

减税预期报告之一：为企业直接减负的精准滴灌

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

相关报告：

1. 《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
2. 《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
3. 《“牛市”与宏观基本面》—2019/03/11
4. 《全球债务观察》—2019/04/12
5. 《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10
6. 《特朗普大选的隐忧：10 万条新闻大数据的启示》—2019/06/19
7. 《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18
8. 《老旧小区改造的宏观效应》—2019/07/19
9. 《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01
10. 《美国菲律普斯曲线平坦化证伪——特朗普如何结束贸易战》—2019/09/10
11. 《2.5 万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》—2019/11/10

核心观点：

大规模减税降费后，财政政策似乎陷入了“两难”的境地：一方面，大规模的财政宽松政策使得地方政府财政收支状况不断恶化，进一步制约了未来财政政策的发力空间；另一方面，逐渐增大的经济下行压力又要求财政政策发挥更大的作用。在此进退两难之时，实施“少减收，办大事”的结构性宽松政策，用精准滴灌的减税政策替代大规模减税降费更为合意，进而达到事半功倍的效果。

风险提示：警惕地方隐性债务处置的风险。

目录

一、财政政策：从“大水漫灌”到“精准滴灌”	1
二、国际视角下横向比较精准滴灌的可行性与必要性	4

图表目录

表 1 增值税税率降低对贷款利率影响.....	4
表 2 2018 年工商银行部分年报.....	4
表 3 2018 年各上市银行缴税结构.....	5

在报告《2.5 万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》中我们通过测算发现，若按今年前三季度的趋势，全年减税降费可达 2.5 万亿左右。在如此规模的减税降费政策支持下，当期居民消费并未出现大幅上升，企业投资情况亦是差强人意，而地方政府财政困难程度却有所增加。目前的财政政策似乎陷入了“两难”的境地：一方面，大规模的财政宽松政策使得地方政府财政收支状况不断恶化，进一步制约了未来财政政策的发力空间；另一方面，逐渐增大的经济下行压力又要求财政政策发挥更大的作用。在此进退两难之时，财政政策又该如何再发力？对此问题，我们在上篇报告中已经给出了一个初步的答案：制定结构性的宽松政策，用精准滴灌的减税政策替代大规模减税降费，以使财政宽松政策达到事半功倍的效果。但何谓“结构性的支出政策”，精准滴灌又该“滴”到何处？报告将试图换个角度探讨。

一、财政政策：从“大水漫灌”到“精准滴灌”

回顾全球主要经济体过往实施的宏观经济政策，一般多以货币政策为主，而货币政策又在调节总需求的过程中作用更大。发达经济体通常已处于后工业化时代，其经济结构往往是发展中国家改革的目标，因而其经济发展模式又相对固化。在经历经济滑坡时，通常更多考虑对总需求的调节。且发达经济体国家财政体量相对较弱，故而采用货币政策调节更为合意。而我国目前仍处于发展中阶段，经济结构亟待调整。在以调结构为目标的宏观经济政策选择上，财政政策明显优于货币政策。我们在报告《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》曾讨论日、韩在经济增长的长期拐点后均采用了扩张货币抬升杠杆的方法试图稳住经济增长。结果却是导致危机爆发，直至经济结构转型成功后，经济增长的下滑态势才得以稳定。货币政策往往在结构合理，经济出现周期波动时平滑经济增长更为有效。在经济下行趋势中，或在调结构过程中，货币政策的宽松则更多是加剧传统产业的无效扩张，为调结构增加阻力。相比之下，财政政策主导二次分配。不同与货币政策放水后难以控制水的走向，财政政策则是归流定投，理论上甚至可将政策细化到每一家企业。

诚然，财政政策的调结构功能，并非仅指产业结构调整。对于重生产还是重消费、重金融还是重实体等均有较好的调控效果。

1. 拉动需求还有空间么？

我国财政税收收入中，增值税占比最大，其次为所得税，两项税收占总税收收入的比例近 70%左右。是代表我国财政间接税与直接税最主要的两个税种，也是实施减税政策的主要调整方向。2019 年增值税与个税的减免本应通过降低终端产品价格以及增收两个因素同时发力，拉动内需扩张。但事与愿违的是企业大都并未采用降价，居民亦有增收留存。李嘉图《政治经济学及赋税原理》一书中表达了这么一种推测：在某些条件下，政府无论用债券还是税收筹资，其效果都是相同的或者等价的。从表面上看，以税收筹资和以债券筹资并不相同，但是，政府的任何债券发行都体现着将来的偿还义务；从而，在将来偿还的时候，会导致未来更高的税收。如果人们意识到这一点，他们会把相当于未来额外税收的那部分财富积蓄起来，结果此时人们可支配的财富的数量与征税的情况一样。同样的，诺贝尔经济学奖得主弗里德曼提出的永久收入假说也表达了类似的观点：消费者的消费支出主要不是由他的现期收入决定，而是由他的永久收入决定，因此，政府想通过增减税收来影响总需求的政策是不能奏效的，因为人们因减税而增加的收入，并不会立即用来增加消费。

两种理论虽然出发点有所不同，却能得出极为类似的结论：减税政策并不能导致居民消费的当期快速等量增加。理论的意义不仅在于解释现象，更加在于告诉我们未来的发展趋势：试图通过减税降费政策增加居民收入，进而拉动居民消费，往往事倍功半。因而未来的财政政策不该继续以拉动消费为目标，且从个税现有收入规模看，居民部门也不足以作为财政政策精准滴灌的施放领域。

2. 降成本——从供给侧推动实体投资

降成本，我们首先想到的是货币政策中的调降利率。在上文对货币政策及财政政策在经济发展不同阶段的效用对比中可以看出，目前采用货币政策除了要考虑其对调结构的逆向作用外，还要“珍惜”货币政策的可用空间。我们在报告《全球债务分析手册：审视中国的债务风险》中得到的结论是，08 年金融危机后全球经济的弱复苏伴随着债务的过高积累。为了防止债务泡沫破裂引发大萧条，全球央行“谨小慎微”的加息，并未创造足够应对下次全球性危机的货币政策空间。在不考虑负利率的情况下，我国央行的降息空间同样有限。因而，降成本还需财政定向发力。

长期来看，企业投资增速应在经济潜在增长速度附近，短期内受到企业盈利、投资回报预期和外部融资条件的影响。今年年初以来，制造业投资增速断崖式下跌，再次降

至历史低位，其中固然有政策因素的影响，但更为根本的原因还是企业投资意愿与融资能力的不足。

央行三季度货币政策报告显示，全国一般贷款的加权平均利率为 5.96%。而上市公司加权平均 ROE 为 5.5%左右。全国工业企业投资回报率约为 5.8%。从数据简单比较看，企业投资收益不足以覆盖利息成本，两者约 50bp 左右。且经济调结构中所强调的创新，更是前期大量成本的堆叠。即便有研发费用抵扣在前，也难免陷入“不敢贷，不敢做”的恶性循环。因而，为企业降成本计，仍应从直接让利企业以及调降企业融资成本两个方面着手。让利企业不应在采用增值税这种“理论好，实施难”、可能出现上游挤压下游的政策（当然若考虑税制完善以及税收负担则另当别论）。明明白白让利全产业链中的所有企业，让企业拿着开心，用着放心。调降融资成本同样考虑让利商业银行，换取贷款利率市场化背景下，商业银行的降息空间。从以上两点出发，建议减免企业所得税及商业银行增值税。

商业银行的盈利水平受到货币政策、经济基本面等多种复杂因素的影响，但这些因素并非本文所要讨论的问题，仅从财政政策层面来说，商业银行税收负担的降低会直接提升其盈利水平，从而进一步增加银行放贷意愿。同时，税率的降低意味着银行可以在相同的净息差下获取更高的收益，此举有望达到增厚商业银行利润进而降低实体企业贷款利率目的。根据我国增值税法规定，贷款利息收入增值税税率为 6%，但在实际当中，商品新增价值或附加值在生产和流通过程中是很难准确计算的。因此，中国也采用国际上的普遍采用的税款抵扣的办法。即根据销售商品或劳务的销售额，按规定的税率计算出销售税额，然后扣除取得该商品或劳务时所支付的增值款，也就是进项税额，其差额就是增值部分应交的税额。

举例来说：今年三季度我国金融机构人民币贷款加权平均利率为 5.62%，6%的增值税税率意味着银行需要将利息收入的 $6\% / (100\% + 6\%) = 5.66\%$ 作为增值税上缴，贷款利息收入的实际可比税率即为 5.66%。对于银行来说，名义利率为 $5.62\% * 100\% / (100\% + 6\%) = 5.30\%$ ，也就是说，每 100 元贷款扣除增值税后银行实际得到的利息收入为 5.3 元，而当增值税税率为 5% 时，这一数值为 $100 * 5.62\% * 100\% / (100\% + 5\%) = 5.35$ 元。增值税税率的下降确实可以提高银行从贷款利息中获得的收入，下表展示了在银行实际贷款利息收入不变时，不同增值税税率对于贷款利率的影响：

表 1 增值税税率降低对贷款利率影响

增值税税率	贷款加权平均利率 (5.62%)	一般贷款加权平均 利率 (5.96%)	名义利率降低幅度 (bp)	
5%	5.57	5.90	5.30	5.62
4%	5.51	5.85	10.60	11.25
3%	5.46	5.79	15.91	16.87
2%	5.41	5.74	21.21	22.49
1%	5.35	5.68	26.51	28.11
0%	5.30	5.62	31.81	33.74

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

通过以上方法计算,增值税税率每下降 1%,理论上可以带动贷款名义利率下行 5-6bp,无异于一次小幅降息。但由于银行扩大自身利润的目的以及诸多税收抵扣项的存在,效果可能有所减弱,预计增值税税率每下降 1%大致可带动贷款名义利率下行 3-4bp。财政政策的此种精准滴灌或可起到“一石三鸟”的效果,一来财政减收规模不大,全部减免商业银行金融服务增值税,减税空间约为 1500 亿左右;二是保全了货币政策的调控空间,为未来可能出现的风险留足准备;三则降低融资成本,为实体企业实实在在减负。

仅靠降息可能仍难完全弥补企业投资收益与成本间 50bp 的差距,辅以调降企业所得税 1-2 百分点,相应减收 1500-2500 亿左右。最终达到财政“少减收,办大事”的效果。

二、国际视角下横向比较精准滴灌的可行性与必要性

现行的减税降费政策在一定程度上起到了“稳增长”的作用,但效果也并非十分理想,随着财政收支压力的加剧,财政消费与投资的预算也需要愈加地精打细算,而对商业银行进行结构性减税无疑是一个两全其美的办法。实施此种政策是否合理?报告最后一部分将通过对比国际上主要经济体商业银行的相关情况给出答案。

在给出以上问题的答案之前,首先厘清我国商业银行究竟上缴了哪些种类的税收,每种税收各自占比又有多大。以工商银行为例,作为大型国有商业银行,其业务范围在银行业内应该首屈一指,因此其所缴税收种类也应该最为全面,下表截取了工商银行 2018 年年报中应交税费部分的信息:

表 2 2018 年工商银行部分年报

单位：百万元	本集团		本行	
	2018年	2017年	2018年	2017年
所得税	84741	70644	82946	69344
增值税	8121	8923	7966	8790
城建税	767	660	749	653
教育费附加	513	462	501	457
其他	1536	1861	1178	1398
合计	95678	82550	93340	80642
所得税占比	88.57%	85.58%	88.86%	85.99%
增值税占比	8.49%	10.81%	8.53%	10.90%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

近两年来，工商银行上缴税收主要集中在所得税与增值税两部分，所得税占比超过85%，二者合计占比超过96%，远超其余税项上缴之和。事实上，对于大部分商业银行来说，所得税与增值税都占据了上缴税收的绝大部分。下表计算了2018年34家上市银行中可以查到数据的部分银行上缴各项税金的比例：

表 3 2018 年各上市银行缴税结构

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_8529

