

## 中国宏观简评

# 宏观税负再次上升

**2012年开始的营改增对宏观税负起到抑制作用。**1994年分税制改革以来，政府收入占GDP比重上升。2012年开始的营改增抑制了宏观税负的增长。税收收入占GDP比重从2012年的18.6%回落至2017年的17.5%；财政收入占GDP比例从2015年22.1%的高点下降至2017年的20.9%。

**今年以来税收增速再次加快，主要由增值税和消费税带动。**今年1-4月，增值税增长18.4%。2016年全面“营改增”取得了减税效果。但去年下半年以来，增值税占GDP比例再度回升。增值税全面取代营业税增加了企业偷逃税的难度；金税三期工程也提高了税收征管效率。今年1-4月消费税增长24%，主要由烟草和汽车行业销售收入增长带动。

**财政收入再次超出预算。**1994年以来，绝大多数年份财政收入都超出了预算。2014年修订预算法后超预算幅度下降，但2017年一般公共预算收入再次超出预算2.3个百分点。全口径预算的四项财政收入中，政府性基金收入和社会保险基金收入超预算幅度更大。个人所得税征收标准调整滞后于居民收入增长，使得个人所得税增速长期高于居民收入增速。

**政府性基金账户结余带来了财政存款的增长。**2015-2016年盘活存量资金降低了财政存款占M2比例，但2017年该比例再次回升。今年4月底，财政存款同比增长19.4%。过去几年，财政存款增长的重要来源是政府性基金收入。2013-2017年，政府性基金收入累计超预算4万亿元，形成2万多亿元结余。政府性基金账户结余弥补了一般公共预算资金不足，也积累了财政存款。

**随着减税措施陆续推出，税收和财政存款过快增长势头有望得到抑制。**2018年计划减税8000多亿元，相当于2017年财政收入17.3万亿元的4.6%。3月底以来推出多项减税措施，其中减税力度最大的增值税改革已经于5月1日开始实施。财政部4月25日下发通知督促各级财政部门加快财政支出进度、加大盘活财政存量资金力度。往前看，财政对实体经济的挤压将逐步缓解。

分析员

**刘蓓**

SAC 执证编号: S0080512120001  
SFC CE Ref: BEI881  
liu.liu@cicc.com.cn

分析员

**梁红**

SAC 执证编号: S0080513050005  
SFC CE Ref: AJD293  
hong.liang@cicc.com.cn

### 近期研究报告

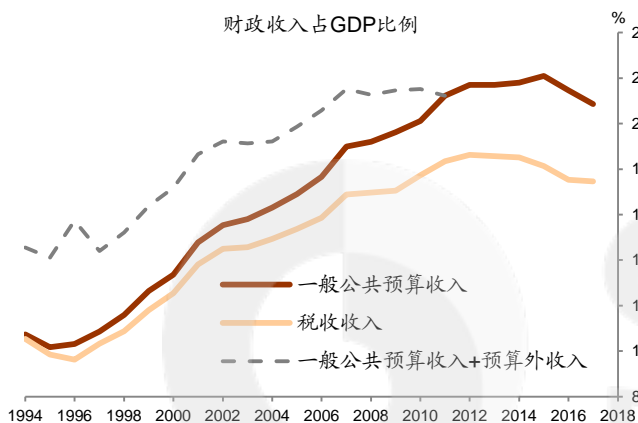
- 宏观经济 | 工业生产增速超预期 (2018.05.15)
- 宏观经济 | 3-4月PPP项目库清理加速、区域分化加剧 (2018.05.14)
- 宏观经济 | 财政收支增速比1季度放缓 (2018.05.14)
- 宏观经济 | 货币政策更注重稳增长、完善货币政策传导及金融监管 (2018.05.14)
- 宏观经济 | 调整后社融环比增速有所回升，但仍略显乏力 (2018.05.11)
- 宏观经济 | 进出口延续较快增长，继续关注中美贸易谈判 (2018.05.08)

## 宏观税负再次上升

1994年分税制改革以来，财政收入占GDP比重上升。1994-2017年，财政收入（一般公共预算收入加上原来的预算外收入）占GDP比重从14.6%上升至20.9%；其中税收收入占GDP比重从10.5%上升至17.5%。2012年开始实施营改增改革后，宏观税负上升势头减缓。税收收入占GDP比重从2012年的18.6%回落至2017年的17.5%；财政收入占GDP比例从2015年22.1%的高点下降至2017年的20.9%。（图表1）。

年初以来税收收入增速加快。1-4月，一般公共预算收入累计同比增长12.9%，比2017年全年增速7.4%加快。其中，非税收入下降8.8%；但是税收收入同比增长16.5%，比1季度名义GDP增速10.2%高出6.3个百分点。名义GDP增速从去年4季度开始放缓，税收增长趋势反而加快（图表2）。1季度，财政收入和税收占GDP比例同比都上升了0.8个百分点。

图表1：1994年以来宏观税负大幅上升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表2：今年以来，税收收入增速加快



资料来源：CEIC、中金公司研究部

### 当前税收增速加快主要由增值税和消费税带动

“营改增”改革减税的同时提高了征税率。2016年5月全面实施“营改增”改革一次性降低了企业税负，2016年下半年至2017年上半年增值税增速明显下降。但是，增值税的上下游抵扣机制增加了企业偷逃税的难度。与此同时，2016年10月全面上线的金税三期工程提高了税收征管效率。2017年下半年，随着营改增一次性减税效果减弱，增值税增速开始加快。今年1-4月，增值税同比增长18.4%，比2017年增速8%加快10多个百分点，增值税占GDP比例回升至接近2016年“营改增”改革前水平（图表3）。

烟草、汽车等销售收入带动消费税增速加快。今年1-4月，消费税同比增长24%，比2017年零增速大幅提升（图表4）。消费税主要对烟草、成品油、汽车和酒类等商品征收，其中烟草大约贡献一半消费税。1季度，烟草制品业和汽车制造业主营业务收入都比去年4季度加快。不过，4月份消费税增速已经从1季度的28%回落至11.1%。

增值税和消费税增长带动下，城市维护建设税增速也相应加快。城市维护建设税以增值税、消费税、以及之前的营业税为计税依据。尽管金额不大，其增速也从2017年全年8.1%上升到今年1-4月的16.6%。

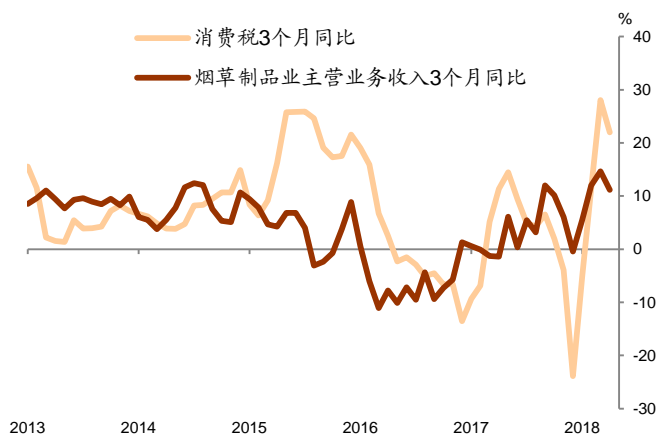
增值税、营业税和城市维护建设税三项税收2017年约占一半税收（分别39%、7%和3%）。

图表3：增值税占GDP比例回升



资料来源：CEIC、中金公司研究部

图表4：烟草销售带动消费税增速加快



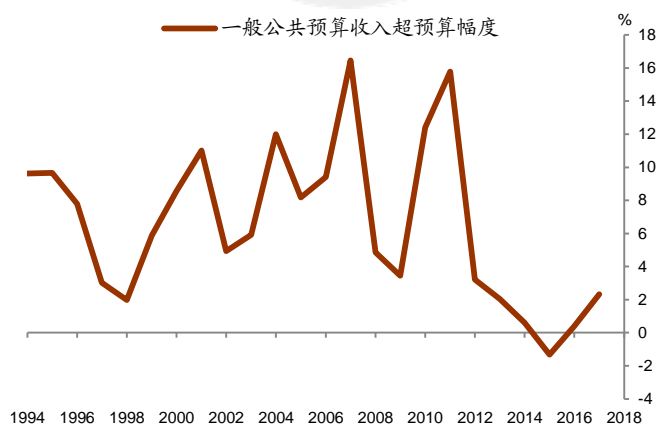
资料来源：CEIC、中金公司研究部

### 财政收入再次超出预算

**一般公共预算收入长期超预算。**每年3月财政部向人大提交的预算报告对财政赤字起到约束作用，但是不能约束财政收入。1994年以来绝大多数年份财政收入都超过年初预算，平均超出6.6%，只有2015年低于预算。2014年修订预算法以来财政收入超预算状况有所改善，但是2017年一般公共预算收入再次超出预算3937亿元或2.3个百分点。（图表5）

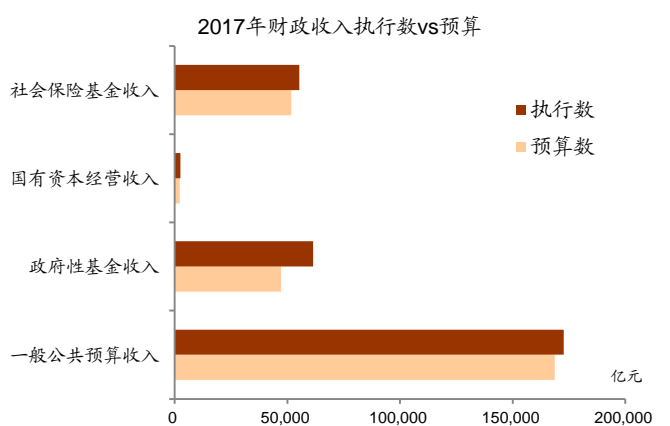
**全口径财政收入超预算幅度更大。**2014年修订的预算法确立了全口径预算体系，规定“预算包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算”。但是从过去几年的全口径预算收入看，政府性基金收入和社会保险基金收入比一般公共预算收入超预算幅度更大。（图表6）

图表5：一般公共预算收入长期超预算



资料来源：CEIC、中金公司研究部

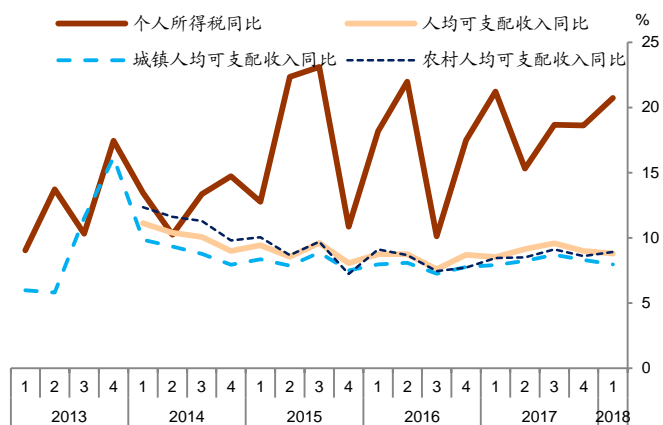
图表6：全口径财政收入超预算幅度更大



资料来源：CEIC、中金公司研究部

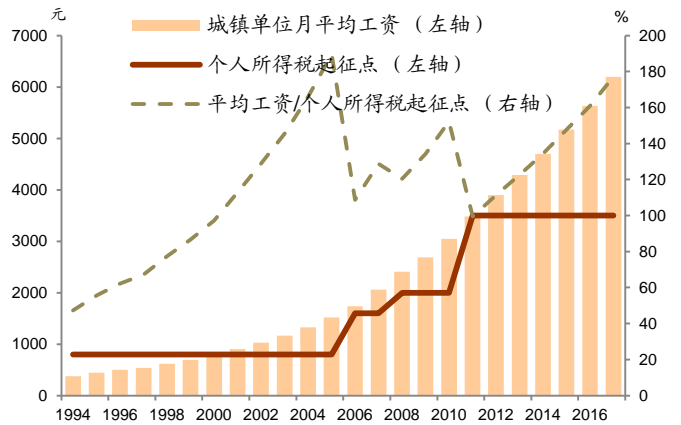
**个人所得税征收标准调整滞后让个人所得税收入维持高增长。**今年1-4月个人所得税同比增长20.8%，远高于1季度居民可支配收入名义增速8.8%（图表7）。累进制下，个人所得税增速自然快于居民收入增速，因为随着收入增长会有更多低收入者开始缴纳个税，现有纳税人也不断由低税率层级升入高税率层级。1994年分税制改革形成现行个人所得税制度以来，个税起征点上调了三次，累计增长4倍多，而同期城镇单位平均工资增长了16倍多。2011年最后一次上调个税起征点以来，城镇单位月平均工资从3483元增长至6193元，个税起征点目前仍维持在3500元（图表8）

图表 7: 个人所得税增速远高于居民收入增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 8: 个税起征点调整滞后于工资增长

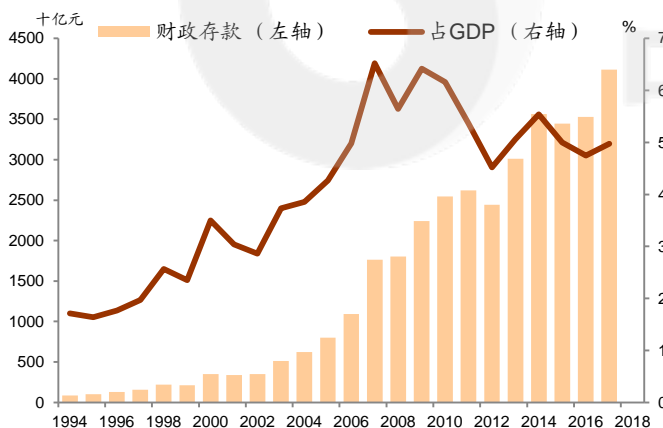


资料来源: CEIC、中金公司研究部

### 政府性基金收入超预算推高财政存款

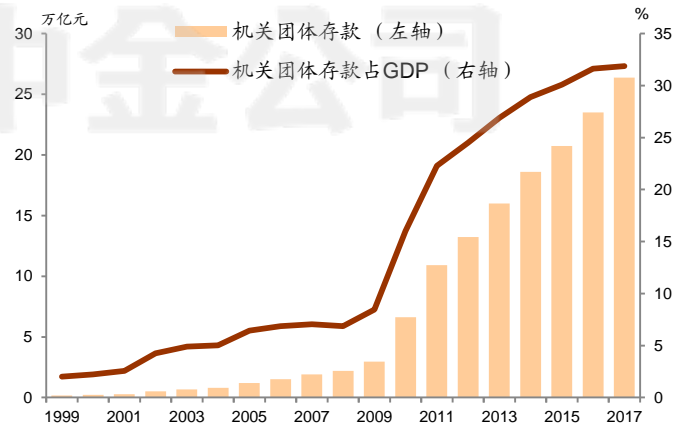
**财政存款再度上升。**中国政府部门拥有大量财政存款和机关团体存款<sup>1</sup>。财政存款占 M2 比例 2007 年达到顶峰后有所下降。2015-2016 年盘活存量资金抑制了财政存款的增长, 但 2017 年财政存款占 GDP 比例再次回升 (图表 9)。今年 4 月底, 财政存款同比增速高达 19.4%。机关团体存款占 M2 比例也在持续增长<sup>2</sup> (图表 10)。

图表 9: 2017 年财政存款达到 4.1 万亿



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 10: 2017 年机关团体存款达到 26.4 万亿



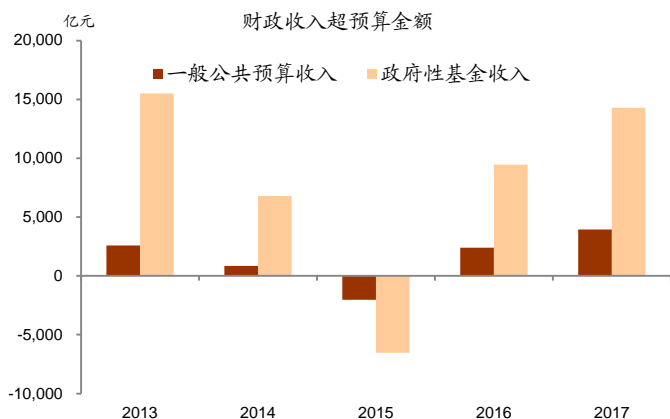
资料来源: CEIC、中金公司研究部

**政府性基金收入大幅超预算。**政府性基金预算收入主要来自土地出让收入, 过去几年地价上涨让政府性基金收入大幅超预算。2013-2017 年, 一般公共预算收入累计超预算 7730 亿元, 而政府性基金收入累计超预算 4 万亿元 (图表 11)。因此, 尽管一般公共预算账户盘活不少存量财政资金, 政府性基金账户却产能了大量沉淀资金。2013-2017 年, 政府性基金账户累计结余 2 万多亿元 (图表 12)。

<sup>1</sup> 参见 2014 年 11 月 5 日中金研究报告《中国资产负债表中的奇葩——政府部门巨额银行存款》和 2015 年 12 月 8 日中金研究报告《再谈政府以及公共部门储蓄过快增长的问题》

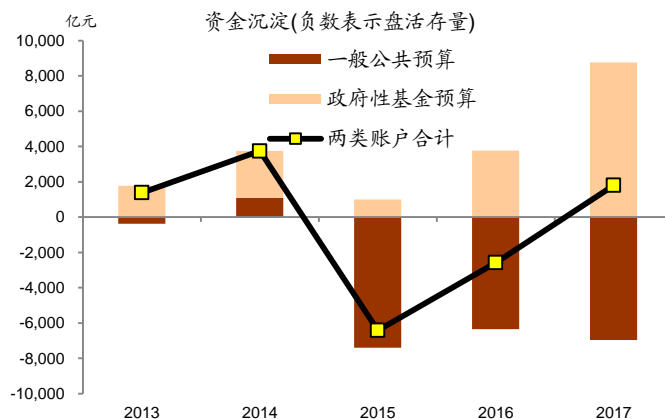
<sup>2</sup> 2010 年前后机关团体存款口径发生了调整, 存在不可比的因素, 但是其长期上升趋势至今仍未改变。

图表 11: 过去 5 年政府性基金收入累计超预算 4 万亿元



资料来源: CEIC、中金公司研究部

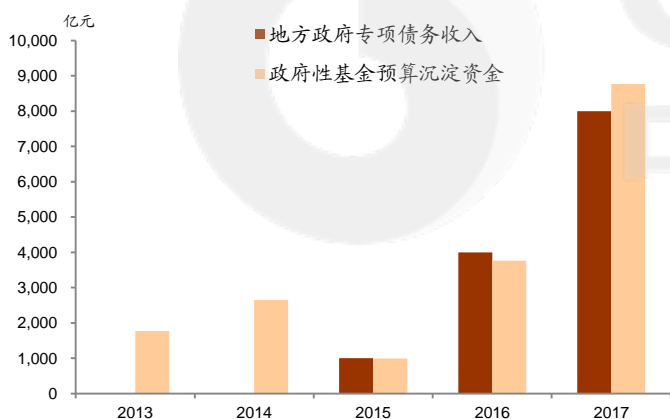
图表 12: 2013-2017 年政府性基金账户沉淀资金 2 万亿元



资料来源: CEIC、中金公司研究部

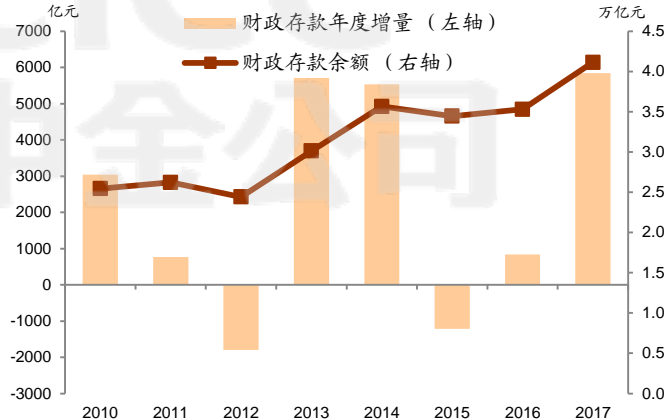
地方政府专项债券弥补了一般公共预算资金缺口。财政预算从 2015 年开始安排地方政府专项债券的发行。按照年初的预算安排,专项债券是用来弥补政府基金账户的赤字。但事后看,2015-2017 年即使不发行地方政府专项债券,政府性基金账户也已经实现平衡。发行专项债券为政府性基金账户带来结余(图表 13),弥补了一般公共预算账户的资金缺口,多余沉淀资金带来了财政存款的增长(图表 14)。2018 年财政预算安排了 1.35 万亿元地方政府专项债券,金额进一步扩大。

图表 13: 政府性基金沉淀资金和专项债发行量基本相当



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 14: 2017 年财政存款再度增长



资料来源: CEIC、中金公司研究部

### 税收高增长有望回落

3 月底以来推出了多项减税措施。今年计划减税 8000 多亿元,相当于 2017 年 17.3 万亿元财政收入的 4.6%。其中减税力度最大的增值税改革已经开始实施。今年还要为市场主体减轻非税负担 3000 多亿元。往前看,税收和财政收入增速有望回落。

- ▶ 3 月 28 日,国务院常务会议决定自 2018 年 5 月 1 日起降低税率水平、统一增值税小规模纳税人标准、退还部分企业的留抵税额。全年将减轻市场主体税负超过 4000 亿元。
- ▶ 4 月 4 日,国务院常务会议推出 5 项措施进一步减少涉企收费。全年可减轻企业负担 3000 多亿元。

- ▶ 4 月 26 日,国务院常务会议决定推出 7 项减税措施支持创业创新和小微企业发展等。全年为企业减轻税负 600 多亿元。
- ▶ 5 月 16 日,国务院常务会议推出两项减税措施进一步降低实体经济物流成本的措施。预计全年降低物流成本 120 多亿元。
- ▶ 5 月 22 日,国务院关税税则委员会发布公告,自 2018 年 7 月 1 日起降低汽车整车及零部件进口关税。

**个人所得税改革仍未推出。**今年的个人所得税改革将“提高个人所得税起征点,增加子女教育、大病医疗等专项费用扣除”。但目前个人所得税法修正案仍未提交人大常委会。按照以往经验,从人大常委会初审到个人所得税法修正案正式实施需要 1-2 个季度。预计个人所得税改革的减税效果将更多地体现在明年。

**财政支出进度将加快。**财政部 4 月 25 日下发《关于加强地方预算执行管理加快支出进度的通知》,督促各级财政部门加快财政支出进度、加大盘活财政存量资金力度。随着各项减税政策的实施,以及财政支出进度加快,财政对实体经济的挤压将逐步缓解。



## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**

## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
馨基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司