

# 減稅有助中國經濟穩定增長

左智卿 中國華融(澳門)國際股份投資管理部董事總經理

近兩年來，內地減稅降費力度明顯加強，如陸續出台的「營改增」試點、降低「五險一金」繳費比例等舉措，減負力度較往年明顯加強。今年年初以來，企業和居民減稅政策密集落地，其中，企業減稅政策包括下調增值稅稅率、提高研發費用加計扣除比例、扶持小微企業發展等；居民減稅政策包括個稅起徵點上調至每年6萬元(人民幣，下同)、增加多項專項附加扣除等。財政部預計，今年全年減稅降費規模將超過1.3萬億元，高於年初制定的1.1萬億元目標，減稅力度創近年來新高。

與此同時，隨着近期經濟下行壓力凸顯，

積極的財政政策已成為各界共識。近日在巴黎舉行的經濟合作與發展組織(OECD)稅收徵管論壇(FTA)指導委員會會議上，國稅總局局長王軍表示，內地正在研究新一輪更大規模、實質性、普惠性減稅降費舉措，包括推進增值稅等實質性減稅，對小微企業、科技型初創企業實施普惠性稅收免除等，以更好地推進中國經濟高質量發展。

## 具提振居民消費作用

從理論上看，減稅對經濟增長的影響分為三條路徑：一是降低由稅收帶來的價格扭曲，減少無謂損失，提高資源配置效率；二

是降低資本所得稅等可刺激企業加大生產和投資力度；三是勞動所得稅的降低將抬升休閒相對於勞動的機會成本，有效刺激勞動供給。

針對不同的減稅對象，居民減稅效應主要通過「減稅—居民收入—消費」傳導邏輯影響經濟。減稅有助於降低居民個人所得稅支出，進而對居民可支配收入形成提振，拉動消費增長；降低居民消費品關稅、消費稅等間接減稅措施，相當於變相提供商品價格補貼，增加居民實際購買力，進而可能對消費形成提振。企業減稅效應，則主要通過「減稅—企業盈利—資本開支」傳導邏輯，滯後

影響經濟。減稅有利於企業盈利提振，並帶來資本開支和生產擴大行為，有助於固定資本形成；此外，企業盈利回升還可能帶來勞動僱用增加和工資水平提振等，對居民消費也有一定提振作用。

## 「普惠性」成政策核心

當前，內地減輕企業稅費負擔改革的動力和需求主要來自內部。宏觀經濟也正處於轉型升級、轉向高質量發展的階段，企業尤其是民營企業可能遇到很多困難，需要相應的財政利好政策保駕護航。此時推出新一輪更大規模、實質性、普惠性減稅降費舉措，是

適應新時代經濟發展的有為之策。

值得注意的是，當前正在醞釀的新一輪減稅降費舉措的關鍵詞是「普惠性」，表明本輪改革抓住了減稅的核心，可以避免出現政策傾斜和有失偏頗的問題，改革的力度和效果值得期待。相關部門大刀闊斧地為企業的負擔「瘦身」，以明顯的稅率降低引導企業的心理預期和發展方向，能有效地讓企業真正輕裝上陣、放手發展。因此，新一輪減稅降費舉措，必將帶來更多的收入增加和消費擴大，為實體經濟發展帶來更充沛的源頭活水，為內地整體經濟「穩增長」發揮積極作用。

# 風險事件多 波幅續擴大

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

越到年底，越是有不同的風險事件，市場情緒起伏，各類資產波幅擴大。

## 中美談判尚未結束

首當其衝受關注的，是上周末「中美飯局」，全球投資者聚焦於此，之前，市場已受各種流言影響。好在中美一致暫休戰，在明年1月保持對2,000億美元進口中國商品的關稅稅率保持在10%。這是好消息，至少短線內投資者可以鬆口氣，有助風險偏好回升。但同時也要注意，中美雙方設置了90天的談判期限，如果屆時談不成，貿易戰可能進一步惡化，所以後市依然存在不確定性。

但投資者似乎暫時把這種不確定性拋之腦後，或者說對90天的談判結果充滿樂觀預期，各類資產相當亢奮。恐慌指數VIX回落9.02%至16.44。人民幣從6月中開始加速下行，10月底甚至再度逼近7關口。本周一早盤，離岸人民幣就突破了50日線，並重拾6.9關口，稍作調整後，進一步擴大漲幅，收復6.88關口，上漲逾700點。周二亦延續升勢，一度重拾6.83水平。

全球股市造好。美股強勁，道指盤中一度漲超過400點。港股在周一大漲2.55%，創兩個月高，重返兩萬七關口，重越100日線。商品也作出反彈，加上減產的憧憬，油價在企穩50美元一線基礎上，大漲近4%。銅價亦上漲1.57%，嘗試挑戰區間阻力。

## 美債息曲線倒掛堪憂

但是這樣的亢奮只持續了一日。一方面是市場在大漲後需要作一些調整，另一方面美債的表現引起投資者更多的關注。10年期美債收益率跌破3%一線，並進一步下探。2年期美債收益率在窄幅震盪下失守2.8%一線。美債息曲線部分出現倒掛，是2007年以來首次，引發恐慌，投資者擔心是經濟衰退的先兆。

恐慌指數VIX很快增加26.16%至20.74。美股出現大跌，三大指數均損失逾3%。港股在周二勉強收漲後，周三和周四迎來了大跌，不但失守兩萬七，更是將支持位重新下移至兩萬六一線。

美元這幾日保持在高位調整，美聯儲態度轉變，為未來政策留有空間，讓投資者猜測是否加息腳步要放慢，當然一



全球聚焦「中美飯局」，中美一致暫時休戰，但後市依然存在不確定性。路透社

切還看真正的經濟數據表現。

## 人民幣元紛回吐漲幅

金價才剛失守1,230美元一線，又很快獲得支持而大幅走高，甚至嘗試突破1,240美元。

人民幣在周三和周四便轉跌，離岸人民幣目前已經重新失守100日線，跌近6.90一線，回吐了一半這幾日的漲幅。

澳大利亞受到中國貿易影響大，澳元在周一跳漲測試0.74一線，隨後的三日就連續下跌，早就回吐完了漲幅，甚至

重新將支持位下移至0.72。

商品的反彈也很短暫，倫銅在周一的大漲後，緊接着就是兩日的回調，繼續在6,000美元至6,400美元區間內。目前先測試百日線。中美有最終消息之前，恐怕銅價未能有方向。

所以這一週各類資產都很忙碌，經歷了大漲大跌。但考慮風險因素仍未落地，恐怕投資者要不斷習慣這種大波幅並作好更多的準備。

(筆者為證監會持牌人士，無持有所述股份之財務權益。)

# 滬港合作共贏前途無限(二之二)

李劍閣 中國證監會原副主席

2009年，中央首次提出要在上海建設國際金融中心。最近幾年，一直有一種擔心，認為香港在與上海的競爭中會削弱優勢。這種看法是短視的。當我們把觀察的歷史跨度拉長，就可以看到，上海和香港更多的是協作，是互利雙贏。

同樣是建設國際金融中心，香港和上海的特點不同，各自承載的使命也不同。香港的資本市場起步早，在內地還沒有改革開放的時候，就成為了舉足輕重的亞洲金融中心，並伴隨內地經濟不斷擴大對外開放，已然成長為位居前列的國際金融中心。

## 善用自身優勢互補關係

按照特區政府的設想，香港是內地與

世界的「超級聯絡人」。在未來，香港和上海也是差異化的國際金融中心。香港和上海應該形成互相補位的關係，利用各自的優勢和特點，沒有必要進行同質化競爭，更沒有必要成為日漸趨同的市場。中國經濟體量足夠巨大，完全能夠容納兩個各具特色的重量級的國際金融中心。

習近平總書記在十九大報告中再次強調，要保持香港長期繁榮穩定，要確保「一國兩制」方針不動搖、實踐不走樣。同時還提出了要建設創新型國家、鄉村振興、區域協調發展等多項重要的發展目標，要推動形成全面開放新格局。這些發展目標的提出，要求滬港兩地資本市場積極作為，主動對接，這也為滬港資本市場

的合作發展創造了更大空間。

十年前，如果剔除外匯儲備和銀行的跨境證券投資，證券投資在內地的跨境交易所佔的比例幾乎可以忽略不計。而現在，跨境證券投資產生的資產負債已經佔到總量接近15%的水平。參照發達國家和開放的新興市場國家的經驗來看，這個比例還會提高。在未來，由於中國有大大超過世界平均水平的儲蓄率，內地和香港資本市場的總規模佔世界資本市場的比例，完全有可能獲得和超過中國在全球貿易貿易中的比例。

## 五方面入手建融通市場

構建全面融通的共同市場，要從資金、人才、機構、產品、監管等五個方

面入手：

- 1) 發揮自由港的優勢，借內地開放的東風，以金融機構和金融基礎設施為載體，搭建資金融通的平台；
- 2) 以業務溝通帶動人才交流，培育既熟悉內地市場又熟悉香港和國際市場的金融人才；
- 3) 「引進來」和「走出去」相結合，打造具有國際競爭力的金融機構；
- 4) 以產品的互聯互通為境內外投資者跨境資產配置提供更多選擇，幫助對方市場的投資者熟悉規則熟悉市場；
- 5) 兩地監管部門的監管理念和監管標準要互相借鑒，以共同市場的標準建立具有前瞻性的監管框架和合作機制。

滬港資本市場合作前途似錦。

# 滬倫通引領內地資本市場開放

康證投資研究部

內地開放資本市場步伐加快，內地傳媒報道，預計倫敦交易所將於聖誕後舉行滬倫通揭牌儀式，成為繼滬港通、深港通，以及A股獲納入MSCI新興市場指數之後，內地股市對外開放的另一重要里程碑。滬倫通於2015年底首次提出，今年8月中國證監會向社會公開徵求意見，10月正式發佈《上海與倫敦證券市場互聯互通存託憑證業務監管規定》，擬於今年年內正式啟動滬倫通。

## 有利促進人民幣國際化

適逢今年中美兩國就內地開放市場問題角力，滬倫通開通具有重要象徵意義，落實內地對外開放的方針，推進A股國際化的實踐，可望藉此改善信息披露制度和監管機制等。滬倫通讓A股上市公司透過發行倫交所存託憑證(GDR)，直接在英國市場進行融資，有助內地企業開拓海外融資渠道。另一方面，金融投資機構可利用離岸人民幣，透過滬倫通直接投資A股，繼而、深港通後再多一個渠道直接進行人民幣資產交易，使更多國際投資者加大人民幣資產配置，長遠有利於推動人民幣國際化進程。

上海力爭於「十三五」期間建設為國際金融中心，今年內地當局已作出多項舉措為上述目標鋪路，包括今年3月推出以人民幣計價的原油期貨，以及本月初中國證監會宣佈進一步增加期貨市場對外開放品種，寄望透過商品及股指期貨市場，提高人民幣在國際上的認可。隨着滬倫通的開通，加上明年即將推出的創新板，更有助增強上海作為國際金融中心的影響力與競爭力。

## 中資券商增國際競爭力

除了令上海交易所「走出去」之外，內地券商承接滬倫通做市業務亦受惠。雖然不少內地金融機構近

## CDR(中國存託憑證)上市條件

要求	條件
總市值規模	發行申請日前120個交易日按基礎股票收盤價計算，境外發行人平均市值不低於200億元人民幣
當地上市年限	在倫交所上市滿3年，以及於主板高級上市滿1年
境內上市規模	申請上市的中國存託憑證數量不少於5,000萬份，以及對應的基礎股票市值不少於5億元人民幣

資料來源：康證投資研究部

年發展迅速並成為國際性企業，但與外國相比內地的證券業相對封閉，滬倫通為內地券商提供更大發展機會。符合條件的券商將承擔做市商的角色，與境外經紀商磨合及建立長期合作關係，培養內地業界更多熟悉國際資本市場運作的專才，提升中資券商在國際市場的競爭力，為未來進軍國際金融市場奠定更佳基礎。

近期券商正針對對滬倫通業務進行人員培訓及經紀業務測試，距離兩市正式互聯互通的日子不遠。市場預料首批參與滬倫通的企業中英雙方各佔約10間，內地公司方面華泰證券及中金有望成為首批於倫敦發行GDR的企業，市傳匯豐有望成為首間發行中國存託憑證(CDR)的外國公司，內地傳媒報道英國奢侈品牌Burberry正初步研究發行CDR。預料首批上市的公司為兩地優質藍籌企業，滬倫通的開通使境內投資者有機會投資境外市場，境外投資者亦可把握機會投資內地市場及增加人民幣資產配置，更有效滿足投資者的需求。

# 債券孳息率與股市間的關係已逆轉？

Robin McDonald、Marcus Brookes 施羅德

「我們現時距離中性水平仍相距甚遠」——傑·鮑威爾(Jay Powell)，10月3日。

隨着10月份出現股市下跌及債券孳息率上升的情況，股票與債券之間的長期趨勢已被逆轉。這對於投資者看待多元化投資的態度有重要影響。

對於10月份環球股市加速下跌的原因，目前仍存在許多困惑。但是，美國股市最終轉跌，而美國國債孳息率扭轉連續37年的跌勢，我們認為兩者之間並非巧合。此外，愈來愈清晰的是，央行官員(尤其是聯儲局主席鮑威爾)不再像以前那樣積極鼓勵資產價格通脹。

## 切勿與聯儲局為敵

雖然股市表現通常會隨着利潤周期而波動，但有時亦會受到貨幣政策所主導。

本輪牛市中主要受貨幣政策所帶動，多項指標顯示估值已經偏高。隨着債券孳息率上升，我們認為這些估值升幅有可能出現逆轉。

去年10月1日，聯儲局開始以每月100億美元的速度縮減資產負債表規模。目前資產負債表規模已縮小約6.5%。截至本季度，按年縮減幅度已達到6,000億美元。

在過去12個月，聯儲局亦合共上調短期利率1%。鑒於聯儲局計劃於12月份進一步加息，預期聯邦基金利率將於今年底升至2.5%，並可能於2019年底升至3.5%。

## 債券處於關鍵轉捩點

我們曾撰文分析為何在通脹升溫、短期利率上升、孳息曲線平坦未能刺激投資者承擔存續期風險的意慾、量化緊縮，及大規模發行新債券(為萬億美元赤字融資)同時發生的情況下，債券市場會遭遇周期性挑戰。

同樣，問題是這種狀況何時會開始對其他資產類別造成影響。債券孳息率自兩年前(2016年7月)跌至長期低位後，雖然已回升逾一倍，但尚未出現重大突破。這意味着目前或正處於關鍵轉捩點。

事實上，10月份有趣的是，雖然股價暴跌，但10年期美國國債孳息率卻錄得上升，而非下跌。(當然，債券孳息率上升意味着債券價格下跌)。

換言之，對於傳統投資組合所認為的避險資產而言，投資者獲

得的多元化收益極少(甚至沒有)。這點很重要。過去18年的大部分時候，典型60/40股票/債券投資組合表現理想：股票上升，債券下跌；股票下跌，債券上升。但最近的情況卻是：股票上升，債券亦上升。

## 不利典型投資組合

然而，最重要的是，我們需要意識到，市場的運轉規律並非一成不變。事實上，從1960年代至1990年代末，更常見的情況是股票下跌，債券亦下跌，反之亦然。本世紀以來，這兩種資產類別之間的負相關關係主要是由於通縮型價格模式所造成。

自從美國總統特朗普於產出缺口已經濟政策的环境下，實施寬鬆財政政策，並威脅打亂環球供應鏈以來，我們在這期間一直提醒投資者，本輪周期將會轉向通脹型。如果實際情況確實如我們所預測，未來的通脹將比近幾年更強，我們認為股票/債券關係將會對採取傳統資產配置的投資組合較為不利。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。