

## 中国经济减税的时机、效果与可操作性

### 宏观研究报告

证券分析师：魏涛

电话：010-88321708

E-MAIL: weitao@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030001

### 相关报告：

1. 《2018 年央行加息的逻辑》  
--2018/02/04
2. 《思想的格局：刘鹤 30 年经济思想脉络梳理与思考》--2018/01/30
3. 《中美贸易战：从宏观到行业的影响分析》—2018/03/27
4. 《中美五次贸易摩擦交锋——理解其中的“对等”要求》—2018/05/15
5. 《本轮欧美经济同步复苏的逻辑：警惕再度出现的分化》—2018/05/28
6. 《3200 条“推特”分析：读懂特朗普的政治手腕》—2018/06/04
7. 《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
8. 《房产税究竟合适推出？》—  
2018/07/27
9. 《特朗普加征 2000 亿产品关税对美国通胀的影响》—2018/08/02
10. 《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29

### 核心观点：

下半年以来，中美贸易战、减税、社保严征缴、基建开支等事件时常牵动着市场的神经。尤其对于减税，起初的“建言献策”已逐步转化为“运动式预期”。若减税迟迟无法成行，无疑是给市场本就脆弱的信心雪上加霜。

报告从财政学理论出发，主旨不是要给出一个所谓的减税方案，而是试图给市场以合理的税改评判方法。

税收以税负能否转嫁分为间接税和直接税。前者主要针对消费征税，后者则是对收入的征税。因此间接税直接影响消费需求，是扩内需的主要抓手。而直接税首先影响投资和劳动的成本，是降成本的必要手段。在我国，最主要的间接税是增值税。而直接税则主要包括个税与企业所得税。

减税不仅要考虑效果，还要考虑减税的可操作性。目前，增值税的核心法律是《中华人民共和国增值税暂行条例》，而所得税的核心法律是《中华人民共和国企业所得税法》和《中华人民共和国个人所得税法》。国务院的暂行条例更改程序较为简化，而立过法的个税与企业所得税更改，则需要经人大一审再审，程序繁琐。

除可操作性外，减税还有以下两个难点需要面对：首先，“以支定收”的财政预算模式决定了在支出刚性的情况下，难以随意减收。且从赤字率与债务率之间的内在逻辑关系看，要保持债务率不上升，必须使当期赤字率不超过债务率与经济增长率的乘积。因而，以我国目前的具体情况，简并增值税的一个税档带来的减收，可能难以通过发行国债扩大赤字规模来弥补。其次，今年就实施简并增值税税档可能是对政府工作报告的误读。

从减税规模看，增值税税率下调可能减税 4000 亿左右；企业研发费用抵扣扩容减税约 650 亿左右；中小企业留抵税额返还减税可能带来减税 1130 亿左右。另外，叠加个税免征额提高至 5000 元、出口退税、中小企业亏损抵补延长、部分商品进口税率下调等减税措施，今年 8000 亿的减税计划或以完成。今年继续减税空间不大。

明年实施减税政策的概率较大。首先我们要把握“总量不变，结构调整”的原则。其次，要配合政策调整的大方向，是扩内需还是降成本。增值税从税收增长叠加“简并税档”的方向考虑，继续缩小级距是增值税税率调整更为合理的选择。因此，16%的一档及 10%的一档税率继续下调 1 个百分点可能性更大，根据我们的测算，对应减税规模约为 3300 亿左右。企业所得税从国际税收竞争的角度考虑，也有可能下调 1-3 个百分点，以规模以上工业企业利润测算，将减轻企业负担 1200-3600 亿左右。实际减税规模应更大。

中国经济减税的时机、效果与可操作性

风险提示:警惕后续对地方隐性债务处置带来的城投违约及经济失速下滑等风险。

## 目录

一、间接税对应扩内需，直接税对应降成本 .....	1
二、税率变动的可操作性 .....	5
三、税率下调的空间较小 .....	5
四、未来减税较为合理的方向 .....	8

## 图表目录

图 1: 对消费者征税的税收归宿 .....	2
图 2: 需求弹性越低, 消费者负担的税收越少 .....	2
图 3: 增值税与居民消费 .....	4
图 4: 企业所得税与企业主营业务收入 .....	4
表 1 2016 年增值税分档收入估计 .....	6
表 2 2016-2017 年增值税三档税收估算 .....	6

近期减税传言频出，版本各异。主要集中在增值税税档及税率的讨论。主流观点认为，积极财政政策不能只靠扩大支出来刺激经济，减税才是更为有效率的积极政策。我们认同减税对经济的正向效应。但减税不是一个泛泛而谈的概念，由于税种的不同性质和影响，其减税的直接效果也将随之变化。

税收以税负能否转嫁分为间接税和直接税，前者主要针对消费征税，后者则是对收入的征税。间接税直接影响消费需求，是扩内需的主要抓手。直接税首先影响投资和劳动的成本，是降成本的重要工具。我国增值税占全部税收收入的40%左右，是间接税的主体税种。个税及企业所得税则是主要的直接税，在全部税收中占比30%左右。因此，考虑对经济的实际作用效果，减税的讨论应在以上三种税类展开。其中尤以增值税及企业所得税为重。

具体在减税的执行层面上，还要考虑减税的可操作性。目前增值税的减税程序比所得税更为简化，这也是增值税传言更多的原因之一。

## 一、间接税对应扩内需，直接税对应降成本

直接税和间接税的主要区别在于税负能否转嫁，也就是税收的经济负担最终归谁。

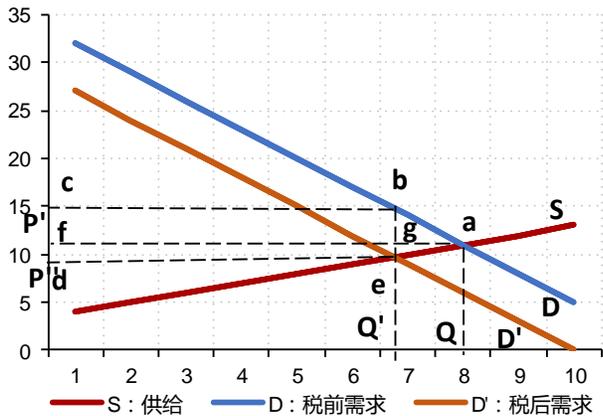
**间接税可以转嫁税负。**税收的法定归宿，主要指法律层面上纳税义务由谁承担。而税收实际归宿，则是谁来最终承担实际税负。间接税的征收，往往最终税负并不一定由法定的纳税人承担，例如对香烟销售征税，法定归宿归于香烟销售者，但并非所有的税负最终是由销售者负担的，因为香烟的价格可能会提高，从而消费者会负担部分甚至大部分税负。

间接税在通常情况下，看似对销售一方的征税，但往往由销售方通过提高产品售价而将税负转嫁给消费者。因此，对于间接税而言，增税则意味着价格提高，结果是抑制需求。在收入不变的情况下，消费者的能够购买的商品和服务的量变少。反之亦然。

其次，通过价格转嫁税负，能够转嫁多少，则取决于商品的供求关系，也即供给和需求的弹性。事实上，间接税完全不提高商品价格是几乎不可能的，只是价格上涨的幅度问题。如果商品比较紧俏，也就是需求弹性小而供给弹性大，绝大部分税负都会通过价格提高转嫁给消费者，如果商品供给充分，也就是需求弹性大而供给弹性小，可能只有小部分税负会通过价格提高转嫁给消费者，因为销售方提高价格的能力是有限的，如果价格提高，消费者就会大量转向购买其他商品和服务。最终，销售者不得不承担较多

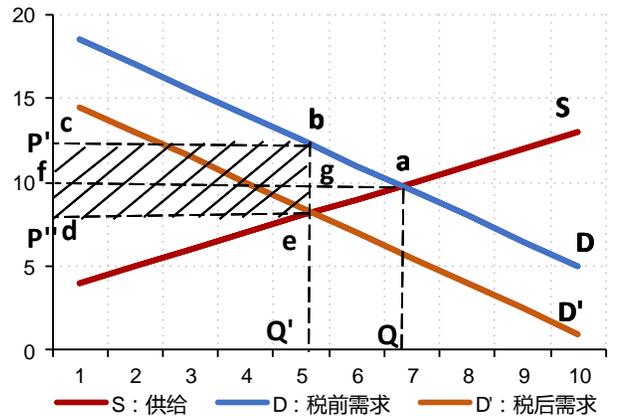
的税负。

图 1：对消费者征税的税收归宿



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：需求弹性越低，消费者负担的税收越少



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

举例来说，如果对香烟征收税款，导致香烟价格上升，需求将会被抑制，需求曲线 D 左移到 D'，这个时候，税收使销售量从 Q 降低到 Q'，形成新的均衡价格。此时香烟的销售者和消费者将面临不同的价格。销售者得到的价格在 D' 和 S 的交点上，即 P''。消费者所支付的价格是 P'' 加上税负 T，也即 P'，该点位于原来的需求曲线 D 上。

这种税收使得香烟消费者的情况变差了，因为他们面临的新价格 P' 高于原价 P。但是消费者价格并没有按照全部税额足额上升，(P' - P) 小于 T。这是因为销售者也支付了部分税收，表现为他们销售产品所得到的价格降低了。现在，销售者只得到 P''，低于税前价格 P，他们负担了 (P - P'') 的税收。因此，这种税使得销售者和消费者的境况都变差了。而且销售者和消费者所负担的税收之和 (P' - P + P - P'' = P' - P'') 恰好等于 T，因而可以说是二者分担了税收。

在图 1 中，香烟消费者承担了绝大部分税收，因为他们多支付的数额比销售者少收到的数额大得多。税负在消费者与销售者之间如何分配，由供求曲线的形态决定。需求弹性越大，消费者负担的税收越少，需求弹性越小，消费者负担的税收越多。因为需求弹性越大，该商品价格上升时，消费者越容易转向购买其他商品，因而销售者必须承担的税负就越多，就像图 2 所表示的那样。相反，如果消费者不管价格高低，都购买同样的数量，那么全部税负都可以转嫁给消费者。

**直接税无法转嫁税负。**直接税直接对收入征税，也就是对资本和劳动直接征税，只

要资本和劳动进入生产，无论在哪个行业，无论如何生产，就一定要有收入，也就会负担了相应的税收。而为了规避税收，唯一的办法就是放弃生产，不再进行投资和工作，没有了收入，也就没有了税收。但是，这种逃避税收的代价过大，因而实际上很难通过这种方法来逃避税收，同样也无法转嫁税负。

如果直接税课税向需求方征收，即个人所得税，那么会减少居民实际收入，直接抑制需求。如果课税是向销售方征收，即企业所得税。企业会相应增加成本，减少利润收入。影响扩大再生产的持续。

**单一税率增值税与直接税类似，符合税收中性的要求。在理想状态下，即增值税覆盖所有的商品和劳务，而且只采用一档增值税税率的情况下，增值税呈现税负中性的特征，接近于直接税。**这里涉及到税收中性的概念，税收中性是针对税收的超额负担提出的一个概念。一般包含两种含义：一是国家征税使社会所付出的代价以税款为限，尽可能不给纳税人或社会带来其他的额外损失或负担；二是国家征税应避免对市场经济的正常运行进行干扰，特别是不能使税收超越市场机制而成为资源配置的决定因素。由此，如果增值税税率不一，覆盖不完全，那么资本和劳动力就会从税收高的行业流向税收低的行业，由于不同行业的资本和劳动之比不同，从而改变了资本和劳动的相对价格，从而扭曲了资源的配置，即税收非中性。而直接税是中性的，因为它直接对收入征税，所以，资本和劳动无论转移到那个行业，都面临着同样的税负。

因此，通过覆盖所有的商品和劳务，而且只采用一档税率的增值税，就可以使得资本及劳动无论转移到哪个行业，也都会面临相同的税负，从而不会扭曲资源的配置，得到与直接税相接近的效果。因此，税收中性也是增值税简并税档的原理所在。

**综上，间接税是指在消费者购买商品或服务时，政府从中课税，特点是纳税人可以通过价格调整来转嫁税负。直接税是指政府直接向纳税人的收入或所得征税，税负无法转嫁。从这个角度来看，间接税减税有利于扩大内需。直接税则有利于降成本。**

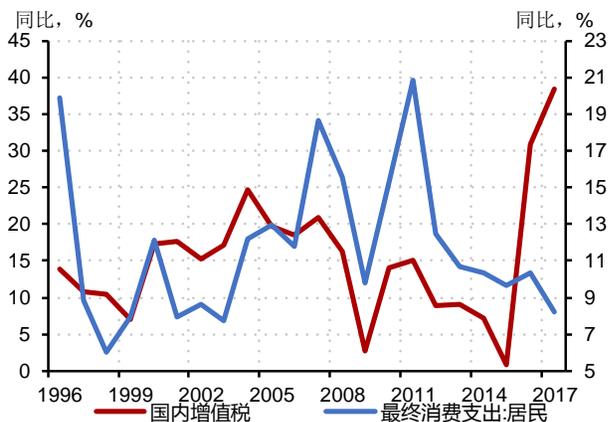
在我国，最主要的间接税就是增值税。增值税是以商品和劳务在流通过程中产生的增值额作为计税依据而征收的一种间接税。由于增值税实行价外税，所以大部分税收负担最终是由消费者负担的。实际上这等于提高了商品价格，从而减少了消费。

我国增值税税额在税收收入中占有重要地位。在1994年增值税改革之后，增值税在税收收入中的比重迅速上升，到2017年，国内增值税占税收收入的比重已经达到40%。

在直接税中，企业所得税是主要的税种。所得税有企业和个人之分，而企业所得税和个人所得税之和，在税收收入中的占比尚不足30%，而其中企业所得税更是占了大头，到2017年，已经占税收收入的22%。

针对增值税的减税，实际是降低了价格水平，消费者可以在同等收入下进行购买更多商品和劳务，从而对于刺激消费，扩大内需有着直接的作用。而针对所得税的减税，相当于减少了企业的运行成本，将更多的利润留在企业内部，从而可以用于进一步的投资和经营，是降成本的一项措施。

图 3：增值税与居民消费



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：企业所得税与企业主营业务收入



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

所以说，同样是减税，却不能一概而论，应当区分是减增值税为代表的间接税以扩大内需，还是应该减企业所得税为代表的直接税以降成本。

从过往数据来看，我国的税收实际是起到了税收“自动稳定器”的作用。从图中可以看出，税收并没有表现出与税基相悖的走势，而是与税基走势相符。这也说明我国的税收在历史上并没有加征税负的情况，而更多的是跟随经济情况的变化而变化。只有在2016年后，增值税出现了快速的上行，与税基的走势出现了较大的偏差。这个原因主要来自于“营改增”的扰动，以及国地税合并后税收征缴的相对从严。由此，在税收收入“总量不变，结构调整”的根本逻辑下，增值税应有调整税率的空间。而作为直接税的企业所得税，增速一直表现平稳，并为因外生原因而出现与税基走势相悖的情况。从这一点上来看，并不具备减税的空间。另外，在探讨直接税的问题时，还应考虑全球的直

接税税负竞争。如果全球经济体出现竞争性降税，那么为避免企业的避税转移，我国企业所得税的税率也将有调整的可能。

## 二、税率变动的可操作性

减税不仅要考虑效果，还要考虑减税的可操作性。增值税和所得税减税可操作性的不同来自于不同的法律地位。在我国，现行的 18 种税中，仅有 6 种是立过法的。这也是为什么全国人大立法规划中，在未来五年将完成 11 种税的立法工作。目前，增值税的核心法律是《中华人民共和国增值税暂行条例》，而所得税的核心法律是《中华人民共和国企业所得税法》和《中华人民共和国个人所得税法》。

因此，如果要对增值税实行减税，比较简单，只要国务院内部进行法案修正即可。例如《中华人民共和国增值税暂行条例》就是 2008 年 11 月 5 日国务院第 34 次常务会议修订通过的，在 2017 年也是通过国务院常务会议进行废止和修改的。在实际操作中主要牵涉的是财政部和税务总局，总体而言，只在国务院内部就可以完成减税的程序。

对所得税实行减税比较复杂。由于企业和个人所得税法都是全国性法律，所以减税方案必须先经全国人大常委会审议草案后，再提交全国人大立法表决，再由国务院相应部门制定实施细则等具体性规范，立法流程较长。可操作性也是对增值税减税的传言较多的原因。

## 三、税率下调的空间较小

下半年市场逐步形成了对减税的预期，且版本各异。减税确实有利于“放水养鱼”，但盲目谈论减税方案容易使市场在迟迟等不到减税时产生负面情绪。我们应从财政收支运行的角度出发，理智的看待减税的问题。一方面要求更加积极的财政政策扩大支出；一方面又要财政减税。增支减收之下，必然要扩大政府的债务规模，提高赤字水平。这又涉及到政府债务风险，预算安排等问题。复杂的循环问题下，减税有以下两个难点需要面对：

首先，“以支定收”的财政预算模式决定了在支出刚性的情况下，难以随意减收。每年预算安排两会期间经人大审议后，不是随意可更改的。我国的财政收支采用“以支定收”的模式。税收的变化在一般公共预算里列示。一般公共预算既定的赤字率又决定着中央政府及地方政府当年发行一般债的规模。一般公共预算中，从支出角度来看，主要是用于对国防、教育、医疗等各个部门的开支。这部分开支 2017 年约有 17 万亿左右。

其他支出还有诸如灾后重建、政府债务还本付息、基建的开支等。比照我们在《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》报告中的测算，增值税每去掉一档，可能会减收八千亿左右。如下表所示。

表 1 2016 年增值税分档收入估计

增值税税率 11% 档	税收收入(单位:亿元)
税收收入:建筑业	8637.3
税收收入:交通运输、仓储和邮政业	2761.8
税收收入:房地产业	18752.8
<b>总税收收入合计</b>	<b>30151.9</b>
<b>增值税收入合计</b>	<b>9416.4</b>
<b>增值税税率 13% 档</b>	
税收收入:批发和零售业	17938.1
<b>增值税收入合计</b>	<b>5602.1</b>
<b>增值税税率 6% 档</b>	
税收收入:信息传输、软件和信息技术服务业	2609.7
税收收入:住宿和餐饮业	661.8
税收收入:金融业	17863.2
税收收入:租赁和商务服务业	6736.4
税收收入:居民服务、修理和其他服务业	2956.0
税收收入:教育	382.2
税收收入:卫生和社会工作	325.9
税收收入:文化、体育和娱乐业	486.0
税收收入:公共管理、社会保障和社会组织	3448.0
<b>税收收入合计</b>	<b>35469.2</b>
<b>增值税收入合计</b>	<b>11077.0</b>
<b>增值税税率 17% 档</b>	
<b>增值税收入粗略合计</b>	<b>14616.5</b>

表 2 2016-2017 年增值税三档税收估算

单位:亿元	2016	2017
总税收收入	130360.7	144360.0
总增值税收入	40712.1	56378.1
17%税率档增值税	14616.5	20241.0
11税率档增值税(含13%)	15018.5	20797.6
6%税率档增值税	11077.0	15339.5

在目前积极财政政策要求之下，进行如此规模的减收，势必要通过发债筹资。同时也会提高赤字水平。如果减收的部分全部由发债筹资，赤字率将达到 3.5% 的水平。虽然

我们不是一定要遵守《马斯特里赫特条约》的规定，但按照公共财政学债务理论，债务就是赤字的累积，债务与赤字具有如下稳定的关系：当期债务存量是上期债务存量  $B$  与当期赤字流量之和（此处赤字流量包含债务利息支出），如果当期的 GDP 为  $Y$ ，名义经济增长率为  $g=\Delta Y/Y$ ，那么在防范化解政府债务风险的要求下，要保持未来债务率不超过当前债务率，必须有以下关系式成立，

$$\text{即 } (B+\Delta B)/(Y+\Delta Y)\leq B/Y$$

$$\text{而 } (B+\Delta B)/(Y+\Delta Y)=B/Y[(1+\Delta B/B)/(1+\Delta Y/Y)]$$

$$\text{因此有 } B/Y[(1+\Delta B/B)/(1+\Delta Y/Y)]\leq B/Y$$

$$\text{由此可以看出 } (1+\Delta B/B)/(1+\Delta Y/Y)\leq 1, \text{ 简化得 } \Delta B/B\leq \Delta Y/Y=g$$

$$\text{进一步地, } \Delta B/B=(\Delta B/Y)/(B/Y)$$

$$\text{因而有, } (\Delta B/Y)/(B/Y)\leq g, \text{ 即 } \Delta B/Y\leq g(B/Y)$$

这就是赤字率与债务率之间的内在逻辑关系，要保持债务率不上升，必须使当期赤字率不超过债务率与经济增长率的乘积。基于以上推导，如果经济增长  $g$  保持在 6%-6.5% 的水平，债务率按照我们报告《从省级到市级：全国地方政府隐性债务测算》，中央+地方显性及隐性债务约为 80 万亿，债务率约为 87% 左右。由此，赤字保持在 5%—5.7% 更为合理。将我们目前财政一般公共预算的中央及地方一般债以及政府性基金中的地方政府专项债加总，叠加减税的带来的减支部分，仅财政预算中的赤字率就已达 5% 的水平。这里并不包括地方政府每年的隐性债务部分。因此，从财政收支运行情况来看，目前并不支持大规模的减税。

**其次，对两会报告的解读可能有误。**2018 年政府工作报告提出“改革完善增值税制度，按照三档并两档方向调整税率水平，重点降低制造业、交通运输等行业税率”。市场由此认为，今年增值税将完成三档并两档的调整。但仔细分析其表述，只是要求按照三档并两档的方向调整税率。我们的理解是今年开始将逐步缩减三档税率的级距。再看今年 7 月 1 日执行的增值税税率调整。已将涉及制造业的 17% 一档以及涉及交通运输业的 11% 一档的税率各下调了一个百分点。与 6% 的一档开始逐步缩小级距。因此，我们认为两会时提出的增值税税率调整，今年已经完成。从减税规模看，增值税税率下调可能减税 4000 亿左右；企业研发费用抵扣扩容减税约 650 亿左右；中小企业留抵税额返还减税可能带来减税 1130 亿左右。另外，叠加个税免征额提高至 5000 元、出口退税、中小企业亏损抵补延长等减税措施，今年 8000 亿的减税计划或以完成。今年继续减税空间

不大。

#### 四、未来减税较为合理的方向

对于明年可能的减税方向，首先我们要把握“总量不变，结构调整”的原则。其次，要配合政策调整的大方向，是扩内需还是降成本。若扩内需是首要任务，调降增值税税率更为合理。若重点关注降成本，则下调企业所得税更为精准。具体来看，因2016年后增值税在“营改增”及“严征管”的影响下，出现了短期的向上冲击。从“总量不变”的看，这为增值税税率调降提供了空间。叠加“简并税档”的方向考虑，继续缩小级距是增值税税率调整更为合理的选择。因此，16%的一档及10%的一档税率继续下调1个百分点可能性更大，根据我们的测算，对应减税规模约为3300亿左右。

对于企业所得税，结合我们上面的讨论，并没有出现企业所得税异常增长的情况，并不具备“结构调整”的条件。因此，企业所得税税率的调整将可能来自全球财税竞争的结果。目前美国已于2017年12月将企业所得税由35%降至20%。9月25日，德国总理默克尔表示“我们需要关注企业税，我们不能让自己的政策‘与世隔绝’”。在全球货币政策竞争转为收紧的大背景下，经济刺激政策很可能将转向对财税政策的竞争。由此，可能也将为我国下调企业所得税税率打开空间。若以规模以上工业企业利润估算，企业所得税下调1-3个百分点，将减轻企业负担1200-3600亿左右。因国内企业真实利润数据难以获得，实际减税规模应更大。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。