



農銀國際
政策透視



近期政策組合拳的

宏觀及行業分析

2018年10月23日



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

政策透視

近期中央政府出臺了一系列的政策措施來穩定經濟增長，包括財政部發佈了個人所得稅專項附加扣除暫行辦法，人民銀行為改善小微企業和民營企業融資環境決定增加再貸款和再貼現額度 1,500 億元，以及中國證券業協會公佈證券行業支援民營企業發展集合資產管理計劃的意向性方案等。本文旨在分析近期一系列政策組合拳所蘊含的宏觀及行業影響。

個稅專項附加扣除辦法的宏觀影響

據國家稅務總局網站發佈的《個人所得稅專項附加扣除暫行辦法（徵求意見稿）》，個人所得稅專項附加扣除，是指個人所得稅法規定的子女教育、繼續教育、大病醫療、住房貸款利息、住房租金和贍養老人等六項專項附加扣除。據徵求意見稿，住房貸款利息方面，納稅人本人或配偶發生的首套住房貸款利息支出，可按每月 1,000 元標準定額扣除；住房租金根據納稅人承租住房所在城市的不同，按每月 800 元到 1,200 元定額扣除。納稅人的子女接受學前教育和學歷教育的相關支出，按每個子女每年 1.2 萬元（每月 1,000 元）標準定額扣除；納稅人接受學歷或非學歷繼續教育的支出，在規定期間可按每年 4,800 元或 3,600 元定額扣除。大病醫療支出方面，納稅人在一個納稅年度內發生的自負醫藥費用超過 1.5 萬元部分，可在每年 6 萬元限額內據實扣除。贍養老人支出方面，納稅人贍養 60 歲（含）以上父母的，按照每月 2,000 元標準定額扣除，其中，獨生子女按每人每月 2,000 元標準扣除，非獨生子女與其兄弟姐妹分攤每月 2,000 元的扣除額度。暫行辦法規定，專項附加扣除標準並非一成不變，將隨著教育、住房、醫療等民生支出變化情況適時調整。暫行辦法向社會公開徵求意見後將依法於 2019 年 1 月 1 日起實施。

中國三季度 GDP 同比增 6.5%，加上中美貿易摩擦升溫，經濟下行壓力加大，在此背景下財政部出臺了《個人所得稅專項附加扣除暫行辦法（徵求意見稿）》，意在對沖經濟放緩壓力。中國財政部數據顯示 2017 年中國月薪 5,000 元以上的納稅人約 6,400 萬，這意味著至少有 6,400 萬的居民可從此次個稅專項附加扣除中獲益。根據新華社的測算，月工資 2 萬的北京居民，在上述 6 項個稅專項附加扣除後，個人所得稅可減 7 成。月工資 1 萬元的居民基本不用繳納個人所得稅。所以這次個稅專項附加扣除力度不小，超出市場預期。我們估計此次公佈的個稅專項扣減實際年減稅水平約為 1,000 億規模，加上個稅起征點變化後財政部估計的約 3,200 億元減稅規模，我們預計本輪個稅改革總的減稅規模或在 4,200 億左右，約占 2017 年 GDP 總量的 0.5%。個稅的減免無疑將增加居民的可支配收入增長，對消費的拉動作用可期。如果上述 4,200 億減稅額有一半用於消費，將拉動 GDP 多增 0.25%。未來增值稅和企業所得稅亦存在下調的可能，在當前實體經濟面臨一定壓力的背景下，減稅將成為未來提振內需穩定增長的一個重要著力點。值得指出的是，由於減稅將導致財政收入的增速放緩，我們預期 2019 年政府的財政赤字占 GDP 的比重或由 2018 年預計的 3.0% 上升至 3.5%。

政策 透視

政策對行業影響:



中國銀行業

行業影響:

- 財政部、國家稅務總局會同有關部門起草《個人所得稅專項附加扣除暫行辦法（徵求意見稿）》以降低個人稅務負擔，預期在 2019 年 1 月 1 日開始生效。當中主要包括對子女教育、繼續教育、大病醫療、住房貸款利息或住房租金及贍養老人的支出等領域等扣除項目。隨著個人稅務負擔下降，我們預期銀行相應的資產質量的壓力將部份得到緩解，尤其對零售業務方面如按揭房貸及個人消費貸等，效果將較為明顯。然而，對整體資產質量而言，我們相信銀行仍需以較大力度處置不良資產，以保持不良率、撥備率及撥備覆蓋率等指標在較充裕水平。
- 與此同時，人民銀行為改善小微企業和民營企業融資環境決定增加再貸款和再貼現額度 1,500 億元，以發揮其定向調控、精準滴灌功能，支持金融機構擴大對小微、民營企業的信貸投放。人民銀行在支持實體經濟的政策前提下，早在今年 6 月已經增加了再貸款和再貼現額度 1,500 億元，因此加上這次增加的額度實際上對市場的支持已經達到 3,000 億元。配合早前幾次降准，明確反映中央及監管機構對保持金融系統性穩定及支持實體經濟的決心。如我們早前預期，政策性風險仍是銀行業最大的風險因素，在中美貿易戰持續的情況下，基本可以肯定未來會有更多政策出爐的可能性。



中國證券業

行業影響：

- 中國證券業協會公佈，初步形成證券行業支援民營企業發展集合資產管理計劃的意向性方案，以化解企業的股權質押風險。
- 具體措施是由 11 家證券公司達成意向出資 210 億元設立母資管計劃，作為引導資金支持各家證券公司分別設立若干子資管計劃，吸引銀行、保險、國有企業和政府平臺等資金投資，形成 1,000 億元總規模的資管計劃，專項用於幫助有發展前景的上市公司紓解股權質押困難。
- 對比上一次 2015 年 7 月初的 A 股支持措施，本次措施更具目標性，集中於減低 A 股市場的股權質押風險，而非只是支持 A 股的水平。所以，部份如暫停 IPO、券商諾言自營股票組合在某指數水平以下不減持等措施在今次並沒有使用。此外，上一次 21 家券商共出資 1,200 億元股支持股市，而這次 1,000 億元的總規模由券商及銀行、保險、國有企業和政府平臺等機構分擔，減低了券商的資金負擔。
- 從估值的角度看，滬深 300 指數現時的估值為 11.0x P/E 和 1.6x P/B，而在 2015 年 7 月初滬深 300 指數的估值為 15.4x P/E 和 2.4x P/B。這次資金入市的估值水平相對於 2015 年。這次救市的估值點明顯不同，所帶來的風險回報也應不一樣。



中國房地產業

行業影響：

- 針對住房方面相關支出，國家稅務總局提出為 1) 首套房貸款利息提供扣減：納稅人本人或配偶使用商業銀行或住房公積金個人住房貸款為本人或其配偶購買住房，發生的首套住房貸款利息支出，在償還貸款期間，可以按照每年 1.2 萬元標準定額扣除。及 2) 住房租金提供扣減：納稅人本人及配偶在納稅人的主要工作城市沒有住房，而在主要工作城市租賃住房發生的租金支出，按每年 9,600 元到 1.44 萬元標準定額扣除。
- 我們認為，為首套房貸款利息及住房租金提供個人稅金扣減並非代表房地產政策轉變為寬鬆。根據近日公佈 70 大城市房價數據，其中 64 個城市在九月份錄得按月上升，反映房價上升壓力依然，限購限價等政策未有放鬆空間。提供住房支出稅金扣減，目的乃為提振個人消費。因房價過去一直維持上升，而且根據 rong360 數據顯示，9 月首套房貸利率同比上升 0.57 個百分點至 5.69%，引致房貸利息支出過大，影響個人消費能力。另一方面，住房租金上限的扣減達 1.44 萬元，比首套房貸款利息扣減更高，在租售並舉的政策下，長遠有利吸引居民租賃房屋。因現時租金回報率偏低，租房者租金支出比購房者房貸供款支出相對低，提高租房者比例亦可以提高居民住房支出後的收入，拉動消費。
- 我們認為這合乎國辦發（2018）93 號文中要求大力發展住房租賃市場，推動租房消費市場。

政策
透視



中國互聯網/電子商貿業

行業影響：

- 我們認為減稅能刺激消費，有利針對電商行業有利。
- 總的來說，網上零售增長在過去數月大致維持健康。根據國家統計局，2018年1-9月份，全國網上零售額 62,785 億元，增長 27.0%。其中，實物商品網上零售額 47938 億元，增長 27.7%，占社會消費品零售總額比重為 17.5%。在實物商品網上零售額中，吃、穿和用類商品分別增長 43.8%、23.3%和 27.7%
- 另一方面，網上遊戲行業正受負面因素影響，而這些負面因素並沒有因減稅而減少。首先，短視頻共享平臺的普及程度正在迅速提升，在我們看來，這可能會減少用戶在線遊戲的時間。其次，內地對網游監管進一步加強，會令遊戲商成本支出加大。此外，更嚴格的在線遊戲審批無可避免地打亂了遊戲開發商推出新遊戲的步伐，影響相關收入。

政策 透視



中國消費業/服務業

行業影響：

消費

- 在最新起草的個人所得稅專項附加扣除暫行辦法中，國家針對個人支出提出六項可以進行個人收入所得稅抵扣。我們認為，本次稅收減免措施所帶來的超過人民幣**4,200億元**的年減稅規模，以及本次減稅措施六項專項抵扣所針對的支出項目，對於刺激消費者的消費意欲有一定的作用。人民幣**4,200億元**相當於**2017年社會消費品零售總額的1.15%**。若上述**4,200億**減稅額有一半用於消費，將拉動**GDP多增0.25%**，對**GDP**的增速有較大的提振作用。同時，我們認為首先被拉動的消費領域包括日常消費品、教育、居住消費。

教育

- 本次提出的六項專項抵扣中有兩項涉及教育，分別是子女教育——涵蓋學前教育（**3歲至小學入學前教育**）以及學歷教育（從小學到博士研究生教育），以及繼續教育。其中子女教育的年度定額扣除標準為人民幣**12,000元**（每月人民幣**1,000元**）。
- 我們認為，本次教育方面的專項抵扣將會有利於**K12**階段學校，特別是中小學階段的民辦教育企業。由於目前在中小學階段公辦學校的學生人數相比民營學校的仍較高，而且公辦學校的零學費政策使該類學校的學生家庭不能享受專項抵扣，因此學費的稅收抵扣將會促使部分有經濟能力的家庭考慮轉向民辦學校。

政策
透視



中國電信行業

行業影響：

- 10月11日，在國務院辦公廳印發關於完善促進消費體制實施方案(2018-20年)的通知（國辦發【2018】93號）中，要求進一步擴大和升級信息消費。信息消費成為國家推動消費其中之一的作用力點。減稅有利電信商的發展，因減稅鼓勵電信消費，用戶的數據用量將上升，並有利數據收入的增長。減稅鼓勵電信信息消費，信息消費作為重要的新興消費領域，正處於快速發展的關鍵時期。工信部8月10日發佈《推動企業上雲實施指南（2018-20年）》，指出“推動企業利用雲計算加快數字化、網絡化、智能化轉型，推進互聯網、大數據、人工智能與實體經濟深度融合”。同時工信部和國家發改委，印發擴大和升級信息消費三年行動計劃(2018-20年)通知，通知要求到2020年，信息消費規模達到6萬億元，年均增長11%以上，年均11%增長是最低要求，企業信息化支出將加速。電信業將可為信息消費作出貢獻，通信網絡的快速發展帶動信息與消費在線線下的深度融合。

政策
透視

農銀國際分析員



研究部主管陳宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究報告



宏觀經濟 - 姚少華
yaoshaohua@abci.com.hk



中國銀行業 - 歐宇恒
johannesau@abci.com.hk



中國證券業/互聯網及電子商貿業 - 周秀成
stevechow@abci.com.hk



中國房地產業 - 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中國環保業/替代能源業 - 吳景荃
kelvinng@abci.com.hk



中國消費業 - 潘泓興
paulpan@abci.com.hk



中國電信行業 - 黎柏堅
rickylai@abci.com.hk



權益披露

眾分析員作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

評級的定義

| 評級 | 定義 |
|----|------------------------------------|
| 買入 | 股票投資回報 ≥ 市場回報(10%) |
| 持有 | 負市場回報 (-10%) ≤ 股票投資回報 < 市場回報(+10%) |
| 賣出 | 股票投資回報 < 負市場回報(-10%) |

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2005 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數於 2005-17 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司於相應行業的競爭優勢等。

免責聲明

報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立于大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2018 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發

辦公地址： 香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話： (852)3666 0002