

內地稅改優化地方財政

在宏觀稅負下行與土地財政收縮的雙重壓力下，各界關於內地稅制改革的呼聲不斷。相較而言，消費稅改革的可行性最高，也有利於培養地方稅源、推動央地財政收支再平衡。

李靈修

去年底召開的中央經濟工作會議就曾指出：「要謀劃新一輪財稅體制改革。」今年兩會期間的《政府工作報告》也表明，謀劃長遠推動新一輪財稅體制改革，加強對高質量發展的財稅支持。這也體現出決策層對於財稅問題的高度重視。

賣地收入逐年下行

自2018年以來，中央政府連續出臺減稅降費措施，包括稅率逐步降低、適用領域擴大、免稅門檻調整，以及實施經常性留抵退稅等。國家稅務總局數據顯示，「十三五」期間（2016年至2020年）累計減稅降費規模達到7.6萬億元（人民幣，下同），規模力度不可為不大。

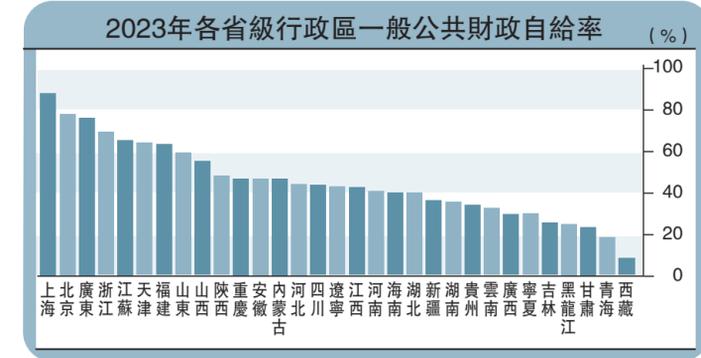
然而，減稅降費也帶來一系列問

題。譬如，雖然企業繳納的增值稅減輕了，消費者購買的商品降價了，但佔據強勢地位的上游企業並沒有讓利，而是「犧牲了」下游企業的盈利空間。表面上看，確實降低了社會總稅負，但上下游企業的「體感」有所不同。

又如，地方政府的財政汲取能力下滑。統計顯示，2018年財政收入佔GDP（國內生產總值）比重為28%至29%，到2023年這一數據降至26%。這一水平低於同等收入國家30%左右的水平，更低於發達國家35%以上的比重。

宏觀稅負下行通常會引發非經濟政策的緊縮效應，包括2018年出現的環保「一刀切」，以及2021年發生的拉開限電事件都屬於此類範疇。

當然，地方收入的最大挑戰還是來自於土地財政。財政部數據顯示，2023



年各級政府土地出讓金收入約為5.8萬億元，較上年同比下降13%，也是2017年以來的最低水平。據券商測算，中性情景下，2024年國有土地出讓收入或再降約8000億元。

去年曾有經濟學家提出，要用「股權財政」替代「土地財政」。所謂「股權財政」是指，政府憑藉產權所有人和出資人身份從國有資產使用中獲得收入。但從體量來看，股權財政與土地財政相差巨大，前者很難完成對後者的「覆蓋」。數據顯示，2023年全國國有

土地使用權出讓收入5.8萬億元，而國有資本經營預算收入僅為6744億元。

充實稅源央地共享

也有人擔憂，地方政府一旦依賴「股權財政」，會大肆設立地方國企，採用行政壟斷的方式擴大財政收入，從而擠出私人投資和惡化營商環境。

從可行性的角度來看，消費稅有望成為財稅體制改革的主要方向。根據財政部數據，2023年中國消費稅收入總額為1.6萬億元，約佔全國稅收收入的



▲2023年中國消費稅收入總額為1.6萬億元人民幣，是國內的第四大稅種。

8.9%，佔全國GDP的1.3%，是國內第四大稅種。但與歐美國家相比，中國消費稅徵收環節主要在生產端而非消費端、且稅率整體偏低。

早在2019年，國務院關於央地收入劃分提出改革方案，其中就提及「後移消費稅徵收環節並穩步下劃地方」是合理的。具體來看，改革涉及三個方面：

一是推動徵收環節後移，從生產轉移到批發和零售環節，有利於推動地方政府從重視生產轉向重視消費。

二是擴大徵收範圍，徵稅範圍由目前的煙、酒、汽車為主，拓展到高污染高耗能、高端服務業，比如奢侈品、高端會所等。此舉既有利於穩定宏觀稅負，又有利於促進綠色發展。

三是從中央稅轉為共享稅或者地方稅。當前中央獨佔稅收包括消費稅、車輛購置稅、關稅；央地共享稅包括所得稅與增值稅。未來可考慮將消費稅逐步下劃給地方政府，藉此充實地方稅源。

心水股

新鴻基地產 (00016) 恒基地產 (00012) 阿里健康 (00241)

港股方向未明 留意國策消息

頭牌手記

港股昨日反覆企穩，行情趨向個別發展。恒指高點見17807，升80點；低點為17658，跌69點，高低波幅149點，頗為狹窄。收市為17739點，升11點或0.06%，中止過去的二連跌。全日總成交重上千億元水平，達到1049億元，較上日多107億元。

地產分類指數領漲，升幅1.33%，跑贏大市。公用類也不差，升0.98%。金融類略有反彈，升0.35%。回落的是國企、工商和創業板指數。

大市的基調仍在等候三中全會的公報。20隻熱門股中，升了9隻，跌了10隻，1隻打和。創科 (00669) 重上100元，升4.7%，小米 (01810) 升2.7%，京東 (09618) 升2.1%。下跌

股中，中芯 (00981) 重挫5.2%，中石油 (00857) 跌 5.8%，紫金 (02899) 跌4.6%，中海油 (00883) 跌5.2%，均為「重傷股」。

憧憬減息 地產股轉強

本地地產股轉強，相信與預期美國9月減息而將令港息也跟降有關。新地 (00016)、恒地 (00012)、新世界 (00017) 同升2%。

昨市有個特點，就是早前大強勢的中特估見到有較急的調整，這亦是股市的鐵律，升到差不多了便有回吐而整固。另外，金屬類股份跌得較急，什麼金銀銅鐵錫鋁，全部不支重創。市場最新一個「炒」的概念是各國經濟增長放緩，故對礦物、原材料、石油以至電力的需求都下降，相關股份便被推低了。

市場關注的三中全會今日閉幕，相信稍後便會有會議公報發表。投資者無妨待細讀公報後再考慮行止。「拚經濟保民生」是永恆主題，內地和香港都是如此。

本周還有兩個交易天，現指數17739點較上周收市的18293點低554點。在這兩日內追回失地，恐怕難度較大，是以本周可能以下跌終場。至於整個7月份，是升是跌，仍然成謎。蓋6月底收報17718，現時為17739，只升21點，根本不成氣候，亦即變數仍大，現在離月底還有10個交易天。

昨日欄提到的沽空問題，昨日略見收斂，但數據仍偏重。如中行 (03988) 沽空率 38.2%，建行 (00939) 沽空率 33.4%，農行 (01288) 32.7%，工行 (01398) 31.1%，都續見壓力。

哈薩克網購漸普及 電商業前景俏

貿發焦點

哈薩克在推進數碼經濟方面表現斐然，該國目前的互聯網用戶多達1820萬，普及率超過92%，位列中亞國家之冠，社交媒體用戶數目同屬區內最高，達1410萬。

新冠疫情導致消費者購買行為出現重大轉變，大眾紛紛轉用網上形式購物，將電子商貿發展推向新高峰。數碼支付日趨普及也推動了哈薩克的電子商貿業務持續增長。

2023年，哈薩克的零售電子商貿交易量達54億美元，同比增長24%，佔全國零售貿易總額12.7%。在這一，電子商貿不論在交易量還是零售總額佔比方面都錄得顯著增長，可見即使疫後經濟活動復常，電子商貿依然佔據重要位置。

佔總交易量料升至20%

哈薩克政府深明電商行業對國家經濟增長發揮重要作用，於是制訂相關目標，期望到了2030年電子商貿佔零售交易量的比重能提高至20%。為實現這一目標，政府計劃擴大網上銷售的本地商品種類，興建相應的倉庫、交付中心和物流基礎設施，並加強保障消費者權益。

根據哈薩克政府公布的數據，將電子商貿平台納入計算範圍後，零售電子商貿交易額升至前一年的將近4倍。

由此可見，電商平台在這個界別的影響力舉足輕重。2023年，近80%的企業透過電商平台銷售產品，約30%企業透過自家網絡資源進行銷售。此外，約10%的企業同時透過電商平台和自家網站銷售產品。

電商平台是哈薩克人網購的首選渠道。根據Strategy&的調查研究，2023年經由電商平台進行的銷售佔全國零售電子商貿總銷量89%，比2022年增加6個百分點，其餘銷售活動則來自品牌的自家網店和網站。2023年，每筆電子商貿交易的平均金額約為26800哈薩克堅戈。

電商平台提供種類繁多的產品，消費者可以快速比較不同賣家的產品和價格，以最優惠條件進行交易，使整個購物過程變得更簡便。

就電子商貿佔整體零售額的比重而言，哈薩克的數字仍遠低於發達市場，可見增長潛力豐厚。有意開拓哈薩克消費市場的香港企業，可以考慮從電子商貿渠道入手。

由於哈薩克的官方語言是哈薩克語和俄語，港商在當地物色合作夥伴或分銷商時，應尋找有能力妥善處理商業文件和營運業務的企業。此外，哈薩克的物流配送耗時較長，成本較高，港商宜將產品存置於當地倉庫，以縮短將貨物派送給消費者的時間。

(香港貿易發展局)

央行出手托市 日圓上望153

實德攻略

日圓在今年起展現出一浪低於一浪的下跌走勢，投資者都在引頸以待日本央行入市挽救日圓的頹勢。

此外，部分市場人士在推敵日本央行是否不太願意大幅度推高日圓走勢，始終日圓疲弱對當地旅遊業和出口商有利，但低日圓匯價又會推高汽油及食物等進口商品的價格，對整體

民生絕對不是好事。由此可見，日本央行出手干預的時間及力度，正正處於進退維谷的局面。

另一方面，市場人士也在憧憬日本央行收緊貨幣政策，單單只是調高利率，便應該能夠打退部分看淡日圓的沽盤。但事實卻跟憧憬截然不同，因為日本央行只是隆而重之的把負利率改為零利率水平而已，同時又欠缺更加清晰的未來上調利率指引，故此，在貨幣政策不似預期下，投資者追捧日圓的動力也逐漸冷卻下來，對日圓構成反覆下跌的壓力。

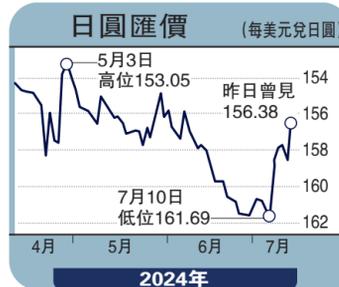
美減息機會升 支持圓匯反彈

到了第二季度結束前，或自6月中旬開始，日圓再度展現弱勢，到7月初曾低見接近162水平這38年高位後，市場人士都在寄望日本央行會隨時出手干預日圓的下挫走勢，當其時市場人士都在跟日本央行彼此鬥耐力，當

然，日本央行是想達至干預的最佳效益，那就是任何干預行動最好是達到事半功倍的效果，來入市干預日圓的疲弱走勢。

日本央行選擇在上周四(11日)，即美國公布6月份消費物價指數的當刻，毅然入市干預，因為通脹數據結果是全線錄得下跌，儘管這是滯後性數據，但也能夠即時強化了投資者對美聯儲將有減息動作的預期，美元因此而備受沽壓，日本央行於是借力打力入市買入日圓，希望能以四兩撥千斤去推高日圓走勢。當刻日圓便由161水平急速上升至157.4才停止升勢。日圓在其後的數個交易日表現是反覆向好，曾經在周一(15日)高見157.1水平。日圓中短線應該可以延續反彈走勢，可以寄望投資者逐步進入日圓，把日圓推高至153附近才停止這一輪的強勁走勢。

(作者為實德金融集團首席分析師)



大摩看好互聯網醫療 上調阿里健康評級

大行分析

摩根士丹利發表報告指，人工智能及長壽是健康護理行業的主軸，由於行業數據相對獨立，藥方安全性有嚴格要求，因此人工智能應用較為落後，但在短期或長期而言均有重大發展機遇，互聯網醫療平台將會受惠於人工智能應用，包括優化流程、支援醫療決策、提升生產力及創

新分析、商業化智能應用等。

該行認為，在目前人工智能早期階段，其覆蓋的互聯網醫療股未必太大受惠，但仍然調整相關股份的評級，以反映其基本因素，當中將阿里健康 (00241) 評級由「減持」上調兩級至「增持」，因為公司獲注入廣告業務後，增長動力令人鼓舞。

另外，該行將平安好醫生

(01833) 評級由「減持」上調至「與大市同步」，認為公司將發展策略趨向F端 (平保綜合金融) 及B端 (企業客戶) 正穩步進行，加上營運效益改善，或會較早收支平衡。

不過，京東健康 (06618) 評級則由「與大市同步」，被下調至「減持」，原因是大摩認為需反映其核心業務增長放緩。

東軟拓康養業務 打造第二增長曲線

股壇魔術師

東軟教育 (09616) 的2023財年年度業績顯示，2024至25學年學額達到20170人，按例增長3.5%，繼續保持穩健增長。而且，5月31日，公司公告收購東軟健康醫療收購完成。收購拓展康養業務，中長期打造第二增長曲線，值得留意。

10年後，高教業務可能受到人口下降帶來的影響，而公司拓展老年教育 (東軟鳳凰學院)、3月公告收購康養業務，雖然短期由於業務尚在培育期有一定虧損而拖累業績，但中長期有望打造第二增長曲線，並和現有業務形成「教育+科技+康養」協同效應，並且

複用校園和科技園資產。

收購標的2022和23年虧損8400萬和7500萬元 (人民幣，下同)，目前虧損主要由於成立時間尚短、產能利用率尚未達到盈虧平衡點；第三方估值報告預計2026年有望扭虧、2028年貢獻1億元淨利。

教育收入穩健增長

公司學歷教育板塊有望穩健增長，來自學額穩健增長，公司總體增長3.5%，大連、成都、廣東學院分別為9241、6723、4206人，同比增長15%、3%、-15%，成都和廣東主要由於容量受限，而大連學院則由於2021年投入新校區具備了擴容條件。因此，該行預計2024至25學年在生為6.1萬人，同比增長7%。此外，學費亦繼續增長，2024至25學年成都、廣東學院分別增長6%和10%。

華西證券維持其2024至26財政年度營業預測21.11億、24.59億和28.15億元、純利預測4.4億、4.81億和6.1億元；每股盈利預測0.68、0.74和0.94元，現價對應市盈率不足5倍，維持其「買入」評級。

