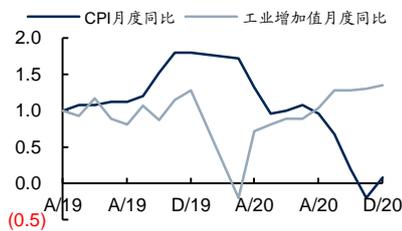


宏观经济

海外市场一周概览

2021年04月13日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

| | |
|------------|-------|
| 固定资产投资累计同比 | 35.00 |
| 社零总额当月同比 | 4.60 |
| 出口当月同比 | 10.30 |
| M2 | 9.4 |

相关研究报告:

- 《海外市场一周概览: 美联储 Taper 怎么走?》——2021-03-31
- 《宏观经济周报: 3月国内制造业、建筑业、服务业景气度均明显回升》——2021-04-05
- 《宏观经济周报: 3月中旬流通领域生产资料价格继续上涨》——2021-03-29
- 《海外市场一周概览: 海外投行怎么看? -展望全球经济复苏》——2021-04-07
- 《宏观经济周报: 3月国内通胀预期的扩散初现端倪》——2021-04-11

证券分析师: 董德志

电话: 021-60933158
E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513100001
联系人: 王艺霖
电话: 021-60893204
E-MAIL: wangyixi@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

宏观周报

详解拜登税改方案

● 详解拜登税改方案

2018年美国财政总税收与GDP之比为24.41%, 远低于OECD平均的33.9%。由于有各种税减政策制度及避税手段的存在, 美国企业实际交税税率远低于目前的21%。

拜登税改包含什么内容?拜登税改计划将逆转2017年底特朗普推出的部分税改政策。该法案将提高企业税率至28% (原先为21%)、设置15%的大型企业最低税率 (针对账面收入) 以确保其不能使用税务规则的漏洞来免除太多税务、与OECD成员国政府达成协议推行全球最低税收收入 (GILTI) 及21%的国际统一税率标准等。长期来看, 美国严监管和加税是大趋势, 缩小财政赤字规模是当务之急, 提高针对美国公司海外营收的税收是美国两党的共识。

拜登税改影响几何? 税改对于股市冲击最为直接。拜登的加税计划对科技企业和医疗公司打击最大, 因为这两类公司最值钱的资产是算法和产权, 没有实体形态的限制意味着跨国交易容易组织, 此类公司经常使用税法漏洞来减少税务负担。我们认为, 拜登获选美国总统后美股市场或已 price-in 部分加税因素。结合拜登基建税改计划公布 (3月31日) 后市场反应来看, 市场目前并不过分乐观或悲观, 主要态度还是观望。就算法案最后成功通过的增税幅度为28%, 增税也不会完全逆转特朗普减税给美股企业盈利带来的提振。

拜登税改对于经济的影响尚难定性。一方面, 增加企业税将对美国就业市场产生一定负面影响。另一方面, 增加的财政收入将会被 (至少部分) 投入进基础设施建设中, 对于提振美国经济有正面作用。

通货膨胀方面, 凯恩斯主义经济学认为政府可采用加税等紧缩性财政政策抑制总需求从而降低通胀, 但是财政政策对于通胀的抑制较难定性定量。

民主党再次使用预算和解来通过法案似乎已成为市场共识。

● 海外疫情与疫苗接种进度追踪

海外疫情方面, 美国新增病例数仍有增加的趋势。意大利封禁措施取得成效, 上周新增病例数下降。德法两国疫情尚未得到有效控制, 德国总理默克尔称这一轮疫情可能是最严重的一轮。目前德国新增病例数约为1.3万例/天, 法国约为3万例/天。

● 上周主要资产走势概览

美股: 标普4月12日收报4127.99点, 一周涨50.08点, 涨幅达1.23%。道指4月12日收报33745.40点, 218.21点, 涨幅为0.65%。纳指4月12日收报13705.59点, 一周共涨144.41点, 涨幅为1.05%。

美债: 美国10年期国债利率13日报1.690%, 期间最高曾报1.720%。2年期国债利率最高曾报0.185%, 截至13日报0.177%。

伦敦金: 4月13日报1727.35美元/盎司, 一周跌0.24%。

美元指数: 4月13日报92.60, 一周跌0.06点。

布油价格 4月13日报63.50美元/桶, 一周涨1.93%。

伦敦铜 4月13日收盘报8841.5美元/吨, 一周涨0.41%。

内容目录

| | |
|------------------------------|----|
| 详解拜登税改方案..... | 4 |
| 美国税制简述..... | 4 |
| 拜登税改包含什么内容? | 6 |
| 拜登税改影响几何? | 7 |
| 美国历次税改回顾—上次大规模加税还是越战期间 | 9 |
| 海外疫情与疫苗接种进度追踪..... | 10 |
| 上周主要资产走势概览..... | 12 |
| 美股..... | 12 |
| 美债..... | 13 |
| 伦敦金和美元指数 | 13 |
| 布伦特原油和伦敦铜..... | 14 |
| 国信证券投资评级..... | 15 |
| 分析师承诺 | 15 |
| 风险提示 | 15 |
| 证券投资咨询业务的说明..... | 15 |

图表目录

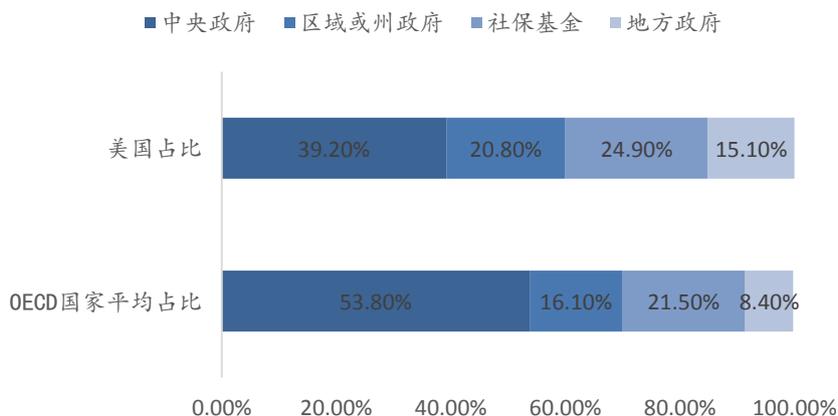
| | |
|---|----|
| 图 1: 美国各层级税收占总税收比例..... | 4 |
| 图 2: 美国各税种占总税收比例..... | 4 |
| 图 3: 2018 年 OECD 国家税收占 GDP 比例 (%)..... | 6 |
| 图 4: 美国历史企业税税率 (%)..... | 6 |
| 图 5: 高盛预测拜登加税方案对各板块盈利的拖累..... | 8 |
| 图 6: 道琼斯工业指数 (拜登基建法案公布后股指表现平稳)..... | 8 |
| 图 7: 政府加税将抑制总需求, 从而达到抑制价格上涨的效果..... | 9 |
| 图 8: 美日德英法意六国每日新冠病例新增数 (7 天移动平均)..... | 11 |
| 图 9: 美日德英法意六国群体免疫建立进度 (粗略估计)..... | 11 |
| 图 10: 3 月 31 日-4 月 13 日标普 500 指数..... | 12 |
| 图 11: 3 月 31 日-4 月 13 日道琼斯工业指数..... | 12 |
| 图 12: 3 月 31 日-4 月 13 日纳斯达克指数..... | 13 |
| 图 13: 4 月 6 日-12 日美国 10 年期国债利率 (%)..... | 13 |
| 图 14: 4 月 6 日-12 日美国 2 年期国债利率 (%)..... | 13 |
| 图 15: 4 月 6 日-13 日伦敦金价与美元指数 (伦敦金: 美元/盎司)..... | 14 |
| 图 16: 4 月 1 日-13 日布油价格走势 (美元/桶)..... | 14 |
| 图 17: 4 月 1 日-13 日伦铜价格走势 (美元/吨)..... | 14 |
| | |
| 表 1: 美国各税种内涵及税收层级..... | 5 |
| 表 2: 美国各层级政府获得拜登 1.9 万亿财政刺激拨款情况..... | 5 |
| 表 3: 2021 年联邦个人所得 (Income Tax) 税率..... | 5 |
| 表 4: 美国财政 2021-2030 的开源节流计划..... | 7 |
| 表 5: 美国历次企业税税率变更原因..... | 10 |
| 表 6: 1980 年以来美国重大税制相关法案..... | 10 |
| 表 7: 美日德英法意六国疫苗供应和接种情况..... | 12 |

详解拜登税改方案

美国税制简述

美国的税收主要分为联邦、州和地方三个层级，三个层级为平行关系，比如联邦和州政府都可能对同一个人同一个时期的同一份收入征税，联邦政府没有管理地方税的权利。另外，每个州内的每个县或城镇都可能会收取地方学区税。商品服务进口的关税通常为联邦税，而房产税几乎都由地方征收。地方和州政府税收占总税收比例较大。

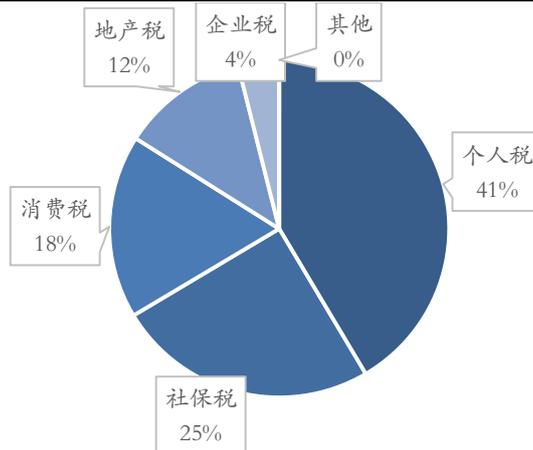
图 1：美国各层级税收占总税收比例



资料来源：Tax Foundation、国信证券经济研究所整理

美国的主要税种包含个人税、消费（增值）税和房产税等。占比上来看，个人所得税是美国第一大税种，占政府税收收入的 40% 左右，其次是占 25% 的社保税和占 17.6% 的消费税，而企业税仅占政府收入的 3.9%。

图 2：美国各税种占总税收比例



资料来源：Tax Foundation、国信证券经济研究所整理

其中个人税、企业税等都是由联邦政府和地方政府共同收取的，而房产税主要由地方政府负责征收。征收对象方面，包括自然人、企业主体、信托和其他形式的组织。税收可能基于地产、所得、交易、转移和进口等活动或因素。

表 1: 美国各税种内涵及税收层级

| 税种 | 占总税额比例 | 描述 |
|-----|--------|--|
| 个人税 | 41.5% | 州与地方共同征收, 对雇主和雇员同时征收。除雇员收入外, 股息分红收入也算在内 |
| 社保税 | 24.9% | 对雇主和雇员同时征收, 用于支付退休金/残疾救助等社会保障项目 |
| 企业税 | 3.9% | 对企业营收所征, 包含联邦和州两种层级。除 Corporate Tax (此次拜登增税涉及) 外, 大量美国公司以 pass-through (同伙) 形式存在, 不适用于普通企业税率 |
| 消费税 | 17.6% | 美国消费税即增值税 (VAT), 不同商品税率不同, 且不同地区同一商品的税率也不相同。平均消费税税率为 7.4% |
| 地产税 | 12.1% | 通常由地方对个人和企业征收, 以地产的市场价格乘以税率得出缴纳金额, 缴纳地产税被认定为地产所属人之义务 |
| 国际税 | / | 指关税, 主要取决于两国间贸易协定对该项商品或服务收取的税率 |

资料来源: Tax Foundation、国信证券经济研究所整理

各州和地方税率差别非常大, 比如所得税税率从 0-13% 都有, 地产税税率同样相差甚广。另外, 不同物品的税率规定在各地均不同, 比如纽约州牛奶不收税, 但口香糖收税。通常来说民主党州税率远高于共和党州, 这导致了各州财政收支结构不一, 财政收支平衡状况受新冠影响不同。

表 2: 美国各层级政府获得拜登 1.9 万亿财政刺激拨款情况

| 政府层级 | 金额 (亿美金) | 分配原则 |
|-------------|----------|---------------------|
| 州政府 | 1953 | 占总失业比例及 CARES 最少配额 |
| 地方政府 | 1302 | 县级别按人口; 城市按 CDBG 标准 |
| 美属领地 | 45 | 基础分配加人口 |
| 部落 (保留地) 政府 | 200 | 财政部决定 |

资料来源: CBO、国信证券经济研究所整理

目前拜登公布的加税计划主要针对美国企业, 但目前市场许多观点认为拜登或美国国会议员接下来将对个人层面的税率下手。UBS 认为参众两院会加上个人税率方面的内容, 包括增加资本利得税, 地产税和 39.6% 最高薪酬者税率等。

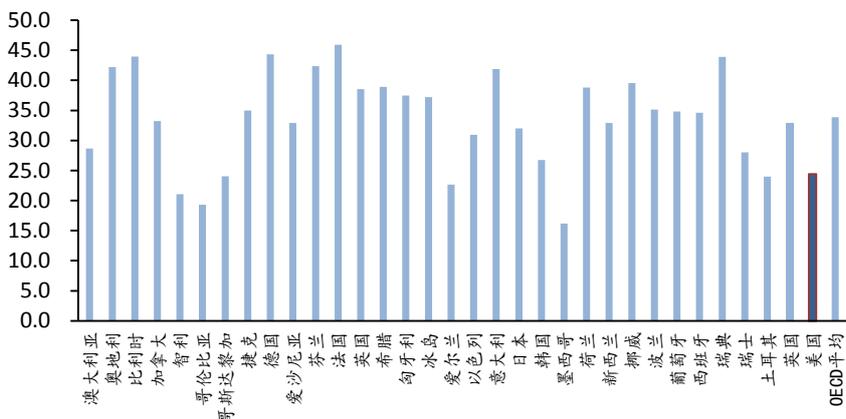
表 3: 2021 年联邦个人所得税 (Income Tax) 税率划分

| 税率 | 个人收入 (美元) | 已婚共同报税 (美元) | 户主 (支付家庭支出的一半以上) (美元) |
|-----|---------------|---------------|-----------------------|
| 10% | 9950 以下 | 19900 以下 | 14200 以上 |
| 12% | 9951-40525 | 19901-81050 | 14201-54200 |
| 22% | 40526-86375 | 81050-172750 | 54201-86350 |
| 24% | 86376-164925 | 172751-329850 | 86351-164900 |
| 32% | 164926-209425 | 329851-418850 | 164901-209400 |
| 35% | 209426-523600 | 418851-628300 | 209401-523600 |
| 37% | 523601 以上 | 628301 以上 | 523601 以上 |

资料来源: Tax Foundation、国信证券经济研究所整理

相比高税高福利的欧洲国家, 美国税率并不算高。2018 年美国的总税收 (三个层级相加) 占美国 GDP 的 24.41%, 远低于 OECD 平均的 33.9%。由于有各种税减政策制度及避税手段的存在, 美国企业实际交税税率远低于目前的 21%。

图 3: 2018 年 OECD 国家税收占 GDP 比例 (%)



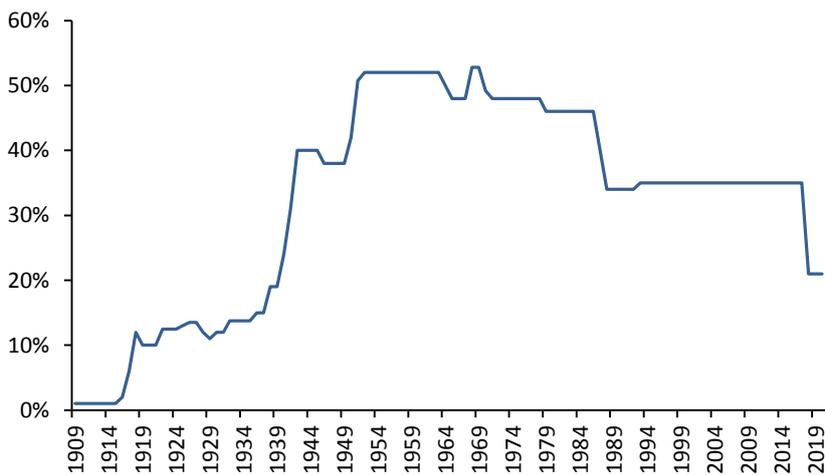
资料来源: OECD、国信证券经济研究所整理

根据美国 Tax Fairness 组织的测算, 美国 288 家福布斯五百强企业在 2008-2012 期间实际交税率为 19.4% (彼时企业税率为 35%), 每年通过把收入计入避税国收入的方式逃避的税款达 900 亿美金。减少税法漏洞、削弱跨国公司避税能力是拜登税改的重要目的之一。

拜登税改包含什么内容?

拜登税改计划将逆转 2017 年底特朗普推出的部分税改政策。该法案将提高企业税率至 28% (原先为 21%)。但如前文所述, 由于有各种免税制度条例和避税手段的存在, 企业实际交税税率将会低于 28%。所以, 拜登税改还设置 15% 的大型企业最低税率 (针对账面收入 “Book Income”) 以确保其不能过度使用税务规则的漏洞来免除大部分税务。

图 4: 美国历史企业税税率 (%)



资料来源: World Tax Database、IRS、国信证券经济研究所整理

另外, 拜登政权意图结束全球 “企业税率价格战”, 寻求通过经合组织 (OECD) 与成员国政府达成协议, 设置全球最低税收收入 (GILTI) 及 21% 的国际统一税率标准, 以防止跨国公司利用知识产权将利润转移至低税率国家来逃税。此前, 各国为吸引跨国企业投资纷纷降低公司税率, 拜登此举意欲终止这种 “税率竞

争”。

目前的谈判内容仅针对电子商务类公司，但外界普遍猜测协议很可能拓展到所有公司类别。协议旨在削弱跨国公司将其在美国获得的营收转移至无最低税的避税国以达到避税目的的能力。

拜登政府同时在筹划“倒置”(Inversion)改革，旨在防止跨国公司与外国企业合并，从而转移企业所属国的方式达到使用更低的税率报税的目的，虽然该企业实质性的运作和管理都在美国。同时，该计划将取消美国公司将业务移至国外而获得费用减免的权利，并用减税额度奖励将工作机会转移至美国(Onshoring)的公司。

除此之外，税改方案计划取消无形资产(软件服务、商标、科技类知识产权执照、医疗和其他产品)的税收减免(Tax Break)。此类公司目前的实际缴税的税率大约为13%，远小于21%的标准。

行政实施方面，税改方案将会增加提供给美国IRS(美国国家税务局)的资源以确保其能够有效率的推行美国税法。美国财政部与IRS官员表示将致力于缩小法律规定的税率与实际税率之间的“税务缺口”。若不加以控制，预计税务缺口将在2020-2029年达到7.5万亿美元。

长期来看，美国严监管和加税是大趋势。目前美国财政赤字规模前所未有，缩小财政赤字规模是当务之急，提高针对美国公司海外营收的税收是美国两党的共识。2017特朗普税改也试图针对这个问题，将海外营收税率设置在本土的一半(10.5%)便是为了鼓励企业缴税。在特朗普税改之前，针对美国企业海外营收的税率与本土一致，但只要跨国企业不把钱带回美国就可以无限延期交税，所以特朗普政策的本质是“收一半总比完全收不到的好”。

表 4: 美国财政 2021-2030 的开源节流计划

| 项目 | 2021-2030 目标 (十亿美金) |
|-------|---------------------|
| 经常性支出 | 减少 1529-3307 |
| 可选支出 | 减少 880-1397 |
| 收入 | 增加 8650-12806 |

资料来源:CBO、国信证券经济研究所整理

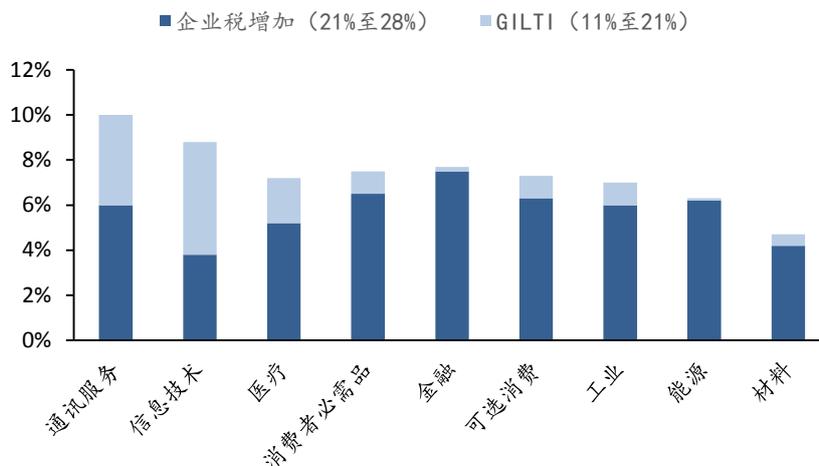
拜登税改影响几何?

税改对于股市冲击最为直接，根据UBS的估算，若增加企业税率7%至28%，那么标普500的回报将会被拖累8%。若如目前多方预期，最后法案仅增加企业税至25%，则对标普500回报的拖累为4%。

UBS最终给出的2022年标普500指数盈利为13%，保持乐观的原因是加税会被用于投资基建，对于经济有正向作用。总体来看疫情后经济复苏是股市牛市的主要驱动，但加税一旦落地，将会对股市形成拖累。

美国税法方面的专家认为，拜登的加税计划对科技企业和医疗公司打击最大，因为这两类公司最值钱的资产是算法和产权，主要为知识产权类，没有实体形态的限制，所以这两类公司的跨国交易最容易组织。此类公司经常使用税法漏洞来减少税务成本。但对于零售和农业这种以有形资产为主的行业来说，资产被转移到低税收国家的难度较大。

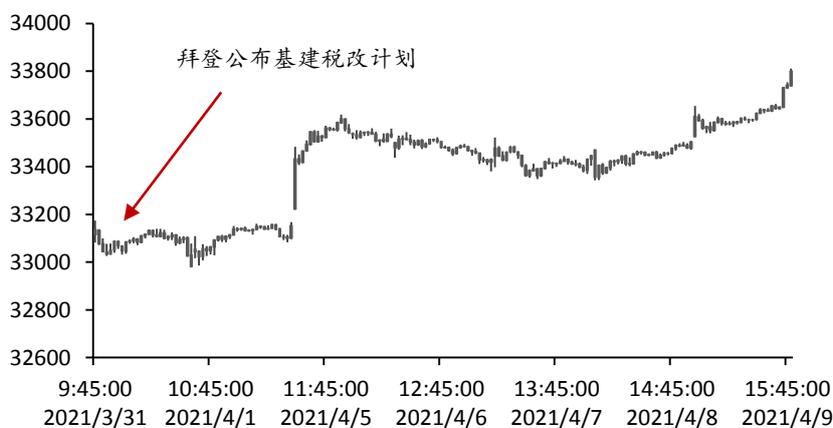
图 5: 高盛预测拜登加税方案对各板块盈利的拖累



资料来源:高盛、国信证券经济研究所整理

我们认为，拜登获选美国总统后美股市场或已 price-in 部分加税因素。由于拜登税改法案的细节还未敲定（比如所针对的“所得”的范围未被明确定义），结合拜登基建税改计划公布（3月31日）后市场反应来看，市场目前并不过分乐观或悲观，主要态度还是观望。

图 6: 道琼斯工业指数（拜登基建法案公布后股指表现平稳）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19092



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn