



特朗普“残酷的仁慈”

2017年/3月

全球宏观经济研究员 刘绍东

010-66555862

shaodong_liu@chiefgroup.com.hk

摘要：

- 3月23日晚，美国众议院将对特朗普总统及共和党公布的奥巴马医改替代方案进行投票。据国会预算办公室估计，如果这个方案通过：将有1400万人在2018年失去医保，到2026年将有2400万人失去医保。在老年人保费增加的同时，top 1%的高收入人群却享受到平均高达3.3万美元的税收减免。在明显损害年长、低收入人群利益的情况下，他们的选票极有可能阻止特朗普医改计划的通过。
- 特朗普个人所得税改革计划虽然使绝大多数阶层享受到联邦税降低的优惠，但高收入人群将享受到更大的减税收益，而单亲家庭及成员较多的大家庭如果使用标准扣除法报税时，甚至会面对更多的纳税。
- 企业税改方案对企业盈利的影响巨大，并能促使境外利润回流。特朗普计划将企业联邦所得税由最高35%降为15%，对过渡法人企业所有者的盈利统一征收15%的联邦所得税来替代常规的联邦个人所得税税率。美国企业海外子公司的累积留存利润回流美国一次性收取10%的税，以取代当前最高达到35%的税率。
- 关税的调整计划涉及重新谈判“北美自由贸易协定”（NAFTA），取消签订“跨太平洋伙伴关系协定”（TPP），并考虑推行边境调节税。展开“贸易战”对象的选择基本以贸易差额为标准，但实施的可能性较小。
- 特朗普团队试图对多德-弗兰克金融法案进行修改，意在推行美国有史以来最大规模消减金融监管制度的举措。其针对该法案影响银行信贷、阻碍经济正常运行的指责是缺少依据的。但考虑到其经济顾问团队很多具有投行背景，修改多德-弗兰克法案的可能性仍然较大，从而造成较为宽松的金融监管环境。
- 总体来看，特朗普提出的政策更像是从企业家的利益出发构建的，而忽略美国作为一个整体的利益。其政策导向完全不符合美国当前经济运行的实际情况，只会进一步推升风险，对美国经济金融稳定发展是不利的。



目录

• 一、暂停“奥巴马平价医疗法案”	4
• 二、税改政策	7
• 三、关税政策	11
• 四、多德-弗兰克法案	14
• 五、对其政策的再思考	16



图 1 私人和政府医保覆盖率.....	4
图 2 美国医疗支出.....	4
图 3 政府医疗支出.....	6
图 4 美国老龄人口比例.....	6
图 5 特朗普提出的新个税税率与目前税率的比较.....	7
图 6 特朗普税改计划对不同收入家庭的影响.....	8
图 7 对高收入家庭的影响.....	8
图 8 美国企业联邦所得税税率.....	9
图 9 企业反转的去向.....	9
图 10 C 类股份有限公司和过渡法人公司税率对比.....	9
图 11 各州过渡法人公司最高边际税率.....	9
图 12 部分美国公司海外留存现金量.....	10
图 13 S&P500 企业海外留存利润增长.....	10
图 14 美国同加拿大货物贸易额.....	11
图 15 美国同墨西哥货物贸易额.....	11
图 16 美国同各国贸易逆差.....	13
图 17 商业银行信贷.....	15
图 18 准备金余额.....	15
图 19 失业率与非农职位空缺率.....	17
图 20 各行业职位空缺率.....	17
图 21 美国经常账户逆差与资产累计值.....	18
图 22 美国境外部门资产分布.....	18
图 23 美国 CPI 和 PCE 同比增速.....	19



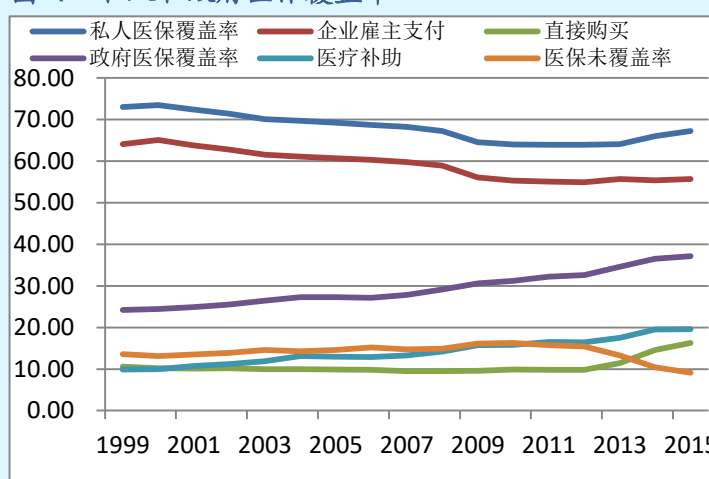
3月23日晚，美国众议院将对特朗普总统及共和党公布的奥巴马医改替代方案进行投票。这份于3月7日，由众议院议长瑞安设计的方案一经公开便遭到多方的质疑和反对。特朗普总统却执意力挺该方案，甚至威胁称只有通过新的医保方案才会如期推进后续的税收改革，以至于华尔街一地鸡毛。此医改替代方案被美国媒体评论为特朗普“残酷的仁慈”，在减少费用负担、保护中低收入阶级的口号声中，实际上却使得富人更富。然而残酷的又何止是该方案，我们将对特朗普当前的政策计划进行深度解析。谁才是其众多政策的受益者？其政策对美国经济又将造成怎样的影响？

一、暂停“奥巴马平价医疗法案”

1月20日，特朗普宣誓就职后不久，便签署第一道行政令，暂停奥巴马就任时期通过的“平价医疗法案”。

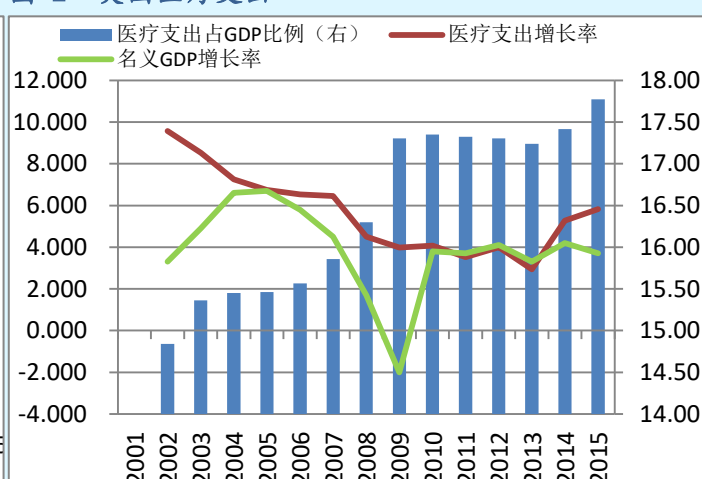
美国是发达国家中唯一没有实行全民健康保险或国家卫生服务制度的国家，人均超过10000美元的医疗支出占GDP的18%。全民医疗体制改革一直是美国历届总统改革计划的一部分，但由于各方面原因均未成功，直到2009年奥巴马就任美国总统。受次贷危机影响，医疗费用对中低收入人群造成巨大负担，大量底层群众缺乏医疗风险保障。医保未覆盖人群从2000年的13.1%增加至2010年的16.3%，由于受到经济衰退影响，其中医保覆盖率最大的企业雇主支付医保覆盖率从2000年的65.1%下降至2012年的54.9%。在这样的背景下，奥巴马提出的“平价医疗法案”终于在2010年获得国会通过。

图1 私人 and 政府医保覆盖率



资料来源：Wind、BEA、致富研究院

图2 美国医疗支出



资料来源：CMS、BEA、致富研究院

“平价医疗法案”可以总结为三部分：

1. 为没有医疗保险的人提供可负担得起的医疗保险。政府成立非营利性医疗保险系统，为穷人



提供补助，使他们能够获得保险。并且增加医疗费用抵税的项目，以减轻低收入者医疗费用造成的负担。

2. 为已经有医疗保险的人提供保障。政府对保险公司的合同条款进行监管，保险公司不得因为投保人既往的病史和拒绝承担赔付责任，禁止保险公司拒绝为病人取消保险或限制其保障范围。
3. 控制医疗费用支出。通过引入政府非营利医疗保险系统，加强现有保险体系的竞争，降低医疗费用成本。

“平价医疗法案”的通过使得医保未覆盖人群比例快速下降，2015 年底已低至 9.1%，私人医保覆盖率和政府医保覆盖率均出现上涨。虽然私人医保中的企业雇主医保覆盖率并没有明显增加，但由于医疗保险费用的下降及法律上的强制性，使得私人直接购买医保增加迅速，2015 年底已增至 16.3%。政府医疗补助覆盖范围也从 2010 年的 15.8% 增至 2015 年的 19.6%，政府医保总体覆盖率已达到 37.1%。低收入群体确实受到很大益处。

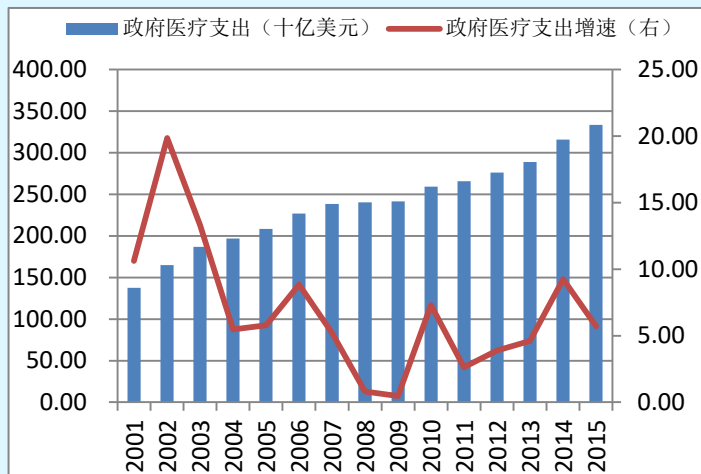
特朗普废除“平价医疗法案”的理由是它增加工薪阶层的成本，因为他们需要为买不起保险的穷人买单，同时也增加政府财政负担。但是这些理由可能缺少直接的证据支持。为平衡医保支出，2013 年 1 月起，美国加收 0.9% 的额外医疗保健税，征税对象为年收入超过 25 万美元的已婚家庭、超过 12.5 万美元的已婚独立报税者和超过 20 万美元的单身者。此外，还加收 3.8% 的净投资收益税，征税对象与前者基本一致。虽然税负有所增加，但征税对象并不是所谓中产阶级，而是收入在 top 7% 的高收入人群。

另一方面，自通过该法案的 2010 年起，医疗支出增长率与美国名义 GDP 增长率大致相同，而 2014、2015 年两年增速上升的主要原因是个人医疗费用的快速上升，而非政府医保费用加速上涨。相反，次贷危机过后的政府医疗支出增速要小于次贷危机之前的增速。

美国医疗支出占 GDP 比例自次贷危机以来居高不下，这是受到多方面因素影响，而不仅仅是“平价医疗法案”的负面作用。首先，次贷危机使得美国 GDP 负增长，而作为刚需的医疗消费在没有减少的情况下，占比自然上升；同时当前 GDP 增速还没有超过医疗消费增长率，因此医疗支出占比不会下降。其次，医保覆盖率的提升使得更多人享受到医疗保障、降低医疗风险，在人均医疗支出不变的情况下，医疗支出占比也会上升。最后，人口结构老龄化也是推升医疗支出的重要原因。受到 1946-1964 年二战后婴儿潮的影响，自 2008 年起 65 岁以上人口比例快速上升，已从 2008 年的 12.74% 上升至 2015 年的 14.87%。而老年人特别是患有慢性疾病的老年人一直是医疗消费的主体，医疗支出上升也是必然。

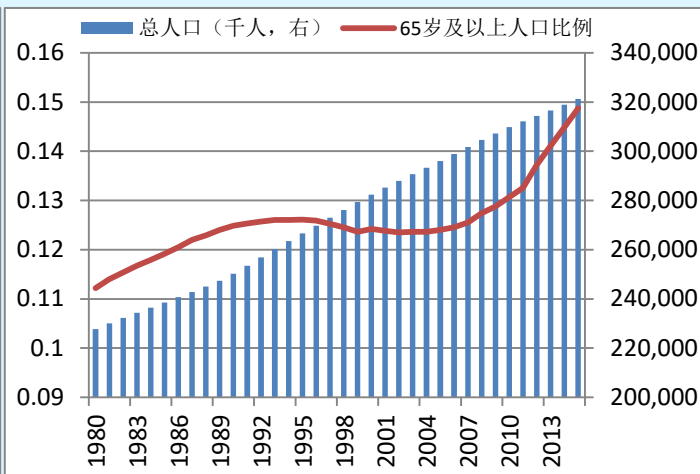


图 3 政府医疗支出



资料来源: CMS、致富研究院

图 4 美国老龄人口比例



资料来源: Wind、BEA、致富研究院

共和党在 3 月 7 日公布平价医疗法案的替代医保方案。由于共和党没有足够票数直接废除平价医疗法案，因此他们寻求通过达成预算和解的方式从费用和税收方面进行改变，其主要内容包括：

1. 保留平价医疗法案中最受拥护的两项：26 岁以下年轻人仍可以加入其父母的医保计划；医保公司不能拒绝为病人提供医疗保险。
2. 去除对未购买保险个人的额外征税；去除对不为员工提供医疗保险的公司的额外征税；去除对高收入人群的额外征税。
3. 允许收入不超过 7.5 万美元的个人或 15 万美元的家庭获得全额税收抵免，而在奥巴马医改下，收入 4.75 万美元以上的参保者不能获得补贴。
4. 不再强制保险公司提供的医保方案覆盖全部基本健康问题，例如怀孕、心理疾病、器械治疗慢性病等。
5. 将老年人额外保费上限从年轻人的三倍提高到五倍。
6. 联邦政府将不再按比例承担各州医保支出，而是给各州定额补助。

根据这份方案，健康的年轻人、不购买保险的群体和高收入人群将减少费用支出，但是患病者、老年人、孕妇等真正需要医保的群体反而会增加开支。据国会预算办公室估计，如果这个方案通过：将有 1400 万人在 2018 年失去医保，到 2026 年将有 2400 万人失去医保。在老年人保费增加的同时，top1%的高收入人群却享受到平均高达 3.3 万美元的税收减免，这显然与特朗普在竞选时期的承诺不符。

然而在美国，低收入者和老年人的选票是非常可观的，50 岁以上人群经常性投票率高达 42%，而 30 岁以下年轻人经常性投票率仅为 22%；同时家庭年收入 75000 美元以下的中低收入人群虽然 34% 的经常性投票率不及年收入 75000 美元以上的中高收入人群 44% 的经常性投票率，但中低收入 80% 的人



口占比远超中高收入 20%的人口占比。因此，在明显损害年长、低收入人群利益的情况下，他们的选票极有可能阻止特朗普医改计划的通过。

二、税改政策

税收改革是特朗普经济政策的核心。虽然目前特朗普税改的具体细节还没有公布，但根据其前期的改革设想，特朗普税改计划既包括对个人所得税的改变，也包括企业税收的改革。

■ 个人税改计划

特朗普税改计划对个人所得税的改革包括对税率的改变和个税起征点的调整。

目前个税的缴纳按照年收入分为 7 个等级的累进税率，最高一级适用税率为 39.6%。对于单身者的标准扣除加免税额度（类似我国起征点）为 10350 美元，没有孩子的家庭标准扣除加免税额度为 20700 美元。

图 5 特朗普提出的新个税税率与目前税率的比较（使用标准扣除法，逐项扣除法不适用）

Single filers				Childless married couples filing jointly			
Adjusted gross income (\$)		Current marginal rate (%)	Trump marginal rate (%)	Adjusted gross income (\$)		Current marginal rate (%)	Trump marginal rate (%)
Over	But not over			Over	But not over		
0	10,350 ^b	0	0	0	20,700 ^b	0	0
10,350	15,000	10	0	20,700	30,000	10	0
15,000	19,625	10	12	30,000	39,250	10	12
19,625	48,000	15	12	39,250	96,000	15	12
48,000	52,500	25	12	96,000	105,000	25	12
52,500	101,500	25	25	105,000	172,600	25	25
101,500	127,500	28	25	172,600	252,150	28	25
127,500	200,500	28	33	252,150	255,000	33	25
200,500	423,700	33	33	255,000	433,750	33	33
423,700	425,400	35	33	433,750	487,650	35	33
425,400	and over	39.6	33	487,650	and over	39.6	33

Source: Urban-Brookings Tax Policy Center based on the revised Trump plan and IRS tax brackets.

资料来源：Urban-Brookings Tax Policy Center、致富研究院

特朗普税改计划将 7 个征税等级合并为三个；最低税率从之前的 10% 提高到 12%，最高税率由 39.6% 下降 6.6 个百分点至 33%；单身者个税标准扣除提高至 15000 美元，没有孩子的家庭标准扣除提高至 30000 美元。与此同时废除“户主”（head of household）税率优惠和个人免税额度。对于使用逐

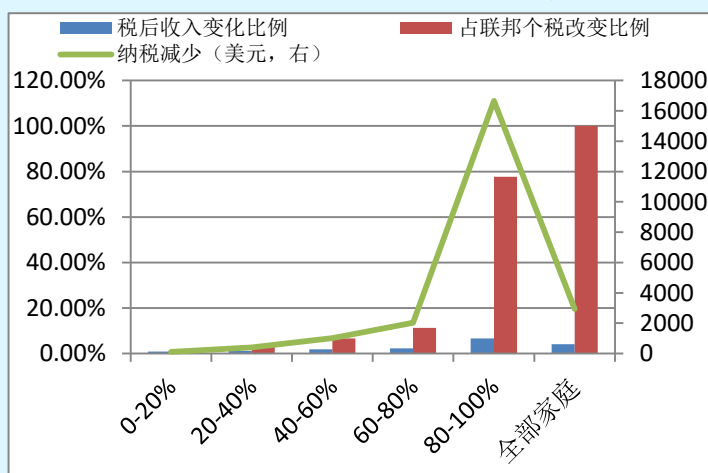


项扣除法的纳税人，提高或添加儿童及家属护理消费、长者、盲人等项抵税优惠。使用逐项扣除法的单身者扣除上限将调整为 100000 美元，家庭扣除上限调整为 200000 美元。

由于提高了标准扣除上限，相信会有大量纳税人放弃之前更有利的逐项扣除法报税，进而选择标准扣除法。税务政策中心（TPC）预计如果个税改革成功，将会有 60%的逐项扣除法报税人改用标准扣除法报税，约为 2700 万人。但由于取消个人免税额度及“户主”的优惠，单亲家庭及成员较多的大家庭如果使用标准扣除法时，甚至会面对更多的纳税。

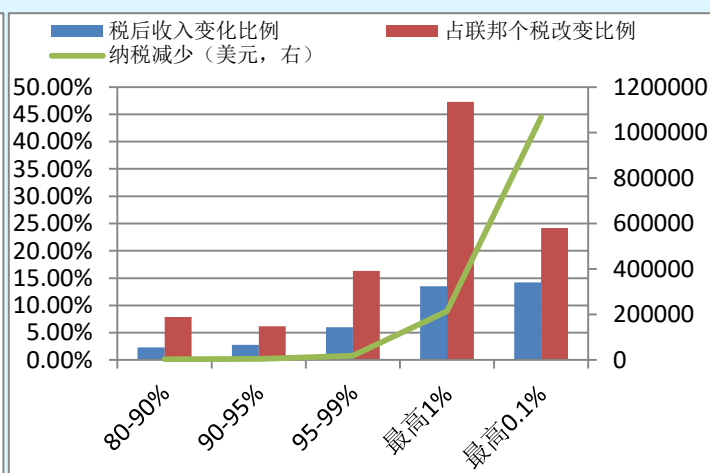
但总体来看，特朗普税改计划会使每个收入阶层都享受到联邦税降低的优惠，但高收入人群将享受到更大的减税收益。具 TPC 预计：税改计划将使美国家庭每年纳税平均减少 2940 美元，税后家庭收入将增加 4.1%；最高收入的 0.1%家庭纳税平均减少 110 万美元，税后收入提高 14%；年收入中等的 20%家庭纳税平均减少 1010 美元，税后收入增加 1.8%；收入最少的 20%家庭纳税平均减少 110 美元，税后收入增加 0.8%。

图 6 特朗普税改计划对不同收入家庭的影响



资料来源：TPC、致富研究院

图 7 对高收入家庭的影响



资料来源：TPC、致富研究院

■ 企业税改计划

特朗普企业税改计划分为两个主要部分：

1. 将企业联邦所得税由最高 35%降为 15%，对过渡法人企业（Pass-through businesses, 例如独资企业、合伙人制企业和 S 类股份有限公司，不必以公司名义缴税，而是以所有者名义纳税）所有者的盈利也一律征收统一 15%的联邦所得税来替代常规的联邦个人所得税税率；

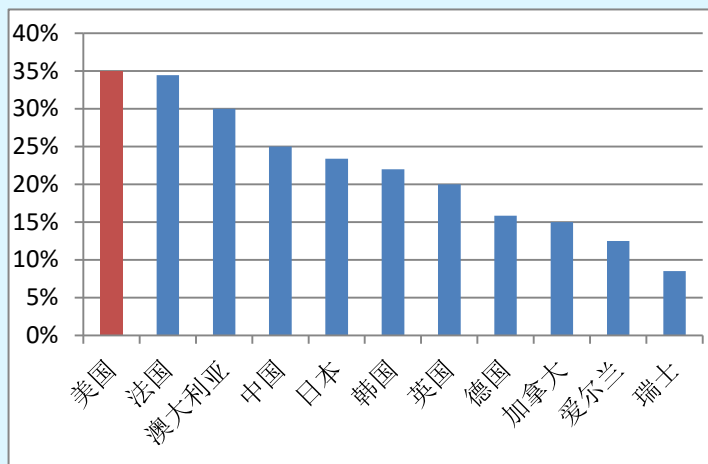
2. 在一个窗口期内，美国海外子公司的累积留存利润回流美国一次性收取 10%的税，以取代当前最高达到 35%的税率。

目前，美国企业联邦所得税税率是发达国家中最高者之一。高企的税收促使一些美国企业通过企业反转，使公司成为境外“母公司”的“子公司”，以达到把申报收益从美国课税区转移到其他税率



更低國家的目的。早期，更多的公司選擇零稅率的百慕大作為公司註冊地，隨著政府監管和輿論壓力的增強，現在加拿大、愛爾蘭和英格蘭成為更多美國公司的選擇。如果特朗普稅改成功將聯邦企業稅下降至 15%，那麼這一稅率將低於英格蘭稅率，與加拿大持平，僅略高於愛爾蘭。對於國際化企業，企業反轉幾乎無利可圖。

圖 8 美國企業聯邦所得稅稅率



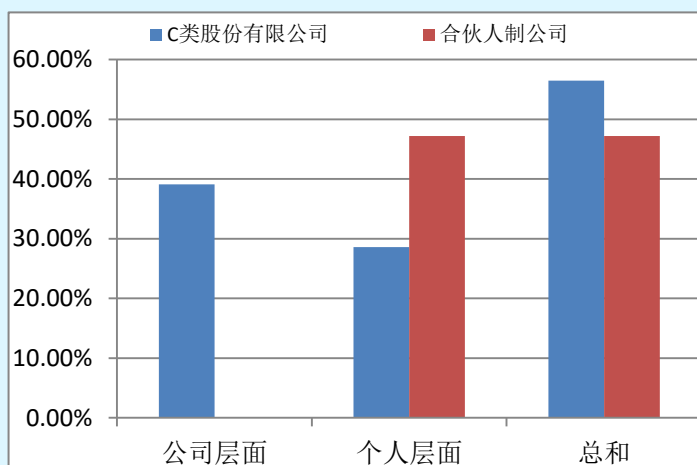
資料來源：致富研究院

圖 9 企業反轉的去向



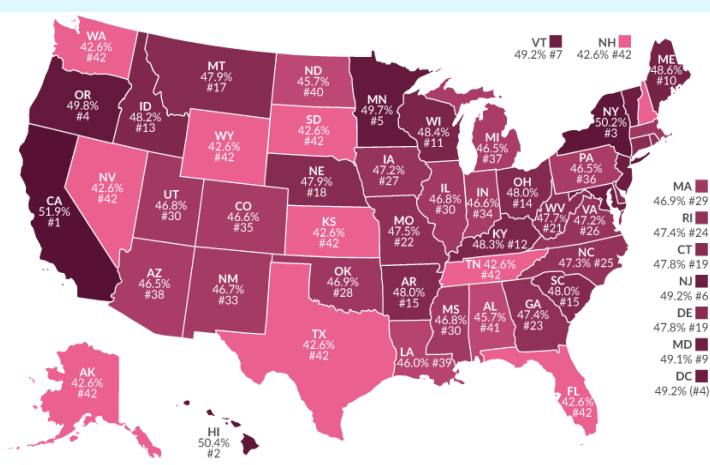
資料來源：Bloomberg、致富研究院

圖 10 C 類股份有限公司和過渡法人公司稅率對比



資料來源：致富研究院

圖 11 各州過渡法人公司最高邊際稅率



資料來源：Tax Foundation、致富研究院

目前對於過渡法人企業，最高達 39.6% 的聯邦所得稅對其造成很大負擔。以加州獨資企業為例，最高 39.6% 的聯邦所得稅、最高 13.3% 的州政府所得稅再加上其他稅收及減免，所有者需要面臨總計最高 51.9% 的邊際稅率。美國獨資企業和合夥人制企業的平均最高邊際稅率為 47.2%，對於參與公司



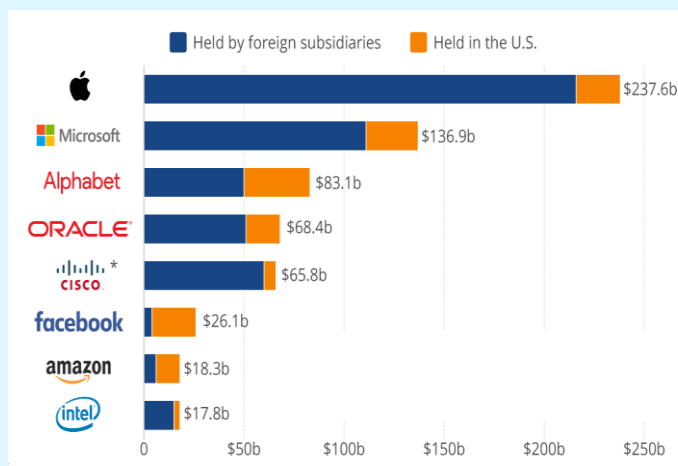
管理和不參與管理的 S 類股份制公司股東分別面臨 44.5% 和 48.3% 的邊際稅率。

如果特朗普稅改成功，則過渡法人企業的聯邦所得稅則統一為 15%，淨投資所得稅則被去除。這樣的稅收對大部分過渡法人企業是有利的，但對營業額較小的企業是不利的。目前對於過渡法人企業所有者，單身所有者收入不超過 9075 美元、夫妻所有者收入不超過 18150 的部分企業聯邦所得稅稅率為 10%，在稅改方案中，這部分收入稅率被提高至 15%。這顯然對低收入者是不利的，而越高收入者則獲益越大。

這樣的減稅方案對企業盈利的影響是巨大的。具 TPC 估計，僅企業聯邦所得稅由 35% 降為 15% 一項，美國企業 2017 年盈利預期將增加 1080 億美元，2018 年增加 2150 億美元，分別相當於企業盈利的 1.7% 和 3.3%。

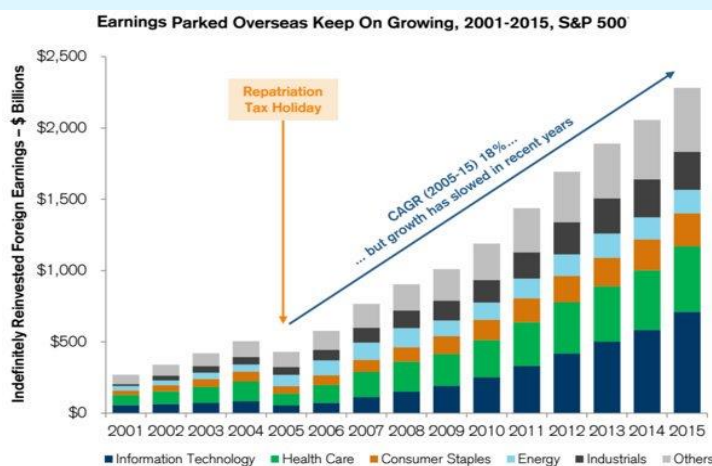
在減稅的同時，特朗普稅改計劃給出一個窗口期，鼓勵美國企業將境外的留存利潤回流。當前，美國對企業境外現金回流按照企業所得稅稅率征收，即最高達 35%。但是如果這部分境外利潤一直留在海外，所欠稅款即可遞延。這就導致美國公司將很大一部分利潤留存在海外，據估計這部分利潤已高達 2.6 萬億美元，其中蘋果公司海外留存利潤高達約 2100 億美元。

圖 12 部分美國公司海外留存現金量



資料來源：Business Insider、致富研究院

圖 13 S&P500 企業海外留存利潤增長



資料來源：Credit Suisse、致富研究院

根據特朗普稅改計劃，企業可以一次性以 10% 的稅率繳清當前囤積境外利潤的稅收，並既往不咎；未來的境外利潤無論是否回流美國都將徵稅。特朗普團隊認為這樣會使美國企業境外利潤大量回流，從而促進企業在本土建廠投資，僱傭勞工增加就業，從而刺激經濟發展。如果美國經濟發展預期仍然走弱、企業利潤率較低，那麼回流的利潤更可能是以回購或分紅的形式返還給股東，而較少用於投資。而目前來看，美國消費雖然走低，但製造業逐漸升溫、企業庫存開始加速增長、勞動參與率上升，在這樣的情況下，回流的境外利潤是有利於美國經濟復蘇的。



三、关税政策

特朗普对于关税的调整计划目前没有公布具体措施，但总的来说可能会进行三方面的调整：

1. 修改或取消自贸协定；
2. 根据《1974年贸易法》对外国展开贸易战；
3. 实行边境调节税。

■ 自贸协定

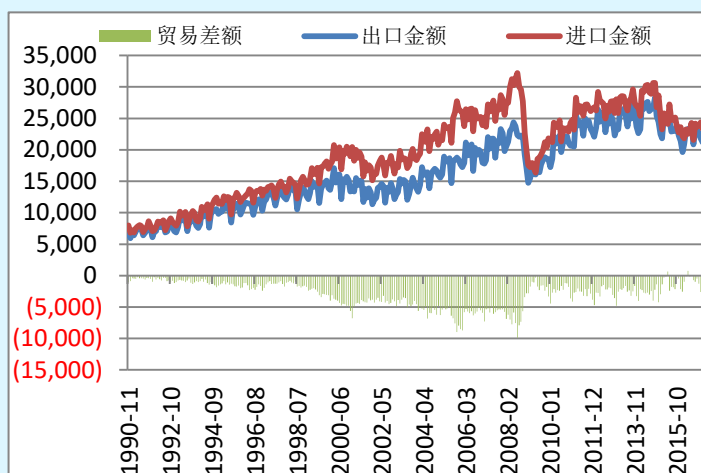
目前已知关于自贸协定的措施包括：重新谈判“北美自由贸易协定”（NAFTA）和取消签订“跨太平洋伙伴关系协定”（TPP）。

北美自由贸易协定（NAFTA）

北美自由贸易协定是由美国、加拿大和墨西哥在1992年8月签订，1994年1月1日正式生效。NAFTA主要规定了：三个国家在农产品以外的其他原产地商品关税全部取消；三国间边境开放，建立商品运输通道等。

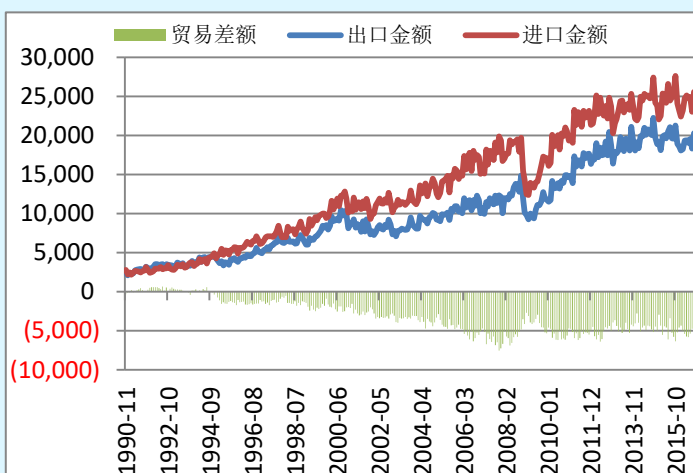
自从自贸协定签订以来，美国与加拿大和墨西哥的贸易总额基本呈上升趋势。美国与加拿大的贸易逆差自金融危机以后一直在缩窄，但与墨西哥的贸易逆差一直较大，每年仅货物逆差额就达600亿美元左右，这也是特朗普时常针对墨西哥的原因之一。

图 14 美国同加拿大货物贸易额（百万美元）



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

图 15 美国同墨西哥货物贸易额（百万美元）



资料来源：Wind 资讯、美国商务部、致富研究院

据美国贸易代表办公室（USTR）估计，在美国境内有 14 万家中小企业以与加拿大、墨西哥的贸



易为主营业务。但同时根据美国经济政策协会的估计，自贸协定也使得美国失去近 68 万工作机会，主要是加州、德州和密歇根的高密度制造业工作。因此，NAFTA 对美国就业到底有多大的影响并不确定。

NAFTA 同时也为美国带来较大的劳动人口流动。据美国国土安全局统计，仅 2015 年就有超过 78.7 万北美专业劳工在 NAFTA 框架下进入美国境内工作，另外还有超过 8.2 万劳工家属持 TD 签证进入美国。

出于对墨西哥、加拿大对美国就业和贸易逆差影响的担忧，特朗普考虑修改 NAFTA，并提出对墨西哥汽车征收 20% 关税。

跨太平洋伙伴关系协定（TPP）

TPP 是由美国、日本、马来西亚、澳大利亚、加拿大、墨西哥等 12 国共同协商签署的贸易协定，覆盖了全球 40% 的经济。协议希望以降低关税的手段来加强经济合作，促进经济增长。同时建立一个类似欧盟的新的单一市场。

虽然美国国会还没有通过 TPP 提案，但特朗普上任的第一天就签署行政令，决定退出 TPP，从而完成他在竞选期间所作的承诺。

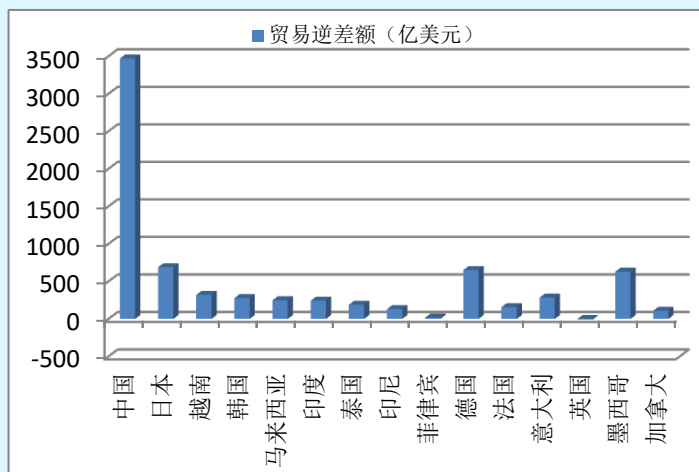
■ 贸易战

特朗普所谓的“贸易战”是指依据现行法律使用《1974 年贸易法》中的 201 条款和 301 条款等对外国进口商品施加关税配额限制或加征关税等措施。

根据特朗普过去的言论，在“贸易战对手”的选择上，特朗普基本以贸易差额为标准。潜在对手包括其竞选时期提到的中国、墨西哥，后期提到的德国、日本等。这四个国家也是美国贸易逆差最大的四个国家。按照这个标准，除了上述四个国家以外，越南、意大利、韩国、马来西亚、印度和泰国也很有可能成为特朗普贸易战的对手。



图 16 美国同各国贸易逆差



资料来源：US Census Bureau、致富研究院

特朗普的这种选择方法会使很多亚洲国家列入他的“对手”范围，甚至是美国传统的盟友。如果真的开展贸易战，肯定没有赢家，而一些更加依赖国际贸易的国家将承受重大打击。例如越南，2015年其出口额占GDP高达89.8%，其中最大的贸易国美国占其出口额的20.66%；泰国2015年出口额占GDP的69.1%，最大出口目的地美国进口其中的11.3%。

但在全球经济一体化的今天，贸易战并不能真正解决特朗普关注的问题，因为国际贸易是各国在不同领域相对生产效率高低的体现。即使美国从一个国家进口减少，这些贸易缺口也很快会被其他国家和地区填补，而不会回流到美国。据德银估计，如果美国从中国进口减少10%，那么将会从墨西哥多进口3%，从越南多进口1.7%，从加拿大多进口1.3%。这种针对单一国家的“贸易战”既不能减少贸易逆差，也不能“把岗位带回美国”。而与此同时美国也将面临对手的报复措施，造成出口的减少。

■ 征收边境调节税

边境调节税（Border Adjustment Tax）计划是由国会众议院议长保罗·瑞安提出。

目前美国征税以生产地而不是以销售地为依据。除了国内生产成本外，进口成本也可以抵税，即课税基数为国内销售加上国外销售（出口）减去国内采购以及国外采购（进口）。

而根据瑞安边境调节税计划，除了降低企业所得税外，美国征税将以销售地是否是美国为依据。进口商品不能用于抵税，因为销售地为美国境内；出口收入将免于缴税，因为销售地为境外。这样的计划既能限制进口，又能刺激出口，而且不用直接面对其他国家的压力。

但此计划对进口依赖度更高的企业来说是打击较大的，诸如零售业、汽车行业和炼油厂的利益损害较大。



• 四、多德-弗兰克法案

1月30日，特朗普签署行政令，试图针对多德-弗兰克金融法案进行修改，意在推行美国有史以来最大规模消减金融监管制度的举措。

多德-弗兰克法案签署于2010年7月。自次贷危机之后，奥巴马政府即开始寻找全面金融监管改革方案，试图从金融机构监管、金融市场监管、消费者权益保护等方面构建新的安全防线，已恢复对美国金融体系的信心。

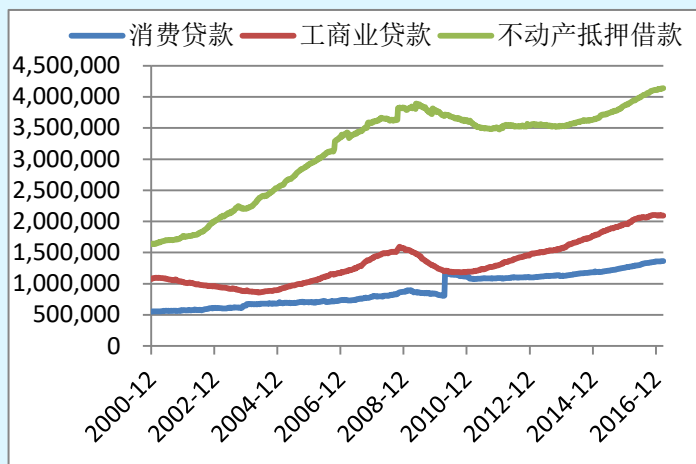
多德-弗兰克法案主要包括：

1. 扩大监管机构权力。成立金融稳定监管委员会(FSOC)，负责监测和处理威胁国家金融稳定的系统性风险。将之前缺乏监管的场外衍生品市场纳入监管视野，大部分衍生品须在交易所内通过第三方清算进行交易。美联储被赋予更大的监管职责，但其自身也将受到更严格的监督。美国国会下属政府问责局将对美联储向银行发放的紧急贷款、低息贷款以及为执行利率政策进行的公开市场交易等行为进行审计和监督。
2. 限制大金融机构的投机性交易，尤其是加强对金融衍生品的监管，以防范金融风险。限制银行自营交易及高风险的衍生品交易。美联储将对企业高管薪酬进行监督，确保高管薪酬制度不会导致对风险的过度追求。美联储将提供纲领性指导而非制定具体规则，一旦发现薪酬制度导致企业过度追求高风险业务，美联储有权加以干预和阻止。
3. 保护消费者合法权益。在美国联邦储备委员会下设立新的消费者金融保护局(CFPB)，对提供信用卡、抵押贷款和其他贷款等消费者金融产品及其服务的金融机构实施监管。
4. 破解金融机构“大而不倒”的困局。设立新的破产清算机制，由联邦储蓄保险公司负责，责令大型金融机构提前做出自己的风险拨备，以防止金融机构倒闭再度拖累纳税人救助。

特朗普接受《华尔街日报》采访时宣称，正是由于金融监管使得银行不愿意放贷、居民消费得不到应有的贷款，使得美国经济增速放缓。政府的目标绝不是让华尔街为所欲为，而是要取消那些既无益于金融系统和消费者安全、又会阻碍经济增长的“具体规则”。

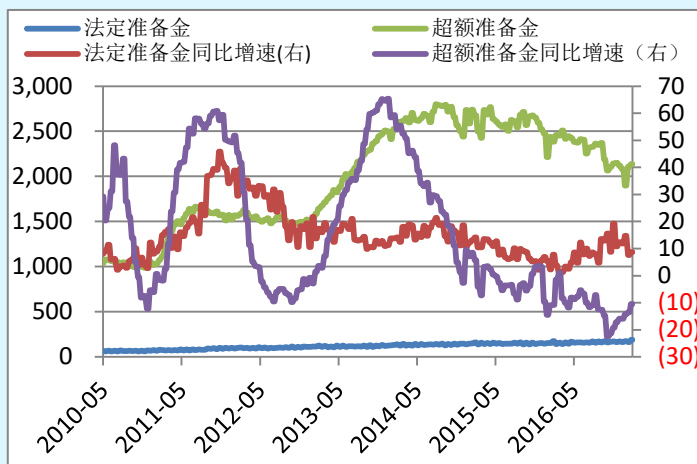


图 17 商业银行信贷（百万美元）



资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

图 18 准备金余额（十亿美元）



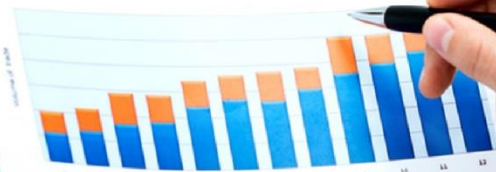
资料来源：Wind 资讯、美联储、致富研究院

然而美国商业银行信贷在次贷危机以后一直保持较快增长，2 月初银行贷款和所持有的证券规模达到 12.468 万亿美元。消费贷款和工商业贷款增长较快，其中工商业贷款增速常年处在 10% 以上，消费贷款同比增速也达到 5% 以上。只有不动产抵押借款增速稍慢，但在 2014 年后，同样增长快速，规模已超过次贷危机前最高点。

美国超额准备金确实在 2012 年末至 2014 年中期增加较多，最高达到近 2.8 万亿美元。但究其原因是因为当时美国经济仍未走出低谷，商业银行在外部市场高风险低收益的情况下减小贷款规模，造成超额准备金的快速增长。但目前经济正在转暖，超额准备金也随之一度跌破 2 万亿美元。因此，由于监管而致使银行不愿意放贷的指责显得证据不足。

让人担心的是，目前白宫经济核心团队中出现数位应该被“监管”的银行家。加里·科恩，前高盛总裁兼首席运营官，在高盛任职 25 年，现担任美国经济委员会主席兼经济政策顾问；史蒂芬·努钦，曾任高盛合伙人 17 年，现任美国财政部长；史蒂夫·班农，前高盛投行家，现任总统首席战略专家和高级顾问；杰伊·克莱顿，沙利文-克伦威尔律师事务所合伙人，主要负责公共和私人并购案和公司上市，现任美国证交会主席。当这些具有投行背景的人物出任政府要职时，难免会让人产生监守自盗的怀疑，更何况他们一直是放宽监管的鼓吹手。

因此，虽然金融监管法案目前来看是有利于美国金融市场稳定，并且没有明显阻碍经济的正常运行，但考虑到特朗普团队的影响，修改多德-弗兰克法案的可能性仍然较大，从而造成宽松的金融监管环境。



● 五、对其政策的再思考

当排除政治因素，只考虑经济因素时，特朗普政策计划对美国经济有益吗？其政策核心有三点：复兴制造业扩大就业，限制进口修正贸易逆差，大兴基建扩张性财政政策。我们将逐一分析。

■ 复兴制造业，扩大就业

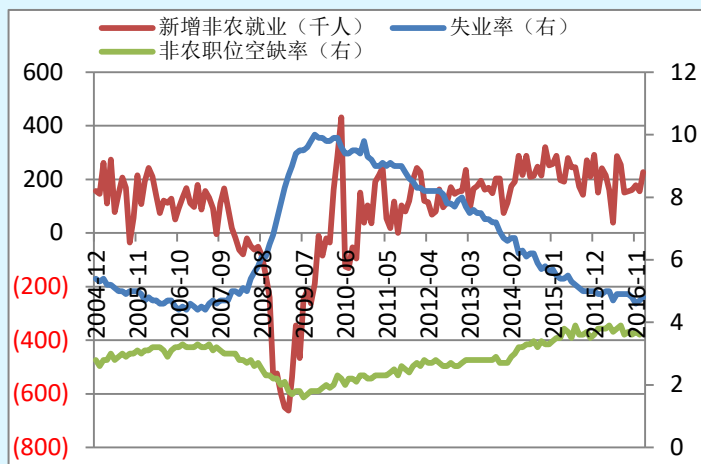
其复兴制造业的口号以复兴汽车制造业为中心，强调福特通用等汽车制造公司应将生产线转移回美国以增加就业。

由于汽车联合会（UAW）的强势及汽车企业错误估计未来发展趋势，在没有建立医疗基金的情况下，汽车企业直接承担巨额退休员工养老费用和医疗费用，因此企业一直面对着高费用支出的问题。在 2007 年，三大汽车企业生产线员工平均时薪为 27 美元（当时美国非农平均时薪为 21 美元），然而算上各项费用，企业实际薪资加福利花费平均到在职员工身上为 73 美元每小时。高额的支出使得汽车制造业很难盈利，因此汽车行业纷纷在海外建厂生产，这也顺应了资源的合理配置，使得劳工工资和生产效率相匹配。虽然 UAW 做出一定妥协，但相对其他国家低廉的人力成本，在不提高劳动生产效率的情况下，很难将低技术含量的装配线等转移回美国。如果转移回国，也只能造成两种可能：其一，由于成本的提高而导致汽车销售价格的上涨，使得美国制造汽车在国际市场竞争力下降，市场份额进一步被德国和日本汽车蚕食，造成美国汽车行业规模减小进而裁员；另一种可能，为遏制成本的提高，企业将会更大规模的使用自动化生产线以提高劳动生产效率，进而使得企业岗位数下降。很遗憾的是这两种可能都不会增加汽车工人的就业，甚至会使更多的人失业。

从就业来看，结构性失业才是美国失业的主要构成，政府引导和教育投入才是正途。美国当前失业率为 4.7%，非农职位空缺率为 3.7%，其中制造业职位空缺率为 2.9%，而对专业技能要求更高的商业服务类职位空缺率高达 5.2%。这种劳动力市场需求的两极分化显然是美国经济结构调整，使得劳动者的技能与可供选择的职位空缺不相适应的结果。只有通过对教育的不断投入，才能使得求职者的知识结构和空缺岗位的要求相吻合。令人失望的是，白宫日前公布的联邦政府预算提纲报告中，科学、公共服务等部门预算均被大幅削减，而国防和国土安全部等部门预算被提高。这注定使得美国结构性失业更长期的存在下去，即便特朗普的政策计划真的实现，并在短期里促进了就业，但长期来看特朗普政策对美国劳动力市场稳健发展是不利的。

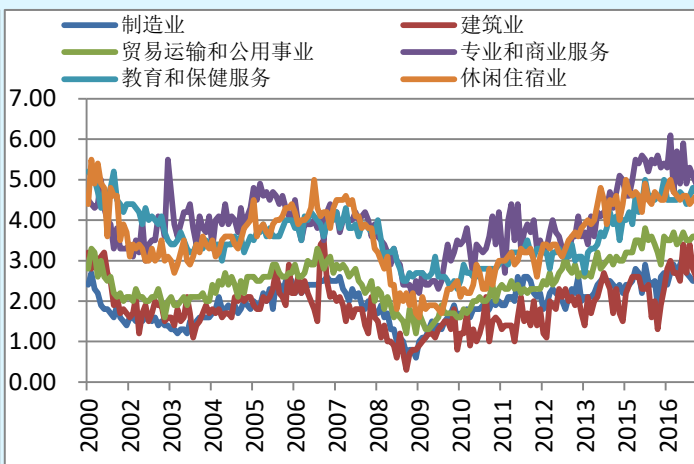


图 19 失业率与非农职位空缺率



资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

图 20 各行业职位空缺率



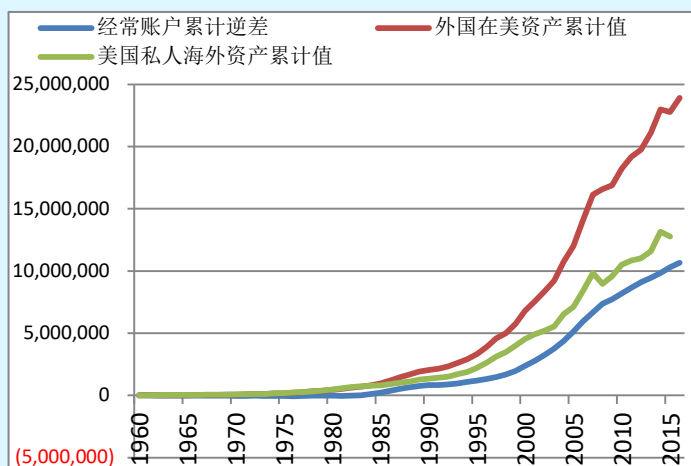
资料来源: Wind 资讯、美国劳工部、致富研究院

■ 限制进口，修正贸易逆差

特朗普的外贸政策倾向于限制进口，以实现经常账户的平衡。然而，美元作为国际储备货币，有其自身的责任和负担。为保证国际经济发展对流动性的需求、满足国际贸易中的支付和结算，美国必须通过各种手段将美元输出。在布雷顿森林体系时期，美元以投资和贷款的方式输出至欧洲以促进欧洲经济复苏，而这部分美元又通过购买美国商品的形式回流，使得美国经常账户和资本账户均为净贷出。然而随着欧洲经济从二战的废墟中逐渐复苏，及新兴经济体的崛起，美元的输出方式也发生改变。从1960年到2016年的56年内，美国以贸易赤字的形式向境外部门输出10.7万亿美元，同时，以对外直接投资、证券投资、银行贷款等投资活动，估计向境外部门输出13.9万亿美元。境外部门在获得美元后，通过对美国国债、企业债券、直接投资等投资方式，将23.9万亿美元变成各类在美国境内的美元资产，其中直接投资为3.999万亿美元。这就造成了美国经常账户和资本账户均为净借入的局面。

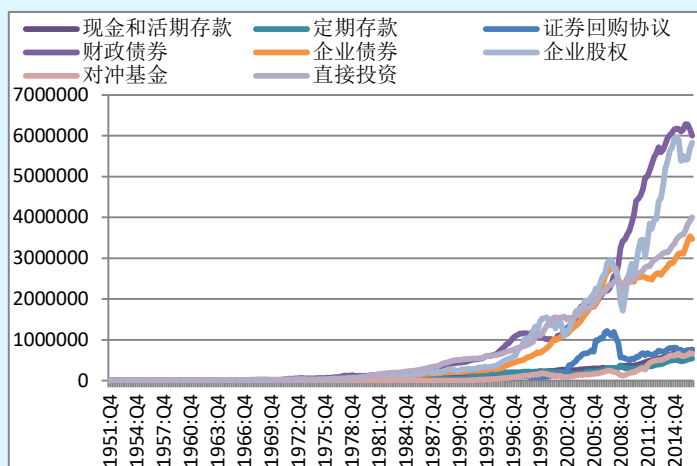


图 21 美国经常账户逆差与资产累计值（百万美元）



资料来源：Wind 资讯、BEA、致富研究院

图 22 美国境外部门资产分布（百万美元）



资料来源：Wind 资讯、FRB、致富研究院

如果特朗普的外贸政策使得经常账户实现平衡甚至是贸易顺差，不仅是别国经济，美国自身经济也会遭受重大打击。虽然由于欧元的挑战，美元在国际外汇储备中的比例自 1999 年起有所下滑，但据 IMF 统计其比例依然达到 63.28%。如若美国突然实现贸易顺差，国际贸易势必失去重要的流动性来源之一，造成流动性短缺，阻碍正常的贸易发展。当国际贸易中的美元不足时，其他货币或者货币体系会削弱美元在贸易中的作用，欧元、日元、人民币和 SDR 都可能因此从中受益。而对于美国，后果可能更为严重，贸易的顺差对于美国无异于央行被动缩表。缩减的美元流量使得融资成本大大增加，刚刚复苏的美国经济就要面临融资困难的窘境。其他国家为支付贸易逆差，势必使得他们在美资产减少，首当其冲的便是占比最大的四类资产：财政债券、企业股权、直接投资和企业债券。这便造成美国政府和企业偿付债务的压力骤升，美股在失去重要资金来源的情况下可能发生下行风险。

在这被哈佛大学前校长劳伦斯·萨默斯称为“金融恐怖平衡”下，各个国家被需求和制约编制在一起，其脆弱性是显而易见的。美国作为最大的受益者，不可能主动破坏这来之不易的平衡。如果有一天平衡被打破，那也一定是被迫的。

■ 大兴基建，扩张性财政政策

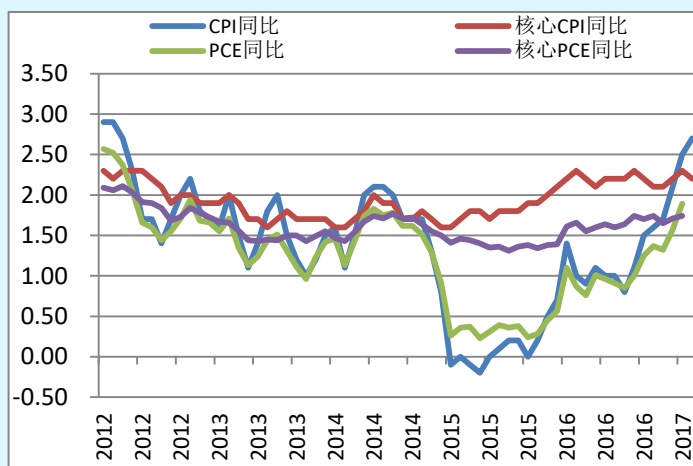
无论是在美墨边境修墙还是大兴基建，特朗普对扩张性财政政策青睐有加。这可能源自其扩大需求、增加就业的政治口号。然而，扩张性的财政政策对当前美国经济来说是不合时宜的。

目前美国失业率已低于自然失业率，同时通货膨胀达到目标。这都促使美联储在 3 月份进行加息，采取紧缩性的货币政策从而遏制经济过热，以防资产泡沫的产生。然而特朗普主张的扩张性财政政策通常是在经济衰退期才推行，如果在当前环境下推行的话，不仅不能刺激有效需求的增加，反而会进一步促使通货膨胀加速。美联储为回应过快的通货膨胀，只能采取更快的加息节奏。最终的结果是可以预见的，只可能是利率大幅提高，而实际社会总产出却并不会增加。

因此，我们认为作为理性代表的国会很难会通过特朗普提出的财政预算案。



图 23 美国 CPI 和 PCE 同比增速



资料来源：Wind 资讯、美国劳工部、BEA、致富研究院

因此总体来看，特朗普提出的政策更像是从企业家的利益出发构建的，而忽略美国作为一个整体的利益。其政策导向完全不符合美国当前经济运行的实际情况，只会进一步推升风险，对美国经济金融稳定发展是不利的。



研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港

香港致富证券有限公司
香港中环德辅道中 68 号
万宜大厦 14 楼
电话：(852) 25009228
传真：(852) 25216893

北京

香港致富证券有限公司北京代表处
北京市朝阳区建国门外大街 1 号
国贸大厦 1 期 608 室
电话：(8610) 66555862
传真：(8610) 66555102

上海

香港致富证券有限公司上海代表处
上海市陆家嘴东路 161 号
招商局大厦 1309 室
电话：(8621) 38870772
传真：(8621) 58799185

深圳

香港致富证券有限公司深圳代表处
深圳福田区福华路 399 号
中海大厦 6 楼
电话：(86755) 33339666
传真：(86755) 33339665

网址：www.chiefgroup.com.hk