

宜信财富 资本市场周报

宜信财富—资本市场部

2017.5.2--5.6

目 录

一、资本市场走势

二、经济数据解读

三、事件、政策性点评

四、深度解剖：美国减税背景下的中国企业税负和减税空间

概 要

“五一”劳动节后，前三日 A 股小幅回落，但结构化的行情涌现，题材股表现较好，一带一路、次新股和高送转都有表现，其中“一带一路”概念股表现最好。周四美联储议息会议结束，加息概率有所上升，特别是“一行三会”的金融监管升级，证监会可能对券商的资产池业务进行限制，去杠杆不断深入和升级，使周五券商大跌，带着大盘指数下跌。上证指数下跌到了 3100 的密集支撑位，如果大盘有效跌破 3100，则大盘将面临进一步下跌的压力，注意 A 股的风险。继 4 月份以来银监会对于银行委外业务的限制以来，近期证监会又将对券商的资产池业务进行限制，流动性越来越紧，推动债券收益率不断回升，其中短端国债收益率快速上行，创出了 2016 年以来新高。

4 月官方制造业综合 PMI 为 51.2%，比上月回落 0.6 个百分点，综合来看，PMI 指数全面回落，产成品库存指数回升，新订单、出口订单等反映需求的指数均有回落，显示近期终端需求不及预期。

5 月 3 日，中国财政部、国家发改委、司法部、央行、银监会、证监会等六部委联合发出《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，要求尽快摸底排查地方政府及其部门融资担保行为，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。当前的融资政策对城投平台不利，近期的监管收紧更是进一步推高发行利率，发债成本累计上涨 100-200 个基点，4 月中旬以来，各类别城投债收益率一二级市场几乎全线上涨，新发 AA 级城投债收益率普遍超 7%。国产大型客机 C919 于 5 月 5 日在上海浦东国际机场首飞，首飞成功。我国科研团队成功构建的光量子计算机，首次演示了超越早期经典计算机的量子计算能力。北京时间 5 月 4 日凌晨，美联储公布了 5 月货币政策声明，维持联邦基金利率 0.75%-1% 的目标区间，符合市场预期，从美联储的措辞来看，其仍然认为当前的经济状态仍然支持渐进加息，并没有改变年内加息三次的预期，因此，6 月加息仍是摆在美联储台面上的选项。

中国税收主要来自于企业，企业缴纳的总税占国家税收的 85% 左右。从狭义角度来看，中国的宏观税负大幅低于发达国家，略高于新兴经济体，从广义角度来看，中国宏观税负明显偏高，不仅大幅高于印度、墨西哥、印尼等新兴经济体，也略高于、瑞士、美国等发达国家，但明显低于德国、英国、法国等欧洲国家，低于 OECD 平均值。我国的狭义税负和广义税负之所以差别大，那是因为我国政府的非税收收入占半壁江山，在全球主要国家中排第二位，仅次于巴西。微观层面，企业的显性税率不高，但企业承担的行政性费用占比较大，总税率高。我国的增值税税率低于欧洲高福利国家，但显著高于亚洲国家。综上所述，当前我国企业的税负水平较重，在美国减税的背景下，外部压力较大，需要进行改革，避免本和制造业长期的流失，但减税的空间有限。

一、 资本市场走势

(1) A 股出现企稳

“五一”劳动节后，前三日 A 股小幅回落，但结构化的行情涌现，题材股表现较好，一带一路、次新股和高送转都有表现，其中“一带一路”概念股表现最好。周四美联储议息会议结束，加息概率有所上升，特别是“一行三会”的金融监管升级，证监会可能对券商的资产池业务进行限制，去杠杆不断深入和升级，使周五券商大跌，带着大盘指数下跌。上证指数下跌到了 3100 的密集支撑位，如果大盘有效跌破 3100，则大盘将面临进一步下跌的压力，注意 A 股的风险。创业板比大盘股要强势，表现出抗跌性。

图：上证指数的走势



图：创业板指数的走势



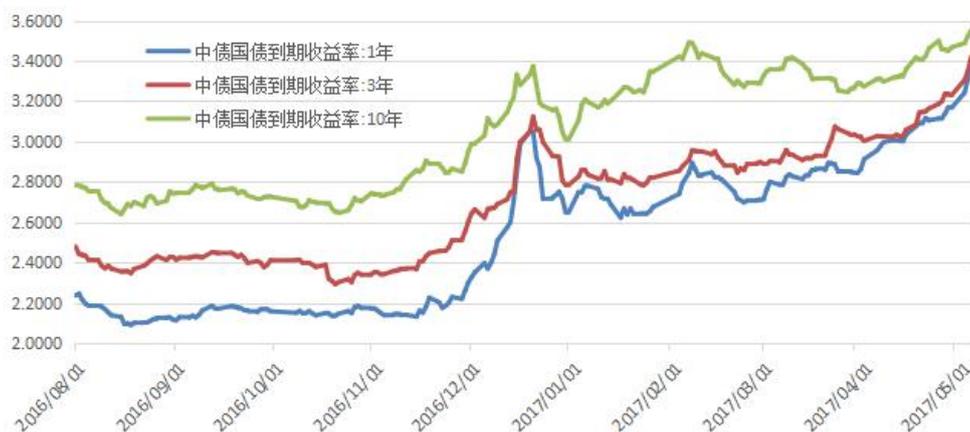
(2) 债券市场：债券收益率普遍上行，其中短端利率收益率快速上行，创出了 2016 年以来新高

“一行三会”掀起了一场金融监管风暴，央行、银监会、保监会和证监会近日密集召开会议，明确 2017 年工作重点，多举措维护国家金融安全，金融去杠杆再次升级。继 4 月份以来银监会对于银行委外业务的限制以来，近期证监会又将对券商的资产池业务进行限制，保监会也对保险行业的投资进行限制，去杠杆不断深入和升级，流动性越来越紧，推动债券收益率不断回升，国债期货价格本周下跌较大。

国债收益率大幅上行，相对于上一周，呈现稳定性，截止到 5 月 5 日，1 年期、3 年期和 10 年期的国债收益率分别为 3.3736%、3.4200%、3.5517%，创出了 2016 年以来的新高，1 年期、3 年期和 10 年期分别上行 20.64BP、19.02BP、8.49BP，短端国债收益率上行幅度较大。

银行委外业务的信用评级准入趋严，上两周信用债的收益率上行幅度较大，本周信用债的收益率上行减弱，相对于上一周，截止到 5 月 4 日，1 年期、3 年期和 10 年期的 AA 级企业债收益率分别为 5.0127%、5.3144%、5.4364%，其中 1 年期、3 年期和 10 年期上行 5.41BP、15.15BP、8.8BP。

图：1 年期、3 年期和 10 年期的国债收益率



图：1年期、3年期和10年期AA级企业债券的收益率



(3) 人民币汇率稳定

2017年春节以来，人民币一直处于大的震荡范围之中，美元兑人民币汇率，在6.85-6.92之间波动，这和我国春节以来对外汇的严管有关，也与今年以来美元指数在一直处于震荡之中有关，本周汇率达到6.8990，但尚未突破。

图：美元兑人民币的汇率 (CNY)



(4) 海外市场：美股、港股高位横盘

本周美国市场稳定，道琼斯指数高位横盘，不过本周一纳斯达克指数创出了新高，其中，苹果等大型科技企业股价上涨，带动纳斯达克综合指数创出历史新高，后几日纳斯达克指数高位横盘。

本周香港市场继续高位横盘，周五受A股下跌的影响，港股下跌，不过仍在压力位之上。

图：道琼斯指数的走势图



图：恒生指数的走势图



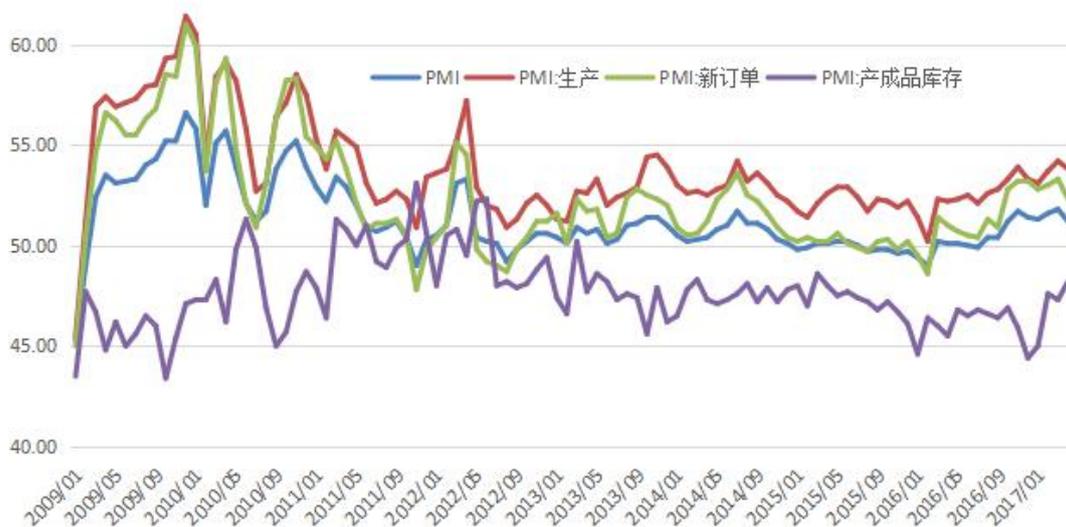
二、经济数据解读

1、4月官方制造业综合PMI为51.2%，比上月回落0.6个百分点，非制造业商务活动PMI指数为54.0%，比上月回落1.1个百分点。

点评：综合来看，4月份PMI指数全面回落，产成品库存指数回升，新订单、出口订单等反映需求的指数均有回落。其中生产与需求指数均回落，生产指数为53.8%，回落0.4个百分点，新订单指数为52.3%，较上月环比回落1个百分点，新出口订单指数回落0.4个百分点至50.6%。生产与需求指数仍位于枯荣线上方，但环比均有所回落。企业库存形势恶化，一方面，原材料库存采购量下降，4月采购量指数为51.9%，较上月回落1.5个百分点，PMI的领先指标原材料库存指数与3月持平，另一方面，产成品库存指数为48.2%，达到2015年4月以来的最高点，显示近期终端需求不及预期。

企业规模方面，在大中企业景气度下滑和小型企业抬升的情况下，大中小企业分化的趋势进一步得到收窄和修复，尤其小型企业修复明显，显示制造业内生动力在不断激活。

图：PMI和分项指标的走势图



三、事件、政策性点评

1、5月3日，中国财政部、国家发改委、司法部、央行、银监会、证监会等六部委联合发出《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》，要求尽快摸底排查地方政府及其部门融资担保行为，全面改正地方政府不规范的融资担保行为。

点评：上述通知强调，地方政府举债一律采取在国务院批准的限额内发行地方政府债券方式，除此以外，地方政府及其所属部门不得以任何方式举借债务。除外国政府和国际经济组织贷款转贷外，地方政府及其所属部门不得为任何单位和个人的债务以任何方式提供担保，不得承诺为其他任何单位和个人的融资承担偿债责任。

财政部、银监会等六部委更是联合发文，进一步规范地方政府举债融资行为，当前的融资政策对城投平台不利，近期的监管收紧更是进一步推高发行利率，发债成本累计上涨100-200个基点，4月中旬以来，各类别城投债收益率一二级市场几乎全线上涨，新发AA级城投债收益率普遍超7%。

城投债属于信用债中的一种，银监会前期出台多项政策，其中一项监管重点就是打击银行通过理财、同业等业务形成资金空转、债市加杠杆的行为，这使得信用债抛售压力陡增，机构配置信用债的需求降低，进而引发利率不断上行。自去年以来，资金池问题就已开始受到监管层的严格监管和重视，近日监管层再次要求清理资金池类债券产品，证监会约谈了各大券商，要求清理资金池类债券产品，与此同时，证监会副主席李超亦强调资管业务和债券业务的风险。

2、券商中国记者从多个渠道获悉，深圳辖区的证券公司日前接到相关监管部门的通知，禁止开展资金池业务，资管产品的期限应和所投资产期限一一对应，不得存在滚动发行、期限错配、集合运作、分离定价的资金池业务。

点评：所谓资金池产品，顾名思义就是把募集的客户资金汇集起来形成一个大的“池子”，交由资金管理方统一运作，统一管理。新进的资金是汇入的增量水，到期支付（或赎回）的资金便是流出的水，如此往复循环，进行不间断的流动性管理。证券公司资管涉及的资金池产品主要有三大类：1，大集合资金池产品；2，结构化资金池产品；3，私募资金池产品。大集合资金池产品属于标准化的资管产品，后两种则属于非标准化的产品。

自2016年以来，资金池产品就已经开始受到监管层的监管和重视。当前，监管层再次要求清理资金池类债券产品。据悉，证监会约谈了多家大型证券公司，已明确要求清理资金池类债券产品。

深圳证监局对辖区证券公司资管资金池存量产品得整顿也做出了部署，要求各家公司以自查的形式，在5月10日前提交自查整改报告，此后每季度应向证监局报送整改进度报表，主要内容就是不得存在滚动发行、期限错配、集合运作、分离定价的资金池业务。

虽然证监会还没出正式的文件，以窗口指导的形式，但是在一行三会监管升级的风暴下，银行委外业务要收缩，券商也存在着资金池业务自查和萎缩的情况，对股市和债市都是形成冲击，周五券商带头领跌，应该是受到了影响。

3、国产大型客机C919于5月5日在上海浦东国际机场首飞，首飞成功。

C919是我国自行研制、具有自主知识产权的中长途商用干线中型窄体客机，采用“主制造商-供应商”的研制模式，以市场化和国际化的方式运作，最大限度地聚集和利用国内外优质资源，打造了民机产业“生命共同体”。C919主要瞄准国内市场，同时兼顾国际市场，其竞争对手为波音737系列和空客A320系列客机，具体来说，对标的是系列中今后占据主流的737max8和A320neo机型。目前，我国主流的民航飞机也正是这两大系列机型，而C919在技术上完全可与其同台竞争，且具备经济与舒适性优势，非常契合我国市场需求，将打破波音、空客的垄断局面，分享巨大国产替代化市场蛋糕。C919已获得来自国内外23家客户共573架订单，这为加快产业化进程和更好参与市场竞争奠定了良好基础。

商业大飞机制造产业技术难度高、资金需求大、风险系数高、研制周期长，因此行业壁垒很高，目前，只有美、欧、中等少数国家能够独立承担大飞机的研发与生产，行业已形成空客、波音双寡头垄断的市场格局。波音，特别是后起之秀空客的成功经验表明，政府支持、面向市场、重视技术研发和全球合作是商业大飞机制造企业成功

的关键。

C919 完成首飞,就意味着我国 C919 大飞机工程将取得阶段性成果,将有助于国产大飞机产业集群的加速成型,未来随着 C919 进入正式量产,总销量有望达到 2000 架次左右,将开启一个规模达万亿元的市场,产业链相关公司迎来重大机遇。

4、中国科学技术大学潘建伟院士 5 月 3 日在上海宣布,我国科研团队成功构建的光量子计算机,首次演示了超越早期经典计算机的量子计算能力。

点评:量子计算机具有超快的并行计算和模拟能力,计算能力随可操纵的粒子数呈指数增长,打一个比方:如果现在传统计算机的速度是自行车,量子计算机的速度就如同飞机。例如,使用亿亿次的“天河二号”超级计算机求解一个亿亿亿变量的方程组,所需时间为 100 年,而使用一台万亿次的量子计算机求解同一个方程组,仅需 0.01 秒。

据新华社 5 月 3 日消息,实验测试表明,该原型机的取样速度比国际同行类似的实验加快至少 24000 倍,通过和经典算法比较,也比人类历史上第一台电子管计算机和第一台晶体管计算机运行速度快 10 倍至 100 倍。量子计算机能够帮助运行更为复杂的模拟,比如气候变化模型或帮助开发新的药物等。对于人工智能、虚拟现实等因为计算能力而遭遇瓶颈的领域,量子信息将彻底加速产业进化,人类历史上最重要的科技革命有望来临。

光量子计算机标志着我国在基于光子的量子计算机研究方面取得突破性进展,为最终实现超越经典计算能力的量子计算奠定了坚实基础

5、北京时间 5 月 4 日凌晨,美联储公布了 5 月货币政策声明,维持联邦基金利率 0.75%-1%的目标区间,符合市场预期。

点评:在本次会议的声明中,美联储承认了近期经济活动有所放缓,表示家庭消费支出仅温和增长,并且 3 月核心 CPI 有所下滑,但美联储也认为一季度的经济增速放缓可能只是暂时现象,最近几个月新增就业仍然稳固,失业率有所下滑,支持消费增长的基本面因素依然稳固,私人投资复苏更加坚实,对于未来通胀预期的看法也并未有所改变。

最近几年来美国一季度的经济走弱已经“惯例”,消费走弱可能由于复活节延后、所得税退税推迟等暂时性因素导致,在劳动力市场仍在持续收紧、消费者信心指数处在高位的情况下,预计二季度后美国经济将回归复苏的轨道中来。

整体上看,5 月会议并没有对未来加息以及缩表的进程给予明确的线索,但是从美联储的措辞来看,其仍然认为当前的经济状态仍然支持渐进加息,并没有改变年内加息三次的预期。因此,6 月加息仍是摆在美联储台面上的选项。不过 6 月加息还要取决于美国二季度数据回暖是否及时。

本周周四和周五期货市场中工业品、黄金和白银普遍大跌,多个大宗商品出现跌停,显示出市场对于 6 月加息的担忧升温。

四、深度解剖：美国减税背景下的中国企业税负和减税空间

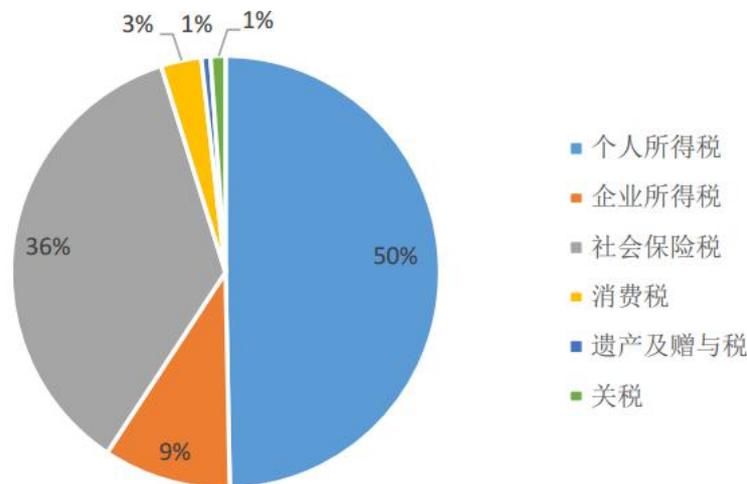
事件：4月底，美国白宫发布了据称史上最大的减税计划，建议将公司税率从35%削减到15%，降低一倍多，个人所得税的级数，将从七个减少到三个，最低税率10%。

从美国税收方面，我们来对比中国企业的税负压力，研究中国企业的减税空间：

一、美国税收中个人所得税是大头，中国税收中企业税是大头

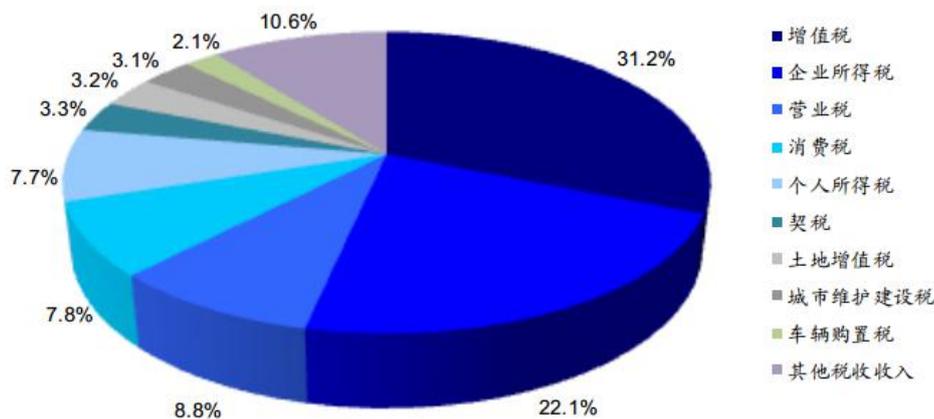
美国联邦税收又以个人所得税为主，企业所得税占比相对较小。美国税收分为三个层次，分别是联邦税、州税和地方政府税，2016年联邦税收占联邦总收入95.26%，占GDP的16.91%，其中个人所得税占联邦税收比重最高，接近50%，其次是社会保险税，为36%，第三才是企业所得税，仅为9.63%。不仅美国，欧洲国家也是，欧洲主要发达国家的个人所得税占税收收入的比重在30-40%，远高于企业所得税10%左右的比重。欧美主要国家企业所得税大多不超过个人所得税的1/3。

图：联邦税中各个税种的比例



和美国不同，中国税收主要来自于企业，企业缴纳的总税占国家税收的85%左右。我国共有包括增值税、消费税、企业所得税、个人所得税、车辆购置税、车船使用税、烟叶税等18个税种，增值税、企业所得税、营业税、消费税都是由企业缴纳，此外由企业承担的税种还包括：城市维护建设税，土地增值税、资源税、城镇土地使用税、耕地占用税等等，企业缴纳部分占税收收入之比合计超过85%。而个人直接缴纳的部分占比不大，个人所得税、车辆购置税、房产税合计比重仅11.5%。亚洲国家个税比重整体较低，除日、韩与欧美国家较为接近外，中国和越南、泰国、马来西亚等国的个税比重都远低于企业所得税。

图：2016年我国的税收结构

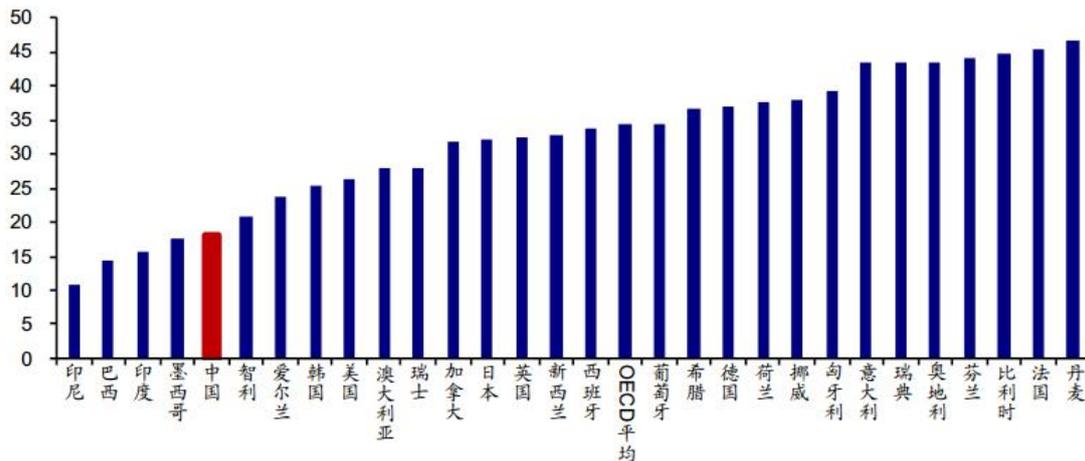


二、狭义税收，中国税收大幅低于发达国家；广义税收，中国略高于美国，明显低于欧洲

宏观税负有狭义和广义之分，最狭义的宏观税负是指一国税收收入占 GDP 的比重，最广义的宏观税负是指一国政府所有的收入占 GDP 比重。

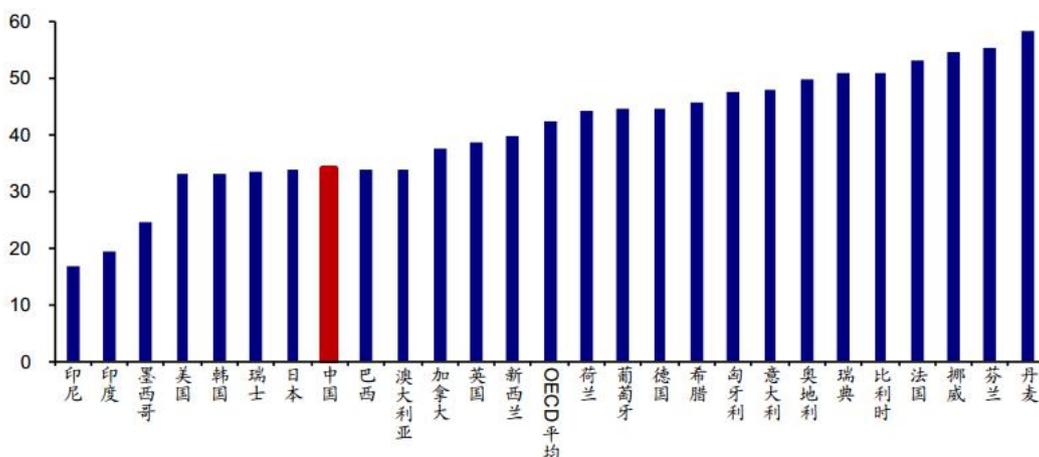
从狭义角度来看，中国的宏观税负大幅低于发达国家，略高于新兴经济体。根据 2015 年的数据测算，中国税收收入占 GDP 比重为 18%，显著低于美国，大幅低于欧洲主要国家，低于 OECD 国家的 34%。不过高于墨西哥、印度、巴西等新兴经济体。

图：2015 年各国税收收入占 GDP 比重 (%)



从广义角度来看，中国宏观税负明显偏高。财政收入包括税收收入和非税收入两部分，税收是以税收的形式出现，而非税收入不以税收的形式出现，但也是企业和国民要承担的支出，所以也是隐藏的税收，属于广义的企业税负。按照国际货币基金组织 (IMF) “数据公布特殊标准 (SDDS)” 的要求，广义财政收入包括了一般公共预算收入、除国有土地使用权出让收入之外的政府性基金收入、国有资本经营收入、以及社会保险基金收入，按照这种广义财政收入的话，广义财政收入为 29.33%。不过土地收入是我国财政收入的重要来源，也是变相从企业和个人获得的收入，所以我们将土地收入也纳入到广义的财政收入中，来表达我国的广义税负，以此比较各国的广义税负。数据显示，2015 年我国的广义宏观税负占 GDP 的比重高达 34%，不仅大幅高于印度、墨西哥、印尼等新兴经济体，也略高于、瑞士、美国等发达国家，但明显低于德国、英国、法国等欧洲国家，低于 OECD 平均值。虽然欧洲国家的企业税负大，但欧洲是高福利的经济体。

图：各国广义政府收入占 GDP 的比重 (%)

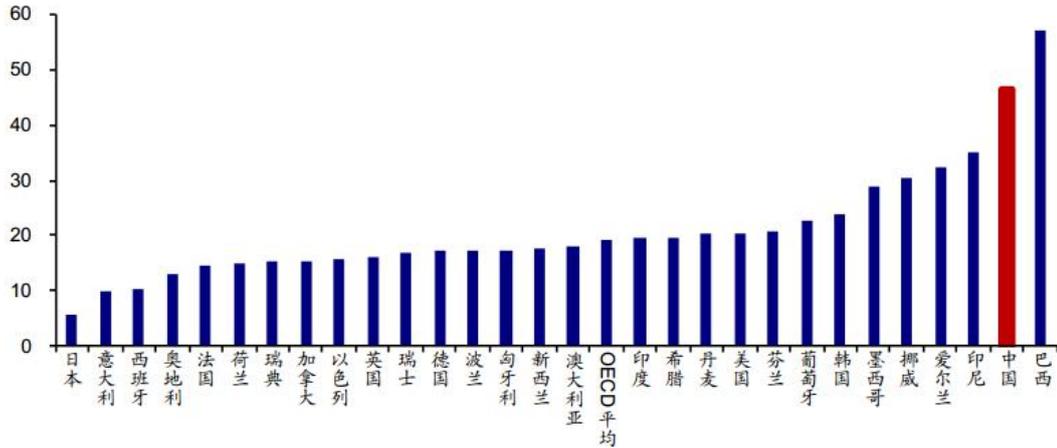


资料来源：OECD，海通证券研究所

注：此处中国为 2015 年数据，其它国家为可获取的 2014 年数据

我国的狭义税负和广义税负之所以差别大，那是因为我国政府的非税收收入占半壁江山，在全球主要国家中排第二位，仅次于巴西。以 2015 年数据为例，全年 23.3 万亿的政府收入中，只有 12.5 万亿是税收收入，所以 2015 年中国的非税收收入占政府收入的比重高达 47%，仅次于巴西，比主要发达国家和新兴经济体都要高。所以中国税负的过重主要源于非税收负担。而且中国绝大部分非税政府收入是由企业部门承担的。

图：2015 年各国非税收收入占政府收入比重 (%)



三、微观层面，企业的显性税率不高，但企业承担的行政性费用占比较大，总税率高

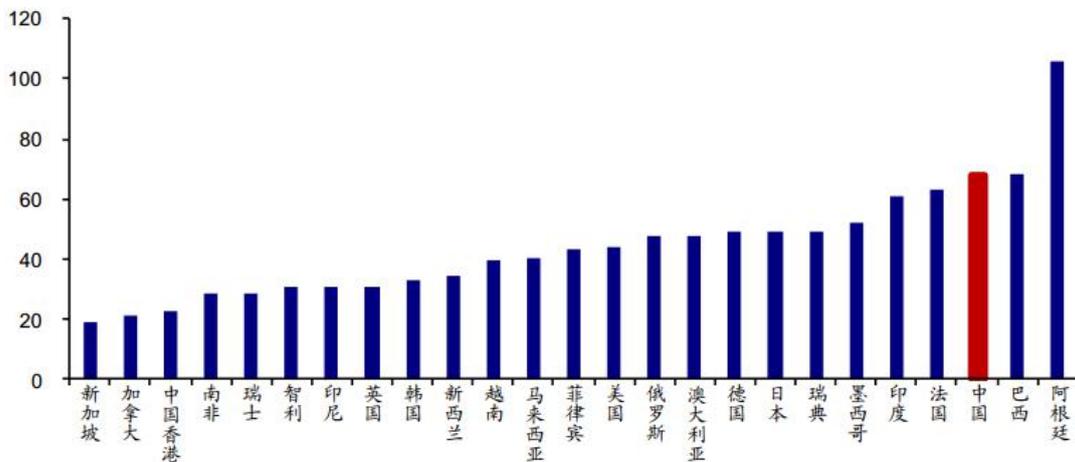
在美国企业主要缴纳的是企业所得税，并不存在增值税和营业税，中国企业主要是以所得税、增值税、营业税为主，根据统计局公布的数据，2016 年中国的这三大税占财政收入比重 51% 左右，占比远远高于美国的占比。

联邦非税收入在美国联邦的财政收入占比较低，不足 5%，且较为平稳。美国的非税收入主体是收费，包括公共设施使用者收费、机场和公园收费、行政性收费等。其他非税收入包括捐赠、政府所有的企业和公共财产收入。

中国的行政收费，主要包括专项收入、行政事业性收费、罚没收入和其他收入，2016 年，这些收入占财政收入达到 18.30%，远超美国。行政性收费是中国企业感觉税负较重的重要原因之一。

企业总税率指的是企业纳税总额与政府收费，占企业利润的比例。根据世界银行和普华永道的测算，中国企业总税率在商业利润中的占比高达 68%，在全球 190 多个经济体中排名第 12 位，远高于美国的 44% 和欧洲等发达国家，还高于印度、墨西哥、俄罗斯、印尼等新兴经济体。从结构来看，中国的企业所得税在营业利润中占比仅占 10.8%，而与劳务相关的税负占利润比重高达 48.8%。

图：全球主要经济体企业税负占商业利润的比重 (%)



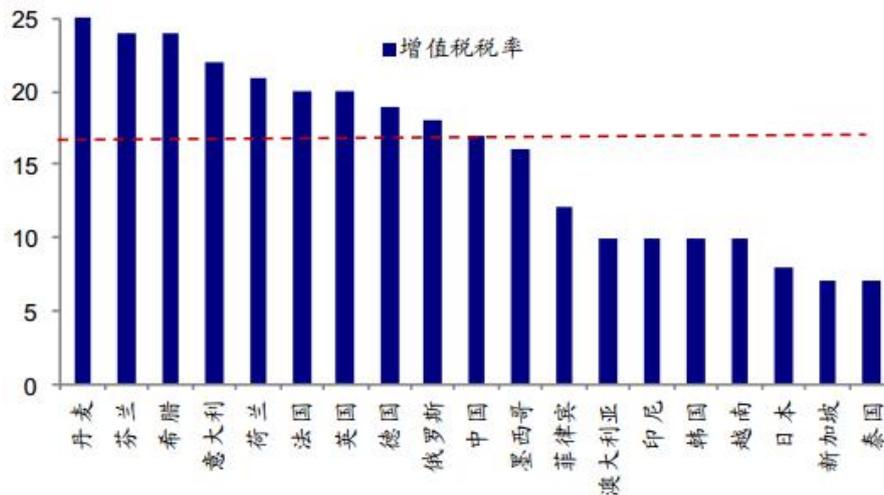
四、“营改增”全面推广，我国的增值税税率低于欧洲高福利国家，但显著高于亚洲国家

从税收类型来看，我国的税收结构以间接税为主，2016年的税收收入中，间接税占比60%，直接税占比40%，相比之下，欧美发达国家以直接税为主，且个税比重大，因而直接征自企业的所得税和生产销售环节的间接税比中国低很多。

我国企业缴纳最主要的两大税种是增值税和企业所得税，“营改增”全面推行之后，两大税种占全部税收的六成以上。

增值税方面，与其他亚洲国家相比，我国增值税的税率偏高。在采用增值税的国家中，我国17%的基本税率处于世界中等水平，明显低于英国、法国、德国、芬兰等欧洲高福利国家。但普遍高于亚洲国家，亚洲国家的增值税税率大多不超过10%。

图：部分国家增值税税率（%）



五、我国企业的税负压力很大，但减税的空间很有限

综上所述，当前我国企业的税负水平较重，一方面，我国非税收入的比重过高，而企业承担了绝大部分的政府非税收入，另一方面，我国企业缴纳的税收比重较高，增值税虽然取代营业税后，消除了重复征税，但营业税在政府税收的占比不到10%，减少数量有限，而且中小企业在经营中不易获得进项发票，难以抵消销项税，缴税反而可能增大。

美国特朗普已经启动了税务改革，提出企业所得税从35%降低到15%，如果能实现，将成为世界上企业所得税比较低的国家，吸引全球企业，将有助于制造业向美国的回归。中国的制造业当前又陷入困境，外部压力较大，需要进行改革，避免制造业长期的流失。

不过，我国对企业的减税举措，依然艰难：

第一，我国税收是以企业税为主，美国税收是以个人所得税为主，所以美国降低企业所得税，给美国总税收所带来的压力，将大幅低于我国减少企业所得税所带来的压力。以2016年为例，13万亿总税收收入中，90%左右的税收都是以企业为征税对象收上来的，如果要在财政总支出不减少的情况下降低企业税负，那就需要将个人税负大幅度提升，必然会引发大规模的阻力，在财政收支平衡的情况下，如果不增加赤字，那么企业总税负下降的空间有限。

第二，我国财政赤字不断升高，已经达到国家安全线。近几年来我国的财政赤字不断走高，目前已经达到了3%，达到了国家安全线3%，高于2015年美国的2.5%。因此财政压力给企业减税的空间有限。

图：政府财政赤字预期目标（%）



第三、我国政府的行政成本太高，减税较难实施。中国行政管理费用占财政总支出的比重上升迅猛，1990年时占9.83%，到2006年增长至18.73%，期间在2004年曾达到过最高的19.38%，行政管理费不仅规模大而且增速快，其增速超过全国财政支出和GDP，基本维持在20%，最高曾达24.8%。可能该数据比较敏感，所以国家后来调整了行政支出的一些统计方法，由于口径不同，导致很难获得最新几年的数据，无法做对比。对比经合组织国家（世界主要发达国家），行政支出占财政支出的比重普遍要低于中国，各国基本都能控制在15%以下，欧美国家能控制在10%以内，其中大部分发到国家控制在5%左右，超过16%的则均属深陷严重财政危机、处境艰难的国家。

我国需要供养庞大的机关事业单位群体，要想减少行政成本，进而减少税收，就需要机关人员和压缩不必要的开支、简政放权、提高政府运行效率等，不过难度比较大，牵涉到改革。

免责声明

本报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表任何确定性的判断。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发需注明出处为宜信卓越财富投资管理（北京）有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。