

## 当政策遭遇约束

### ——2019年秋季宏观经济展望

宏观深度

◆**经济增速尚未见底，背后既有结构性问题，也反映政策面临约束。这些约束具体体现在哪些方面？经济增速的底线在哪里？近期政策会做什么？如何“破局”？**

◆**货币的约束在于“放水”三条路不甚通畅，而信用的约束在于今年上半年私人部门杠杆再创新高，信用大幅扩张会增加金融风险。**今年广义货币的扩张主要是通过准货币拉动，而基础货币则同比下滑，其主要原因在于三条“水路”（外汇占款、给私营部门信贷、给政府部门信贷）不甚通畅。一季度房地产边际放松导致私人部门杠杆率在经历几个季度下行之后反弹，金融风险上升。这种情况下，信用扩张受到限制。

◆**今年减税降费规模超乎预期，但是财政减收、乘数下降，减税降费改善了居民收入与企业盈利，但对消费和投资的促进不甚明显。**今年减税降费近2万亿，上半年完成60%，但减税多的家庭也是杠杆相对较高的家庭，企业增值税下调和社保降费力度空前，定价权越强的企业受益越多。2018年税费负担下降越多的规模相对偏小的企业，财务费用也相对较高。部分家庭和企业可能会把减税降费节省的资金用来还债而非进行消费或投资。

◆**财政增支的乘数也有所减弱，基建投资增速弱于预期。**收益类基建占总体基建投资金额不足20%，虽然融资不是问题，但随着规划逐步完成以及空间逐步收窄，增速逐步放缓。而占基建投资金额80%以上的公益类基建投资的事权主体多为地方政府，为防范金融风险，去年以来地方财政纪律规范带来财政乘数显著回落，而财政对基建支出的增加并未能抵消乘数下降对基建的拖累。总体基建资本金乘数从2017年的8倍下降到2019年的7倍，其中市政、道路、园区建设等公益性项目受影响较大。

◆**经济增速的底线取决于就业和金融风险，就业压力尚不大，但金融风险不得不防。**劳动力人口“新增”变“新减”，滴滴、快递、外卖等新兴服务业创造大量就业机会，总体就业压力不大。美国经验显示金融周期高点之后银行坏账容易上升，中国金融周期见顶转向，金融风险不得不防。近期包商银行、锦州银行事件虽是个案，但是如果经济增速超预期下行，金融风险暴发的可能性就上升。由于金融风险易传导，在贸易摩擦未见缓和的背景下，维持一定速度的经济增长仍然必要。

◆**短期内可能通过专项债发力稳增长，利好基建，但政策“破局”还在于回归“紧信用+松货币+宽财政”的组合，当前的政策已经走在正确道路上。**一个可能是提前下发部分2020年专项债，放宽专项债可做资本金的比例，并扩大专项债使用范围，这将利好基建。9月中旬的降准除了支持实体企业之外，如果部分资金用以配合专项债的发行，就是货币配合财政的典范，既防止了私人部门信用扩张，又实现了稳增长的目的，合情合理。

#### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebsecn.com](mailto:huangwenjing@ebsecn.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebsecn.com](mailto:guoyb@ebsecn.com)

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebsecn.com](mailto:zhouzipeng@ebsecn.com)

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)  
021-52523806  
[liuzn@ebsecn.com](mailto:liuzn@ebsecn.com)

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebsecn.com](mailto:dengqiaofeng@ebsecn.com)

#### 联系人

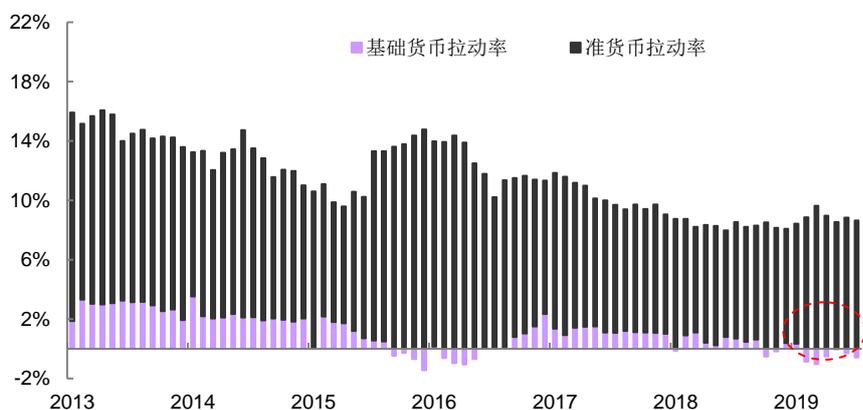
郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebsecn.com](mailto:zhengyc@ebsecn.com)

经济增速尚未见底，背后既有结构性问题，比如人口问题、贫富分化问题，也反映了政策面临约束问题，对经济增长的支撑有掣肘。虽然中国金融周期触顶下行，但地产价格仍维持高位，货币与信用要在稳增长与防范金融风险之间取得平衡。另一方面地方政府隐性债务规模较大，对政府债务的治理导致财政扩张乘数出现下降。那么，这些约束具体体现在哪些方面？经济增速的底线在哪里？近期政策会做什么？如何“破局”？

## 货币与信用约束何在？

今年广义货币 M2 的增速主要由准货币带动，而基础货币同比则出现负增长的状态，对广义货币增长形成了拖累（图 1）。过去几年，只有 2016 年基础货币出现收缩，但与今年不同的是，2016 年准货币大幅扩张，准货币对应的主要是信用扩张，说明彼时货币虽紧，但信用扩张未有约束。而今年基础货币收缩的同时，准货币也没有大幅扩张，似乎也有约束。那么，基础货币与信用扩张约束何在？

图 1：广义货币主要由准货币拉动



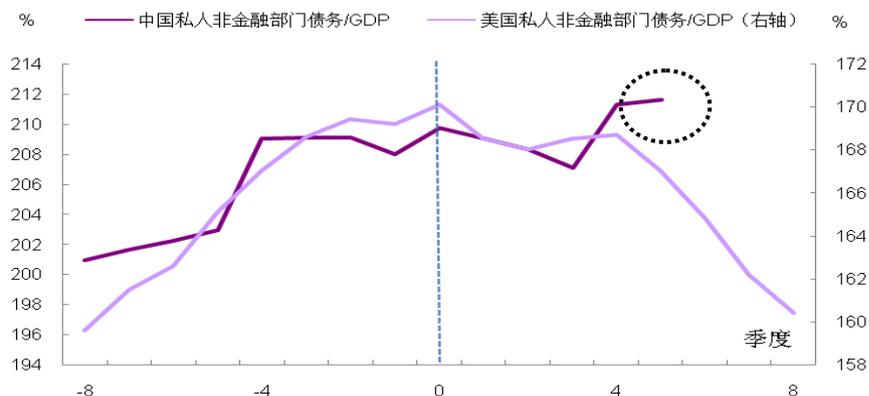
资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2019 年 7 月

如果把投放基础货币通俗地比喻为“放水”，那么央行“放水”有三个途径：一是通过外汇占款方式，二是通过给私营部门信贷方式，三是通过给政府信贷的方式。但在当前的政策环境下，三条“水路”均不畅通。

首先，经常账户与 GDP 之比趋势性下滑，今年上半年为 0.4% 左右，通过外汇占款发放货币已经不现实。其次，在经济增速下行过程中，银行风险偏好下降，加上贸易摩擦未见缓和，金融机构对制造业融资的积极性不高。与此相反，在房价仍然比较高的情况下，银行还是把房地产当作优质资产，仍然有对房地产放贷的冲动。为防止资产泡沫风险上升，政府加强了对地产融资的管制，无论是开发贷、还是债券融资和非标融资，均呈现下滑的态势，通过给私人部门信贷的方式“放水”受阻。第三，虽然今年财政赤字率上升，但是财政方面从央行融资仍然非常有限。

而随着今年一季度私人部门杠杆率逆转，信用扩张也面临约束。图2对比了中美两国金融周期<sup>1</sup>高点前后几个季度的非金融私人部门杠杆率的变化。美国金融周期于2008年见顶，此前8个季度私人部门先加杠杆，再稳杠杆，金融周期见顶之后的第四个季度开始去杠杆。中国金融周期于2018年见顶，此前也是先加杠杆后稳杠杆，但是到了今年一季度杠杆率逆转，创历史新高。这种情况下，信用如果再大松，金融风险就会上升。

图2：中美金融周期顶点前后私人部门杠杆率



资料来源：Wind，光大证券研究所。

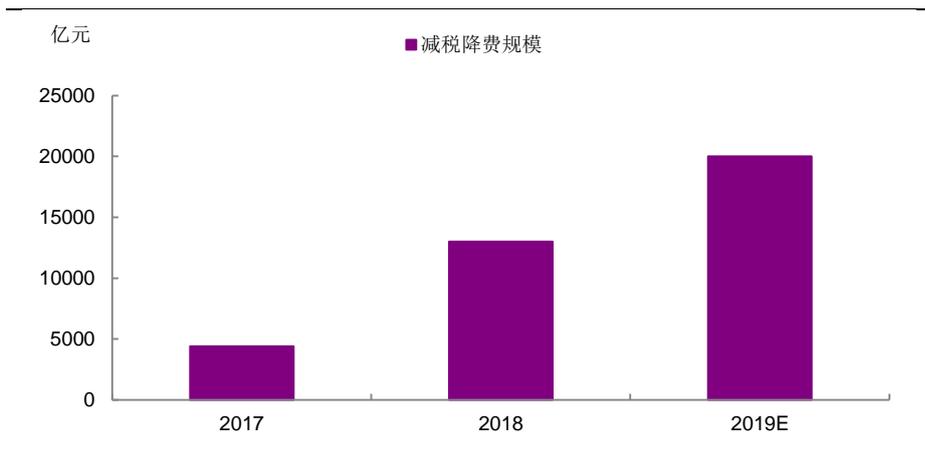
注：横坐标0代表金融周期拐点。中国数据的时间段为2016-2019年1季度，美国数据的时间段为2006-2010年。

## 财政乘数为何下降？

今年财政政策在两个方面发力，即供给端“减税降费”，和需求侧增支支持基建。从供应端来看，今年“减税降费”规模不可谓不大。2017年和2018年分别“减税降费”4000亿和1.3万亿，2019年“减税降费”目标为2万亿（图3），根据国家税务总局数据，2019年上半年“减税降费”1.17万亿，完成全年减税降费任务的59%。但今年“减税降费”对消费和投资的促进作用并不明显，财政减收的乘数似乎下降了，原因何在？

<sup>1</sup>我们使用国际清算银行的方法估算主要经济体的金融周期。通过对实际信贷、信贷对GDP的比例以及实际房价指数分别提取周期项，然后取平均值获得度量金融周期的指数。

图 3: 2017-2019 年减税降费规模

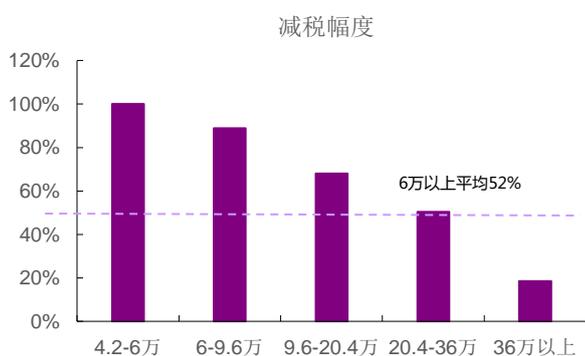


资料来源：财政部和国家税务总局

**减税改善居民的可支配收入，不同收入家庭受益幅度不同。**2018 年 10 月起，个税起征点由 3500 上调至 5000 元，2019 年 1 月起开始实行 6 项专项附加扣除。今年前 7 个月个税累计同比下滑 30%。我们估计 2019 年个税的减税规模约在 3200-4000 亿元。但在总量大幅减少的背后，个税的减免具有结构性的差异。对年个人所得 4.2 万（月收入 3500 元）以上的不同收入群体而言，收入越低、减税幅度越高。年收入在 4.2-6 万的个人，减税幅度高达 100%，而 36 万以上的人群减税幅度为 19%（图 4）。

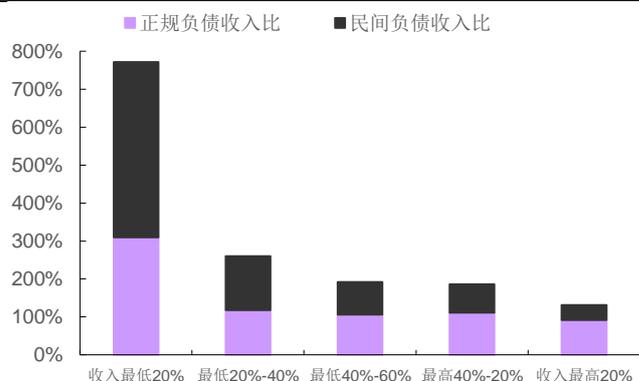
**减税多的家庭似乎也是杠杆率较高的家庭，减税所带来的可支配收入可能多被用于偿还债务，从而降低了减税对消费的刺激作用。**根据中国家庭金融调查与研究中的数据，收入最低 20% 的城镇家庭，2017 年正规负债收入比为 310%，民间负债收入比为 462%，家庭总负债超过当年收入的 7 倍（图 5）；而收入最高 20% 的城镇家庭，其正规的负债收入比仅为 92%，民间负债收入比仅为 39%，家庭总负债仅略微超过当年收入。负债结构的差异可能使得增加的可支配收入更多地用于偿还债务，而非用于消费。

图 4: 收入越低，减税越多



资料来源：甘犁，《个税专项扣除比提高起征点更有深意》，2018 年 10 月。

图 5: 减税多的人群可能也是杠杆相对较高的人群



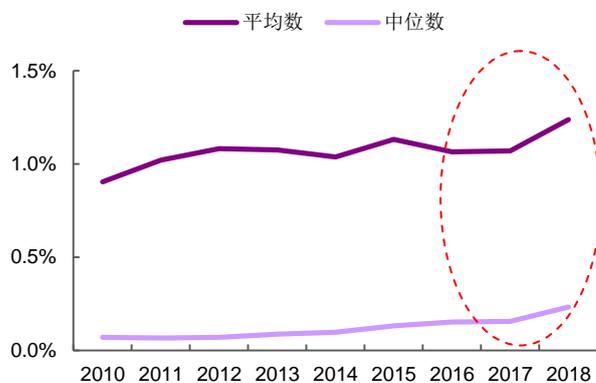
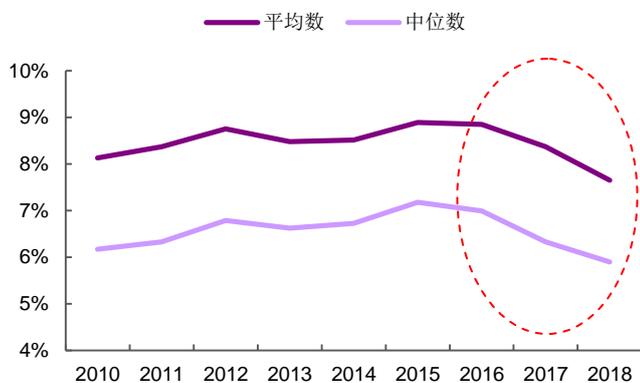
资料来源：中国家庭金融调查与研究。注：时间为 2017 年。

**再从企业端来看，减税降费是否会促进企业投资呢？从 A 股 3000 多家上市企业来看，近两年上市公司税费负担总体降低。**一方面，A 股 3000 家上市公司支付的各项税费与经营活动现金流出小计之比在 2017、2018 年连

续下降：2016-2018 年的平均数分别为 8.8%、8.4%、7.7%；中位数分别为 7.0%、6.3%、5.9%（图 6）。另一方面，收到的税费返还与经营活动现金流入小计之比在 2018 年上升：2016-2018 年的平均数分别为 1.1%、1.1%、1.2%；中位数分别为 0.15%、0.16%、0.23%（图 7）。

图 6：支付的各项税费与经营活动现金流出小计之比

图 7：收到的税费返还与经营活动现金流入小计之比



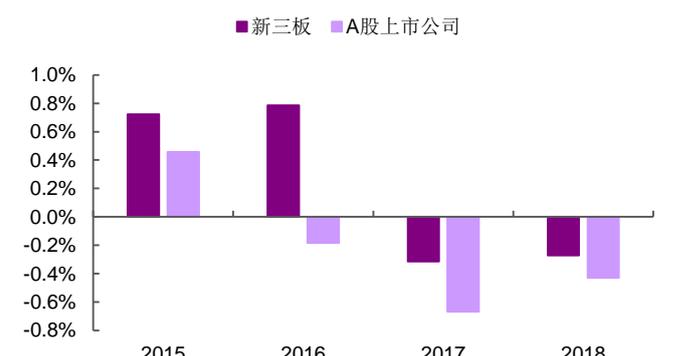
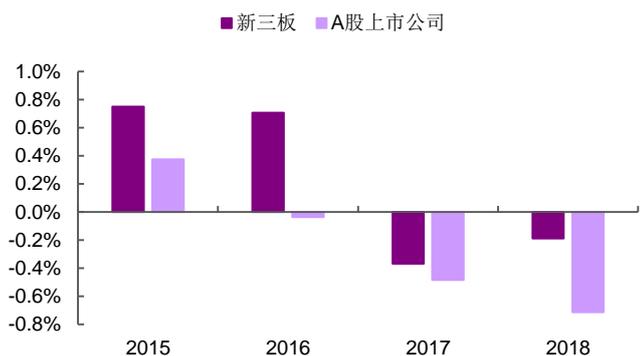
资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

但小公司的减税降费的获得感可能要低于大公司。对比新三板与 A 股上市公司，我们发现，新三板公司当年支付的各项税费与经营活动现金流出之比平均数和中位数，相对于上一年的降幅均小于 A 股主板上市公司。其中 2017 年当年支付的各项税费与经营活动现金流出之比平均数与中位数分别少下降 0.1% 和 0.4%，2018 年这一比例的平均数与中位数分别少下降 0.5% 和 0.1%（图 8-9）。由于新三板公司的规模相对 A 股上市公司来说较小，或许说明小公司的减税降费的获得感要小于大公司。

图 8：当年支付的各项税费与经营活动现金流出之比平均数相对于上一年的变化

图 9：当年支付的各项税费与经营活动现金流出之比中位数相对于上一年的变化

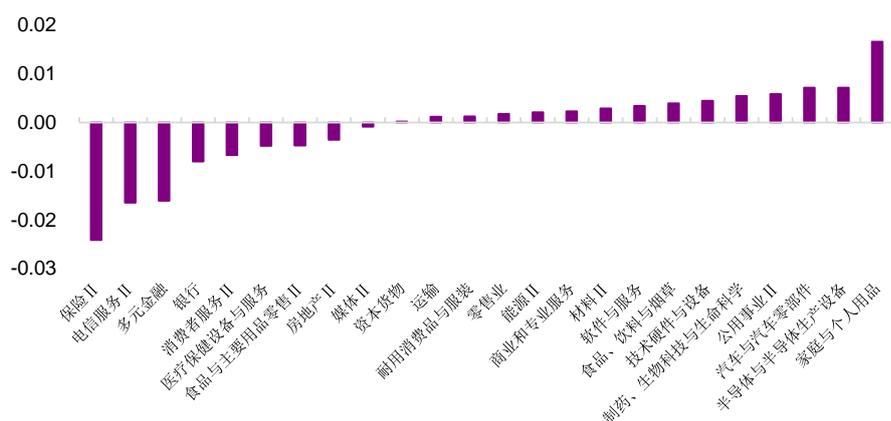


资料来源：Wind，光大证券研究所

资料来源：Wind，光大证券研究所

A 股上市公司与新三板公司的行业差异也印证了小公司的减税降费的获得感要弱于大公司（图 10）。在 24 个行业中，有 15 个行业新三板公司税负下降程度不及 A 股上市公司；在 31 个地区中，有 18 个地区新三板公司税负下降程度不及 A 股上市公司。

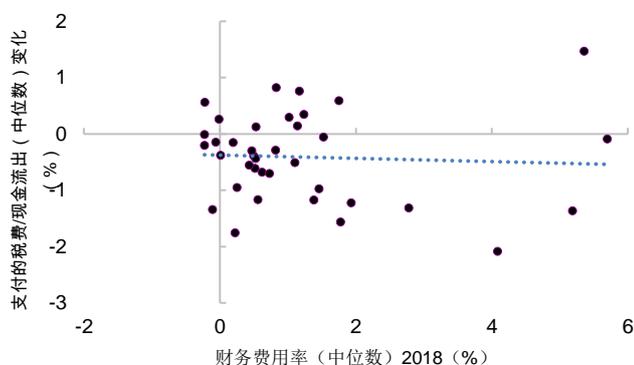
图 10: 超 60%新三板行业税负下降程度不及 A 股上市公司



资料来源: Wind, 光大证券研究所

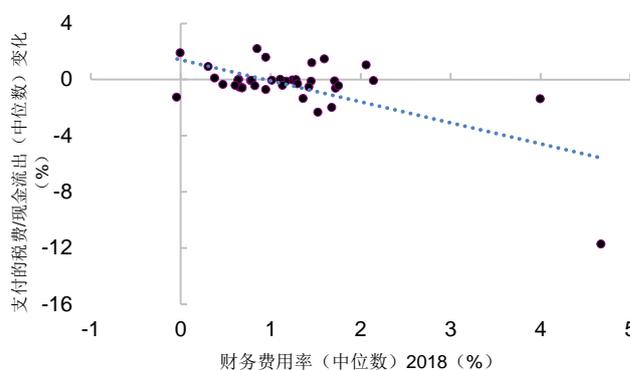
规模偏小的企业其财务费用率也相对较高,意味着这些企业可能会把减税降费省下的费用部分用来修复资产负债表而非进行投资。A 股上市公司数据表明 2018 年税费负担的变化跟财务费用率之间不存在明显的相关性(图 11),但利用新三板市场内的公司数据发现这两者负相关(图 12)。这一现象说明可能对于规模相对较小的企业,企业更倾向于利用减税增加的现金流来偿还债务。

图 11: A 股上市公司税费负担变化与财务费用



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 12: 新三板公司税费负担变化与财务费用

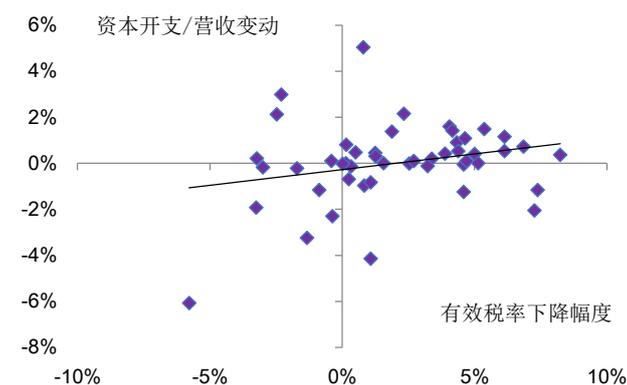


资料来源: Wind, 光大证券研究所

美国的经验也显示,杠杆率越高的企业也越有可能将减税降费所带来的现金流用于减轻企业的债务压力。这一现象在危机后的刺激政策中体现得尤为明显,在经济下行阶段,高杠杆行业资本开支对减税的弹性弱于低杠杆行业。2008 年次贷危机后,美国政府也采取了减税等财政扩张措施刺激经济,企业有效税率普遍下降。我们将美国细分行业按照负债率分为高杠杆和低杠杆两组<sup>2</sup>,发现低杠杆行业的投资随着有效税率的下降而上升,但高杠杆行业中有有效税率与投资的关系并不明显(图 13-14)。

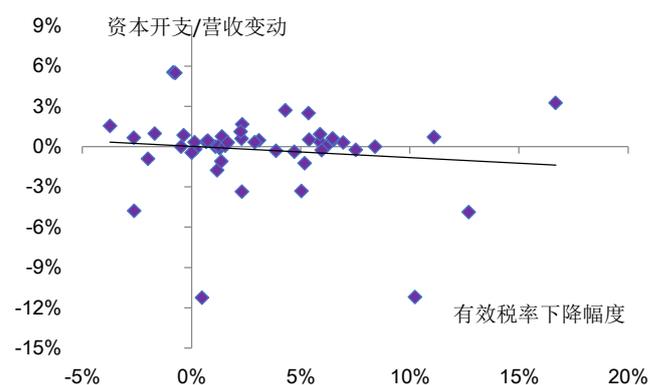
<sup>2</sup>2008 年全体细分行业负债率的中位数为 30% (按债务市值计算),我们将负债率高于中位数的行业定义为高杠杆行业,低于中位数的定义为低杠杆行业。

图 13: 美国低杠杆率行业税率变化和资本开支/营收变动



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所测算, 时间段为 2008-2009 年。

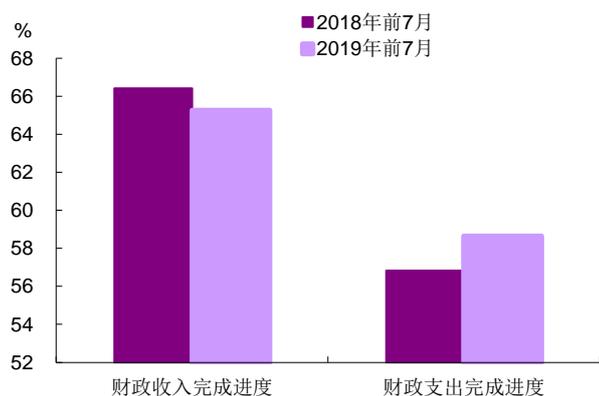
图 14: 美国高杠杆行业税率变化和资本开支/营收变动



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所测算, 时间段为 2008-2009 年。

上面主要是反映财政减收的乘数效应下降, 再从财政增支来看, 也有类似现象。今年预算内财政收入进度慢于去年, 而开支进度快于去年(图 15), 但基建投资同比增速远低于预期。2019 年 1-7 月基建投资同比增速 2.9%(图 16)。

图 15: 财政收入支出进度



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 16: 基建投资增速低于预期



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据确实反映 2017 年后财政对基建的支出乘数明显下滑(图 17), 其主要原因在于 2017 年全国金融工作会后, 为了防范与化解金融风险, 财政部加强对地方政府隐性债务监管, 并对违规举债的单位和个人终身追责, 公益性项目只能通过财政拨款建设, 而不能通过加杠杆的方式进行建设, 非标也受监管影响。2017 年基建支出乘数约为 8.1 倍, 按照今年前 7 月财政在基建领域的支出和基建整体投资情况, 我们认为 2019 年财政支出乘数或降至 7.1 倍。

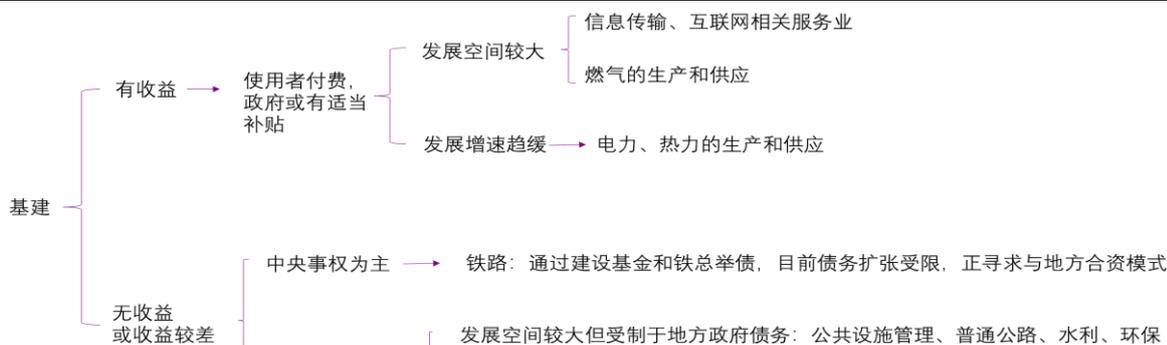
图 17：财政对基建的支出乘数下降



资料来源：Wind，光大证券研究所预测。注：计算方法为当年广义基建规模/公共财政和政府性基金（含专项债）对基建的支出

从细分行业来看，都是基建，但“待遇”有别，基建子行业投资对财政资金的依赖度差异较大（图 18）。其中，电力热力、电信和其他信息传输业对财政依赖度偏小，交通运输、公共设施管理、水利行业则对财政依赖度偏高。据此我们将基建子行业分为收益类和偏公益类两类，2017 年数据显示，两者在基建总投资规模中比例约为 17:83。而在偏公益性基建项目中，铁路建设更多体现为中央事权，而公共设施管理、环保、道路运输等行业的支出事权多归地方政府，后者投资变动对地方政府财力变动和隐性债务治理情况会更为敏感。

图 18：都是基建，但“待遇”不同



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_10164](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10164)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn