

财政政策调整对私人部门投资的影响

——基于政策需求和供给管理更迭的思考

马海涛 朱梦珂

(中央财经大学 财政税务学院, 北京 100081)

摘要:本文梳理了中国近20余年来财政政策调整及其与私人部门投资之间的内在联系。在应对两次金融危机时,中国实施的积极财政政策以需求管理为主,通过扩大财政赤字、增加政府投资等总量刺激政策改善市场需求拉动企业投资。2011年经济进入增速放缓期后,财政政策逐渐侧重供给管理,但在一定时期仍采用供需两端双管齐下的模式进行调控。除受市场整体需求收缩影响外,中国金融机构存款余额与社会融资规模存量之间差距扩大,以及企业二元产权结构内生出的融资成本分化现象逐步成为制约总量性财政政策效应发挥的关键。2016年后因结构性问题凸显,财政政策偏向以供给管理为主,如实施税收改革、减税降费等政策。在“十四五”这一重要战略机遇期,财税体制改革的发力点仍在于稳定总量与结构调整并行,采取加强政府债务融资管理、进一步调整减税方向、平衡不同所有制企业的投资结构等措施,激发微观主体投资活力。

关键词:财政政策;需求管理;供给管理;企业投资

中图分类号:F812 **文献标识码:**A **文章编号:**1003-5230(2022)01-0014-12

一、引言

习近平总书记在党的十九大报告中指出:“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。”财政作为国家治理的基础和重要支柱,为扩大公共品供给、调控宏观经济波动、促进社会经济转型提供了强大动力。中国作为世界上最大的发展中国家,在国际社会中扮演着重要角色,保持自身经济的稳步增长与高质量发展是提高综合国力的重要物质保障,这也要求财政政策要持续发挥稳增长的功能。

自2019年起,随着世界经济增速放缓、国内经济下行压力加大,消费增速减慢、投资增长乏力等内需低迷问题持续存在;2020年受新冠疫情冲击,全球产业链供应链遭遇严重阻碍,扩大内需与深化供给侧结构性改革成为提升经济发展效益和增长潜力的重要战略基点。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要(草案)》(以下简称《纲要》)指出,在内需体系中,消费对于经济发展有基础性作用,而投资对于优化供给结构有关键性作用。当前,微观主体活力

收稿日期:2021-12-11

基金项目:国家社会科学基金重大项目“实质性减税降费与经济高质量发展”(19ZDA070)

作者简介:马海涛(1966—),男,山东威海人,中央财经大学财政税务学院教授,博士生导师;

朱梦珂(1992—),女,安徽蚌埠人,中央财经大学财政税务学院博士生。

与预期下降,居民部门防御风险意识突出,通过爆发性的消费升级来带动经济增长的空间相对缩小^[1],如何发挥财政效力稳定投资以对冲经济下行压力成为重要关注点。2021年李克强总理代表国务院在十三届全国人大四次会议上作的《政府工作报告》和中央经济工作会议中,中央都强调积极财政政策要提质增效、提升效能,强化财政政策的跨周期和逆周期调节能力使财政政策精准发力被赋予更大期望。

从西方经济理论看,凯恩斯主义是财政政策发挥作用的理论基础。该理论认为,有效需求不足是经济常态现象,在短期内人们的边际消费倾向变化缓慢,产出与消费之间的缺口需要由投资来填补,尤其在经济萧条时期,政府应实行扩张性财政政策,通过扩大财政投资增加总需求,从而促进私人部门投资。自20世纪90年代中期以来,中国曾实施两次大规模的积极财政政策来应对金融危机,然而政策实施后在产生积极影响的同时也积累了很多问题,特别是在经济进入新常态后,表现为杠杆率水平快速攀升、债务风险问题日益严峻、资源配置扭曲加剧。凯恩斯主义在推崇财政政策在经济衰退时期发挥重要作用时,忽略了扩张性财政政策实施本身的资金约束问题以及金融市场因素与宏观经济之间的交叉联系^[2]。从微观角度看,私人部门投资除了受宏观经济环境影响外,还要受到自身财务特征、融资结构乃至金融市场供给等多方面因素的影响^[3]。在不同经济发展阶段,私人部门投资本身所面临的社会需求、资源优势以及融资状况存在着很大差异,因而财政政策的调控对于投资活动的最终影响效果也大相径庭,这意味着随着经济发展阶段的改变,财政调控手段势必要随之更迭,政策管理重心应因势而变。

本文通过梳理自1997年亚洲金融危机后中国财政政策变化的特征事实以及企业投资的变动趋势与成因,进一步思考政府财政政策的调整所带来的社会经济影响,为提升未来财政政策作用效果提供借鉴与启示。

二、中国财政政策变化的特征事实

在西方经济学中,根据财政政策在调节国民经济总量中的作用和影响不同,可将其划分为扩张性(宽松)财政政策、紧缩性财政政策、中性财政政策。图1中的柱形图部分显示了中国1997~2019年前公共财政支出增速与公共财政收入增速之差,从中可以看出,在这期间中国财政政策约有五次扩张的表现(数据来源:《中国统计年鉴》、Wind数据库、作者计算,下图同)。

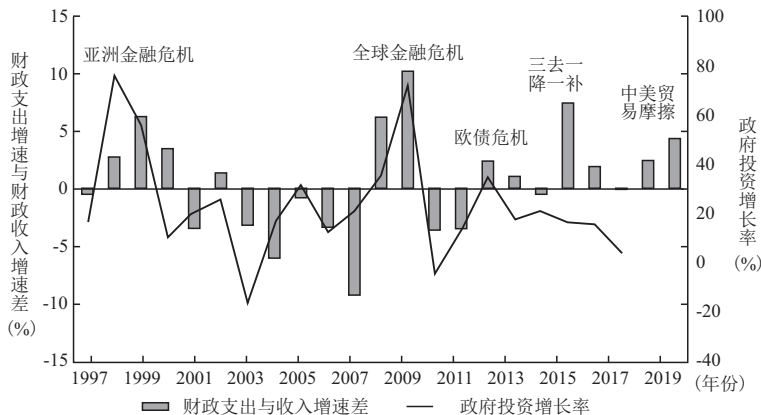


图1 中国历年财政收支情况与政府实际投资增速

第一次扩张性财政政策出现在亚洲金融危机期间。经过改革开放后近20年发展,国内市场的供给大幅度增长,在1996年后出现了“供给过剩”的局面。而亚洲金融危机的爆发使出口大幅下滑,国内大刀阔斧地推进国有企业改革造成了大量人员下岗,外需不振加内需不足直接导致国内经济陷入了通缩困境。当时,在工业产能过剩和需求疲软的情况下,通过增发国债,实行扩张性财政政策,拉动基建投资以消化过剩产品,带动经济增长成为可行选择^①。在1998年经全国人大第四次常务会议审

议通过的财政预算方案中,中央提出增发 1000 亿元长期国债,将所筹措的资金用于国家预算内基础设施建设专项投资。1999 年年初发行 500 亿元国债用于基建投资,年中再次增发 600 亿元国债以增加固定资产投资。此外,提高国有企业下岗职工的基本生活保障以及机关事业单位人员的工资水平,通过调节居民收入分配对国内消费需求形成刺激。

第二次扩张性财政政策出现在全球金融危机期间。进入 21 世纪以来,大规模的固定资产投资使工业生产的供给能力不断上升,而全球金融危机的爆发以及同一时期国内自然灾害对经济的冲击再次导致国际市场需求与国内需求双重下降,加剧了工业生产供给大于需求的局面。为此,中国推出了“四万亿”经济刺激计划,在财政政策调控方面,通过增加赤字与国债发行,推动民生工程、基础设施、生态环境等多方面建设。在税收政策方面,涉及个人所得税、汽车消费税、关税、印花税等多税种的调整与减免以减轻居民和企业负担,但减税规模相较于财政投资支出规模较小。总体上,这一时期主要以扩张财政支出的方式来扩大内需。

尽管这两个时期宏观经济不景气的背景并不完全一致,但共性在于家庭部门消费需求不足、企业投资意愿偏低,因此财政政策的实施是以扩张需求为主要特征^[4],即通过需求侧管理来促进经济增长,将储蓄向投资转化,以财政资金撬动银行贷款。在财政赤字率提升的过程中,政府进行了大规模基础设施投资建设以弥补私人部门投资的不足从而实现逆周期调节。图 1 中的折线图部分显示了 1997~2017 年间,政府历年投资支出的实际增长率^②,从中可以看出,中国政府实际投资增速在 1998 年和 2009 年分别达到了阶段性的高峰。

第三次扩张性财政政策出现在欧债危机时期。得益于中央及时有力的宏观调控,国内经济在全球金融危机后迅速触底反弹,但自 2011 年后经济增速又出现回落,此前经济刺激计划所遗留的问题也逐渐暴露。大规模的政府投资以及享有补贴的国有企业投资虽然在短期内迅速带动了市场的投资需求,但也引致了更低的资本回报率与更高的债务水平,且由于价格信号失效,部分行业的产能过剩问题愈加凸显^[5]。因此,除了经济增速在相当一段时间受周期性因素影响而持续承压外,经济发展中还存在着更多结构性问题,如供需错配、生产成本上升、市场运行机制不畅等。此后,在应对欧债危机、实施“三去一降一补”任务、处理贸易摩擦争端等,积极财政政策的实施更多依赖从供给侧发力。

欧债危机时期,世界经济的不确定性进一步增加,发达经济体的增长中枢已逐渐趋于下移,其经济的减速与衰退直接影响着中国的出口,引发了外需萎缩。通过财政政策发力来拉动内需是必要之策,但更重要的是要发挥财政政策效力推动结构性改革,促进经济增长内生动能转换。因此,此时积极财政政策的实施开始逐渐转向从供给侧发力。在保持政府适度的投资规模以保障基建和重点项目投资建设的同时,财政政策向结构性减税倾斜,如 2012 年开始推行“营改增”政策试点。

第四次扩张性财政政策出现在推进“三去一降一补”任务时期。进入 2014 年之后,经济增速持续放缓,上游行业产能过剩严重,2015 年底中央经济工作会议将“三去一降一补”作为供给侧结构性改革的五大任务,财政政策则是供需两侧双管齐下。一方面,全面推开“营改增”政策以减少重复征税、提高小微企业应纳税所得额上限,减轻企业税负,降低企业经营成本。另一方面,通过政府购买服务、产业基金、PPP 等模式推动基础设施建设投资,并在财政支出结构中向民生社保领域倾斜,提高终端市场的消费需求。

第五次扩张性财政政策出现在 2018 年以后。2018 年起中美贸易摩擦加剧了全球经贸形势的不稳定,国内经济下行压力也依旧显著,实施大规模的减税降费成为积极财政的一个重要工具。2018 年《政府工作报告》确定了超万亿元规模的减税降费政策,2019 年中国积极财政政策中最突出的表现则是将减税降费作为一项长期性的制度安排。包括下调增值税名义税率、提高小型微利企业的应纳税额标准、建立综合与分类相结合的个人所得税制度、提高个人所得税的基本减除费用标准等。虽然在需求管理方面,基础设施建设仍是发展经济的重要抓手,但受大规模减税所造成一般公共预算财政缺口增大影响,用于基建投资的预算内资金相对受到限制。加之地方政府债务余额不断扩大,债务付息支出也随之上升,即使安排地方政府专项债用于支持重大项目建设^③,但对于基建投资的推动效果

收获较小^④。

综上所述,在 1997 年亚洲金融危机之后的 20 多年间,中国财政政策在五个时期都表现出了较为明显的扩张性特征。而财政政策管理方式的转变可大致分为三个区间:一是在 2008 年全球金融危机及其之前,积极财政政策的实施是以需求管理为主;二是 2011 年经济进入增速放缓期后至 2016 年之间,积极财政政策的调控模式转为供需两侧双管齐下;三是在 2016 年后,积极财政政策更加侧重于供给管理。

三、企业投资的变动特征及财政政策调整产生的影响

西方经济理论在探讨财政政策的作用机理时,通常是以成熟的市场经济体制为隐含假设。对中国而言,财政政策效应除了具有国际的一般性外,还包括中国经济转轨时期的特有属性^[6]。

理论上,财政政策可以通过需求与供给两个渠道影响私人部门投资,前者可以改变私人部门的投资机会,影响企业的产出销售与利润,而后者则是可以影响企业的融资环境与融资成本。由于中国存在两个典型事实:其一,中国国有企业与非国有企业具有不同程度的预算约束;其二,中国直接融资比重较低,企业融资渠道较为单一。因此,中国财政政策在作用于企业的过程中,不能忽视的一个重要特征即是企业产权属性,不同所有制企业的投资变动受财政政策的影响会存在一定差异。因此,本文将结合不同时期国有企业和民营投资变动特征,分析不同类型积极财政政策的实施与企业投资之间的内在联系。

从企业投资的变动趋势看,以全社会固定资产投资为例,按投资资金来源分为国有企业投资和民营企业投资。其中,民营企业投资是采用全社会固定资产投资中减去预算内投资、外商投资和国有企业投资加以衡量。从图 2 中可以看出,民营企业与国有企业固定资产投资增长率(已根据 GDP 平减指数调整为实际量)在 2008 年全球金融危机之前总体呈现上升趋势,但在经济进入增速放缓期后,二者都呈现出明显的下降趋势。在不同的经济阶段,受经济形势、金融环境影响,企业经营绩效表现以及投资所受到的驱动因素存在着较大差别,因而财政政策的调整或管理方式的转变对于企业投资的影响机制和影响效果也会有一定差异。

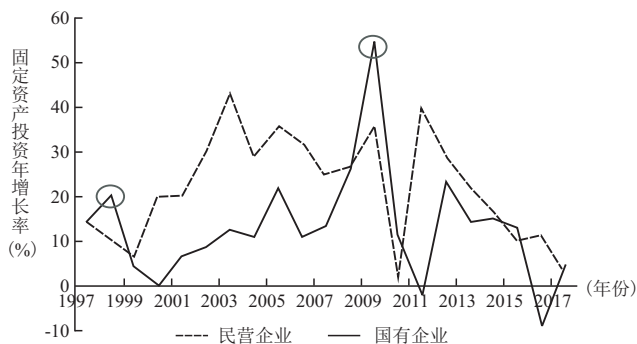


图 2 民营企业与国有企业固定资产投资增长率趋势

(一)企业投资受利润驱动,财政政策侧重调节需求(2001~2011 年)

自 2001 年中国加入 WTO 到全球金融危机爆发前,这一段时期正值经贸全球化以及中国工业化、城镇化进程快速发展的阶段。凭借着人口红利与资源优势,中国企业处于国内外市场需求旺盛的宏观环境中,企业产品销售具有较好的市场前景。因此,市场需求增加所导致的利润上升是该时期企业提高固定资产投资的主要推动力。如图 3 所示,这里以全部工业企业样本为例,在 2000~2008 年间,不论是国有企业还是民营企业的利润率整体均呈上升趋势,同时,值得注意的是,在该时期国有企业的利润率要高于民营企业。但在 2008 年之后,二者的利润率均呈下降趋势,尤其国有企业的利润率跌幅明显,并持续低于民营企业,直到 2017 年之后才有所回升且略高于民营企业。

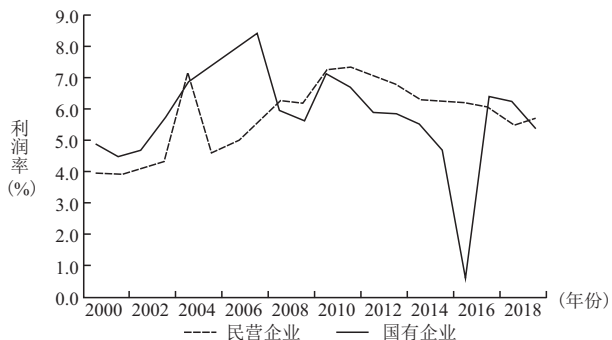


图 3 民营企业与国有企业利润率水平趋势

李系等^[7]和王勇^[8]曾采用国有企业和民营企业之间的“垂直结构”关系对这一现象进行解释。即,国有企业主要分布在产业链上游(产业链前端提供不可贸易的中间品),而民营企业主要集中在产业链下游(产业链后端购买中间产品并生产最终产品)。如图 4 中展示的国有企业与民营企业投资分行业分布情况看^⑤,在不考虑金融业的情况下,平均而言,民营企业投资占比最高的三个行业为住宿和餐饮业、批发和零售业、制造业;而国有企业投资占比前三的行业为水利环境和公共设施管理、交通运输仓储和邮政、电力燃气水的生产供应。总体而言,上游核心产业主要由国有企业垄断,对下游非国有企业所需的中间产品具有垄断定价权,通过攫取垄断“租金”获得更高的利润^[9]。

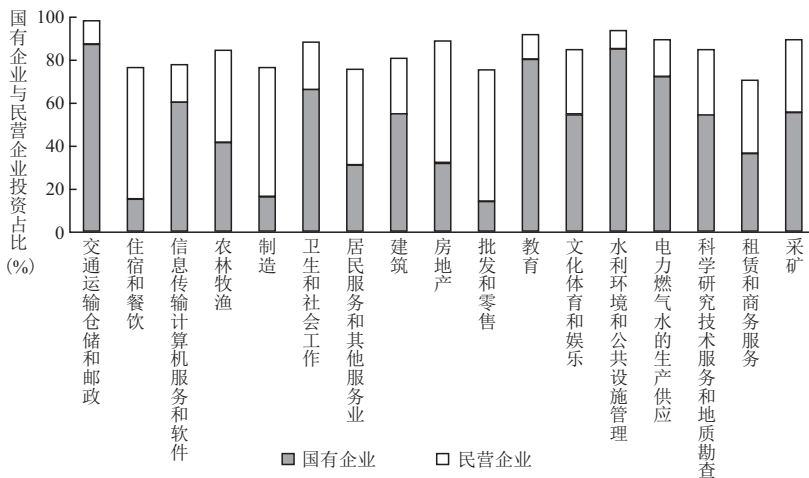


图 4 国有企业与民营企业投资分行业分布情况

由于在全球金融危机之前,中国乃至世界的经济增速都保持在一个相对较高水平,内外需强劲,且中国储蓄率高(中国储蓄率在 2008 年达到了改革开放后的最高值 50.78%),能够为高投资提供资金融通,企业的融资成本相对较低。当经济受到外部冲击时,财政政策调节对企业投资的影响渠道主要在于需求端。例如,中国应对两次金融危机所实施的积极财政政策就是一种以需求管理为主的总量性政策,其内涵在于扩大赤字、增发国债以刺激投资^[10]。其中,在应对亚洲金融危机时,主要由中央发行长期建设国债用于固定资产投资和技术改造,并且转贷给地方政府的部分不用列入地方赤字,地方政府并不主要负责资金筹集。在此前工业产能过剩的情况下,通过中央举债增加赤字拉动基建投资既可以消化过剩产能,还能够改善地方因资金短缺而在基础设施建设方面存在的瓶颈问题。根据 1999 年的《政府工作报告》以及 2000 年《关于长期建设国债投资使用情况的报告》中公布的数据,1998~2000 年间,长期建设国债项目投资分别带动经济增长 1.5%、2%和 1.7%,有效促进了经济增长。在应对全球金融危机时,通过政府加大基建投资以扩大内需依然是应对外部冲击的首要选择,在“四万亿”刺激计划的投向中,用于基础设施建设投资资金占据到 37.5%^⑥。但应对此次危机,财政调

控的资金则主要由地方政府提供,多数通过银行贷款、融资平台公司等途径获得。对中国而言,政府投资在广义上还包括营利性的国有资本投资,上游国有企业可以承接很多政府用于基础设施投资建设的项目^[11]。中国在应对全球金融危机而制定的经济刺激措施中,在很大程度上是由飙升的国有企业固定资产投资所构成^[12]。从上文图3中也可以看出,在亚洲金融危机和全球金融危机期间,国有企业固定资产投资的实际投资增长率明显大于民营企业^⑦。

以需求管理为主的总量性积极财政政策,一方面,通过增加政府投资建设性支出,提高对于国有企业部门的产品需求,促进国有企业固定资产投资的增加;另一方面,用于转移支付、社会保障等方面财政总支出的增加能够改善终端市场需求,增强企业的销售前景预期,提高企业的经营利润以鼓励投资。与此同时,由于“垂直结构”关系的存在,终端市场需求的旺盛也会使下游企业增加对中间品和中间服务的需求,从而助推上游国有企业通过攫取更多的垄断“租金”以获得更高的利润,进一步提升其投资需求。

(二) 供需两侧对企业投资形成挤压,财政政策双管齐下(2011~2016年)

经过大规模的刺激政策,中国经济在2010年实现触底反弹,但很快经济增速再次放缓,这也意味着企业面临的市场需求收缩。事实上,伴随着长期的高投资水平,在2008年的经济刺激计划之前,中国经济就已经出现了产能过剩的迹象,全球金融危机的爆发使得产能过剩问题得到凸显^[3]。当过去投资形成的产能无法得到充分利用时,企业的投资需求就会降低。再者,人口红利的消失、人民币升值等因素叠加进一步提高了企业生产成本,挤压了企业利润空间。该时期宏观经济下行所导致的需求萎缩、企业利润降低是影响企业投资下降的重要因素。

虽然政府仍将基础设施建设投资作为政策的重点以期带动市场需求,但鉴于财政收入增速放缓,相当一部分资金投入需要依靠债务资金支持。由于在《中华人民共和国预算法(2014年修正)》出台之前,地方政府不得列支赤字,因此政府多数通过银行贷款、融资平台等方式筹集资金,这使得地方政府杠杆率由2011年底的16.7%增至2014年底23.9%,之后略有下降^⑧。相机抉择的财政政策以及周期性的增支减收使地方政府积累了大量的债务,一方面,经济下行时期,较多的政府债务会加重自身的财政负担,引致更高的负债率水平。另一方面,当政府的融资方式来源于私人部门的资源时,会挤占私人部门用于投资的资金而造成挤出效应。

此外,就中国而言,以银行为主的间接融资模式是企业的主要融资方式,金融抑制现象的存在使银行体系的信贷资源明显偏向国有企业,民营企业在获得银行贷款方面往往受到歧视^[13]。全球金融危机后,经济政策不确定性的上升以及政府干预程度的增加,进一步增强了银行对国有企业贷款的倾向,民营企业面临的融资成本与融资约束则不断提高。

尽管总量性的政策有助于增加需求、拉动经济增长,但中国二元产权结构所内生出的利率双轨制模式加剧了资金市场的二元结构特征^{[14][15]},使得具有不同预算约束的主体获得资金的难度与成本有显著差距。这意味着总量性政策的刺激效果最终会受到投资结构的制约,对各类经济主体产生差异化的影响效果,甚至会进一步加剧要素配置市场的扭曲。在此情形下,中国所实施的积极财政政策已开始逐渐向供给管理转变,不断推动结构性减税措施以降低企业税负水平、减轻企业成本。根据国家统计局公布的数据计算,2011~2016年间,税收收入增速呈持续下降趋势,且从2013年开始,税收收入增速低于名义GDP增速。

总体而言,这一时期财政政策仍采用供需两侧双管齐下的模式对经济加以调控,需求侧着重于修复,供给侧着重于降低成本,持续采取积极的财政政策,赤字率从2011年的1.74%上升至2016年的2.92%。虽然在短期内,以政府投资为代表的需求侧修复可能会推升市场利率、提升企业的融资成本而对企业投资产生负向影响,但这种调控方式也有利于增强市场预期、提高总需求、提高私人部门投资机会与信心。从长期看,政府增加生产建设投资能够刺激资本积累、提升公共资本,并为企业的生产经营提供良好的环境,扩大企业产品市场的规模而提高其投资的资本回报^{[16][17]}。同时也有助于企业增加抵押品价值,为其创造正向财富效应^{[18][19]}。

虽然关于财政扩张、增加政府投资对于私人部门投资产生影响效应一直存在争议,但相比于其他新兴市场国家和发达国家,中国的赤字率水平、政府杠杆率水平都相对较低,因而财政政策调整的空间相应较大^[20]。并且,考虑到中国不同地区金融发展程度、投资者权益法律保护水平存在较大差异,政府通过基础设施投资建设加大公共品供给以破除经济发展中的基础因素制约,所产生较强的保障效应也可谓是中国财政政策效应有别于西方政策效应的一大特色所在^[6]。对于稳定经济波动、拉动经济增长的确起到了极为重要的作用。

(三) 融资因素制约企业投资, 财政政策侧重供给端发力(2016年后)

进入2016年后,去产能政策开始持续发力,通过化解过剩产能、严控新增产能,有助于改善相关行业或企业的经营状况。但在去产能背景下,固定资产投资增速却依然下滑,尤其是工业部门投资走弱趋势明显。国家统计局公布的相关数据显示,2015年固定资产投资名义增速为10%,2016和2017年增速分别为8.2%和7.1%。其中,除采矿业的投资增速连续为负外,制造业投资增速在2016年仅为4.2%,成为自2004年公布这一统计数据以来的最低值。尽管在2015年后,工业企业的利润增速整体上明显提高,然而在不同行业间却呈现出利润分化,引起了不同行业的利益再分配^[21],盈利状况大幅改善的主要存在上游行业和供应链上游企业,特别是在去产能政策所明确的核心领域。受供给端收缩驱动,上游行业会提高原材料或中间品的价格,从而使下游行业面临的生产成本上升,利润甚至出现恶化。与之相应,从上文图3中可以看出,2016年开始,国有企业的利润增速得到大幅提高,但民营企业的利润增速反而呈下降趋势。这也是由于国有企业多集中在中上游行业中,因此其盈利状况受去产能政策的正向影响更大,而下游民营企业则受到更多不利影响。又由于这轮利润的变化并非源于需求扩张,下游行业便缺少投资扩张的动机,上游行业因受政策限制也难以大幅扩大投资,从而表现为整体投资增速的下滑。

除生产盈利因素外,融资成本上升对企业投资的负向影响作用显著增强,而导致融资成本增加的一个重要因素则在于储蓄率下降、资本缺口不断扩大。本文以金融机构存款余额与社会融资规模存量来衡量资本缺口情况,自2013年开始产生资本缺口,且该缺口在2016年后急剧扩大。一方面,面对资本缺口给经济长期增长带来的严峻挑战,中国通过降杠杆政策,特别是降低国有企业和地方政府的杠杆率来减少对于私人部门投资的挤出。例如,2016年国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》(国发[2016]54号)强调要通过市场化、法制化原则降低企业部门杠杆率。2018年中央财经委员会第一次会议提出“结构性降杠杆”,将降杠杆的方向指向杠杆率较高的国有企业和地方政府。另一方面,在中国经济体制中,受隐性担保、刚性兑付等问题影响,预算软约束部门更容易获得金融资源,以需求管理为主的总量性财政政策局限性会愈加凸显,可能进一步拉大国有企业与民营企业融资成本差距,从而陷入宏观调控的两难局面。相比之下,采取以供给管理为主的财政政策能够更针对性地解决一些结构性问题。由于财政政策从供给侧发力的关键是需要将政策传导至企业,再通过企业完成产业的升级与调整,对此税收政策具有较强的优势^[4]。理论上,降低企业的税收负担能够增强企业内部现金流而激励企业投资^{[22][23]},若是可以通过税收政策的调整来改善企业的资金状况,为融资约束较大的企业释放出—部分流动性,将有助于为其经营决策调整提供空间。

2016年以来,新增减税降费规模一路攀升,且对于以增值税为代表的流转税方面的改革与减免一直是结构性减税的重点。以2018年为例,在共计1.3万亿元的减税规模中,流转税的减免规模占总税收减免的60%以上^[24]。从企业承担的税负看,营业税、增值税与企业所得税是企业缴纳的三大主要税种,在“营改增”完成之后,增值税与企业所得税占全部税收收入的比重超过60%。由于增值税和企业所得税的性质不同,分属于流转税和直接税,在计税环节、税负转嫁与财务核算方式中都存在着差异,因此,分析企业增值税有效税率与所得税有效税率的变化能够比较有代表性地衡量企业的税收负担。为更好地判断政策调整效果,本文以中国沪深两市A股非金融类企业数据为例[®],分别测算国有企业和民营企业所承担的企业所得税实际有效税率和增值税实际有效税率[®],其变化情况如图5和图6所示。

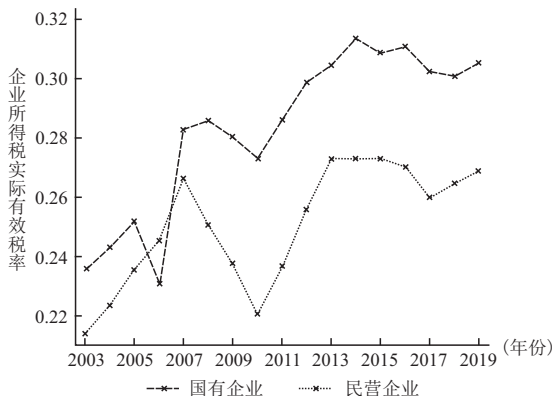


图5 不同所有制企业的所得税有效税率

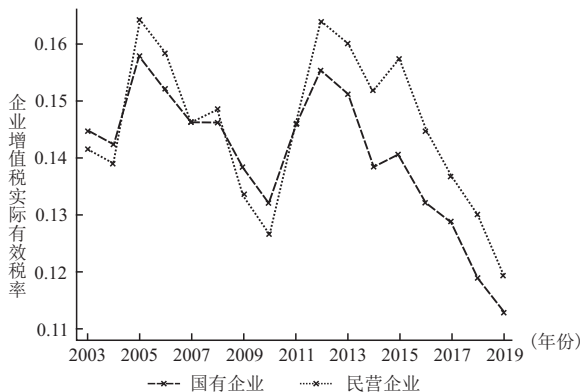


图6 不同所有制企业的增值税有效税率

从图5看,在全球金融危机期间,企业所得税有效税率出现下降,在2010年后这部分税负呈现上升趋势,但相较而言,民营企业平均承担的这部分税负水平低于国有企业。从图6看,虽然在2010年后企业承担的增值税有效税率出现了短暂大幅上升,但大致从2015年起,该税负水平一直呈下降趋势,且在2019年达到了样本范围内的最低值,下降幅度显著。值得注意的是,就上市公司而言,民营企业平均承担的增值税有效税率却高于国有企业。增值税税负的下降与近些年的减税结构密不可分,这与积极财政政策侧重于供给侧发力是相呼应的。通过计算企业实际承担的税负可以发现,增值税作为一种间接税,具有税负转嫁属性,虽未必全部构成企业最终的负担,但由于其贯穿于企业原材料采购、生产、销售等全链条经营过程中,在最终抵扣完成之前需要占用企业经营现金,对企业的经营活动产生影响。尤其对民营企业而言,降低企业承担的增值税税负能够减少对企业的资金占用、降低企业的流动性风险,增强企业的风险承压能力。

相比之下,在增值税实际有效税负降低的情况下企业所得税有效税负却依旧有上升的趋势,这对于企业投资会产生一定的阻碍。由于企业所得税作为一种直接税,较少涉及税负转嫁,且以利润总额为计税依据,其实际有效税率降低能够更直接地增强企业的税后留存收益与自由现金流,改善企业财务状况,缓解其所面临的融资约束,从而对于企业的投资决策影响也更为直接^[30]。考虑到自2018年下半年中美贸易争端加剧到2020年年初新冠疫情爆发,经济政策以及经贸形势不确定性都极大增加了企业的经营风险,税收政策所发挥出的作用也意在先使企业“活下来”,而后再赋予企业投资活力。以减税降费为核心的供给管理的财政政策实施有助于在一定程度上弥补或是弱化因制度层面的扭曲对企业可持续发展造成的制约,而政策要实现的具体目的效果则需要依据经济的变化做相应的结构调整。

四、总结与政策建议

本文回顾了自1997年亚洲金融危机至新冠疫情爆发之前中国五次积极财政政策的更迭以及政策调整对于私人部门投资产生的影响。其中,在应对两次金融危机时,积极财政政策的实施以需求侧管理为主,通过政府投资的扩张带动社会需求的增长并撬动私人部门投资。在经济进入增速放缓期后,积极财政政策的实施从供需两侧双管齐下逐渐转向以供给管理为主,通过税收政策改革、结构性减税降费、财政补贴、政府购买等方式降低企业成本、给予企业财政支持以带动企业投资。所得出的结论如下:(1)在全球金融危机之前,中国处于城镇化、工业化的加速发展阶段,利用人口红利和资源优势,抓住贸易全球化的机遇实现需求的扩张与产能的增长。当经济受到负向冲击时,以总量刺激为主的需求调控能够改善市场需求、带动企业投资。(2)经济进入增速放缓期后,前期总量层面的过快增长无法再消化和掩盖潜在的结构性问题,宏观经济下行、结构性矛盾凸显已然对投资的增长产生了

客观制约。与此同时,与经济增速放缓并存的一个现象是中国资本缺口增大、企业融资成本推高,二元产权结构内生出的融资成本分化是造成民营企业融资成本上升的重要原因,也是制约以需求管理为主的总量性财政政策效应递减的关键。(3)随着积极财政政策管理重心的转移,结构性减税降费措施得到不断推进与完善,在减轻企业现金流压力,降低企业经营风险方面发挥出重要作用,一定程度上缓解了制度因素造成的资源配置扭曲。但为了更好地激发企业活力、稳定民营企业投资,还需要进一步优化减税结构,扩大企业的利润空间。

前文的梳理与分析为中国积极财政政策的实施提供了启示,未来财政政策的调整与完善可以包含以下几个方面:

第一,积极财政政策仍需要从供需两侧对经济加以调节。2020年爆发的新冠疫情对中国经济形成了供需两侧的双重压制,虽然当前的疫情形势已总体得到有效控制,但国际环境依然纷繁复杂、经济发展面临着需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力,部分结构性问题也仍然凸显。基于坚持扩大内需、稳定宏观经济这一战略基点,一方面,要通过继续落实优化结构性减税举措为企业纾困,增强企业风险承压能力;另一方面,则是要加强民生托底,稳定居民收入与就业以刺激消费、扩大投资需求。在此过程中,更要注重加强对于财政支出结构的平衡,其中,政府投资性支出要聚焦于补短板领域,通过提高能够促进消费需求释放的高效率基建投资为全社会生产与生活提供保障,最大程度地发挥其乘数效应,提升投资增长的内生动能。消费性支出则是要对居民消费形成补充与带动,加强用于民生支出倾斜力度,通过增进居民福利以提高消费群体的购买力。也可以通过创新政府购买方式,更为直接地转化为对企业产品的市场需求,提高企业的产出与投资水平。

第二,财政政策调控观念要转变为维持宏观经济稳定与防范系统性风险并行。此前财政政策在需求端调控主要依靠地方政府的基础设施投资建设所主导,由此也导致地方政府的隐性债务规模大幅增加,债务风险不断攀升。一般而言,积极财政政策效应的发挥会受限于既有的赤字率水平和债务水平。虽然从国际经验看,中国的财政政策相对更具空间,但当前经济易冷难热,加之减税降费规模的庞大,税收收入进入到中低速阶段,财政收支缺口不断加大,甚至可能会陷入一种“政府债务水平高企—用财政收入偿还债务—公共服务提供不足”的恶性循环。这极大掣肘积极财政政策效应的发挥。因而,监管、防范地方政府隐性债务成为财政政策调控的一个重要主线^①,这也是有别于2011~2016年供需两侧双管齐下调控模式的关键一点。

现阶段,降低地方政府的杠杆率,除了需要严控新增隐性债务外,更具操作性的是对原有债务进行剥离与置换以化解地方存量集中到期的债务风险。在综合考虑各地区经济发展资源、财力水平、再融资能力等多重因素后,根据各地区实际情况构建差异化的债务化解处理机制。对财政压力较低的地区,主要是建立以市场化为导向的举债融资体系,基于资产负债约束,使融资成本与项目所产生的现金流和预期收益相匹配。对于财政压力较高的地区,则需要限制政府的融资规模,并通过加快债务置换、债务展期与债务重组等方式,将存量隐性债务显性化与市场化,降低政府的债务负担与短期偿债压力。此外,通过推进央地关系改革,加强中央事权,提高中央对于地方财政运行的调控。这将有利于地方政府在财政分权体制下把握本地区的支出责任重点并维持相应的财政努力水平,从而在促进经济增长与化解债务风险中保持平衡。

第三,进一步调整优化减税结构与减税方向。从供给端管理看,近几年国家对于企业税收的减免主要集中于增值税方面。这虽然有助于缓解企业的现金流压力,一定程度上降低企业的经营风险,但考虑到企业实际承担的增值税税负与企业的销售状况、税负转嫁能力紧密相连,因而降低增值税税负未必在任何情况下都能有效增强企业现金流,对投资产生激励影响。未来还需要综合考虑税种差异和行业特征等多种因素去实行差异化的减税政策。

从不同税种看,在增值税减税方面,可适度拓展增值税留抵退税范围,完善增值税抵扣制度,并重

点考虑对于税负转嫁能力较低、规模相对较小企业以及先进制造业的税负减免。在企业所得税方面,由于中国已签署全球税改声明,明确支持设立 15% 的全球最低企业税下限,为了避免税收的“逐底竞争”、减轻财政压力,此后更多的是实施针对小微企业的税收优惠、对于企业研发创新的税收支持和减免。从行业层面看,以制造业为例,传统制造业扩大投资是以扩大再生产为目的,在短期内能够实现利润提升是其投资的动力来源。但在环保政策趋严的背景下,对于高能耗的企业扩产已然形成制约,而原材料端成本的上涨又使中下游企业的生产成本上升,对其利润形成了挤压而抑制投资。因此对这部分行业内的企业,仍可以延续关于设备、器具采购成本费用的税前一次性抵扣等相关政策,税收抵扣的前置相当于提高了企业当期的自由现金流,能够一定程度上激励有投资计划的企业进行投资。而高新产业制造业的投资是以实现产业升级为动力,是拉动经济增长的新动能,但在投资过程中也伴随着大规模的研发投入,在短期内获利水平较低且面临较大的流动性冲击。因此针对这部分企业的税收优惠可以采取降低法定税率、提高研发费用的加计扣除比例等措施。再配合设立类似于产业发展基金、融资担保基金等项目做进一步的定向扶持,激励企业研发投入,增强创新能力,提高企业的长期生产效率。

第四,保持不同所有制企业投资结构的平衡。当下,受产权结构特征影响所引申出的企业融资成本问题在一定程度上对财政政策效应发挥形成了制约。解决这一问题的关键在于建立公平竞争有效率的市场环境,将推进银行体系的市场化改革、国有企业改革作为深化供给侧改革的重要方向,使不同所有制性质的企业能够得到一视同仁的对待。在此过程中,需要分行业、分产业去看待国有企业和民营企业投资发挥的作用,发挥国有企业对民营企业投资的带动作用,减少国有企业对民营企业投资的挤出影响。

具体而言,其一,在制造业领域的固定资产投资中以民间投资为主体,在该领域中需要深入贯彻“竞争中性”原则,维持公平的市场秩序与环境,减少对于民营企业相关优惠政策的“规模歧视”现象。特别是在政策补贴方面,需要提高政策实施的精准性,针对不同类型的企业、不同投资取向进行科学分析,在分配额度时应侧重于激发先进制造业企业的研发投资,并加强对高额度财政补贴下企业用于实物资本投资和金融资产投资的监管,避免制造业企业的脱实向虚。其二,在第三产业中的基础设施建设投资方面以国有企业为主,如电信服务、交通运输等领域,国有资本的投资占据垄断或主导地位,这也是作为托底经济的一个重要力量,是发挥国有企业投资逆周期调节经济的重要途径。而在科技研究类服务业(如信息传输计算机服务、科学研究技术服务等行业)和带有公共属性性质的行业(教育、医疗、养老、文化等服务行业)中应引入竞争机制,放宽私人资本在该领域的准入门槛、打破行业进入壁垒。其三,在竞争性商业(如快递、餐饮、住宿等行业)领域中应全面放开市场准入、实行优胜劣汰,在给予相关企业信贷支持,政策优惠时应完全依照市场化标准,以充分竞争条件下形成的生产经营效率、投资回报率等作为评判标准。

总而言之,只有充分正视不同所有制性质企业其投资在不同经济周期下、不同行业间所存在的作用,平衡他们的投资结构,并加以适度的财政调控与干预,帮助企业降低外部融资成本、缩小企业获得外部融资的能力差距,才能真正发挥出财政政策助力企业投资的应有之义。

注释:

①在产能过剩、库存积压的情况下,货币供给本身已超过货币需求,只是由于流通速度变慢,才凸显出货币需求偏高。若实行宽松的货币政策,会加剧资金脱实向虚的情况。

②借鉴吕炜等的做法,以资金来源为预算内财政资金的固定资产投资来衡量政府的投资建设支出,其同比变化已按照 GDP 平减指数调整为实际量^[1]。

③如 2018 年 8 月财政部下发的《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》,2019 年中共中央办公厅、国务院办公厅下发的《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》中都提到“要更好发挥专项债对稳投资、扩内需、补短板的作用”“发挥专项债的逆周期调节作用”等。

④国家统计局公布的相关数据显示,2017 年的基建投资增速为 13.9%,2018 年和 2019 年基建投资增速分别为 1.8% 和 3.3%。

⑤本文利用 Wind 数据库中 2000~2017 年分行业固定资产投资完成额的有关数据计算得到。

⑥根据国家发展改革委公布的相关数据计算。

⑦图3显示,仅在两次金融危机时,国有企业的实际投资增长率显著大于民营企业,且达到阶段性的峰值。而在2011年之后,即使政府依然有实行扩张性财政政策的情况,但国有企业的投资增长率总体低于民营企业。这也从一定程度上说明了,2011年之后财政政策管理重心的转移,即从需求侧管理为逐渐转向供给侧管理。

⑧数据来源于国家资产负债表研究中心(CNBS)。

⑨为了能够更精确地计算企业所承担的不同税种的实际有效税负,并观察到2016年后的变化趋势,限于数据,故本文以上市公司为样本。

⑩在计算企业所得税有效税率时,借鉴付文林和赵永辉^[25]、陈德球等^[26]的做法采用当期所得税费用除以税前总利润衡量,其中,当期所得税费用等于总的所得税费用减去递延所得税费用。在计算企业增值税有效税率时,首先,参照陈钊和王旸^[27]以及范子英和鹏飞^[28]的做法,利用教育费附加倒推企业实际缴纳的增值税(具体而言,如果该公司的财务报表中没有分开填报教育费附加和地方教育费附加,且没有公布税率,则按照合计数占流转税的5%计算;如果没有分开填报,但公布了税率,则按照公布税率计算;如果二者分开公布的,则按照教育费附加占流转税的3%计算)。其次,借鉴吕冰洋等^[29]的做法采用企业增加值衡量增值税税基,企业增加值=固定资产折旧+劳动者报酬+生产税净额+营业利润。最后,计算企业增值税实际有效税率=企业本期实际缴纳的增值税额/企业增加值。

⑪2018年8月中共中央、国务院、财政部分别下发《中共中央国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》《地方政府隐性债务问责办法》《地方全口径债务清查统计填报说明》等文件,2018和2019年的中央经济工作会议和全国财政会议均提出要稳妥处理、防范化解地方隐性债务风险。在2020年的中央经济工作会议和2021年的《政府工作报告》中则再次强调要抓实化解地方政府隐性债务风险工作。

参考文献:

- [1] 刘伟,蔡志洲.经济周期与长期经济增长——中国的经验和特点(1978—2018)[J].经济学动态,2019(7):22—38.
- [2] Faulkender, M. W., Petersen, M. A. Investment and Capital Constraints: Repatriations Under the American Jobs Creation Act[J]. The Review of Financial Studies, 2012, 25(11): 3351—3388.
- [3] 伍戈,谢洁玉.论凯恩斯主义的理论边界与现实约束——国际金融危机后的思考[J].国际经济评论,2016(5):82—99.
- [4] 吕冰洋.中国财政政策的需求与供给管理:历史比较分析[J].财政研究,2017(4):40—49.
- [5] 江飞涛,耿强,吕大国.地区竞争,体制扭曲与产能过剩的形成机理[J].中国工业经济,2012(6):44—56.
- [6] 吕炜,刘晨晖.经济转轨中的财政干预与政策效应——基于两次积极财政政策的评述与比较[J].财政研究,2013(11):21—25.
- [7] 李系,刘学文,王勇.一个中国经济发展的模型[J].经济学报,2014(4):1—48.
- [8] 王勇.“垂直结构”下的国有企业改革[J].国际经济评论,2017(5):9—28.
- [9] 陈小亮,陈伟泽.垂直生产结构、利率管制和资本错配[J].经济研究,2017(10):98—112.
- [10] 郭杰,郭琦.信贷市场有限竞争环境中财政引发的国有部门投资的宏观影响——基于扩展RBC模型的研究[J].管理世界,2015(5):28—40.
- [11] 吕炜,高帅雄,周潮.投资建设性支出还是保障性支出——去杠杆背景下的财政政策实施研究[J].中国工业经济,2016(8):5—22.
- [12] Wen, Y., Wu, J. Withstanding Great Recession Like China[J]. The Manchester School, 2019, 87(2): 138—182.
- [13] 钟宇桦,刘志阔,何嘉鑫.我国企业债务的结构性问题[J].经济研究,2016(7):102—117.
- [14] 徐明东,陈学彬.中国工业企业投资的资本成本敏感性分析[J].经济研究,2012(3):40—52.
- [15] 徐奇渊.去杠杆背景下工业企业的结构分化[J].国际经济评论,2019(2):112—122.
- [16] 蔡晓慧,茹玉骢.地方政府基础设施投资会抑制企业技术创新吗?——基于中国制造业企业数据的经验研究[J].管理世界,2016(11):32—52.
- [17] 郑丹田,付文林,莫东序.财政政策与企业投资效率——基于不同金融化水平的比较分析[J].财政研究,2018(9):67—82.
- [18] Carrillo, J., Poilly, C. How Do Financial Frictions Affect the Spending Multiplier during a Liquidity Trap? [J]. Review of Economic Dynamics, 2013(16): 296—311.
- [19] Canzoneri, M., Collard, F., Dellas, H. Fiscal Multipliers in Recessions[J]. Economic Journal, 2016, 126(590): 1147—165.
- [20] 马海涛,朱梦珂.扩张性财政政策挤出了非金融企业投资吗? [J].财政研究,2020(10):3—18.
- [21] 徐奇渊.去产能政策的进展及其影响[J].国际经济评论,2018(2):68—81.

- [22] Harberger, A.C. The Incidence of the Corporation Income Tax[J]. *Journal of Political Economy*, 1962, 70(3): 215—240.
- [23] Jorgenson, D. W. Capital Theory and Investment Behavior[J]. *American Economic Review*, 1963, 53(1): 247—259.
- [24] 厦门大学 CQMM 课题组, 林致远, 王燕武, 等. 中国减税降费政策的效力研究[J]. *东南学术*, 2020(1): 149—160.
- [25] 付文林, 赵永辉. 税收激励、现金流与企业投资结构偏向[J]. *经济研究*, 2014(5): 19—33.
- [26] 陈德球, 陈运森, 董志勇. 政策不确定性, 税收征管强度与企业税收规避[J]. *管理世界*, 2016(5): 151—163.
- [27] 陈钊, 王旸. “营改增”是否促进了分工: 来自中国上市公司的证据[J]. *管理世界*, 2016(3): 36—45+59.
- [28] 范子英, 彭飞. “营改增”的减税效应和分工效应: 基于产业互联的视角[J]. *经济研究*, 2017(2): 82—95.
- [29] 吕冰洋, 詹静楠, 李钊. 中国税收负担: 孰轻孰重? [J]. *经济学动态*, 2020(1): 20—35.
- [30] 马海涛, 朱梦珂. 税收负担对企业固定资产投资的影响——基于税种差异视角的研究[J]. *经济理论与经济管理*, 2021(11): 4—22.

**The Impact of Fiscal Policy Adjustment on Private Sector Investment:
Rethinking on the Change of Demand and Supply Management of Fiscal Policy**

MA Haitao ZHU Mengke

(School of Public Finance and Taxation, Central University of Finance and Economics, Beijing 100081, China)

Abstract: This paper reviews the internal relationship between China's fiscal policy adjustment and private sector investment in recent 20 years. In response to the two financial crises, the implementation of active fiscal policy was based on demand management, by expanding the fiscal deficit, increasing government investment and other aggregate stimulus policies to improve the market demand and drives enterprise investment. After the global financial crisis, fiscal policy was gradually based on supply management, but in a certain period, it still adopted the two pronged model of supply and demand for regulation. In addition to the impact of the contraction of the overall market demand, the widening gap between the deposit balance of China's financial institutions and the stock of social financing scale, as well as the differentiation of financing costs within the dual property right structure of enterprises have gradually become the key to restrict the effect of aggregate fiscal policy. After 2016, due to the prominent structural problems, the fiscal policy tends to be based on supply management, such as the implementation of tax reform, tax reduction and fee reduction policies. At present, our country is in "14th Five-Year Plan" this important strategic opportunity period, the key to the reform of the fiscal and taxation system is still to stabilize the total amount and adjust the structure. By strengthening the management of government debt financing, further adjusting the direction of tax reduction and balancing the investment structure of enterprises with different ownership to stimulate the investment vitality of micro subjects.

Key words: Fiscal Policy; Demand Management; Supply Management; Enterprise Investment

(责任编辑:肖加元)