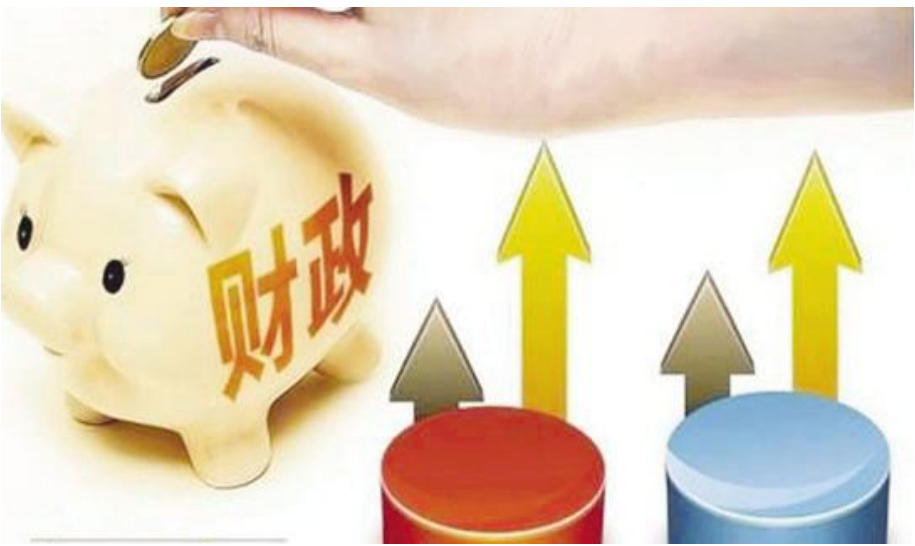




7月23日,国务院常务会议提出更好发挥财政金融政策作用,支持扩内需调结构促进实体经济发展;确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。针对前期争论激烈的财政政策是否“积极”问题,以及对上半年国家税收收入高增长与减税举措相悖的质疑,本文进行探讨。

主要观点

(1)财政政策到底是不是“积极”?对于财政政策是否积极需要从广义视角来观察,2016年,广义财政赤字率已经超过了9%,2017年虽然有所回落,也超过了5%。从这个意义上讲,财政政策很难用“不积极”来概括。

(2)今年上半年税收收入大幅增长,收入端的新变化更值得关注。对于税收高增长讨论过多次,诱发本轮税收高速增长的因素主要有两个,一是税收征管力度的加强;二是价格上涨。影响赤字水平的主要因素在收入端而不是支出端。

(3)金融与财政有着千丝万缕的联系,无法割裂税收与货币的关系。金融和房地产业是货币向税收转化的媒介。资金空转并未带动GDP,却带来了大量的税收。从这个视角来观察,实体经济方面,由于制造业增值税税率下调1个百分点,短期税基难以大幅度提升,必然减少整体税额;虚拟经济方面,伴随着货币供应量增速回落,房地产限制措施,以及金融去杠杆等手段叠加,都可能对税收增速产生制约。

前期财政政策:没有不积极

未来财政政策:只有更积极

以下是对会议的简要评述:

(1)如何理解“积极财政政策要更加积极”?首先进行明确定调,前期财政政策是积极的。因此,财政政策的大方向不会发生转变,“更加积极”侧重体现在力度上。

(2)变的是“收入端”,不变的是“支出端”。“本次会议”提出的财政政策发力点,集中在收入端,包括减税降费,扩大研发费用加计扣除,以及加快1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度,并未提及支出端。因此,从2017年以来,支出结构由支持“基础设施建设”转向支持“社会事业建设”的大趋势不会发生变化,教育、医疗、卫生、养老等社会事业,仍将是财政政策发力的重点。

(3)基建的重点在于防止“烂尾”而非“稳增长”。“本次会议”明确了基建项目的资金来

源,侧重于地方盘活存量资金。同时,“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”等政策表述,也表明政策目的并非依赖基建“稳增长”。

(4)“稳健的货币政策要松紧适度”不在总量在流向。短期来看,“保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕”等提法,有望确保整体流动性。但“本次会议”的重点在于“疏通货币信贷政策传导机制”。同时,对降准资金的流向也做出了限制,用于“支持小微企业、市场化债转股”,因此,后续货币政策的重点在于引导资金支持实体经济和协助“去杠杆”,而非简单的总量扩张。

历年财政政策力度评估:除去2014年,财政政策均“够积极”。

首先还是要看财政政策目标是什么?

如果细心观察一下近年来财政政策的相关表述,就会发现,财政政策态度始终是以“积极”来描述的。“十二五”以来,2011年强调“继续实施积极的财政政策”;2012年提出“把握好稳中求进的工作总基调”,“实施积极的财政政策”;2013年则强调“紧紧围绕主题主线,坚持稳中求进的工作总基调,继续实施积极的财政政策”;2014年进一步强调“坚持稳中求进、改革创新,继续实施积极的财政政策”;2015年提出了“坚持稳中求进、改革创新,继续实施积极的财政政策并适当加大力度”。2016年进入“十三五”之后,提出了“继续实施积极的财政政策并加大力度”,比2015年的“适当加大力度”更进一层。

比较历年财政政策的实际执行情况,发现财政政策的真正发力是从2015年开始的:2014年实际财政赤字低于预算赤字,故财政政策是名义积极,实际不积极;2015年的实际财政赤字按我们的口径计算为3.4%,超过2.4%的官方口径,可谓非常积极;2016年积极的财政政策,可以用“洪荒之力”来形容。实际财政支出如此之巨大,政府与国企和居民负债端的大幅扩张必然对应资产端的大幅膨胀,资产膨胀中的一部分是企业利润的扩张,这构成2016年企业利润回升的主要原因。

值得特别注意的是,2017年是财政政策表述发生变化的关键时点,提出了“财政政策要更加积极有效”。这个“有效”的提法,至少暗含着对前期积极财政政策的反思,特别是在财政政策观发力的部分领域、门类、地

财政政策还不够积极吗——兼论税收高增长之谜

■ 中泰证券首席经济学家 李迅雷

区,存在“无效”的部分。另外,或许也暗含着,未来财政政策的重点,不在于大幅度扩充总量,而在现有水平上注重提高效益。

与之相延续的是,2018年,财政政策的表述,进一步转变为“积极的财政政策取向不变,要聚力增效”,都表明明财政政策在“积极”的大方向下,发力的重点已经出现了明显的变化。再下一层,财政政策的具体内容,也体现出政策支持重点从“需求侧”转向“供给侧”的意图,比如在2015年之前,财政政策的发力点更加侧重“扩大需求”,“保持一定的政策刺激力度”,“保持一定的政府投资规模”,而在2016年之前,发力点则体现出了“减税降费”、“优化供给结构”等提法。

如果说上述表述,只是在一定程度上代表了政策目标和意图的话,那么财政政策的实际情况到底是否积极呢?最近的争论是从赤字率没有大幅提升来定性财政政策是否积极,但官方赤字率并非唯一标准。

中国的财政赤字历来有狭义赤字率和广义赤字率之分,狭义的赤字率是在一般公共预算收入的基础上,考虑使用预算稳定调节基金、从政府性基金预算和国有资本运营预算调入基金、动用结转结余资金等因素,2016年和2017年基本都达到了3%的水平。

如果加上城投债融资支出、政策性银行金融债融资支出、抵押补充贷款融资支出(PSL)、铁路建设债融资支出和专项建设债券融资支出后,计算广义财政赤字率,其实已经远远超过了狭义的赤字率。按照广义财政赤字率计算,2016年,广义财政赤字率已经超过了9%,2017年虽然有所回落,也超过了5%。从这个意义上讲,财政政策确实很难用“不积极”来概括。

不能以“收入端”的变化来作为

——财政政策积极与否的依据

按照“赤字=支出-收入”公式,决定赤字水平的要么是支出端,要么是收入端。个人理解,这次对财政政策讨论,的确需要考虑支出力度问题,但收入端不应被忽视。特别是本轮财政收入出现了较高增长。那为什么会出现财政收入的较高增长?占财政收入比重超过80%的税收收入发生了一些新变化,值得关注。

其实,对于税收超高速增长,已经讨论过很多轮了,早在20多年前,1994年以来,伴随着税收收入持续提速,出现“高速”增长、“超常”增长、“超速”增长、“超高速增长”等一系列名词。

本世纪头十年,也出现了一轮税收高速增长。按传统观念来说,经济决定税收,税收来源于经济,或者说,经济才是税收的源泉。但从实际情况来看,中国税收增长与GDP代表的经济增速之间,产生了一定的背离,这个背离问题以往也多次讨论过,影响税收增速的因素,除了经济因素之外,还有很多非经济

的因素,或许非经济因素是影响税收高速增长的主因。

以下就来说说税收高速增长之谜:

如果把影响本轮税收增长分解成三个部分的组成,即“增长因素”、“管理因素”和“价格因素”。“增长因素”看作是GDP增长带来的结果,增长因素在税收增长的诸多因素中应该占据主导地位;“管理因素”则主要与加强征管存在比较大的关系;“价格因素”则是由于总体物价水平的上涨,进而引发税收的增长。

首先来看“管理因素”,在现行税制的基础上,加强税收征管的力度,都会减少税收的“跑冒滴漏”,提升税收的征收率,最终会导致税收收入的增加。特别是近年开始推行“金税三期”(税收管理信息系统的简称),加强税收征管水平的力度是趋于不断提升的。

如果我们把税收增速与现价GDP增速(涵盖了价格因素)的差值,看作是税收征管力度的话,可以发现,从2017年4月以来,整个税收征管力度是不断提升的。而只要税收征管水平不断提升,税收增速跑在GDP增速前面的可能性,仍然是比较大的。

再来看价格因素,由于对外发布的GDP增速,往往按不变价格计算,而税收增速按现价计算,为了两者具有可比性,需要把GDP平减指数加入,计算下现价GDP的增速。从2016年开始,GDP平减指数见底回升,由于GDP平减指数可以被看作是总物价水平一般性的衡量指标,而当前的税收收入是“从价征收”,价格上涨必然会带动税收的提速。如果再进一步观察PPI当月同比增速后,就会发现,税收与价格增速之间的同步性更为明显。

价格上涨对税收增速的带动,还同步体现在了区域分化上。由于PPI的涨价呈现出“采掘-原材料-加工”逐级递减的态势,采掘的明显呈现出,也带动了以资源品输出为主、产业结构单一的西部省份的明显增长,2017年一般公共预算收入较2016年提速省份的前三名为山西、陕西、新疆,这都是传统的资源输出大省。

由此可以发现,诱发本轮税收高速增长的因素主要有两个,一是税收征管力度的加强,未来一段时间,税收征管力度可能持续保持在高位,仍将对税收增速形成支撑;二是价格上涨带来总收入在政府与企业部门之间的重新划分,这将取决于“环保限产”的力度,后续若有松动,在导致价格回落的同时,也将对税收增速形成负面的拉动。而伴随着支出相对刚性,要么是影响赤字水平的主要因素在收入端而不是支出端。

税收高增长:货币政策也是同谋

通过比较税收、GDP、货币供应量三者关系,可以发现,税收收入与GDP的比值,在较长时间呈现出持续上升的态势,表明税收增

速都要高于GDP的增速。而再观察税收增速与M2的比值,则会发现呈现出窄幅波动的态势。金融和房地产业则是货币供应量向税收转化的重要媒介。

2015-2016年多次降息、降准之后,流动性并未流入实体经济,反而聚集在金融和房地产业系内空转;金融业和房地产业的繁荣,并未带动GDP的增长,却带来了大量的税收。通过观察2010年到2016年,税收与GDP的比值,就可以发现,金融业和房地产业在产生单位GDP的过程中,产生税收的比例,要远远高于以制造业为代表的实体经济。

剔除掉房地产和金融业后,其他行业税收增速,早在2012年就已进入一个相对稳定的平台期,在2015年,甚至有所滑落。而与此同时,房地产业和金融业的税收收入,则持续保持较高水平。

而房地产业之所以会出现这样的差异,则有可能是由于在土地出让、房地产开发投资环节,是既产生GDP和税收,而在二手房交易中,只产生税收,不产生GDP,二手房交易越活跃,则产税越多。在金融业中,资金的空转或许也会导致产生税收但不产生GDP的类似情况。从这个视角来观察,实体经济方面,由于制造业增值税税率下调1个百分点,短期税基难以大幅度提升,必然减少整体税额;而虚拟经济方面,伴随着货币供应量增速的回落,房地产市场相关限制措施,以及金融去杠杆等手段的叠加,都有可能对税收增速产生制约。

财政应如何加杠杆?

按照三驾马车拉动经济增长的逻辑,目前固定资产投资构成中,基建投资增速回落最快,房地产投资维持高位,制造业投资企稳。因此,人们预期这次财政“放水”,应该会在基建投资上。但是,过去五年来,基建投资始终维持接近20%的高增长,基数已经很大了。这一领域终究会到投资穷尽时,故应该细水长流,否则就会陷入日本当年的境地。

回顾改革开放四十年的高增长,2007年之前是欠账式增长,就是借助人口红利,大幅度引进外资,大规模搞投资,但对于教育、医疗、养老及其他社会福利方面的投入过少,形成巨大欠量,2008年以后,为了实现保增长目标,采取负债式增长模式,全社会杠杆率水平大幅度上升。但历史遗留下来的欠债并没有偿还,随着人口的老龄化,“还债期”已经降临。

因此,大规模减税是必须的,即还富于民,尽管税收的高增长主要原因是管理因素和价格因素。而在财政支出领域,则更应该用于民生领域,如加大对于医疗、教育和社保的投入,减少基建投入。同时提高财政透明度,精简行政机构,减少行政费用在财政支出中的比重。

今年四月以来,人民币汇率(兑美元,下同)再度进入贬值通道。特别是六月中旬以来,受中美贸易摩擦升级的影响,美元兑人民币汇率快速攀升。市场上对人民币贬值的担忧开始增加,居民集中购汇又在一些地方开始出现。随着中国经济金融对外开放的不断深化,人民币汇率的双向波动已经成为常态,关键要理解汇率升或贬背后的逻辑。人民币汇率会向何处去?今天,我们比以往更加需要运用系统的方法和理性的分析,这既有利于居民财富保值增值,也利于金融体系健康稳定发展。

一、此轮贬值是对美元指数升值的滞后反应

随着人民币汇率形成机制市场化改革进程,人民币汇率走势与美元指数高度相关关系。2016年以来,两者的相关系数达到0.85。虽然如此,近两年间人民币汇率和美元指数的关系还是出现过两次较为明显的偏离。第一次是2016年1至4月,美元指数下跌近6%,而人民币表现稳定(升值0.7%);第二次则是今年4月至6月中,美元指数突破90整数位后快速升值到95附近,但同期人民币同样表现稳定(贬值1.7%)。

不过,美元指数对人民币汇率的牵制作用可能“迟到”,但并不会“缺席”。从上述两次偏离的后续表现来看:第一次偏离的修正发生在2016年下半年,人民币汇率补跌5%;第二次修正则在今年6月15日之后,人民币汇率在一个月内快速贬值至6.8附近。虽然此轮贬值发生的时点正值美国宣布对中国500亿美元进口货值的商品加征25%关税之时,但外汇市场还是基本有效的,人民币此轮贬值基本上是对前期美元指数破位上升的滞后反应。

二、利率平价和跨境资金流动对人民币汇率走势的解释

随着我国利率市场化改革和金融对外开放进程,人民币汇率走势大致遵循利率平价的解释。利率平价理论通常用于解释汇率的变动,它是指在两国利率存在差异的情况下,资金将从低利率国流向高利率国以谋取相对

高的收益,从而导致高利率国的货币升值,低利率国的货币贬值。2015年“8.11”汇改以来,人民币兑美元汇率与中美利差变化总体上是高度相关的。从去年下半年到今年上半年,人民币汇率与利率平价的关系出现了的背离,即中美利差(按两国10年国债收益率之差计)收窄,而人民币还在升值,最低的时候中美利差缩窄到只有60bp,明显低于中美利差的长期趋势区间。

为什么会出现这种背离?是什么因素支撑了人民币汇率在中美利差收窄的背景下依然保持稳定?从跨境资本流动数据看,有两个因素对人民币汇率在中美利差收窄的情况下形成短期支持:

一是我国资金信用政策环境,企业表外融资渠道受限,信用环境收紧,信用债发行利率大幅攀升。受“去杠杆”政策冲击最大的就是房地产企业和政府平台企业,部分企业迫于无奈纷纷开始寻求海外融资的方式来解决境内融资的困境。而且,在国内信用债利率上升的背景下,今年一季度海外发债还具有一定的成本优势。一个证据是,今年1-5月境内房地产企业、地方政府平台的境外发债规模达到700亿美元和39亿美元(合计739亿美元),为去年同期的5.2倍。通常情况下,境内企业境外融资后会在2-3个月内将资金调回国内结汇,进而对人民币汇率形成支持。今年4-5月,银行代客结售汇差额由负转正,大幅上升,分别达到147亿美元、225亿美元(合计顺差371亿美元)。如果剔除服务贸易项,银行代客结售汇4-5月实现顺差达739亿美元(月均369亿美元),较2017年以来的均值几乎翻番(188亿美元)。

二是我国金融加快开放带来的国际资本流入也对人民币汇率形成了有效支撑。伴随资本账户的进一步开放,证券项下的国际资本流入显著提升。最新的债券托管数据显示,

人民币汇率向何处去

■ 招商银行首席经济学家 丁安华

境外机构已连续16个月增持人民币债券,今年上半年合计增持3995亿人民币(约625亿美元)。其中,在6月人民币汇率创下1994年以来最大单月跌幅的背景下,境外机构6月仍然增持人民币债券1115亿元(约173亿美元)。今年上半年“陆股通”的净流入资金也达1602亿元(约251亿美元),其中6月北上资金受股市和汇市调整流入放缓,不过仍然实现净流入285亿元(约45亿美元)。海外投资资金的涌入,一方面表明人民币资产的吸引力上升,另一方面也反映出境外机构并未形成人民币汇率持续贬值的预期。

“剔除服务贸易的银行代客涉外收付差额”与人民币汇率走势高度相关。2017年以来,两者的关系系数达0.93。表明企业的结汇购汇需求对人民币汇率的走势有着较大影响。这很大程度上可以解释人民币汇率相对于美元指数走势的短暂偏离。2018年4-5月,虽然美元指数大幅走高,但由于企业结汇需求上升对人民币汇率形成支撑,人民币汇率并未出现大幅贬值。

三、“贸易战”对人民币汇率的影响具有事件冲击的特征

“事件冲击”对汇率的影响已广为人知。虽然特朗普一直扬言对中国进口商品加征关税,但金融市场对中美两国就贸易问题的几轮谈判的成果抱有期望,对特朗普出现的反尔估计不足。6月15日开始人民币兑美元快速贬值,可见“贸易战”对人民币汇率的影响具有典型的事件冲击的特征。

事件冲击,有各种各样的解释模型,例如汇率超调模型、新闻模型等。事件冲击在短时间内剧烈改变人们的预期。2014年美联储退出量化宽松预期升温后,美元开始快速升值;2015年初瑞士央行舍弃1:1.2的欧元兑瑞士法郎防线,导致瑞郎大幅升值;2016年英国公

投脱欧,英镑大幅贬值等,都是典型的事件冲击例子。这一类影响的特征是短期反应过度,不确定性消退后归于平静。长期看,如果事件冲击是暂时性的,那么汇率最终会回到最初的均衡水平,比如瑞士法郎兑欧元汇率在弃守后快速升值,但三个月内又基本回到了弃守前的水平;如果事件冲击是永久的,改变了经济基本面,那么汇率走势就很难回到原来的水平,比如说英国退欧,英镑汇率虽然在大跌后有所反弹,但再也没能回到之前的水平。此次贸易摩擦升级对人民币汇率的冲击,后续影响如何,取决于下一步双方冲突是继续恶化,还是走向缓和。

四、人民币汇率走势展望

今年以来,人民币汇率走势将更加直接地受到中美两国宏观经济和货币政策的左右。一是从利率平价的角度,中美货币政策的分化已经开始对人民币汇率带来贬值压力。今年美国经济表现强劲,年内加息的预期次数上升;而我国央行两次定向降准,“宽货币、紧信用”的避险情绪推动无风险国债利率下行,“一升一降”使得中美利差承压,人民币汇率走弱。二是中美贸易摩擦升级,可能拖累中国的出口表现和经济增速,也对人民币汇率形成贬值压力。

但是,我们预计在此轮人民币兑美元快速贬值之后,并不存在持续单边贬值的基础。人民币大概率将维持双向加剧波动的格局,年内不会“破七”。理由是:

第一,美元指数进一步上行空间有限。美元指数在4-5月快速上行后在95附近震荡盘整,已较为充分地反映了美国经济基本面和货币政策的变化的预期。随着减税刺激力度的边际下降、结构性财政赤字以及中美贸易摩擦很可能为美国经济的持续复苏蒙上阴影,今年第四季度美国经济增速可能回落。从

自然利率(natural rate of interest)的角度看,美联储未来加息空间有限,明年底或后年初美国的政策利率就将达到中性水平,美国经济可能重新进入衰退。而且美联储“缩表”的力度也显著低于预期,很大程度上折断了美国“紧货币”、“宽财政”宏观政策之间的矛盾。此外,随着欧央行退出量化宽松进入加息周期,欧元可在下半年将重获支撑,进而制约美元指数进一步上行,估计此轮美元指数上行的高点不会达到2016年底的103的水平。

第二,贸易战的悲观预期已经充分反映。我国已多次承诺不会先于美国实施加征关税的措施,因此中美贸易摩擦的走向很大程度上取决于双方的态度和立场。随着中美贸易摩擦对美国经济负面影响的扩大和深化,特朗普政府可能不得不重新评估其在贸易战中的立场。贸易战没有赢家,对美国经济的负面影响已经开始显现。例如中美贸易摩擦抬升了美国制造商所使用的中国零部件的价格,损害了美国公司的竞争力。今年3月美国对进口钢铁征收25%的关税以来,美国的钢价上涨已超过30%,这最终将损害美国消费者的福利。

第三,中国加快对外开放进程,海外资金预计将持续流入。我国金融市场规模日益庞大,且极具发展潜力,与发达国家金融市场相比收益相对较高、相关度相对较低,对于境外机构资产配置多元化有着极为重要的意义。随着人民币国际化程度的日益提高,人民币资产也日益受到各国央行的青睐。从这个角度便不难理解今年6月境外机构在人民币汇率快速贬值的情况下仍然大幅增持我国国债。展望未来,中国跨境资本流动有望大体平衡,商品贸易顺差减少,服务贸易逆差减少,资本项目可望出现顺差。

总结一下,在全球贸易周期影响下,我国的出口增速本就趋于下降,叠加贸易摩擦加剧,以及国内扩大进口政策的影响,我国贸易顺差可能大幅缩小甚至出现逆差。在这种背景下,人民币面临贬值压力。但是,考虑到美元指数年内大概率冲高回落,只要美元指数不会突破新一轮的高点,而我国的经济增速不低于6.5%,人民币兑美元汇率年内不会“破七”。