

EET型税收优惠助力养老保险

□华宝基金副总经理 李慧勇

个税递延型养老制度在国内日益成为关注热点,其中,“EET型税收优惠(E指豁免缴税,T指纳税)”尤为引人注目。“EET型税收优惠”政策的本质,是一种延迟纳税。从美国的经验看,这类优惠政策成为美国养老保险产品飞速发展的最大推动力。而在中国,就促进养老保险而言,EET型税收优惠仍大有可为,只是需要针对中国特定国情,进行相应的改进和完善。

经过二十多年的大力发展和市场耕耘,我国已基本形成以基本养老金、企业年金和自愿性个人储蓄养老保险为主的“三支柱”养老保险体系。随着老龄化程度不断加深,第一支柱基本养老金面临着巨大的支付压力,而作为第二支柱的企业年金对基本养老金的补充力度有限,无论从国际经验还是我国实践来看,作为第三支柱的个人储蓄型养老保险建设都显得尤为重要和紧迫。

2018年4月11日,财政部等五部委联合发文:《关于开展个人税收递延型商业养老保险试点的通知》,标志着中国版个税递延型养老保险制度的全面落地。2014年的国内企业年金改革和当前试行的个税递延型养老保险均采用了EET型税收优惠,但实施效果并不显著。EET型税收优惠在国内“遇冷”主要由于以下两方面原因:

第一,中美税收差异导致EET型税收优惠力度大幅缩水。首先,我国对个人不征收资本利得税。我国个人投资者只需对股息和红利缴纳个人所得税,对于资本利得不用交税,因此第二阶段的免税优惠对我国个人投资者



吸引力较小。其次,我国个税税率较低,税种优惠有限。最后,中国税收侧重于企业所得税和增值税,个人所得税税收占比较小,因此仅针对个人所得税进行优惠的养老保险受众不广。考虑到可能存在企业借助养老保险账户偷税漏税的管理风险,养老保险免除企业所得税政策一直未落实,这也使得税收优惠受众面过窄。

第二,个人养老观念差距大,导致税收优惠缺乏激励性。西方家庭强调独立性,子女成年后便独立生活,父母没有依靠儿女养老的习惯,自我养老意识很强;同时,西方社会只提供最基本的社会保障,在IRAs和401k的税收优惠制度推出之前,美国大部分公民养老也是依靠自主投资。而东方家庭一般是子女养老,老人自身并没有养老计划的观念。相比西方公民把养老看作是“必需品”,我国大多数公民对个人养老的看法仍

然是“补充品”。因此即使采用优惠力度很大的EET型税收优惠,公民还是把个人养老保险产品看作“优惠”的额外消费,没有过多的意愿去进行个人养老保险。

之所以EET型税收优惠能大力促进美国个人养老账户发展,是因为EET型税收优惠与美国公民收入情况和税收政策契合完美,两者结合扩大了个人养老保险产品对美国公民的激励性。针对我国税收政策和养老现状,对EET型税收优惠政策提出以下建议:

根据国情改进现有EET型税收优惠政策内容。首先是扩大EET税收优惠的可投资范围。除商业养老保险外,将公募基金、银行理财、个人养老专项计划等多种养老资产都加入到EET税收优惠政策中,以调动个人养老保险积极性。其次,进一步优化EET型税收优惠政策的领取阶段税率。例如,按照领取时公民所适用的边际税率设置税收优惠。最后是将EET税收优惠政策扩展到公司层面。将公司层面的某些税负纳入EET型税收优惠政策的适用范围内,以减少个人养老保险的运营成本,提高产品的收益属性。

构建以EET型税收优惠制度为核心的多元化税收优惠体系。首先是采用EET等多种优惠政策共同作用,扩大受益人群。公民可以根据自身收入增长水平选择最佳的优惠政策,这样使得养老保险受众面更广,扩大受益人群。其次,对低收入者等弱势群体加大EET税收优惠补贴力度。再次,统一企业年金和个人养老保险的EET税收优惠政策,使得两者优势互补,共同发展。最后,加大公民养老意识教育,使公民认识到个人养老并非“补充品”而是“必需品”。

未来五年A股投资机会可期

□广发逆向策略基金经理 程琨

提起价值投资,很多投资者第一时间联想到的字眼往往是:好企业、低估值买入、长期持有等等,自2017年以来,价值投资理念盛行,配置白马股的行为被贴上价值投资标签。但笔者认为,这更像价值风格投资,而不是真正的价值投资。价值投资的基本逻辑是挑选企业长期价值远高于当前价格的企业,通过买入持有的方式分享企业价值。除了对企业收益进行分析,更关键的是对风险进行有效定价。

超额收益来自错误定价

投资的真实风险来自于企业的经营风险,如果以2015年为例,以乐视网为代表的一批“互联网+”热门股,三年过去,股价仍跌幅巨大。但与此相反,如果2015年投资者买的是贵州茅台或者格力电器,三年来仍是正收益,这就是因为不同企业面临的真实风险存在巨大的差异。

价值投资并不惧怕市场的波动性。A股市场波动较大,对投资者并不友好,但是波动对长期价值投资者而言并不是真实风险,相反市场波动往往还能提供安全边际,就像2018年在市场极度悲观,大幅下跌的时候,好企业出现较好的安全边际,给价值投资者提供了良好的买入机会。

对于价值投资,不同的人可能有不同的理解,而笔者理解的价值投资核心是对真实风险进行有效定价,而投资的真实风险是来自于企业的经营风险,因此投资人可以通过对企业和产业的深度研究,对影响企业长期价值的经营风险进行有效理解,而长期且能够自我强化的护城河,往往就是保证企业在长期有效抵御各种经营风险的手段。

因此,对企业真实风险进行定价,实际上就是分析企业的护城河和竞争壁垒。未来永远是变化和未知的,只有足够深和宽广的护城河才能最大程度上消减掉未来的不确定性,才能保证企业在更长的时间内,更持续的获取高于社会平均的ROE水平,这是企业持续盈利的终极源泉。否则,风险一旦爆发,企业有可能就会面临巨大损失。对于企业管理者来说,没有护城河,各种愿景和抱负都难以



实现;对于投资人而言,投资没有护城河的企业,就和赌博没什么两样。

由于风险具有后验性,因此对于价值投资者来说,真正的考验来自于两个方面:能否专注于能力圈内选择、能否长期独立的做深度研究。首先,我们必须承认,人对世界认知和理解是有局限性的,无论是企业家还是投资人,只有专注于自己的能力圈以及优势领域,才有机会真正有效的理解企业经营的本质。

其次,如果没有长期坚持不懈的深度思考,是不可能建立自己的有效认识能力的。没有万能公式、万能风格可以帮助你一劳永逸地战胜市场,只有多思考,多学习,多积累,建立正确的价值观,才有机会帮助你正确地去理解企业和社会,这也是价值投资最难的地方,可以说是内功心法,也可以说是一种投资人社会责任的表达。

在深度研究方面,笔者除了会从定量角度进行深入的财务分析,还会通过深度调研企业高管、员工、企业竞争对手、上下游合作伙伴等定性方式来全面评估企业。

A股投资将迎来历史机遇

今年A股迎来快速反弹行情,核心主流指数涨幅达到20%至30%。目前是否还是投资的好时机,对此,笔者仍持积极观点:资本市场仍处于长期底部区域,是非常好的长期

买入时点,对价值投资者来说更是如此。

首先,当前市场估值处于历史低点。过去十年沪深300指数的市盈率低于11倍仅出现四次,并且每当这种情况发生之后市场都出现了较大幅度的上涨,这意味着每次市场跌到这个位置都代表了市场过于悲观的情绪,股票价值出现了大幅折扣。

其次,笔者认为中国仍处于持续成长期,并不存在进入中等收入陷阱以及日本衰退二十年的可能性,经济从高速增长步入高质量发展阶段,供给结构的自我调整,可以让全社会资本开支更有效,优势企业有望迎来更低风险的扩张期,这有可能带来优势企业长期自由现金流大幅高于净利润的状况,这对长期投资者来说可能是巨大的奖励。

第三,政策可能会长期友好。中国经济潜在增速可能面临一个五到十年期的下行过程,在这种情况下,笔者预期货币政策以及财政政策都会长期友好。

第四,存量货币寻找投资方向。对比地产和债券,优秀企业的股票不仅有资本利得收益还有现金分红收益,而地产如果进入长期下行期,资本利得收益将会大打折扣,而租金回报也很低的可怜,而如果经济不陷入衰退,债券收益率也很难和股票媲美,而中国巨大的货币存量,会将资本诉求更多的表达到股市上。

第五,改革带来长期制度红利。从减税降费,到国企改革的持续推进,中国经济的活力将会被激活,竞争摩擦的减少以及消费者在减税后获得的真实收益,都会提升经济长期增长的质量。

第六,A股市场的国际化改革。随着A股市场国际化,定价机制以及治理要求也都会越来越国际化,而国际化往往是不可逆过程,投资者结构的改变会推动国内投资者的成长以及企业的成长,投资者利益最大化会越来越成为市场未来的核心诉求。

因此,笔者认为,以上六个方面将对中国资本市场产生深远的影响,也有可能为A股投资者带来长期的历史性机会。面对历史性机遇,做足功课,去发掘拥有足够宽、足够深、不容易被跨越护城河的企业,并与时间做朋友,与这样的企业共同成长,将更有机会获取长期超额回报。

科创板有利 产业经济转型升级



□南方基金 茅炜

我国传统经济增长动能逐渐放缓,经济总量和结构遇到瓶颈,如何能够突破增长瓶颈,打破中等收入陷阱?一靠科技创新,二靠提升国内自主消费。笔者认为,推出科创板,有利于提升直接融资比例、支持科技创新型公司高速发展,并助推产业经济升级转型。

目前A股传统经济市值占比明显比发达市场要高,A股前三大行业是金融、工业、能源。而美股前三大行业是科技、金融、医药。想要实现经济持续发展,一定是要在科技、医药、新材料等行业实现突破。而科创板主要投资于:电子、医药、通信、计算机、汽车、军工、机械、新能源等高端制造创新方向。

科技行业本质是三个周期的叠加:创新周期、经济周期、库存周期。创新周期决定了行业属性,由供应创造需求,在不断创新下,产业趋势能够助力龙头公司达到快速增长。创新周期有一定能力平滑经济周期和库存周期。

从近到远,一个重要考虑方向是5G到互联网、再到人工智能。通信投资从成长到周期的过程,5G是下阶段非常重要的投资增量,而且确定性非常强,大家也可以把它叫做新的基础设施建设,过去20年,提到基础设施建设,就是铁路、高速公路。5G就是信息高速公路,可以看到从2020年开始这一个投入非常大。消费电子基本是5年一个周期,下一个5年基本属于物联网设备的天下,5G为物联网运用提供了非常好的跑道,随着大数据、人工智能、5G物联网、云计算这样一些相关技术的成熟,社会就会有希望进入一个精准数据的时代。

从泛数据时代向精准数据时代转变,最终可以实现从区域被动管理到全局主动管理的升级,极大提高我们的劳动生产效率。2019年短期可以看到5G的基站。折叠屏,平板电视、平板消费电子是一个增长曲线走平的过程。PC端服务器、计算类趋势仍向上,工业、医疗、能源、航天2019年增长曲线也在走平,AI和互联网在2019年基本上处于萌芽的状态。5年之内能够看到5G手机、AI的广泛运用,汽车将呈现非常明显的电子化趋势,工业、医疗、能源、航天这些领域都将会大量引入物联网的运用。最后,AI和物联网我们可以看到非常明确的人工智能痕迹。

2018年下半年以来,医药行业利空比较多,但是笔者依然看好创新生物医药,第一,医保控费倒逼,如果长期做仿制药,对医疗企业没有很好的盈利空间。第二,供给侧结构的影响。中国的老龄化催生了医保控费,会影响医药行业整体增速,从而倒逼企业转型升级。临床实验数据,仿制药一致性评价和新药的优先审评这些政策都引入了供给侧改革,会推动药品去突破研发的壁垒。第三,资金的关注,基本上可以解决新药研发的后顾之忧。细分领域的专科药是我们比较看好的方向。此外,还包括连锁药店等。

今年以来,A股很多创业板公司涨幅已经较大,如果此时科创板上市,估值是否还具有吸引力,对此笔者认为,如果把计算机、通信、电子、传媒这4个行业拉开来看,基本上仍处于2014年以来历史低位区间。目前来看,其估值还是在中位数以下。科创板上市有利于目前A股整体科技股估值提升。

科创板个股估值考量的因素很多,仍然可以预测企业未来的现金流,但可能波动比较大,更多看的是行业空间,包括商业模式是否有盈利的可能性,或者稳定盈利的方式。而短期盈利水平,并不是需要特别关注的。如何确定一个非常好的估值水平?每个行业有不一样的选择,比如医药,尤其对于创新药来讲,会看他的研发管道,包括每一个创新药在研发管道当中所处的地位,这个创新药未来的市场空间,包括创新药在市场当中相对的竞争优势,从而预计这些创新药正式推出以后大概的盈利空间,然后做一个贴现估值,可能会给一个比较高的贴现比例,因为不确定性较大。