

宏觀

中國宏觀稅負：高在哪裡，從哪裡降？——財稅改革系列之一

中國宏觀稅負有多高？從橫向比較看，中國狹義宏觀稅負（稅收/GDP）已達17.5%，雖然低於發達經濟體，但明顯高於俄羅斯、印度、巴西等新興經濟體，而中國廣義宏觀稅負（一般政府收入/GDP）高達27.6%，已和大部分發達經濟體相差無幾，這表明中國各種非稅費用負擔壓力明顯偏高。從縱向趨勢來看，94-12年間，中國財政收入、稅收收入增速持續高於GDP名義增速，收入法下，生產稅淨額/GDP也從94年的13%升至16年的16%。過去十年間，非稅收入整體增長到5倍，其中專項收入漲幅5.6倍，土地出讓金收入也接近翻番。

企業稅負偏重，間接稅比重大。中國企業部門稅負偏重，表現在兩個方面：一是整體稅負偏重。我國企業納稅占比超過80%，其中增值稅、企業所得稅分別占到39%和22%，相比之下，歐美發達國家企業稅收占比普遍在40-50%。此外，廣義稅負中的各種費用、土地出讓金和社保基金繳納，也都主要由企業承擔。近兩年，隨著政府簡政放權，非稅收入規模下降，但是土地出讓金和社保基金繳納逐年遞增，企業廣義稅收負擔並沒有減輕。二是間接稅比重過大。目前我國企業稅費中，以增值稅、消費稅為代表的間接稅占總稅收比重達到60%，而發達國家一般在50%以下。增值稅是我國企業最主要的間接稅稅種。美國等部分國家或地區甚至不設增值稅，而在採用增值稅的國家中，我國16%的基本稅率也處於世界中等水平，高於亞洲新興市場國家。增值稅占比過高，反映出我國稅收制度過於依賴商品流轉環節徵稅。

居民稅負尚可，收入調節欠佳。整體來看，我國居民稅負並不算重。宏觀視角下，我國個人所得稅/GDP僅為1.4%，遠低於發達國家，甚至低於拉美新興市場國家，個稅占稅收比重7.7%，不及美國1/5，也同樣低於拉美新興市場國家。微觀視角下，個人所得稅/人均可支配收入為2.9%，遠低於主要發達國家10%的平均水平。然而，由於向企業徵收的間接稅部分會轉嫁給居民，加上過去幾年，個稅增速遠超居民收入增速，所以居民實際感受稅負並不輕。並且，目前個人所得稅制度並未能較好的調節居民間的收入再分配。近兩年我國居民收入基尼係數再度回升，收入差距擴大，這從側面反映個稅對收入調節不力。其關鍵原因在於，我國個稅徵收中，對勞動報酬收入課稅較高，在資本所得稅方面稅率較低。現行稅法下，我國並未對個人設置資本利得稅，個人所獲得的資本利得部分計入財產轉讓所得收入，適用20%的比例稅率，而反映勞務報酬的工薪所得，則適用7級超額累進稅率，最高可達45%，資本利得部分占個稅比重僅為6.4%，遠低於發達國家。

降低稅負，路在何方？我們認為，未來在以下三個領域仍然存在降低稅負的空間：一是降低非稅負擔。今年初全國兩會《政府工作報告》中，在“深入推進供給側結構性改革”部分提出，要大幅降低企業非稅負擔，包括進一步清理規範行政事業性收費、調低部分政府性及基金徵收標準，並提出全面為市場主體減輕非稅負擔3000億的目標。二是降低企業間接稅負。《政府工作報告》提出，要

進一步減輕企業稅負，尤其是改革完善增值稅制度。3月底國務院常務會議確定從降低部分行業增值稅率、統一並上調增值稅小規模納稅人標準、進項稅額一次性退還等三方面深化增值稅改革。而本周召開的國常會也強調“積極財政政策要更加積極”，並聚焦減稅降費，意味著下半年企業減稅仍然值得期待。三是調整居民稅負結構。《政府工作報告》提出，要為企業和個人減稅8000多億元，而6月底《中華人民共和國個人所得稅法修正案（草案）》提請人大審議，時隔7年個稅起征點再次上調，稅率級距也進一步擴大，同時新增專項附加扣除，將有助於提振消費、擴大內需。我們認為，在降低居民總稅負的同時，也應調整居民稅負結構，下半年仍然值得期待。

金融工程

解禁、兩融、陸股通、股票質押的截面溢價

限售股解禁。相關性分析發現，限售股解禁規模對市場指數未必會產生預期的負面影響。不過，如果股票在未來存在限售股解禁事件，會存在不能被常見選股因子所解釋的負向收益。並且，隨著解禁規模的上升，負向超額收益的幅度也會隨之上升。

融資融券。A股市場的兩融業務規模相對有限，無論是刻畫是否為融資融券標的的虛擬變量，還是融資、融券餘額除以流通股本得到的融資、融券比例，與股票未來收益之間都不存在顯著的相關性。陸股通。相比是否為陸股通標的，陸股通持股比例對股票收益的影響更為直接。從僅有的14個月樣本來看，陸股通持股比例與股票未來收益之間存在顯著的正相關性。

股票質押。研究發現，在剔除其他因素的影響後，高股票質押比例的公司具有更高的收益。不過，這種現象在大市值股票中並不存在，而在中小市值股票中則更為明顯。因此，股票質押比例是典型的風險溢價。

風險提示：歷史規律變化、統計模型失效。

行業研究

建材：水泥淡季超預期提漲，繼續推薦海螺水泥、華新水泥

玻纖：增長確定性強，繼續看好全球龍頭中國巨石。中國巨石等龍頭公司的出貨表現、價格上漲執行情況較好，庫存在歷史低位，增長確定性強。

水泥：今年建材最超預期的子板塊，繼續推薦海螺水泥、華新水泥。近期沿江熟料在歷史高價位、且前期未回調的基礎上實現淡季提漲，核心的驅動力在供給端的“去產量”超預期。

玻璃：淡季基本面平淡。需求進入淡季，表現平淡，在產產能環比略增。中期來看，後續盈利恢復情況關注需求，外生衝擊關注環保對玻璃產能的影響。

裝飾建材：繼續看好龍頭（2B龍頭份額擴張強執行力，2C龍頭成長兼顧強現金流）。中長期裝飾建材龍頭（東方雨虹、偉星新材、帝歐家居、兔寶寶、三棵樹等）市占率提升的成長邏輯確立，驅動因素在於消費升級及地產集中度提升。從近期增長情況來看，龍頭“強者恒強”。

新材料：自下而上精選長期有成長潛力的標的。建議關注有強基本面支撐的標的（從產業發展趨勢、企業主導產品份額提升、新產品開拓、資本運作能力等多維度考慮），個股如再升科技等。
風險提示。地產、基建需求超預期下行；原材料成本超預期提升。

通信設備：5G 頻譜分配在即，中國信科成立打造“國之重器”

重點方向：【雲計算：IDC&CDN、網絡設備、雲服務等】A股重點推薦星網銳捷、光環新網、紫光股份，關注寶信軟件、網宿科技，H股關注雲計算標的金山軟件、美股關注國內第三方IDC龍頭萬國數據（GDS）；【企業雲通訊】推薦億聯網絡；【5G方向】中興通訊獲美國商務部解除禁令開始反彈，重點推薦烽火通信、光迅科技、中際旭創，以及關注亨通光電、深南電路等5G一線標的；【物聯網】維持推薦高新興，關注日海通訊積極的產業佈局整合；【軍工通信&北斗】經歷前期深調後、估值漸具吸引力，建議關注華測導航（高精度導航測繪）、海蘭信（海防信息化）、海格通信（軍用通信&北斗）。

【中興通訊禁令解除，連獲運營商訂單】2018年7月13日（美國時間），BIS發佈“拒絕令解除令”，歷經約4個月的中興通訊“美國拒絕令”事件在中興通訊付出10億美元罰款（另加4億美元暫緩罰款）、全面更換董事會和管理層的巨大代價後目前已得到基本解決。

禁令解除及生產恢復後，中興通訊接連獲得國內外運營商訂單，包括：中國移動2018年GPON設備（新建部分）集中採購（標段二超過70%、標段三全部份額）、中國移動2018年至2019年SDH設備（擴容部分）、中國電信2017年CN2網絡擴容工程-接入交換機第一中標候選人、中國移動2018年至2019年PTN設備（擴容部分）、中國聯通2017-2018年省內10G緊湊型波分設備擴容項目（中興部分）單一來源採購、中國移動2018年至2019年高端路由器和高端交換機集中採購（擴容部分）。7月18日意大利運營商Wind Tre與中興通訊共同宣佈將繼續加強意大利的全國移動網絡現代化改造項目。在禁令解除後，中興通訊的訂單正快速恢復；與此同時，中興通訊已經重啟中國5G技術研發試驗第三階段測試，5G研發穩步推進。

【利空壓制因素解除、利好逐步釋放，持續推薦估值底部行業龍頭】目前中興通訊已經解禁，板塊壓制因素逐步解除，近期反彈明顯。中國信科成立、國內5G第三階段測試正穩步推進，展望三季度，5G頻譜發放及深圳光博會、北京國際信息通信博覽會等事件有望逐步落地，與此同時雲計算市場的高速發展也將持續帶來產業鏈各環節的成長機遇。重點推薦星網銳捷（雲計算網絡設備）、光環新網（IDC）、億聯網絡（雲視頻會議，收入美元計價為主、人民幣貶值受益彈性大）、烽火通信（5G）等。

風險提示：5G進程和運營商投資力度不及預期；貿易戰等市場系統性風險。

食品：貴州茅臺、五糧液加速改革值得關注

已公告白酒及食品公司多數1H18業績增速可喜。貴州茅臺及五糧液近日分別在薪酬激勵和管理層結構等方面有所動作，我們預期體制優化等改革紅利將會對公司及行業發展帶來積極變化，可積極關注。2018年6月，中國規模以上啤酒企業產量446.2萬千升，同比下降2.3%，結束了今年以來連續增長趨勢，1-6月增長1.2%。我們認為原因如下：一是今年以來部分龍頭企業關停工廠降低產能與產量；二是啤酒企業紛紛升級與提價，對啤酒消費產生少量抑制；三是去年6月產量增速全年最高，今年同比基數偏高。我們的推薦圍繞三條主線：一是穩增長低估值的一線白馬，包括高端白酒板塊（貴州茅臺、五糧液、洋河股份、瀘州老窖）+食品龍頭（伊利股份、雙匯發展）；二是業績提升空間大的啤酒板塊，包括重慶啤酒、青島啤酒，關注燕京啤酒、華潤啤酒；三是自下而上推薦業績增長確定性高的伊力特、金禾實業、關注山西汾酒。

風險提示：經濟增速放緩，原材料成本上升，食品安全問題。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團 - 海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，僱員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極

大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及 / 或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。