



稳中有进和下行压力并存的中国经济

中国宏观经济论坛月度报告（2017年6月）¹

上半年中国经济稳中有进，GDP增速回升到6.9%，在全球主要经济体中位居前列。同时，总供给、总需求、产业、部门效益和价格总水平等五大方面也均有所改善。但是，下半年中国经济面临的下行压力仍不可忽视，主要表现为以下几点。一是房地产市场进入调整期，对经济增长的拉动作用逐渐减弱。二是固定资产投资增速呈现趋缓迹象。三是PPI涨幅见顶回落表明企业补库存周期已接近尾声。四是企业生产成本持续上升，利润增速开始放缓。五是中小企业PMI明显下降，经济增长内在动力减弱。六是金融去杠杆下实体经济的融资成本上升、融资难度加大。七是债务率上升速度依然较快，高债务压力持续增加。八是外部环境不确定性较大，可能会加剧经济下行压力。有鉴于此，宏观政策应重点进行两方面调整。其一，不仅要降低宏观税负水平，更要降低当前居民与企业过重的税负感，真正激发经济活力。其二，货币政策应由“稳健中性”调整为“稳健略偏宽松”，与偏紧的宏观审慎政策相配合，更好地兼顾经济稳定与金融稳定两大核心目标。

一、上半年中国经济稳中有进，但下半年下行压力仍不可忽视

（一）上半年中国经济稳中有进

1. GDP增速企稳回升，并在全球主要经济体中位居前列。

上半年中国GDP同比增长6.9%，比去年全年增速上升0.2个百分点。6.9%的增长速度不仅高于年初政府工作报告设定的6.5%左右的增长目标，而且在全球范围内也位居前列。根据IMF的预测，2017年发达经济体的经济增速预计为2%。其中，美国为2.3%，欧元区为1.7%，日本为1.2%。新兴市场国家的平均增速为4.5%，只有印度经济增速预计将超过中国，达到7.2%；而俄罗斯预计为1.4%，巴西为0.2%，南非为0.8%，均低于中国经济增速。

¹ 本报告为中国人民大学“中国宏观经济论坛”团队集体研究成果。本报告数据来自国家统计局、Wind数据库以及中经网数据库。

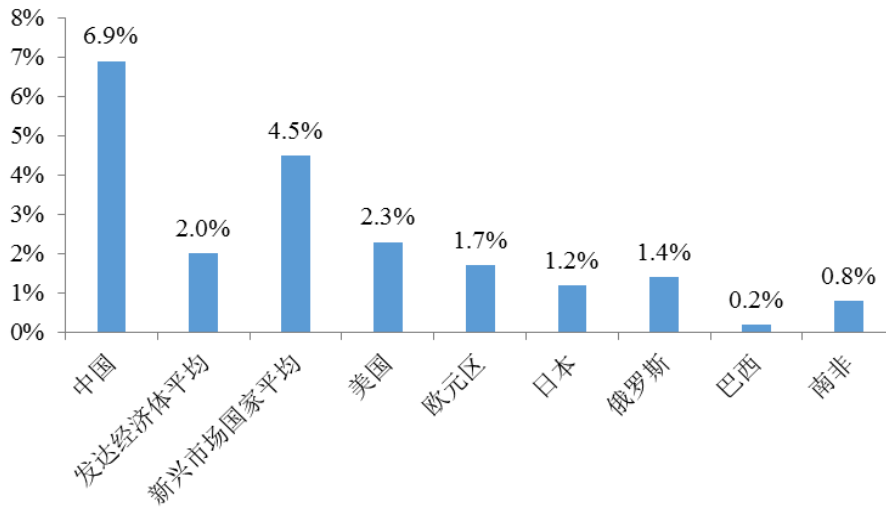


图 1：上半年中国经济增速在全球位居前列

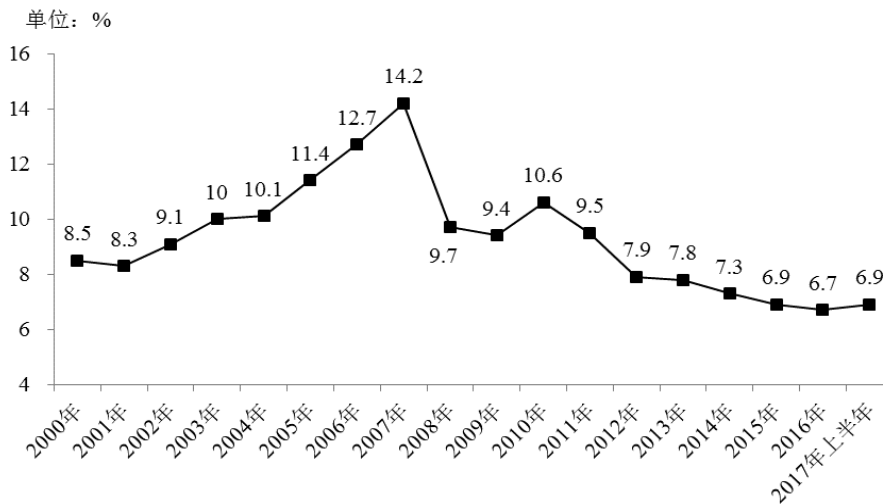


图 2：2000—2017 年中国 GDP 增速变化情况

2. 从总供给视角来看，经济增速向潜在增速靠拢，产出缺口有所收窄。

上半年中国经济的稳中向好也表现在实际增速与潜在增速之间的差距明显缩小。根据陈彦斌等（2017）的测算，2017年中国经济的潜在增速大约在6.8%左右。由此可知，上半年实际经济增速一直保持在潜在增速附近，产出缺口基本为零。而2016年中国经济的产出缺口约为-0.7%。产出缺口的收窄也进一步印证了上半年中国经济企稳回升的增长态势。

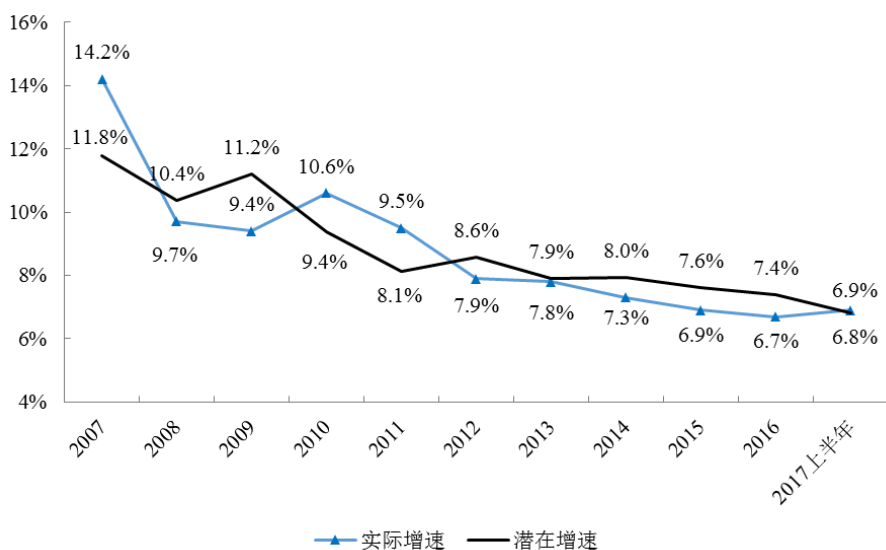


图 3：上半年中国经济增速向潜在增速靠拢

注：数据来源于陈彦斌等（2017）。

3. 从总需求来看，消费平稳增长，投资增长加快，出口增速回升幅度较大。

消费方面，上半年社会消费品零售总额同比增长 10.4%，与去年全年增速持平。在所占比重较高的汽车消费增速明显放缓的情况下，消费依然保持平稳增长，主要源于居民消费结构升级的推进，突出表现为网上商品零售等新兴业态的消费持续快速增长。上半年全国实物商品网上零售额同比增长 28.6%，较去年全年增速提高 3 个百分点。

投资方面，上半年全社会固定资产投资增速为 8.6%，比去年全年增速提高 0.5 个百分点。投资增长的加快受益于三方面的推动。一是民间投资增速回升，上半年同比增长 7.2%，比去年全年增速上升 4 个百分点。二是房地产开发投资增长的加快，上半年同比增长 8.5%，比去年全年增速上升 1.6 个百分点。三是政府主导的基建投资保持较快增长，上半年同比增速为 21.1%，不仅显著高于整体的投资增速，而且比去年全年增速上升 3.7 个百分点。

出口方面，自今年年初以来，出口扭转了去年全年持续负增长的态势。1—6 月以人民币计价的出口总额同比增长 15%，比去年全年增速大幅上升 16.9 个百分点，高于去年同期增速 17.1 个百分点。出口的大幅回升主要源于全球经济温和复苏背景下外需的改善，上半年我国对美国、欧盟、日本以及东盟等主要贸易伙伴的出口增速分别为 19.3%、15.7%、12.4% 和 16.0%，较去年全年增速分别上升了 19.2、14.5、11.1 和 18.0 个百分点。

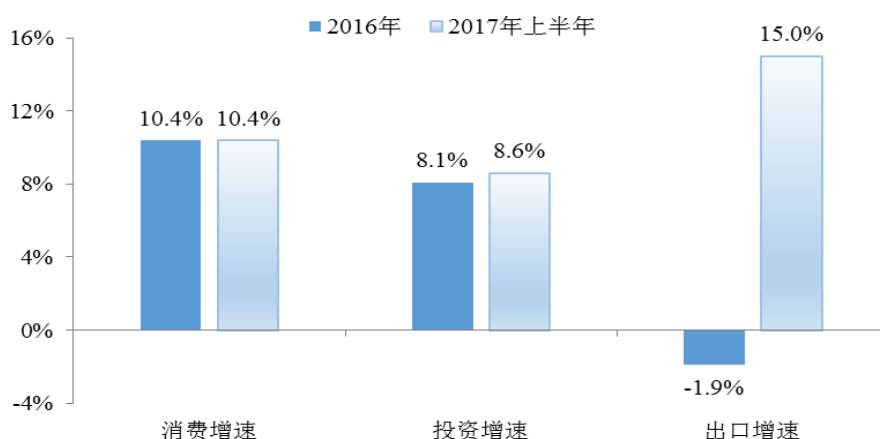


图 4：上半年总需求整体呈现扩张态势

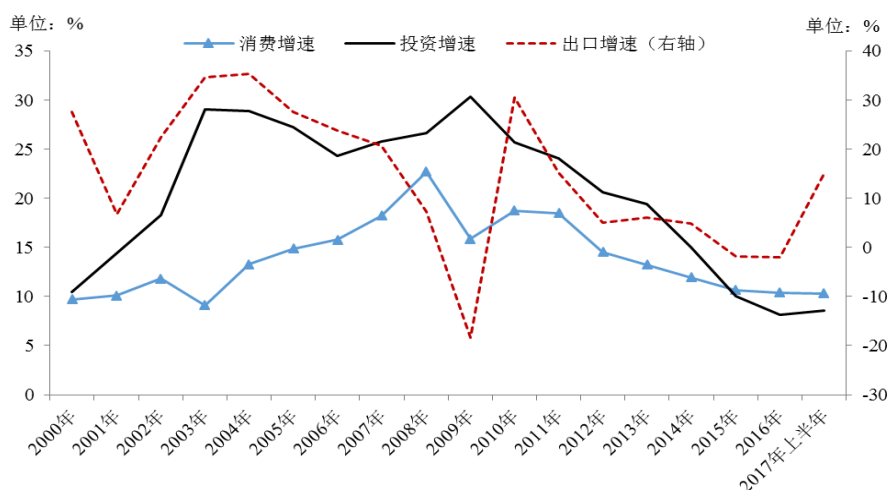


图 5：2000—2017 年消费、投资与出口增速变化情况

4. 从产业视角来看，工业生产回暖，服务业平稳运行

今年上半年工业生产有所加快，工业增加值同比增长 6.9%，比去年全年增速上升 0.9 个百分点。其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增速回升幅度最大，从 5.5% 上升至 8.1%；制造业增加值增速由 6.8% 上升到 7.4%；采矿业增加值增速与去年持平，仅 -1.0%。工业生产的好转还表现在制造业 PMI 的走势上，今年以来制造业 PMI 持续保持在 51% 以上，处于近年来的较高水平。

服务业则延续了较快的增长态势，自年初以来服务业生产指数一直保持 8% 以上，高于工业增加值的增长速度。非制造业商务活动指数上半年也一直位于 54% 以上的较高水平。由于服务业增长较快，据测算，上半年服务业增加值占 GDP 的比重达到了 54.1%，较去年上升 2.5 个百分点，由此表明中国经济结构在



持续优化。

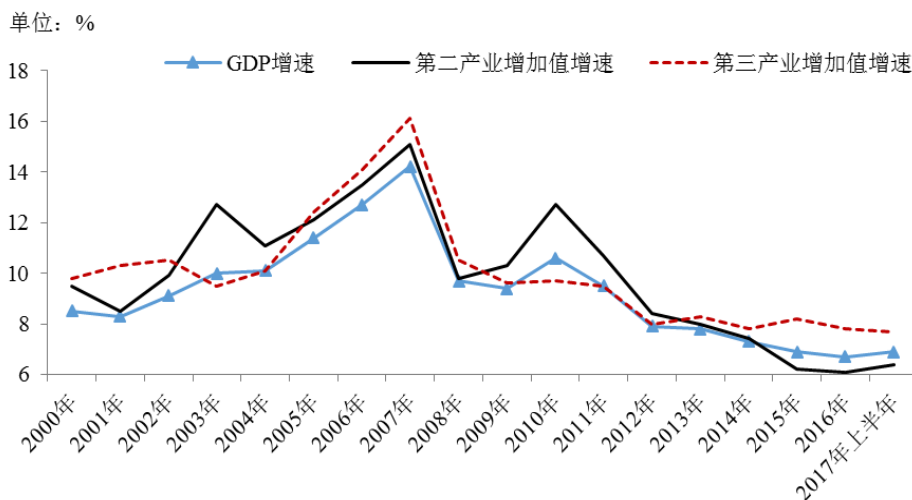


图 6：2000—2017 年分产业增加值增速变化情况

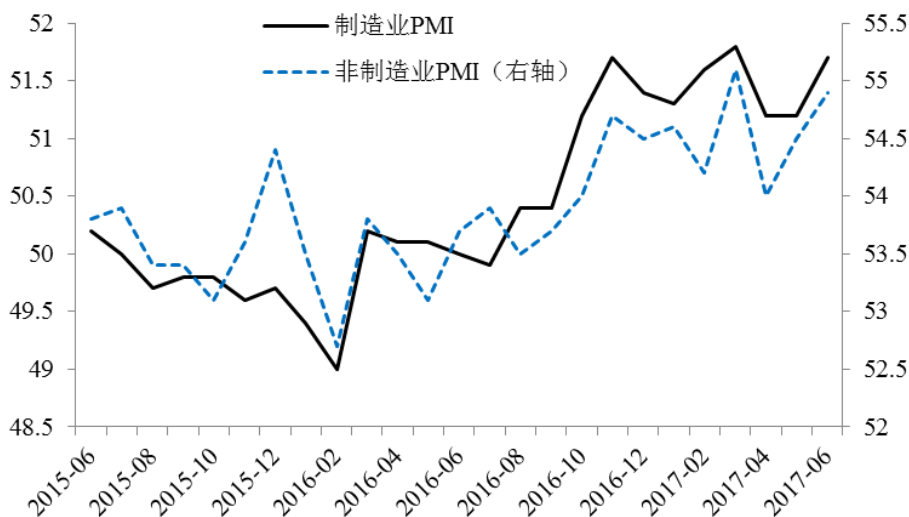


图 7：制造业与非制造业 PMI 均处于近年来的较高水平

5. 从部门效益来看，工业企业利润大幅回升，居民收入增速有所提高

今年以来，企业盈利状况显著改善。1—5 月规模以上工业企业利润同比增长高达 22.7%，比 2016 年全年提高 14.2 个百分点，主营业务收入利润率达到 6.05%，同比提高 0.45 个百分点。其中，在煤炭、钢铁等原材料价格快速上涨的带动下，主要集中于上游行业的国有企业盈利状况改善最为明显，1—5 月利润同比增长 53.3%，较去年上升 46.6 个百分点。私营企业利润同比增长 14%，较去年上升 9.2 个百分点。

上半年居民人均可支配收入同比增长 7.3%，与去年相比提高 1 个百分点，



高于 GDP 增速 0.4 个百分点，结束了新常态以来的持续下滑态势。其中，城镇居民人均可支配收入同比增长 6.5%，较去年上升 0.9 个百分点。农村居民人均可支配收入同比增长 7.4，较去年上升 1.2 个百分点。

6. 从价格水平来看，核心 CPI、PPI 以及 GDP 平减指数全面上涨

CPI 方面，虽然上半年我国 CPI 的整体涨幅较去年有所回落，但剔除食品和能源价格的扰动后，核心 CPI 涨幅实际上较去年有所上升。上半年核心 CPI 同比涨幅为 2.1%，较上年提高 0.5 个百分点。由于食品和能源价格容易受供给因素的影响大幅波动，核心 CPI 能够更准确地反映消费需求的变化情况。上半年核心 CPI 涨幅的扩大主要源于服务项目价格的上升，1—6 月医疗保健、家庭服务、旅游以及教育服务价格同比涨幅分别为 5.4%、4.2%、4.1% 和 3.3%，均高于整体核心 CPI 涨幅，这一定程度上印证了居民消费结构在不断升级。

PPI 方面，上半年 PPI 同比涨幅为 6.6%，较去年大幅提高 8 个百分点，延续了 2016 年下半年以来出现的恢复性上涨态势。其中，生产资料出厂价格回升对 PPI 上涨的贡献较大。上半年生产资料 PPI 同比涨幅达到 8.8%，与去年相比回升 10.6 个百分点，对 PPI 涨幅的贡献率高达 99.4%。生产资料中钢铁、有色金属、石油加工业 PPI 分别上涨 29.3%、16.2%、24.7%，较去年分别上升 26.8、18.2 和 31.4 个百分点。

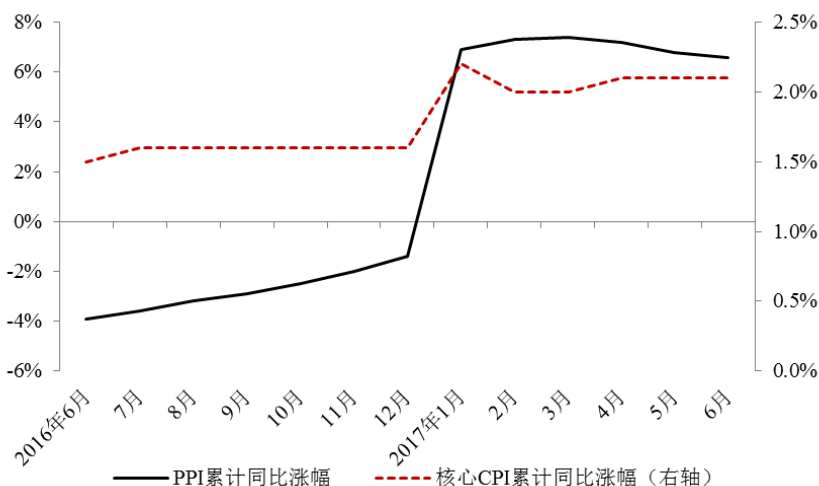


图 8：核心 CPI 与 PPI 显著上涨

GDP 平减指数方面，上半年我国 GDP 平减指数累计上涨 4.5%，较去年全年提升 3.2 个百分点。分产业来看，GDP 平减指数的快速回升主要是 PPI 快速上涨拉动第二产业 GDP 平减指数大幅上升所致。上半年，第二产业 GDP 平减指数累计上涨 6.9%，较去年回升 8 个百分点。

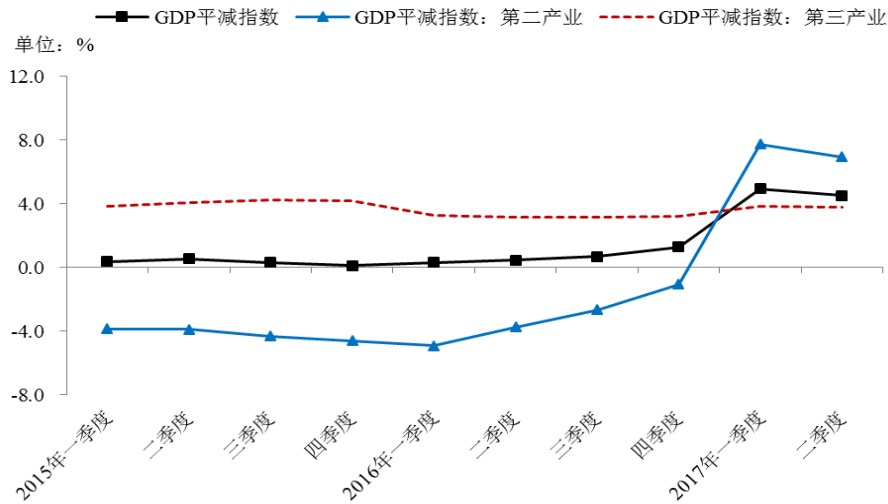


图 9: GDP 平减指数快速上升

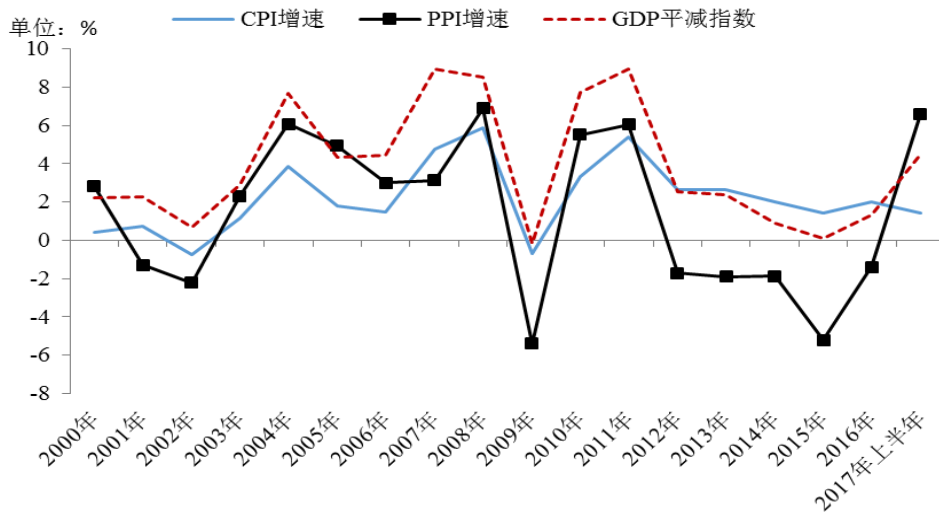


图 10: 2000—2017 年 CPI、PPI、GDP 平减指数变化情况

(二) 下半年经济下行压力将有所加大

1、房地产市场进入调整期，商品房销售增速放缓，房地产开发投资增速开始回落。

随着去年 10 月份以来房地产市场调控力度的不断加码，以及年底中央经济工作会议对“房子是用来住的、不是用来炒的”定位的明确，今年以来房地产市场明显降温而进入调整期。商品房销售方面，1—6 月商品房销售额和销售面积同比增速分别为 21.5%和 16.1%，比去年全年增速下降 13.3 个和 6.4 个百分点，更是比去年同期下降了 20.6 个和 11.8 个百分点。需要说明的是，虽然 1—6 月商品房销售额和销售面积增速较 1—5 月有所回升，但部分是源于去年同期增速回



落幅度较大带来的低基数效应，下半年房地产销售增速或继续放缓。

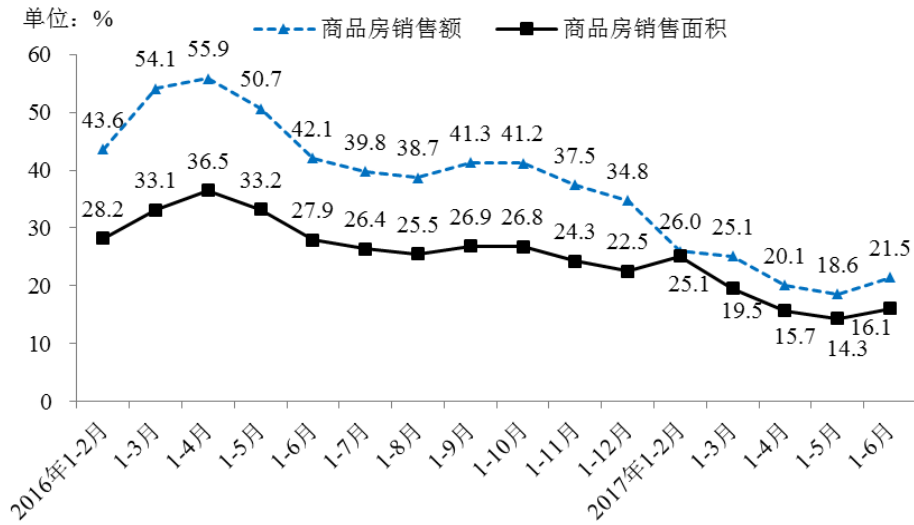


图 11：上半年商品房销售增速较去年明显下降

房地产开发投资方面，由于销售增速的下滑对投资的影响存在一定的滞后性，所以今年前 4 个月房地产开发投资增速仍延续上升态势。但是自 5 月份开始，房地产开发投资增速开始回落。1—6 月房地产开发投资增速较 1—4 月下es了 0.8 个百分点。考虑到今年上半年房地产调控进一步升级等因素影响，下半年房地产开发投资增速的回落压力将继续加大。

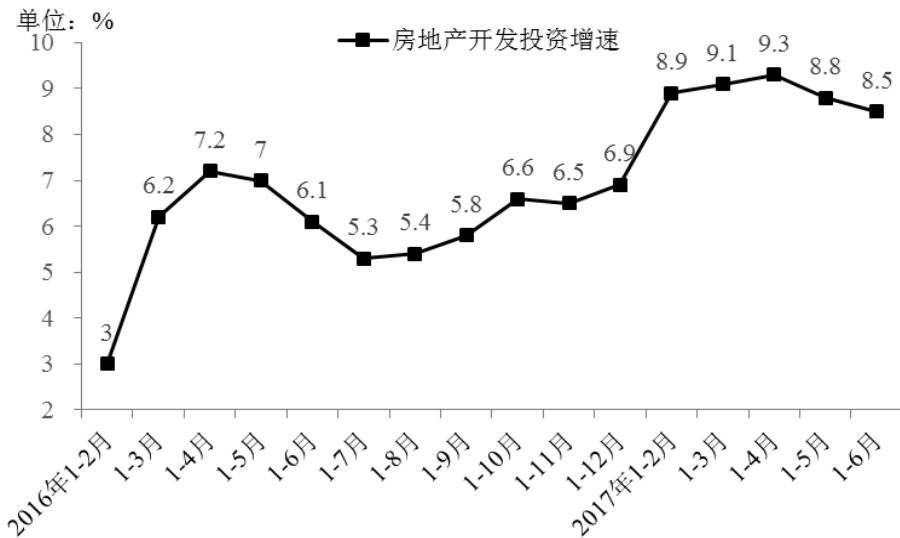


图 12：房地产开发投资增速开始回落

2、全社会固定资产投资增速稳中趋缓迹象明显，新开工项目投资增速较去年大幅下降



虽然上半年固定资产投资增速比去年有所回升,但是二季度以来固定资产投资增速有所趋缓。二季度末全社会固定资产投资增速为 8.6%,比一季度末下降了 0.6 个百分点。其中,二季度末民间固定资产投资增速比一季度末下滑了 0.5 个百分点。而政府主导的基础设施建设投资(不含电力、热力、燃气及水生产和供应业)增速下滑幅度较大,比一季度末下滑了 2.4 个百分点。

上半年新开工项目计划总投资增速为-1.2%,比去年全年增速下降 22.1 个百分点。作为投资增速的先行指标,新开工项目投资增速的大幅下滑,表明固定资产投资增速的趋势势头在下半年或将进一步延续。

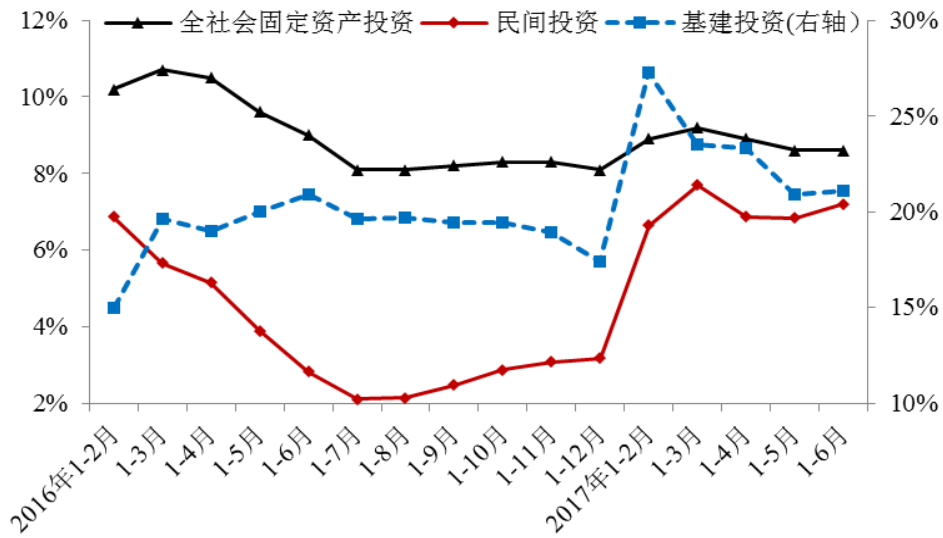


图 13: 二季度以来固定资产投资增速稳中趋缓

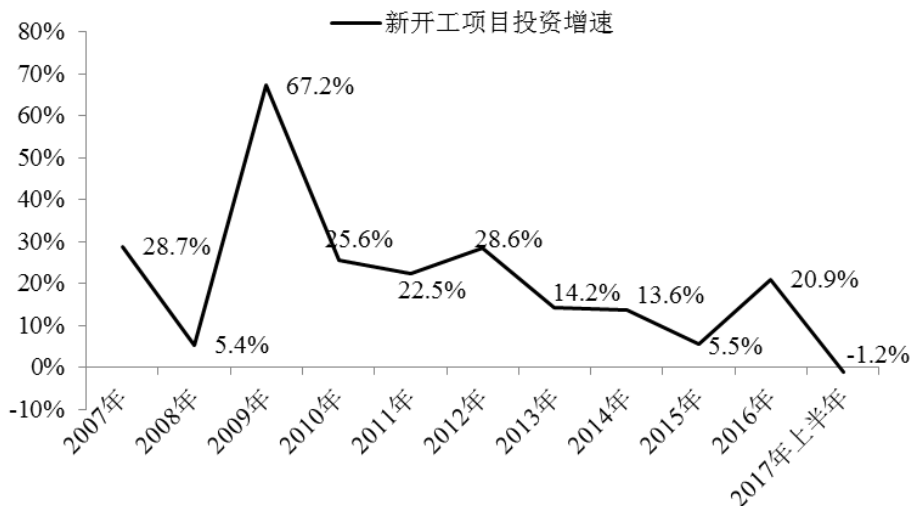


图 14: 新开工项目投资增速较去年明显下滑

3、PPI 同比涨幅见顶回落,表明去年下半年以来支撑经济企稳的补库存周



期逐渐接近尾声。

自去年二季度起，由于“去产能”举措导致上游行业的供给收紧，加上房地产投资和贸易出口改善带动企业补库存意愿增加，PPI 涨幅呈现快速回升势头。去年9月份PPI由负转正（此前已经连续54个月为负），至今年2月份涨幅高达7.8%。自此之后，PPI 涨幅开始持续回落。6月份PPI 涨幅虽然与5月份持平，均为5.5%，但是剔除翘尾因素后，6月份的新涨价因素其实只有0.8%，比5月份下降0.2个百分点。而环比方面，截至6月份PPI 环比已连续3个月为负，进一步印证了PPI 的回落走势。从过去一年PPI 与工业企业产成品资金增速紧密的相关性来看，PPI 的回落也将预示着企业补库存周期逐渐接近尾声。

事实上，企业补库存对于过去几个季度的中国经济增长发挥着重要作用。这突出表现为今年一季度在消费增速略有回落、固定资产投资增长较为稳定、贸易顺差大幅收窄的情况下，中国GDP 增速反而有所上升，从去年四季度的6.8%上升至6.9%，由此反映出存货投资加快在其中起到的关键作用。因此，下半年库存周期对经济增长推动作用的减弱，会使得经济下行压力有所加大，增速放缓势头加剧。

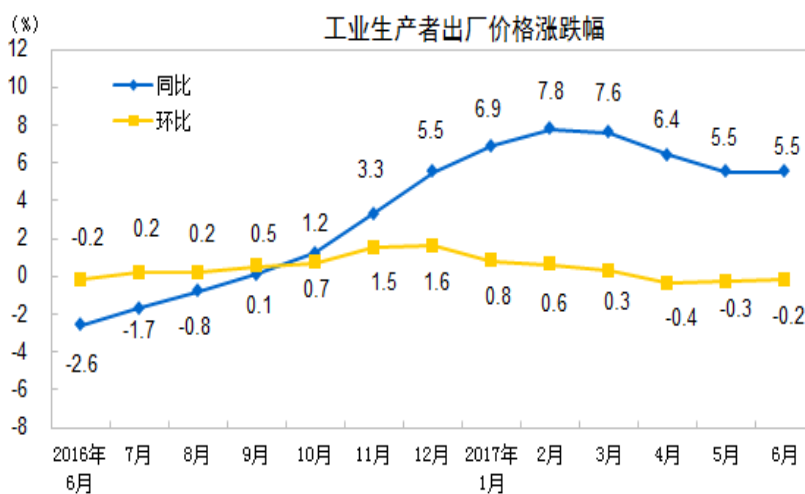


图 15：4 月份以来 PPI 同比涨幅见顶回落、环比持续下跌

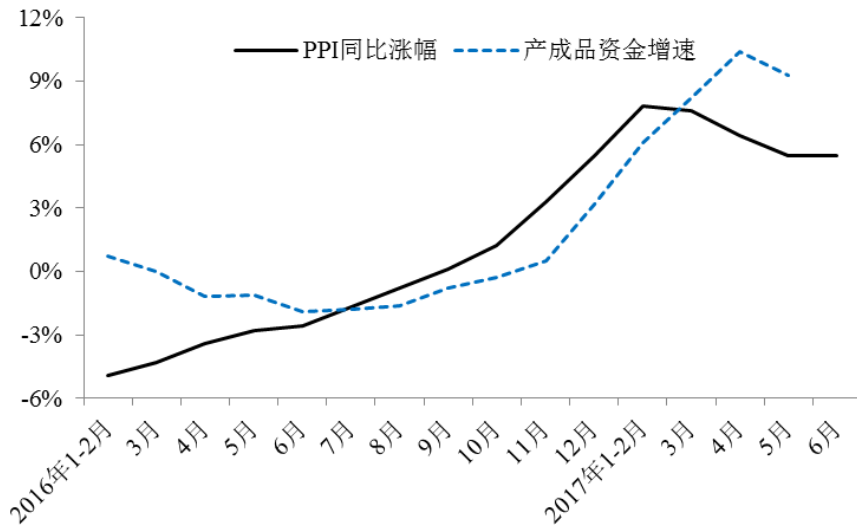


图 16: 去年下半年开启的企业补库存周期接近尾声

4、企业生产成本持续上升，利润增速开始放缓，意味着多数企业的生产经营压力逐渐加大。

今年以来，企业生产成本的持续上升趋势值得关注，规模以上工业企业每百元主营业务收入中的成本由 1—2 月份的 84.91 元上升至 1—5 月份的 85.51 元。相应地，在主营业务收入增速保持平稳的情况下（前 5 个月始终保持在 13%—14%），规模以上工业企业的利润增速却明显下滑，由 1—2 月的 31.5% 下降至 1—5 月的 22.7%。因此，虽然从上半年整体来看，企业盈利状况有所改善，利润增速处于高位，但是生产成本持续上升对企业利润增速的负面影响不可忽视。下半年企业的生产经营压力或将大于上半年。

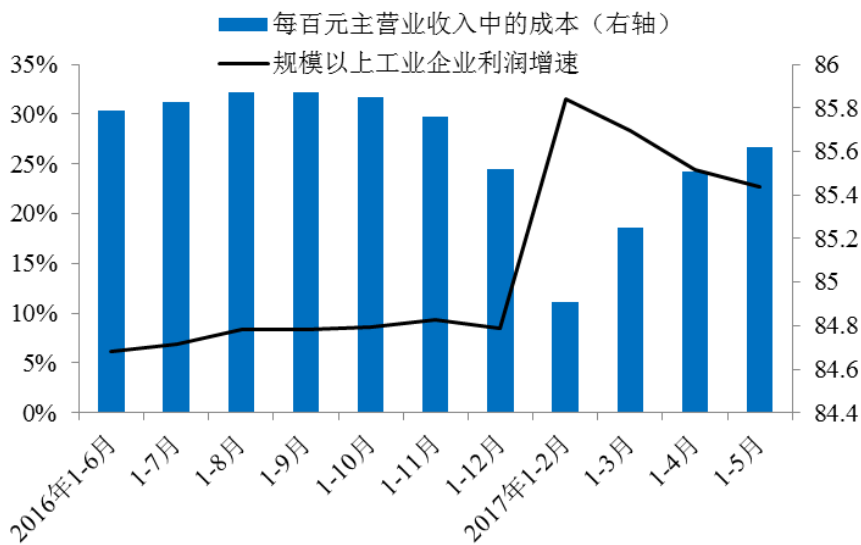


图 17: 工业企业生产成本上升且利润增速放缓



5、虽然 6 月份 PMI 整体提升，但是中小企业 PMI 有所下降，表明经济增长的内生动力有所减弱。

6 月份中国制造业采购经理指数（PMI）超预期回升，比上月上升 0.5 个百分点，达到了 51.7%。但是仔细分析可以发现，制造业景气度的回升主要是因为大型企业景气度的改善。6 月份，大型企业 PMI 为 52.7%，比上月上升 1.5 个百分点。相比之下，中型企业 PMI 为 50.5%，低于上月 0.8 个百分点；小型企业 PMI 为 50.1%，比上月回落 0.9 个百分点。一般而言，中小企业的景气度比大型企业更能反映经济增长的内在动力。因此，6 月份在整体 PMI 回升的情况下，中小型企业 PMI 显著回落，意味着经济增长的内在动力或有所减弱。

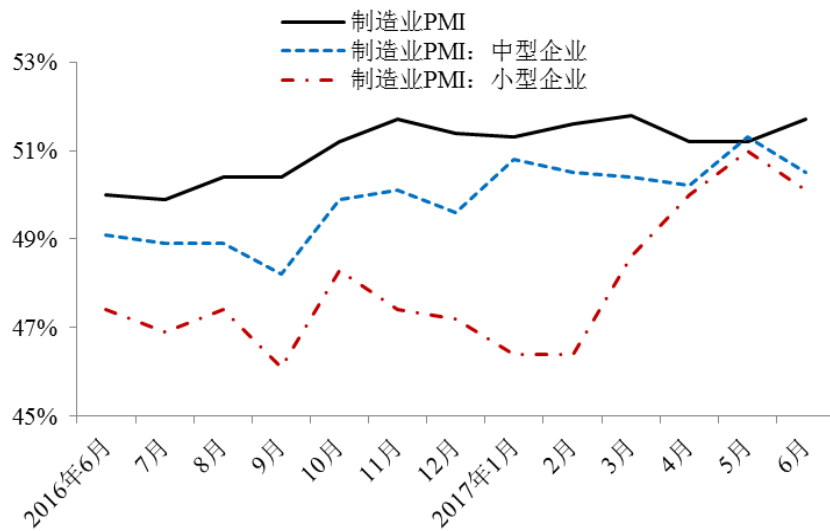


图 18：6 月份中小企业 PMI 明显回落

6、金融去杠杆导致流动性收紧、资金利率中枢上行，增加了实体经济的融资难度，从而会加大经济下行压力。

2016 年底中央经济工作会议明确提出“要把防控金融风险放在更重要的位置”，由此金融去杠杆成为了今年上半年宏观政策的重点。其中的一个重要举措就是通过适度收紧流动性，提高货币市场的利率中枢，从而抬升金融机构的负债成本以抑制资金的套利活动。截至 6 月底，M2 增速已大幅降至 9.4%，比去年全年下降 1.9 个百分点，历史上首次跌破 10%。6 月份同业拆借加权平均利率为 2.94%，去年底高出 0.5 个百分点，比去年同期高 0.8 个百分点；质押式回购加权平均利率为 3.03%，去年底上升 0.47 个百分点，比去年同期高 0.92 个百分点。

流动性收紧与货币市场利率中枢上行虽然旨在推动金融去杠杆，但是对实体经济融资活动的负面影响不容忽视。一方面，流动性收紧加大了企业的融资难度。今年前 5 个月固定资产投资到位资金增速始终处于同比下降态势，这是以往从未



出现过的情况。同时，国家统计局调查数据也显示，截至6月底反映资金紧张企业的比重已经连续4个月超过四成。另一方面，货币市场利率中枢的抬升已经传导债券市场和信贷市场，提高了企业的融资成本。6月底一年期国债收益率为3.5%，较去年底上升0.8个百分点。一季度非金融业及其他部门贷款加权平均利率为5.53%，比去年底上升0.26个百分点，预计二季度贷款加权平均利率也将进一步上行。因此，金融去杠杆通过影响企业的融资活动，会对实体经济的生产与投资产生一定影响，进而加大经济的下行压力。

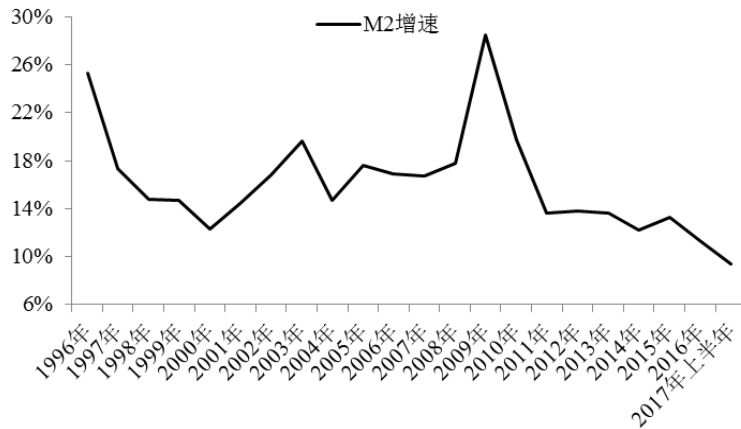


图 19: M2 增速首次跌破 10%

7、债务率上升速度依然较快，尤其是家庭部门债务压力显著加大，高债务对经济增长的抑制作用不容忽视。

根据国际清算银行（BIS）最新发布的数据，2016年底中国非金融部门的债务率高达257.0%，比2015年上升了12.1个百分点。相比之下，发达国家非金融部门的平均债务率下降1.9%，其中日本上升7.0%，美国上升2.9%，欧元区下降1.8%。新兴经济体的平均债务率上升10.5%，这主要源于中国债务率大幅上升的影响，其他新兴经济体中韩国上升1.5%，巴西上升0.9%，印度下降3.9%，俄罗斯下降5.1%。由此可见，中国债务率的上升速度在主要经济体中位居前列。

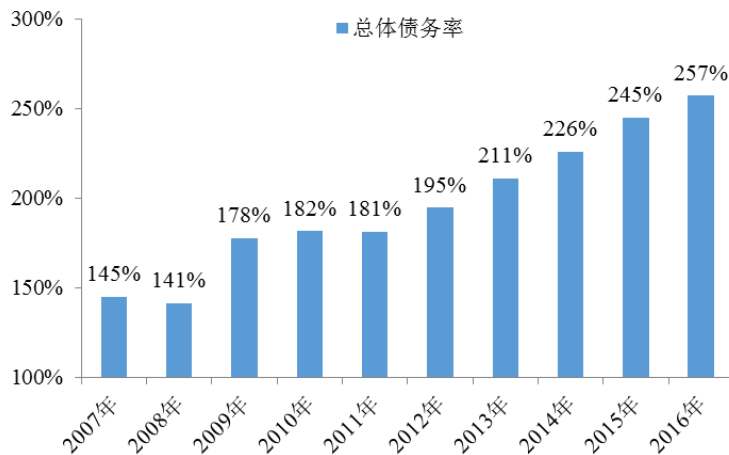


图 20：中国债务率水平持续上升

具体到各部门的债务率，当前中国家庭部门债务率上升速度最快，这是不同于过去几年的一个重要变化。2016 年家庭部门债务率上升幅度为 5.6 个百分点，达到 44.4%。家庭债务的快速扩张主要源于房贷的大幅增加，2016 年个人住房贷款同比新增 4.8 万亿元，占到全年新增贷款的 38%。而今年上半年这一势头依然延续，1—6 月新增住户贷款占全部新增贷款的比重高达 47.3%，比去年同期提高 8.2 个百分点。事实上从全球范围来看，中国是近年来为数不多的家庭部门债务率持续上升的国家，美国与欧元区家庭部门在 2008 年全球金融危机之后一直处于去杠杆进程。

更值得注意的是，债务率只是统计了家庭部门从金融机构获取的信贷总额，还不能全面反映中国家庭部门的真实债务负担。中国家庭还是以向亲戚朋友借钱的民间借贷为主，从而存在大规模的隐性债务。若将这一因素考虑在内，家庭部门的债务率可能已接近于日本、欧元区等一些发达经济体。可见，中国家庭债务不只是积累速度过快，债务的绝对规模也已不容忽视。

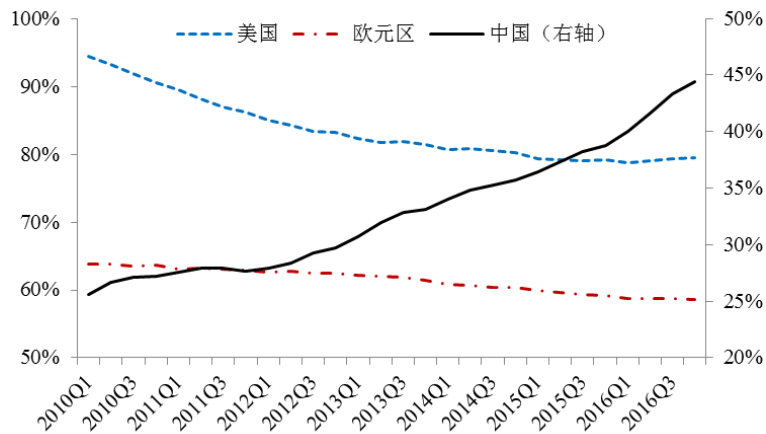


图 21：近年来中国家庭部门债务率快速上升态势不容忽视



与此同时，非金融企业与政府部门债务率继续处于上升态势，债务风险不断加剧。非金融企业部门方面，截至 2016 年底的债务率高达 166.3%，在主要经济体中仍居于首位。虽然去年以来非金融企业债务率上升速度略有放缓，但这主要与 PPI 快速回升带动企业盈利状况显著改善有关。而今年二季度以来 PPI 涨幅见顶回落态势明显，企业利润增速开始放缓，盈利能力出现下滑。同时在金融去杠杆背景下，资金利率水平较去年显著上升，由此也会进一步加剧企业的偿债压力与债务负担。政府部门方面，在债务置换等举措的作用下，政府债务率上涨势头得到一定控制，2016 年底为 46.4%。然而，地方债务置换只是短期的债务转换为长期债务，虽然偿债成本有所降低，但是债务风险并没有完全消除。不仅如此，当前各地又兴起了一轮 PPP 热潮，这些 PPP 项目的资金主要还是以地方政府担保的银行贷款为主，由此会进一步加剧地方政府债务的潜在风险。

总体而言，中国高债务风险未得到有效缓解，债务率攀升速度过快。从已有研究得到的结论来看，债务率上升速度的快慢往往是影响经济运行的核心要素。债务率上升速度过快会使得负债主体的偿债负担显著加大，不仅会抑制消费与投资需求的扩张，更会加大经济危机爆发的概率。野村证券通过总结以往金融危机的共同特征提出了著名的“5-30”规则，即一个国家如果 5 年之内债务率上升幅度在 30% 以上，那么其发生危机概率会大大提高。2012—2016 年间中国债务率上升幅度已经高达 75.9%。虽然中国的高储蓄率以及负债主体是地方政府和国企等特征，使得爆发债务危机的可能性较小，但是债务率的快速上升对经济增长的抑制作用会越来越明显。

8、外部环境存在较大不确定性，可能加大中国经济下行压力。

上半年全球经济温和复苏所营造的较好外部环境，一定程度上助推了中国经济的企稳回升。但是应看到，全球经济增长动力尚未显著增强，复苏势头并不稳固，外部环境依然存在着较大的不确定性。其一，贸易保护形势依然较为严峻。特别是在英国“脱欧”以及对贸易保护大力支持的特朗普政府上台后，“逆全球化”趋势进一步加剧。尽管刚刚结束的 G20 峰会达成了对抗贸易保护主义，反对不公平贸易行为的共识，但正如 IMF 主席拉加德所言，“贸易保护之剑”仍高悬于全球贸易之上。其二，全球流动性或将面临拐点。除美国开启加息周期之外，加拿大央行近 7 年来首次加息，英国、新西兰、澳大利亚央行的加息意向也在逐渐增加，欧洲央行也可能于明年开始削减 QE。由此，过去十年所持续的宽松货币政策环境很可能结束，这对于当前复苏势头尚未稳固的全球经济和近几年全球出现的资产泡沫化趋势会产生怎样的影响，具有较大的不确定性。其三，民粹主义的兴起可能会加剧一些国家的国内政治分歧，而欧洲难民危机与恐怖主义的抬



头将加大地缘政治冲突爆发的风险。

此外值得关注的是，美国“减税+加息+缩表”的政策组合会对中国经济产生一定冲击。大规模减税计划是特朗普政府刺激经济的核心举措之一。作为扩张性财政政策，减税与美联储加息和缩表这两个收紧货币政策举措相叠加，将会推动美元的走强，并加大美国经济对资金和人才等生产要素的吸引力。这就会增加人民币贬值与资本外流压力。如果应对不当，较大规模的资本外流很可能对国内资产价格形成较大冲击，从而刺破房地产泡沫。房地产泡沫的破裂会引发银行业坏账飙升、债务大规模违约等一系列连锁反应，显著加剧“债务-通缩”风险。

综合来看，2017年中国经济可能将呈现“前高后稳”的走势，三、四季度GDP增速可能会有所放缓。预计全年GDP增速为6.7%，可以完成年初设定的6.5%左右的增长目标。

二、降低税负感比降低宏观税负更为关键

（一）中国宏观税负不高但税负感较重

宏观税负是衡量全社会总体税费负担的重要指标，宏观税负过高将降低企业的利润和居民可支配收入，从而抑制企业投资和居民消费的积极性，进一步加大经济的下行压力。正因如此，宏观税负问题引起了政府和社会各界的广泛重视。2016年7月中央政治局会议更首次提出“降低宏观税负”，并将其作为供给侧结构性改革“降成本”的重点任务之一。

现有研究主要基于三类口径对宏观税负水平进行衡量。一是小口径宏观税负，即税收占GDP的比重。二是中口径宏观税负，即财政收入占GDP的比重。财政收入指的是政府的一般公共预算收入。三是大口径宏观税负，即全部政府收入占GDP的比重。其中，政府收入包含一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社会保险基金预算四类预算收入之和。上述三类口径中，中、小口径均会低估中国的宏观税负。究其原因，中国税收及财政收入之外的其他收入占中国政府收入的比重较高。根据财政部公布的数据，2015年一般公共预算收入中的非税收入、政府性基金收入、国有资本经营收入以及社会保险基金收入之和占中国政府收入的比重高达47%左右，接近全部政府收入的一半。这部分收入同税收一样会减少企业利润和居民的可支配收入，是企业和居民的隐性负担。相比之下，大口径将全部政府收入考虑在内，能够更准确地衡量中国的宏观税负。

新常态以来，中国大口径的宏观税负与其他国家相比并不高。2012—2015年中国宏观税负平均保持在34%左右，仅小幅高于美国，而同一时期法国、瑞典等发达国家宏观税负平均高达50%左右，高于中国10个百分点以上。巴西、俄罗斯等发展中国家宏观税负也在40%左右，同样高于中国。

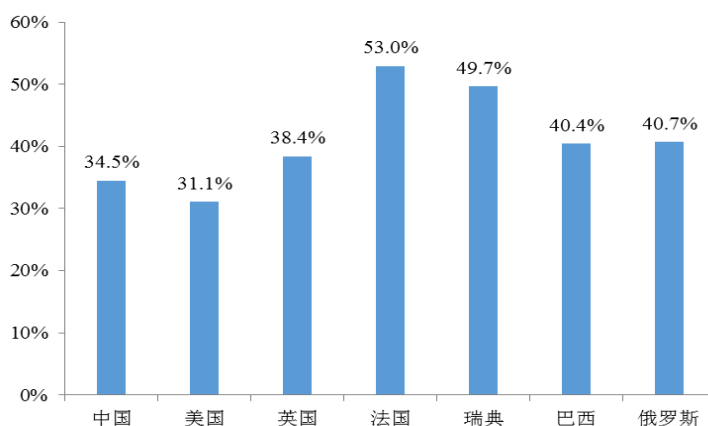


图 22：中国宏观税负与其他国家相比并不高

注：表中测算的宏观税负为 2012—2015 年平均值。

虽然宏观税负不高，但中国企业和居民的税负感却仍然较重，而且有进一步加重的势头。比如，中国工业与信息化部发布的《全国企业负担调查评价报告》显示，2015 年高达 52% 的被调查企业认为总体税负较重，而 2016 年这一比例进一步上升至 56%。因此，相比于宏观税负，中国居民和企业过重的税负感问题更加值得关注。

（二）中国税负感较重的主要原因及解决之策

造成中国企业和居民税负感较重的原因主要有三方面。第一，经济下行背景下宏观税负并未显著降低，宏观税负的自动稳定器效果较差。理想的税收制度下，宏观税负能够在经济下行压力加大时自动降低，实现自动稳定器的效果。欧美发达国家在 2008 年全球金融危机期间，宏观税负均有所下降。其中，美国宏观税负在 2008—2009 年危机时期，相比危机前（2007 年）累计下降幅度高达 3.3 个百分点。而中国自进入新常态以来，经济增速、企业利润与居民可支配收入均大幅下滑。但是，同一时期中国宏观税负不仅没有明显下降，反而在出现了不同程度的上升，2013 和 2014 年中国宏观税负分别为 35.1% 和 35%，相比 2012 年分别上升了 0.4 和 0.3 个百分点。宏观税负不降反升加重了企业和居民的税负感。

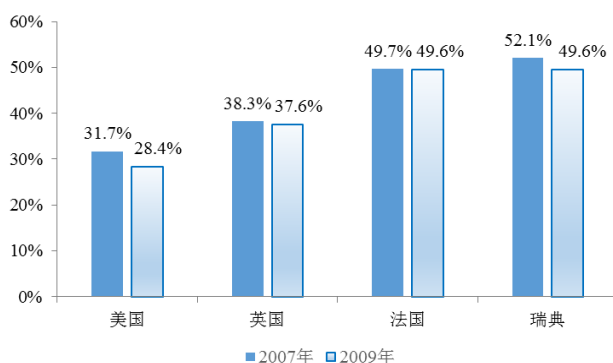


图 23：主要发达国家宏观税负自动稳定器效果较好

第二，税负在不同规模企业和不同收入居民之间分布不均。就企业而言，小微企业相比大型企业承担了较重的税负，主要原因有如下三点。一是小微企业相比大型企业面临较高的制度性交易成本。二是小微企业的税负转嫁能力较弱。由于小微企业所处的商品市场需求弹性较高，企业的议价能力较弱。在以流转税为主的税制结构下，难以与大型企业一样以提高商品价格的方式将税负部分转嫁给消费者，从而导致小微企业承担的流转税负担较重。三是企业所得税减半、免征部分行政事业性收费等一些针对小微企业的税费优惠政策落实不到位。

就居民而言，中低收入居民相比高收入居民税负较重。中国居民承担的税负主要是个人所得税和企业转嫁给居民的部分流转税。个人所得税方面，在“分类征收、代扣代缴”模式下，中低收入居民的工薪所得由所在单位代扣代缴，被严格控制在监管范围之内。而高收入居民的财产收入和经营收入没有固定的代扣代缴单位，避税和逃税的概率较大，由此导致个人所得税成为“工薪阶层税”，加重了中低收入居民的税负。流转税方面，中低收入居民相比高收入人群具有较高的边际消费倾向，在收入增加相同数量时，更多地消费商品和劳务，进而承担了较多企业转嫁的流转税负担。

第三，财政在民生领域支出的占比较低，导致居民缴纳税费的同时直接获益较少。提高财政在民生领域支出的比例有助于减轻居民的税负感。瑞典等北欧国家虽然宏观税负较高，但居民缴纳税费的同时也享受到政府提供的教育、医疗以及养老等各方面服务，因而对税负的实际感受较轻。然而，中国在教育、医疗和社会保障等与民生直接相关的领域支出占比与其他国家相比较低。2012—2016 年中国教育、医疗以及社会保障支出之和占一般公共预算支出的比重平均仅为 32.5%。而欧美发达国家教育、医疗和社会保障支出之和占财政支出的比重均在 60% 左右，瑞典、德国等国甚至接近 70%，是中国的两倍以上。俄罗斯、土耳其等发展中国家民生支出占比也均在 40% 以上，同样高于中国。因此，即使中国的宏观税负与上述众多国家相比较低，但若税费收入没有较好地用于改善民生，居民税负

感也依然较重。

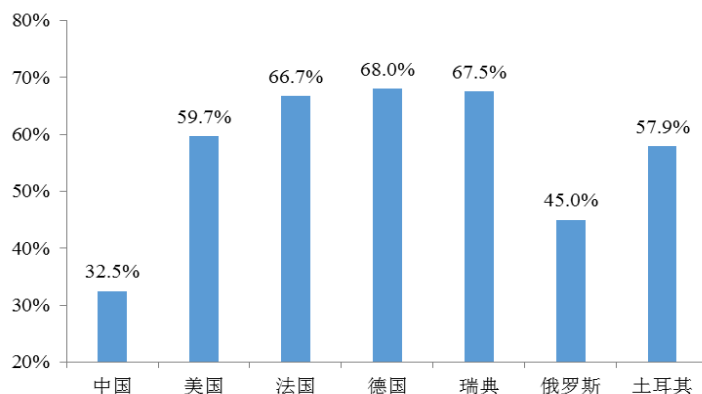


图 24：中国民生支出占财政支出的比重较低

有鉴于此，要真正减轻税负感还应从三方面入手。第一，进一步降低行政事业性收费和政府性基金等收入，减轻企业的隐性负担。具体而言，对于必要的收费项目应进一步降低征收标准，同时，将征收对象和资金用途与税收相似的收入纳入税收管理，以提高征管透明度和规范性。对于违规设立和征收的收入应坚决取消或停征。

第二，提高直接税比重，并完善所得税等直接税的征税体系。一方面，适当降低增值税、营业税等流转税的占比，进一步提高所得税等直接税的比重，以降低我国流转税占比过高的税制结构对税负公平性的不利影响。另一方面，在提高所得税占比的同时，应在个人所得税征收过程中降低工薪收入适用的税率，简化工薪收入所得税税级，并加强对高收入人群财产收入的税收征管，改变中低收入居民税负较重的局面。

第三，提高政府民生领域支出的占比，增加居民缴纳税费直接获益。教育支出方面，应从总量上增加财政对公共教育的支出，减少家庭收入对受教育程度和质量的影响，同时，从结构上优化公共教育支出的投向，加大对中低收入家庭和贫困地区的教育投入。医疗卫生支出方面，应积极推进公立医院综合改革，重点加大财政对基层医疗卫生服务体系的支持，使居民享受更完善和优质的医疗服务。社会保障支出方面，适当加大财政对社会保险基金的补助，减轻居民的社保缴费负担。

三、应实施“稳健略偏宽松货币政策+偏紧的宏观审慎政策”兼顾经济稳定与金融稳定

近年来，中国经济增速持续放缓的环境下金融体系却异常活跃，突出表现为金融业规模的快速膨胀。2016年中国金融业增加值占GDP的比重已经高达8.3%。



相比之下，美国这一比重的历史峰值不过为 2001 年互联网泡沫时期的 7.7%，而日本金融业增加值占 GDP 的比重则从未超过 7%。金融业的过度膨胀不仅加大了资金“脱实向虚”的倾向，不利于经济增长，而且更导致流动性风险、信用风险以及资产泡沫风险等各类金融风险不断加剧。由此，2016 年底的中央经济工作会议在继续重视“稳增长”的同时，首次明确提出“要把防控金融风险放在更重要的位置”，“着力防控资产泡沫”，将金融稳定的重要性提高到前所未有的高度，与经济稳定目标相并列。

鉴于过去几年金融业的快速膨胀主要源于金融机构通过加杠杆方式来赚取资产端与负债端息差的套利活动，所以今年以来，金融去杠杆成为了维护金融稳定的核心举措，也是宏观政策的主要发力点。一方面，货币政策由“稳健”调整为“稳健中性”，通过适度收紧流动性，提高货币市场的利率中枢，抬升金融机构的负债成本从而压缩资金的套利空间。另一方面，宏观审慎管理的力度有所强化，特别是一季度正式将表外理财纳入广义信贷的监控范围，着重限制银行表外业务的无序扩张。此外，银监会等监管部门也加强了微观审慎管理予以配合补充，针对各种不当的套利与金融创新行为进行全面的审查与清理。事实上，由于金融机构本身就是利用杠杆来运转的市场主体，以往金融杠杆问题一直被较少提及，各界始终聚焦于实体经济部门的杠杆率。但是从 2008 年美国次贷危机和 2015 年中国“股灾”等经验教训来看，金融杠杆过高往往是金融风险爆发的导火索。因此，此次政府着力推进金融去杠杆是十分正确的决定。

然而从政策效果来看，虽然金融去杠杆进程取得一定的进展，但是金融稳定与经济稳定两大目标之间的冲突随之出现。尤其是在货币政策收紧流动性与宏观审慎政策力度加码的双重“紧缩”效应下，实体经济的融资压力和难度显著加大，突出表现为以下三方面。一是，上半年 M2 增速与对实体经济发放的人民币信贷增速双双回落，尤其是 M2 增速历史上首次跌破 10%，截至 6 月末仅为 9.4%，比去年全年增速下降 1.9 个百分点，更低于年初制定的增速目标 2.6 个百分点。二是，今年前 5 个月固定资产投资到位资金增速一直处于同比下降态势，这一情况是 1990 年发布该指标以来首次出现，同样表明实体经济获得资金的难度明显增加。三是，从 6 月份国家统计局的调查数据来看，反映资金紧张企业的比重已经连续 4 个月超过 40%。较大的融资压力无疑会抑制企业的投资和生产需求，从而加大经济下行压力。由此可见，当前宏观政策并没有妥善地处理好金融稳定与经济稳定两者之间的关系。

要更好地兼顾经济稳定与金融稳定，在偏紧的宏观审慎政策维护金融稳定的情况下，货币政策应由“稳健中性”调整为“稳健略偏宽松”，聚焦于应对经济的下行压力。一是，根据丁伯根法则，一项工具难以同时达成两个目标。由于经济周期与金融周期并不同步，货币政策需要在稳定经济与稳定金融之间有所取



舍。2008 年全球金融危机后，学界与政策制定者基本形成了一致的共识，即货币政策更侧重实现经济稳定，宏观审慎政策更侧重实现金融稳定。二是，理论与历史经验均表明，货币政策并不是降低金融风险的有效政策工具。不仅如此，通过紧缩货币政策来应对金融风险，反而很可能会加剧资产价格的波动，甚至会刺破资产泡沫从而引发严重的金融危机。比如，上世纪 80 年代末日本央行多次上调贴现率意图为过热的资本市场适度降温，但是引发了股价、房价等资产价格的全面暴跌。三是，在房地产市场调控力度加大、补库存周期逐渐接近尾声的情况下，下半年中国经济下行压力将有所增加。同时，CPI 的低位运行与 PPI 同比涨幅的见顶回落也预示着下半年价格总水平的下滑压力将加大。因此，有必要将货币政策定位由“稳健中性”调整为“稳健略偏宽松”，保持流动性的合理适度，从而保证经济的平稳运行。

此外需要强调的是，稳健略偏宽松的货币政策与偏紧的宏观审慎政策虽然表面上政策方向相反，但是不会产生一些观点所认为的政策冲突问题，反而可以互相提高调控效率。一方面，在实施偏紧的宏观审慎政策抑制资金“脱实向虚”行为的情况下，稳健略偏宽松的货币政策能够更好地降低实体经济的融资成本，从而更有效地激发经济增长活力。另一方面，经济活力的增强也能够吸引一部分资金从金融体系流回至实体经济，强化宏观审慎政策抑制金融体系过度繁荣的效果，由此形成正向的良性循环。因此，就当前中国所面临的经济下行压力较大而金融风险不断加剧的局面而言，“稳健略偏宽松货币政策+偏紧的宏观审慎政策”是最优的政策组合。