



粤开证券
YUEKAI SECURITIES

全球加息与加税周期下的大湾区发展

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozh^heng@ykzq.com

2022年6月23日

Contents

目录

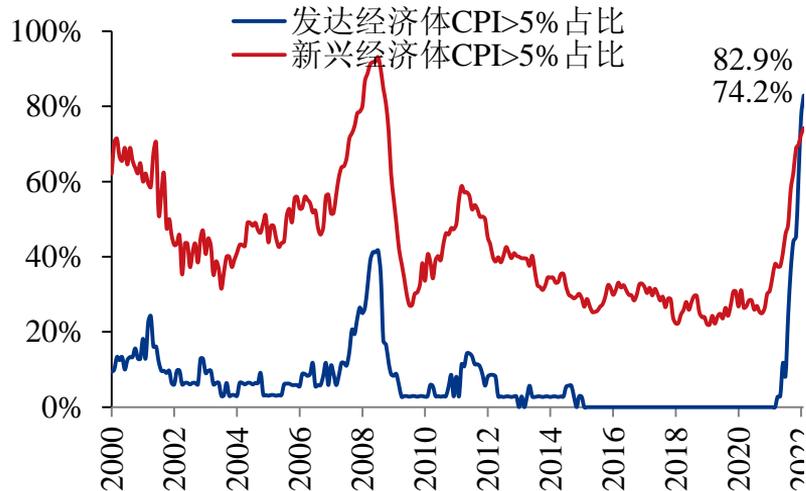
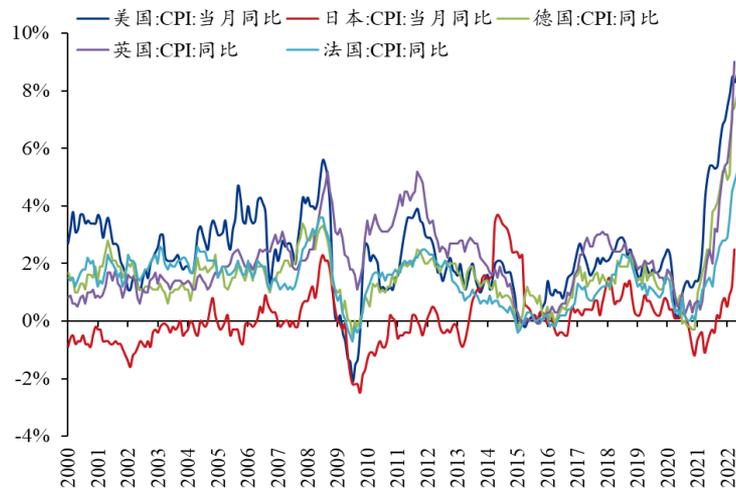
- 1、全球经济滞胀风险上升：加息与加税周期
- 2、中国经济三重压力：微观主体避险化
- 3、粤港澳大湾区：推动要素自由流动

全球经济滞胀风险上升：加息与加税周期

经济：滞胀风险；政策：加息与加税周期。低增长、低通胀、低利率、高债务，越发难以持续。

1、滞：疫情冲击，全球贫富差距，全球老龄化，全球贸易摩擦。

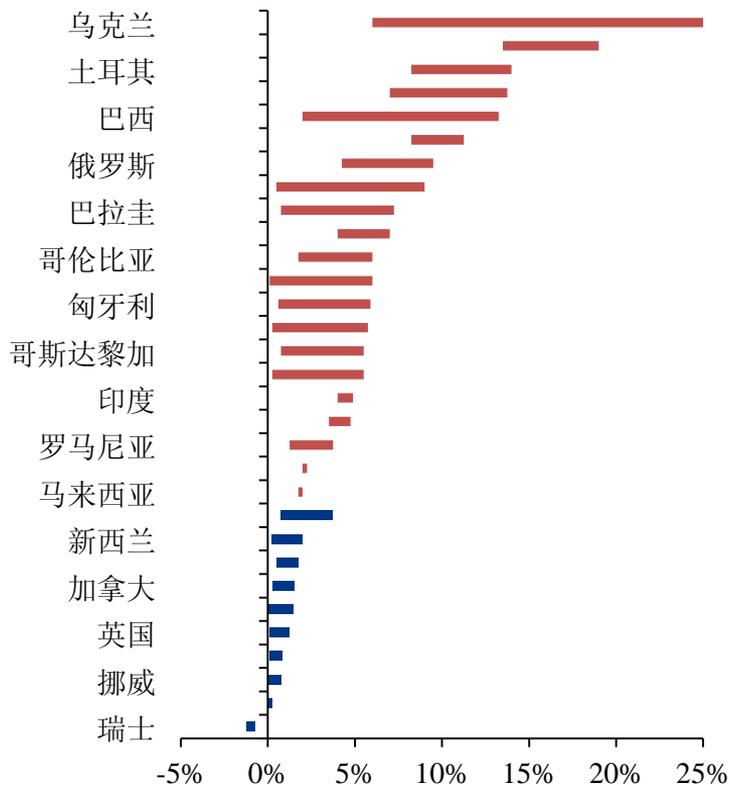
2、胀：逆全球化（安全取代效率）、地缘政治冲突（防务成本/能源供给冲击）、清洁能源转型（碳税/能源供给冲击）、老龄化（劳动力短缺）。



全球经济滞胀风险上升：加息与加税周期

■ 政策利率加息路径（从疫情后的低点到2022/06/21）

3、全球加息周期。

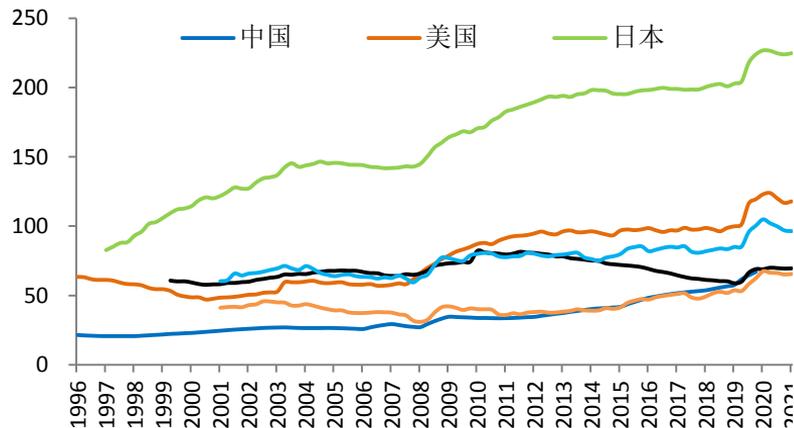


资料来源：wind、粤开证券研究院

全球经济滞胀风险上升：加息与加税周期

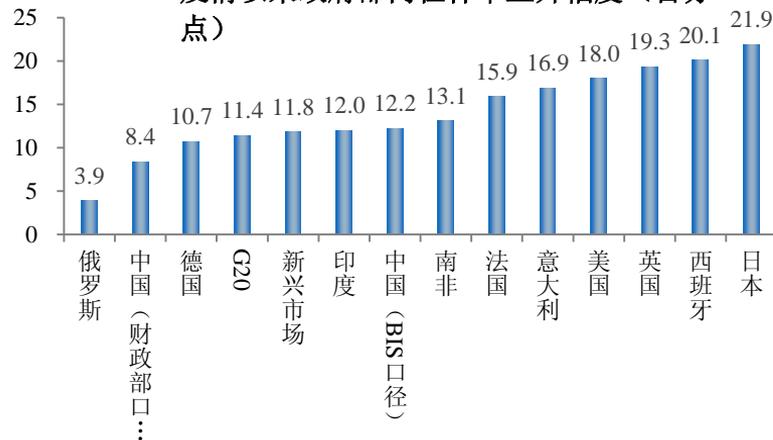
4、全球加税周期：利率上升制约债务空间，加大举债成本；贫富差距需结构性税收调节。

政府部门杠杆率持续攀升



资料来源：BIS、粤开证券研究院

疫情以来政府部门杠杆率上升幅度（百分点）

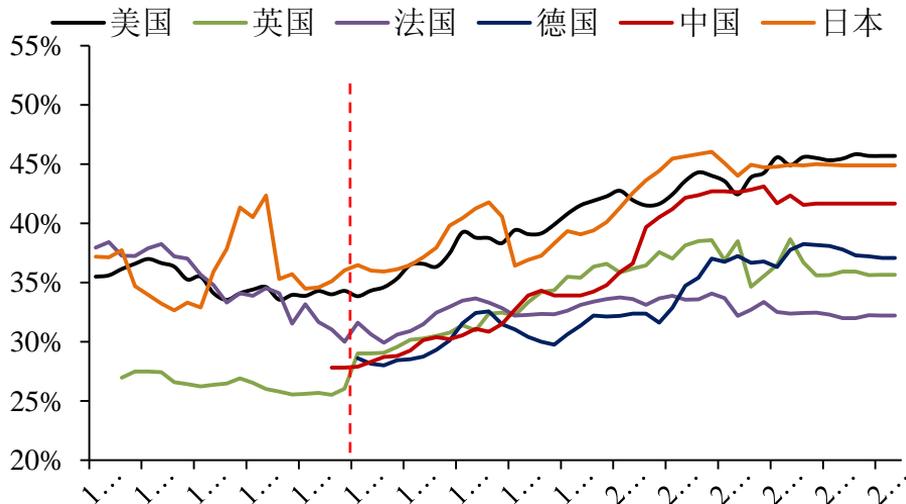


资料来源：BIS、财政部、粤开证券研究院

全球经济滞胀风险上升：加息与加税周期

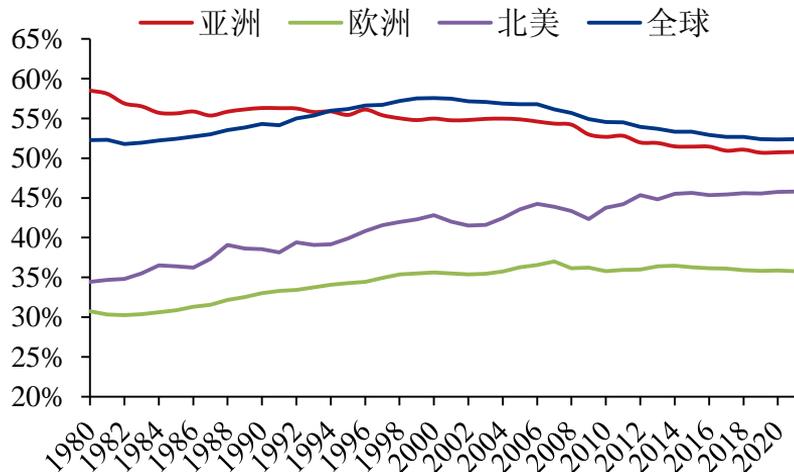
贫富分化是一种全球性现象

全球主要经济体收入前10%人群收入份额的变化趋势



资料来源：世界不平等数据库（WID）、粤开证券研究院

全球主要地区收入前10%人群收入份额的变化趋势



资料来源：世界不平等数据库（WID）、粤开证券研究院

全球进入加税加息周期

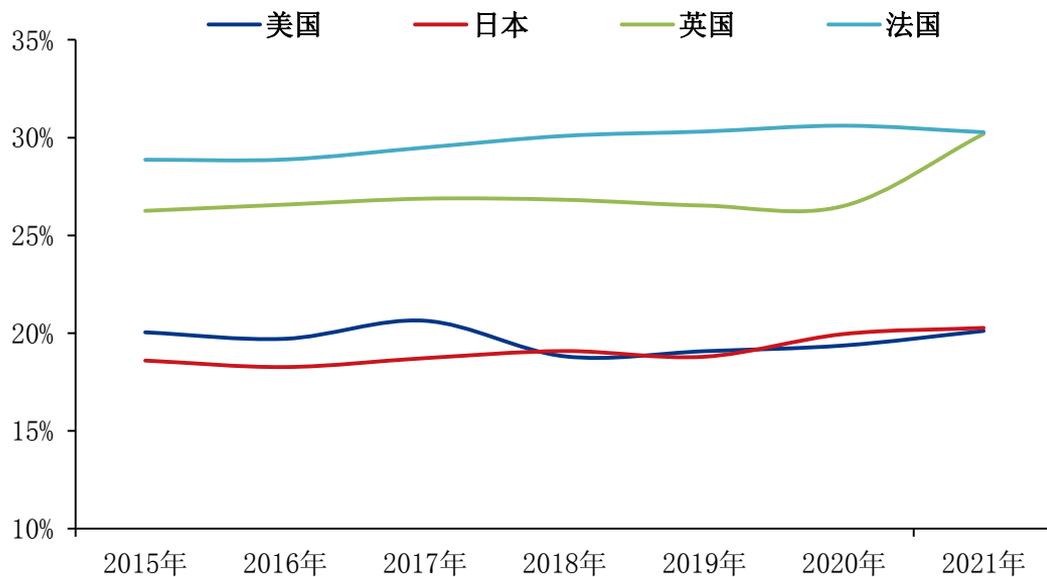
- 以**G20**为代表的国际社会通过提高全球最低企业税率来管控各国之间的财税竞争。2021年6月5日，G7财长会议提出全球范围内营业收入超过**7.5**亿欧元的企业征收不少于**15%**的企业所得税。
- 美国方面，拜登政府自上任以来致力于推动结构性加税，加大对高收入纳税人征税力度，用于支持公共卫生、教育、基建、新能源改造等方面支出。根据拜登政府**2023** 财年预算报告提案：
 - ✓ （1）提高公司所得税率，将企业所得税税率从**21%** 提高到 **28%**；
 - ✓ （2）个人所得税最高边际税率从**37%**提高至**39.6%**；
 - ✓ （3）应税收入超过**100**万美元的家庭或**50**万美元的个人，资本利得最高边际税率从当前**20%**提升至**39.6%**；
 - ✓ （4）对最富有纳税人征收最低所得税，即对净资产超过**1**亿美元的美国纳税人全部所得收入至少要按**20%**税率缴纳最低所得税，全部所得包括尚未实现的资本利得，缴纳不足部分需补足。
 - ✓ （5）修订遗产税与赠与税，加强信托与遗产的税收管理，限制跨代转让税豁免期限，加强对存量财富的再分配调节力度。

全球进入加税加息周期

- 欧盟方面，取消进口货物增值税优惠待遇。自2021年7月起取消针对进口至欧盟且价值不超过22欧元商品货物的增值税免征待遇。
- 英国方面，提出征收健康和社会保健税，并提高个人所得税中对股息征税的税率，用于支持公共医疗卫生支出。
 - ✓ （1）2021年起取消针对进口至英国且价值不超过15英镑的低价值货物享受的增值税免征待遇。
 - ✓ （2）2022年4月起个人所得中的股息所得三档税率均提高1.25%，三档税率分别升至8.75%、33.75%和39.35%。此外，股息信托所得税率相应提高至39.35%。
 - ✓ （3）实质性提高英国员工、雇主和个体户全国保险税（NIC）税率。2021-2022年英国全国保险税三档税率分别为12%、13.8%和9%；2023年4月起征收健康和社会保健税（1.25%），实质性将NIC三档税率提高至13.25%、15.05%和10.25%。

全球进入加税加息周期

- 从宏观税负来看，以美国、英国、日本为代表的发达经济体宏观税负水平在近两年以来有所上升。以剔除社保税费后的税收收入/GDP简单衡量宏观税负，2021年美国、日本、英国宏观税负分别达到20.1%、20.3%和30.2%，较2020年提高0.7、0.3和3.7个百分点。



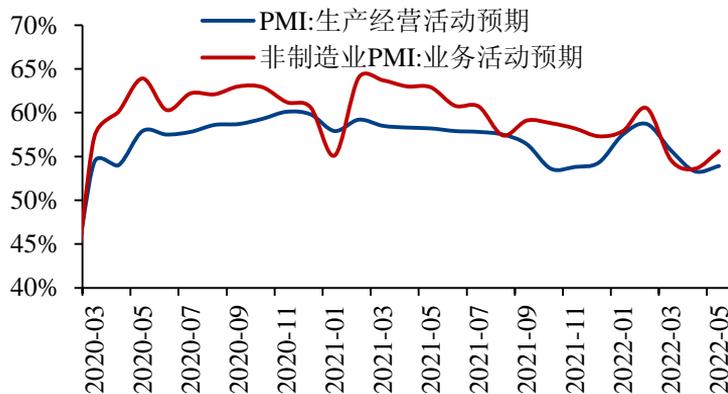
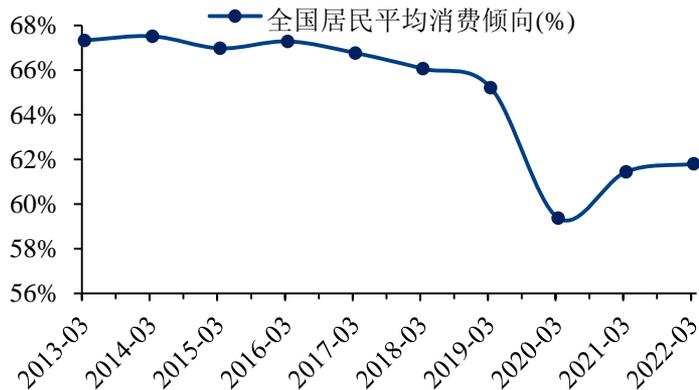
Contents
目录

- 1、全球经济滞胀风险上升：加息与加税周期
- 2、中国经济三重压力：微观主体避险化
- 3、粤港澳大湾区：推动要素自由流动

中国经济：微观主体避险化

深层次原因是激励机制要重塑。

- 1、居民部门：疫情改变了对风险的认知，不确定性加大，增加预防性储蓄，减少消费。
- 2、企业部门：经济下行期收缩以及防止资本无序扩张背景下的预期不稳定。
- 3、地方政府：从追求增长（单一GDP）到追求稳定和避险（多元目标）。



Contents
目录

- 1、全球经济滞胀风险上升：加息与加税周期
- 2、中国经济三重压力：微观主体避险化
- 3、粤港澳大湾区：推动要素自由流动**

1、大湾区内部市场存在区域分割

“一个国家、两种制度、三种货币体系、四个关税区（含广东自贸区）”，内部劳动力、资本等生产要素畅通流动仍存在一定阻碍，尚未形成统一的大市场。

生产要素	流通障碍
劳动力	1、通关程序方面，粤港澳口岸出入境手续仍有进一步简化空间；港澳对内地各类人才入境计划有名额设置，不利于劳动力要素的自由流通。
	2、税收制度方面，当前珠三角9市个人所得税税负差额补贴优惠政策仅限于地方政府认定的境外高端人才和紧缺人才，激励效果和认定范围有待进一步提高。
	3、公共服务方面，粤港澳在教育、社保、住房等方面服务一体化程度有待进一步提高，如湾区“社保通”三地养老金来源于政府补贴的比例不同等。
资本	1、汇率体系存在差异，跨境资本流动管理不同。珠三角采用人民币施行有管理的浮动汇率制度，香港使用港币施行盯住美元的货币局制度，澳门使用澳门元施行盯住港元的固定联系汇率制度，港澳与珠三角仍存在一定资本流动壁垒。
	2、港澳金融机构在珠三角地区的业务办理范围仍部分受限等，如港澳金融机构暂时无法为粤港澳大湾区内地居民开立个人外汇结算账户。

1、大湾区内部市场存在区域分割

- 在商品流通方面，需要探索兼容的跨区关税政策，完善两地口岸检查机制，努力推动检验检疫、标准计量和质量认可等方面的标准统一，再配以有效的通关便利措施，降低跨区域运输货物的成本。

		珠三角城市间	深圳来往香港	珠海来往澳门
通行 时间	全天通行	莲塘口岸	货运：7:00-20:00	拱北口岸 服务时间：6:00-次日1:00
		福田口岸	旅客：6:30-22:30（疫情暂停）	横琴口岸 服务时间：全天
		罗湖口岸	旅客：6:30-24:00（疫情暂停）	青茂口岸 服务时间：全天 （青茂口岸无车辆通道）
		皇岗口岸	货运：全天 旅客：暂停服务	港珠澳大桥口岸 服务时间：全天 （部分通关设施夜间关闭）
		文锦渡口岸	货运：7:00-次日3:00 旅客：暂停服务	
		深圳湾口岸	货运：全天 旅客：10:00-18:00	

2、部分地区和领域还存在同质化竞争和资源错配现象

- 珠三角城市间产业协同不足，呈现同质化竞争现象。利用2020年珠三角九城的工业分行业增加值数据，推算出产业结构相似系数。东莞—深圳、中山—珠海、中山—佛山的产业结构相似系数达到90%以上。

	广州	深圳	珠海	汕头	佛山	东莞	中山	江门	肇庆
广州	100.0%								
深圳	36.9%	100.0%							
珠海	41.5%	62.8%	100.0%						
汕头	29.3%	14.9%	25.6%	100.0%					
佛山	39.1%	23.7%	82.2%	30.7%	100.0%				
东莞	42.1%	95.1%	72.2%	30.2%	44.3%	100.0%			
中山	45.3%	47.7%	91.7%	40.6%	93.2%	65.7%	100.0%		
江门	49.7%	44.9%	62.9%	44.2%	63.8%	61.6%	71.6%	100.0%	
肇庆	42.9%	36.8%	39.5%	34.9%	51.4%	52.4%	50.6%	73.3%	100.0%

2、部分地区和领域还存在同质化竞争和资源错配现象

- 从各城市十四五规划纲要来看，十四五期间各地产业布局仍有趋同。例如，电子信息在9个城市中均有布局，生物医药有6个城市进行了布局。

	广州	深圳	珠海	汕头	佛山	东莞	中山	江门	肇庆
十四五 重点 产业	新一代信息技术	新一代信息技术	家电	服装	装备制造	电子信息	家居	新材料	汽车
	汽车	生物医药	集成电路	玩具	家居	电气机械	电子信息	大健康	金属加工
	生物医药与健康	装备制造	生物医药	化工	汽车	纺织服装鞋帽	装备制造	高端装备	电子信息
		新材料	新能源	印刷包装	新能源	食品饮料	健康医药	新一代信息技术	建筑材料
			新材料	装备制造	电子信息			新能源汽车	
			高端打印设备	新一代信息技术					
				新材料					
				生物医药					

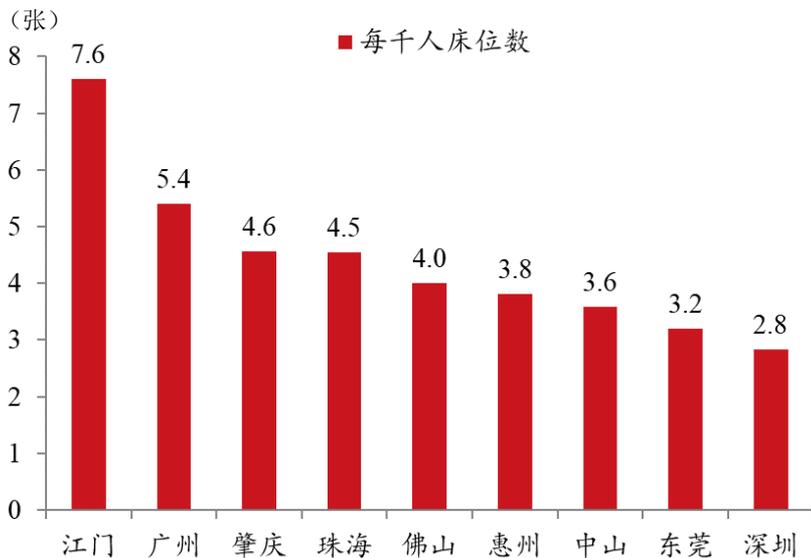
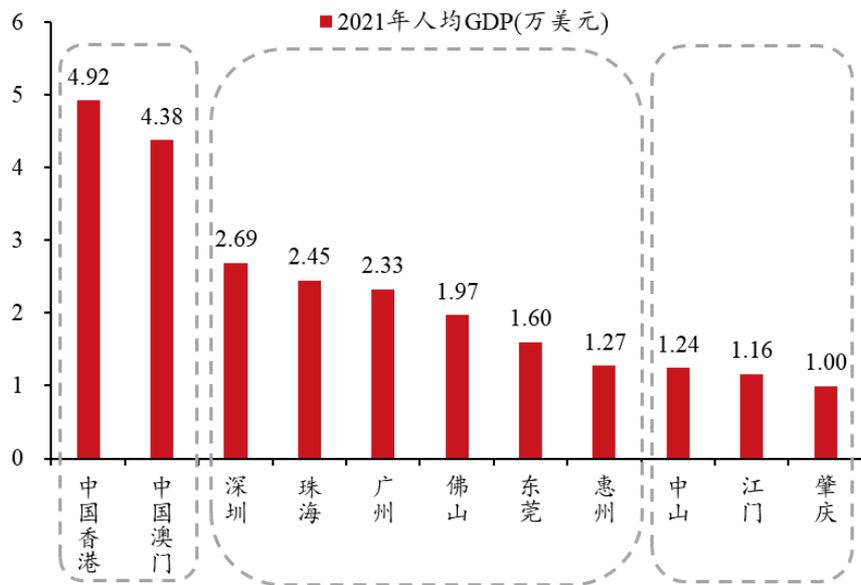
3、大湾区内部发展差距依然较大，协同性、包容性有待进一步加强

- 整体来看，粤港澳大湾区内部发展差距较大，深圳、广州、中国香港处于大湾区的绝对领先地位。2021年深圳、广州、中国香港合计占大湾区GDP总量的比重达65.5%。
- 增速方面，受到国际形势与疫情冲击，近两年来中国香港和中国澳门经济增速明显放缓。

排名	城市（地区）	2021GDP(亿元)	增速(%)	增速(两年平均, %)
▶ 1	深圳	30664.9	6.7	4.9
▶ 2	广州	28232.0	8.1	5.4
▶ 3	中国香港	23740.0	6.3	-0.3
▶ 4	佛山	12156.5	8.3	4.9
▶ 5	东莞	10855.4	8.2	4.6
▶ 6	惠州	4977.4	10.1	5.7
▶ 7	珠海	3881.8	6.9	4.9
▶ 8	江门	3601.3	8.4	5.2
▶ 9	中山	3566.2	8.2	4.8
▶ 10	肇庆	2650.0	10.5	6.7
▶ 11	中国澳门	1929.3	18.0	-26.3

3、大湾区内部发展差距依然较大，协同性、包容性有待进一步加强

- 人均来看，2021年大湾区11城均达到国际中等偏上收入水平，但各城市间仍不均衡，分化为三个世界。据世界银行划分标准，第一梯队中国香港、中国澳门人均GDP遥遥领先；第二梯队深圳、珠海、广州、佛山、东莞、惠州均达到高收入水平；第三梯队中山、江门、肇庆为中等偏上收入水



建议：加快建设统一大市场

- **1、着力推进基础设施“硬联通”和规则机制“软联通”，**打造海陆空一体的现代化国际大通道，深入推进三地经济运行规则衔接、机制对接，加快推动形成国际一流湾区和世界级城市群框架。
- **2、推进跨境要素高效便捷流动，**加快推进管理制度对接和专业规则衔接；建立高标准市场规则体系，推进与港澳在市场准入、标准认定、产权保护、政务服务等方面接轨，构建国际开放一体的湾区大市场。
- **3、深化粤港澳金融合作，**加强香港联交所与深圳证券交易所、广州期货交易所跨境合作，促进与港澳金融市场互联互通和金融产品互认。
- **4、推动广州、深圳“双城”联动，**辐射带动周边城市发展。立足大湾区各城市功能定位和比较优势，推动大湾区城市间产业分工协作，优化大湾区各城市产业空间布局，增强大湾区城市经济和人口承载能力及资源优化配置等核心功能。
- **5、健全基本公共服务，**在养老、医疗、教育等方面加大政府投入力度，积极引导社会力量参与，推动构建粤港澳大湾区区域共建共享的公共服务体系。**进一步完善跨区域就业人员随迁子女就学政策，**推动实现平等接受学前教育、义务教育和高中阶段教育，确保符合条件的随迁子女顺利在流入地参加高考。

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内z公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

THANK YOU

THANKS FOR
WATCHING