

积极财政会有多积极？

◎伍 戈

摘要：过去20多年我国预算赤字率未有破3%的先例，即便是国际金融危机、PPI持续通缩等困难时期也无例外。养老金缺口掣肘赤字率抬升，若未来还降低社保费率，将进一步加剧财政压力。预计明年预算赤字率有所提升，但难以突破3%。

尽管当前减税呼声很高，但历史经验表明，经济下行时期政府往往面临着税收减少的压力，与此同时还不得不增加支出以刺激经济。上述矛盾客观上制约了政府主动减税的空间。我们预计明年减税力度有望大于今年，但规模仍相对有限。

明年稳增长仍需基建发力。“开前门、堵后门”，在财政严整顿和金融强监管的大背景下，信托、委托等表外及非标融资扩张有限，而信贷、债券融资有望成为弥补基建融资缺口的发力点，尤其是不受预算赤字率所限的专项债明年有望显著增加。

关键词：积极财政 赤字率 减税 基建缺口

作者伍戈系长江证券首席经济学家。长江证券宏观研究员高莉、实习研究员王彩泥对本文亦有贡献。

随着近期经济下行压力凸显，积极财政更加积极已成为各界共识。10月底中央政治局经济工作会议强调“实施好积极的财政政策和稳健的货币政策”，将积极财政政策摆在了相对更为重要的位置，而财政部也不断表态积极财政更加积极。尽管如此，明年财政政策究竟会有多积极？预算赤字率会突破3%吗？减税力度会有多大？基建资金缺口如何弥补？这些都关乎明年宏观经济大势的预判。

一、赤字率会破3%吗？

近期各界对于明年预算赤字率目标突破3%充满争议。我们预计，积极财政政策会更加积极。明年预算赤字率也会在今年2.6%的基础上有所提升，但仍难以突破3%的水平。具体地：

一是过去20多年以来我国预算赤字率未有破3%的先例，即便是国际金融危机、PPI持续通缩等困难时期也无例外。展望明年，尽管经济下行压力不容小觑，但考虑到近期中美贸易摩擦存在阶段性缓和迹象以及国内供给侧改革力度边际放松，明年经济下行程度或将边际缓解。对比历史时期，明年预算赤字率破3%缺乏现实必要性。

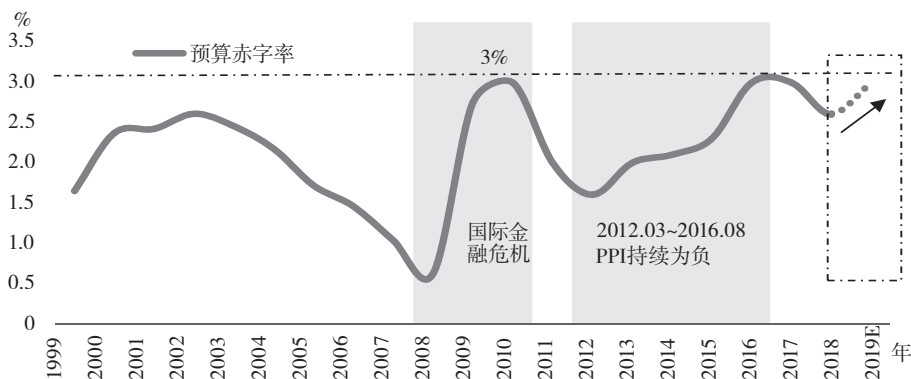


图1 即使历史困难时期，预算赤字率也未突破3%

注：图中2010年以前预算赤字率是依据中央预算赤字规模/GDP近似估算的。

资料来源：Wind。

二是养老金缺口形势严峻，掣肘赤字率抬升空间。人口老龄化加剧对养老金支付造成的压力越来越大。例如，从2014年开始养老金入不敷出，对财政补贴依赖不断加强，养老金补贴在税收收入中占比从2%左右上升至2017年6%左右。未来这一趋势仍将延续，尤其是如果未来还降低社保费率，养老负担将进一步加大财政压力。

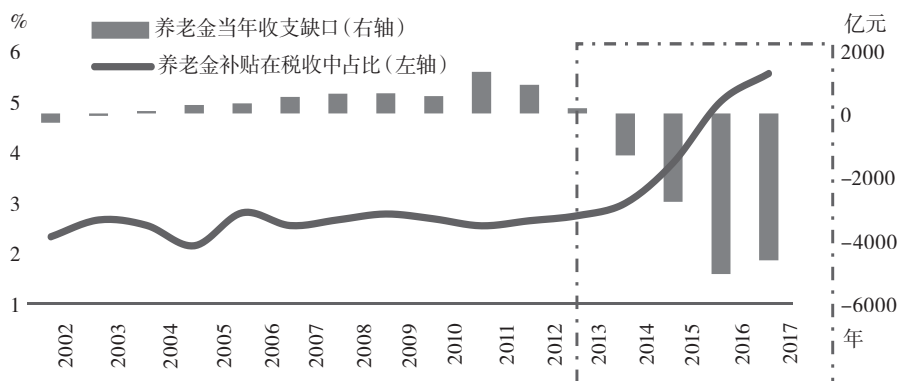


图2 养老金缺口掣肘赤字率抬升

资料来源：人社部、Wind。

二、减税力度会有多大？

当前市场对于明年的减税政策充满期待。那么，减税力度究竟会有多大呢？我们预计，明年减税力度有望大于今年1.3万亿元的幅度，但规模仍相对有限。具体地：

一是明年经济下行使得政府面临税收减少的压力。过去30年的数据显示，税收增速与名义GDP增速呈现较好的同步关系。经济放缓引致企业利润和居民收入下滑，税基缩减，税收增速随之下行。

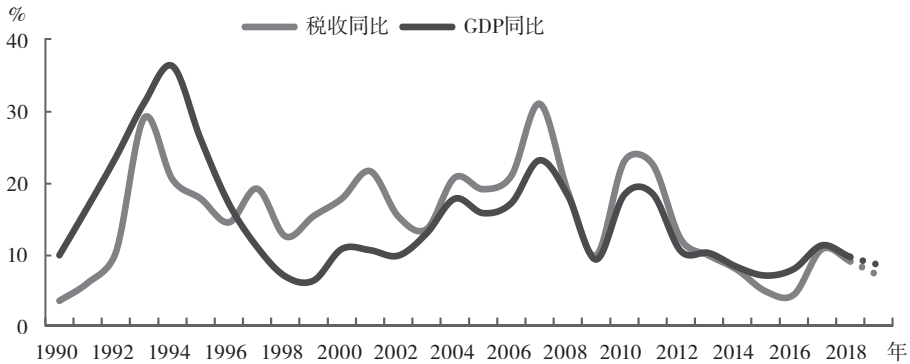


图3 经济下行，税收面临减少压力

资料来源：Wind。

二是减税力度受到刚性支出和赤字率等约束。财政支出方面约70%为涉及科教文卫、国防、医疗等基本公共服务与重点民生相关的刚性支出，压缩空间相对有限。尤其在经济下行时期，政府还不得不增加支出以刺激经济。上述矛盾客观上制约了政府主动减税的空间。

三是对比过去减税高峰，明年减税规模或难超历史阈值。次贷危机时期我国大力减税，统一内外资企业所得税税率至25%，同时调升个税起征点，但当时减税规模也未超过名义GDP的2%。今年我国减税力度不算小，1.3万亿元的减税规模约占GDP的1.4%。我们预计，明年减税力度将高于今年，不过也难超过GDP的2%。

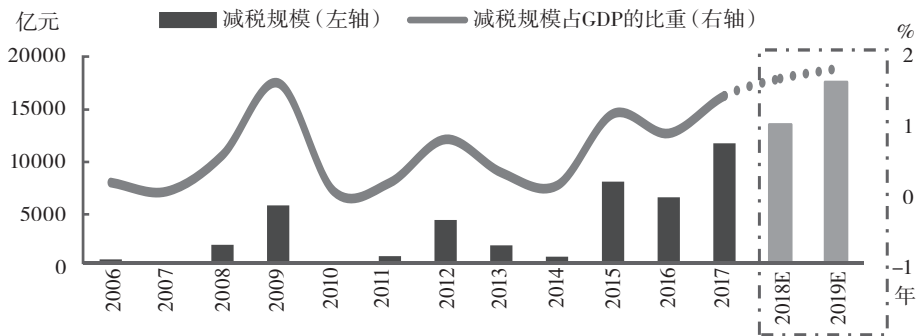


图4 即使次贷危机时期，减税力度也较为有限

资料来源：Wind，笔者测算。

展望明年，综合个税方案调整带来的5000亿元左右减税规模，并对增值税税率并档、调降等不同方案进行测算，预计2019年我国减税规模为1.35万亿~1.78万亿元左右，占GDP比重在1.4%~2%之间。

三、基建缺口如何弥补？

稳增长仍需基建发力。明年稳增长需要多少基建投资呢？我们用自上而下的方法来进行预测：假设明年名义GDP目标增速为8%~8.5%（实际GDP增速为6%~6.5%）；考虑到固定资本形成额占GDP的比重大概为40%，而固定资本形成额又在固定资产投资额中占比约为54%，因此估算出明年固定资产投资总额约为72万亿元；进一步地，在投资内部结构中，预计明年制造业投资增速回落至6.5%左右，房地产投资增速回落至5%~7%区间，其他投资或因积极财政而回升至7%左右。从而可得，明年基建投资增速预计在8.24%~11.33%的范围内。

表1 稳增长，需要多少基建？

项目	2019年规模预测: 万亿元	增速预测: %
①实际GDP	88.79~89.21	6~6.5
②名义GDP	97.19~97.64	8~8.5
③固定资本形成额(占名义GDP规模的40%)	37.90~39.05	
④固定资产投资额(固定资本形成额占其54%)	71.99~72.32	7.51~8.00
⑤制造业投资	22.58	6.5
⑥其他投资(除制造业、基建、房地产)	17.27	7
⑦房地产和基建二者投资规模	32.14~32.47	13.61~14.78
⑧房地产投资	12.62~12.84	5~7
⑨基础设施建设投资	19.30~19.85	8.24~11.33

注：③=②×40%；④=③/54%；⑦=④-⑤-⑥；⑨=⑦-⑧。

资料来源：笔者预测。

与以往不同的是，本轮金融监管和财政整顿强化使得今年以来基建资金收缩明显。虽然10月底国务院常务会议对基建融资的约束边际放松，但债务从严管理依旧，“终身追责、倒查责任”对地方官员的束缚仍在。在此情况下，基建资金是否到位成为实现明年基建投资10%左右增速的关键。那么明年基建资金缺口有多大，如何弥补呢？

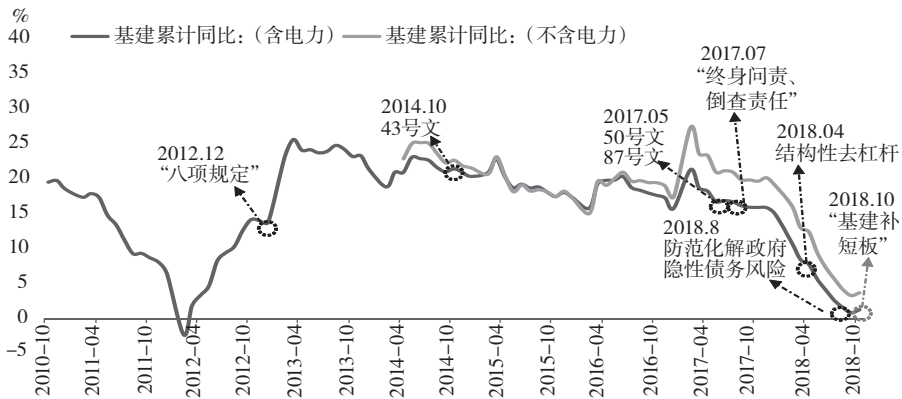


图5 基建融资虽边际放松，但债务趋严约束仍存

资料来源：Wind。

从基建的各种融资方式来看，“开前门、堵后门”仍将是未来政策的主基调。明年投入基建的表内贷款和预算内资金规模将继续增加；自筹资金中：一方面，土地市场趋冷下政府性基金收入走低，信托、委托等表外和非标融资支持仍将受限；另一方面，政策基调边际放松情形下，城投债、PPP融资较今年将有所改善。综合下来，19.3万亿元规模的基建投资仍面临1.65万亿元左右的资金缺口，需要不计入赤字率的新增专项债或其他债券来弥补。考虑到新增专项债并非全部用于基建，预计明年新增专项债整体规模将扩大至2万亿元左右。

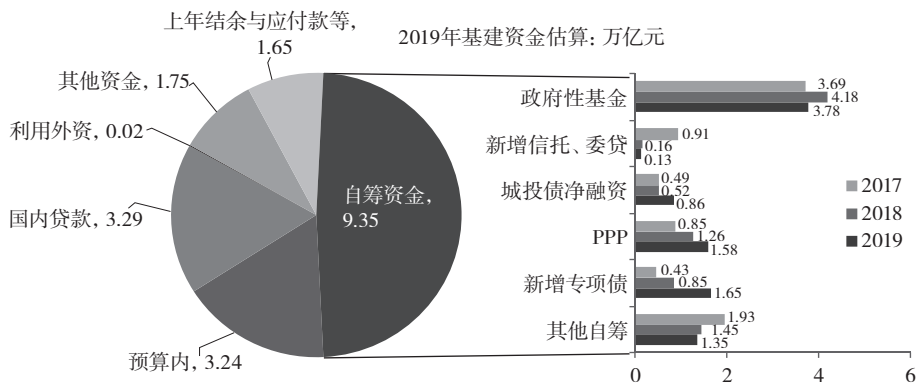


图6 基建缺口如何弥补？

资料来源：笔者预测。

四、基本结论

一是尽管财政更加积极已成为各界共识，但明年预算赤字率仍难突破3%的水平。过去20多年来我国预算赤字率未有破3%的先例，即便是经济极端困难时也无例外。当前养老金缺口掣肘赤字率抬升，若未来还降低社保费率，将进一步加剧财政压力。

二是尽管当前减税呼声很高，但历史经验表明，经济下行时期政府往往面临着税收减少的压力，与此同时还不得不增加支出以刺激经济。上述矛盾客观上制约了政府主动减税的空间。我们预计明年减税力度有望大于今年，但规模仍相对有限。

三是明年稳增长仍需基建发力。“开前门、堵后门”，在财政严整顿和金融强监管的大背景下，信托、委托等表外及非标融资的扩张有限，而信贷、债券融资有望成为弥补基建融资缺口的发力点，尤其是不受预算赤字率所限的专项债明年有望显著增加。

How Positive Will Positive Finance Be?

Wu ge

(Changjiang Securities)

Abstract: In the past 20 years, China's budget deficit rate has not broken the precedent of 3%, even in difficult times such as the international financial crisis and persistent deflation of PPI. The pension gap will constrain the rise of the deficit rate. If the social security premium rate is reduced in the future, the financial pressure will be further intensified. The budget deficit rate is expected to increase next year, but it is difficult to break through 3%.

Despite the current high demand for tax cuts, historical experience shows that during the downturn, the government often faces the pressure of tax cuts, and at the same time has to increase expenditure to stimulate the economy. The above contradictions objectively restrict the space for the government to take the initiative to reduce taxes. We expect that next year's tax cuts will be stronger than this year's, but the scale is still relatively limited.

Next year's steady growth will still require the development of infrastructure. Under the background of "opening the front door, blocking the back door", strict fiscal consolidation and strong financial supervision, the expansion of off-balance-sheet and non-standard financing such as trust and entrustment is limited, while credit and bond financing are expected to become the starting point to fill the financing gap of infrastructure, especially the special bonds which are not limited by the budget deficit rate, are expected to increase significantly next year.

Key words: Positive Finance, Deficit Rate, Tax Reduction, Infrastructure Gap