

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**程强** 执业证书编号：S0570519040001  
研究员 010-56793961  
chengqiang@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：汇率与国际收支平衡哪个更重要？》2019.06
- 2 《宏观：存款保险制度如何处置风险？》2019.05
- 3 《宏观：历史上资产价格对于贸易争端是种什么体验？》2019.05

# 贸易摩擦下，下半年财政会发力吗？

## ——下半年财政政策空间测算

### 核心观点：财政下半年空间有限，如再发力需新工具

年初以来财政政策积极程度强于以往，但年初预算报告明确了财政政策全年上限，主要政策在上半年基本铺开，如果下半年没有政策上的新变化，财政政策在下半年的发力空间总体不大。根据年初预算和1-4月财政支出数据对5-12月财政支出增速进行预测，结果发现与1-4月相比，5-12月财政支出累计同比可能会有明显下滑，财政支出增速放缓。如果经济出现新的下行压力，或倒逼财政政策更加“有所作为”。下半年，财政政策的新工具可能包括七个方面。

### 2019年开年以来财政政策非常积极，年初安排的政策已经“明牌”

为应对经济下行压力，在逆周期调控和“加力提效”方针指导下，专项债额度增加、发行节奏提前，赤字规模持续扩大，财政支出节奏提前，同时开始实施大规模的减税降费。积极的财政政策有效遏制了经济下行，一季度宏观经济止跌企稳，表现出一定韧性。

### 财政政策发力空间存在上限，上半年强意味着下半年弱

年初预算报告明确了财政政策全年上限，主要政策在上半年基本铺开，如果下半年没有政策上的新变化，财政政策在下半年的发力空间总体不大。同时，在财政政策加快发力的同时，政府一般公共预算和政府性基金预算均面临一定收支压力。根据年初预算和1-4月财政支出数据对5-12月财政支出增速进行预测，结果发现与1-4月相比，5-12月财政支出累计同比可能会有明显下滑，财政支出增速放缓。

### 如果经济出现新的下行压力，财政政策或需要新的工具

下半年国内不排除出现新的经济下行压力，其中中美贸易摩擦带来的不确定性最大，而4月份的经济表现与一季度相比有所下滑，如果经济出现新的下行压力，可能会倒逼包括财政政策在内的需求管理政策更加“有所作为”。下半年，财政政策的新工具可能包括政府债限额内未使用余额、提高新增地方政府专项债额度、软财政工具、增加赤字额度、隐性债务置换、新的减税降费措施、特别建设债券等七个方面。

风险提示：政策落地不及预期、地方政府隐性债务风险制约财政空间、政策出现新的变化。

## 正文目录

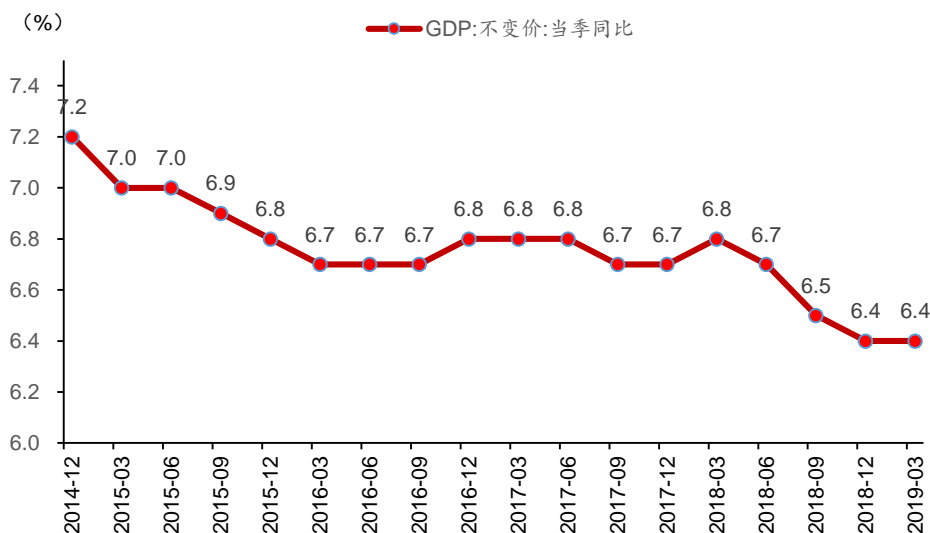
2019 年开年以来财政政策非常积极，年初安排的政策已经“明牌”.....	3
2019 年上半年财政政策积极程度强于以往，源于应对 2018 年以来的经济下行压力 .....	3
2019 年上半年：财政政策四大工具一齐发力.....	3
积极的财政政策有效遏制了经济下行.....	5
财政政策发力空间存在上限，上半年强意味着下半年弱.....	7
年初预算报告已明确财政政策全年上限.....	7
财政收支矛盾存在隐忧.....	9
财政支出增速的测算分析.....	11
如果经济出现新的下行压力，财政政策或需要新的工具.....	12
目前可能出现的下行压力包括外部的贸易摩擦风险和内部的流动性风险.....	12
财政政策的工具箱.....	13
财政政策的工具总结.....	17
风险提示.....	18

## 2019年开年以来财政政策非常积极，年初安排的政策已经“明牌”

### 2019年上半年财政政策积极程度强于以往，源于应对2018年以来的经济下行压力

2018年下半年以来，受中美贸易摩擦、金融去杠杆等负面因素冲击，我国经济增长出现了明显的下行趋势。2018年四个季度GDP增速逐季下行，分别为6.8%、6.7%、6.5%和6.4%，2019年政府工作报告也将今年经济增长目标下调至6.0%-6.5%。

图表1：2018年下半年以来GDP增速持续下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

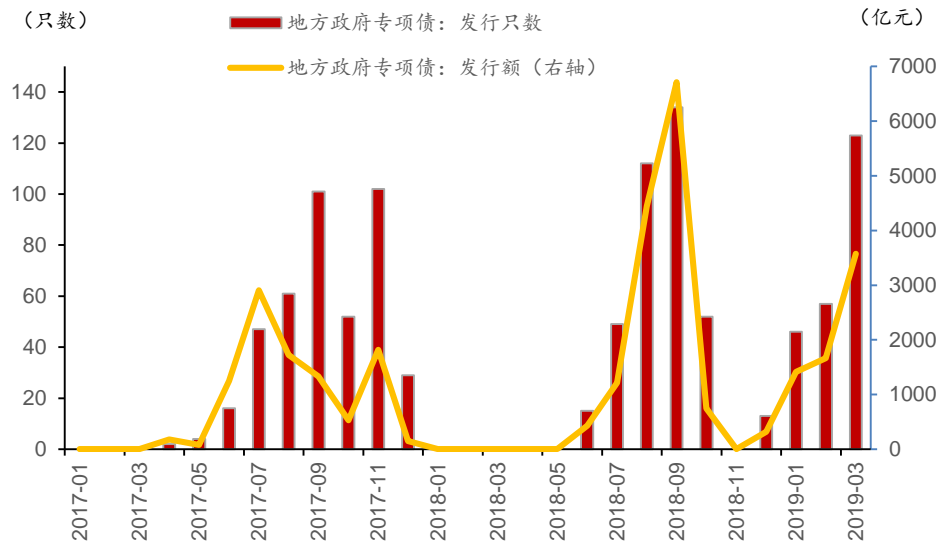
在此背景下，逆周期调控成为我国宏观调控的主要政策取向。2018年7月国务院常务会议提出：“疏通货币政策传导机制，引导金融机构利用降准资金支持小微企业等；引导金融机构保障融资平台公司合理融资需求”，标志着国内政策的重心从“去杠杆”到“疏通信用传导机制”，同时，将扩大内需作为供给侧结构性改革“三去一降一补”中“补短板（一补）”的重要内容。“逆周期调控”重新成为政策主基调。随后，2018年7月的中央政治局会议进一步明确了这一政策取向。

从2018年12月的中央经济工作会议，到2019年4月关于财政政策、货币政策等的主要安排，都体现出政策集中发力“逆周期调控”，提出我国当前的经济问题是“周期性和结构性”并重：（1）赤字率从2018年的2.6%提高至2019年的2.8%；（2）地方政府专项债新增规模2.15万亿；（3）减税2万亿；（4）要求M2和社融增速与名义GDP相适应；（5）通过降准等货币政策释放长期资金支持企业降低融资成本。这一系列政策安排，在对冲我国经济惯性下行的压力中，起到了至关重要的作用。

### 2019年上半年：财政政策四大工具一齐发力

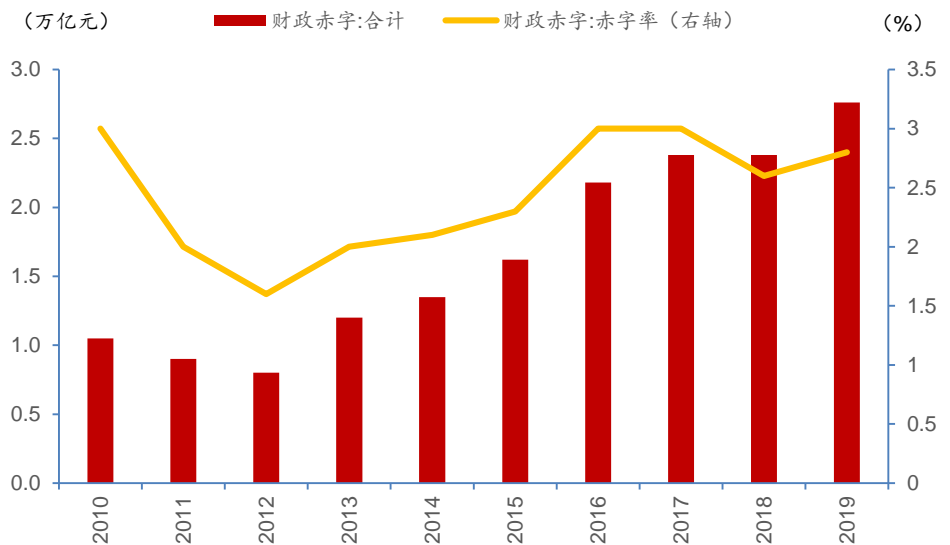
2019年开年以来我国财政政策非常积极，主要体现在以下四个方面：（1）增加专项债额度，发行节奏提前；（2）增加赤字规模；（3）财政支出节奏提前；（4）大规模减税降费。

一是地方政府专项债券规模大幅增加，发行节奏加快。2018年底，人大授权国务院提前下达2019年地方债新增限额1.39万亿元，其中新增专项债务限额8100亿元，而3月份人大审核通过的财政预算草案则提出全年新增专项债券1.35万亿元，争取在9月底之前发完。2019年第一季度，全国发行地方政府债14067亿元。其中，一般债券6895亿元，专项债券7172亿元，远远超过了往年的发行规模。3月份地方政府专项债更是达到短期新高，新增123只专项债，发行规模达3574.99亿元。

**图表 2： 2019 年一季度专项债发行速度加快，规模提升**

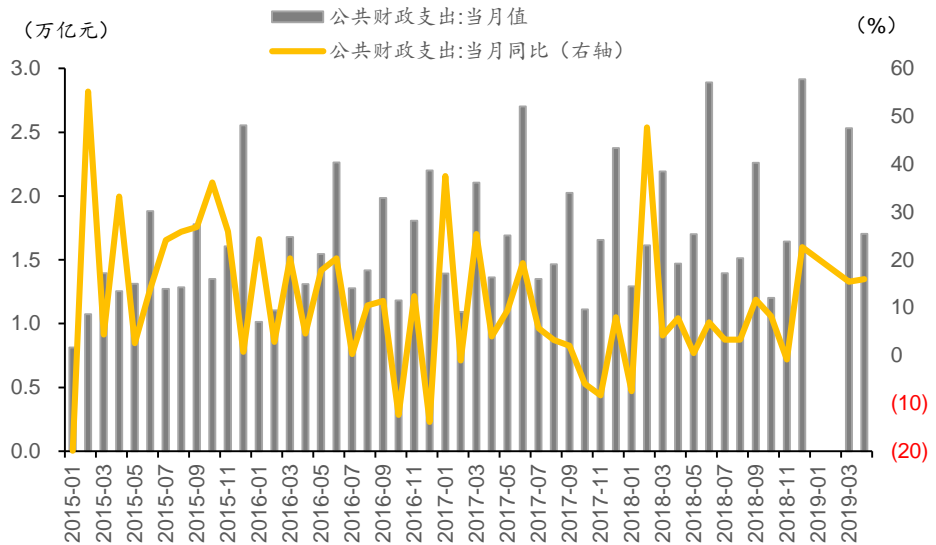
资料来源：Wind，华泰证券研究所

二是财政赤字和赤字率有所提升。为强化逆周期调控，并与减税降费政策相适应，2019 年全国财政赤字拟安排 2.76 万亿元，赤字率预计为 2.8%。与 2018 年相比，赤字规模增加 3800 亿元，赤字率提升 0.2 个百分点。

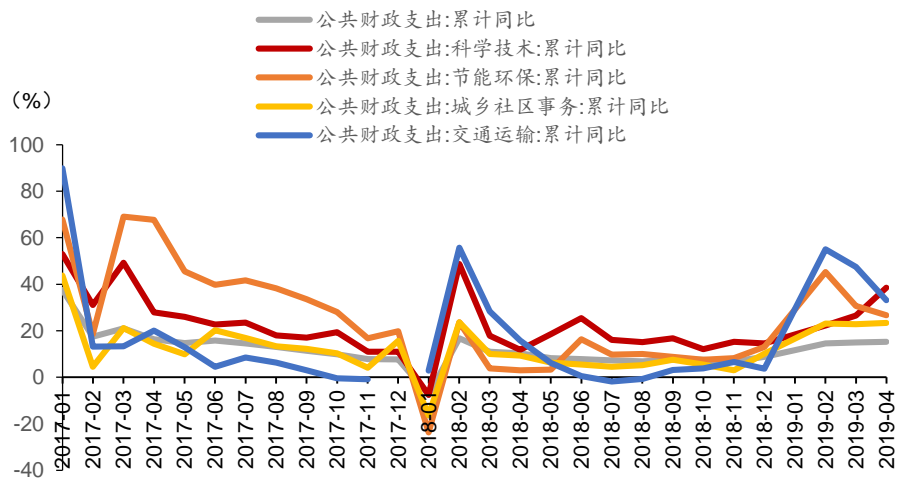
**图表 3： 2019 年财政赤字和赤字率均有所提升**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

三是财政支出节奏提前，支出增速维持高位。1-4 月累计，全国一般公共预算支出 75667 亿元，同比增长 15.2%，支出增幅比去年同期加快 4.9 个百分点，比一季度提高 0.2 个百分点。在一季度增速达到 15% 高位的情况下，4 月增速继续提高，当月公共财政支出同比增加 15.94%。在支出结构上，一些供给侧改革和基建补短板等重要领域，是财政政策重点发力的方向：科学技术支出同比增长 38.5%、节能环保支出同比增长 26.6%、城乡社区支出同比增长 23.3%、交通运输支出同比增长 33.1%。

**图表 4： 2019 年一季度公共财政支出同比上升**

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表 5： 财政支出重点发力供给侧改革和基建补短板等重要领域**

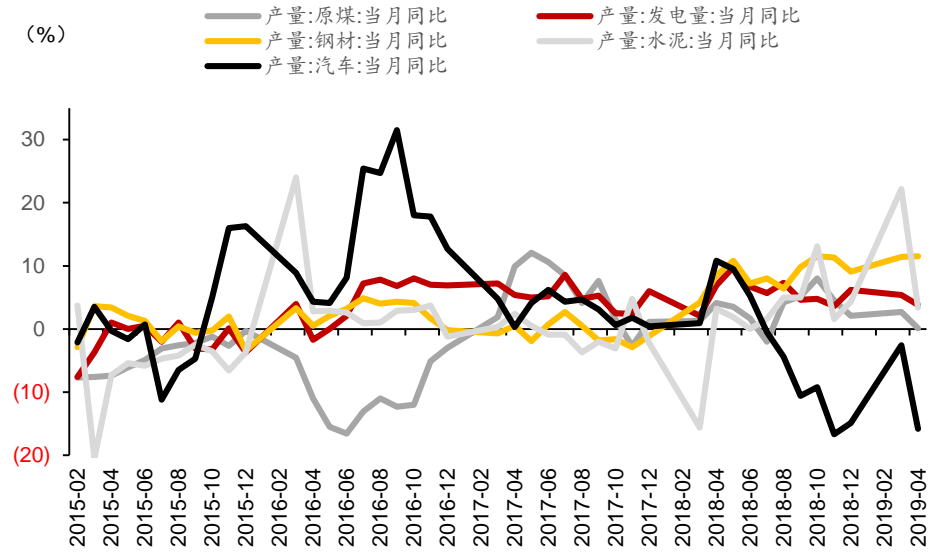
资料来源：Wind，华泰证券研究所

四是减税力度逐渐增强。中央提出用供给侧结构性改革政策来稳定总需求，落实到财政政策上，最突出的是减税降费，2019 年上半年中央层面先后出台了多个减税降费的政策文件，涵盖了小微企业普惠性所得税、小规模纳税人免征增值税等内容。其中规模最大的是增值税减税，我们在今年 3 月份的报告《增值税减税影响几何？》中预计 2019 年的增值税减税规模在 6000 亿-7000 亿左右，为“营改增”以来最大规模的减税。政府工作报告提出，今年减税降费规模为 2 万亿，创历年新高，而且总规模与“营改增”总减税幅度 2.1 万亿相当。主要的减税政策包括：增值税下调税率、社保费率下调、个人所得税政策改革，这三项措施已分别于 4 月 1 日、5 月 1 日、1 月 1 日开始实施。

### 积极的财政政策有效遏制了经济下行

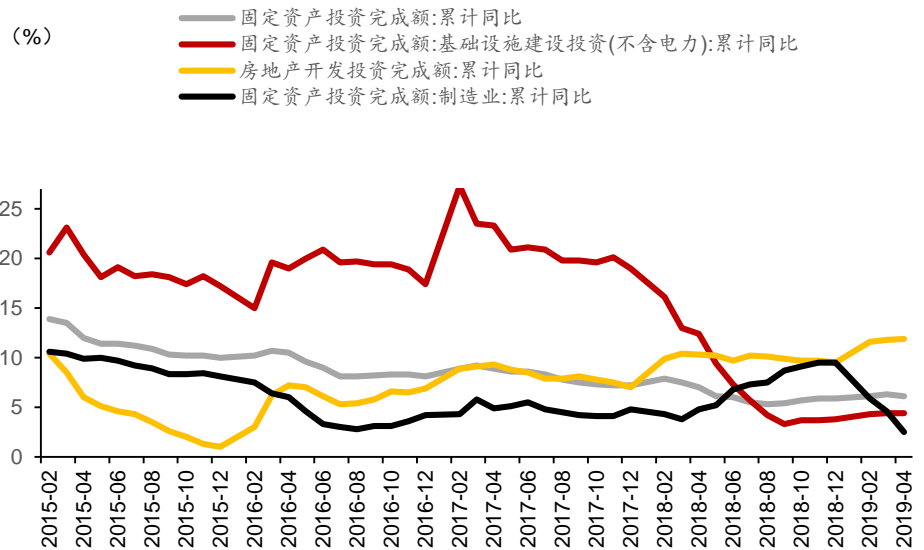
在逆周期调控的政策指导和加力提效的财政刺激下，一季度国内经济实现较稳开局。下行趋势得到有效遏制，宏观经济表现超市场预期，呈现出一定韧性。GDP 同比增长 6.4%，与 18 年四季度持平，结束了此前三个季度的连续下滑。

**图表 6: 工业生产出现复苏**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表 7: 固定资产投资增速开始回升**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 财政政策发力空间存在上限，上半年强意味着下半年弱 年初预算报告已明确财政政策全年上限

2019年3月财政部在人大上提交了《关于2018年中央和地方预算执行情况与2019年中央和地方预算草案的报告》，对本年度财政政策的上限值进行了明确。根据草案：(1) 全国一般公共预算收入 20.76 万亿元（增长 5%），一般公共预算支出 23.52 万亿元（增长 6.5%），赤字 2.76 万亿元，比 2018 年增加 3800 亿元；(2) 政府性基金预算收入 7.79 万亿元（增长 3.4%），加上上年结转收入 0.036 万亿元和地方政府专项债务收入 2.15 万亿元，全国政府性基金相关收入为 9.98 万亿元，政府性基金相关支出 9.98 万亿元（增长 23.9%）；(3) 中央财政国债余额限额 17.52 万亿元，地方政府一般债务余额限额 13.31 万亿元、专项债务余额限额 10.77 万亿元。

图表 8：2019 年财政支出重点发力供给侧改革和基建补短板等重要领域

预算分类	指标	规模（万亿元）	增速（%）
一般公共预算（中央）	一般公共预算收入	8.98	5.1
	一般公共预算收入 （加上其他预算调入）	9.30	
	一般公共预算支出	11.13	8.7
	赤字	1.83	18
	稳定调节基金余额	0.096	
一般公共预算（地方）	一般公共预算收入	10.27	4.9
	一般公共预算收入 （加入转移支付等预算）	19	
	一般公共预算支出	19.93	6.2
	赤字	0.93	12
	（地方政府一般债券）		
一般公共预算（全国）	一般公共预算收入	19.25	5%
	一般公共预算收入 （加入调入资金和使用结转结余）	20.76	
	一般公共预算支出	23.52	6.5
	赤字	2.76	16
	政府性基金预算（中央）	政府性基金收入	0.42
政府性基金预算（地方）	政府性基金收入 （加上上年结转收入）	0.46	
	政府性基金支出	0.45	13.1
	政府性基金收入	7.38	3.3
	转移支付收入	0.12	
	专项债务收入	2.15	
政府性基金预算（全国）	政府性基金相关收入（合计）	9.964	
	政府性基金相关支出	9.64	
	政府性基金收入	7.79	3.4
	上年结转收入	0.04	
	地方政府专项债务收入	2.15	
债务余额限额	政府性基金相关收入（合计）	9.98	
	政府性基金相关支出	9.98	
	国债余额限额	17.52	
	地方政府一般债务余额限额	13.31	
	地方政府专项债务余额限额	10.77	

资料来源：财政部网站，华泰证券研究所

在减税降费方面，财政部披露 2018 年减税降费全年减负约 1.3 万亿元，在此基础上，2019 年财政部继续推行更大规模的减税和推进更明显的降费，减轻企业税收和社保缴费预计将达到近 2 万亿元，具体的减税降费措施包括：(1) 增值税改革方面，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要



行业税负明显降低，保持6%一档的税率不变，但通过采取对生产、生活性服务业增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增，继续向推进税率三档并两档、税制简化方向迈进；(2) 抓好年初出台的小微企业普惠性减税政策落实；(3) 全面实施修改后的个人所得税法，落实好6项专项附加扣除政策；(4) 明显降低企业社保缴费负担，从5月1日起，下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至16%，继续执行阶段性降低失业和工伤保险费率政策，务必使企业特别是小微企业社保缴费负担有实质性下降；(5) 继续清理规范行政事业性收费。

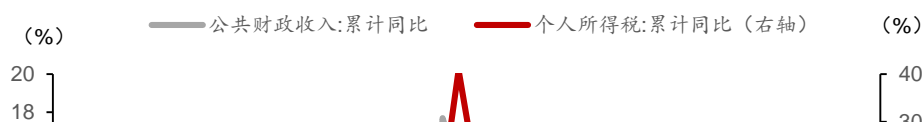
我们观察到，财政政策的全年安排在上半年已经相继落地，政策效果也已经初步显现。地方政府专项债券发行节奏加快，财政支出节奏提前，累计赤字在3月和4月已经开始出现。同时减税对收入端的影响已经有所体现。1-4月累计，全国一般公共预算收入72651亿元，同比增长5.3%，相比一季度增速下降0.9个百分点，其中个人所得税同比下降30.9%，主要是受到个税减税政策的影响。

图表9：累计赤字在3、4月已经出现



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：收入端已经开始出现减税影响



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_12184](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12184)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>