、24%、32%、35%、38.5%	四档：12%、25%、35%、39.6%
		最高税率适用于年收入 50 万美元以上单身者和 60 万美元以上的家庭联合申报者 (2025.12.31 到期)	最高税率适用于年收入 41.84 万美元以上单身者和 47.07 万美元以上的家庭联合申报者	最高税率适用于年收入 50 万美元以上单身者和 100 万美元以上的家庭联合申报者 (2025.12.31 到期)	最高税率适用于年收入 50 万美元以上单身者和 100 万美元以上的家庭联合申报者
个人	遗产税	保留遗产税，起征点提高至目前两倍 (2025.12.31 到期)	起征点为 5,490,000 美元	保留遗产税，起征点提高至 10,000,000 美元 (2025.12.31 到期)	起征点提高至 10,000,000 美元 (2024.12.31 后取消遗产税)
	医疗开支抵扣	2016.12.31-2018.12.31，医疗费用超过收入的 7.5% 时提供医疗抵扣； 2019.1.1 后，提高为超过 10% 时提供医疗抵扣	医疗费用超过收入的 7.5% 时提供医疗抵扣；	2016.12.31-2018.12.31，医疗费用超过收入的 7.5% 时提供医疗抵扣； 2019.1.1 后，提高为超过 10% 时提供医疗抵扣	取消医疗抵扣
	奥巴马医保强制个人参保	取消 (2019 年生效)	未参加医保的个人需要交纳税收罚款	取消 (2019 年生效)	未提及
	个人商业收入税	对企业所获收入的低于 315,000 部分提供 20% 的税收减免 (2025.12.31)	按个人所得税纳税	个人服务税率 38.5% (2025.12.31)	被动收入税率：25% 主动收入税率：35.22% 个人服务收入税率：39.6%
企业	企业所得税	21% (2018 年生效)	35%	20% (2019 年生效)	20% (2018 年生效)
	投资成本费用化	允许企业立即折旧新设备的全部成本 (适用于 2017.09.27 投入使用设备)	按照普通折旧法或替代这就发对投资成本进行折旧	至少在 5 年内 100% 费用化 (适用于 2017.09.27 投入使用设备)	短期投资设备可在 5 年内 100% 费用化 (适用于 2017.09.27 投入使用设备)
	利息税收抵扣	总收入超过 25,000,000 美元的企业，限制利息支出抵扣在 EBIT 的 30% 以下	按实际发生利息抵扣	总收入超过 15,000,000 美元的企业，限制利息支出抵扣在 EBIT 的 30% 以下	总收入超过 25,000,000 美元的企业，限制利息支出抵扣在 EBIT 的 30% 以下
跨境	境外所得税	属地税制，美国拥有 10% 股份的公司海外股息和红利遣返时无需缴纳	全球征税制，用境外税收抵免双重税收	属地税制，美国拥有 10% 股份的公司海外股息和红利遣返时无需缴纳	属地税制，美国拥有 10% 股份的公司海外股息和红利遣返时无需缴纳
	海外利润汇回税	现金及等价物税率：15.5% 非流动性资产税率：8%	未税海外利润汇回美国需缴纳 35% 的企业所得税	现金及等价物税率：14.5% 非流动性资产税率：7.5%	现金及等价物税率：14% 非流动性资产税率：7%

资料来源：美国国会、众议院规则委员会及中银证券

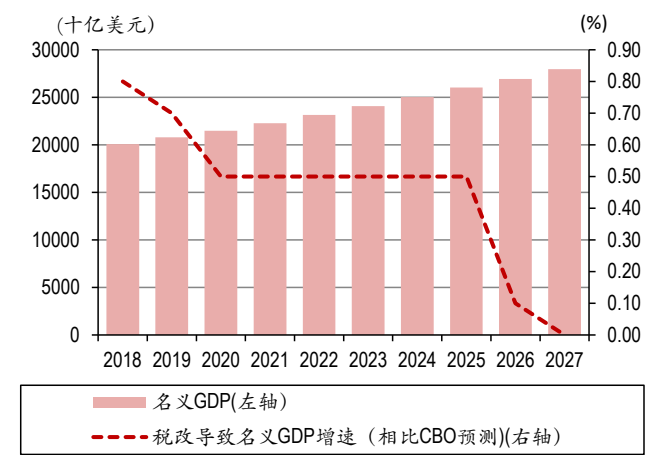
**税改最终的实施效果，与货币政策的松紧密切相关。**一般说来，需要低利率的环境，使税改发挥更大的作用。从里根的两任任期中不同的货币政策对税改效果的影响可以看出，大幅加息会使税改效果大打折扣。里根第一任期时，为了治理高通胀问题，美联储主席沃克尔将利率从 1979 年 8 月的 11% 迅速拉升至 1980 年底的最高点 22%。由于高利率带给投资的挤出效应，减税并没有显示出应有的效果，GDP 持续走低至 1983 年 3 月触底，失业率持续走高至 1982 年 12 月探顶。自第二任期开始，逐渐宽松的货币政策才为税改创造了适宜的条件，帮助美国经济走出滞涨。

**我们认为税改在未来 1-3 年内对经济的提振作用比较显著，**企业投资对经济的边际拉动增加，但从长期来看不能持久。在短期，2018 年税改效果在渐进式加息的影响下，会有微弱抵消，但即使今年美联储加息达到四次（每次按 25bp 计算），基准利率将在 2.23-2.5% 范围内，利率水平并不算高。在 2018 年处于中低利率环境下，税改不会因此大幅减少对经济的刺激作用。而在中长期而言，考虑到特朗普还提出将提高国防支出以及大规模建设基础设施，很有可能导致政府债务规模扩大，**在政府和企业争夺资金的情况下，可能会推高利率，提高企业融资成本，从而抵消减税的刺激投资作用。**

税改是否能达到“中性预期”依赖于未来经济增长与税基扩大情况决定，2019年到2022年财政赤字情况可能加大。从里根经验来看，在第二任期实现财政预算平衡，主要依靠的是大幅削减所得税优惠的措施，包括取消此前实行的投资税收抵免政策，以及延长固定资产折旧的年限等。而目前的税改政策属于全面减税，主要依靠经济增长带动税基扩大。其理论基础是供给学派的所谓“拉弗曲线”。拉弗曲线讲述的是，在税收过高情况下，通过减税刺激投资，从而促进经济增长，从而扩大税基，因此短期财政收入减少，赤字增加；中长期因税基扩大，财政收入相应增加，从而弥补财政赤字。但拉弗曲线并没有被实证证明过。因此特朗普税改后是否能达到平衡赤字的目标，还需依赖于经济的增长程度。

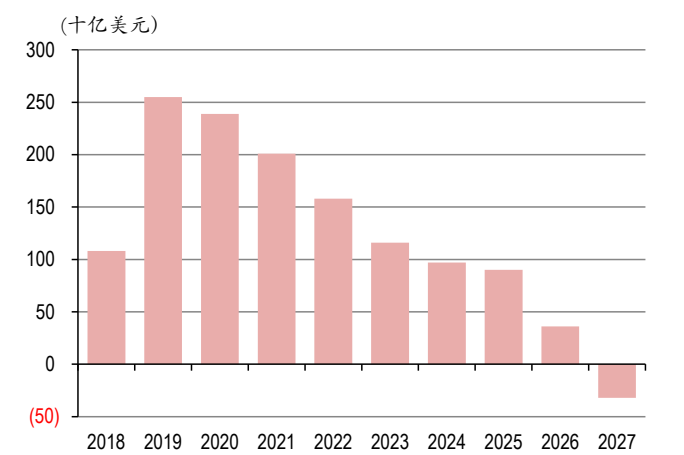
特朗普税改的一大目标在于吸引境外资本回流，在国内投资以创造更多的就业岗位，这个目标的实现程度可能低于预期。美国原税制是属人税制，将本国居民（以及公民）个人和企业在全球范围内的所得都纳入征税范围，同时允许这部分所得推迟到汇回时交税，并且没有制定严格的反避税措施。然而在企业税收减免以及跨境资本一次性扣税等优惠政策下，资本回流进入投资的规模是否能达到预期，仍然存疑。即使不考虑美国减税可能会引起其他国家竞争性减税的情况，爱尔兰等国的公司所得税法定税率目前已经低于15%，同时许多跨国企业通过采取各种避税手段，已经把海外经营的所得税负降至10%以下，此时美国的企业所得税很难吸引大量资本回流。而且由于缺少投资机会，回流的大部分资金将用于回购本公司股票，而不是用于新的投资。由此可见，吸引海外投资回流及促进国内投资，关键靠国内投资机会和投资收益，减税能够起到的作用并不十分乐观。

图表 25. 税改对 GDP 增速影响估计



资料来源：美国税收财政中心及中银证券

图表 26. 税改对财政赤字影响估计



资料来源：万得数据及中银证券

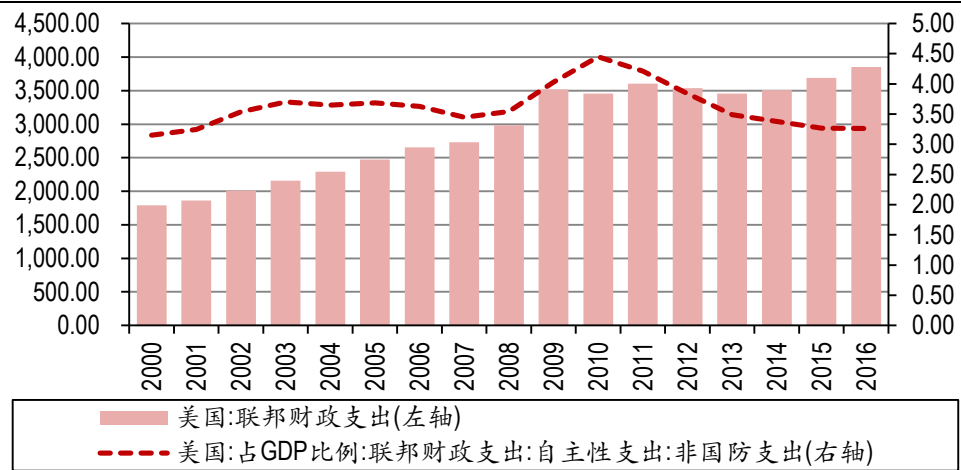
## 4.2 财政支出方面

与里根在财政方面努力减少支出、平衡预算不同的是，特朗普政府由于推出了“1.5万亿美元基建计划”，使得财政平衡愈加困难。

目前的节流努力主要在非国防支出方面。过去七年，美国非国防支出已经削减了13%。2018年2月12日美国白宫公布了2019财年共计4.4万亿美元规模的年度预算，在2019年以后，非国防类国内开支每年减少2%。包括为老年人、重病患者等提供医疗保险，与气候变化相关的环境保护研究开支等，都将被大幅削减。与此同时，为国防开支提供高达6860亿美元预算，规模创2010年以来新高。防卫计划将用于增强美国武装力量、导弹防御和战备等，以增加美国核能、航空和网络空间的实力。在边境安全方面，白宫预计在2019财年投入230亿美元，其中180亿美元用于修建美国与墨西哥的边境墙，剩余用于扣留无证移民以及招募海关和移民工作人员。

与此同时，“1.5万亿美元基建计划”将使财政开支大大增加。2017年特朗普竞选时提出“1万亿美元基建计划”；同年5月，2000亿美元基建计划投资被写入白宫2018财年预算，其中分配到2018财年的额度约500亿美元。我们预期特朗普政府将在2018年将焦点转向基建计划的落地。2018年1月31日特朗普在国情咨文中进一步扩大规模，提出“1.5万亿美元基建计划”愿景。2018年2月12日，白宫正式发布1.5万亿美元基础设施建设计划，旨在使用2000亿联邦基金撬动1.3万亿地方政府财政支出而私人投资。该计划的四个目标包括：刺激1.5万亿美元的基础设施投资；将审批过程缩短至2年；进行农村基础设施投资；改进劳动力培训工作。未来十年联邦政府2000亿美元投资分配为：（1）1000亿美元的激励机制，以匹配和撬动地方政府和私人部门的投资；（2）500亿美元投资农村农村基础设施，包括宽带互联网；（3）200亿美元投资于有商业转化价值的革新工程，比如修建高速铁路隧道；（4）140亿美元用于增加联邦补助资金，以通过联邦信贷计划支持基建投资；（5）100亿美元用于设立联邦周转基金，以支持购买、建设、翻修联邦土地。白宫表示2000亿元联邦支持资金将来自对未得到有效利用的现有项目的削减。

图表 27. 近年财政支出逐渐上升，非国防支出相对下降



资料来源：万得数据及中银证券

### 4.3 去监管方面

特朗普政府着手放松能源监管，尤其鼓励传统能源产业的发展；在金融监管改革方面，仍面临不确定性。

在能源监管方面，特朗普对能源方面的放松监管大体与里根政府时期相一致。比里根政府主张取消尼克松时代对国内石油和天然气的价格管制，特朗普主张：（1）减轻对价值5000亿美元的美国能源储备生产活动所采取的限制，包括页岩，天然气，清洁煤；（2）减轻奥巴马和克林顿对能源基建项目所采取的限制。

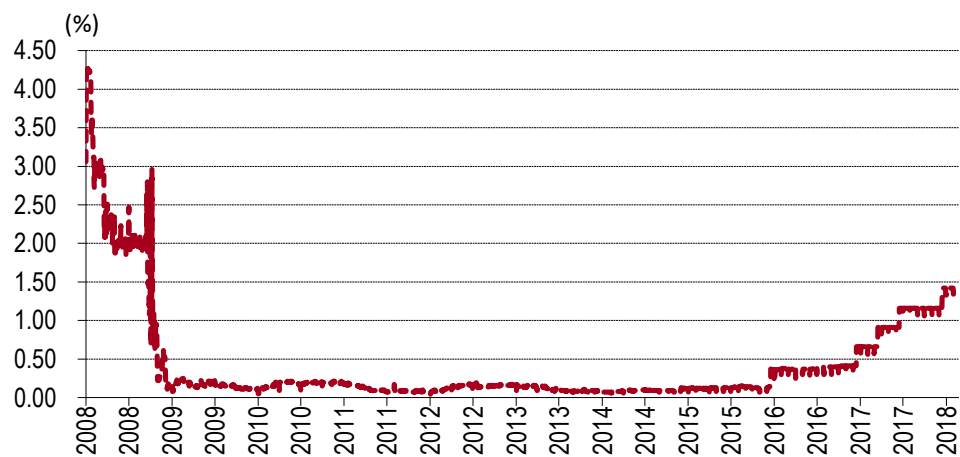


在金融监管方面，特朗普政府与里根政府的放松监管政策有所不同。里根政府的去监管政策主要在利率方面。1982年颁布《加恩-圣杰曼存款机构法》，废除“Q条例”，从而全面实行利率市场化，实现了金融产品自由定价。特朗普政府可能调整《多德-弗兰克法案》，以期减少监管。《多德-弗兰克法案》是针对2008年美国金融危机提出，被认为是“大萧条”以来最全面、最严厉的金融改革法案，以限制金融行业的系统性风险。特朗普多次表达调整甚至废除该法案意图，以实现放松市场环境。至目前为止，放松金融监管的最新进展如下。2018年2月3日，特朗普签署行政命令，要求财政部长在120天内提交对美国现有金融系统监管法案是否符合核心原则（Core Principles）的审查报告，意味着特朗普可能对Dodd-Frank法案进行修改。同日，特朗普签署总统备忘录，要求劳工部重新审查Fiduciary Duty Rule的影响，包括该规则是否导致美国退休账户投资者获取的信息及金融服务减少。从未来看，可能发展的方向有如下三点。一是削弱消费者金融保护局（CFPB）。共和党认为消费者金融保护局的权限过大、对金融机构监管过严。因此，未来CFPB或受到明显的削弱。二是削弱甚至废除Volcker规则。禁止自营和投资对冲基金及私募股权使得银行失去一个重要利润来源，也对市场流动性造成一定负面影响。在Choice Act中，共和党议员Jeb Hensarling已经提出要求废除Volcker规则。因此不排除Volcker规则未来或面临被削弱甚至废除的可能性。三是废除“勤勉原则”。保险公司以及投资顾问抱怨“勤勉原则”会导致过高的合规成本。鉴于特朗普已经要求劳工部重新审视勤勉原则，该原则未来或将面临一定废除可能性。

#### 4.4 货币政策方面

不同于里根政府所面临的高通胀环境，目前通胀符合目标，将在2018年攀升，并在中期内持稳在2%附近。全年可能加息3—4次。和以往美联储加息节奏不同，本轮加息并不是看到了经济过热和资产泡沫，而更多的是预防性加息。在2008年次贷危机以后，美联储采取了三轮QE来刺激经济，联邦基金利率一直处在0.1%左右的低位。本轮的加息与缩表是货币正常化的需要，来为以后的货币政策留下操作空间。相应的，本轮加息节奏也不是既定的，而是由经济数据走势决定的。这种渐进式加息的幅度是远弱于里根时期的紧货币政策的。值得注意的是，减税与基建政策可能会带来通胀上行风险，从而加快加息节奏。

图表 28. 渐进式加息



资料来源：万得数据及中银证券



#### 4.5. 贸易战

特朗普政府贸易政策 2017 年以“退”为主，2018 年转守为攻。纵观特朗普上任以来的贸易举措，由于 2017 年重在“医改”及“税改”“双改”上，贸易方面主要以“退”为主，除在特朗普上任后火速“退群”跨太平洋伙伴关系协定（TPP）外，在其他方面并没有取得太多实质性进展。但从美国启动的各项安全保障调查以及在 NAFTA 和美韩自由贸易协定重谈中的强硬态度中可以窥见，美国贸易保护主义升温趋向时隐时现。进入 2018 年，美国贸易保护主义迅速升温，转“守”为“攻”，表现在 2017 年启动的多项安全保障调查措施的迅速落地（以单边征收高关税为主要形式），同时伴随着新调查措施的陆续启动，预期 2018 年美国贸易保护步伐将加快。

**如果贸易保护主义在全球范围内泛滥，以下各方可能会成为最大输家：**

- 1) 对全球贸易依赖程度较高的国家。那些高度依赖出口的经济体，在其它国家提高进口关税的时候，就会受到较大的打击。一般来讲，小国家对进出口贸易的依赖程度比较高，比如韩国、荷兰都是这样的国家。对发达经济体进口比较依赖的新兴经济体，比如墨西哥。
- 2) 对国外收入依赖程度较高的行业。贸易保护主义对出口型行业的打击是非常大的，甚至是毁灭性的打击。比如，美国超过一半的行业的收入都来自于美国以外的市场。但是依赖国内收入的基础设施和金融行业受到的影响则会比较小。
- 3) 拥有全球供应链的跨国公司。那些把产品销售到其它国家的公司对其它国家的市场依赖程度是比较高的。

## 5. 风行草从：特朗普政策的影响

### 5.1 对美国的影响

#### 5.1.1 税改效果短期显著

我们预期在未来 1~3 年税改效果显著。依经济学理论看来，短期内减税会促进经济增速回升，实际上，里根和小布什的减税也的确起到了拉动经济的回升的作用。这两个阶段美国经济分别处于滞胀和互联网泡沫破灭之后，减税促进了经济反弹。1982—1986 年，美国联邦财政收入占 GDP 比重从 18.6% 降至 17.0%，而 GDP 增速则从 -1.9% 反弹至 3.5%。而 2002—2004 年，美国财政收入占 GDP 比重从 17.0% 降到 15.6%，GDP 同比增速也从 1.8% 升至 3.8%。

然而减税也不是经济的万能灵药。作为宽松财政的刺激措施，一方面，在政府和企业争夺资金的情况下，企业的融资成本将会提高，从而抵消减税的刺激投资作用。另一方面，政府的赤字和债务攀升，若如果不削减政府开支，那么必然导致赤字高增，最终政府债务规模增加，甚至不得不重新加税。

中长期来看，税改是否能达到“中性预期”有待观察。该项政策的理论基础“拉弗曲线”是否成衡量，取决于多方面的复杂因素，减税与增长并不是简单的因果关系。当税率在一定的限度以下时，提高税率能增加政府税收收入，但超过这一的限度时，再提高税率反而导致政府税收收入减少。比如，更低税率未必会导致企业加大投资，而是将资金投入金融市场，这未必有助于实体经济增长，反而制造泡沫。而且美国在上世纪 80 年代的减税政策，虽然改善了“滞胀”，但却出现了巨额财政赤字。所以，如果拉弗曲线所描述的减税导致税基扩大未能出现，减税很可能达不到目的，中长期财政收入波动可能令政府停摆风险概率增大，减税政策也很可能进一步加大贫富分化。

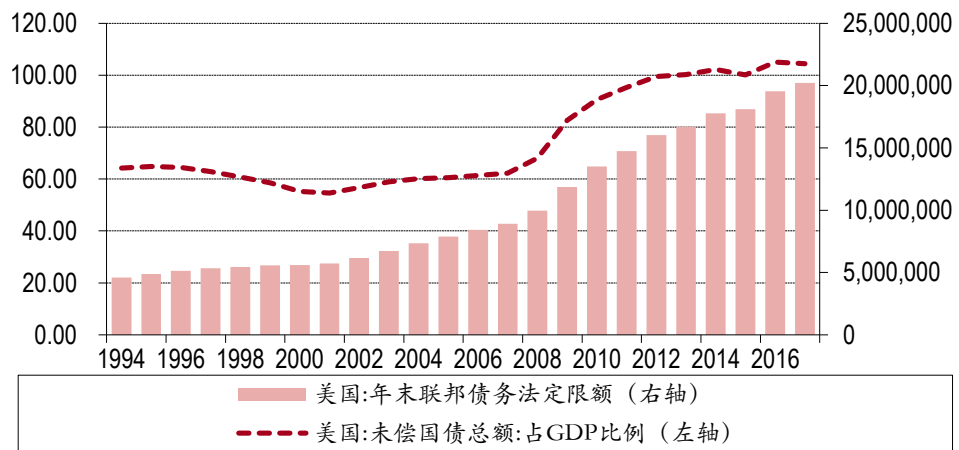
#### 5.1.2 财政赤字

根据已通过的预算决议与 2019 财年预算计划，预计联邦政府赤字将大幅度上升，政府与社会争夺融资机会或将导致利率有上行风险。

2018 年 2 月 9 日通过的预算决议，将在如下两方面影响财政赤字。一方面，同意暂停联邦债务上限一年，到 2019 年 3 月不再考虑债务上限问题。另一方面，未来两年将额外增加 3000 亿美元联邦支出。美国联邦预算委员会估计，此项法案在今后十多年内会让美国财政赤字增加 4200 亿美元。

同日通过的 2019 财年预算计划，总规模达 4.4 万亿美元，占美国 GDP 比重 21%。2019 年预算计划导致预计财政赤字几乎翻倍。根据白宫预算计划预计，十年期预算赤字为 7.095 万亿美元，相比之前预计 3.15 万亿美元；2018 财年赤字为 8730 亿美元，之前预计为 4400 美元；2019 财年预算赤字 9840 亿美元，之前预计为 5260 亿美元。

特朗普政策组合中，对财政赤字影响最大的是税改与基建政策。税改意味着财政收入的减少，基建则意味着财政支出的增加。根据 CBO（美国国会预算办公室）的测算，税改可能会给美国带来 1.5 万亿美元的赤字。而基建在未来十年将带给联邦政府 2000 亿美元赤字。

**图表 29. 未偿债务占 GDP 比例逐年上升**


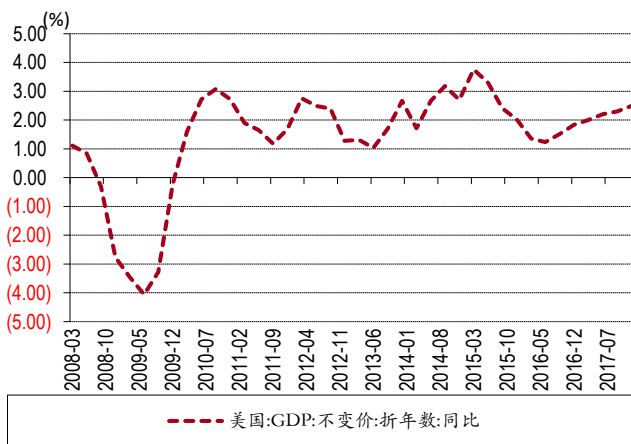
资料来源: 万得数据及中银证券

### 5.1.3 股市表现

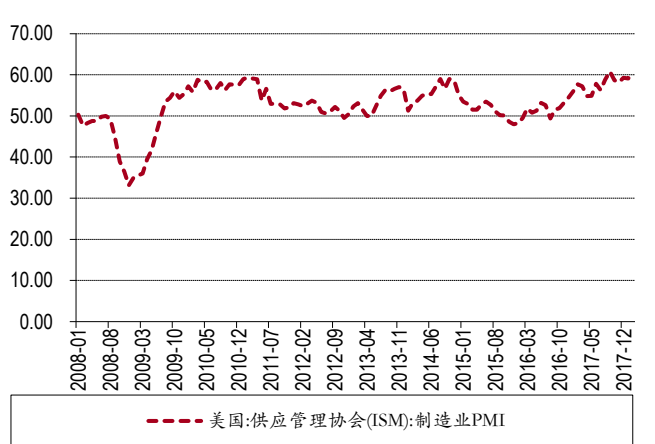
自 2016 年下半年开始, 美国 GDP 增速持续上涨, 自 2016 年第二季度同比 1.2% 上升为 2017 年第四季度同比 2.5%。同时制造业 PMI 指数稳步上涨, 相比 2016 年, 已增长约 20%。美国的经济基本面表现出强劲态势。

在基本面向好与税改基建双重刺激下, 国际资本加速流入美国, 因而美国明晟指数逐渐走高, 相对而言新兴市场 MSCI 表现略有回调。随着近期公布的美国通胀数据好于预期, 以及美联储官员陆续向市场表达了对美国经济增长和通胀回升的信心, 传递出 2018 年加息 3—4 次的信号, 市场开始对美联储加息预期进行修正, 并由此引发了春节假期以来全球市场动荡。

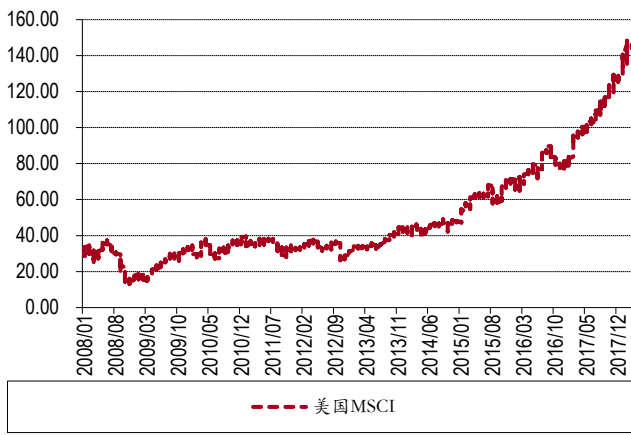
在历史研报《美国资产价格是否存在泡沫》中, 我们已经指出美国股市存在泡沫风险, 是由证券化率偏高、估值高于历史估值、美国股市估值高于其他国家股市三方面作出的判断。未来股市受盈利驱动和特朗普税改利好的带动, 短期内仍将维持牛市。但在未来加息缩表的双重影响下, 无风险利率将进一步抬升, 流动性必然趋紧, 这种趋势不利于估值扩张。

**图表 30. 2016 年以来美国 GDP 持续上升**


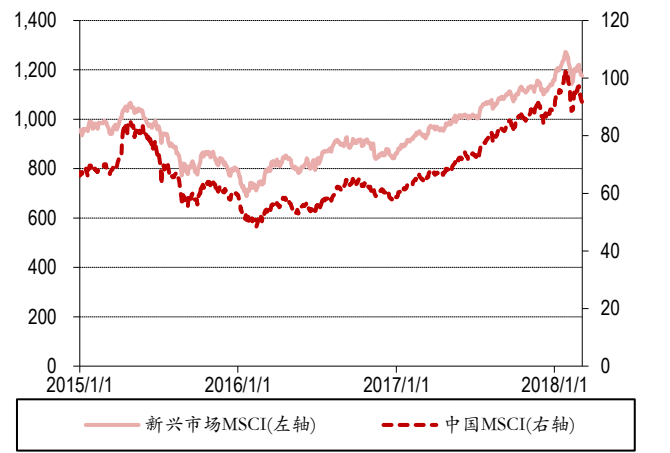
资料来源: 万得资讯及中银证券

**图表 31. 2016 年以来美国制造业 PMI 持续走高**


资料来源: 万得资讯及中银证券

**图表 32. 次贷危机以来美国 MSCI 持续上涨**


资料来源: Bloomberg 及中银证券

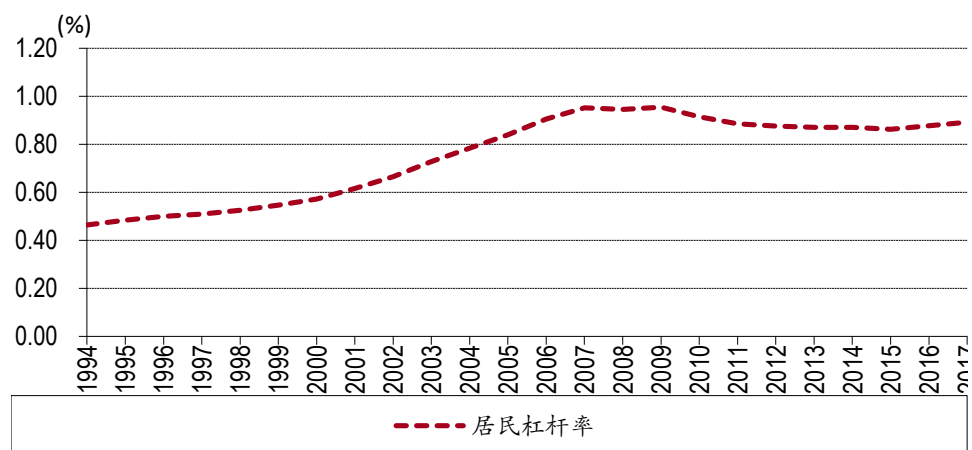
**图表 33. 2018 年 2 月起新兴市场 MSCI 略有回调**


资料来源: Bloomberg 及中银证券

### 5.1.4 楼市表现

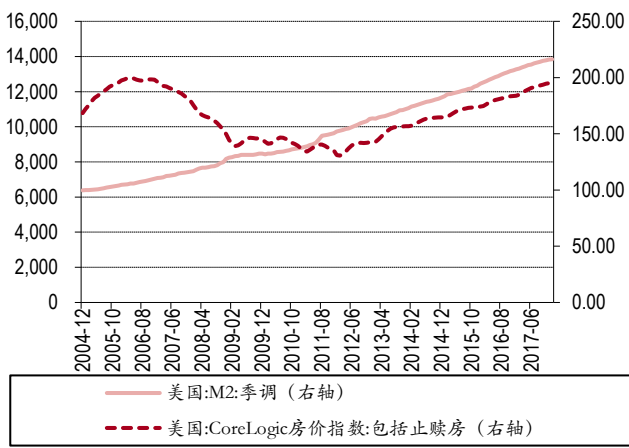
次贷危机以来宽松的货币政策环境为楼市的高涨提供了宏观背景，美联储开启的降息与四轮量化宽松为房价走高提供了充足的流动性。自上世纪 70 年代以来，美国房价与 M2 走势一直高度相关，两者相关系数高达 0.88。

我们判断美国楼市短期内稳中有升。美国楼市目前仍处于相对健康状态，尤其是在美国经济持续复苏的大背景下，房地产基本供求关系在短期内仍然是供不应求，因此我们判断美国楼市在短期内仍保持稳中有升的态势。未来房价仍然稳中有升的重要原因在于美国楼市杠杆率的下降，即便认为楼市估值较高，当前也并不存在因高杠杆而导致泡沫破裂的风险。家庭负债率、抵押贷款的不良贷款比例和丧失赎回权贷款的比率均处于历史低位，并且三项比例自 2009 年以来就持续下降。这也意味着美国楼市价格仍然大概率具有上涨的空间。根据“美国居民信贷市场未尝债务/美国 GDP”的居民杠杆率指标，2009 年该美国居民部门的杠杆率达到 95.448% 的极值水平，后逐年回落，近年趋于稳定，截至 2017 年，该指标数据为 89.229%，仍低于危机前水准。

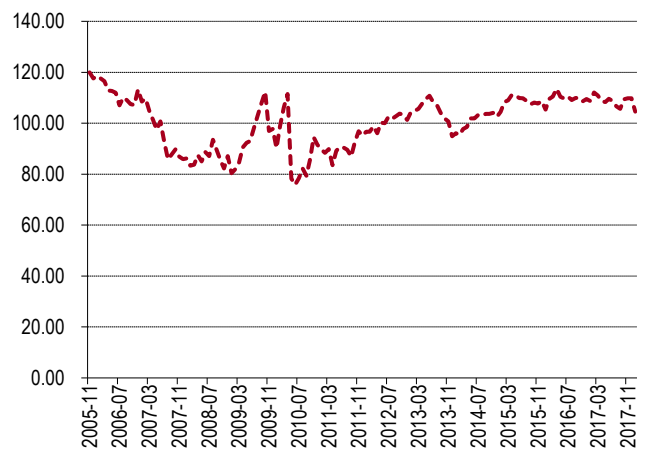
**图表 34. 居民杠杆率**


资料来源: 万得数据及中银证券

楼市未来的主要风险点在于加息与缩表的进程。历史上多次经济危机均与加息造成的地产泡沫破灭有关。而从今年年末开始，美联储正式开启货币政策正常化进程。在未来几年，缩表与加息的叠加造成的流动性收紧或许是房地产市场的最大变数。

**图表 35. 房价指数随 M2 增加而上扬**


资料来源：万得资讯及中银证券

**图表 36. 成屋签售指数略有下降**


资料来源：万得资讯及中银证券

### 5.1.5 债市表现

美联储货币政策正常化主要包括两个方面：一是提升基准利率，二是收缩资产负债表。加息和缩表都是货币政策紧缩工具，两者的差异在于加息是价格型工具，缩表是数量型工具，它们分别通过“价”、“量”影响市场资金面。短期利率的升高，加息节奏的加快能够推动长期利率的上扬，但传导效果的强弱需要由市场反应决定。在缩表方面，美联储资产负债表中资产端构成主要是美国中长期国债和 MBS。持有美国国债规模为 2.46 万亿美元，占比 55.2%。持有 MBS 规模为 1.78 万亿美元，占比 39.3%。这些资产的久期都非常长，因此缩表将直接影响长期利率，推动长期利率攀升。

从长短期利率走势来看，由于过去美联储的零利率政策，长短期利差几乎接近于长期利率。而自 2016 年年初开始，加息直接作用于短期利率，利差有收窄迹象。2017 年第四季度开始，美联储确定了缩表进程，长期利率中开始包含缩表预期，因此利差随长期利率走高而大幅攀升。目前利差的走高，是对未来加息缩表预期的反应。

根据美联储预测，联邦基金利率在 2018 年达到 2.1%，在 2019 年达到 2.7%，在 2020 年达到 2.9%。预期十年期美债利率峰值 3.3%。年初以来，美债收益率大幅攀升，10 年美债最高到 2.95%，目前回落在 2.84% 左右。预期未来利率仍将上行，十年期美债利率峰值到达 3.3%。

**图表 37. 长短期利差上扬**


资料来源：万得数据及中银证券



## 5.2 对中国的影响

### 5.2.1 经济增长

特朗普的政策对于中国经济增长的影响相对复杂。

一方面，**特朗普的税制改革随着美国经济稳健增长而出现**。我们认为特朗普政府有意通过税制改革进一步加速美国经济增长。这与罗纳德·里根和乔治·布什的税制改革不同，后者旨在应对经济增长的减速。此外，美国政府的债务现在远高于里根和布什政府的水平。现在财富分配比里根和布什政府的分配更加不平衡。我们认为，**尽管特朗普的税制改革至少在短期内将推动美国经济增长，但其对中长期增长和资产价格的影响可能会更加复杂**。而美国的需求扩张有望增加美国的进口。2017年年，中国对美出口占中国整体出口的19%，如美国进口增长，将对中国出口产生积极影响。

另一方面，特朗普的贸易政策指向收窄美国贸易逆差，而中国则是其针对的主要对象之一。2018年3月以来，特朗普先后基于“232调查”和“301调查”，计划对中国出口美国约500亿美元的商品加征关税。中方强硬回应，贸易摩擦风险上升。

**从贸易结构分析，中美经济互补明显，全面贸易战是双输行为**。从历史看，历史上美国曾5次对中国发起“301调查”，最后均以双方达成协议告终。而从中国近期的态度看，在对贸易摩擦保持强硬回应的同时，依然秉持了加大对外开放的一贯态度。对当前中国而言，考虑到进口对资本存量和全要素生产率的正面作用，贸易规模远比贸易顺差重要。基于以上因素，我们认为，在最终正式加征关税前，双方达成妥协的可能性较大，贸易摩擦难以升级成全面贸易战。当然，对经济的短期冲击难免。

### 5.2.2 资本跨境流动

我们认为特朗普税收改革对中国资本流动的影响可能会比目前的悲观预期更好。受国内经济增长复苏和通胀/利率反弹的影响，**中国的资本外流短期内可能会被向内流取代**。

中国的资本流出压力近年来上升。我国经历了自2014年至2017年的资本外流，这是中国开始报告相关季度数据以来最长的一次周期。累计净流出量为1.6万亿美元。自2014年以来，中国经济增长减速，而美国增长恢复，缩小了两国间的增长差距。这是造成持续资本外流的主要原因。另外，中国2014年11月开始降低基准利率，而美国2015年开始加息周期，这也导致了资本从中国流出。在这种情况下，人民币贬值预期得到加强，全球范围内风险偏好急剧下降。

**然而随着中国经济增长企稳，其流出压力显著放缓，中央银行提高了OMO利率，引导市场利率走高，人民币贬值预期消退**。

在美联储近期进行的“加息+税改”的政策刺激下，各方机构均预测美国将吸引大量海外资本回流，一方面是留存在海外的跨国企业利润，一方面是追求高收益的投资资本。而**中国资本流动情况预计短期内受此番特朗普政策影响不大，理由如下**：

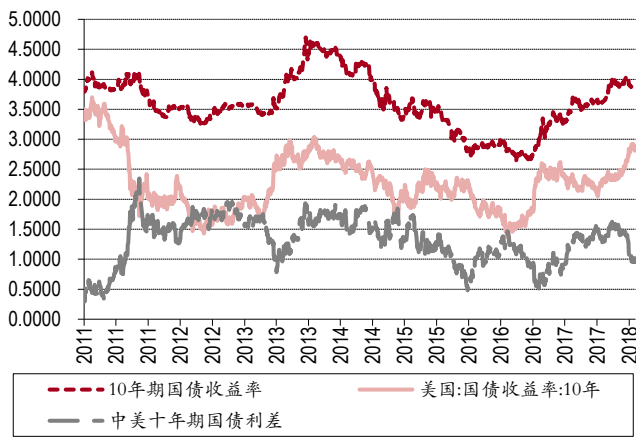
(1) 中美利差维持合理水平。2017年，由于中国国内金融监管加强，中国利率上升明显，中美利差再度走扩。近期，随着美国加息节奏加快，中美利差有所收窄。但目前10年期国债收益率仍有近100BP的利差。从历史看，维持在合理水平。

(2) 对中国经济的悲观预期有所变化。2016年下半年开始，中国经济步入一轮复苏。2017年，全年经济增长6.9%，表现良好。市场对中国经济的悲观预期扭转。

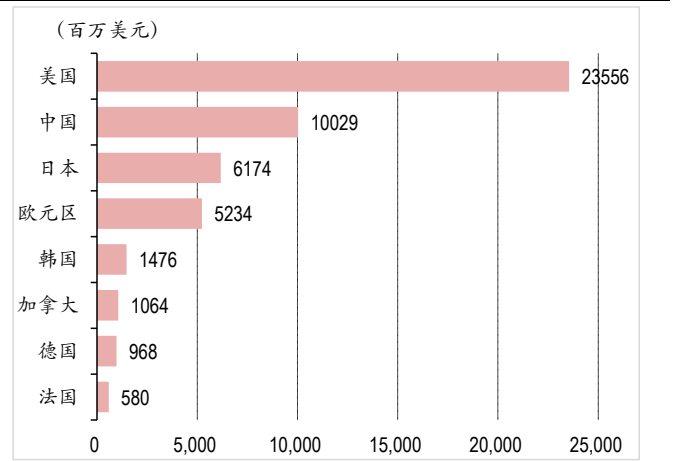
(3) 中国继续对外开放。近年来，中国政府在不同场合表达了继续扩大对外开放的态度。2018年4月博鳌论坛上，中国政府再度列出了放宽市场准入、改善投资环境吸引外资、完善知识产权保护、扩大进口等开放措施。

(4) 人民币汇率强势。2017年以来，随着中国经济增长趋好以及利率上行，人民币贬值预期消退。2018年，在美元走弱背景下，人民币表现强势，也客观上缓和了资本外流压力。

但从中长期来看，伴随着美国制造业的复苏、低赋税等经济环境的改善，在国际资本的争夺上，中国仍可能面临挑战。

**图表 38. 近期中美利差缩窄**


资料来源：万德资讯及中银证券

**图表 39. 美国 2018 年资本净流入剧增**


资料来源：Bloomberg 及中银证券

### 5.2.3 货币政策

对于中国而言，市场预期 2018 年央行至少在公开市场利率上将跟随美联储继续上调。不过，需要指出的是，海外货币政策收紧主要通过资本流动对中国产生影响，而当前人民币汇率处于相对强势，客观上对资本外流压力有所缓和。就境内外利差而言，由于 2017 年境内市场利率的调整远远超过全球市场，应该说国内的利率调整领先于全球货币政策的收紧。目前中美利差仍维持在相对合理水平。因此，国内利率跟随上升幅度空间不大，仍有可能出现类似 2017 年 12 月和 2018 年 3 月那样 5BP 的“小步快跑”操作。相应的，国内利率水平的变化仍主要取决于国内因素。

**图表 40. 人民币汇率表现较强势**


资料来源：万得数据及中银证券

## 6. 总结

第二次石油危机将美国引入经济史无前例的滞涨危机，凯恩斯学派的需求政策面临失效。在此背景下，里根政府成功运用供给学派理论力挽狂澜，带领美国经济走出滞涨。供给学派政策有三个显著特征：去监管、改税制、紧货币，核心思想在于刺激投资，鼓励市场调节经济。

通过对特朗普政策组合的剖析，我们发现其与里根政府的政策组合颇为相似，但所处的经济环境大相径庭，因此施政效果不尽相同。目前产出缺口弥合，劳动市场活跃，通胀上行压力相对较小，经济基本面自次贷危机以来强势复苏强劲。特朗普政府在2017年主要完成了对个人及企业税收减免的政策落地，以促进国内投资及境外利润回流。在2018年，特朗普政府将焦点转向基建计划，同时关注金融去监管和贸易保护方面的政策实施。

由于目前的利率环境仍然宽松，渐进式加息带来的投资挤出压力较小，因此在未来1~2年内，税改与基建政策对经济的拉动作用显著。但是，从长期来看，由于美联储加息缩表导致利率中枢上行，届时可能会抵消减税等政策对经济的刺激作用。

我们认为美国的大类资产将受积极的财政政策与较紧货币政策的双重影响。美国股市短期受税改基建等利好因素影响，将持续强劲；长期受流动性收紧影响，估值承压。美国楼市短期内稳中有升。由于杠杆率下降，目前仍处于相对健康状态，基本供求关系在短期内仍然是供不应求。美国债市未来承压。根据美联储预测，联邦基金利率在2018年达到2.1%，在2019年达到2.7%，在2020年达到2.9%。

在特朗普政策对中国的影响方面，对中国经济增长影响相对复杂，需视贸易摩擦演化结果。而在资本流动方面中国短期压力不大，中长期仍有挑战。由于中国金融监管政策实施，国内利率先于美国上升，美国后续加息对国内货币政策影响有限。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371