

## 美股头上的三座大山：Taper、加税、反垄断

证券研究报告

2021年09月12日

## ● 核心结论

苹果事件令反垄断议题再次受到关注。苹果与Epic Games的诉讼于9月10日落下帷幕。尽管法官认为苹果并未违反反垄断法，但反垄断议题再次受到关注。事实上，2021年7月9日美国总统拜登颁布了《关于促进美国经济竞争的行政命令》，意在打击过度集中、滥用市场力量和垄断产业。

美国反垄断政策执行力度与社会结构及政治周期有关。二战后美国反垄断政策趋严；80年代里根上台后美国政府对反垄断的态度有所淡化。当下，美国政府反垄断要求再次呈现趋严态势。由此可见，美国政府对待反垄断的态度与其社会结构及政治周期有关。贫富分化加剧、中产占比偏低阶段，美国政治光谱就会左倾、民主党影响力上升，随后美国进入加税周期、反垄断政策执行力度加强；当中产占比较高、消费力过强并引发高通胀（如70年代），美国政治光谱就会右倾、共和党影响力上升，随后美国进入减税周期、反垄断力度减弱。

拜登政府再次强化反垄断制度，若新法案落地美国互联网科技等行业或将面临颠覆性变革。目前新反垄断提案主要针对市场规模较大、市值较高的互联网公司，如FAANG等。该法案可能会导致大型科技大幅度改变其商业行为，并面临收购更困难，甚至被拆分的情况，或将对行业产生颠覆性影响。鉴于拜登政治影响力及执行力极强，新反垄断法案极有希望落地。

美国处于四大周期拐点；美股长期风险将切换。美国反垄断政策执行力度、税收政策与货币政策在长周期上与美国政治周期共振。加税、提高无风险利率以及强化反垄断都是美国民主党缩小贫富分化的重要手段。总言之，以拜登当选为标志美国重新进入“大政府”时代，当前正处于政治光谱左倾、强化反垄断、加税周期以及无风险利率上行的起点处。在这一时代，美股风格将有别于此前的40年。往后看，大型科技企业及长久期资产将显著受损；中小型科技企业以及核心消费等短久期资产将逐渐受益。

回到当下，美股面临Taper的波动冲击与加税的EPS掣肘。美联储需要“左侧预判；右侧行动”，因此需待美国中低收入群体大规模回归就业市场后方能给出Taper时间表，预计时间为今年Q4。货币政策收紧仅是美股的波动因素，但对于高估值美股而言Taper仍存利空。Q4加税靴子落地为大概率，将一次性冲击美股EPS并引发美股短期急跌。此外，尽管美股虽牛长熊短，但其下跌年份非常集中地出现在每位总统上任的前两年。再考虑到明年中期选举的重要性，因此今年年内美股指数收跌的概率极高。

风险提示：全球疫情超预期；美国反垄断政策超预期；美国货币政策与财政政策超预期。

## 分析师



张静静 S0800521080002



13716190679



zhangjingjing@research.xbmail.com.cn

## 相关研究

## 索引

### 内容目录

一、苹果事件令反垄断议题再次受到关注.....	4
二、美国反垄断政策执行力度与社会结构及政治周期有关.....	4
(一) 美国反垄断机制演变.....	4
1. 美国当前的反垄断法案可最早追溯到 19 世纪末.....	4
2. 二战后伴随企业兼并浪潮美国反垄断运动再次兴起.....	4
3. 里根总统上台后为企业的垄断行为开了“绿灯”.....	4
(二) 美国反垄断政策执行力度与社会结构及政治周期有关.....	5
三、美国处于四大周期拐点；美股长期风险将切换.....	7
(一) 拜登政府再次强化反垄断制度.....	7
1. 新反垄断提案意在打压大型互联网公司.....	7
2. 若新反垄断法成功实施可能会对行业产生颠覆性变革.....	8
3. 拜登政府政治影响力极强，新反垄断法案极有希望落地.....	8
(二) 拜登开启美国加税与反垄断新时代，美国处于四大周期拐点.....	9
(三) 美股面临长期风格切换.....	10
四、回到当下，美股面临 Taper 的波动冲击与加税的 EPS 掣肘.....	12
(一) Taper 虽为波动因素，但对美股起码是利空影响.....	12
(二) Q4 加税靴子落地为大概率，将一次性冲击美股 EPS.....	13
(三) 短期存在调整风险；中长期面临风格切换.....	14
五、风险提示.....	14

### 图表目录

图 1：美国主要反垄断法出台时间轴.....	5
图 2：美国不同收入家庭占比.....	6
图 3：美国个人所得税政策（空白区域为未落地相关政策）与两党任期.....	6
图 4：美国企业税政策（空白区域为未落地相关政策）与两党任期.....	7
图 5：美国两党执政期间对于税收梯度的倾向.....	7
图 6：美国 top1%和 bottom90%收入水平的群体拥有的财富占比.....	9
图 7：大萧条以来美国政府杠杆率与 10 年期美国国债收益率.....	10
图 8：二战后美国个人消费支出同比增速与中产占比.....	11
图 9：1962-1980 年标普 500 指数及 5 只“漂亮 50”代表股走势（1962.1=1）.....	11
图 10：FAANG 占纳斯达克与全部美股总市值的比重变化.....	11
图 11：10 年期 TIPS 收益率与美国新冠肺炎当日死亡人数.....	12
图 12：标普 500 指数席勒 10 年周期调整市盈率（CAPE）.....	13

表 1: 传统学派和芝加哥经济学派的区别 .....	5
表 2: 美国两党税收政策倾向 .....	6
表 3: 新反垄断法案主要内容 .....	8
表 4: 80 年代以来历届总统任内标普 500 指数年度收益率 (%) .....	14

## 一、苹果事件令反垄断议题再次受到关注

2020年8月视频游戏《堡垒之夜》开发商 Epic Games 先后向苹果和谷歌提起诉讼指控其违反反垄断法。苹果与游戏公司 Epic Games 的诉讼于9月10日落下帷幕。尽管根据联邦或州法律，法官认为苹果并未违反反垄断法，但该事件令反垄断议题再次受到关注。

事实上，2021年7月9日美国总统拜登颁布了《关于促进美国经济竞争的行政命令》，其中包括了涉及十多个联邦机构的72项举措，意在执行反垄断法以打击产业过度集中、滥用市场力量和垄断、以及垄断带来有害影响。为了实现这一目标，该命令指引当局监管机构对商业行为进行监督，并鼓励监管机构制定和加强规则。该行政命令的范围很广，其中提到了劳动力市场、农业市场、互联网平台、医疗保健市场、维修市场，以及受外国企业联合直接影响的美国市场等。

## 二、美国反垄断政策执行力度与社会结构及政治周期有关

### （一）美国反垄断机制演变

#### 1. 美国当前的反垄断法案可最早追溯到19世纪末

为遏制垄断企业的崛起并回应因垄断资本主义兴起而导致的美国劳工反抗运动，美国国会于1890年出台了历史上第一部反垄断法《谢尔曼反托拉斯法》(The Sherman Act)。20世纪初西奥多·罗斯福总统在任期间也曾多次修改《谢尔曼反托拉斯法》，并从思想和实践两方面完善了政府在反垄断运动中的指导地位和作用。作为对《谢尔曼反托拉斯法》的补充，美国国会又于1914年颁布了《克莱顿反托拉斯法》(The Clayton Act)和《联邦贸易委员会法》(FTC)。其中《联邦贸易委员会法》设立了“联邦贸易委员会”，授权其随时收集、编制和调查有关从事商业活动的各类经济实体的经营、管理信息，举行听证会并在特定情况下做出停业判决。

#### 2. 二战后伴随企业兼并浪潮美国反垄断运动再次兴起

为应对此情况，国会颁布了《塞勒-凯弗维尔法》(Celler-Kefauver Act of 1950)，该法案对《克莱顿法》进行了修订，将违反反垄断法的范围扩大至所有地区及行业，一定程度上阻止了大型企业通过横向、纵向并购削弱竞争对手实力并达到垄断的目的。当然，由于克莱顿法的局限性导致其难以界定跨行业市场的并购行为是否违法，因此其对反垄断机制的影响较为有限。

#### 3. 里根总统上台后为企业的垄断行为开了“绿灯”

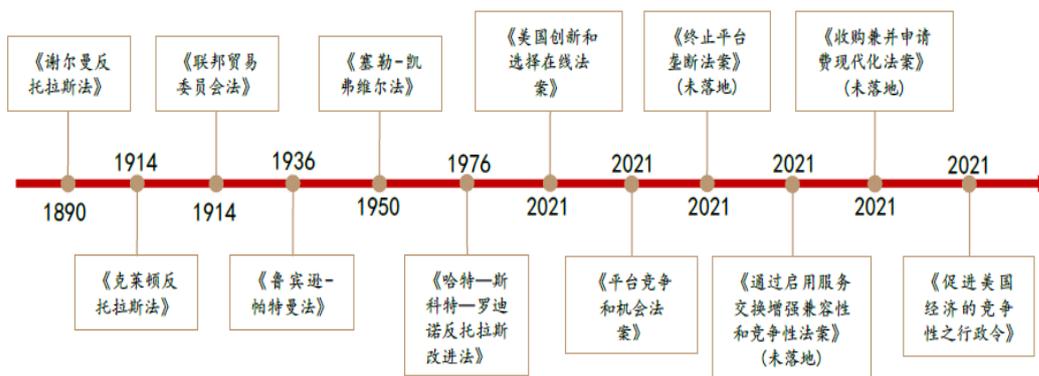
70-80年代芝加哥学派所代表的价格理论在开始逐渐取代以结构经济学为基础的竞争理论(传统学派)。前者认为反垄断法的最终目的是最大化消费者福利；在该理论框架之下，若总体消费者福利不会发生重大变化，掠夺性定价、纵向并购及捆绑安排等垄断行为应被视为是合理且不违法的。1980年里根上台后芝加哥学派的观点成为国家政策的指导方针。1982年和1984年美国司法部和联邦贸易委员会(FTC)发布了新的并购法案，该法案缩小了监管机构对企业合并的审理范围并从实质上承认了纵向并购交易的合理合法性。虽然里根之后的政府又重启了对企业并购交易的审核，但由于芝加哥学派的观点仍然在当时占主导地位，美国反垄断机制的发展一直处于“原地踏步”的情况。

表 1：传统学派和芝加哥经济学的区别

观点	芝加哥学派/价格理论	传统学派/结构经济学理论
对市场参与者的解读	市场中的理性玩家会通过最有效率的方式投入产出以寻求利润最大化	垄断和寡头垄断的市场结构使市场的主导者能够通过一些微妙操作，进行价格/市场操纵和暗中勾结等行为；垄断和寡头垄断企业对消费者、供应商和雇员拥有更多的议价能力，这使得他们能够在保持高利润的同时提高价格，降低服务和质量
对并购的看法	支持纵向并购，反对横向并购	反对任何可能导致垄断的公司并购行为
对市场的看法	市场格局是由独立的市场力量和生产的技术需求的相互作用所决定的	经济的产业结构决定了市场格局
对进入壁垒的看法	进入壁垒是指寻求进入某一行业的公司必须承担的成本	现有企业在规模经济、资本要求和产品差异化方面所享有的优势并不构成进入壁垒，因为这些因素被认为仅仅反映了“生产和分销的客观技术性需求”

资料来源：The Yale Law Journal，西部证券研发中心

图 1：美国主要反垄断法出台时间轴



资料来源：公开资料整理，西部证券研发中心

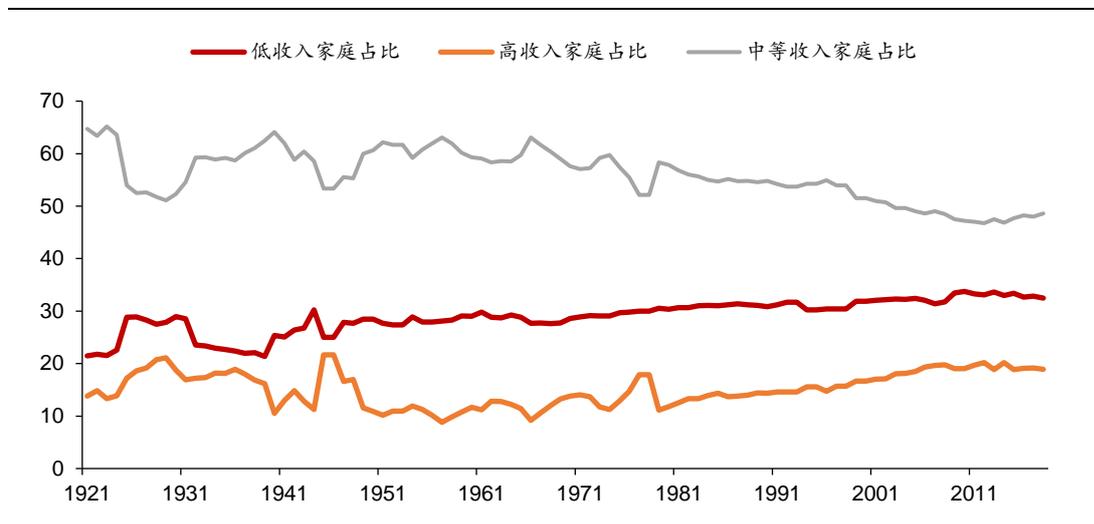
## （二）美国反垄断政策执行力度与社会结构及政治周期有关

总体来看，二战后美国反垄断政策开始趋严；80年代里根上台后美国政府对反垄断的态度有所淡化。当下，美国政府反垄断要求再次呈现趋严态势。由此可见，美国政府对待反垄断的态度与其社会结构及政治周期有关。

事实上，美国社会结构是驱动两党执政影响力交替的关键因素。民主党执政理念偏向“大政府”、代表“公平”，善于通过加税方式利用二次分配降低贫富分化；共和党推崇“小政府”的执政理念、代表“效率”，善于通过减税、降息方式推动资本逐利。一战后至疫情前美国有两次对于“公平”和“效率”的再选择，分别出现在大萧条后以及1980年里根当选后。大萧条时代美国贫富分化形势极其严峻，社会矛盾推动美国社会进入了“公平”理念主导阶段，美国政治光谱开始左倾、民主党政治影响力上升。随后，美国始终处于加税周期，剔除二战带来的政府杠杆率被动上升阶段外，1933年-1980年美国杠杆率整体偏低，且社会结构不断优化。物极必反，1980年美国社会结构呈现“橄榄型”后公平

理念也就走到了极致，美国社会重新进入由“效率”主导阶段，美国政治光谱开始右倾、共和党政治影响力上升。此后，美国进入降税周期，政府杠杆率上升的同时，中产占比开始下降、贫富分化重现恶化。

图 2：美国不同收入家庭占比



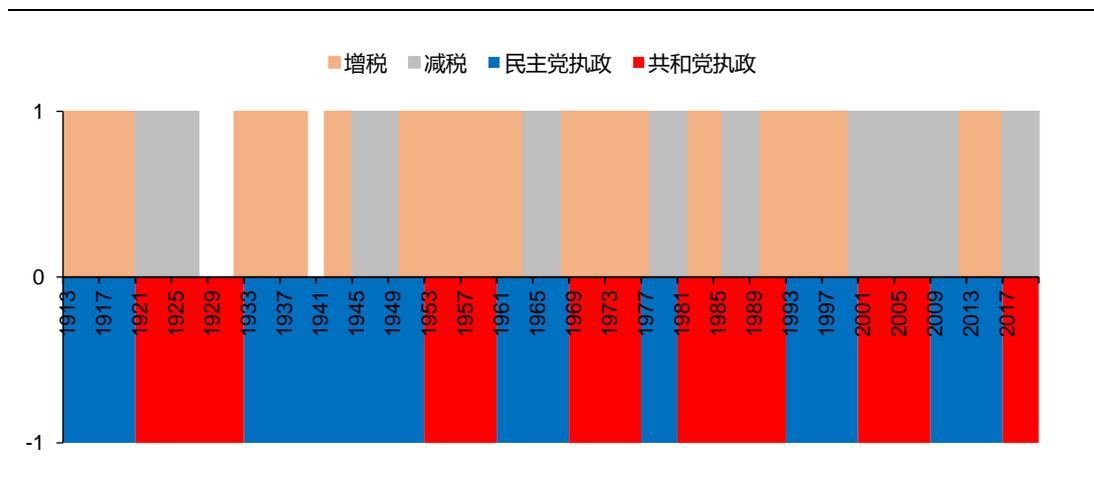
资料来源：IRS, Census Bureau, 西部证券研发中心

表 2：美国两党税收政策倾向

个人所得税增减年份占比	增税年份	减税年份	不变年份
民主党		67.86%	28.57%
共和党	46.15%		7.69%
企业税增减年份占比	增税年份	减税年份	不变年份
民主党		41.07%	23.21%
共和党	46.15%		36.54%

资料来源：<https://www.taxpolicycenter.org/laws-proposals>, 西部证券研发中心

图 3：美国个人所得税政策（空白区域为未落地相关政策）与两党任期



资料来源：<https://www.taxpolicycenter.org/laws-proposals>, 西部证券研发中心

图4：美国企业税政策（空白区域为未落地相关政策）与两党任期

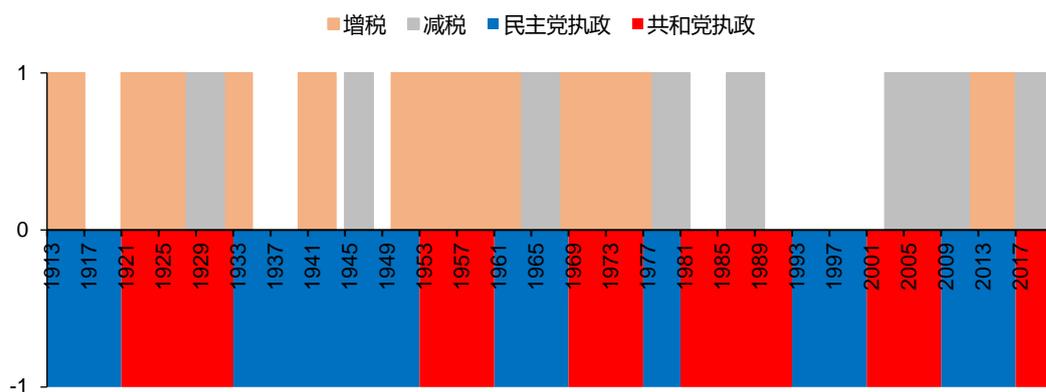
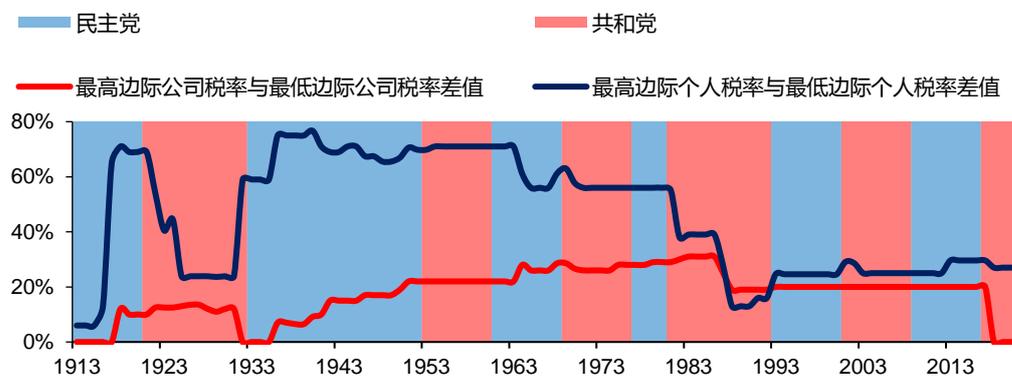
资料来源：<https://www.taxpolicycenter.org/laws-proposals>，西部证券研发中心

图5：美国两党执政期间对于税收梯度的倾向

资料来源：<https://www.taxpolicycenter.org/laws-proposals>，西部证券研发中心

由此可见，美国政府对于反垄断的态度跟美国社会结构以及政治周期一致。当贫富分化加剧、中产占比偏低阶段，美国政治光谱就会左倾、民主党影响力上升，随后美国进入加税周期、反垄断政策执行力度加强；当中产占比较高、消费力过强并引发高通胀（如70年代），美国政治光谱就会右倾、共和党影响力上升，随后美国进入减税周期、反垄断力度减弱。此外，正如我们在9月7日报告《美债走势的长期逻辑与短期矛盾》中指出的，美国民主党执政影响力增强、试图优化社会结构的阶段，也将提高机会成本遏制投机进而10年期美债收益率处于上升期；共和党执政影响力增强、减税周期下，政府杠杆率上升财政赤字货币化诉求下10年期美债收益率处于下降期。

### 三、美国处于四大周期拐点；美股长期风险将切换

#### （一）拜登政府再次强化反垄断制度

##### 1. 新反垄断提案意在打压大型互联网公司

从美国国会目前公布的信息，目前新反垄断提案针对目标主要为市场规模较大、市值较高的互联网公司，主要包括FAAG（美国四大科技公司苹果、谷歌、Facebook和亚马逊）、网飞（Netflix）和推特（Twitter）等。如下表所示，一些法案开始对大型科技公司的垄断性竞争策略：如利用旗下平台的主导地位来推广自身其它业务并排斥其他竞争者，多元化

并购等作出了明确的限制，这在之前的反垄断法框架之下都是史无前例的。透过现象看本质，新反垄断法案的出台也同时标志着对反垄断法解读的改变。如前文所述，二战以来美国的反垄断法一直在被芝加哥经济学派的思想所左右。这次新反垄断法案的提出，标志着对反垄断法的目的的认知，由曾经的“最大化消费者福利”转变为了“维护正常的市场秩序和市场参与者之间的良性竞争关系”。

表 3：新反垄断法案主要内容

法案名	主要条款
The American Innovation and Choice Online Act	禁止科技巨头的“歧视性行为”。这意味着科技巨头公司将不能再优先向消费者推销自己的产品和服务。其他类似歧视性行为：如将竞争对手拒之于服务器/运营商之外，禁止科技巨头通过自主开发的平台窃取使用该平台的运营商的数据
The Platform Competition and Opportunity Act	该法案将禁止科技巨头公司通过并购手段消灭竞争威胁，并要求科技巨头公司该并购行为的商业合理性及合法性。这一法案的颁布会大幅减缓大公司吞并竞争对手的速度
The Ending Platform Monopolies Act	该法案将限制大型互联网公司通过利用自身的市场力量从而带来不公平的优势。该法案的适用对象为月活跃用户 5000 万以上、市值超过 6000 亿美元的平台。要求其拥有或运营另一条产生利益冲突的业务线。例如亚马逊的网购平台上既出售自营产品也出售竞争对手的产品，苹果的应用商店里既有自主开发的软件也有第三方竞争对手开发的软件
The Augmenting Compatibility and Competition by Enabling Service Switching Act	该法案将使得网络用户能够更加便捷的在不同平台转移个人信息
The Merger Filing Fee Modernization Act	将法案将为政府提供反垄断诉讼资金，并为美国最高反垄断执法机构、联邦贸易委员会和司法部提供更多的资金支持

资料来源：CNET，西部证券研发中心

## 2. 若新反垄断法成功实施可能会对行业产生颠覆性变革

疫情似乎是触发美国政府与社会再度关注反垄断的催化剂。2020年7月29日美国国会就曾召开反垄断听证会，亚马逊、Facebook、苹果、谷歌四家公司首席执行官共同作为证人出席。在经历了对谷歌长达一年的反垄断调查后，美国司法部亦于2020年10月20日表示或将起诉谷歌违反反垄断法。由于新反垄断法案主要针对大型科技公司和其所处行业，一旦顺利推行有可能对美国产生一些颠覆性的变革。如《终止平台垄断法案》要求以亚马逊为首的大型科技公司进行结构性分离，以拆分、出售或剥离自有厂牌业务，可能改变亚马

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\\_26460](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26460)

