2. 全球環境及展望

全球增長勢頭在2019年上半年進一步放緩，反映主要先進經濟體的商業投資轉弱以及美國徵收進口關稅對全球貿易和供應鏈帶來的不利影響。自5月以來中美貿易摩擦反覆升溫，加上雙方持續的科技戰，不時引發金融市場調整。然而，市場預期全球貨幣政策會更趨寬鬆，為環球股市整體帶來支持，但經濟增長放緩和不甚樂觀的盈利前景，令估值水平是否合理成疑。展望未來，全球經濟前景將主要取決於中美貿易緊張局勢的發展，以及各大央行未來的貨幣政策走向。

東亞[2]方面，全球貿易的不明朗因素增加及增長放緩對區內實質經濟活動已構成影響，當中以出口和投資受壓最大。在過去幾個月，區內金融市場雖然持續波動，但沒有大規模資金外流的跡象。然而，若經濟增長進一步減慢以及市場的不明朗因素增加，區內多個經濟體可能變得更為脆弱，並將在未來幾年面臨償債能力的考驗。

中國內地方面，貿易衝突持續影響出口表現和內需，使2019年至今為止的增長勢頭放緩。為在紓緩經濟放緩和遏制未來潛在系統性風險之間取得平衡，政府推出了更多定向措施以支持經濟，特別是制定了有關支持小型和私營企業業務發展的措施。

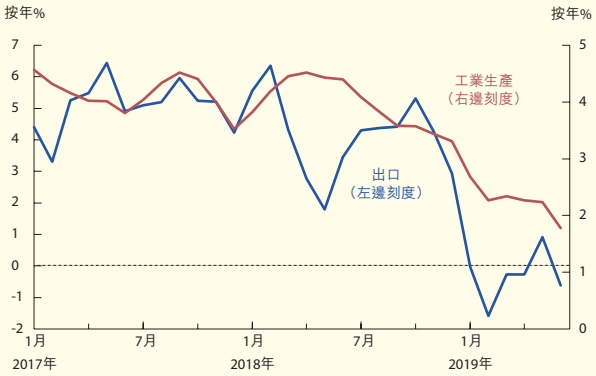
2.1 外圍環境

由2018年下半年開始，全球增長勢頭出現週期性放緩，這一趨勢延續至2019年上半年。雖然部份先進經濟體的表現偶爾較預期理想，特別是美國以及日本第1季的實質國內生產總值增長優於預期，但上述數據是受庫存增加和進口疲弱帶動。事實上，雖然美國的消費支出在上半年保持穩健，以及日本的消費支出在第2季亦有所增強，但在回顧期內，美國的商業投資和日本的出口一直偏弱。在歐元區方面，2018年年底拖累經濟增長的的若干特殊因素似乎在2019年初消退，但第2季的工業生產和出口仍然乏善可陳。

[2] 東亞指下列七個經濟體：印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

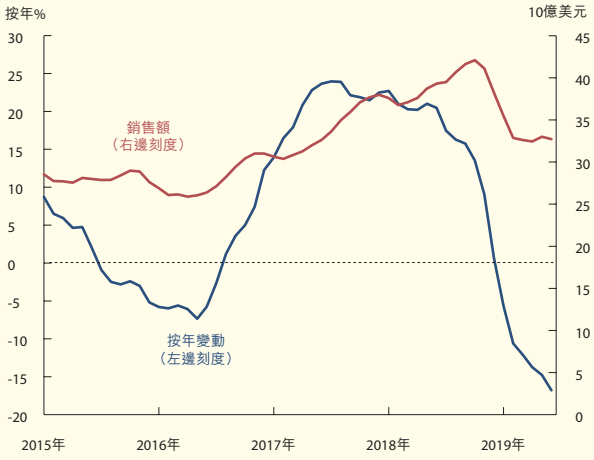
新興市場經濟體方面，2019年上半年的出口和生產活動疲弱，部份原因是主要先進經濟體的私營投資減弱和美國政府採取的關稅行動擾亂全球供應鏈所致（圖2.1）。例如，美國政府於去年9月對價值2,000億美元的進口中國內地商品徵收10%的關稅後，作為全球科技週期晴雨表和新興亞洲經濟體主要出口動力的半導體銷售自去年年底以來急劇下跌，這是由於一系列需要使用半導體的科技產品均在關稅清單之列（圖2.2）。[3]此外，自今年年初以來，若干特殊事件拖累了拉丁美洲和中東地區的增長。[4]由於2019年上半年全球經濟活動低迷，國際貨幣基金組織在7月將2019年和2020年的全球增長預測分別下調至3.2%和3.5%，兩者均較4月的預測低0.1個百分點。

圖2.1
新興市場經濟體出口和工業生產（按量計）



附註：所示的數據為三個月移動平均值。
資料來源：CPB荷蘭經濟政策分析局。

圖2.2
半導體製造商的全球銷售額



附註：所示的數據為三個月移動平均值。
資料來源：美國半導體行業協會。

中美貿易和科技戰於5月再次升溫，加劇全球經濟面臨的阻力。[5]在6月舉行的二十國集團峰會後，美國和中國內地同意貿易休戰，但其後不久特朗普政府宣布對早前未受關稅影響的約3,000億美元進口中國內地商品加徵關稅，中國內地其後加徵關稅反擊，短暫的貿易休戰隨之結束。[6]貿易政策長期存在變數會削弱

[3] 例子包括美國關稅協調方案(Harmonised Tariff Schedule) 8470–8471子標題的若干機械和機械設備。

[4] 此類事件包括與巴西通過養老金改革相關的不明朗因素，墨西哥與美國未來貿易關係的不明朗因素增加導致墨西哥的市場信心減弱，以及伊朗面臨美國更嚴厲的制裁。

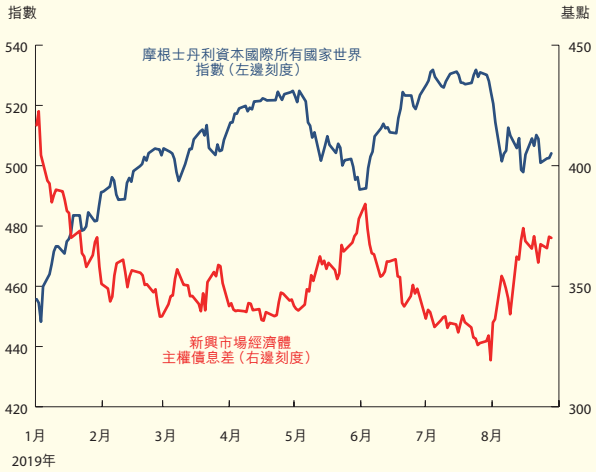
[5] 在5月10日，美國政府將價值2,000億美元進口中國內地產品的關稅從10%提高到25%，促使中國內地實施報復性的關稅上調。在5月16日，美國商務部將華為（一間主要的中國內地電訊設備公司）列入「實體清單」，美國公司向其銷售產品須獲得許可。

[6] 在8月13日，美國貿易代表處宣布，在3,000億美元關稅清單上的某些商品（主要是消費品）自12月15日起將面臨額外10%關稅，其餘的商品將於9月1日開始被徵收關稅。8月23日，中國內地宣布向750億美元的進口美國商品加徵關稅反擊，美國政府隨即對價值約5,500億美元的中國內地產品進一步增加額外關稅稅率5%。

營商信心，拖累資本投資支出，從而進一步打擊早已偏弱的全球增長勢頭。[7]

在此背景下，全球金融市場在回顧期內隨著中美貿易磨擦的局勢發展和市場情緒的變化而波動（圖2.3）。具體而言，由於市場預期中美之間的摩擦緩和、以及美聯儲和歐洲央行會積極實施寬鬆的貨幣政策，全球股市和新興市場經濟體的主權債券價格在5月經歷拋售之後，於6月和7月上揚。然而，由於美聯儲在7月減息後，對於進一步採取寬鬆政策的態度不明朗，加上中美貿易的摩擦很快再度升級，主要股市在8月回吐之前的大部份升幅。儘管股市出現調整，但考慮到全球股市仍處於接近2018年的平均水平，而當時的股票價格是建基於雙位數增長的預估每股盈利，逐步轉差的盈利前景令估值水平是否合理成疑（圖2.4）。

圖2.3
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數和新興市場經濟體主權債息差



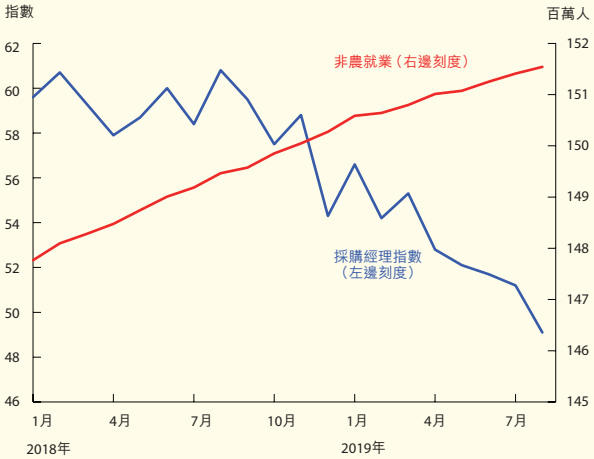
附註：新興市場經濟體主權債息差來自摩根大通新興市場全球分散債券指數。
資料來源：彭博及Datastream。

圖2.4
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數和12個月預估每股盈利的市場共識預測

資料來源：彭博及金管局職員計算數字。

美國方面，雖然經濟在2019年上半年繼續表現良好，年度實質增長率達2.5%，但與2018年的強勁增長相比已稍為放緩。近期的經濟指標也是憂喜參半。一方面，個人開支持續上揚，勞工市場仍然緊絀。另一方面，隨著5月中美貿易摩擦升級，貿易方面的不明朗因素繼續打擊營商氣氛和製造業，或會拖累商業固定投資（圖2.5）。雖然美國國債收益率自5月底以來已呈現倒掛，意味美國經濟明年陷入衰退的可能性不容忽視（圖2.6），但幾乎所有過去經濟衰退的主因

圖2.5
美國非農就業和供應管理協會採購經理指數

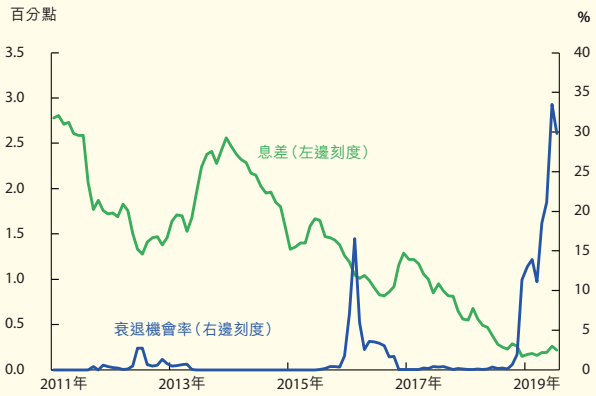


資料來源：CEIC。

[7] 金管局的研究發現，倘美國某季的貿易政策不確定性加倍，則下季的商業投資與資本比率平均下降3.4%。詳情請參閱「貿易政策不確定性與美國商業投資」（英文版本），金管局研究備忘錄（06/2019）。

— 高通脹和金融失衡 — 仍未出現。然而，展望未來，能達成全面貿易協議的可能性似乎很低，加上地緣政治的緊張局勢等其他外圍阻力，將進一步打擊營商和投資者信心，美國經濟仍然存在放緩的風險。

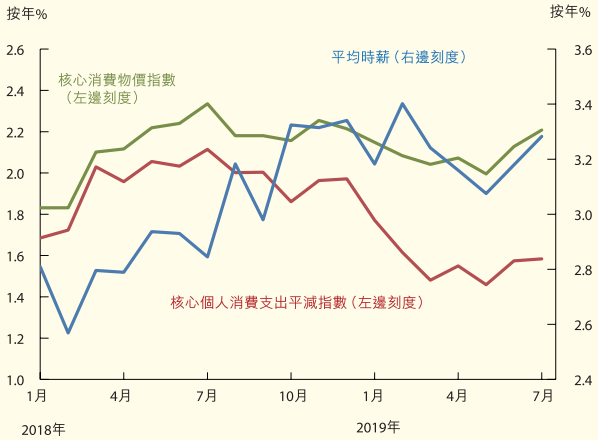
圖 2.6
10 年期及 2 年期美國國債息差及美國經濟衰退的機會率



註：對於任何指定的月份，「衰退機會率」是指美國經濟在未來 12 個月內陷入衰退的概率，乃基於美國國債收益率曲線變動、超額債券溢價（excess bond premium, Gilchrist 和 Zakrajšek，2012）和美國經濟諮商會的領先經濟指標的經濟模型。有關詳情請參閱「再探美國經濟衰退機會率模型」（英文版本），金管局研究備忘錄（03/2019）。
資料來源：聖路易斯聯儲局及金管局職員估計數字。

儘管勞工市場表現良好，但工資增長保持溫和，上半年的核心通脹乏力（圖 2.7）。美聯儲認為通脹乏力是暫時性的，是若干特殊因素拖累的結果，而這些因素將來很可能會消退。事實上，最近有跡象顯示通脹有所回升，而且美國對中國內地某些產品加徵的進口關稅由 5 月和 9 月開始生效，短期內很可能會推高進口通脹。儘管如此，鑒於近年來勞工和產品市場對通脹的影響力下降，加上據稱會抑制通脹的其他結構性變化（如人口老化等），通脹能否持續達至美聯儲 2% 的目標仍有待觀察。

圖 2.7
美國核心通脹及工資增長數據

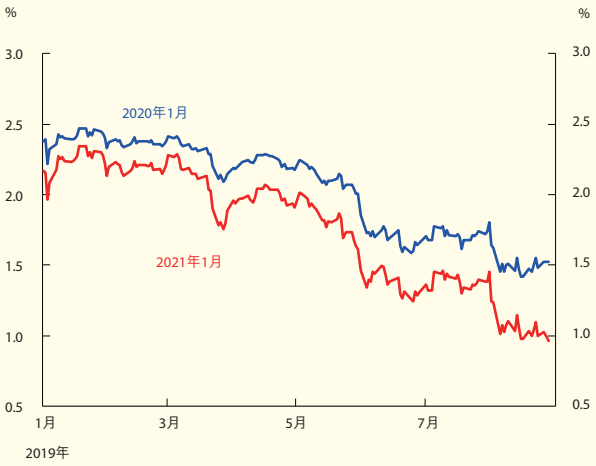


資料來源：CEIC。

美國貨幣政策方面，聯邦公開市場委員會的態度逐漸轉向溫和。在 3 月的會議上，美聯儲宣布將於 9 月完成縮表。美聯儲主席鮑威爾在 6 月的會議上及其後對國會的半年度聽證會中為減息鋪路，強調商業固定投資偏弱、通脹持續低企、全球經濟放緩帶來負溢出效應、貿易摩擦的不明朗因素和英國「無協議」脱歐等多項風險。從《經濟預測摘要》下調經濟產量可以看出，美聯儲認為近期的發展增強了減息的理據，以為美國經濟提供預防性緩衝，抵禦上述風險。在 7 月 30 至 31 日的會議上，聯邦公開市場委員會宣布減息 25 個基點，並宣布縮表將較 3 月宣布的提前兩個月完成。可是，鮑威爾在 8 月傑克遜霍爾經濟研討會上的演說中對減息的態度模棱兩可，加上美國雖然面臨各種下行風險，但經濟數據依然良好，美聯儲未來減息的次數懸而未決。截至 8 月底，市場預期 2019 年還

會有兩次減息，2020年聯邦基金目標利率將會進一步下調0.6個百分點（圖2.8）。由於長期處於牛市的股票市場已達歷史高位，進一步減息或會引發對金融穩定的憂慮。然而，在全球經濟前景轉差下，未來的盈利情況或未能支持現時估值水平。

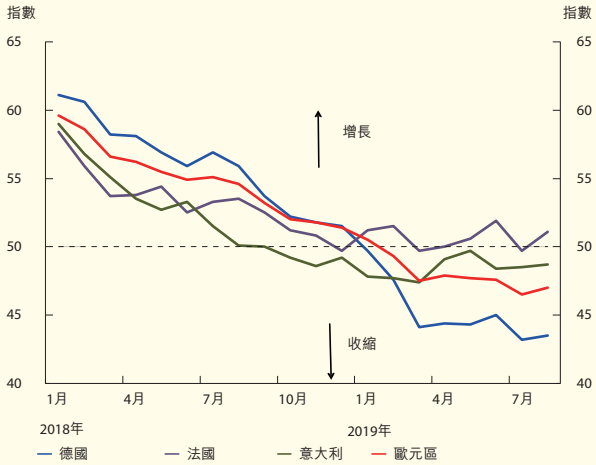
圖2.8
期貨市場引伸對聯邦基金目標利率的預期



資料來源：Datastream。

受累於全球貿易持續疲弱、貿易前景的不利因素反覆出現，再加上政局不明朗[8]，歐元區經濟持續乏力。雖然勞工市場狀況和私人消費開支至今仍保持穩健，但有更多跡象顯示不利的外圍局勢發展已影響市場情緒。事實上，根據採購經理指數的調查，區內的製造業自2019年2月以來一直收縮（圖2.9）。本地生產總值的季度增長率在第1季意外反彈至+0.4%（部份原因是由於短暫性的不利因素已消退[9]）；其後於第2季回落至+0.2%。另外，潛在的通脹壓力依然溫和。從今年開始，市場對通脹的預期明顯下降。5年／5年通脹掉期利率在2019年8月觸及1.2%的歷史低位。

圖2.9
歐元區及主要成員國的製造業採購經理指數



資料來源：CEIC。

在經濟增長和通脹前景疲弱的背景下，歐洲央行進一步放寬其貨幣政策。在9月，歐洲央行推出一系列刺激經濟措施。存款工具利率下調10個基點至負0.5厘。其前瞻指引亦有所更改，變為預計主要利率將保持在目前或更低水平，直至基本通脹走勢反映通脹前景穩固地靠向目標。此外，歐洲央行將由11月1號起重啟淨資產購買，規模為每月200億歐元。3月時宣布的第三輪定向長期再融資操作（TLTRO III），其貸款條件將被放寬，提供更優惠的利率及借貸期限。

[8] 2019年5月歐洲議會選舉過後的議會更加分裂，疑歐政黨的影響力增加。在意大利，隨著五星 — 聯盟的聯合政府瓦解，及在其提交2020年預算案時可能會再次與歐盟陷入僵局，其政局仍充滿不穩定性。英國方面，鑒於新上任的首相約翰遜對脫歐協議持強硬態度，「無協議」脫歐的風險加劇。

[9] 在2018年下半年出現的多個個別國家和行業的不利因素對增長的拖累已減少。這包括在德國新引入的汽車排放標準導致汽車生產短暫受到影響、法國社會的緊張局勢，以及意大利與歐盟間在預算案上的對峙令其主權風險上升。

另外，為減低「長期負」利率政策對銀行業盈利狀況帶來的潛在副作用，歐洲央行引入兩級制銀行儲備利率，豁免對銀行部分超額儲備實施負利率。展望未來，支持寬鬆貨幣政策的前國際貨幣基金組織總裁克里斯蒂娜•拉加德將獲委任為下任歐洲央行行長，市場參與者似乎相信歐洲央行未來的貨幣政策會持續偏向寬鬆。

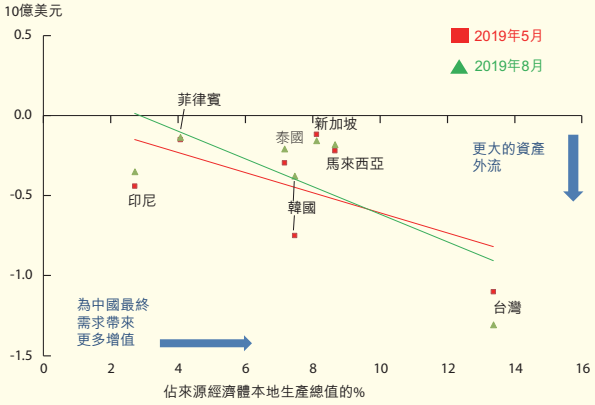
日本方面，儘管實質本地生產總值增長突破了市場對今年第1、第2季經濟急劇放緩的普遍預期，但近幾個月製造業活動和出口疲弱，顯示日本經濟減速。製造業的採購經理指數自今年4月以來一直處於收縮區間，而自去年11月起，出口規模在逾八個月期間按年錄得萎縮。通脹壓力依然較小，消費物價指數的通脹仍遠低於央行2%的目標。這經濟狀況加上市場對銀行業穩定性的擔憂日增，政策工具所剩無幾的日本銀行正面臨更大考驗，要進一步實施寬鬆政策的難度亦較大。

展望未來，全球經濟前景將取決於多項因素，尤其是中美貿易摩擦的發展，以及主要央行實施新一輪的寬鬆貨幣政策能否有效刺激先進經濟體的最終需求。值得注意的是，由於主要央行憂慮無法達成通脹目標及過於接近或處於零利率下限，通脹的走勢將繼續影響它們的未來貨幣政策走向。與此同時，英國「無協議」脱歐的風險、美國與伊朗之間的緊張局勢對全球油價的影響和朝鮮半島無核化進程等多項地緣政治局勢發展，亦需要持續予以關注。

東亞方面，由於中美貿易衝突尚未解決，相關不明朗因素增加，金融市場在今年第2、第3季持續波動。尤其是特朗普政府在5月初發出加徵關税的威脅，重燃市場對貿易戰的擔憂，而8月美國突然對進口中國商品加徵新關税，貿易摩擦再次升級。上述兩次事件之間，中美在6月底曾短暫休戰，市場曾對二十國集團峰會達成的貿易休戰持樂觀態度。每當貿易摩擦升級，區內的資本外流和貶值壓力便會加劇，對於與中國經濟聯繫緊密的經濟體而言，這股壓力尤其顯著。

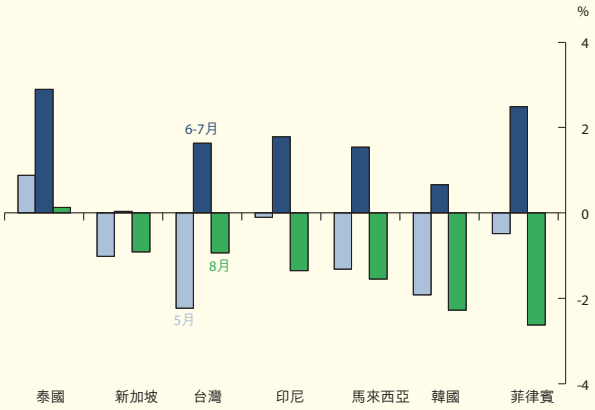
在5月和8月，為中國最終需求作出較大增值貢獻的經濟體，其所佔本地生產總值出現較嚴重的資本外流（圖2.10）。在6月和7月，由於市場對中美貿易談判取得的積極成果持樂觀態度，貶值壓力有所緩解，但特朗普總統於8月2日發出加徵新關稅的威脅之後，貶值壓力再度急升（圖2.11）。

圖2.10
東亞：投資組合資產外流與對中國內地最終需求的增值貢獻



資料來源：彭博及EPFR。

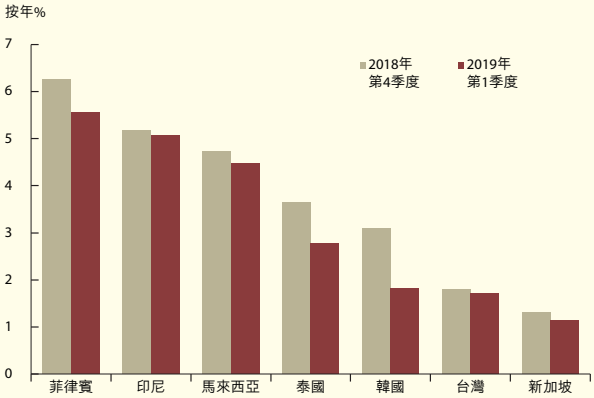
圖2.11
東亞：兌美元匯率



資料來源：彭博。

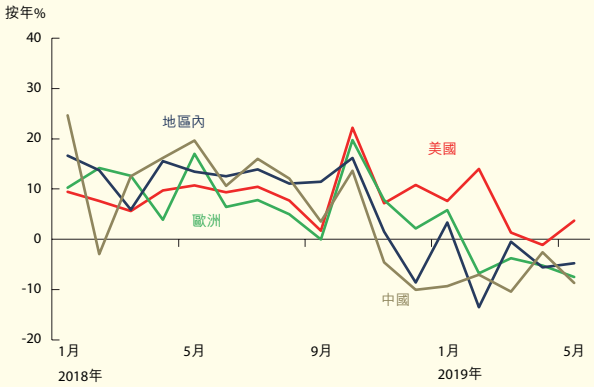
除了不明朗因素增加以及其導致的市場波動持續之外，東亞地區的實質經濟表現也有所減弱。主要由於出口表現疲弱，加上投資增長乏力，區內經濟體的實質本地生產總值增長於今年第1季同步下滑，為近10年來首次（圖2.12）。區內對非美國和非中國內地市場的出口亦同步放緩，顯示中美貿易摩擦並非近期經濟減速的唯一原因（圖2.13）。與此同時，全球電子產品市場的週期性回落，也導致智能手機和電腦等科技產品出口進一步下降，令區內主要科技產品出口地（如韓國和台灣）的增長前景蒙上陰影。

圖2.12
東亞：實質本地生產總值增長



資料來源：CEIC。

圖2.13
東亞：向主要市場的商品出口



資料來源：CEIC。

不明朗因素的增加和全球經濟增長乏力亦影響投資者的情緒。大多數東亞經濟體的固定資本形成總額在過去幾個季度均有所減少，區內多個經濟體的最新資本支出意向調查亦顯示今年的企業投資有放緩的跡象（表2.1）。基於以上因素和仍然溫和的通脹壓力，菲律賓、韓國、印尼和馬來西亞等自5月起已將政策利率降低25個基點，區內的其他央行亦已表示支持更寬鬆的政策，以支撐近期的經濟增長。

表2.1
東亞：商業前景調查

國家	調查	結果
韓國	營商氣氛調查（2019年6月）	預期近期投資總體下降
馬來西亞	營商環境指數（2019年第1季）	預期短期內的營商環境將低於基準水平
泰國	營商氣氛指數（2019年6月）	預期近期的投資支出會低於年初預測的水平
亞太地區（日本除外）	全球企業開支調查（2019年6月）	由於眾多科技公司巨頭預計資本支出的開支會大幅下調，所以預期在區內的投資會下降

資料來源：韓國經濟數據研究中心、馬來西亞經濟數據研究中心、泰國銀行及標普全球評級。

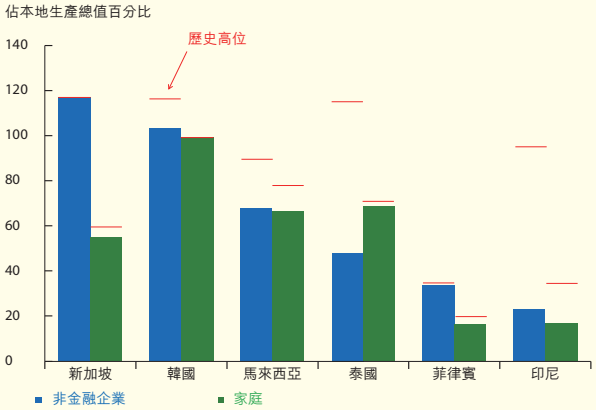
展望未來，東亞經濟體面臨著多重外圍和內部阻力。外圍方面，由於中美分歧（例如知識產權制度問題）難以在短期內得到解決，所以區內經濟前景仍主要受到與貿易戰相關的不明朗因素影響。在7、8月，韓國和日本之間的貿易爭端升級也為區內帶來更多憂慮。[10]倘若這些貿易糾紛持續發酵或加劇，營商環境和投資者信心將繼續轉差，並進一步打擊早已疲弱的投資，並使區內的經濟進一步放緩。

內部方面，高負債水平仍是區內經濟和金融穩定的主要威脅。若以美元計價，多個東亞經濟體的企業和家庭負債額已達到創紀錄的水平；而若以負債佔本地生產總值的比例而言，部份經濟體的負債亦觸及歷史高位（圖2.14）。區內的公司債發行量於2018年放緩後，在今年上半年回升。鑒於營商環境轉差及企業盈利下降但同時負債上升，區內企業在未來幾年可能面對償債壓力。事實上，在2020年年底和2021年年底到期的非金融公司債務分別佔未償還債務的5.2%和5.6%（圖2.15），這較高佔比將對區內公司在延展和償還債務方面構成壓力。儘管近年來新興亞洲地區美元信貸的整體增長已經放緩[11]，但因為區內仍有大量快將到期的外幣結算債務（例如以美元結算），所以日益動盪的外匯市場將為負債機構的延展和償債能力帶來嚴峻考驗。雖然主要央行和東亞各大央行在近幾個月對貨幣政策的取態漸轉寬鬆，令負債機構稍有喘息的空間，但區內的寬鬆貨幣政策以及相應的貨幣貶值也可能削弱償還現有美元貸款的能力。

[10] 日本政府將韓國從出口白名單中剔除，由8月28日起，出口商須獲得授權方可向韓國運送各種產品。

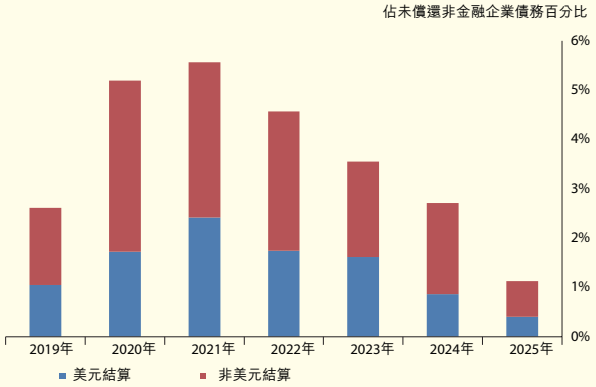
[11] 2019年3月底的國際結算銀行全球流動性指標。

圖 2.14
東亞：非金融企業及家庭負債（2019 年第 1 季）



註：債務工具包括債券和貸款。菲律賓的歷史期間自 2000 年起計，而其他經濟體的歷史期間自 1995 年起計。
資料來源：國際金融協會。

圖 2.15
東亞：非金融企業負債到期情況



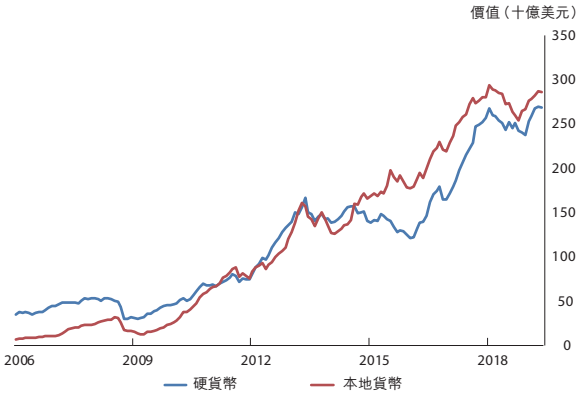
附註：經濟體包括印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、韓國及泰國。債務工具包括債券和貸款。
資料來源：國際金融協會。

專題1
計值貨幣對新興市場債券基金流的重要性

引言[12]

自全球金融危機爆發以來，投資在新興市場經濟體的債券基金中，本地貨幣債券基金的規模逐漸超越硬貨幣債券基金（圖B1.1）。[13]雖然新興市場經濟體在一定程度上或可因此洗脫其「原罪」污名，但對投資者來說，以何種貨幣計值是否真的不再是一個重要考慮因素？[14]本專題透過分析新興市場經濟體面對匯率變動及波動時，本地貨幣及硬貨幣債券基金流的反應是否不同，從而探討此問題。

圖B1.1
按貨幣面值計的新興市場經濟體債券基金總資產淨值



資料來源：EPFR Global.

方法、數據及結果

我們的估算分為兩部份。首先，我們以分位數回歸模型估算，自全球金融危機爆發以來，當市場面臨困境時，匯率對本地貨幣及硬貨幣債券基金流的影響。其次，我們使用多變量VAR GARCH-in-mean模型估算該期間整體的平均影響，這亦可視為在正常市場情況下所受的影響。[15]採用這兩個模型，可從三方面渠道評估新興市場經濟體的匯率變動如何影響其債券基金流：

- 平均數效應：匯率變動對基金流的影響；
- 波動效應：匯率波動性變動對基金流的影響；以及
- 波動溢出效應：匯率波動性變動對基金流波動性的影響；

我們使用每周新興市場經濟體債券基金流數據及匯率數據來估算上述模型。新興市場經濟體債券基金分為本地貨幣債券基金（投資75%或以上於本地貨幣債券）及硬貨幣債券基金（投資75%或以上於硬貨幣債券）。[16]基金流的定義為基金總資產淨值的變動，再依據基金表現加以調整。新興市場經濟體的匯率以摩根大通新興市場貨幣指數來計算[17]。

12 本研究的詳情載於梁永裕及溫子城(2019)《匯率風險如何影響新興市場債券基金流的波動性?》，金管局研究備忘錄(09/2019)。

13 投資新興市場經濟體本地貨幣債券為主的債券基金於2018年年底的總資產淨額飆升至2,670億美元，自2011年年初以來已超過投資新興市場經濟體硬貨幣債券為主的基金。

14 「原罪」一詞最初為Eichengreen,B. 及Hausmann,R. (1999)"Exchange rate and financial fragility", *NBER Working Paper* No. 7418用以描述新興市場經濟體的先天弱點：無法在國際市場借入其本國貨幣。

15 市場受壓的定義是，資金流水平位於第10百分位數或資金流波動位於第90百分位數。按現有所得數據，金融危機爆發後期間定為2009年7月1日至2019年7月31日。

16 EPFR Global沒有提供只投資於本地貨幣或硬貨幣債券的基金資料。

17 該指數追蹤10大新興市場經濟體貨幣相較美元的平均值。

表B1.1概述結果。結果顯示，在市況正常及市況欠佳的情況下，平均數效應均相當明顯，所有系數的數值相當類似。本列表最後一欄的Z測試結果顯示，本地貨幣與硬貨幣債券基金流在匯率變動的影響下並無明顯分別。

匯率波動的影響似乎僅在市場受壓時才會顯現。本地貨幣債券基金流的波動溢出效應雖然在統計學上錄得顯著結果，但其幅度相當輕微。對本地貨幣及硬貨幣債券基金流的影響方面，兩者在波動效應上並無顯著分別。唯獨在波動溢出效應方面，本地貨幣債券基金所受影響較大。

表B1.1
新興市場經濟體匯率對新興市場經濟體債券基金流的影響估計

	本地貨幣債券基金流量 (a)	硬貨幣債券基金流量 (b)	(a)與(b)是否達統計學上5%的明顯差異？
市場受壓			
平均數效應	0.10*	0.12^	否
波動效應	−2.31*	−3.01***	否
波動溢出效應	15.10***	6.47***	是
整個樣本期間			
平均數效應	0.16***	0.12***	否
波動效應	0.03	0.05	否
波動溢出效應	0.07*	0.25	是

註：***、*及^表示估計系數分別有0.1%、5%及10%的統計顯著水平。市場受壓的定義為，資金流位於第10百分位數或資金流波動位於第90百分位數。
資料來源：金管局職員估算數字。

結論

總括而言，無論市場是否受壓，匯率升值(貶值)都會導致本地貨幣及硬貨幣債券基金流產生相近的增幅(跌幅)。匯率波動性的變動僅在市場受壓時才產生影響，而其對本地貨幣及硬貨幣債券基金的影響，主要在於基金流的波動性，而非基金流本身。

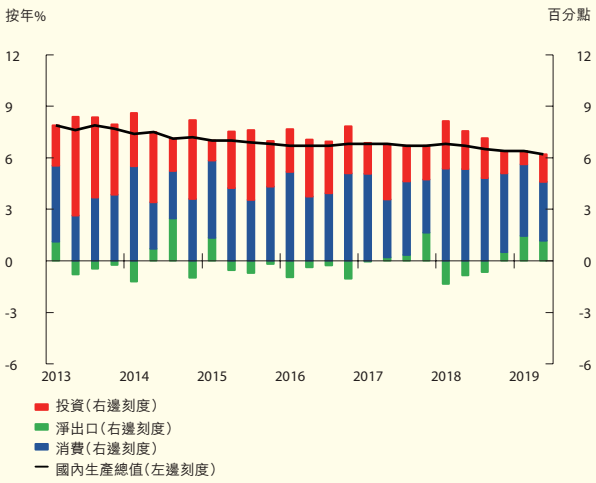
估算結果顯示，本地貨幣債券基金的波動溢出效應相對硬貨幣債券基金為大，這帶來兩大政策啟示。第一，可能反映了市場普遍缺乏對沖工具，迫使外國投資者在匯率風險增加時將資金轉入及轉出新興市場經濟體。第二，近年本地貨幣債券基金於新興市場經濟體加速增長，意味在匯率劇烈波動的情況下，這些經濟體的資金流波動程度可能較以往更大。這些結果顯示，有逼切需要發展貨幣衍生工具，為外國投資者提供有效的方式管理匯率風險。同時，應加強境內投資者基礎，以減低匯率對資金流波動的影響。

2.2 中國內地

實體經濟

2019年第1季經濟增長錄得好於預期的增幅(按年6.4%，圖2.16)，部份原因是政府採取的經濟支持措施開始生效，以及中美兩國貿易戰暫時休戰。然而，於第2季，經濟增長再度轉弱，部份由於貿易摩擦再度升級導致出口表現疲弱。儘管如此，經濟仍錄得6.2%的按年增長，符合市場預期。

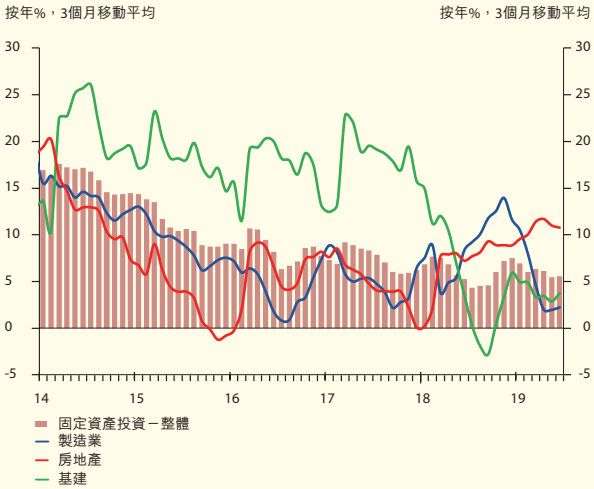
圖2.16
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

在整體增長數字的背後，消費增長在勞工市場轉弱及消費者情緒降溫的情況下於上半年依然疲軟。根據限額以上單位的零售銷售細分數據顯示，一些耐用品的銷售，如汽車為例，於上半年最後兩個月反彈，部份是由於一些一次性因素所推動，如汽車經銷商給予大幅折扣以在實施更嚴格的汽車銷售排放標準之前清理舊車型庫存，而非耐用品銷售於2019年上半年轉弱。[18]固定資產投資增長於上半年繼續放緩(圖2.17)。特別是製造業投資增長較去年底明顯減弱，主要反映受貿易戰直接或間接影響的細分行業的商業擴張放緩。今年上半年，如化工及製藥等部份增加值較高的細分行業的投資增長保持良好。相比之下，基建投資因實施支持經濟的擴張措施而有所反彈，加上房地產投資加快，為整體投資提供一定程度的支持。外圍方面，隨著貿易戰的影響逐步顯現，2019年上半年出口增長放緩，但因進口增長放緩速度更快，淨出口對整體增長的貢獻於期內有所增加。

圖2.17
中國內地：按行業劃分的固定資產投資

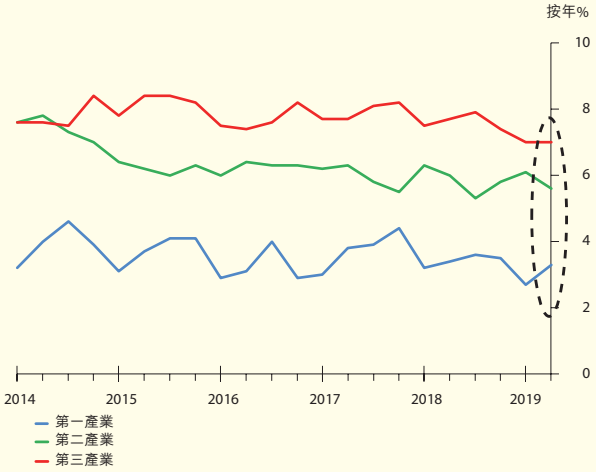


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

18 限額以上單位包括主營業務收入為2,000萬元人民幣或以上的批發業企業、主營業務收入為500萬元人民幣或以上的零售業企業以及主營業務收入為200萬元人民幣或以上的住宿和餐飲業企業。

以增加值計算，第三產業在2018年下半年放緩後，於上半年維持不俗的增長表現（圖2.18）。於第三產業中，資訊科技及軟件等較高增加值細分行業於上半年繼續以高兩位數的速度按年增長，但速度較2018年下半年減慢。至於第二產業，2019年上半年製造業活動的業務擴張較去年下半年有所改善，但與往年相比依然疲弱。此外，在基建及房地產投資增長加快的情況下，建造業活動於今年上半年亦有所加快。由於第三產業增長繼續超過其他行業，第三產業在整體經濟中的增加值的比重由去年上半年的54.4%小幅上升至今年上半年的54.9%。

圖2.18
中國內地：按行業劃分的增加值增長

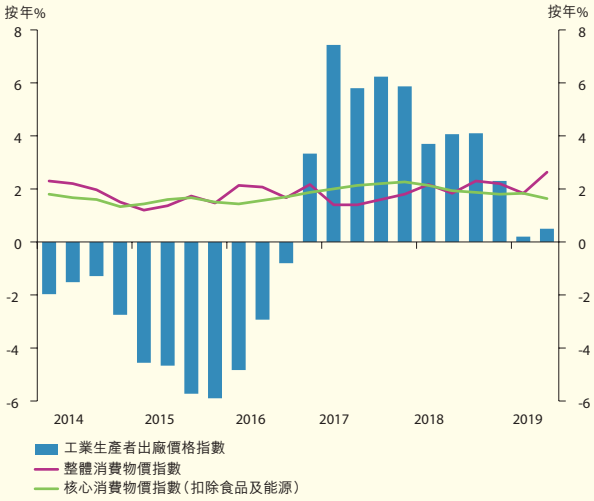


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，經濟前景依然受中美貿易糾紛加劇所影響。貿易戰不僅影響出口部門，同時亦愈來愈多地透過「情緒」渠道影響國內投資及消費。另一方面，短期增長前景亦取決於政府為遏制系統性風險並推動結構性改革而接受經濟進一步放緩的程度。目前，政府仍主要依靠定向的措施，以緩解經濟放緩的狀況。於7月底的政治局會議期間，政策制訂者表示會推進減稅降費措施，推動內需（包括農村消費），而在貨幣政策方面，則會保持合理充裕的流動性。最新的共識預測顯示，2019年全年內地經濟增長將由去年的6.6%降至6.2%。

在經濟疲軟的情況下，通脹壓力保持溫和，但於第2季仍錄得小幅上升。2019年第1季，整體消費物價按年通脹由去年第4季的2.2%降至今年第1季的1.8%，但隨後於第2季上升至2.6%（圖2.19）。由於非洲豬流感及惡劣天氣等負面供應衝擊，食品價格顯著上漲，成為通脹上升的主要推動因素。相比之下，扣除食品及能源價格後的核心通脹由第1季的按年1.8%下降至第2季的1.6%。至於生產方面，反映工業活動疲軟，工業生產者出廠價格通脹減速，2019年上半年同比僅錄得0.4%。

圖2.19
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹

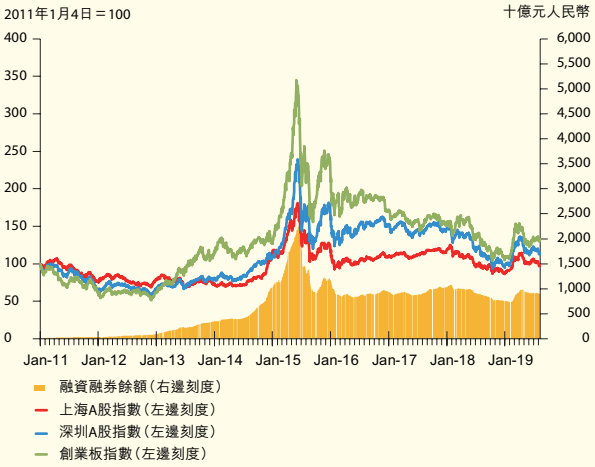


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

資產市場

中美貿易談判形勢反覆，對今年投資者的信心造成相當大的影響，並導致股市大幅上落。內地股市於第1季回升，可是其後兩國貿易談判破裂，美國亦隨即於5月初公布對中國出口商品加徵關稅。上海證券交易所綜合指數一度於4月中觸及一年高位，其後於約一個月內下跌了約13%。在6月底，中美兩國宣布於日本G20峰會期間重啟談判，股市隨之反彈。然而，於8月初，在美國宣布對3,000億美元的中國進口商品加徵10%關稅及把中國列為匯率操縱國之後，股價再次下挫（圖2.20）。

圖2.20
中國內地：內地股市指數及融資融券交易

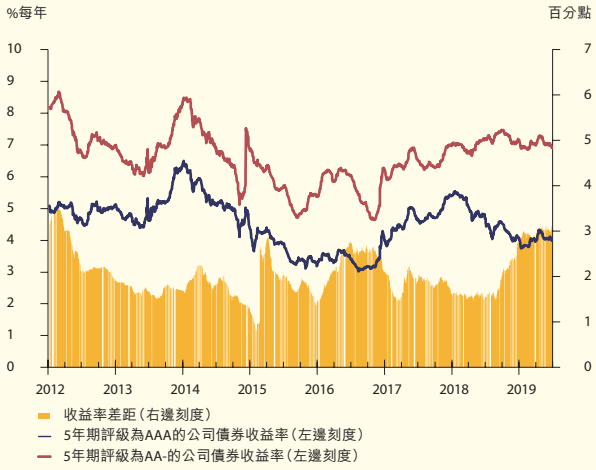


資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

融資融券交易（反映股市投資者槓桿的指標）隨股市的波動而升跌。融資融券餘額的規模於2019年首四個月有所上升，並於4月達到一年高位，隨後因股價一度走低而有所下降。

在債券市場方面，公司發行人的融資成本大致保持穩定，但收益率在不同信貸質素的發行人之間仍存在明顯差距。特別是於2019年上半年幾輪定向降準實施之後，信用評級較佳的企業發行人繼續享有相對較低的融資成本（圖2.21）。相比之下，評級較低的公司債券收益率則維持在較高水平，大概反映在內地經濟前景不明朗因素增加的背景下，投資者的風險胃納降低，以及財務狀況較弱的企業償債能力有所惡化。

圖2.21
中國內地：5年期公司債券收益率



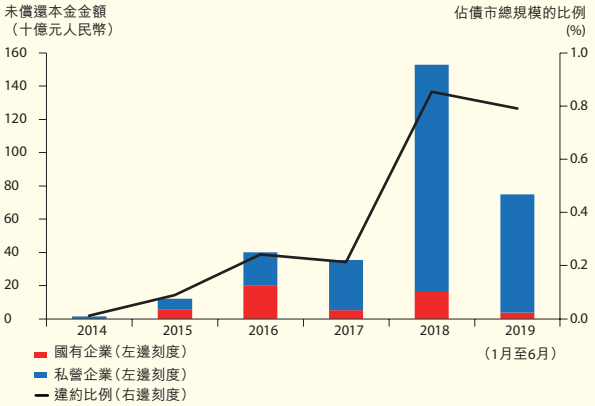
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

事實上，在2019年上半年內有多達44家公司發行人出現債券違約。相比之下，2018年下半年有39家，而上半年則僅有15家[19]。從違約債券的相對規模來看，2019年上半年違約債券佔非金融債券餘額不到

[19] 數據來自Wind，包括企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。

0.8%（以年率計），略低於2018年（圖2.22）。進一步分析表明，近來的違約個案主要為評級較低的私人發行人，並且集中在能源及化工行業。

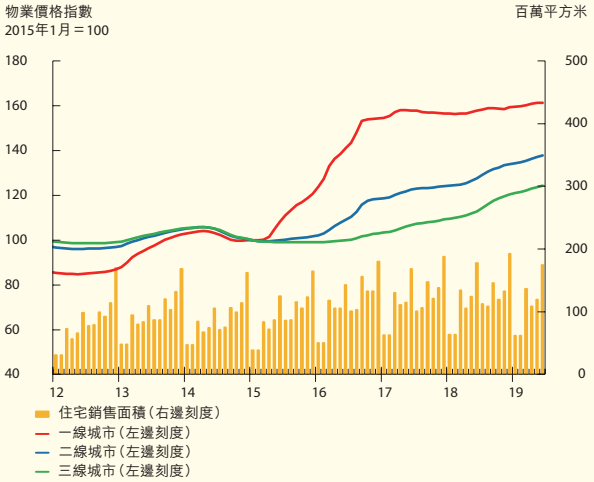
圖2.22
中國內地：債券違約規模及比例



註：2019年1月至6月期間的違約比例以年率計
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

於回顧期內，在提高首付及限購限售等近幾年實施的調控措施限制下，內地一線城市的房價保持基本穩定（圖2.23）。另外，在較低級別的城市，房價進一步小幅上漲。然而，與置業氣氛熾熱的2016年相比，二線城市房價的上升速度已大幅放緩。

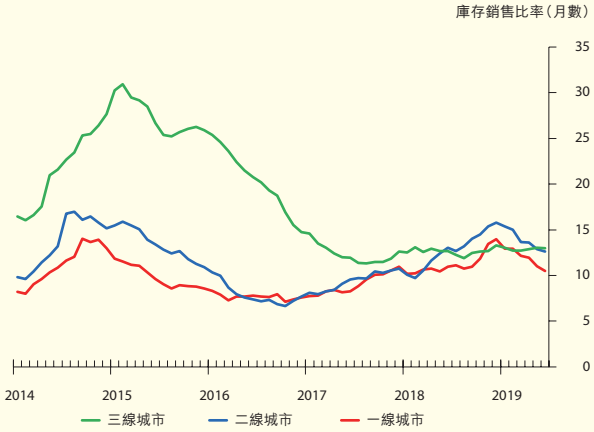
圖2.23
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

於前幾年一直困擾著三線城市的住房供應過剩的問題，在相當大的程度上繼續受到控制，部份原因是由於市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。截至2019年6月，三線城市的庫存銷售比率降至13個月的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖2.24）。

圖2.24
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



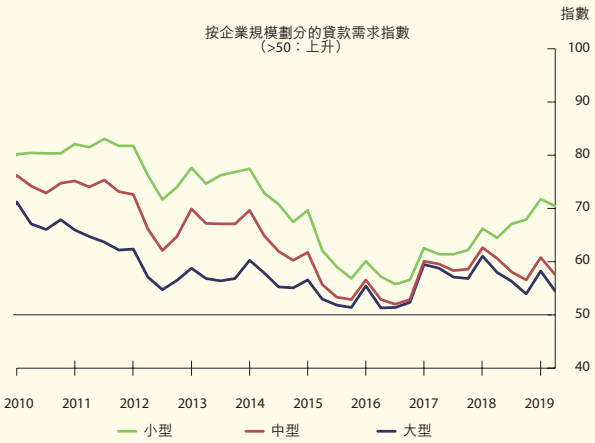
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

根據2019年政府工作報告，政府將致力解決人們的住房需求，推動房地產市場持續穩定和健康的發展。為此，政府除了承諾加快建設保障性住房外，亦同時加快發展租賃市場。至於需求方面，由於7月的政治局會議指出，房地產不會被用作刺激經濟的手段，因此提高首付及限購限售等較早前推出的緊縮措施短期同比應會繼續維持，尤其是在主要城市。

信貸及資產質素

根據中國人民銀行的季度問卷調查，2019年上半年，內地企業的貸款需求在主要企業規模的層面上的差異較小。中型及大型企業的貸款需求小幅反彈，尤其是在第1季經過將近一年的下降之後，而小型企業的貸款需求則持續強勁（圖2.25）。

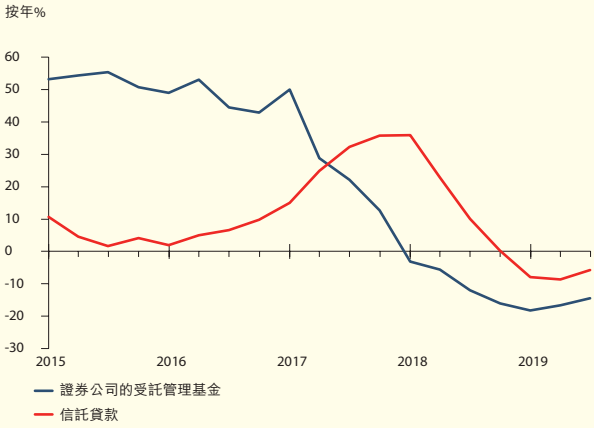
圖2.25
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數



資料來源：中國人民銀行。

小型企業對銀行貸款的需求不但保持強勁且一直增長，表明了最近幾個季度的信貸供應仍然低於小型企業的需求。特別是在持續的金融去槓桿期間，銀行減少參與影子銀行活動及理財產品的發行後，信託貸款及證券公司的受託管理基金等影子銀行活動於2019年上半年進一步收縮（圖2.26），令小型企業從非正規渠道所取得的信貸供應轉差。

圖2.26
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理基金的增長

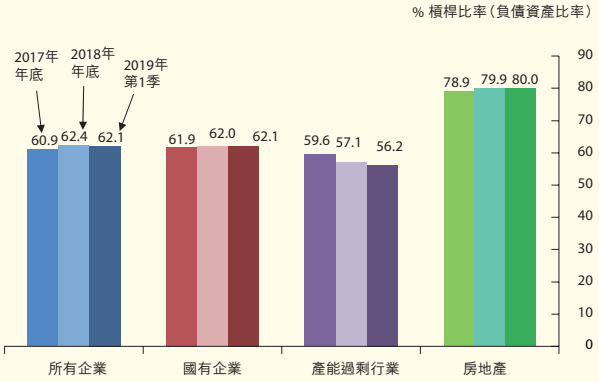


資料來源：CEIC及中國證券業協會及金管局職員估計數字。

為填補非正規信貸收緊所帶來的缺口，中國人民銀行於2018年實施了四次定向降準，以促進銀行向小微企業提供貸款，並於2019年5月針對特定農村商業銀行實施一次降準（詳情請參閱財政及貨幣部份）。一些資料指出這些措施可能已經帶來成效。根據中國銀行保險監督管理委員會的新聞稿，授信額度低於1,000萬元的「最小型」公司的銀行貸款增長速度由2018年年底的按年18%進一步加快至截至今年5月底的21%。其中，於5月底，大型國有銀行向小微企業提供的貸款額較2018年年底的水平高出23.7%。向「最小型」公司提供的平均實質銀行貸款利率亦由2018年年底的7.39%降至2019年5月底的6.89%。

雖然銀行對「最小型」公司的貸款增長進一步加速，但截至2019年6月底，向內地企業授出的整體銀行信貸的增長基本維持在13%以上的穩定水平。這表明向內地企業(「最小型」公司除外)授出的銀行信貸增長有所放緩。縱使無法取得關於不同規模企業的貸款分布的進一步公開資料，根據對上市公司數據的分析表明，產能過剩行業繼續去槓桿令負債水平不斷下降(圖2.27)，這或反映出銀行對償債能力較弱的企業借款人收緊了貸款審批標準。

圖2.27
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率

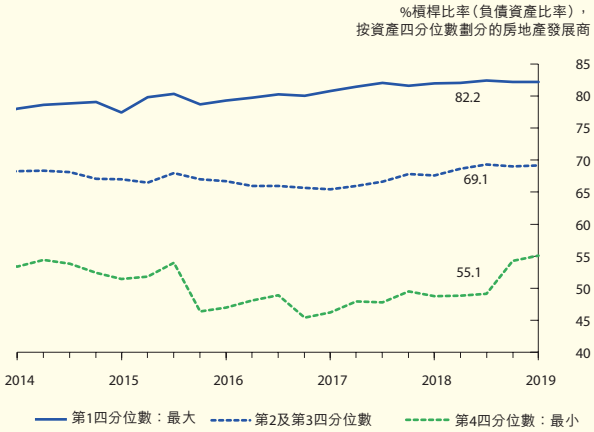


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

雖然產能過剩行業繼續去槓桿，但上市公司的整體槓桿比率大致保持穩定。這或反映到正在進行的結構性去槓桿舉措，相關舉措旨在維持經濟的整體槓桿比率，同時亦對諸如殭屍公司等效率較低的借款人去槓桿，並將財務資源重新分配予更高效率的市場實體。

於2019年上半年，房地產發展商的槓桿比率保持穩定(圖2.27)。進一步的分析表明，槓桿化主要集中在財務狀況通常較好的大型和中型發展商。至於小型發展商，雖然其槓桿比率仍相對較低，但由於小型發展商通常集中在較低級別的城市，而該級別的城市的物業市場較為暢旺，因此小型發展商的槓桿比率於2019年第1季繼續回升。鑒於小型發展商的財務狀況相對較弱，需要密切監控槓桿比率快速上升的情況(圖2.28)。

圖2.28
中國內地：按企業規模劃分的房地產發展商的企業槓桿

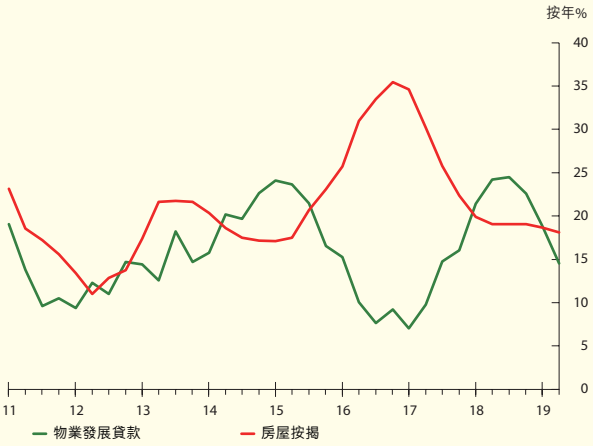


資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

儘管小型發展商的槓桿比率有所上升，但整體房地產發展貸款的同比增長由2018年9月達致24.5%的歷史最高位後，於2019年6月進一步放緩至14.5%，主要原因是去年同期基數較高。與此同時，於2019

年6月，按揭貸款同比增長基本維持在18%左右的穩定水平（圖2.29）。銀行對於房地產市場的直接敞口風險，即房地產發展貸款及房屋按揭佔銀行貸款總額的合計比重，於2019年第2季大致維持在28%左右的穩定水平。

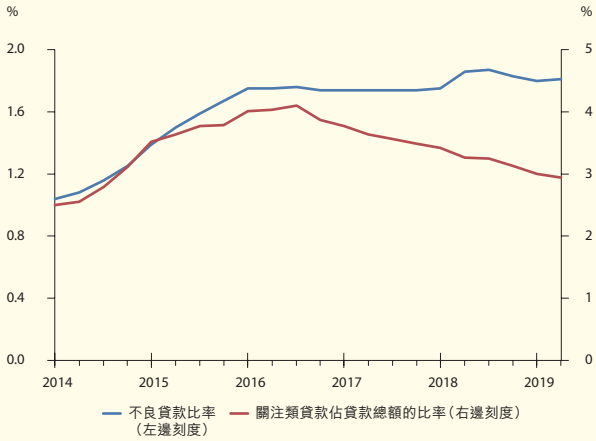
圖2.29
中國內地：房屋按揭及房地產發展貸款的增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

2019年上半年，銀行資產質素似乎略有改善。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重持續下降，[20]而內地銀行的不良貸款率則由2018年年底的1.83%略微下降至2019年第2季末的1.81%（圖2.30）。

圖2.30
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率



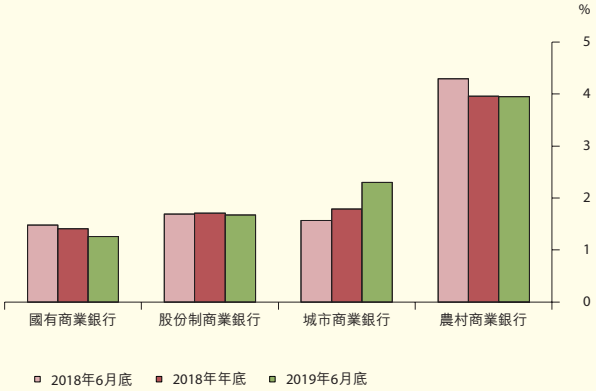
資料來源：CEIC。

進一步的研究表明，最近不良貸款率的下降主要是來自國有銀行（圖2.31）。雖然這部份是由於加快的貸款撇銷，但貸款審批標準的收緊，亦可能是原因之一。相比之下，小型銀行的不良貸款率上升，尤其是城市商業銀行，可能在一定程度上反映小型銀行在最近一輪定向寬鬆政策中對小型企業借款人的風險敞口增加。由於小型企業通常是風險較高的借款人，當局亦表示對這些小額貸款的不良貸款率抱持更高的容忍度[21]，以更全面地支持普惠金融。

[20] 根據中國銀行保險監督管理委員會的定義，關注類貸款是指儘管借款人目前有能力償還債務，但存在一些可能對償還產生不利影響因素的貸款。不良貸款包括被分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行亦因而會遭受不同程度的損失。

[21] 於3月發布的通知中，中國銀行業監管機構中國銀行保險監督管理委員會宣布，在全面控制小微貸款風險的前提下，放寬小微貸款的不良率門檻至高出所有貸款不良率的3%以內。

圖 2.31
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC。

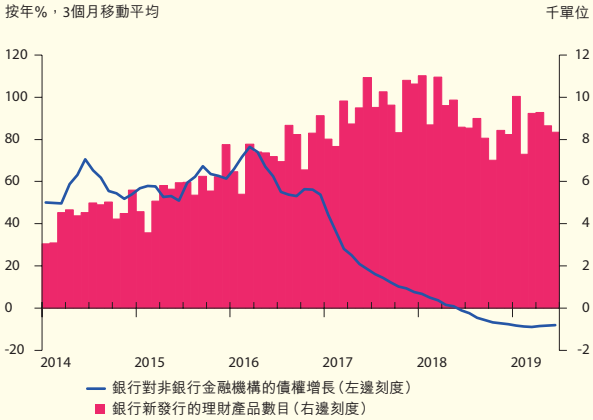
一些地方當局採納更嚴格的標準去界定不良貸款，亦可能導致小型銀行的不良貸款率上升。其中更有報導指出，一些地方銀行業監管機構要求規模較小的銀行在2019年年底前，將逾期超過60天的貸款一律納入不良貸款，這相較現時要求小型銀行將逾期超過90天的所有貸款納入不良貸款的要求更為嚴格。

於回顧期內，包商銀行（一家城市商業銀行）因未能履行義務而於5月被當局接管。事件發生後，於中國人民銀行透過向銀行體系注入流動性恢復市場信心之前，銀行同業資金狀況收緊，可轉讓定期存單利率大幅上升。於7月底，另一家陷入困境同為城市商業銀行的錦州銀行宣布引入三家戰略投資者（均為國有金融機構），以進行重組。這兩宗事件令監管機構及投資者意識到小型銀行正面臨的問題，特別是未能充分披露財務狀況的銀行。

儘管上述情況的發生，中國銀行業的整體風險看來較為溫和。現時，內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）的不良貸款率仍然低企，並且持續下降。此外，較高的貸款撥備亦有助保護銀行免受日後的損失影響。截至2019年第2季末，銀行的撥備覆蓋率由2018年年底的186%升至191%。

於回顧期內，內地銀行業監管機構繼續限制銀行參與影子銀行業務，以遏制系統性風險。影子銀行活動於2019年上半年因此繼續收縮。當中，銀行對非銀行金融機構的債權連續第13個月下降，此類債權在銀行資產總額中的比重下降至2019年6月的9.1%（圖2.32）。隨著有關當局收緊影子銀行活動[22]，銀行理財產品（影子銀行活動的主要資金來源）的發行於2019年上半年亦有所下降。

圖 2.32
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權增長及新發行的理財產品數目



資料來源：CEIC、Wind及金管局職員估計數字。

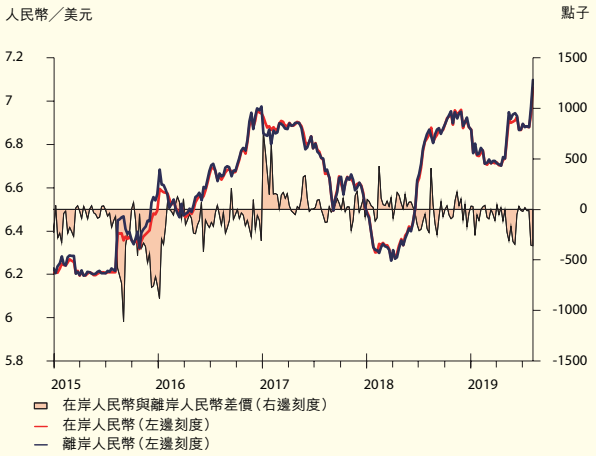
匯率及跨境資本流動

在岸人民幣兌美元的匯率於2019年1月及2月一度走強。然而，由於中美之間的貿易談判形勢反覆，在接下來的四個月中下降了2.3%。此外，在貿易緊張

22 舉例而言，於2018年下半年採取的幾項新措施規定了保本的理財產品必須記入銀行的資產負債表，並且禁止理財產品投資於結構式的資產管理計劃。

局勢愈演愈烈的情況下，2019年5月的貶值尤為顯著，但在兩國宣布重啟談判後，中美貿易談判重燃希望，為人民幣於6月底的價格帶來支持（圖2.33）。

圖2.33
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣兌美元匯率



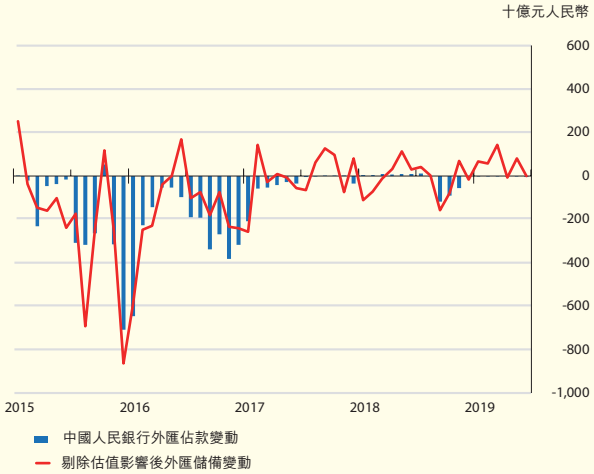
資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

在8月5日美國威脅對價值3,000億美元的中國商品加徵關稅後，人民幣匯率當日貶值了1.59%，收報7.04。美國亦隨即宣布將中國列為匯率操縱國。中國人民銀行否認這一指控，並表示最近的人民幣貶值是由市場力量推動。根據官方新聞稿，中國不會主動令人民幣競爭性貶值，而中國人民銀行一直保持並將繼續保持人民幣匯率穩定在合理和均衡的水平。

於回顧期內，離岸人民幣在大部份時間內的交易都較在岸人民幣為淡靜，而在岸人民幣與離岸人民幣差價於第2季擴大（有關離岸人民幣發展的詳情，請參閱第4.2章）。彭博提供的2019年年底人民幣兌美元滙率的共識預測亦由2月底的6.70下調至截至9月2日的7.08。

雖然人民幣於回顧期內的大部份時間均錄得貶值，但資本外流壓力仍然溫和。於回顧期內，內地外匯儲備總額大致保持穩定，截至2019年7月底為31,040億美元。剔除估值影響後，2019年7月底的外匯儲備較1月底增加490億美元。相比之下，人民銀行外匯佔款變動這一跨境資金流動的常用指標，則於同期保持穩定（圖2.34）。

圖2.34
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動

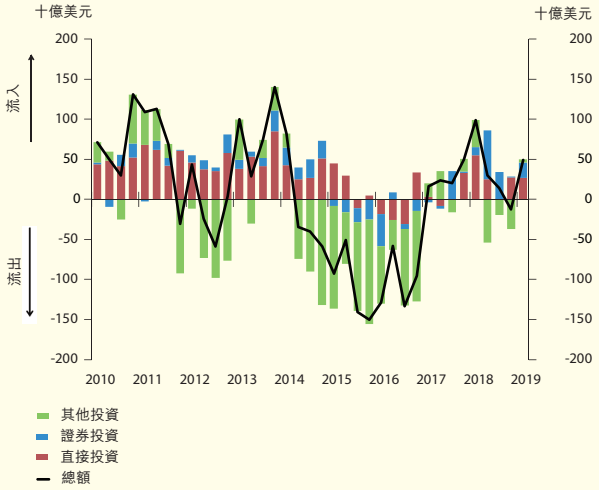


資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡最新統計資料亦顯示資金流出的壓力減少，在2018年第4季錄得淨流出後，跨境資金流動於2019年第1季轉為淨流入（圖2.35）。當中，透過其他投資的跨境資金流動顯著改善，主要因第1季非居民的貿易信貸還款增加而導致季節性淨流入。非居

民對內地的直接投資保持穩健，直接投資在此期間呈現淨流入。同時，證券投資的資金流入仍然強勁，主要反映居民持有的海外股票規模減小及國際投資者所持有的內地股票增加。

圖 2.35
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



資料來源：CEIC、國家外匯管理局及金管局職員估計數字。

短期而言，跨境資金流動的前景取決於市場情緒、先進經濟體及新興市場經濟體的經濟表現等多重因素的共同作用。一方面，投資者的情緒將繼續受到中美貿易談判結果不明朗因素的影響。另一方面，主要央行繼續實行寬鬆的貨幣政策，可能會引發投資者新一輪的「追逐收益」行為，他們或會配置更多資源到中國及其他新興市場經濟體的債券及股票市場，以重新調整其投資組合。長遠而言，隨著中國金融市場進一步開放，預計會帶來更多資金流入。例如，摩根士丹利資本國際於2月底宣布提高中國A股在摩根士丹利資本國際指數中的權重，據市場預測，這或會吸引來自海外投資者的約800億美元的資金流入。

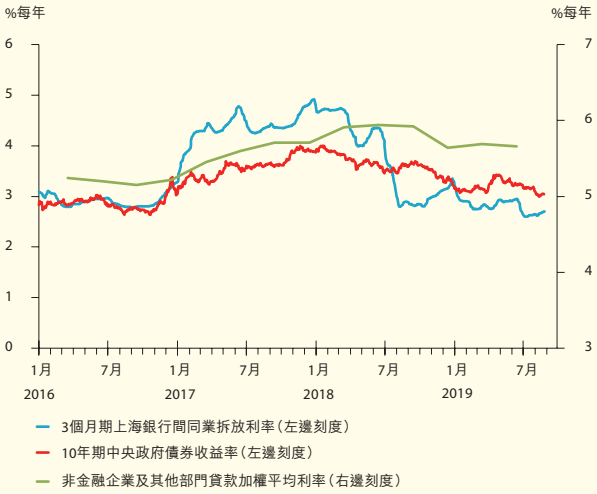
財政及貨幣政策

至於貨幣政策方面，中國人民銀行維持穩健的貨幣政策，但繼續傾向採取更多的定向措施支持經濟。特別是中國人民銀行實施一系列措施，支持較小型銀行的流動性，以鼓勵這些銀行向私營及小型企業提供更多貸款。例如，中國人民銀行於5月宣布定向降準，為聚焦於小型企業貸款的特定農商行釋放約2,800億元人民幣的流動資金。6月，央行亦分別增加再貼現額度及常備借貸便利2,000億元人民幣及1,000億元人民幣，以加強對中小型銀行的流動性支持。此外，中國人民銀行分別於4月及7月開展定向中期借貸便利，金額分別為約2,670億元人民幣及2,980億元人民幣，以鼓勵銀行向私營企業及小型企業提供貸款。

在央行寬鬆措施的支持下，儘管在一些情況如接管包商銀行等事件後，市場對較小型銀行的流動性有所擔憂，但銀行體系的流動性狀況保持寬鬆。特別是3個月期上海銀行間同業拆放利率由4月底的約2.9%跌至7月中到8月中的約2.6%，為2010年9月底以來的最低點，然後才於8月底回升至2.70%

（圖2.36）。在降低銀行同業市場資金成本的同時，10年期中央政府債券收益率亦由4月底的約3.4%下降至8月底的約3.0%。

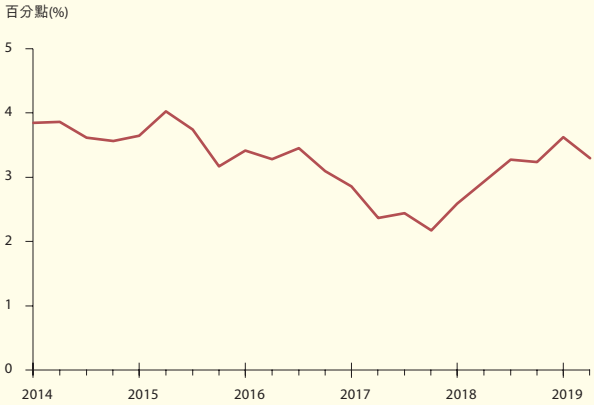
圖2.36
中國內地：主要市場利率



資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

儘管如此，非金融部門的加權平均銀行貸款利率由2018年底的5.64%微升至6月底的5.66%。銀行貸款平均利率的上升，部份反映銀行對規模較小的企業（風險普遍亦較高）的敞口有所增加。另一方面，企業貸款的風險溢價似乎亦有所增加，部份原因是由於近來經濟放緩及中美貿易局勢緊張的不確定性有可能導致企業借款人的還款能力下降（圖2.37）。

圖2.37
中國內地：向非金融部門提供的加權平均銀行貸款利率（僅限一般貸款）與1年期中央政府收益率的利差



註：一般貸款指剔除按揭及票據融資的銀行貸款，是企業貸款的代理指標。
資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

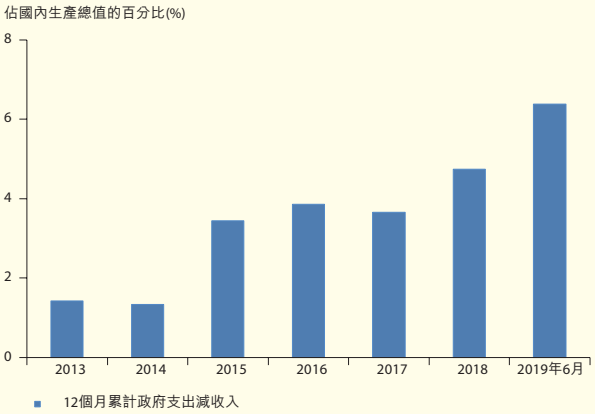
為推進利率市場化和進一步降低實體部門的融資成本，央行在8月17日宣布改革完善貸款市場報價利率(LPR)形成機制，將市場報價利率與央行提供的中期借貸便利利率連繫，並要求銀行在發放貸款時由參考貸款基準利率改為參考市場報價利率。新公布的8月份1年期市場報價利率為4.25%，較新機制前下降6個基點，而相較1年期貸款基準利率低10個基點。

財政政策方面，政府繼續採取積極的政策立場。反映政府減輕企業及家庭稅負措施的效果，政府整體稅收的按年增長由2018年上半年的14.4%降至今年上半年的0.9%。對內地上市非金融企業稅負變化的分析表明，近期的減稅似乎已經見效，規模較小的私營企業尤為顯著（詳情請參閱專題2）。

在支出方面，政府增加公共支出，特別是基建設施項目。因此，今年上半年整體公共支出的按年增長率由去年同期的7.8%上升至10.7%。

反映這些擴張性措施，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入之間12個月的累計缺口於2018年升至佔國內生產總值的4.7%後，於2019年6月進一步擴闊至6.4%（圖2.38）。

圖2.38
中國內地：政府支出與收入的缺口



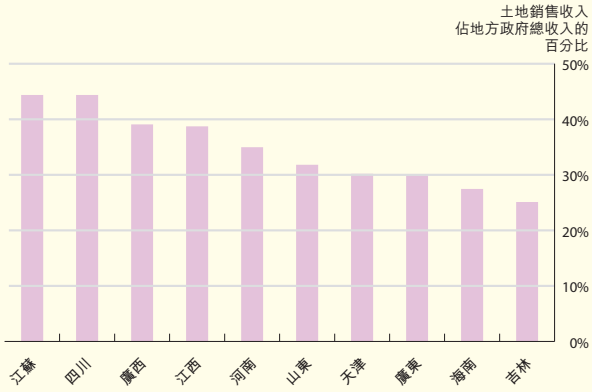
資料來源：Wind、財政部及金管局職員估計數字。

為填補資金缺口，地方政府加快專項債券的發行。特別是，2019年上半年新發行的專項債券達1.1萬億元人民幣，而去年同期則為0.4萬億元人民幣。此外，決策者亦於6月宣布，地方政府亦獲准將專項債券的所得款項用作一些主要基建項目的初始資金。

在債券發行加速的情況下，6月底，地方政府債務餘額按年增加22%至21萬億元人民幣，而於2018年的增長率為12%。儘管如此，地方政府債務的整體風險仍然可控，因地方政府債務對國內生產總值的比率仍處於較低水平，雖然仍由2018年底的20.5%輕微上升至2019年上半年的22.0%。

然而，一些地方政府可能面臨融資壓力，因為作為地方政府收入主要來源的土地銷售收入於2019年上半年收縮0.8%，而於2018年則增長25%。事實上，我們的分析表明，一些地方政府如江蘇、四川、廣西及江西等可能對土地銷售下降更為敏感，因為根據2018年的數據顯示，這些地方政府的公共收入往往較為倚賴土地銷售（圖2.39）。[23]

圖2.39
中國內地：2018年部份地方政府的土地銷售收入



註：河南、山東及海南的數字基於2017年的數據。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

[23] 總收入包括政府一般公共預算和政府性基金的收入。

專題2
內地近期的減稅措施是否有效？以內地上市公司作實證分析

引言

為支持企業在近期經濟增長放緩的情況下擴張發展，中國內地政府自2017年起已推出了好幾輪的企業減稅降費措施。由於小型民營公司是經濟增長的主要推動力，大多數的減稅措施都是專為它們而設，以減低其稅務負擔。

雖然內地已陸續推行擴張性政策，但其減稅措施的成效依然成疑。例如，儘管已推出減稅措施，但政府的稅務收益仍持續快速增長，引起了企業稅務負擔是否真的降低的爭議。在這種背景下，大部份意見認為跟其他企業相比，小型民營企業仍然面對更大的稅務負擔。

為進一步了解內地近期的減稅措施的成效，本分析研究不同所有制類型的內地企業近年的稅務負擔變化。透過計算內地上市企業面對的實質公司稅率，本研究：1）對內地國有企業和民營企業的稅務負擔進行估算；及2）評估近期的減稅措施對小型民營公司的稅務負擔影響。

內地企業的整體稅務負擔

我們在本節為內地企業所需繳納的整體企業稅率進行估算。具體而言，我們採用了內地上市的非金融企業的數據去計算每家企業所需繳納的整體企業稅率，方法如下：

（*已支付的各項稅費* $-\Delta$*遞延稅務資產* $+\Delta$*遞延稅務負債*）/ *營業收入* $\times 100$，

上述已支付的各項稅費來自現金流量表[24]。此外，還要扣除當期已繳納但實際屬於下期的稅務，並加上屬於當期但還未繳納的稅務。作出上述的加減調整後，當期產生的實質納稅義務可被更清楚的量度。

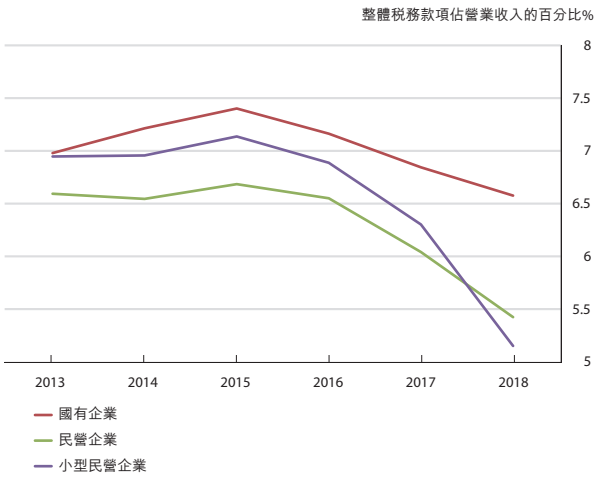
要注意上述計算並不包括企業的非工資人工成本，例如僱員退休金和保險金繳費等社保費用，以及企業必須繳納但沒有被分類為「稅務」的其他費用。由於這些項目並沒有於現金流量表內單獨列出，因此難以量化其影響。再者，這些繳費是否應被視為事實上的企業稅，抑或屬於人工成本，也有待商榷。然而，我們可以肯定的是，對內地企業而言，社保支出是一項不可忽視的負擔。有關這方面的詳細論述，可見於其他研究（如世界銀行和羅兵咸永道會計師事務所(2018)）。

為避免估算出來的稅率出現潛在的偏差，我們在樣本中並沒有包括當期錄得虧損的企業。虧損企業並無應納稅所得，因此僅須按照商業交易繳納流轉稅。如果將這些企業納入樣本，可能會造成估算內地企業的實質稅務負擔時出現偏頗。

[24] 整體稅率按Fan與Deng (2017)、Cai與Li (2017)以淨稅務款項除以營業收入的相同方法計算出。由於流轉稅（主要與銷售和營業收入相關）的重要性，中國學者和從業者經常以營業收入作為分母計算。與此相對，在Stickney、Clyde、McGee (1982)以及Rego (2003)等國際研究中，則經常以有效稅率，即所得稅與稅前收益的比率，進行稅務負擔評估。這可能是因為該等研究早期主要以美國企業為研究對象，而就美國企業而言，所得稅是最重要的稅項。

圖B2.1顯示根據錄得盈利的非金融上市企業的數據所估算出來的內地國有企業和民營企業的平均整體稅率。我們從中得出兩項主要觀察結果。首先，國有企業近年的整體稅率一直高於民營企業。部份市場分析報告亦得出類似的結論[25]，認為這與國有企業所享受的激勵機制有關。這些分析報告（例如，Lin et al (2012)）特別指出，國有企業相對民營企業而言，較少關心稅務效率，亦缺少進行稅收籌劃以降低稅負的動力。這一論點可能成立，因為內地國有企業未必單單是盈利導向（Bai et al (2006)），而是須承擔更多的社會責任（Fan and Hope (2013)）。民營企業方面，樣本中小型的民營企業在2018年之前所面對的整體稅務負擔似乎高於民營企業的平均水平。

圖B2.1 內地上市企業（僅限錄得盈利的企業）的整體稅率估算



註：本圖顯示各個所有制類型企業的平均比率。比率高於100%或低於–100%的個別企業自樣本中剔除。小型民營企業是指總資產低於所有民營公司第25百分位數的民營企業，並單獨列出。
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

我們從圖B2.1得出的第二項主要觀察結果：所有企業近年的整體稅率均有所下降，尤其是樣本中的小型民營企業。國有企業的估算平均整體稅率，從2015年的7.4%下降至2018年的約6.6%。與之相對，民營企業於同期的估算整體稅率則由6.7%下降至5.4%；總資產屬於最小四分位數的小型民營企業下降的幅度最大，其比率從7.1%降至5.1%。儘管樣本中的小型上市企業或許未能準確代表經濟中真正的小型公司，但我們的觀察結果仍顯示，近期推行以小型民營企業為對象的減稅措施似乎已產生效果。

更多由細分企業稅務後所得的證明

圖B2.1的整體稅率估算結果，是對內地企業稅務負擔的一個具參考價值的概括指標，但這樣的估算有個重要的不足之處：計算企業的整體稅率時，所繳納的稅款只是按一個參考值進行評估（我們在此採用的參考值是營業收入），但這些稅項的本質是相當不同的。例如，增值稅是按公司的流轉額徵收，而所得稅則按毛利徵收。為更準確估算企業的稅務負擔，我們分別計算內地企業在兩大稅務類別中的實質稅率：流轉稅和所得稅。

具體而言，每家企業的流轉稅率計算方法如下：

（已支付的各項稅費 – Δ遞延稅務資產 + Δ遞延稅務負債 – 所得稅）/ 營業收入 × 100，

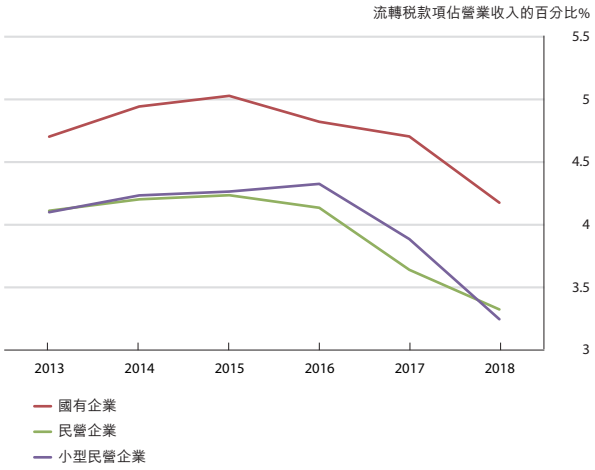
流轉稅主要反映了企業繳納的增值稅、營業稅和消費稅。隨著中國改革增值稅，大多數企業於2016年底前由繳納營業稅轉為繳納增值稅，因此現在的流轉稅是以增值稅為主。我們本次研究中的流轉稅亦包括了

[25] 例如，「Tax Burden of Mainland Listed Companies in 2018」，Research Institute of Listed Companies，2019年5月20日。

一些針對特定行業的稅項。例如，房地產開發行業的土地增值稅以及石油行業的資源稅。這些稅項與企業盈利的關係不大卻與其業務運營密切相關，因此均屬於流轉稅的一部份。

圖B2.2顯示內地上市企業的流轉稅率估算結果。雖然國有企業的流轉稅率平均高於民營企業，但近年推行的減稅措施，令所有不同類型的企業的流轉稅務負擔均有下降。民營企業方面，小型企業的流轉稅率與民營企業的平均稅率非常接近，因此規模的大小似乎並不重要。

圖B2.2 內地上市企業（僅限錄得盈利的企業）的流轉稅率估算



註：本圖顯示各個所有制類型企業的平均比率。比率高於100%或低於–100%的個別企業自樣本中剔除。小型民營企業是指總資產低於所有民營公司第25百分位數的民營企業，並單獨列出。

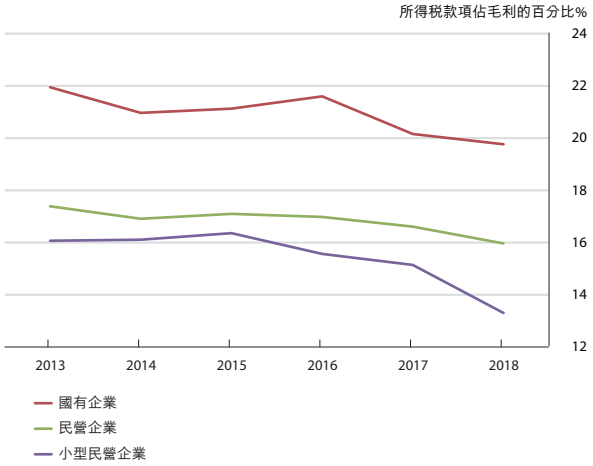
資料來源：Wind及金管局職員估算數字。

圖B2.3顯示內地企業面對的所得稅率估算結果。具體而言，每家企業的所得稅率計算方法如下：

（所得稅／毛利）×100，

上述的所得稅和毛利直接來自損益表。圖B2.3顯示，民營企業平均的所得稅率低於國有企業，而國有企業和民營企業的所得稅率亦於過去數年逐漸下降。民營企業方面，在減稅的背景下，樣本中小型民營企業於2017年及2018年的所得稅率持續下降且低於民營企業的平均值。

圖B2.3 內地上市企業（僅限錄得盈利的企業）的所得稅率估算



註：本圖顯示各個所有制類型企業的平均比率。比率高於100%或低於–100%的個別企業自樣本中剔除。小型民營企業是指總資產低於所有民營公司第25百分位數的民營企業，並單獨列出。

資料來源：Wind及金管局職員估算數字。

我們使用了t檢測以測試不同類型的企業在統計上的稅務負擔差異（見表B2.1）。測試結果顯示，相比於所有民營企業以及小型民營企業，國有企業於2017年減稅前後的平均流轉稅率和所得稅率水平均較高，且差異達致5%的統計顯著性水平。就資產規模高於及低於所有民營企業第25百分位數的民營企業進行比較時，兩者的流轉稅並無顯著的差異，但就平均所得稅率而言，則較大型的民營企業顯著較高。

表B2.1 不同組別企業於2017年減稅措施前後的稅率差異顯著性t檢測

組別比較	流轉稅率差異		所得稅率差異	
	2017年前	2017年後	2017年前	2017年後
國有企業相對民營企業（全部樣本）比較	0.73*** (0.11)	0.95*** (0.15)	4.33*** (0.25)	3.63*** (0.37)
國有企業相對民營企業（資產規模低於最小四分位數）比較	0.67*** (0.16)	0.96*** (0.23)	5.39*** (0.38)	5.68*** (0.53)
民營企業（資產規模高於最小四分位數）相對民營企業（資產規模低於最小四分位數）比較	–0.07 (0.13)	0.01 (0.18)	1.41*** (0.28)	2.70*** (0.44)

* p<0.1，** p<0.05，*** p<0.01

註：本表顯示兩個組別之間的平均差異，例如國有企業平均值減去民營企業平均值，以及有關差異是否在統計上顯著。t檢測H0：兩個組別的平均值相同。基本假設為：(1)每個組別之內，稅率近似服從正態分布；(2)兩個組別之間不相關。標準誤差標示於括號內。

比較2017年前後不同組別企業的稅率差異，有助分析近期減稅措施的有效性。表B2.1顯示，就流轉稅率而言，國有企業和民營企業的差距以及國有企業和小型民營企業的差距於2017年後有所擴大。這表示，就流轉稅而言，近期減稅措施似乎令民營企業受益更多。比較2017年前後所得稅率的差異，我們觀察到國有企業和民營企業的差距有所減小，但其他兩組的差距則有所增大，顯示在所得稅方面，尤其對於我們樣本中的小型民營企業來說，近期的減稅措施似乎有所成效。

結語

本分析使用內地上市的非金融企業的數據，發現國有企業的稅務負擔較民營企業為大，而近期的減稅措施似乎開始產生作用，樣本中小型民營企業尤其受惠。此外，細分稅率後的分析結果（如把稅率細分為流轉稅率和所得稅率），並不支持小型民營企業比內地一般規模的民營企業承受更大稅務負擔的看法。

另外，本研究亦有一些需要注意的限制。首先，如第二節所述，我們的研究範圍局限於上市企業，樣本中的小型企業或未能準確代表經濟中真正的小型企業。因此，近期收緊的稅務徵收措施對這些小型企業的稅務負擔的影響，可能會與我們在上市企業樣本中觀察所得的結果有所不同。其次，不同於部份其他研究（世界銀行和羅兵咸永道會計師事務所(2018)），我們在計算內地公司的企業稅時，並未計入社保繳費。雖然這些繳費是否應被視為實際上的企業稅還是人工成本的一部份仍有待商榷，但對內地企業而言，該等繳費確實是一項不可忽視的負擔。事實上，內地當局已於今年開始降低企業的社保繳費負擔。

參考文獻

Bai, Chong-En, Jiangyong Lu, Zhigang Tao, 2006, "The Multitask Theory of State Enterprise Reform: Empirical Evidence from China", *American Economic Review, papers and proceedings*, 第96(2)期：第353–357頁。

Cai, Chang, Beilei Li, 2017, "A comparison of Chinese companies' real tax burden by ownership type." *South China Journal of Economics* 第36(11)期：第57–68頁。

Fan, Gang, Nicholas C. Hope, 2013, "The Role of State-Owned Enterprises in the Chinese Economy", in "*US-China 2022: Economic Relations in the Next 10 Years*", 中美交流基金會。

Fan, Qiong and Nimei Deng, 2017, "Tax burden analysis of Shenzhen Stock Exchange listed firms." *Securities Market Herald* 第11期：第33–41頁。

Lin, Bingxuan, Rui Lu, Ting Zhang, 2012, "Tax-Induced Earnings Management in Emerging Markets: Evidence from China". *The Journal of the American Taxation Association*: Fall 2012, Vol. 34, No. 2, 第19–44頁。

Rego, Sonja Olhoft, 2003, "Tax-avoidance activities of US multinational corporations." *Contemporary Accounting Research* 20(4)期：第805–833頁。

Stickney, Clyde P., and Victor E. McGee, 1982, "Effective corporate tax rates the effect of size, capital intensity, leverage, and other factors." *Journal of accounting and public policy* 1(2)期：第125–152頁。

世界銀行和羅兵咸永道會計師事務所，2018, "Paying Tax 2019"。