

固收半月谈 | 万亿级消费税改革将近，后续方向如何展望？

主讲人介绍



刘晋

上银基金固定收益部研究员

南开大学应用数学硕士，长期深耕城投板块研究，覆盖煤炭、钢铁、建筑施工、非银金融等行业的信用研究工作。

01 市场回顾

国内利率债市场方面，7月以来央行密集发声表态将下场购债并开启临时回购操作，市场情绪一度转悲观，长债和超长债收益率明显上行；但随着央行表态后并未立即开启操作，且资金面整体维持宽松，市场情绪有所好转，长债跌幅收窄。具体来看，7月以来截至7月17日收盘：（1）国债方面，1Y国债收益率下行1BP至1.52%；3Y国债上行2BP至1.82%；5Y国债收益率下行2BP，收于1.96%；7Y国债收平于2.11%；10Y国债收益率上行5BP，收于2.26%。（2）政金债方面，1Y政金债收益率上行3-6BP；3-5Y政金债收益率上行0-1BP左右；7Y政金债收益率下行2-3BP；10Y口行和农发债收益率上行1BP，10Y国开债收益率上行3BP，收于2.32%。

信用债市场方面，7月截至7月17日，短端信用债小幅上行，中高等级5年期长端债项表现较优，但10年以上的超长债出现一些补跌，幅度不大，全市场信用债交易的久期达到新高2.55年。近两周利率债的回调对信用债影响有限，信用债市场筹码延续稀缺态势，配置意愿仍较强。

权益市场方面，7月截至7月17日，权益市场涨跌互现，但整体市场情绪不佳，其中万得全A下跌0.1%，创业板指上涨0.8%，上证指数下跌0.15%，转债表现较差，中证转债指数下跌1.86%。行业来看，表现较好的板块主要来自电子、商贸零售、地产和有色，整体上涨2%-3%，表现较弱的板块主要为煤炭、机械、轻工和家电，整体下跌4%-6%。

海外市场方面，美国通胀数据超预期走弱，叠加部分美联储官员释放降息想法，海外市场押注美国9月降息概率不断提升，股债市场均表现较好。具体来看，7月以来至7月17日收盘，法国CAC40上涨1.22%，德国DAX指数上涨1.11%，英国富时100上涨0.29%，标普500上涨2.34%；亚洲股市方面，恒生指数上涨0.12%，韩国综合指数上涨1.63%，日经225上涨3.83%。债券市场方面，德国10Y国债收益率下行6BP至2.43%；法国的10Y国债收益率下行21BP至3.08%；美国10Y国债收益率下行20BP，收于4.16%；英国10Y国债收益率下行8BP至4.12%。

02 市场展望

近期公布了多项重磅数据：一是通胀依旧低迷，反映内需偏弱的现状并未改善，这点从进口增速下滑也能佐证；二是出口韧性较强，且机电产品和对东盟、一带一路国家出口的金额不断提升；三是社融持续走低、信贷依旧低迷，6月虽然政府债券发行速度加快，但难以对冲信贷和企业债券、股票融资减少；四是6月除失业率维持平稳外，工业增加值、固定资产投资和社零数据较5月走弱，导致二季度GDP增速低于市场预期。总的来看，基建托底和出口景气度的维持，在一定程度上对冲了内需和地产的低迷。而疲弱的融资和信贷需求，一方面反映的我国经济增速降档，企业扩张动力不足，经济依然处于弱修复状态；另一方面，低迷的信贷也意味着机构资产荒暂时无法得到缓解，信用债和超长债始终有较强的配置需求。对债市而言，弱修复、弱政策、强配置需求这几点利好对债市的支撑仍在，但对长债和超长债的配置宜先谨慎，需关注后续央行的态度和操作。

信用债市场方面，虽然信用值等级利差、期限利差已经很低，但机构缺资产下信用债仍有压缩空间，一级市场仍然存在机会，建议关注市场热度相对较低的区域或首次亮相公开市场的主体；此外，新亮相市场10Y以上的发行人仍在增多，但当前利差过薄，建议观望。二级市场方面，城投债继续挖掘3年期限的中等资质

主体，关注化债政策的演绎，对后续新纳入 14 号文化债的重点区域持续跟踪，对可能调出的区域做一定估值上的防守；产业债方面，煤炭半年报的经营下滑基本在预期内，虽景气度有所下行，短期国企难以违约依然是共识，可以挖掘超额利差机会。

权益市场方面，弱预期弱现实下，股票结构性震荡行情是主旋律，底仓配置上可以关注现金流业绩稳定的低估值蓝筹以及部分跌出股息价值的品种，弹性仓位关注出海、供给出清方向。转债方面一是绝对价格较低但是信用风险较小的转债标的可以作为纯债替代，二是具有一定股性的大盘价值类的转债标的更符合当前的政策驱动和资金偏好。

03 热点关注：海内外消费税制度分析及展望

国务院在今年的《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》中提出“**在保持宏观税负和基本税制稳定的前提下，进一步完善税收制度、优化税制结构，研究健全地方税体系，推动消费税改革，完善增值税制度。**”这个表态也在近期引发了市场的大量关注。本次和大家分享一下目前我国以及海外主要国家的消费税制度的异同点，并展望未来我国消费税制度改革可能的方向及影响。

我国的消费税是以消费品的流转额作为征税对象的各种税收的统称。属于价内税，一般在生产和进口环节缴纳，在以后的批发、零售环节中，不必再缴纳消费税，是典型的间接税。从税收收入来看，2023 年我国国内消费税收入为 1.6 万亿元，约占全国税收收入的 8.9%，是我国当前第三大税种。从税种地位讲，消费税是四大税种中唯一的中央独享税，其税收由生产企业在生产环节向生产所在地税务机关缴纳。

根据应税商品的数量，消费税大体可以划分为三类：第一，有限型特别消费税，其课征范围主要包括烟、酒、机动车、石油等传统消费品，应税消费品一般不超过 10-15 种；第二，中间型特别消费税，其课税范围进一步扩展至食品，应税消费品一般不超过 15-30 种；第三，扩展型特别消费税，其课税范围更加广泛，应税消费品往往超过 30 种，涉及更多的消费品及生产资料。

我国现行消费税条例主要针对烟、酒、成品油等十四个类别征收消费税，从征收范围上属于中间型特别消费税，但从实际征收来看，消费税税负主要集中在烟、油、车、酒这四大项，其中卷烟缴纳的消费税占比达 52.6%，成品油占比 34.9%，汽车占比 7.4%、酒占比 3.6%，其他商品仅占 1.5%。

从征收税率来看，我国烟草、酒类、成品油整体税率全球对比偏低。据 WHO 统计，截至 2021 年，中国烟草税占总零售价比例约为 54%，高于美国和越南的 40%、39%，但明显低于欧盟国家（60%以上）、韩国（74%）、沙特（74%）、日本（61%）、印度（58%）；而以烈酒为例，中国酒类消费税占零售价比例为 16.3%，略高于日本（16.2%）、巴西（9.2%），但大幅低于芬兰（66.8%）、澳大利亚（56.5%），以及英国（47.2%）、韩国（43.1%）。以 92 号汽油估算中国每升汽油消费税率约为 25.1%，高于美国的 14.1%，低于大多数其他发达国家。从税收占比来看，2023 年我国国内消费税约占全国税收收入的 8.9%，而根据经合组织（OECD）发布 2022 版消费税趋势报告，消费税收入占 OECD 国家税收总收入的 30%，我国目前消费税率相比发达经济体仍有一定差距。

从消费税的归属上看，海外主要经济体中除德国外，美国、法国、日本、韩国等均实施消费税央地分成，其中地区分成较高的为美国（64.4%）、法国（62.9%）、加拿大（39.4%）。同处于东亚地区的日本和韩国，消费税地区分成为 26.5% 和 11.8%。

我国首次提出消费税归属改革是在 2019 年 9 月 26 日，国务院发布《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》，提出进行消费税改革。消费税征收环节后移，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费税品目逐步后移至批发或零售环节征收，以及将消费税稳步下划地方，拓展地方收入来源，将增量部分划归地方，此后 2020 年和 2021 年也多次在不同层级的会议上有所提及。

结合上述背景，我们认为本轮消费税改革主要可能会涉及到三方面：（1）**调整消费税征收范围**：将一些高档消费品纳入征收范围，扩大消费税征收范围；（2）**后移消费税征收环节**：由生产商代缴后移至批发商或零售商向所在地税务机关代缴；（3）**消费税收入向地方倾斜**：由过去完全归属于中央，将部分比例或部分税目的消费税划给地方政府。

04 债券知识小课堂：交易型开放式指数基金

ETF（交易型开放式指数基金）是一种在交易所上市交易的、跟踪特定指数表现的基金。ETF 结合了封闭式基金和开放式基金的优点，具有以下特点：

- 1、交易便捷：** ETF 像股票一样在交易所上市交易，投资者可以在交易时间内随时买卖；
- 2、指数跟踪：** ETF 旨在跟踪某一特定指数的表现，如股票指数、债券指数、商品指数等；
- 3、透明度高：** ETF 持有的资产通常是公开透明的，投资者可以随时了解其持仓情况；
- 4、成本较低：** 与主动管理型基金相比，ETF 的管理费用和交易成本通常较低；
- 5、分散投资：** ETF 可以提供一种简便的方式来分散投资，降低单一证券的风险；
- 6、税收优势：** 由于 ETF 的特殊结构，其在交易时可能比传统共同基金产生更低的税收。

ETF 的常见分类包括股票 ETF、债券 ETF、货币 ETF、商品 ETF 和跨境 ETF（非 A 股），此外根据投资标的范围的不同一般我们把股票 ETF 进一步分成宽基 ETF 和窄基 ETF. 宽基 ETF 这类 ETF 的成分股覆盖范围广，包含多种行业。宽基指数的优势在于风险分散，例如沪深 300 指数、中证 500 指数和创业板指数等。窄基 ETF 与宽基 ETF 相对，窄基 ETF 集中投资于特定的一些行业类、主题类、策略类或风格类相关的指数。这类 ETF 的指数风格非常鲜明，如主要消费、生物医药等行业 ETF。货币 ETF 这相当于场内货币基金，是股票账户闲置资金的现金管理工具，支持 T+0 交易制度，买卖货币 ETF 免手续费和印花税。商品 ETF 一般指上证大宗商品股票交易型开放式指数证券投资品种，如黄金 ETF、豆粕 ETF、能源 ETF 等。商品 ETF 具有低门槛、低杠杆、风险可控等优势。债券 ETFs 是投资债券相关资产的场内 ETF 基金，对于投资者来说，是一种方便的投资一篮子债券的方式。跨境 ETF 这类 ETF 投资于非 A 股市场，为投资者提供跨境投资的机会。

截至今年 7 月 15 日，全市场 ETF 基金的数量合计 974 只，规模合计约 2.6 万亿元，其中股票型 ETF 占比超 70%，跨境 ETF 占比约 13%。值得一提的是从去年 7

月份到现在，债券 ETF 的规模从 600 亿元增长到了 1160 亿元，增速接近一倍，表现突出。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本内容中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。

投资人购买基金时应详细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。