

2018年10月11日

財富管理-投資策略

## 策略

### 增值稅改革的展望分析——財稅改革系列

核心結論：①9月27日財政部長表示今年減稅降費目標1.3萬億，增值稅改革值得重視，改革方向是降稅率、並檔次。②以大力度改革、溫和改革兩種情景假設計算，以2017年數據為基準預計減稅規模為8906、3229億，占增值稅總額為15.8%、5.7%。③測算增值稅改革帶來的減稅金額占淨利潤比重較大的行業為通信、建築、電力及公用事業、房地產。

對比海外，我國增值稅稅率偏高、檔次偏多。①我國增值稅稅率偏高。儘管我國現行16%的標準稅率低於歐洲發達國家的平均值，但考慮到我國是以增值稅為主的發展中國家，而非以所得稅為主的發達國家，對比類似的發展中國家更具有參考意義。截至2017年1月，我國周邊20個國家中14個增值稅徵收國（除印度，印度稅制較為複雜）標準稅率平均值為11.9%，低於中國的16%，其中僅俄羅斯、塔吉克斯坦和巴基斯坦三國標準稅率高於我國。與周邊發展中國家相比，我國增值稅稅率水平偏高。②我國增值稅稅率檔次偏多，一二檔是國際主流。2017年162個增值稅徵收國中，實行一檔、兩檔增值稅稅率的國家占比分別為46.6%、31.1%，此外不少國家雖稅率檔數多，但其特殊稅率適用範圍卻很小。我國周邊20國中，文萊、朝鮮、阿富汗、不丹和緬甸不徵收增值稅，其餘14個增值稅徵收國（除印度，印度稅制較為複雜）稅率的平均檔數為1.9，其中韓國、日本、菲律賓、蒙古等10個國家均實行一檔稅率，越南、俄羅斯和塔吉克斯坦實行三檔稅率。

增值稅改革的展望。①市場普遍預計將適度下調16%檔稅率，原10%檔稅率可能會向下併入低檔稅率。根據OECD數據，中國製造企業總稅率在2016年達68%，遠高於美國的44%。過去兩年中國也啟動了一系列的減稅降費舉措，包括營改增、降低增值稅率等，但企業稅負仍有進一步減少空間。對於後續改革，市場普遍預計改革的較優選擇是一定程度下調原16%檔稅率，取消原10%檔稅率並將原適用該檔稅率的行業併入低檔稅率，可能保留原6%檔稅率或微下調。②增值稅大力度改革/溫和改革兩種情景測算，減稅規模為8906/3229億元。田志偉等（2018）基於投入產出表數據通過構建稅制模擬模型，對2017年增值稅收入來源進行分析，計算得出16%/10%/6%檔次增值稅收入占比分別為54.2%/14.3%/31.5%。在大力度改革/溫和改革情景下，我們預計改革實際帶來的減稅規模為8906/3229億，減稅規模分別占改革前增值稅規模的15.8%/5.7%。

增值稅改革對行業利潤影響的測算。①銀行、建築增值稅規模最大，餐飲旅遊、農林牧漁規模最小。根據2017年年報數據，繳納增值稅最多的行業分別為銀行476億元，建築203億元，石油石化190億元，房地產168億元，汽車140億元，繳納增值稅最少的行業為餐飲旅遊5億元，農林牧漁7億元，國防軍工14億元，輕工製造18億元。②增值稅改革對通信、建築、房地產、電力及公用事業等行業利潤影響更大。結合2017年年報數據，測算在溫和改革下中信28個行業（綜合除外）減稅規模為224億元，占歸母淨利潤的0.7%，在大力度改革下減稅規模為646億元，占歸母淨利潤的2.0%。在大力

度改革下，按照2017年年報數據估算，增值稅減稅規模占歸母淨利比重最大的行業：通信為8.7%，建築為7.2%，電力及公用事業為5.3%，房地產為4.6%。

風險提示：經濟增長速度快速回落，通脹快速高企引發貨幣政策從緊。

## 宏觀

### 減稅治好了“英國病”——財稅改革系列之五

撒切爾時期：經濟深陷滯脹，減稅治好“英國病”。撒切爾執政初期經濟深陷滯脹泥潭，“英國病”愈演愈烈。為了控制日益升高的通貨膨脹率，英國政府採用了緊縮貨幣政策，並且大力推動國企私有化改革以提高效率，兩者在短期都對增長形成不小的壓力，而減稅成為政府所倚重的工具。撒切爾首先對個人所得稅大幅調整，削減納稅層級並將最高邊際稅率大幅下調，此外，公司稅收減免同樣較大，執政十年間減少公司所得稅基本稅率18個百分點。而撒切爾執政時期經濟狀況改善較好，通脹水平得到控制，更為難能可貴的是，其減稅政策並未以政府財政赤字提高作為代價。而在這一時期，由於減稅和國企私有化釋放了企業主體的經濟活力，並且高利率的貨幣政策使得通貨膨脹水平得到了有效控制，因此股市表現要好於房市。80-89年間英國股價指數的平均增速仍在17%左右，而同一時期房價的平均增速約為11%。

布朗時期：減稅應對衝擊，財政赤字攀升。布朗政府執政時期恰逢07年美國次貸危機爆發，對各國經濟形成了較強衝擊，英國也未能倖免。為應對危機衝擊造成的經濟下行，政府再次祭出減稅政策，個稅、公司稅、增值稅等主要稅種的稅率普遍下調，此外，公司稅方面還推出了延長虧損結轉期限、延遲提高小微企業所得稅稅率計劃的時間等配套措施。在大力推進減稅的同時，布朗政府通過擴張性貨幣政策相配合，以刺激經濟復蘇，英國經濟逐漸從危機時期的低點企穩修復。但刺激政策以財政赤字的大幅攀升作為代價。08年英國預算赤字水平超過了此前五年平均值的2.5倍，09-11年又擴張到08年水平的2.5倍。

脫歐時期：增長壓力顯現，減稅讓利企業。近年來英國經濟增長再度面臨壓力，增速中樞不斷下移，是陷入金融危機後經濟最薄弱的階段。此外，英國“脫歐”進程引發的擔憂也在持續發酵，增長壓力料將持續。而美國特朗普政府的減稅政策已在路上。英國政府在公司稅上大做文章。一方面，不斷降低公司所得稅稅率；另一方面，提高研發支出的扣除比例，以激勵企業創新。調減公司稅率使得政府的部分收益讓渡給了企業，提高其利潤率水平，投資回報率也同步改善。

英國減稅經驗：沒有赤字的裡根經濟學。減稅不做強刺激，沒有赤字的裡根經濟學。80年代減稅浪潮中，撒切爾政府和裡根政府最大不同在於，英國政府在減稅的同時並未對經濟進行強刺激，因此並未伴隨著財政赤字的大幅增加和政府債務的過快擴張，也被學界稱之為“沒有赤字的裡根經濟學”。目前我國也正面臨經濟下行壓力，減稅降費來托底經濟的同時如果推進較強的刺激政策，勢必會將政府債務水平推升至新的高度；持續調減公司稅率，保持稅收水平的國際競爭力。為了保持英國在企業稅收負擔上的國際競爭力，其持續不斷地對公司稅率下調，目前其公司稅稅率在全球主要國家中處於偏低水平。在美英雙雙調減企業稅率的情況下，若我國給企業減負程度不及預期，不利於吸引優秀的海外企業來華投資；免除額動態調整，削弱物價干擾。近年來英國減稅看似對於個

稅的調整幅度不大，但其實英國對個人所得稅的免除額部分每年都會進行動態調整，以避免僅因物價上漲而造成的個人稅收負擔的“虛增”，而我國個稅起征點並未建立隨物價動態調整的指數化機制。

## 行業研究

### 造紙輕工：輕工行業18Q3 前瞻：精選成長白馬，穿越經濟週期

輕工造紙行業Q3業績前瞻：我們對重點跟蹤的輕工造紙17家公司進行統計，可以看出造紙龍頭仍保持較高增長，但由於17年Q3的高基數效應，Q3單季度增速略有放緩；家具行業受地產持續影響，但不同企業增速變化方向開始分化，主要和17年下半年較低基數以及半年報表現有關；包裝行業龍頭受益於行業集中度提升享受快速成長階段，並且考慮到目前原材料價格上漲空間有限，盈利下滑空間有限。

三季度文化紙盈利性較好，包裝紙盈利同比承壓：受到需求端疲弱以及2017年下半年高基數的影響，造紙行業增速有所回落，但仍保持較快增長態勢；分紙種看，文化紙Q3價格依然保持高位，盈利性維持較好水平，包裝紙表現略弱，箱板瓦楞紙Q3由於需求疲弱，盈利性有所承壓。推薦：中順潔柔、太陽紙業。

地產壓力持續，仍處於銷售承壓階段：自2017年下半年以來，地產對於家居的壓力逐漸顯現，營收增速回落的背景下，各類活動以及套餐對於市場影響更加明顯，從我們根據情況來看，Q3各家增速變化有所區別，但整體還是受到地產壓制。左側佈局定制家居：歐派家居、索菲亞、尚品宅配、好萊客以及軟體家居顧家家居、喜臨門。

行業集中提升，龍頭享受整合成長紅利：包裝行業受到環保與原材料價格高企影響，中小產能經營壓力增加，行業集中度加速提升，龍頭通過新客戶開發和行業整合享受成長紅利，推薦具有業績拐點型的裕同科技以及瓦楞紙包裝龍頭合興包裝。

風險提示：原材料漲價風險、市場競爭風險、需求低迷不達預期。

## 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、董事及僱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。