



农银国际  
政策透视



近期政策组合拳的

宏观及行业分析

2018年10月23日



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

## 政策透视

近期中央政府出台了一系列的政策措施来稳定经济增长，包括财政部发布了个人所得税专项附加扣除暂行办法，人民银行为改善小微企业和民营企业融资环境决定增加再贷款和再贴现额度 1,500 亿元，以及中国证券业协会公布证券行业支援民营企业发展集合资产管理计划的意向性方案等。本文旨在分析近期一系列政策组合拳所蕴含的宏观及行业影响。

### 个税专项附加扣除办法的宏观影响

据国家税务总局网站发布的《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，个人所得税专项附加扣除，是指个人所得税法规定的子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息、住房租金和赡养老人等六项专项附加扣除。据征求意见稿，住房贷款利息方面，纳税人本人或配偶发生的首套住房贷款利息支出，可按每月 1,000 元标准定额扣除；住房租金根据纳税人承租住房所在城市的不同，按每月 800 元到 1,200 元定额扣除。纳税人的子女接受学前教育和学历教育的相关支出，按每个子女每年 1.2 万元（每月 1,000 元）标准定额扣除；纳税人接受学历或非学历继续教育的支出，在规定期间可按每年 4,800 元或 3,600 元定额扣除。大病医疗支出方面，纳税人在一个纳税年度内发生的自负医药费用超过 1.5 万元部分，可在每年 6 万元限额内据实扣除。赡养老人支出方面，纳税人赡养 60 岁（含）以上父母的，按照每月 2,000 元标准定额扣除，其中，独生子女按每人每月 2,000 元标准扣除，非独生子女与其兄弟姐妹分摊每月 2,000 元的扣除额度。暂行办法规定，专项附加扣除标准并非一成不变，将随着教育、住房、医疗等民生支出变化情况适时调整。暂行办法向社会公开征求意见后将依法于 2019 年 1 月 1 日起实施。

中国三季度 GDP 同比增 6.5%，加上中美贸易摩擦升温，经济下行压力加大，在此背景下财政部出台了《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》，意在对冲经济放缓压力。中国财政部数据显示 2017 年中国月薪 5,000 元以上的纳税人约 6,400 万，这意味着至少有 6,400 万的居民可从此次个税专项附加扣除中获益。根据新华社的测算，月工资 2 万的北京居民，在上述 6 项个税专项附加扣除后，个人所得税可减 7 成。月工资 1 万元的居民基本不用缴纳个人所得税。所以这次个税专项附加扣除力度不小，超出市场预期。我们估计此次公布的个税专项扣减实际年减税水平约为 1,000 亿规模，加上个税起征点变化后财政部估计的约 3,200 亿年减税规模，我们预计本轮个税改革总的减税规模或在 4,200 亿左右，约占 2017 年 GDP 总量的 0.5%。个税的减免无疑将增加居民的可支配收入增长，对消费的拉动作用可期。如果上述 4,200 亿减税额有一半用于消费，将拉动 GDP 多增 0.25%。未来增值税和企业所得税亦存在下调的可能，在当前实体经济面临一定压力的背景下，减税将成为未来提振内需稳定增长的一个重要着力点。值得指出的是，由于减税将导致财政收入的增速放缓，我们预期 2019 年政府的财政赤字占 GDP 的比重或由 2018 年预计的 3.0% 上升至 3.5%。

## 政策 透视

### 政策对行业影响:



#### 中国银行业

#### 行业影响:

- 财政部、国家税务总局会同有关部门起草《个人所得税专项附加扣除暂行办法（征求意见稿）》以降低个人税务负担，预期在 2019 年 1 月 1 日开始生效。当中主要包括对子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或住房租金及赡养老人的支出等领域等扣除项目。随着个人税务负担下降，我们预期银行相应的资产质量的压力将部份得到缓解，尤其对零售业务方面如按揭房贷及个人消费贷等，效果将较为明显。然而，对整体资产质量而言，我们相信银行仍需以较大力度处置不良资产，以保持不良率、拨备率及拨备覆盖率等指标在较充裕水平。
- 与此同时，人民银行为改善小微企业和民营企业融资环境决定增加再贷款和再贴现额度 1,500 亿元，以发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。人民银行在支持实体经济的政策前提下，早在今年 6 月已经增加了再贷款和再贴现额度 1,500 亿元，因此加上这次增加的额度实际上对市场的支持已经达到 3,000 亿元。配合早前几次降准，明确反映中央及监管机构对保持金融系统性稳定及支持实体经济的决心。如我们早前预期，政策性风险仍是银行业最大的风险因素，在中美贸易战持续的情况下，基本可以肯定未来会有更多政策出炉的可能性。



## 中国证券业

### 行业影响:

- 中国证券业协会公布，初步形成证券行业支援民营企业发展集合资产管理计划的意向性方案，以化解企业的股权质押风险。
- 具体措施是由 11 家证券公司达成意向出资 210 亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1,000 亿元总规模的资管计划，专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。
- 对比上一次 2015 年 7 月初的 A 股支持措施，本次措施更具目标性，集中于减低 A 股市场的股权质押风险，而非只是支持 A 股的水平。所以，部份如暂停 IPO、券商诺言自营股票组合在某指数水平以下不减持等措施在今次并没有使用。此外，上一次 21 家券商共出资 1,200 亿元股支持股市，而这次 1,000 亿元的总规模由券商及银行、保险、国有企业和政府平台等机构分担，减低了券商的资金负担。
- 从估值的角度看，沪深 300 指数现时的估值为 11.0x P/E 和 1.6x P/B，而在 2015 年 7 月初沪深 300 指数的估值为 15.4x P/E 和 2.4x P/B。这次资金入市的估值水平相对于 2015 年。这次救市的估值点明显不同，所带来的风险回报也应不一样。



## 中国房地产业

### 行业影响:

- 针对住房方面相关支出，国家税务总局提出为 1) 首套房贷款利息提供扣减：纳税人本人或配偶使用商业银行或住房公积金个人住房贷款为本人或其配偶购买住房，发生的首套住房贷款利息支出，在偿还贷款期间，可以按照每年 1.2 万元标准定额扣除。及 2) 住房租金提供扣减：纳税人本人及配偶在纳税人的主要工作城市没有住房，而在主要工作城市租赁住房发生的租金支出，按每年 9,600 元到 1.44 万元标准定额扣除。
- 我们认为，为首套房贷款利息及住房租金提供个人税金扣减并非代表房地产政策转变为宽松。根据近日公布 70 大城市房价数据，其中 64 个城市在九月份录得按月上升，反映房价上升压力依然，限购限价等政策未有放松空间。提供住房支出税金扣减，目的乃为提振个人消费。因房价过去一直维持上升，而且根据 rong360 数据显示，9 月首套房贷利率同比上升 0.57 个百分点至 5.69%，引致房贷利息支出过大，影响个人消费能力。另一方面，住房租金上限的扣减达 1.44 万元，比首套房贷款利息扣减更高，在租售并举的政策下，长远有利吸引居民租赁住房。因现时租金回报率偏低，租房者租金支出比购房者房贷供款支出相对低，提高租房者比例亦可以提高居民住房支出后的收入，拉动消费。
- 我们认为这合乎国办发（2018）93 号文中要求大力发展住房租赁市场，推动租房消费市场。



## 中国互联网/电子商贸业

### 行业影响:

- 我们认为减税能刺激消费，有利针对电商行业有利。
- 总的来说，网上零售增长在过去数月大致维持健康。根据国家统计局，2018年1-9月份，全国网上零售额 62,785 亿元，增长 27.0%。其中，实物商品网上零售额 47938 亿元，增长 27.7%，占社会消费品零售总额比重为 17.5%。在实物商品网上零售额中，吃、穿和用类商品分别增长 43.8%、23.3%和 27.7%
- 另一方面，网上游戏行业正受负面因素影响，而这些负面因素并没有因减税而减少。首先，短视频共享平台的普及程度正在迅速提升，在我们看来，这可能会减少用户在线游戏的时间。其次，内地对网游监管进一步加强，会令游戏商成本支出加大。此外，更严格的在线游戏审批无可避免地打乱了游戏开发商推出新游戏的步伐，影响相关收入。



## 中国消费业/服务业

### 行业影响：

#### 消费

- 在最新起草的个人所得税专项附加扣除暂行办法中，国家对个人支出提出六项可以进行个人收入所得税抵扣。我们认为，本次税收减免措施所带来的超过人民币4,200亿元的年减税规模，以及本次减税措施六项专项抵扣所针对的支出项目，对于刺激消费者的消费意愿有一定的作用。人民币4,200亿元相当于2017年社会消费品零售总额的1.15%。若上述4,200亿减税额有一半用于消费，将拉动GDP多增0.25%，对GDP的增速有较大的提振作用。同时，我们认为首先被拉动的消费领域包括日常消费品、教育、居住消费。

#### 教育

- 本次提出的六项专项抵扣中有两项涉及教育，分别是子女教育——涵盖学前教育（3岁至小学入学前教育）以及学历教育（从小学到博士研究生教育），以及继续教育。其中子女教育的年度定额扣除标准为人民币12,000元（每月人民币1,000元）。
- 我们认为，本次教育方面的专项抵扣将会有利于K12阶段学校，特别是中小学阶段的民办教育企业。由于目前在中小学阶段公办学校的学生人数相比民营学校的仍较高，而且公办学校的零学费政策使该类学校的学生家庭不能享受专项抵扣，因此学费的税收抵扣将会促使部分有经济能力的家庭考虑转向民办学校。



## 中国电信行业

### 行业影响:

- 10月11日，在国务院办公厅印发关于完善促进消费体制实施方案(2018-20年)的通知（国办发【2018】93号）中，要求进一步扩大和升级信息消费。信息消费成为国家推动消费其中之一用力点。减税有利电信商的发展，因减税鼓励电信消费，用户的数据用量将上升，并有利数据收入的增长。减税鼓励电信信息消费，信息消费作为重要的新兴消费领域，正处于快速发展的关键时期。工信部8月10日发布《推动企业上云实施指南（2018-20年）》，指出“推动企业利用云计算加快数字化、网络化、智能化转型，推进互联网、大数据、人工智能与实体经济深度融合”。同时工信部和国家发改委，印发扩大和升级信息消费三年行动计划(2018-20年)通知，通知要求到2020年，信息消费规模达到6万亿元，年均增长11%以上，年均11%增长是最低要求，企业信息化支出将加速。电信业将可为信息消费作出贡献，通信网络的快速发展带动信息与消费在线线下的深度融合。



政策  
透视

农银国际分析员



研究部主管陈宋恩  
philipchan@abci.com.hk



宏观经济 - 姚少华  
yaoshaohua@abci.com.hk



中国银行业 - 欧宇恒  
johannesau@abci.com.hk



中国证券业/互联网及电子商贸业 - 周秀成  
stevechow@abci.com.hk



中国房地产业 - 董耀基  
kennethtung@abci.com.hk



中国环保业/替代能源业 - 吴景荃  
kelvinng@abci.com.hk



中国消费业 - 潘泓兴  
paulpan@abci.com.hk



中国电信行业 - 黎柏坚  
rickylai@abci.com.hk



更多研究报告



## 权益披露

众分析员作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 ≥ 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) ≤ 股票投资回报 < 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 < 负市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-17 年间的年复合增长率为 10%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

### 免责声明

报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2018 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址： 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话： (852)3666 0002