

论文 NO. 2018 年 5

发表时间：2018 年 5 月 27 日

## 特朗普税改“冲击波”：经济影响与政策应对

郑联盛

国家金融与发展实验室金融法律与金融监管研究基地 研究员

陈旭

中国财政科学研究院 助理研究员

摘要：特朗普政府的税改是美国政府 1986 年以来最为重要的一次税收改革，其核心内容是降低企业所得税，提高美国企业国际竞争力。特朗普税改具有促进再工业化、缓释政治压力、夯实复苏基础等重要背景，税改从简化税制、降低企业税负和保障家庭收入等领域实施。企业所得税税率从 35% 下调至 21%，对于美国大型跨国公司具有最大的政策红利。特朗普税改对于经济增长具有一定的积极作用，但

是，对于财政赤字和公共债务的影响整体是负面的，未来将在预算和公共债务上限等方面遭遇多重压力。特朗普减税叠加美联储加息、缩表将对世界经济造成新的外溢效应，可能对直接投资、国际资本流动以及税收安排等造成明显影响，对于中国的直接投资、资本流动、汇率稳定、外储安全、金融稳定以及国际竞争力等产生显著影响。反思中国企业税负相对较高的内在根源，审视中国以企业税为支撑的税收收入体系，构建现代财税体系，并全面深化经济体制改革，以市场化改革来缓释外部冲击可能是最优的政策选择。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

特朗普上台后开始推动以企业所得税为主的税制改革。2017 年 12 月 22 日，特朗普签署了由参议院和众议院协商并通过的最终版本税改法案，并于 2018 年 1 月 1 日开始实施。正式实施的《减税与就业法》（Tax Cuts and Jobs Act）最核心的改革是将企业所得税税率从 35% 下调至 21%。此次税改是一次力度较大的财政税收改革，特朗普政府称其为历史上“最大的”减税和税负改革。

特朗普税改主推企业所得税削减，是以推动美国再工业化为目标的。税改实施后税改的减税效应将刺激企业投资和居民消费，有助于拉动经济增长，但会扩大财政赤字，增加债务负担。再加上美联储“缩表”和加息政策的叠加影响，不仅会对美国经济产生重要影响，也会对全球经济产生显著的外溢效应。虽然，外溢效应尚未充分显现，但是，厘清其传导机制及冲击环节是非常有意义的。美国实施的税改、加息和“缩表”等政策组合可能会改变国际资本流动格局，洼地效应引致资本回流美国，并可能引发国际税收竞争或其他相关的贸易摩擦。同时，中国也可能面临短期资本和长期直接投资流出的风险。对此，中国应该积极进一步推动减轻企业税负为主线的税改，增强企业国际竞争力，同时需要做好相关的风险防范工作，确保经济金融稳定发展。

## 一、特朗普税改的经济背景

特朗普政府税改政策是 1986 年《国内税收法》（The Internal

Revenue Code) 实施以来美国最为重大的一次财税体制改革。这个改革的出台与特朗普政府的国内政策压力、美国经济持续复苏诉求、美国再工业化与国际竞争力以及刻意“忽视”公共债务问题等紧密相关。

在税改之前，特朗普政府在医疗保障、财政预算、移民以及国际贸易等领域的政策遭遇了实质性的阻力，需要一个较为重大的胜利来重塑其政府的公信力。在全球金融危机之后，美国经济经历了一个显著去杠杆过程，企业部门（包括金融业）和居民部门的杠杆率明显下降，房地产市场亦出现大幅度的调整，加上美国采取相对扩张的财政政策以及非常规货币政策，使得美国经济呈现较为持续的复苏。2016年，特朗普以全球化中的不平等、种族问题以及华盛顿—华尔街问题成功地赢得了总统选举，但是，面临国内制度性、官僚体系、既得利益集团和民众的四个制约，为此，特朗普总统上台之后的经济政策面临着巨大的压力。经历几轮的政策“失败”，特朗普政府亟待一次立法胜利，联邦财税体制改革迎来了“机遇之窗”。再工业化与国际竞争力是本次税改的重要目标之一。与1980年以来美国历次税改相比，特朗普税改的主要特点是主推企业所得税削减，期待推动美国再工业化。特朗普认为，美国需要重新审视财税体制与经济发展、结构调整以及国际竞争力的匹配性，这是重塑美国竞争力的基本保障。

[2] 本次税改是在美国经济已经复苏的背景下推动的，而且改革力度最大的是企业所得税。可见，此轮税改在刺激经济增长之外，更重要

的目标是增强美国企业在税负领域的相对竞争力，促进资本回流和资本形成，推动美国经济再工业化进程。

经济增长和充分就业是本次税改的又一重要目标。自里根政府“供给学派”政策实施以来，财税改革一直是美国政府的基础政策之一。税改是美国政治家获取民众支持的重要手段之一，1980年以来重要的税改有里根税改、小布什税改和奥巴马税改。美国税改减税与经济衰退有着紧密的联系，上面三次税改都是在经济处于低谷时期推动的，税改成为拉动美国经济脱离低谷的政策选择。本次特朗普税改，不仅是特朗普在兑现其竞选的承诺，同时仍然具有夯实经济复苏基础的政策诉求。特朗普总统的税改政策受到了西方主流经济学的反对，但是，特朗普的经济政策是基于美国经济的核心问题，一定程度上具有逻辑自洽性和实践可行性，对于美国经济复苏可能有实质性利好。

公共债务可持续是美国政府税收改革的核心考量，但是，特朗普本次税改则刻意忽视其对公共债务的影响。2015年奥巴马政府提出了税收改革，其核心目标是两个：一是增加政府收入，缓释公共债务压力，这主要通过强化资本利得税和向大型金融机构征税来实现；二是提高抵免和税收优惠水平，为中产阶级减负，主要通过家庭额外税收抵免、儿童保健税收抵免、简化教育税制以及改进企业养老金计划进行。奥巴马政府的税改实际是在做结构性调整，核心目标是缓释美国公共债务压力。此前，小布什政府除了在“9.11”事件和全球金融

危机之后实施较为显著的减税举措之外，并没有取得财税体系改革的实质性进展，其核心的约束亦是公共债务压力。但是，本次特朗普税改是在明确知晓公共债务会显著提高的情况下强力推进税改，最为关键的是忽视了其对公共债务的直接冲击。在众议院筹款委员会[1]和参议院财政委员会[2]以及后来参议院和众议院的投票中，法案都是因共和党掌控两院以微弱优势获得通过。

## 二、特朗普政府税改的核心内容

此轮特朗普税改作为 1986 年来最为重大的一次改革，涉及内容和细节非常之多。作为一个商人出身的总统，特朗普总统提出的最初税改方案与此前几任政府的财税改革具有较大的区别，具有三个重要目标：一是简化税制；二是大幅降低企业税负；三是保障家庭收入。本质上仍然是财税体系中制度、规模和结构三个核心问题。比如，在其改革方案中，个人所得税七档税率要简化为三档，减少税收申报数量，简化税收扣除问题，减少净投资税及替代性最低限额税（Alternative Minimun Tax），建议取消遗产税，计划取消除研发税收抵扣外的大部分税收优惠；公司所得税从最高 35% 下调至 15%，个人所得税最高税率由 39.6% 降低为 33%（此前其曾欲下调至 25%）；个人标准抵扣额从 6350 美元提高到 15000 美元，家庭标准抵扣额从 12600 美元提高到 30000 美元等。

作为美国国内最为重大的经济政策之一，财税政策的调整涉及到众多的利益调整，特朗普的税改过程就是一个利益博弈以及政治博弈的过程。最后通过的《减税与就业法》与特朗普最初提出的改革建议存在一定的差距，比如税制简化没有取得重大的进展，但是，仍然保留了特朗普对于企业所得税和个人税负降低的诉求。

《减税与就业法》主要内容包括企业所得税、海外企业利润汇回税率、个人所得税和遗产税等内容，其中企业所得税削减是重头戏。最终税改方案主要内容如下。1) 企业所得税税率从 35% 下调至 21%。其最初方案是下调至 15%。2) 对未缴税的海外企业利润一次性征税，汇回税率从此前最高 39.6% 的税率改变为按流动性分为两类：现金及其等价物形式的税率设为 15.5%，非现金资产的税率为 8%。汇回利润税率调整亦属于企业所得税范畴。3) 个人所得税方面，没有成功减少至三档税率，继续维持七档税率但调低部分档位税率，将最高档税率从 39.6% 降低为 37%，比最初方案的 33% 高出 4 个百分点。个人税单身标准抵扣额度提高额度比最初方案略有降低，个人税单身标准抵扣额度从 6300 美元提高至 12700 美元（最初方案是 15000 美元），夫妻标准抵扣额度从 12600 美元提高至 24000 美元（最初方案是 30000 美元）。4) 遗产税保留，起征点从 549 万美元调高至 1120 万美元，起征点提高超过 1 倍。[1] 此次税改还在房产税、教育、替代性最低限额税（没有取消但提高额度，对个人从 54300 美元提高至 70300 美

元)等方面进行了相关的改革与调整。

本次税改最为重大的改革就是企业所得税税率的大幅下调,目标在于提升美国大型跨国公司的国际竞争力。企业所得税税率从 35%下调至 21%,美国企业税税率将从中高水平降低至中低水平。税改前,美国是经济合作与发展组织(OECD)成员国企业所得税最高的国家,企业所得税下调体现了特朗普政府“向内看”的政策逻辑。本次税改影响最大的是美国 C 型公司。美国公司报税体系分为穿透实体和 C 型公司两类,穿透实体包含个人所有制、两人以上合伙制以及 S 型公司,S 型公司是美国公民持有、股东不超过 100 人的国内公司;C 型公司就是标准股份公司。虽然,2014 年底穿透实体占公司数量已经接近 92%,但是,C 型公司基本是大型跨国企业,对于经济增长和国际竞争力具有更重要的影响力。为此,特朗普税改影响受益最大的可能就是美国的大型跨国公司。另外,海外企业利润汇回税率的大幅调整对于美国大型跨国公司的资本回流也是较为有利的。这充分说明特朗普极其重视美国跨国企业在国际竞争力中的作用。



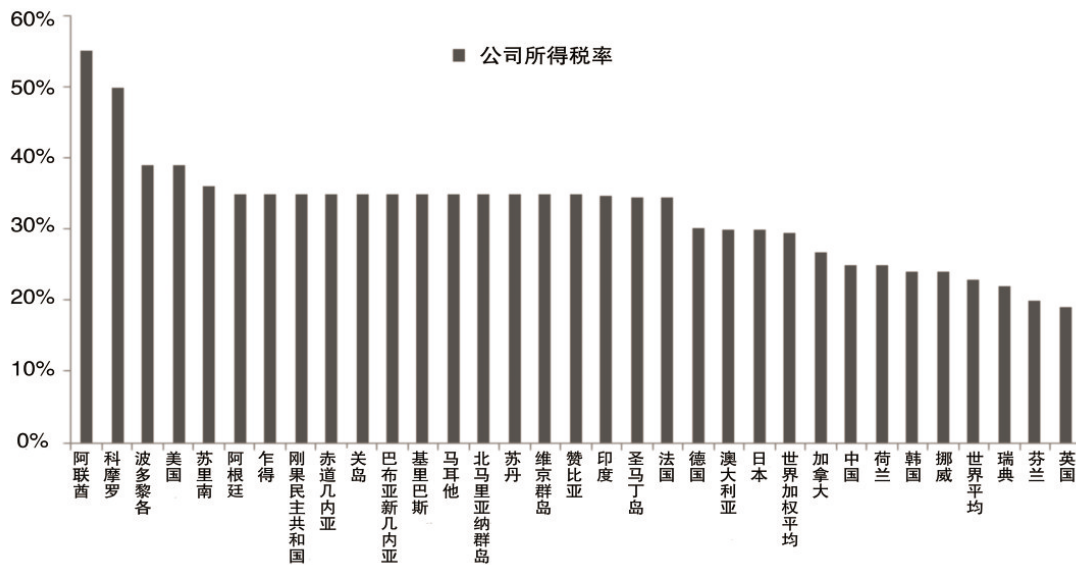


图 1 美国税改前的公司所得税国际比较

注：除中国外，其他国家的公司所得税均以复合所得税率（Combined Corporate Income Tax Rate）计算，中国只列示企业所得税，不包括增值税、营业税等由企业负担的税种。世界加权平均是通过各个经济体 GDP 加权平均而得。

资料来源：OECD, “Statutory Corporate Income Tax Rate”, [http://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=TABLE\\_I11/\[2018-01-10\]](http://stats.oecd.org/index.aspx?DataSetCode=TABLE_I11/[2018-01-10]); Tax Foudation, Jahnsen, Kari and Kyle Pomerleau. “Corporate Income Tax Rates around the World, 2017”, Tax Foundation Fiscal Fact No. 559, Sept. 2017。

经济增长和充分就业仍然是本轮税改的重要目标，个人税负改革亦是重要的改革内容，这将有利于促进居民消费和经济增长。美国是以消费驱动经济增长的经济体，削减个人所得税可以刺激消费，直接

推动经济增长。从税率上，保持七档税率，最高税率从 39.6%降低至 37%，其余档税率从 35%、33%、28%、25%、15%、10%分别调整为 35%、32%、24%、22%、12%、10%。个人税单身标准抵扣额度从 6350 美元提高至 12000 美元，夫妻标准抵扣额度从 12700 美元提高至 24000 美元。[1]每个纳税户每年预计将减少 4150 美元的税负。[2]家庭税收抵扣方面，未成年成员税收抵扣额从 1000 美元提高至 2000 美元，税款返还部分最高可达 1400 美元，其他被赡养人抵扣额从 0 提高至 500 美元。家庭首套房产和第二套房产贷款利息抵扣额从 75 万美元提高至 100 万美元。在遗产税上，起征点从 549 万美元调高至 1120 万美元。[3]此前，美国遗产税的调整都是渐进式的，2001 年以来每年（除 2010 年）调整起征点或税率，2011 年以来起征点基本是一年提高几万美元，最高税率自 2012 年从 35%提高至 40%后保持不变。对于绝大部分美国家庭，此次遗产税起征点翻倍提高意味着该税形同虚设。合格医疗保险覆盖调整、个人及家庭抵扣额提升、税款返还提高、房产及房贷利息抵扣提高以及遗产税起征点翻倍等诸多调整，对于居民部门消费可能是一个有利的促进，对于消费支撑的美国经济也是一个较强的支撑。

### 三、特朗普税改对美国的影响分析

财政政策是直接影响总需求的宏观政策，特朗普政府实施的大幅减税政策将刺激企业投资和居民消费，有助于拉动经济增长，但是，

会相应扩大财政赤字和公共债务水平。根据美国国会税务联合委员会（JCT）对参议院税改版本的估算，从 2018—2027 年的十年间，新税改将使得十年间国内产出大致提高 0.8 个百分点，就业水平亦有望提升 0.6 个百分点。本小节将从特朗普税改的减税效应、增长效应、公共债务冲击以及对重要金融市场等领域的影响进行分析。

### （一）税改的减税效应

从减税的规模看，税改预计为美国家庭和企业减税约 1.455 万亿美元。根据美国国会税务联合委员会数据，特朗普政府的税改将带来总规模约 1.455 万亿美元的减税规模，约占 2016 年美国 GDP 的 7.54%。从税收收入减少的总量变化来看，2019 年和 2020 年将是减税效果最大的两年，之后逐步下降，相对应的是 2019—2020 年将是美国财政压力最大的两年。

从减税的结构看，企业所得税下降幅度远大于其他税种，减税规模最大，同时个人所得税减税规模亦较大。企业所得税税率下降幅度较大，下调了 14 个百分点至 21%，是本次税改最重大的内容，也是本次税改被称为是“历史性”的核心表现。此次企业所得税调整之后，美国企业所得税的水平已处于全球中低水平（Medium-low）。同时，减税规模第二大的部分是个人税负。新税改实施之后个人所得税净变化大致是工资收入总额的 1 个百分点，但是，因为标准抵扣额提高等

导致的减税效果大致是工资收入总额的 2.4 个百分点。[1]企业所得税收入在美国联邦财政收入中所占比重较个人所得税低，2016 年企业所得税仅占联邦财政收入的 9.17%，而个人所得税占到了 47.33%，个人所得税税率调整较为有限但是其占比较大，总体规模亦较为显著。整体的受益结构大致是，公司部门所得税可能减税 5280 亿美元，税赋转由合伙人缴纳的企业（pass-through business）可能减税 3620 亿美元；个人所得税可能减税 4440 亿美元，遗产税大致削减 830 亿美元。

## （二）税改的增长效应

整体而言，本次税改对于企业所得税和个人税负都有一定程度下降，特朗普税改将有小幅正向的经济增长效应。美国国会税务联合委员会基于参议院税改版本估计，新税改将使得未来十年间国内产出水平平均每年额外扩张 0.8%（不是增长率提高 0.8%），税改带来的未来十年经济产出扩张总规模大概是 1.895 万亿美元，约为 2016 年美国 GDP 的 10.2%。美国税收政策中心同样基于参议院版本法案预测 2018—2027 年美国国内生产总值每年额外扩张 0.4%，期间经济产出累积扩大 9610 亿美元。宾州大学沃顿预算模型则预测此次税改对于经济产出水平的影响范围是 0.6%~1.1%。不同分析的结构差异根源有二：一是此次税改对高收入阶层的利好较大，但高收入阶层的边际消费倾向较小；二是企业所得税大幅下调是企业投资决策调整的重大因素但

非充分因素。

税改对美国经济增长的拉动效应主要通过企业投资、消费提振和就业市场改善来实现。在资本形成方面，大幅削减企业所得税税率，一方面会增强企业竞争力，改善经营环境，另一方面也会吸引外商直接投资，到美国投资建厂。同时，对跨国公司海外利润一次性优惠征税，促进海外利润回流，有助于提高储蓄率和资本形成。但是，长期资本的转移不仅需要考虑到税负成本，还需要全面考虑综合成本以及服务市场等因素，尤其潜在受益最大的大型跨国企业在资本回流权衡中更需要考虑核心市场远近及综合成本高低。同时，减税会造成政府债务上升，国债收益率上升，企业融资成本也将随之上涨，企业资本形成需要考虑长期利率和预期回报率的相对变化，这对于美国可能没有显著优势。从税改的宏观影响看，美国资本形成在税改实施下会有所增加，但是，可能不会出现长期重大的趋势性资本回落和产业扩张。为此，美国国会税务联合委员会将未来十年美国可用资本规模增加值从参议院投票前的 1.1% 下调至法案通过后的 0.9%，从而使得经济增长效应被拉低。

在消费促进方面，个人所得税和部分企业所得税削减会增加居民收入，刺激消费增加，有利于消费主导的美国经济。比如占比达到 69.8% 的私人所有制企业，其企业所得税将转为由合伙人缴纳的企业个人所得税。虽然，个人所得税率减少幅度不如企业所得税明显，但是，由

于消费主导性和个人所得税高比重，个人所得税降低对经济增长具有一定的积极意义。税改经济影响作出预测的机构在消费促进上的分析逻辑及计算分歧较小，基本预计消费水平会额外增加 0.6%。

在就业市场上，减税可能会改变就业市场上的劳动力供给。特别是标准抵扣额等的提高导致的实际减税效应还是有较显著的积极影响，对于改善就业意愿是一个正向的激励。但是，就业改善效应可能在新税改实施后的中短期较为有效，在结构性税改实施一段时间后（比如 3-5 年），就业市场的改善效应可能就明显弱化。在 2018—2027 年期间，美国就业市场每年平均将改善 0.6%。但是，由于目前美国失业率处于历史最低水平，已接近充分就业状态，税改对于劳动力市场改善程度是否能够得到模型预测的水平值得深入观察。

### （三）税改对公共债务的影响

减税对公共财政的短期影响是负面的，对于主权信用亦是较为显著的负面冲击。从短期看，减税在短期内对财政收入是强负向冲击，2019-2020 年是美国公共财政及债务上限调整的压力较为显著阶段。由于税改给予企业海外利润一次性汇回优惠税率，美国跨国企业为避税而囤积在海外的 2.6 万亿美元利润将部分回流，增加一定的税收收入，但是，这难以改变税改对财政收支的负面冲击，无助于缓解美国公共债务短期快速上升的趋势。由于美国主权信用与美国公共债务水

平支撑相关，这将直接影响到美元币值的稳定性。从外汇市场看，市场参与者对于减税引致的公共债务冲击较为担忧。一方面，减税是否能够有效促进经济增长并没取得共识，不同渠道的预测都说明减税的经济增长效应可能是小幅度的，依靠资本回流来强化美国经济增长基础和国际竞争力存在不确定性。另一方面，里根政府的减税改革表明减税引致经济增长的税收“反哺机制”并不显著，最后的结果是导致财政赤字扩大和公共债务提升。里根政府当时为了提振经济和促进消费，在1981年《经济复苏和税收法》中将中小企业（收入低于22.5万美元）的公司所得税率从17%降低至15%，资本利得税从25%降低至20%；1986年的《税制改革法》将个人所得税最高税率从50%下调至35%、将公司所得税最高税率从46%降低至33%等等。[1]截至目前，里根政府的减税规模和范围应是美国历史之最，但是，美国联邦债务总额从1980年9090.4亿美元飙升至1989年的2.868万亿美元。

公共债务上限问题将直接引发美国信用主权风险。税改后联邦政府赤字将迅速上升，突破联邦政府法定债务上限，将迫使国会提高法定债务上限。2017年3月联邦债务法定上限提高为19.8万亿美元，而2016年美国联邦政府总负债就已经达到18.5万亿美元，接近债务上限。税改后在财政收入减少而财政支出短期难以削减的背景下，联邦政府债务迅速上升将是不争的事实，那么提高法定债务上限将是近两年美国国会的重要讨论议题。2018年1月20日，美国参议院投票因

不达 3/5 多数未能通过联邦政府拨款的临时预算法案，美国政府非必要部门自 21 日起暂时关闭。特朗普政府将其归咎于参议院反对党的责任，称为“舒默式关闭”，反对党领袖查尔斯·埃利斯·舒默(Charles Ellis Schumer) 参议员则认为根源在于特朗普总统，是“特朗普关闭”。未来特朗普政府在预算上限问题上可能将继续遭遇类似问题，无法获得 3/5 支持票。此前，美国财政部长史蒂芬·特纳·姆努钦(Steven Terner Mnuchin) 要求国会在 2018 年 2 月底之前就提升联邦政府债务上限。

此次税改对于联邦财政长期的收支平衡基本是负面影响。在中长期内，减税可以通过激活企业活力和竞争力、增加税基的方式改善财政收入，这是减税对经济增长的“反哺”。但是，企业和个人能动的反应以及实体经济周期或结构性影响，可能使得通过税改增加税基的机制难以有效实现，税改实施后十年可能相应导致美国国家债务提高 1.455 万亿美元。美国绝大部分经济学家认为，特朗普政府的减税改革在中长期将增加联邦政府负债压力，即此次改革所带来的税基增加可能无法抵消减税及税率下降的影响。特朗普税改甚至被称为过去近 40 年最不受欢迎的税改政策。

#### (四) 税改对利率、汇率和资产价格的影响

对国债收益率和利率影响方面，利率上行是大趋势，上升节奏仍



由美联储把控。美国国债收益率的变化既影响自身融资难易程度和成本，也会影响全球利率，因为美国国债收益率是全球的无风险利率。美国税改对国债收益率和利率的影响，要从国债的供给和需求两方面来看。供给方面，联邦政府债务增加，将直接增加债券市场的国债供给量，推动国债收益率上行。需求方面，税改会吸引短期和长期资本流入，吸收部分国债新增规模。随着美联储 2018 年 10 月份开启缩表计划，也会推动国债收益率在未来 3-5 年内逐步上升。

值得注意的是，税改对美国的影响将是 2018—2019 年美联储货币政策决策的重要考虑，不过，预计美联储加息节奏不会受到税改的过多影响。美联储在 2020 年以后的中长期目标利率是 2.75%，目前联邦基金目标利率为 1.5%。这样来看，2018—2020 年每年可能加息 2~3 次。如果税改后国债收益率上升过快，美联储会相机抉择减少加息次数，美联储独立性及其对加息、缩表的把控一定程度上有利于缓释减税导致的公共债务上升对主权信用及国债收益率的不利冲击。美联储的能动性可以保障美国国债的需求缺口尤其是国外投资者的需求缺口不至于过大，防止国债收益率进一步提升并加大公共债务的偿付压力。

在税改和美联储缩表、加息共同作用下，美元具有一定的基本面支撑。汇率方面，税改对企业投资、家庭消费和经济增长的促进作用将整体有利于美元的基本面，同时美国国债收益率和利率提升有利于

外汇市场对美元的需求，美元走稳或一定程度走强具有一定可能性。但是，美元是否会走强，有赖于市场对美元背后的主权信用及公共债务的判断，同时需要看欧元、日元、英镑等其他货币及经济基本面的表现。

税改导致财政赤字扩大和公共债务提升可能大大弱化美元的信用基础，甚至使得美元反而成为一个相对弱勢的货币。美元本位制下，美国公共债务提升，意味着美国主权信用弱化，对于美元可能是一个较为显著的负冲击。特朗普税改方案通过之后，外汇市场并没有显示税改对于美元及其相关公共债务、主权信用的信心，美元指数出现明显的弱勢，从2017年12月22日的93.3较快下跌，2018年1月24日美元指数跌破90。[1]美元的市场表现与美国主流经济学家对特朗普税改的观点基本一致：税改将显著恶化美国财政赤字和公共债务水平，这对于美国长期发展和美元信用反而是一种约束。

公共债务政治化将使得美国信用及美元面临更复杂的变数。逻辑上，由于共和党“控制”了参议院和众议院，共和党政府的财政预算方案应该较为容易获得国会通过，但是，由于特朗普领导的共和党政府和参议院、众议院在医保、移民、贸易等领域的立法冲突累积较为显著，特朗普未来的预算方案特别是债务上限问题可能会面临较为激烈的冲突，即立法层面对行政层面的不信任可能使得未来联邦政府债务问题更加突出。债务上限问题在全球金融危机之后更加频繁出现，

除了美国政治制度的两党博弈之外，更重要的是，美国利用美元国际地位，将金融危机中的私人部门风险集中化、集中风险债务化、公共债务货币化，即以政府部门加杠杆来缓释私人部门去杠杆的经济冲击。由于美元的国际储备货币地位和美国国债国际储备资产的特殊地位，美国政府是可以通过美元贬值和通货膨胀的办法摆脱自己的债务负担；即便美国政府希望保持美元的强势，美国政府为克服金融危机所采取的扩张性财政和货币政策，也可能会最终导致美元贬值和通货膨胀。减税对公共债务的冲击可能进一步使得美国陷入一个信用弱化的螺旋，并对美元带来新的冲击。

总需求上升和资本流入将推高美国通货膨胀和资产价格，需要关注资产价格泡沫及未来的回调风险。从当前美国宏观经济运行来看，2017年三季度GDP同比增长率2.3%，10月居民消费价格指数（CPI）同比增长2%，11月的失业率4.1%，增长复苏态势较好，失业率也已降到8年来最低点。在美国经济可能已经达到潜在增长水平时点出台减税刺激，总需求上升会更多导致通货膨胀率上升。在居民收入增加、企业税负降低、通胀上升和资本流入等背景下，美国股市和房地产价格理论上将会被推高，但是，由于美国股市和房地产价格已经处于高位，税改反而可能成为一个估值调整的重大信号，资产价格波动可能加剧。

从更长期的角度，需要关注美联储加息、缩表以及减税中美国国

债收益率上行对资产定价机制的内在影响。美国国债是全球无风险资产的核心表现形式之一，其收益率亦是全球无风险收益率的核心指标，同时也是其他风险资产定价的基准。如果美联储加息、缩表以及减税显著提高了美国利率水平，那么美国风险资产及全球风险资产的估值可能会重构，资产价格可能具有较大的下跌压力，尤其是房地产和股票市场。对新兴经济体国家，美元大幅波动的汇率风险需要重点警惕。

#### **四、税改对世界经济与中国的影响**

美国是全球最大的经济体，其政策调整对于世界经济都会有显著的外溢效应，对于直接投资、资本流动、财税改革以及国际贸易等都能有显著的影响。尤其是针对企业所得税的改革可能会影响大型跨国企业的资本配置和投资决策，这对于直接投资和全球产业链可能会有一个较为显著的影响。

##### **（一）特朗普税改对世界经济的影响**

###### **1. 税收洼地效应引致资本流入美国**

企业所得税大幅降低的税改带来显著的减税效应，使得美国的长期投资环境更有政策优势，将产生一个由中低税率为主导的洼地效应，会吸引外国直接投资资本流入美国，同时美国在国外的直接投资资本回流本土。尤其是美国在境外高达 2.6 万亿美元的累积利润走势可能影响全球外商直接投资（FDI）的流动和分布格局。当然，这个回流

机制是否能够有效建立，需要看特朗普政府政策的稳定性和可预期性，同时还需要关注大型跨国公司对于资本回流可行性的综合权衡。

## **2. 税改、缩表和加息组合改变国际资本流动格局**

在未来 2-3 年美国税改、缩表和加息三项政策效应叠加在一起，组合力量将打破国际资本流动相对均衡的状态。美联储的缩表操作和加息将会提高美国利率，从而吸引短期资本流入以及部分中长期资产配置资金的流入。三项政策的结合，可能使得美国在获得国际长期资本和短期资本方面都具有一定的相对优势。目前，主流经济学家对于优势的认识基本偏悲观，认为特朗普政府的税改对于经济增长、资本回流有积极作用，但是，并非是实质性的改善。不过，对于企业部门而言，特朗普税改确实触及到了企业运营的核心要素，是一种实质性的成本降低和优势强化。不能因为主流观点而忽视了这种实质性改革的潜在收益及其长期影响。此消彼长的资本流动格局将使得税负较高、预期投资收益降低、金融稳定性较差的经济体面临较为显著的资本流出压力，国际资本流动格局可能发生显著变化。

## **3. 美国税改引发国际税收竞争**

随着特朗普税改法案落地，可能出现全球主要经济体争相减税局面。为减缓企业竞争劣势，更多国家可能会加入减税行列。目前英国和法国将在 2018 年预算案中实施减税计划，德国已在考虑减税方案。

法国将实施减少居住税、取消私营企业职工两项社会保险税、削减巨富税等“全面受益”的举措，其中将在3年期间分阶段取消80%家庭或1700多万纳税户的居住税。

美国的税改整体将打破国际贸易及相关税收安排相对均衡的结构，使得税率较高国家的企业处于不利地位。此外，美国减税也将会冲击以出口为主导的亚洲经济体，倒逼这些国家减税，以重新获得出口的竞争力。对于东亚出口型经济体而言，对国内企业减税，可以减小企业生产成本，增加其在国际市场的竞争力，促进出口、增长和就业，但是，由于此类经济体对于出口行业、相关制造业及税收的依赖程度较高，减税可能使得这些国家面临财政收入的较大困难。税收竞争引发财政领域潜在的困难可能比美国税收改革的外溢冲击本身更为显著，相关经济体政府必须权衡美国税改的负面影响和自身税改的综合影响。

## （二）美国税改对中国经济的影响

作为全球第二大经济体，中国与世界经济互动日益紧密，美国政策调整势必对中国产生显著影响。单从特朗普税改本身而言，对于中国的直接影响可能主要体现在资本流动上。但是，由于税改将会叠加美联储的加息、缩表政策，对于中国经济的影响将是一个更加复杂的过程，需要重点警惕特朗普税改对中国直接投资、资本项目、金融稳

定以及包括财税体系在内的经济改革的影响。

## 1. 美国税改对中国外商直接投资的影响

从长期资本流动方面看，一方面美国税改引发的国际税收竞争，会对中国外商直接投资的流入影响较大。2016 年美国在中国的外商直接投资中所占的比重，仅占 1.89%，欧洲占到 7.49%，亚洲占比为 78.44%。[1]表面上，尽管即使一部分美国直接投资回流，也不会对中国外商直接投资流入产生较大影响。但是，一方面，美国外商直接投资较大一部分是通过中国香港、新加坡、避税地等迂回投资中国，国际资本回流美国，也将使得中国香港、新加坡等地的资本回流，减少对中国的直接投资；另一方面，美国税改如引发欧洲和亚洲的减税浪潮，那将会对外商直接投资的流入造成新一轮影响。

## 2. 美国税改对中国资本流动的影响

整体而言，美国税改对于中国的资本流动将带来一定的冲击。除了企业所得税降低对长期直接投资的影响较为实质之外，中国短期资本流出压力亦可能由此增加。短期资本流动对短期预期变动、利率变动和收益稳定性较为敏感，美国利率上升是导致短期资本流出中国的重要原因之一，国内对于人民币及其相关资产的回报率预期发生了重大的改变，2005 年后长达 10 年时间中国际资本投资中国可以享受资产投资收益率和人民币升值双重收益，但是，随着人民币双向波动加

剧，国内各种投资收益率下降，以及金融市场波动性加剧，国内实体经济和金融体系一度出现“资产荒”，这将使得国际收支中金融项目的资本流出较为显著。2015-2016年，金融项目的资本流出压力是巨大的，2017年由于美元下行和人民币逆周期因子政策实施，资本流出压力有所缓解，但是，美国税改叠加美联储加息、缩表可能再度引发资本流出的预期，给中国国际收支带来新的不确定性。

### 3. 美国税改对中国财税体系改革的影响

美国政策外溢效应对于中国经济冲击主要表现为贸易与投资，为此，上述两个方面是较为普遍的影响，并且中国长期一直面临上述两大不确定性。但是，对于中国财税体系改革的影响，美国政策相关的外溢效应则是较弱的，不过此次税改将使得中国财税体系改革面临更大的急迫性以及更复杂的政策选择。

一是中国企业部门税负相对美国偏高。在税改之前，美国企业所得税在全球处于中高水平，改革之后，美国企业所得税将处于全球的中低水平。相比美国和全球的企业所得税水平，中国企业部门的税负压力相对较高。表面上，中国企业所得税的税率为25%，仅比美国税改后的21%高4个百分点，但是实际上，中国企业部门还要负担一项增值税和营业税，其中增值税税率是16%。随着中国经济下行，投资回报率下降，企业税负压力将更为显著。而美国大幅降低企业所得税，



大型跨国企业将综合权衡成本尤其是税负成本，并调整其投资决策与结构。

二是中国税收结构决定税改空间相对有限。从税收收入的结构看，2016年中国企业所得税占全国税收收入的22.1%，与企业税负相关的增值税和营业税分别占全国税收收入的31.2%和8.8%，仅仅这三项来自企业部门的税收占中国税收收入就超过60%。同时，城市维护建设税、土地增值税、资源税、城镇土地使用税等也主要由企业部门缴纳。2016年美国企业所得税占联邦政府收入的比重仅为9.17%。2016年美国企业的总税率为44%，中国企业部门总税率为68%，在全球190个经济体里税负排第12位。“营改增”对于企业减负有一定的帮助，但是否能够实质性降低企业税负、大中小企业是否具有相似的减税效应以及是否能够降低企业税源在税收收入中的比重，仍然需要观察。中国税收结构决定了中国企业部门的税收收入在全国税收中的核心地位，这决定了中国企业部门的税率难以大幅调整，否则政府的收支结构以及经济的平稳发展将出现重大的变数。李明等指出，中国国有及规模以上工业企业税负呈现顺周期特征，企业所得税较难进行逆周期调整。但是，较高的税负可能使得企业部门的竞争力面临硬约束，对于财税体系的可持续则是一个重大的结构性错配，二者如何权衡将是中国未来财税体系改革的一个基本问题。

三是加剧了中国财税体系和经济结构改革的紧迫性。中国的税收

收入是以企业为主导的，美国的税收收入是以居民为主导的，背后的根源在于财税体系和经济结构的差异。一旦国外资本逐步流出，同时国内民营资本流出可能增加，结果是国际大企业和国内民营大企业资本可能因此部分“搬出”中国。有研究基于中国 2006—2014 年制造业上市公司企业所得税负担及影响因素分析得出结论，区域因素已经不再成为制造业上市公司所得税税负的影响因素。一旦企业“搬出”中国的状况大面积发生，那中国税基将大大弱化，以企业收入为主导的财税体系将面临巨大的可持续问题。

#### 4. 美国税改对中国金融稳定的影响

从逻辑上，一个经济体的财政政策对于外围经济体的金融稳定可能没有非常直接且显著的影响，但是，美国是国际货币体系的核心国家，美元本位是现行国际货币体系的基础，而美元本位的信用基础与美国国家主权信用及债务水平紧密相关，为此，美国税收改革对包括中国在内的国际货币体系和金融市场稳定将可能有潜在的重要影响。对于中国金融安全和金融稳定而言，美国税改的影响主要体现在内外两个方面。

对内外平衡的影响，一是如果美元指数波动加剧，这对于人民币汇率稳定将是一个直接的影响。二是美国多项政策叠加可能使得国际资本流动加剧，国内资本流出压力可能重现，对于国际收支平衡将是

显现的压力。2015-2016年中国国际收支出现了“衰退式”贸易顺差和“趋势性”资本逆差，这对于中国国际收支稳定和外汇市场稳定都是显性冲击，美国税改可能使得这种冲击重现。三是汇率贬值和资本流出双重压力，可能使得中国外汇储备安全面临新的不确定性。如果中国继续维持对美元双边汇率的相对稳定，那可能在面临贬值压力和资本流出压力时，需要干预外汇市场，可能需要消耗外汇储备，直到面临稳汇率和保储备的政策两难。

在内部政策方面，美国政策外溢效应将影响中国的宏观政策独立性。在美国税改、美联储加息和缩表的政策叠加下，美国利率走高是一个相对长期的趋势。2017年3月份和12月份，美联储加息之后，中国央行亦小幅提高了政策利率。没有证据证明人民银行提高政策利率是为了稳定汇率，也不存在人民银行被动跟随美联储缩表的问题。但是，美国政策变化对于资本流动、汇率稳定和货币政策都可能带来显著的影响，比如短期流动性管理的难度将进一步提升，而中国银行间市场流动性在金融去杠杆中长期保持相对紧张，利率持续上升，波动性在加大，人民银行对于短期利率定价的影响以及中长期利率的引导都面临显著的压力。在财政政策上，短期可能可以暂时搁置美国税改的冲击及其对中国财税体系的潜在改革影响，但是，中国在世界银行全球营商环境评估中的税负评级仅位列190个经济体中的第130位（营商环境总体排名为78位），中长期中央政府不得不考虑中国财税

体系、收入结构以及收支匹配的体制机制约束和结构性约束，亟待构建现代财税体系。

最后是外部风险触发内外风险共振，引发系统性风险。相对于美联储加息和缩表，美国税改对于贸易、外商直接投资等与实体经济直接相关领域的影响较为直接，加上外汇、金融、政策等领域的影响，将会逐步冲击到经济基本面、财政税收以及金融稳定。虽可能概率较小，但如果美国税改导致大量企业回流美国，对于中国产业发展、结构调整、经济增长以及财政税收都将是重大的冲击。在国内经济下行压力仍大、经济结构调整艰难、经济体制改革整体有待深化、金融风险日益显性化的背景下，美国税改引发的外溢效应可能导致内外风险的共振，引发潜在的系统性风险。

## 五、结论与建议

### （一）美国税改的主要结论

特朗普政府积极推进的税收体制改革是 1986 年以来美国政府最为重要的一次税收改革，本次税改具有促进美国再工业化、缓释政府政治压力、夯实复苏基础等重要背景。本次税改以企业所得税降低为核心、家庭税负降低为重要补充、兼顾简化税制，美国企业税负将从全球中高水平降低为中低水平，税改的核心目标是推进美国再工业化和经济持续复苏，并提升美国企业的全球竞争力。企业所得税税率从

35%下调至 21%，对于美国大型跨国公司具有最大的政策红利。

美国特朗普政府的税改进一步增加了美国经济政策体系的不确定性，短期对于资本回流、经济增长、就业提升可能是有一定的促进作用，但是，中长期面临较为日益强化的公共债务问题，将使得政策变数逐步显现。叠加美国政府面临的贸易、医疗、移民等政策难题，特朗普政府因税改导致的公共债务压力将更为显著，特别是债务上限政治化可能会使得美国公共债务和美元信用面临较大的不确定性。

特朗普减税叠加美联储加息、缩表将对世界经济造成新的外溢效应，可能对直接投资、国际资本流动以及税收安排等造成明显影响。短期内，税改导致的洼地效应可能使得产业资本部分回流美国，同时国际资本流动可能更加频繁。美国税改对于全球主要经济体的财政税收体系的影响可能是深远的，可能使得全球进入一定程度上的降税及税改热潮。

## （二）中国应对美国税改的政策建议

特朗普政府的政策使得中国面临的外部环境更加复杂，进一步强化了全面深化经济体制改革的必要性。在战略上，需要全面统筹内外两个大局，构建内外经济互动和平衡发展的新机制。在具体政策上，需要夯实经济基本面，减少企业税负，盘活市场主体活力；完善人民币汇率机制，发挥市场调节功能；实施稳健宏观政策，重点把控内外

风险共振引发系统性风险；守住风险“篱笆”，必要时强化资本流动管理。

第一，进一步推动减轻企业税负为主线的税改。首先，面对美国减税可能带来的一定冲击，国内应立足自身实际情况明确未来的减税政策方向和加快推进预定的相关税制改革，打造新一轮“减税降费”的升级版方案，包括增值税税率的简并、完善企业所得税政策、继续推进清理收费等。其次，以税率降低为主，以结构性调整为辅，适度降低企业和居民税负。中国已实施多项结构性财税体系改革，比如营业税改增值税，但是，诸如降低税率、提高标准抵扣额等改革对于企业或个人的税负降低更为普遍、更加直接、更具有市场预期引导功能。再次，中国应该基于国际比较衡量家庭和企业的真实税负水平、在国际社会中的相对位置以及公共服务提供的质量和数量，具有国际竞争力的财税体制是中国在日益开放的全球经济中保持相对竞争力的基础。最后是对美国减税可能引发的新一轮国际税收竞争，对各国的税改进展要保持密切关注，并做好相应的应对预案。

第二，改革政府主导的经济发展模式，大力降低政府性或政策性资产扩张水平。首先，降低政府主导经济增长的水平和程度。全球金融危机以来，中国经济增长中消费贡献有所提高，但是，仍然没有摆脱投资主导的发展模式，尤其是政府代替私人部门进行固定资产投资的趋势较为明显。其次，严格控制政府性或政策性资产扩张。过去几

年是政府性或政策性投资强化而民营部门投资弱化的阶段，结果是政府性或政策性资产迅速膨胀以及投资效率低下，比如公私合作（PPP）项目规模超过 10 万亿元，但是，中国增量资本产出比却高于 6.3，几乎是日本的 2 倍。这些资产扩张的支持实际上就是公共财政，但是，这些资产的过度扩张最后可能“拖垮”公共财政。再次，提高公共财政资金使用效率，促进经济可持续发展。高效的经济增长是财政资金使用效率提高的出发点。未来需要改变政府主导的发展模式，接受速度较低但可持续的增长，提高财政资金使用效率，重点发挥其在经济结构升级和公共服务供给中的基础职能，弱化其在项目投资、资本形成以及增长促进中的主导功能，强化微观主体尤其是私人部门企业和家庭的微观主体功能，促进经济向高质量增长转型。最后，严格控制以财政税收为支撑的加杠杆行为。需要重点把握负债水平的总量和结构，一方面有效调控宏观经济政策特别是财税政策，降低相关经济主体的经济增长冲动和负债运行冲动，降低全社会总体杠杆率上升的速度甚至使得杠杆率绝对下降。另一方面，重点关注结构问题，重点防范地方政府、国有企业的负债行为，减少负债，提高负债有效性，并密切关注居民负债率的快速上升及其内在动因。无效甚至负面的负债行为是降杠杆的最大阻碍，是公共财政最大的“敌人”。

第三，关注税改对人民币汇率和资本流动的影响，减少外汇市场干预，增强人民币汇率弹性。在汇率稳定成为主要政策目标之后，当

面临资本持续流出时，货币当局为了防止本币迅速贬值，可能对外汇市场进行干预，以维持币值稳定。但是，这样操作的缺点是催生了本币单边贬值预期，因为一旦市场参与者预期到现行汇率与均衡汇率存在偏差，本币会继续贬值，并且进一步强化贬值预期。中国经济基本面尚好，外汇储备规模超过 3 万亿美元，物价水平保持稳定，人民币不具有长期贬值的基础，但是，外汇市场更加关注短期的供求和预期变化，一旦人民币遭遇显著的贬值预期，基本面良好的多头货币就可能在外汇市场上变成一种空头货币。如果汇率形成机制缺乏弹性，或可以保持汇率稳定，就需要消耗外汇储备来干预外汇市场，最后形成稳汇率和保储备的两难。因此，如果美国税改、联储加息和缩表造成新一轮资本流出压力，央行应以市场化和具有弹性的汇率形成机制来化解人民币短期波动风险，避免单边预期产生，避免消耗大量外汇储备。

第四，实施“稳健中性、边际趋紧”的货币政策，保障金融体系稳健性。利差是国际资本流动的重要决定因素之一，一般情况下，在美国加息的时候，为了维持利差相对稳定，外围经济体就会采取提高利率的方式，来保障利差的相对稳定。但是，在国际资本流动中，除了短期利差因素之外，投资的长期回报率和稳定性是更基本的因素。国内货币政策在面对美国税改和美联储加息的过程中，确实需要考虑利差的影响，但是，更为核心的工作是保证金融体系的稳定性，防止



“明斯基时刻”和系统性风险，对于稳定资本流动、防止资本大量流出更为核心。中国应实施货币政策和宏观审慎双支柱政策框架，货币政策立场应该是稳健中性、边际趋紧，稳步降低金融部门杠杆率和宏观经济杠杆率，防止内外风险共振引发系统性风险，以有效应对美国等国家政策的外溢效应。

最后，把握资本账户开放节奏，必要时加强资本流动管理。中国在 1990 年代开放了经常项目，资本账户受 1997 年亚洲金融危机影响开放进度缓慢。但自 2011 年之后，为配合人民币国际化，人民银行加快了资本账户开放进度并取得了积极的进展，比如部分开放证券市场跨境投资、开放银行间债券市场等。然而，开放这些证券投资和债务投资项目，会加大短期资本流动规模。因此，在美国税改、缩表和加息周期的背景下，中国应根据人民币贬值压力和外汇储备稳健性情况，统筹人民币汇率形成机制、国际收支以及资本项目开放，把握资本账户的开放节奏，必要时仍然可以采用加大资本流动管理的方式来化解外部冲击，防止资本巨量流出，防范系统性金融风险。