

瞭望驿站

文·吴家明

美股也在“去杠杆” 全球资金涌入货币基金



据海外媒体报道，纽约证交所的数据显示，在经历了8月份的市场动荡后，美股市场保证金负债量已较4月份的历史高点回落6.7%，从超过5000亿美元回落至4730亿美元。据悉，保证金负债量是指股票买家向经纪人借入的资金量，这一数值越高说明整个系统的杠杆越高，也意味着潜在风险越高。

当前，美股市场的这种杠杆回落，究竟是一种健康回调还是会带来实质风险？

金融博客 Zerohedge 的报道指出，在过去15年时间里，美股市场保证金负债量出现过4次从高点回落至至少6.7%的情况，分别是在2000年4月、2007年8月、2010年5月以及

全球股市三季度的表现都不大好，美股也不例外。美股市场也在经历“去杠杆”的过程，更让投资者担心美股牛市的未来。

2011年8月。前两次市场出现的回调变成了长期的下跌，市场随即进入周期性熊市。而在后面两次，尽管保证金负债量回落也伴随着市场回调，但并未出现持续性下跌。有分析人士表示，尽管难以判断近期保证金负债量回落是否是长期下跌的开始，一旦市场重演2000年和2007年的那一幕，后果将是十分可怕的，隐藏在高风险下的巨大潜在风险，将变成巨大的实质风险。

最近，美股市场的表现也有点不尽如人意。截至目前，标普500指数三季度整体跌幅扩大至6.4%，或将创下近4年来最大单季跌幅。现在，标普500指数较其5月份创下的历史收盘高点2130.82点已下跌近10%。

对于美股的未来，美联储的货币政策起到关键性作用。美联储主席耶伦上周表示，美国

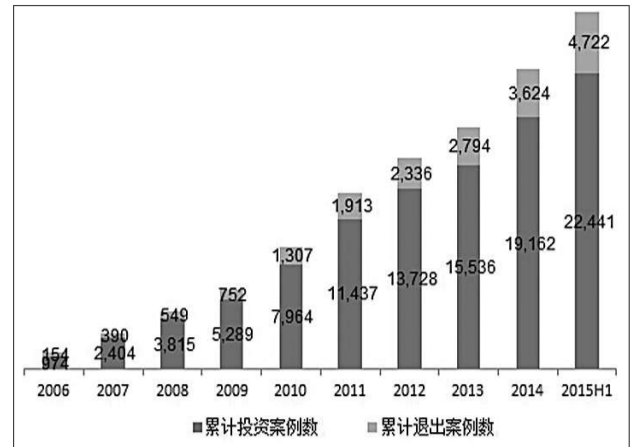
经济前景普遍显得稳固，海外经济增长疲软的迹象还不足以影响到美联储的政策。耶伦预计，美联储将于今年晚些时候加息，令市场对美联储的货币政策路径更加明晰。受此影响，欧洲股市上周五大涨近3%。

美联储年内加息也再次获得经济数据的支持，美国商务部近日公布的数据显示，二季度美国国内生产总值年化环比增长3.9%，好于市场预期的3.7%。

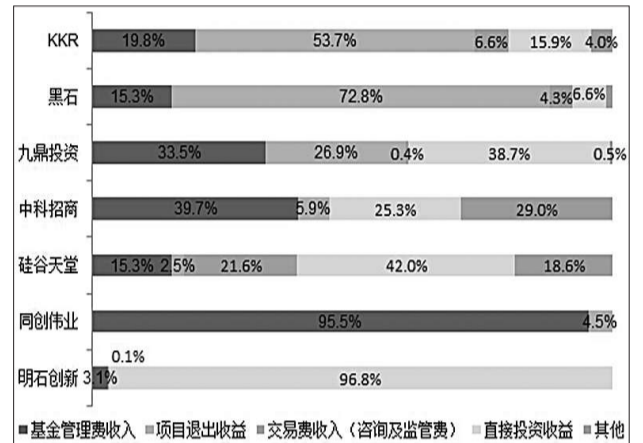
此外，投资者依旧对全球市场保持谨慎态度。美银美林与EPFR Global发布的报告显示，截至9月23日的一周，全球投资者向货币基金净投入170亿美元，使此类资产的吸引力25年来首次同时超过债券基金和股票基金。数据显示，全球股票基金净流出资金33亿美元，债券基金净流入资金4亿美元。

图说市场

2006—2015H1 天使、VC、PE 累计投资与退出安全数量对比



2014年国内外主要投资机构收入结构对比



数据来源:清科集团

个税改革这盘棋怎么下？

文·何雨欣 侯雪静



近一段时间，伴随着财政部屡次公开提及“研究个税改革方案”，个税改革话题再次引起关注。“综合与分类相结合”一直是个税改革的目

专家：改革“正当其时”

不久前，财政部在介绍“财政支持稳增长的政策措施”中，提出了下一步财政政策措施建议，其中包括加快税制改革，并再次提出研究出台个人所得税改革方案。

虽然只是只字片语，并限于“研究”阶段，但对于大众关注的个税改革，却是近些年来在官方文件中少有提及的。

事实上，去年底，财政部部长楼继伟在全国财政工作会议上列出的改革“清单”中，就已经包括“抓紧推进综合与分类相结合个人所得税改革

标，而破釜沉舟的个税改革的聚焦点就在于路径。做好这项牵一发而动全身的改革，所带来的效果将是事半功倍的。

相关工作，研究提出改革方案。”

今年6月底，楼继伟在向全国人大常委会作2014年中央决算报告时又提出，下一步，将研究提出个人所得税改革方案。

对于在这个时期提出个税改革，业内人士认为“正当其时”，研究个税改革方案与当前改革的整体部署相匹配。很多改革联动都需要个税改革作为支撑，比如更为宏观的收入分配制度改革等，而以“出台研究方案”迈入目前改革的第一步，也体现出顶层设计对系统把握的深意。

确立个人税号制度的法律地位

我国个税改革的目标定位于“综合与分类相结合”，这一目标的确定可以追溯到上个世纪90年代中期，迄今已跨越了“九五”“十五”和“十一五”规划（计划），并写入“十二五”规划，这说明个税改革是一块难啃的“硬骨头”。

长期以来，我国的个税制度一直局限于分类计征，没有实现综合计征的原因是多方面的，其中之一在于我国征收管理体制主要基于增值税、营业税等间接税的征收，而作为一个典型的直接税，个税的综合计征需要个人信息平台的建设、配套的法律制度支撑，投入成本较高，涉及的相关改革也较多。

值得注意的是，在今年个税改革屡屡提及的同时，《税收征收管理法修订草案（征求意见稿）》2月已在国务院法制办征求意见截止。这

份意见稿明确了纳税人识别号制度的法律地位，并将会根据征求意见情况，适时提交全国人大完成立法程序，届时我国的税收征管体系将发生质的变化。

在收入多元化的今天，只有人人有了个人税号，个人的纳税信息才能归集到一块，不再是碎片化的，才可以综合计算一个人、一个家庭的收入情况与税率水平，个税的科学征收才有更好条件和基础，才能最终实现个税调节收入分配的功能。

“一直以来，我国税制改革的主要方向就是提高包括个税在内的直接税比重，这关系到重塑收入分配的基本格局。”社科院财经战略研究院税收研究室主任张斌说，个税改革很大程度上影响着税制改革的全局，个税能够鲜明体现税收的累进性，有效保证税制公平。

重大且复杂，可以预见难一步到位

楼继伟说，我国个税制度会考虑家庭负担情况计入抵扣体现公平；股息、分红等部分收入将实行综合计税，同时会优化税率结构，高收入者多缴，中低收入者少缴或免缴。

上海财经大学教授胡怡建说，个人所得税是调节收入分配的税种，改革的目的是要高收入者多缴税，中低收入者税负总体上保持不变，在这一前提下提高个税在所有税收当中的比重，完善税制结构。

“但提出分类与综合相结合的个税改革目标至今已近二十年了，居民收入规模和结构都发生了巨变，复杂的现实情况对个税改革提出了挑战。”财政部财科所副所长白景明归纳出三方面的挑战：一是居民收入规模急剧扩大；二是社会各阶层收入差距拉大；三是代际间支出结构变化大。例如，2000年以后就业的人开始缴纳医疗、养老保险，住房商品化等。

胡怡建认为，成熟的个人所得税要有完整的家庭结构作为计税依据，而我国的情况是家庭边界在现实和法律上均不清晰。

张斌认为，在目前形势下，个税改革方案重点应先确定哪些列入扣除项目、扣除比例是多少，比如涉及赡养老人费用、孩子教育费用，甚至房贷等，然后再测算调整税率。“方案还要考虑与当前的征管水平相匹配，可以在明确目标的前提下，推出短期方案，此后随着征管能力提高再逐步细化。”

税制改革是一个艰难复杂的过程，特别是在我国当前经济社会发展变化巨大的当下。“个税作为显性税收，又是增加高收入群体体税收的改革，更需要改革的智慧，正如很多业内人士所说的，这是一项值得花大力气去推动的改革，带来的改革效果也将是事半功倍的。”

事实上，从个税改革的复杂程度已经可以预测，其从出台方案到贯彻到位将是一波三折的过程，考验着改革的智慧，但正如很多业内人士所说的，这是一项值得花大力气去推动的改革，带来的改革效果也将是事半功倍的。

相关阅读

个税改革历程表

- 个人所得税1799年诞生于英国，作为以“劫富济贫”为立法初衷和主要功能开征的一个税种。个税在200多年间发展迅速，目前已经成为世界各国普遍开征的一个税种。我国的个人所得税于1981年开征，征税内容包括工资、薪金所得、经营所得以及其他的各类规定的收入和报酬。
- 1981年颁布个税适用超额累进税率，同时规定了800元为个税起征点。由于当时国民收入普遍未达到800元起征点，个税主要针对外籍人士。我国的个人所得税制度至此方始建立。
- 1986年9月，针对我国国内个人收入发生很大变化的情况，国务院规定对本国公民的个人收入统一征收个人所得税，纳税的扣除额标准调整为400元，而外籍人士的800元扣除标准并没有改变，内外双轨的标准由此产生。
- 1994年，内外个人所得税制度又重新统一。
- 2005年8月，第一轮个税改革落地，其最大变化就是个税费用扣除额从800元调至1600元，同时高收入者自行申报纳税。
- 2008年3月，在个税第二轮改革中，个人工资、薪金所得减除费用标准由1600元每月提

- 高到现行的2000元每月。
- 2011年6月30日，人大常委会决定，个税起征点将从现行的2000元提高到3500元，并将工薪所得9级超额累进税率缩减至7级。至此，我国已是近五年内第三次对个税起征点进行调整。
- 财政部发布《财政支持稳增长的政策措施》，财政部表示将深入推进财税体制改革，适时推进营改增试点，推进消费型增值税改革，研究全面实施资源税费改革方案，研究个人所得税改革方案。
- 深化预算管理体制改革。制订出台全面预算公开工作意见，中央国有资本经营预算管理办法及配套政策，继续推进中期财政规划管理、盘活财政存量资金等工作，逐步扩大政府购买服务范围和规模。
- 加快财税改革。适时推进营改增试点，推进消费型增值税改革，研究全面实施资源税费改革方案，研究个人所得税改革方案。
- 积极推进行政体制改革。研究提出理顺中央与地方事权和支出责任划分的指导意见。此外，开展国有资本运营公司和投资公司试点，积极支持投融资、农业、养老、教育、科技、金融等重点领域改革。

金融市场

保监会：放开分红型人身保险预定利率

保监会消息，经国务院批准，分红型人身保险费率政策改革将于2015年10月1日正式实施，分红型人身保险预定利率上限将完全放开。

预定利率由市场供求关系自主确定

保监会于2013年8月启动了人身险费率市场化改革，建立起了符合社会主义市场经济规律的费率形成机制，明确了“普通型、万能型、分红型人身险”分三步走的改革路径。经国务院批准同意，中国保监会分别于2013年8月和2015年2月实施了普通型、万能型人身险费率改革工作，完成了改革的前两步。分红型人身险预定利率上限的放开，标志着人身险费率形成机制完全建立起来。

人身险费率市场化改革的整体思路是“放开前端、管住后端”，实质是：将前端产品定价权交还保险公司，产品预定利率（或最低保证利率）由保险公司根据市场供求关系自主确定；后端的准备金评估率由监管部门根据“一揽子资产”的收益和长期国债到期收益率等因素综合确定，通过后端影响和调控前端合理定价，管住风险。中国保监会按照人身费率改革思路，沿着改革“路线图”，稳步推进第三步费率改革，是保持费率政策

连续性和稳定性的需要，是坚持市场取向的需要，是中国保监会有序推进改革的工作要求。

保监会负责人介绍，普通型和万能型人身险费率政策实施以来，政策运行平稳，社会反响良好，风险有效控制，改革成效明显。一是产品供给丰富。自人身险费率改革以来，备案、审批的普通型、万能型费率改革产品明显增加，产品差异化逐步显现，满足个性化消费需求的产品更加丰富。二是产品价格回落。改革后普通型人身险主流产品价格平均下降20%左右，万能型产品价格也在保障程度提高的前提下保持平稳，消费者从改革中得到了实惠。三是业务快速增长。2014年普通型人身险保费收入同比增长265%，增速较改革前翻了近三倍。目前普通型人身险已占人身险保费收入的34%，超过改革前近26个百分点；2015年3—6月万能型人身险同比增长66%，占人身险保费收入的22%，较改革前提升了5个百分点。四是风险有效防范，新老产品平稳过渡。

在谈及分红型人身保险费率政策改革的主要内容时，保监会负责人指出：一是形成市场化定价机制。在放开前端的同时管住后端，要求分红险责任准备金评估利率不得高于3%与预定利率的较小者，同时要求预定利率超过3.5%以

上的分红产品报保监会审批。二是提高风险保障责任要求。分红保险死亡保险金额提高至已交保费的120%，最低保障要求与万能险持平。三是提高最低现金价值水平。改革后分红保险产品首年最低现金价值较原来普遍提高20%以上，有助于保护消费者利益，减少投诉纠纷。四是健全红利核算管理机制。形成了行业较为统一的分红险盈余计算方法，建立了红利分配约束机制，强化了账户独立性要求。五是提高分红保险的透明度。要求保险公司强化分红保险信息披露，增强红利演示水平的合理性，同时加强外部审计。

超过3.5%的分红险产品需审批

据介绍，本次改革是寿险费率政策改革收官的一步，是保险行业市场化改革的重要组成部分。改革将继续释放人身险费率政策改革的红利，有利于保护消费者利益，完善寿险费率形成机制，促进保险业持续健康发展。一是有利于保护消费者利益。改革将打破过去管制条件下的价格保护，激励保险公司创新产品和服务，向市场提供优质价廉的保险产品，实现产品的多样化、服务的贴心化和企业的差异化，更好地满足

客户需求。二是有利于健全市场化的费率形成机制。保险公司自主经营、自主定价，监管部门重点管控风险，市场与监管的关系更为顺畅。三是推动保险公司改进经营体制机制。改革将使不同市场主体经营能力的差距显性化，让优秀保险企业脱颖而出，同时倒逼落后公司改进体制机制，提高经营管理水平，通过市场的优胜劣汰机制提升保险行业的整体竞争能力。四是有利于服务民生建设和经济发展。

改革后，保监会将主要从以下三方面防范恶性竞争风险：一是强化偿付能力监管约束，遏制恶性竞争风险。改革方案在放开费率管制的同时严格了准备金要求，大幅抬高恶性竞争风险，对提供过高保证利率或结算利率的市场行为均有严厉的后端约束，进而降低偿付能力充足率。保险公司出现偿付能力不足，监管部门将及时采取监管措施。在此规则下，保险公司必须“有多大本钱做多大生意”，恶性竞争行为将受到遏制。二是采取差异化的条款费率监管措施，防范公司开展恶性竞争。为防止非理性的价格竞争，保监会将对相关分红保险产品实行分类管理，预定利率超过3.5%的分红险产品需经过保监会审批。三是强化高管人员监管，对保险公司的相关责任人实行责任追究制，严惩恶性竞争行为。（姜晨怡）

资本市场

政策性金融助力企业“漂洋过海”

对于一些企业来说，“漂洋过海”几乎是必然选择。而“走出去”的最大困难之一就是缺钱。

在非洲，中国江铃汽车集团生产的卡车占据着较高的市场份额；在欧洲，晶科能源有限公司的光伏产品很受市场欢迎。而与此形成巨大反差的是，在国内，这些企业面临融资甚至供大于求的残酷现状。

从海外转战海外，政策性金融给企业解决投资资金短缺、提升市场份额等发挥了重要作用。

“海外投资前期资金压力最大。境外银行融资价格尽管不高，但由于它们对中国企业缺乏了解，企业特别是民营企业贷款很难。”晶科能源CEO陈康平说，2015年公司在马来西亚投资建设的太阳能电池组件和电池片生产线，仅一期项目投资就高达1亿美元，最后中国进出口银行的6000万美元贷款为其解决了资金瓶颈。

商务部统计数字显示，今年前7个月，我国对外非金融类直接投资635亿美元。其中，我国企业对“一带一路”沿线国家的直接投资额达73.9亿美元，同比增长高达58.5%。企业加速走出去的背后，处处可见政策性银行的身影。

陈康平坦言，国内光伏行业的“寒冬”仍未过去，大部分企业还在亏损状态。但到马来西亚等“一带一路”沿线国家投资设立生产基地，可以合理规避贸易壁垒，极大提升企业在国际市场的竞争力。由于进出口银行的支持，晶科能源从海外设厂到海外电站开发，已经实现连续6个季度盈利。“我们现在最需要境外投资贷款支持，特别是中长期贷款支持。”陈康平说。

同样受益的还有江铃汽车。“在非洲等海外市场我们采取了‘薄利多销’的销售策略，在融资需求上也就更追求低成本。”江铃进出口公司财务总监孙晓泉告诉记者，政策性银行不仅融资成本更低，更宝贵的是在流动性紧缩或市场拿钱很难的时候，政策性银行不抽贷惜贷，依然提供稳定的信贷支持。

为了让江铃汽车在海外卖得更多更好，进出口银行江西省分行一次性给予100亿元综合授信，并注入9亿元政策性高新技术产品出口卖方信贷和3亿元进口信贷资金。用进出口银行江西省分行行长郑丽的话说，这是一套支持企业“优胜劣汰”的组合拳。

“进出口银行提供的进口信贷和出口信贷为我们解决了大问题。政策性出口信贷大幅降低企业财务成本；进口信贷的大量注入更是增强了企业购买原材料尤其是高端材料的议价能力。”孙晓泉表示，得到进出口银行支持后，企业进出口总额增长超过了30%。超过100个，基本集中在非洲、拉丁美洲以及部分新兴市场国家。其中，非洲的汽车消费才刚刚起步，对轻卡、皮卡等车型的需求很大，是一片非常广阔的市场。

据郑丽介绍，以国际产能合作为主要内容的境外投资，特别是“一带一路”沿线布局项目，目前已成为进出口银行重点支持的领域。根据国家要求，进出口银行出台了出口买方信贷融资政策，即以境外进口方为融资主体，为境外进口方进口企业产品解决资金需求，这样企业可以不掏一分一厘，就能实现产品出口和降低资产负债率等多重目标。

据统计，进出口银行江西分行自2013年成立以来，支持外贸贷款余额就翻了番增长至134.21亿元，其中每年新增贷款的50%以上用于解决企业进出口贸易生产资金。而整个进出口银行仅2014年至2015年6月，在“一带一路”沿线国家已签订项目300多个，累计签约金额超过2300亿元。（据新华社）