



宏观研究

【粤开宏观】中国财政的余粮与未来

2023年05月21日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】银行协定存款和通知存款自律上限下调点评》2023-05-11

《【粤开宏观】大起大落金融数据的背后：4月金融数据解读》2023-05-12

《【粤开宏观】资本市场表现与宏观经济的两大背离》2023-05-16

《【粤开宏观】关于中国特色估值体系的思考》2023-05-17

《【粤开宏观】基数效应推升财政收入大幅攀升——4月财政收支分析》2023-05-18

导读

近年来，财政通过收入端减税降费、支出端扩大支出，扩大赤字和债务，有力地抗击疫情、兜底民生、促进科技创新，维护了经济社会稳定。但是，对应的是经济下行叠加减税降费，财政收支矛盾突出，部分地方重回“吃饭财政”，各地财政运行压力较大。

然而，在宏观税负下行、政府支出责任范围扩大以及经济社会风险财政化的作用下，财政紧平衡和收支矛盾加剧将是未来的常态。财政之难，难在多目标平衡：要实现发展与安全的平衡、稳增长和防风险的平衡、减税降费和财政可持续性的平衡、短期经济社会稳定与长期内生增长动力的平衡、民生福利改善与科技强国的平衡。

本文主要解决五大问题：一是如何认知财政是政治经济学的集中体现？二是2022年的财政形势如何？三是如何理解2023年的财政政策以及展望2023年财政形势？四是中央如何定调十四五期间的财税体制改革？五是短期内财政有困难，但又不能大幅度提高赤字和债务透支未来政策空间，短期、中长期分别需要从哪些角度解决财政面临的压力？

风险提示：经济复苏不及预期；财政体制改革



目 录

一、财政是政治经济学的集中体现.....	4
二、2022 年财政形势如何？	4
（一）2022 年一般公共预算收入低增长，税收增速创半个多世纪以来新低，土地出让收入减少约 2 万亿元....	4
（二）宏观税负持续下降：一般公共预算收入占 GDP 比重连续七年下降，土地出让和社保收入占 GDP 比重均下行.....	7
（三）2022 年一般公共预算收支差高达 5.7 万亿元，为历史次高水平，考虑到专项债后的赤字率为 7.7%.....	8
（四）2022 年 22 省市一般公共预算收入负增长，东部省份受疫情和逆全球化冲击大、资源型省份增速靠前..	9
（五）22 个省份财政自给率不足 50%，对中央转移支付及债务的依赖度提高.....	10
（六）地方政府对中央转移支付和土地出让收入依赖度高，其中东部一般公共预算收入和土地出让收入占比高，西部依赖中央对地方转移支付及税收返还	14
（七）财政困难系数.....	17
（八）社保对一般公共预算的依赖度持续攀升，对财政的压力与日俱增.....	18
（九）政府负债率提高，风险总体可控，但部分地区债务率较高，且 2023-2025 年到期金额高.....	19
三、如何理解 2023 年财政政策和展望 2023 年财政形势？	19
（一）2023 年财政政策基调：有克制的宽松、有余地的积极	19
（二）2023 年财政收入形势好于 2022 年，但支出刚性不减，紧平衡态势仍将持续.....	22
（三）要高度重视五大风险	22
四、未来财政体制改革面临新的政治经济形势	23
五、中央如何定调“十四五”期间财税体制改革？	24
（一）预算方面，所有政府收入要纳入预算管理，强化对支出标准和支出绩效的管理，防范化解地方债务风险	24
（二）中央与地方关系方面，近年来针对基本公共服务等领域划分了中央与地方的事权和支出责任，但共同事权规模仍较大，部分领域事权和支出责任要进一步明确	25
（三）税制方面，健全地方税、直接税体系，优化税制结构，适当提高直接税比重	25
六、如何解决财政困境，避免“财政危机”？	25

图表目录

图表 1： 2015-2022 年一般公共预算收入增速连续七年均低于 GDP 名义增速.....	5
图表 2： 2022 年一般公共预算收入和支出执行均低于预算.....	5
图表 3： 近年来，我国一般公共预算收入执行率总体呈下行趋势	6
图表 4： 2022 年财政收入及分税种收入增速.....	6
图表 5： 近年来，广义宏观税负下降	7
图表 6： 2020 年前土地出让收入及其占 GDP 比重总体上升，2022 年大幅下降.....	8
图表 7： 2022 年（社保收入-一般公共预算补贴）与 GDP 的比值与疫情前的 2019 年基本相当.....	8
图表 8： 2022 年全国一般公共预算收支差为近年来次高水平.....	9
图表 9： 2022 年全国各省份一般公共预算收入同比增速.....	10
图表 10： 2022 年财政自给率（初次分配）排名.....	11
图表 11： 2021 年转移支付后财力/一般公共预算支出排名	12
图表 12： 2022 年各省份人均一般公共预算收入.....	13



图表 13: 2022 年各省份人均一般公共预算支出.....	14
图表 14: 初次分配后, 中央财政收入占比高于支出占比, 通过转移支付均衡各地财力.....	15
图表 15: 转移支付前后各省份占全国财政收入比重.....	15
图表 16: 西藏、青海、甘肃等对中央转移支付依赖度较高.....	16
图表 17: 2022 年江苏、浙江、山东、广东等地土地出让收入金额较高.....	17
图表 18: 2019 年各地财政困难系数排名.....	18
图表 19: 社保对一般公共预算的依赖度和压力持续提高.....	19
图表 20: 2010-2023 年财政赤字率和赤字规模目标.....	21
图表 21: 我国财政支出结构中用于民生社保、医疗等相关支出占比提高.....	27



一、财政是政治经济学的集中体现

财政在经济社会发展中起至关重要的作用。财政主要处理政府与市场、中央与地方的关系，本质是事关全局的激励机制，要实现各方主体的激励相容。从历史以及国际比较看，财政若出现危机，社会危机亦不远；财政体制若不理顺，则政府与市场边界不清、市场主体难有稳定预期，中央与地方权责不清，导致中央宏观调控能力下降、地方积极性难以调动。不同的财政体制意味着不同的激励机制，直接影响中央政府、地方政府、居民和企业的预期和行为。

改革、发展、稳定均离不开财政，甚至财政行为本身就是改革、发展和稳定。第一，改革要付出艰难代价，调整体制机制、和平安置触动的利益群体，需要财政赎买。尤其在党的十八大以来，推动结构性改革更加需要发挥财政的作用。第二，中国仍处发展中阶段，城镇化进程推进以及应对经济下行期仍需要大量的基础设施建设，财政在稳增长中发挥了重要作用。第三，稳定的国际国内大局亦需要强大的国防、外交和公安队伍，同样需要财政。

但现实却是，近年来宏观税负持续下行、财政汲取能力下降，财政收支矛盾持续凸显、紧平衡成为常态。地方政府尤其是部分基层政府重回“吃饭财政”，通过处置国有资产资产以及压减公共服务支出缓解矛盾，甚至出现了拖欠工资的现象，“保工资、保民生、保运转”再度成为重要内容。

从财政收入看，经济增速换挡、大规模减税降费和房地产下行拐点等导致财政收入增速下行。中国面临的内外部环境如人口总量达峰、老龄化和少子化并存、土地和能源等生产要素成本攀升、全球贸易保护主义上升等导致经济增速下行具有长期性。大规模减税降费对促进经济增长和税基扩大的作用边际递减。从财政支出看，民生福利改善、高质量发展转型升级、防范化解重大风险等职能驱动刚性支出易上难下。财政收支矛盾加剧的直接结果就是赤字和政府债务攀升，财政以自身风险的扩大化解了经济社会风险，财政可持续性问题越发重要。

二、2022 年财政形势如何？

（一）2022 年一般公共预算收入低增长，税收增速创半个多世纪以来新低，土地出让收入减少约 2 万亿元

2022 年全国一般公共预算收入为 203703 亿元，预算目标为 210140 亿元，歉收 6437 亿元，完成率为 96.9%。短收主要是因为经济下行叠加大规模的减税降费和留抵退税。2022 年新增减税降费和退税缓税缓费超 4.2 万亿元，其中增值税留抵退税约 2.46 万亿元，为近年来最大的一年。2022 年一般公共预算收入增速为 0.6%，低于预算目标的 3.8%，该增速为 1977 年以来（除 2020 年以外）的最低增速。

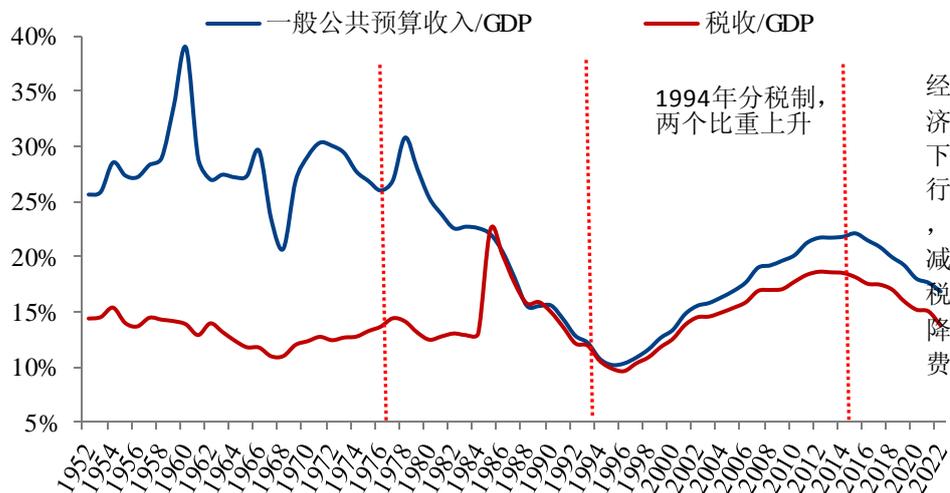
2022 年税收收入为 166614 亿元，占一般公共预算收入的 81.8%，为 1994 年分税制改革实施以来的较低水平；税收收入增速为-3.5%，为 1969 年以来即半个多世纪以来最低增速。新中国历史上税收收入负增长的年份有 1955、1960、1961、1967、1968 和 2020 年，分别为-3.6%、-0.5%、-22%、-11.4%、-2.6%和-2.3%，主要受到大跃进等特殊时期的影响。由于税收收入增速偏低，地方政府进一步挖掘非税收入潜力，包括多渠道盘活国有资产资产，国有资产（资产）有偿使用收入等增加较多，2022 年非税收入达到 37089 亿元，增速为 24.4%。

1994 年分税制改革以来，一般公共预算收入增速大部分年份高于 GDP 名义增速，但



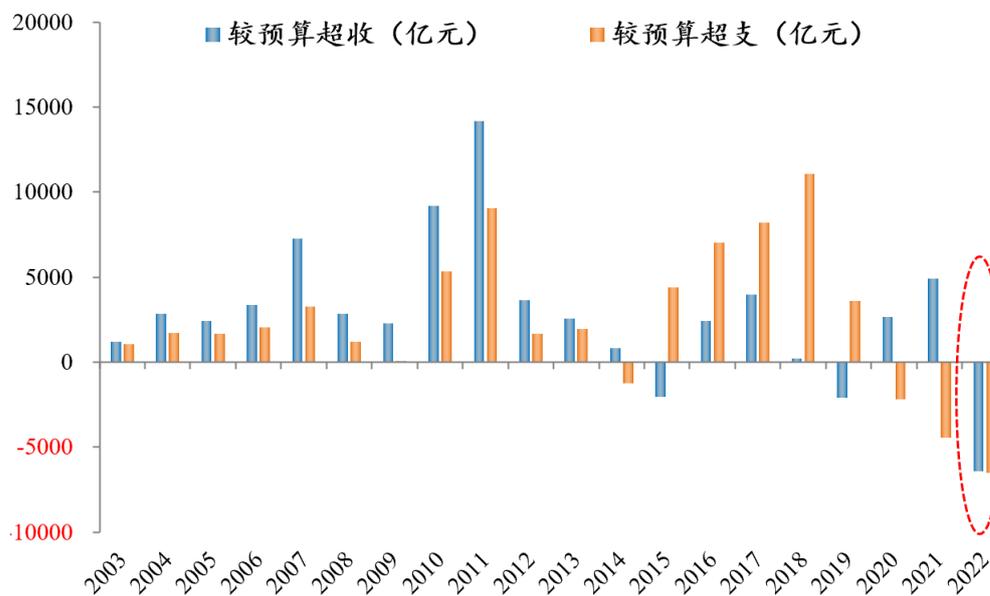
2015-2022 年连续七年均低于 GDP 名义增速，主要是经济下行叠加减税降费。从各税种构成看，2022 年资源税、国内消费税增速较高，增速分别为 48.1%和 20.3%，资源税增速高主要是煤炭等资源价格上升叠加保供稳价、确保能源安全背景下的产量上升；消费税上升在于车购税减半征收刺激汽车消费以及石油价格上行。

图表1：2015-2022 年一般公共预算收入增速连续七年均低于 GDP 名义增速



资料来源：财政部，粤开证券研究院罗志恒整理

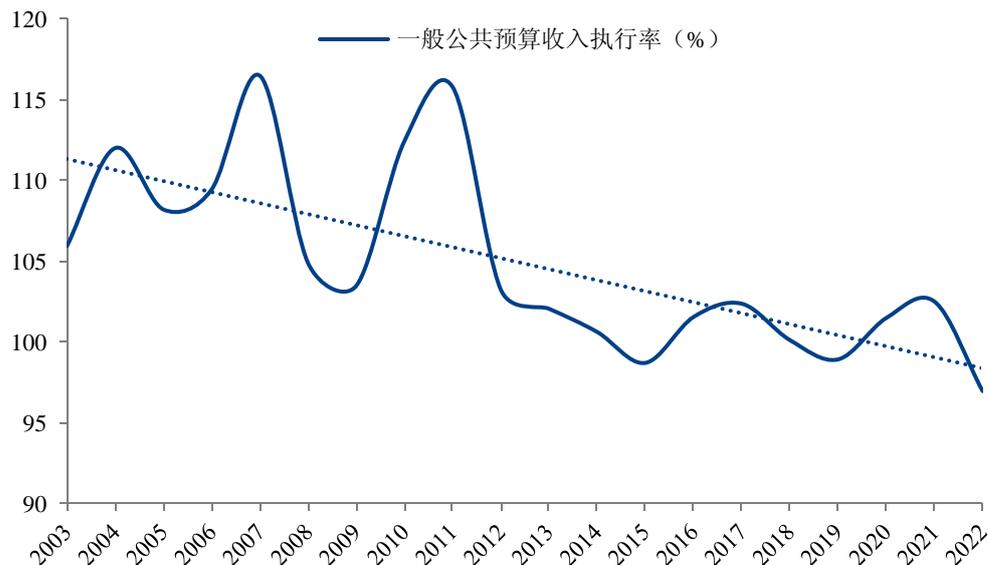
图表2：2022 年一般公共预算收入和支出执行均低于预算



资料来源：财政部，粤开证券研究院罗志恒整理

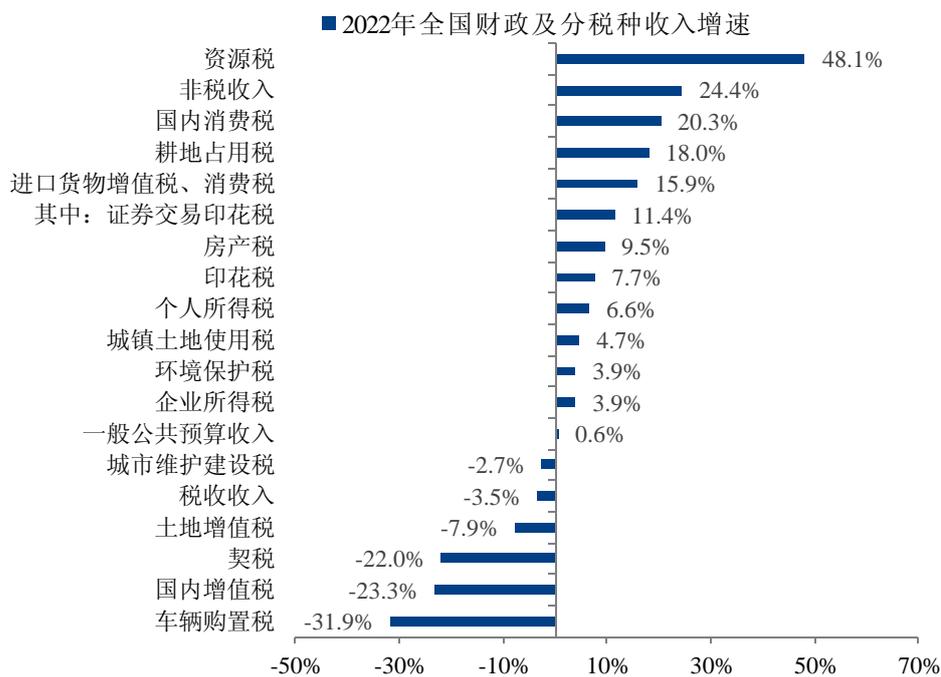


图表3：近年来，我国一般公共预算收入执行率总体呈下行趋势



资料来源：财政部，粤开证券研究院罗志恒整理

图表4：2022年财政收入及分税种收入增速



资料来源：财政部，粤开证券研究院罗志恒整理



（二）宏观税负持续下降：一般公共预算收入占 GDP 比重连续七年下降，土地出让和社保收入占 GDP 比重均下行

以一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算收入之和，剔除重复计算部分如财政补贴社保，作为政府筹集的收入。2022 年的宏观税负为 30.2%，较 2021 年和 2013 年分别下降 2.9 和 5.6 个百分点。该水平在国际上处于中等水平。

从分项看，以一般公共预算收入/GDP 衡量的宏观税负在 2015 年见顶，从 2015 年 22.1% 下降到 2022 年的 16.8%，相当于 2005 年的水平。以税收收入/GDP 衡量的宏观税负在 2013 年见顶，从 2013 年 18.6% 下降到 2022 年的 13.8%，相当于 2001 年的水平，2020-2022 年分别下降 0.8、0.2 和 1.3 个百分点，下降速度较快。由于房地产市场低迷，2022 年国有土地使用权出让收入为 66854 亿元，较上年下降 2 万多亿元，下降 23.3%，土地出让收入占 GDP 的比重在 2022 年为 5.5%，分别较 2020 和 2021 年下降 2.8 和 1.9 个百分点。2022 年社保收入（剔除一般公共预算补贴）占 GDP 的比重为 6.4%，较上年略下降 0.03 个百分点。综上，宏观税负下降主要是一般公共预算和土地出让收入下降导致。

（扩展：关于宏观税负有不同的理解和认知，主要对是对土地出让收入是否属于宏观税负的分歧，IMF 计算宏观税负国际比较不包括土地出让收入。国内专家有观点认为土地出让收入属于要素收入，不属于宏观税负；也有专家认为土地属于政府垄断，不同于一般要素，至少土地出让收入中扣除开发成本的净收入属于宏观税负。本文认为土地出让收入宏观税负是政府凭借政治权力、所有权从居民和企业获得的收入，政府土地出让收入先转化为房企的成本，其后转化为居民和企业的成本或资产，最终表现为政府从社会获得的收入。）

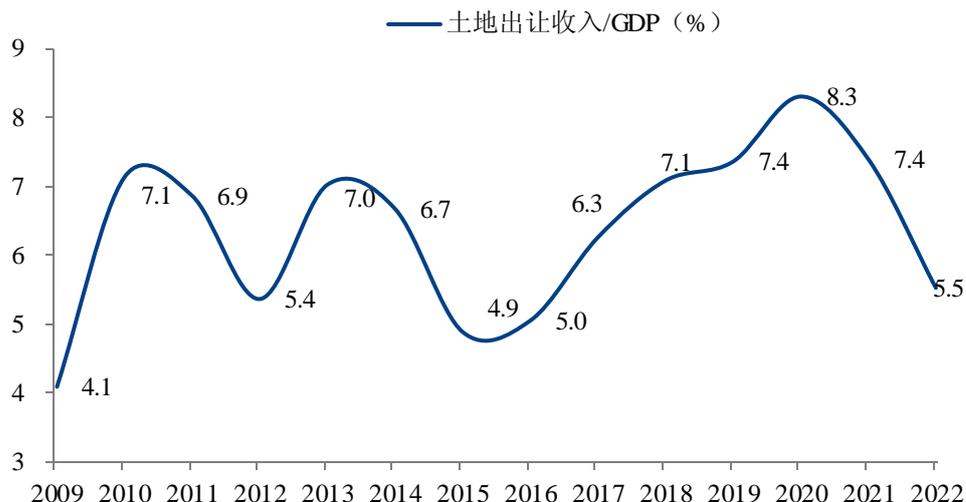
图表5：近年来，广义宏观税负下降



资料来源：粤开证券研究院罗志恒计算整理



图表6：2020年前土地出让收入及其占GDP比重总体上升，2022年大幅下降



资料来源：财政部、国土资源年鉴，粤开证券研究院罗志恒整理

图表7：2022年（社保收入—一般公共预算补贴）与GDP的比值与疫情前的2019年基本相当



资料来源：财政部，粤开证券研究院

（三）2022年一般公共预算收支差高达5.7万亿元，为历史次高水平，考虑到专项债后的赤字率为7.7%

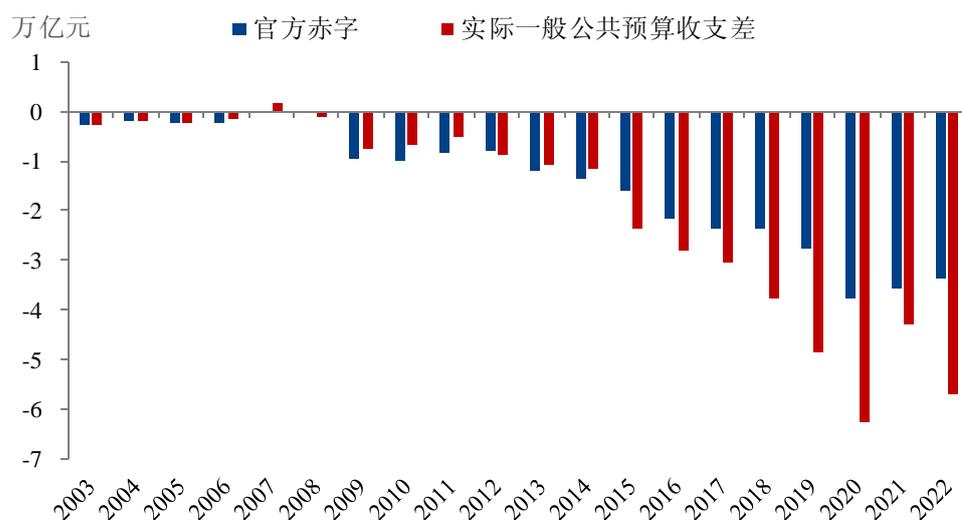
2022年年初预算报告中披露的财政赤字为“按照3.37万亿元安排”、赤字率为“按2.8%左右安排”。预算执行情况报告发布的财政赤字仍为3.37万亿元，但实际上的收支差为5.7万亿元，两者差额2.33万亿元通过调入历史结转结余资金、政府性基金和国有



资本经营预算收入解决。其中，从预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金及使用结转结余 2.45 万亿元，还有部分调出资金。由此可知，近年来财政运行对财政资源统筹能力要求上升。2019-2022 年从预算稳定调节基金、政府性基金预算、国有资本经营预算调入资金及使用结转结余的金额分别为 22161、26133、11714、24541 亿元，2023 年计划调入资金及使用结转结余等 19030 亿元。

由于执行赤字为 3.37 万亿元，名义 GDP 为 121 万亿元，赤字率（赤字/GDP）为接近 2.8%。考虑到未纳入赤字的 3.65 万亿元专项债，赤字率高达 7.7%。

图表8：2022 年全国一般公共预算收支差为近年来次高水平



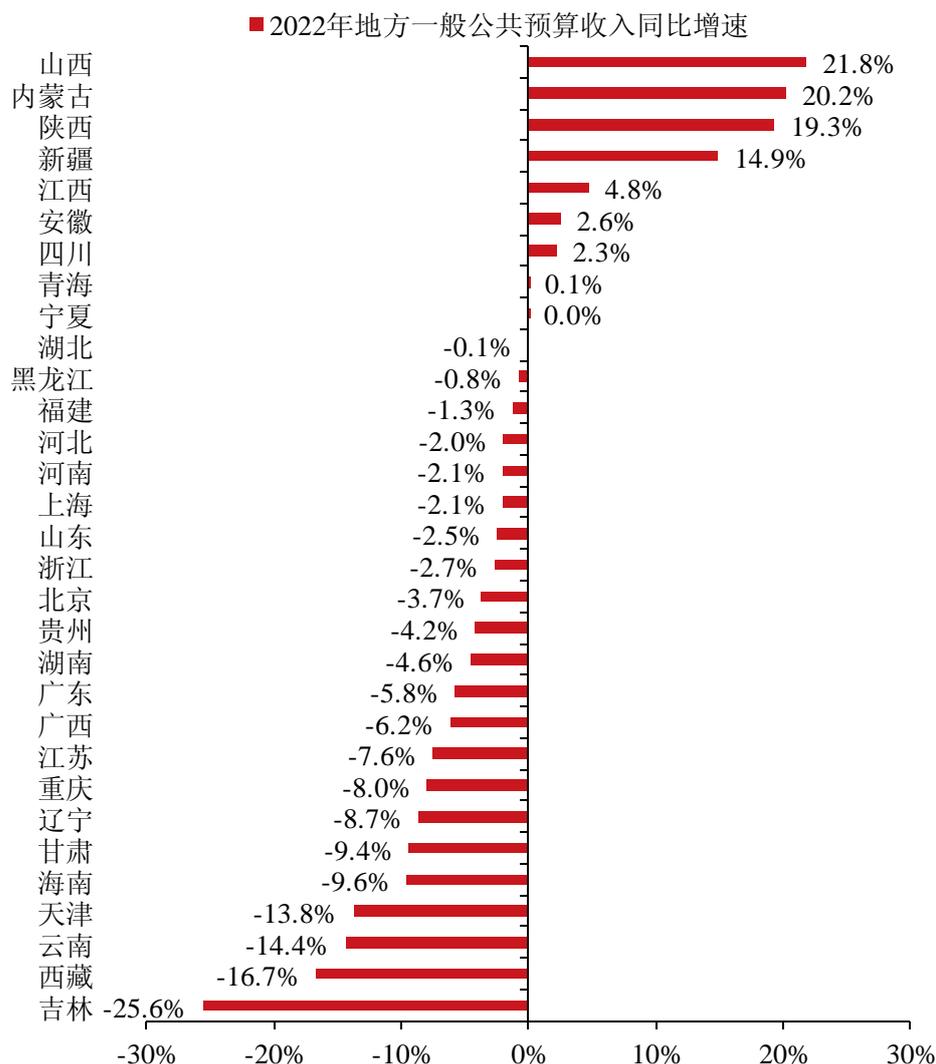
资料来源：财政部，粤开证券研究院罗志恒整理

（四）2022 年 22 省市一般公共预算收入负增长，东部省份受疫情和逆全球化冲击大、资源型省份增速靠前

全国 31 个省（自治区、直辖市）中，吉林一般公共预算收入同比增速为-25.6%，排倒数第一；发达地区如江苏、广东、浙江、山东同比增速分别为-7.6%、-5.8%、-2.7%和-2.5%；四大直辖市天津、重庆、北京、上海均为负增长，增速分别为-13.8%、-8%、-3.7%和-2.1%，主要是受到疫情和逆全球化的负面冲击。东部发达地区人口密度大，天然容易受变异病毒的攻击，且一旦封控影响面更大；逆全球化加速，冲击东部地区产业链供应链稳定；东部地区生产发达，增值税留抵退税的冲击更大。反观西部资源型省份，在俄乌地缘政治冲突引发全球大宗商品价格上行，以及国内保供稳价、能源安全性上升的背景下，西部地区资源产销两旺、量价齐升，财政收入增速靠前。山西、内蒙古、陕西、新疆同比分别达到 21.8%、20.2%、19.3%和 14.9%。



图表9：2022年全国各省份一般公共预算收入同比增速



资料来源：地方财政厅（局）官网，粤开证券研究院罗志恒、方堃整理

（五）22个省份财政自给率不足50%，对中央转移支付及债务的依赖度提高

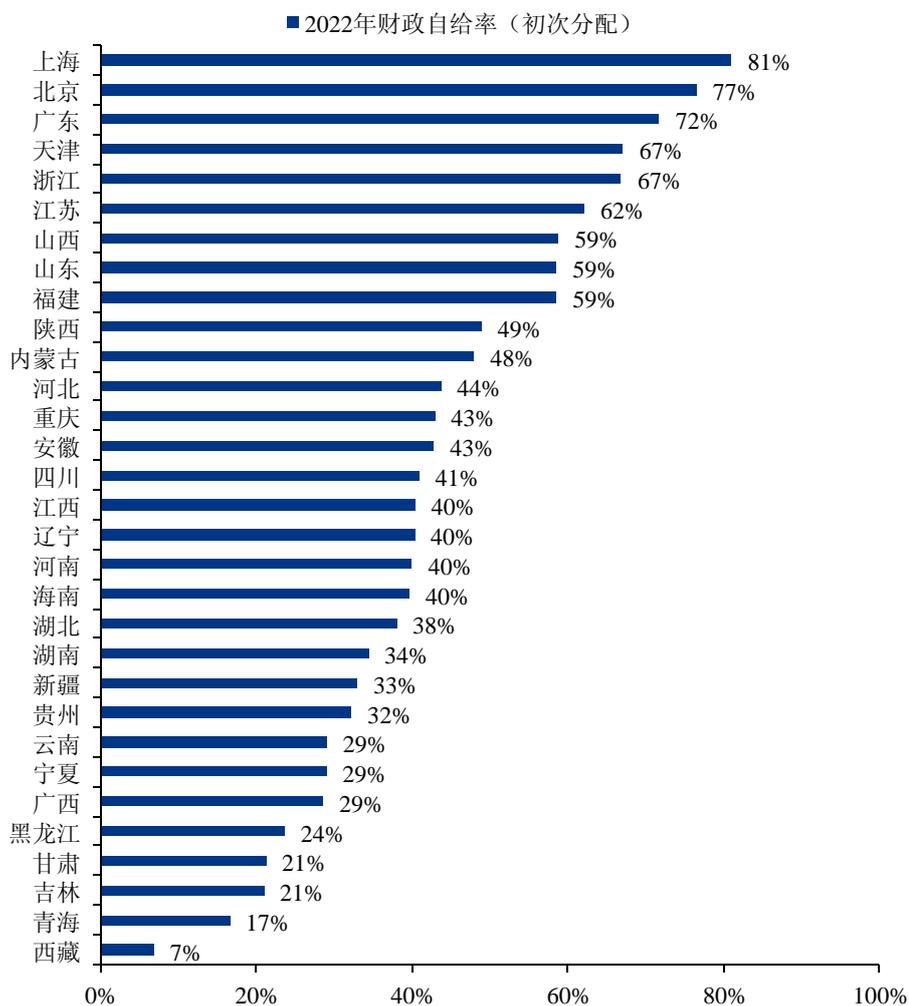
2022年有22个省市的一般公共预算收入/一般公共预算支出低于50%，主要集中在西部和东北，其中西藏、青海、甘肃的一般公共预算收入/支出仅为7%、17%和21%；仅9个省市区财政自给率高于50%，主要是上海81%、北京80%、广东72%、天津67%、浙江67%、江苏62%、山西59%、山东59%和福建59%，且较往年明显下降。

地方政府的收支不足主要靠中央的转移支付和税收返还以及地方政府一般债券弥补。要全面认知财政自给率指标，不能据此否定分税制以及转移支付存在的必要性。该指标只反映政府间关系的初次分配，考虑到大量的中央转移支付和税收返还给地方后的再分配效应，地方事实上的可用财力和满足支出的能力将大幅提高。除专项转移支付指定特定用途外，一般转移支付与税收返还根据常住人口、学生数量、海拔纬度等客观因素计算，金额相对可预期，可作为地方政府统筹使用的财力。以2021年决算数据为例（2022



年决算数据需 2023 年 7-8 月间发布), 初次分配后, 22 个省份的一般公共预算收入/支出低于 50%, 考虑转移支付和税收返还后, 所有省份的转移支付后收入/支出在 80%以上。其中, 西藏、青海、甘肃、黑龙江、宁夏、新疆获得的转移支付分别为 2246、1503、2980、3722、1019 和 3431 亿元, 相当于其一般公共预算收入的 10.42%、4.57%、3%、2.86%、2.22 和 2.12 倍。因此, 西藏、青海、甘肃获得转移支付后的收入/支出高达 121.4%、98.8% 和 98.8%, 远高于自给率(初次分配)的 10.6%、17.7%和 24.8%; 反而东部发达地区获得的转移支付相对较少, 比如浙江获得的转移支付为 954.8 亿元, 相当于其一般公共预算的 11.6%, 远低于西部地区, 考虑转移支付后的收入/支出为 83.7%, 还有 16.3%的支出依靠债务及其他调入资金解决。

图表10: 2022 年财政自给率(初次分配)排名

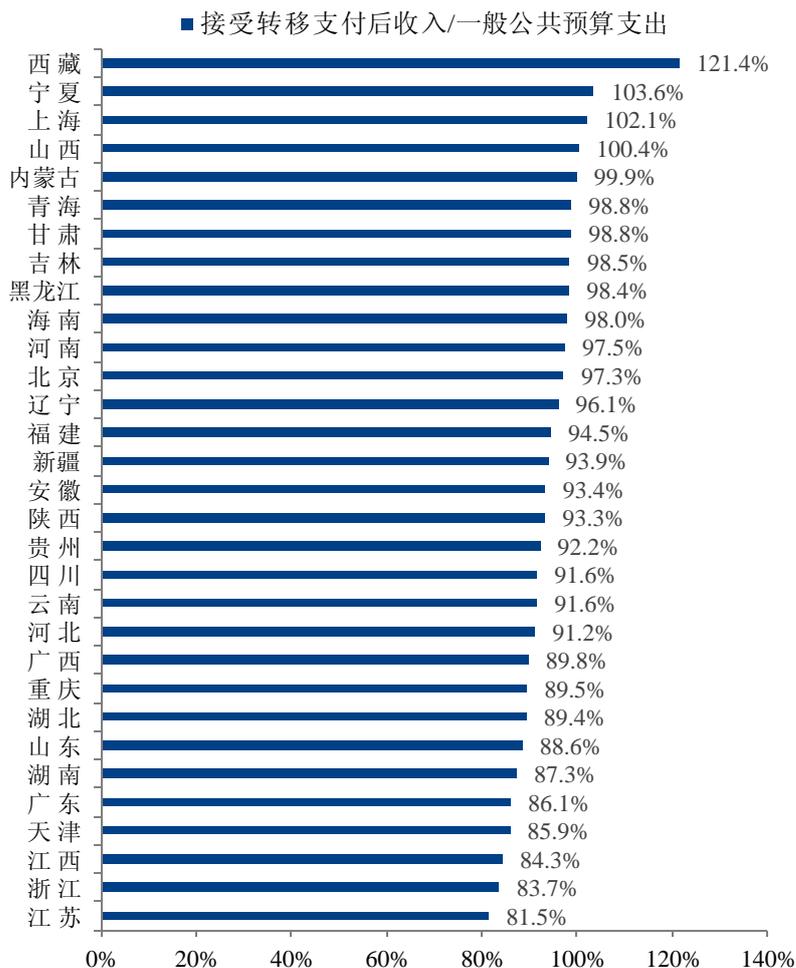


资料来源: 地方财政厅(局), 粤开证券研究院罗志恒、方堃计算整理

注: 该指标是一般公共预算收入/一般公共预算支出, 只反映初次分配结果, 不包括转移支付



图表11：2021年转移支付后财力/一般公共预算支出排名

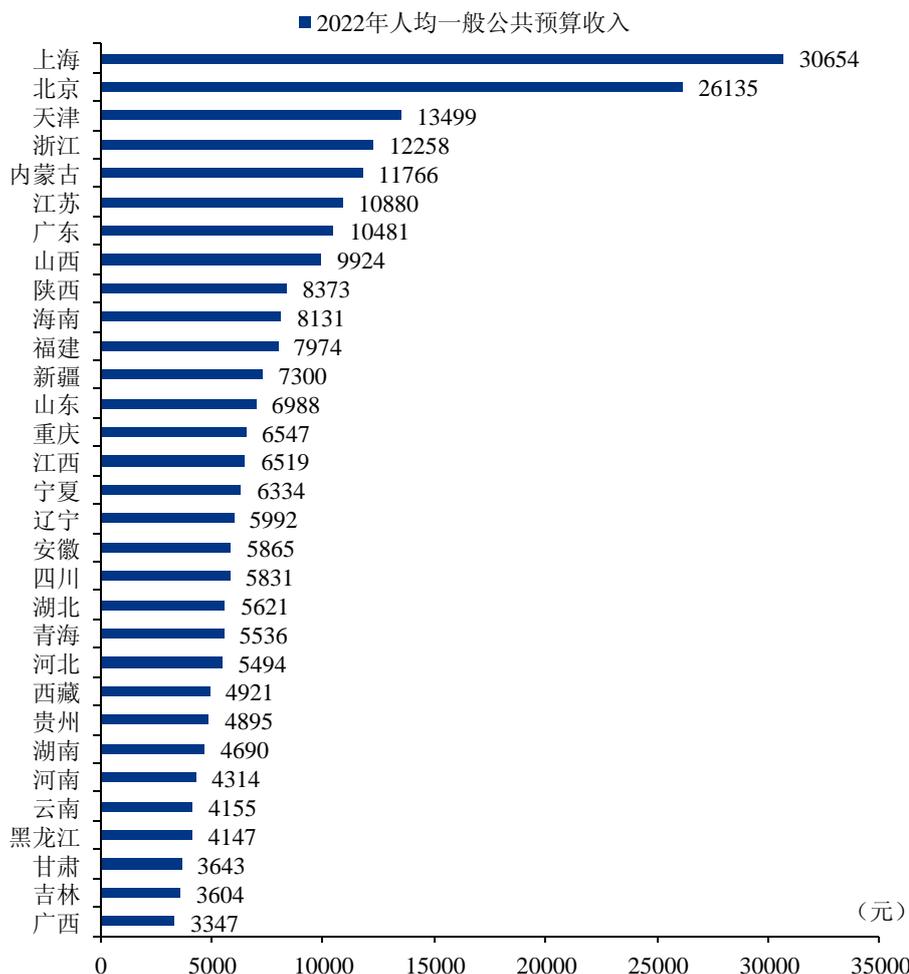


资料来源：地方财政厅（局），粤开证券研究院罗志恒、方堃计算整理

注：该指标是包括转移支付后的自给率，计算方法为（一般公共预算本级收入+上级转移支付）/一般公共预算支出



图表12：2022年各省份人均一般公共预算收入

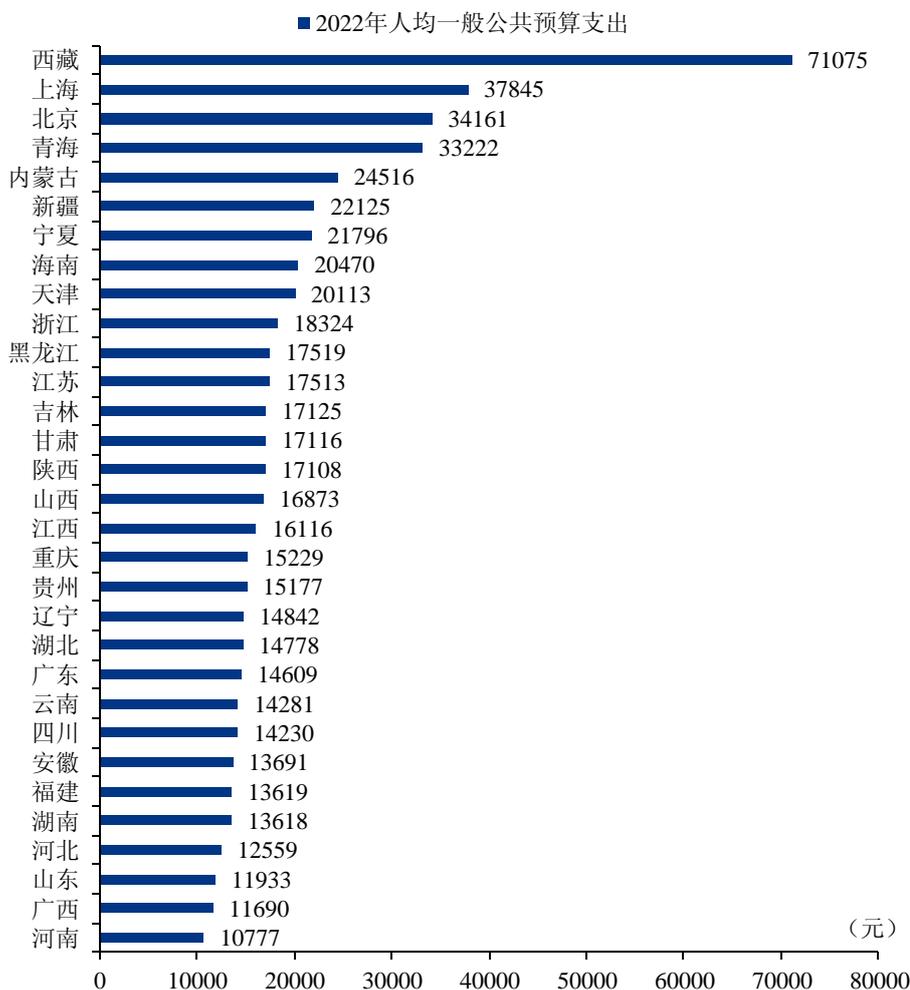


资料来源：地方财政厅（局）、粤开证券研究院罗志恒计算

注：一般公共预算收入数据采用 2022 年地方一般公共预算收入执行数，人均的分母使用常住人口指标



图表13：2022年各省份人均一般公共预算支出



资料来源：地方财政厅（局）、粤开证券研究院罗志恒计算

注：支出数据采用2022年地方一般公共预算支出执行数，人均的分母使用常住人口指标

（六）地方政府对中央转移支付和土地出让收入依赖度高，其中东部一般公共预算收入和土地出让收入占比高，西部依赖中央对地方转移支付及税收返还

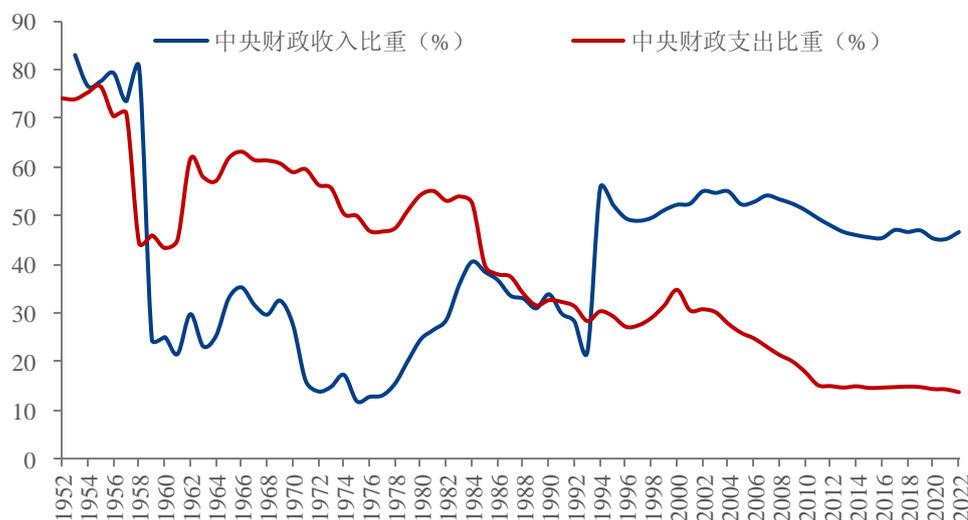
2021年全国财政（一般公共预算）收入为202555亿元，中央财政收入91470亿元，占全国比重45.2%，地方财政收入111084亿元，占比54.8%；但是全国财政（一般公共预算）支出为245673亿元，中央本级支出35050亿元，占比14.3%，地方支出210623亿元，占比85.7%。为保证中央的宏观调控能力以及促进各地基本公共服务均等化，中央掌握较多的财力并向各地转移支付。中央对地方的转移支付及税收返还为82152亿元，占全国收入的比重为40.6%，相当于地方收入的74%、地方支出的39%；即转移支付后，中央、地方实际可支配收入分别为9318和193237亿元，占全国比重分别为4.6%和95.4%。

经过这个分配过程后，中央政府的实际可支配收入与支出比为26.6%，仍有73.4%



的支出需要发行国债、调入资金和使用历年结转结余弥补。但即使有中央的转移支付，地方可支配收入仍难以满足地方支出需要，两者之比为 91.7%（其中一般公共预算收入/支出为 52.7%、转移支付/支出为 39%），仍有 8.3%需要发行地方政府一般债券和调入资金等弥补。

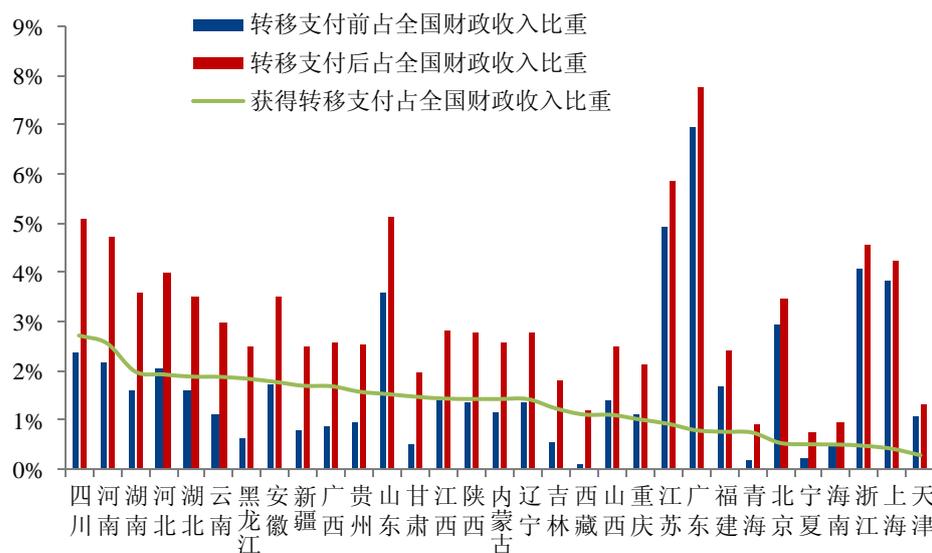
图表14：初次分配后，中央财政收入占比高于支出占比，通过转移支付均衡各地财力



资料来源：财政部，粤开证券研究院罗志恒计算

从 2021 年决算数看，获得转移支付和税收返还较多的省份有四川（5503 亿元）、河南（5181）、湖南（4020）、河北（3900）、湖北（3808）、云南（3799）、黑龙江（3722）、安徽（3590）、新疆（3431）等。

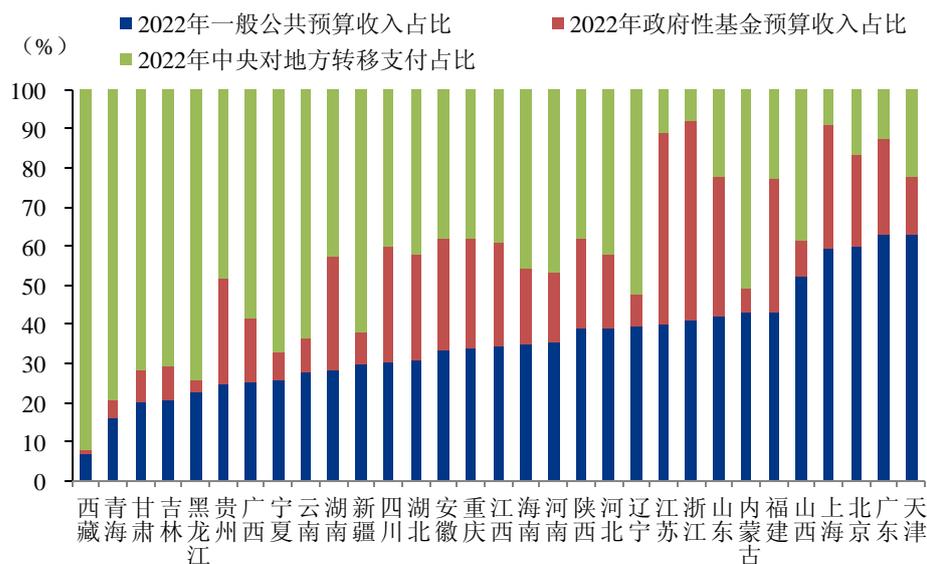
图表15：转移支付前后各省份占全国财政收入比重



资料来源：财政部预算司 <http://yss.mof.gov.cn/2021zyjs/>，粤开证券研究院罗志恒计算



图表16：西藏、青海、甘肃等对中央转移支付依赖度较高



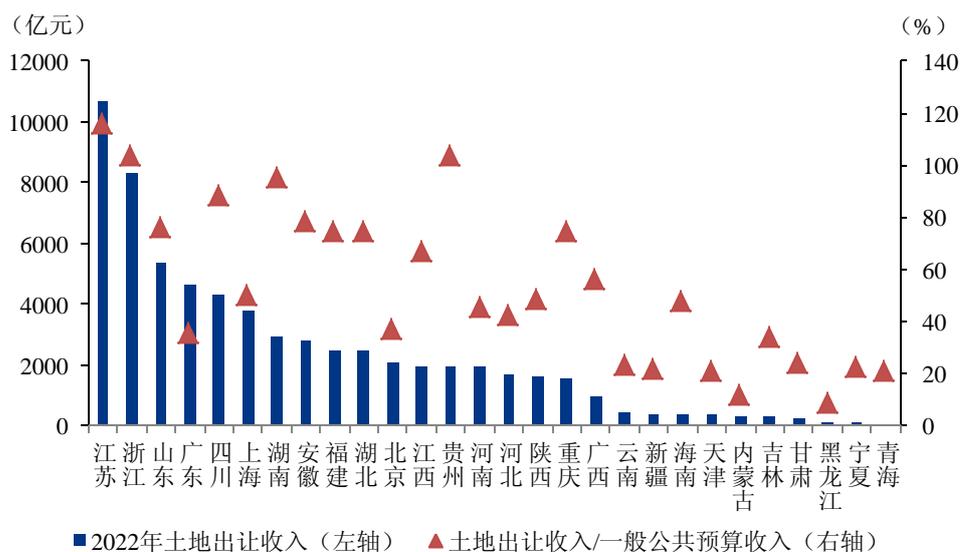
资料来源：地方财政厅（局）官网、财政部预算司，粤开证券研究院罗志恒计算

地方政府的可用财力除地方一般公共预算收入外，中央对地方的转移支付及税收返还（含一般公共预算转移支付、政府性基金转移支付）、政府性基金收入（以土地出让收入为主）是另外两大主要来源，国有资本经营预算规模较小、社会保险基金预算类似“专款专用”。由于2022年中央对各省份的转移支付具体数据发布时间在2023年7-8月，以2021年决算数据为例。在地方综合财力的三大部分构成中，东部经济发达、土地市场活跃，一般公共预算收入、土地出让金收入占比较高；西部和东北地区一般公共预算收入占比偏低，自身财政能力较弱，依赖中央转移支付及税收返还。其中，西藏、青海、甘肃、黑龙江一般公共预算收入占比分别为8.6%、16.2%、21.8%和24.1%，中央转移支付占比分别为89.6%、74.4%、65.2%、69.1%；此外，宁夏、新疆、吉林、云南、内蒙古的中央转移支付占比均超过50%，分别为63.0%、60.9%、54.6%、53.8%和50.8%。东部地区对中央转移支付依赖较少，除一般公共预算收入占比相对较高外，政府性基金收入（土地出让收入）占比较高，如浙江55.8%、江苏53.4%、山东43.4%、福建40.4%、重庆34.7%。

江苏、浙江、山东、广东和四川省的政府性基金收入、土地出让收入均位居全国前五，江苏、浙江、贵州和湖南等省份对土地出让收入的依赖度高。2022年地方政府性基金收入为73755亿元，其中国有土地使用权出让收入为66854亿元，占比90.6%。从各省份的政府性基金收入看，江苏（11479亿元）、浙江（10069亿元）、山东（6080亿元）、广东（5196亿元）和四川（4781亿元）政府性基金收入居于前列，排名前5的省份的政府性基金收入占比为51%；宁夏（129亿元）、青海（93亿元）和西藏（35亿元）政府性基金收入较少。从已公布的28个省份的2022年土地出让收入看，江苏（10690亿元）、浙江（8336亿元）、山东（5396亿元）和广东（4666亿元）、四川（4297）和上海（3799）仍居前列。从对土地出让金收入的依赖度看，江苏、浙江、贵州、湖南、四川等省份的财政对土地出让收入的依赖度较高，其土地出让收入与一般公共预算收入的比值分别为1.16倍、1.04倍、1.03倍、0.95和0.88倍；北京、广东、新疆、内蒙古和黑龙江等地对土地出让收入依赖度相对偏低，其土地出让金收入与一般公共预算收入的比值分别为37%、35%、21%、11%、8%。g



图表17：2022年江苏、浙江、山东、广东等地土地出让收入金额较高



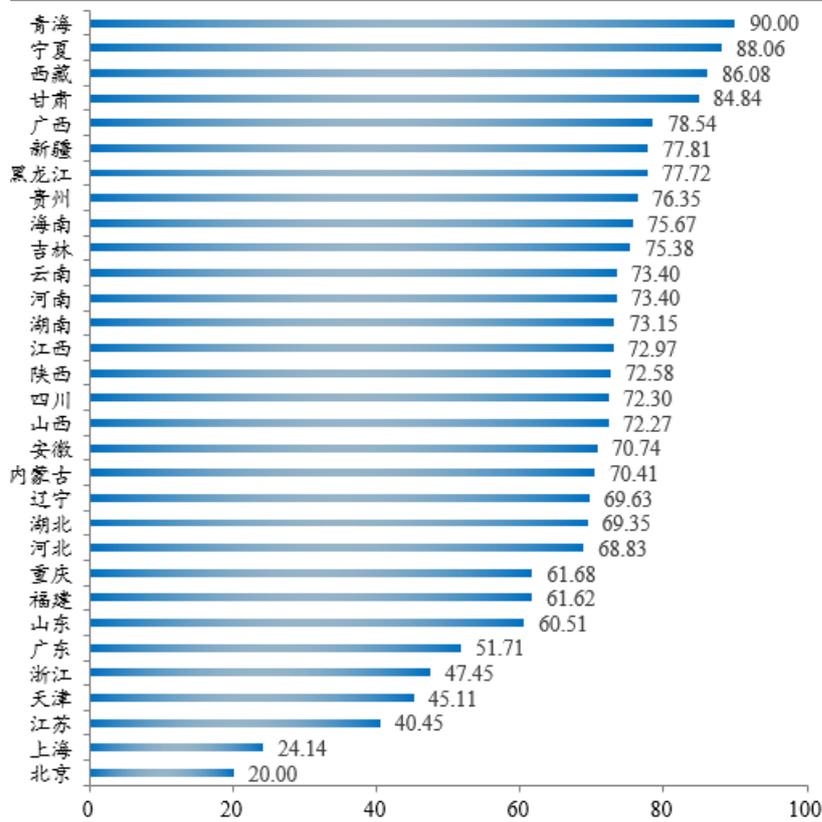
资料来源：地方财政厅（局）官网，粤开证券研究院罗志恒、贺晨、方堃整理

（七）财政困难系数

中央在给地方转移支付时会根据地方财政的风险和财力情况，财政部设置了财政困难程度系数，2019年4月23日，财政部公布了《关于下达2019年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，将近700亿元城镇保障性安居工程专项资金分配给36个省市，在资金分配表中，列出了36个省市的财政困难系数。



图表18：2019年各地财政困难系数排名



资料来源：财政部《关于下达 2019 年中央财政城镇保障性安居工程专项资金预算的通知》，粤开证券研究院

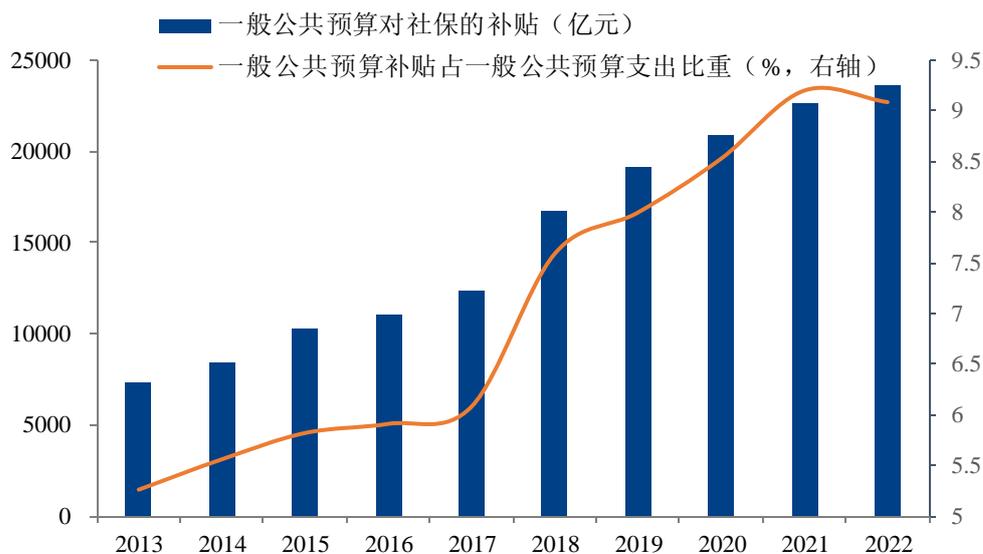
（八）社保对一般公共预算的依赖度持续攀升，对财政的压力与日俱增

2022 年我国人口总量较 2021 年减少 85 万人，人口总量达峰的同时结构恶化，即老龄化、少子化加剧。2022 年我国 65 岁以上老人占比 14.9%，较上年上升 0.7 个百分点，而本世纪初的 2000 年老龄化率才 7%；出生人口 956 万人，新中国成立以来首次降至 1000 万人以下（1959-1961 年分别为 1665、1381、1187 万人）。1962、1963 年的人口生育高峰（分别为 2491 和 3000 万人）意味着从 2022 年起我国将迎来人口退休高潮，这一方面导致缴纳社会保险的人数减少，另一方面领取社保的人数激增，社保压力巨大。

2022 年全国社会保险基金执行收入为 101523 亿元，其中一般公共预算补贴收入 23682 亿元，占社保收入的 23.3%，占一般公共预算支出的 9.1%。根据预算安排，2023 年社保预算收入 109357 亿元，其中一般公共预算补贴收入上升为 24950 亿元，占社保收入的 22.9%，占一般公共预算支出的 9.1%。



图表19：社保对一般公共预算的依赖度和压力持续提高



资料来源：财政部、粤开证券研究院罗志恒计算

注：2022年数据为执行数，非决算数

（九）政府负债率提高，风险总体可控，但部分地区债务率较高，且 2023-2025 年到期金额高

经第十三届全国人民代表大会第五次会议审议批准，2022 年末全国地方政府债务限额为 376474.3 亿元，其中一般债务限额 158289.22 亿元，专项债务限额 218185.08 亿元。

截至 2022 年末，中国政府债务为 60.93 万亿元，较上年增加 7.19 万亿元，负债率为 50.3%，较上年增加 3.4 个百分点，低于国际通行的 60%警戒线，风险总体可控。其中，中央政府债务余额 25.87 万亿元，较上年增加 2.6 万亿元，占 GDP 的 21.4%，较上年增加 1 个百分点。地方政府债务余额 35.06 万亿元，较上年增加 4.59 万亿元，占 GDP 的 29%，较上年增加 2.3 个百分点，均控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务 143896 亿元，专项债务 206722 亿元，专项债务余额大幅超过一般债务；政府债券 348995 亿元，非政府债券形式存量政府债务 1623 亿元。此外，与政府关系较为紧密的城投债余额 13.2 万亿元，相当于 GDP 的 10.9%。

截至 2022 年末，地方政府债券剩余平均年限 8.5 年，其中一般债券 6.2 年，专项债券 10 年；平均利率 3.39%，其中一般债券 3.39%，专项债券 3.39%。

三、如何理解 2023 年财政政策和展望 2023 年财政形势？

（一）2023 年财政政策基调：有克制的宽松、有余地的积极

2022 年底的中央经济工作会议提出：“积极的财政政策要加力提效。保持必要的财政支出强度，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。要加大中央对地方的转移支付力度，推动财力下沉，做好基层‘三保’工作。”全国财政工作会议和 2023 年《政府工作报告》重申并做了进



一步的落实。

从财政政策总基调看，实际上包括两个方面：“加力提效”与防范化解地方债务风险。前者对应“稳增长、稳就业、稳物价”和“推动经济运行整体好转”的要求，侧重稳增长；后者对应防范化解风险，因此 2023 年财政政策兼顾稳增长和防风险，反映出这是有克制的宽松、留有余地的积极。

具体而言，“加力提效”将力度置于效果前，这不同于 2022 年的“提升效能，更加注重精准、更可持续”和 2021 年“提质增效，更可持续”，更接近 2020 年“更加积极有为”，与 2019 年的“加力提效”一致。这是经济形势的要求，是顺应经济形势和经济工作目标的顺势而为。主要是因为总需求不足是当前经济的核心矛盾，2023 年中国经济面临内外部形势的严峻性不亚于前些年：全球经济下行、外需环境已发生重大变化；房地产风险仍未完全释放，居民资产负债表仍需修复。财政政策在 2023 年仍将在扩大内需、稳定就业、稳定物价、推动科技创新、改善民生、推动区域协调发展，促进经济高质量发展中发挥极为重要的作用。

2023 年的财政赤字率拟按 3% 安排，高于去年 0.2 个百分点；赤字规模为 3.88 万亿元，比 2022 年高 5100 亿元；专项债拟按 3.8 万亿元安排，较 2022 年高 1500 亿元。赤字规模和专项债合计 7.68 万亿元，比 2022 年高 6600 亿元，体现了加力提效的政策基调和推动经济运行整体好转的决心。

其一，从赤字率 3% 看，较上年提高 0.2 个百分点，赤字规模增加 5100 亿元，既保证了政策的连续性、必要的支出强度，同时并未过高提高赤字率，为未来财政可持续性和财政空间奠定基础。这种安排有利于更好支持落实完善减税降费，助企纾困，提高微观主体活力；有利于保证必要的支出强度，进而扩大总需求，对冲外需下行；通过财政支出结构优化，有利于更好服务于乡村振兴、科技创新、区域均衡等重大战略；通过加大转移支付，进一步确保基层“三保”不出问题。

其二，从专项债看，较上年增加 1500 亿元，规模上升，短期内有利于扩大基建投资，带动社会投资，稳定总需求；中长期看有利于优化供给结构，提高经济社会运行效率。同时，今年专项债的使用范围将进一步扩大，进一步扩大用作项目资本金范围，有利于一大批重大工程从节奏上尽快落地，靠前发力。专项债与政策性金融工具的协调配合预计在今年仍将发挥积极作用。

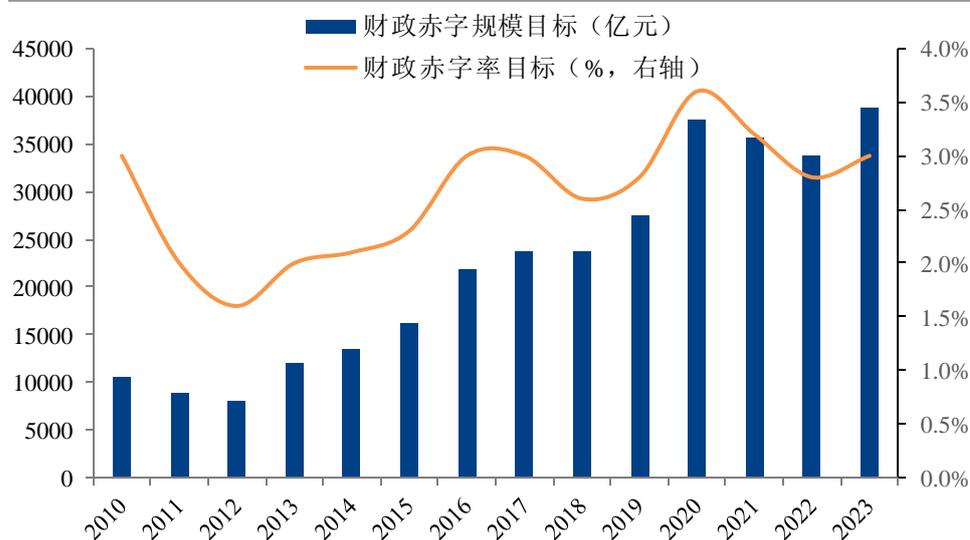
需要注意的是，2022 年当年新增专项债规模 3.65 万亿元，但由于经济形势需要，另外使用了 5029 亿元结存限额空间，所以实际发行新增专项债券超过 4 万亿元（40384 亿），再融资专项债 1 万亿（10932 亿）。截至 2022 年底，全国地方政府债务限额为 376474.3 亿元，其中一般债务限额 158289.22 亿元，专项债务限额 218185.08 亿元；全国地方政府债务余额 350618 亿元，控制在全国人大批准的限额之内。其中，一般债务 143896 亿元，专项债务 206722 亿元。因此，我国地方债务限额与余额的空间还有 2.59 万亿，其中一般债 1.44 万亿，专项债 1.15 万亿。所以如果经济形势需要，2023 年专项债的理论空间有 4.95 万亿。但是我们认为，由于专项债要以项目收益为偿还依据，目前专项债项目的现金流较差、边际收益递减，申报环节存在包装等现象，有必要通过一般债来拉动投资。专项债不计入赤字，导致容易误判风险。

其三，从减税降费看，今年的提法是“完善税费优惠政策”“对现行减税降费、退税缓税等措施，该延续的延续，该优化的优化”，意味着与过往比发生重大变化，从追求减税降税的规模转向效率效果和精准性针对性，有利于稳定宏观税负。“按照稳定宏观税负的原则，统筹助企纾困、财政可持续和优化税制结构的需要，进一步完善减税降费退税缓税等政策。”我国持续推出减税降费退税缓税有效地缓解了市场主体的现金流，提高了企业的抗风险能力，但是导致宏观税负持续下行，一般公共预算收入/GDP 下降至 16.8%，



较 2015 年的高点下降了 5.3 个百分点。大国必须保证一定的宏观调控能力以应对经济社会风险财政化等各方面挑战，这就需要稳定宏观税负。从具体实施看，突出对中小微企业、个体工商户以及特困行业的支持，能够实现政策“提效”。

图表20：2010-2023 年财政赤字率和赤字规模目标



资料来源：wind、粤开证券研究院

其四，明确要求“防范化解地方债务风险”，增加的赤字全部是中央赤字和国债。《政府工作报告》提出：“地方债务防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量。”地方政府债务推动了经济发展，但也引发了财政与金融风险交织等问题。地方债务的根本原因是近乎无限责任政府及考核激励机制。防范地方政府债务主要是防范地方政府隐性债务，包括部分城投平台有息债务、PPP 等形成的名股实债、政府应付账款等。近年来随着减税降费进行和疫情反复冲击以及房地产持续下行，地方债务到期和付息压力叠加，导致地方财政收支形势矛盾，三保问题突出，影响了化解地方政府隐性债务的进度。国债发行成本低、到期周期长，有必要通过提高国债规模和占比，再转移支付给地方，逐步解决地方政府的压力。从 2023 年的赤字安排看，新增赤字 5100 亿元，全部是中央赤字，通过国债发行弥补，这实际上就是中央更多地加杠杆、转移支付给地方以缓解地方压力和防范债务的体现。全国财政赤字 38800 亿元，比上年增加 5100 亿元，其中，中央财政赤字 31600 亿元，增加 5100 亿元；地方财政赤字 7200 亿元，与上年持平。

其五，进一步优化财政支出结构，服务国家重大战略，强化绩效管理，支出端“提效”。2023 年持续优化财政支出结构，围绕推动高质量发展，加大对经济社会发展薄弱环节和关键领域的投入，积极支持科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等重点领域，实现促消费、扩投资，稳就业稳民生，促进科技创新等。中央本级支出优先保障中央储备支出、中央国债发行付息支出等刚性和重点支出，中央部门支出在连续多年严格控制基础上按总体持平安排。同时，提高财政资金使用效益。



（二）2023 年财政收入形势好于 2022 年，但支出刚性不减，紧平衡态势仍将持续

2023 年的收入形势总体好于 2022 年，主要是基于：一是经济总体呈恢复态势奠定了财政收入形势向好的基础。在一系列政策的推动下，市场信心和预期逐步好转。宏观上正常的生产生活秩序与微观主体对美好生活的向往将推动经济恢复。当然这也依赖于政策实施效果。二是 2022 年大规模留抵退税导致基数偏低，2022 年一般公共预算收入同比 0.6%。三是 2022 年缓税缓费的部分在今年入库。

从地方来看，一方面，在经济发展内生动力增强背景下，多地一般公共预算收入增速目标较 2022 年实际增速显著回升，但考虑到低基数效应，大部分省份增速目标相对保守。从 31 个省份 2023 年一般公共预算收入目标看，海南、吉林、河南、甘肃、湖北和新疆的一般公共预算收入增速目标较高，目标增速在 10%及以上，海南达到 15%；湖南和安徽的目标增速分别为 8%与 7%。北京、天津、浙江、广东、江苏等大部分省份一般公共预算收入目标增速均在 6%及以下。总体来看，大多数地区一般公共预算目标与地区生产总值增速目标保持一致。

但是支出压力依然较大，优化支出结构的任务较重。其一，稳增长、推动经济运行整体好转今年的重要目标，是稳就业和稳民生的重要保障，这需要财政推动促消费、扩投资。既包括直接拉动基建带动投资，还包括加强重点城市流通保供体系建设、建设综合物流枢纽畅通流通体系、挖掘县乡消费潜力等。其二，乡村振兴、区域均衡发展、绿色低碳发展等需要财政投入保障。其三，推动经济结构转型升级、促进科技创新，实现高质量发展，仍需财政加大支持力度。

（三）要高度重视五大风险

财政在支持高质量发展中要保障财政可持续性和防范地方政府债务风险，同时要高度重视经济社会风险财政化带来的风险，平衡发展的效率与安全。

第一，警惕地方政府债务风险，防范城投风险和财政风险交织。近年来地方债、城投债密集到期，恰逢收入增速下行期，风险加大。

第二，警惕房地产风险财政化。房地产事关经济、金融和社会稳定，行业风险化解需要财政支持，增加了地方政府救助责任。

第三，防范金融风险财政化。城商行和农商行的股东主要是地方财政部门，由于区域经营和属地监管，业务与当地财政紧密相关，地方财政承担着一定的兜底或关联责任。

第四，通胀风险引发的财政风险。全球经济下行、总需求不足，2023 年 PPI 大概率偏低，不利于财政增收。

第五，经济社会的不确定性引发企业经营成本上升，财政要再度纾困并增加支出负担。

总之，财政之难在于多目标平衡，在于政府职能近乎无限。当然，财政之荣也在于难中有巧，在于服务国家大局，在于担当国家治理的基础和重要支柱的神圣使命。在中国式现代化新征程中，政府与市场关系、政府与社会关系、中央与地方关系还要进一步理顺，事权和支出责任必须尽快上移至中央、省级政府，预算管理制度、税收制度还要继续完善。侠之大者，为国理财。



四、未来财政体制改革面临新的政治经济形势

当前中国处于百年未有之大变局，逆全球化和民粹主义甚嚣尘上，面临的形势较以往更严峻。全面建成小康社会已取得胜利，全面建设社会主义现代化国家的新征程开启。财税体制要服从和服务于新的政治经济形势和国家战略。

一是全球经济下行具有周期性和结构性原因，逆全球化和脱钩断链等将对中国经济造成较大冲击。“十四五”期间的全球经济从“低增长、低通胀、低利率和高债务”的三低一高模式转变为“低增长、高通胀、高利率、高债务”。全球经济面临人口老龄化、贫富分化加剧和贸易摩擦的压制，对中国的出口需求产生较大冲击；脱钩断链等导致中国可能面临供给冲击，引发供应链的不稳定。

二是国内资源禀赋和发展阶段发生重大变化，经济增速将继续下台阶，税收收入和土地出让收入增速都将下行，财政收入高增速时代已远去。2022 年我国人口见顶回落，将从需求端、供给端共同导致潜在经济增速下降；同时，人口见顶回落意味着房地产市场不再拥有人口总量增加的增量需求，房地产市场下行拐点到来，影响房地产相关税收收入和土地出让收入。尤其是部分人口流出的区域，将面临经济增长乏力和财政收入不足的问题。中国经济的发展逻辑将实现五大转变：从先富转向共富，从效率转向公平，从速度转向安全，从侧重资本到保护劳动，从房地产繁荣走向科技强国。这种发展逻辑的转变对经济增长、税基结构和支出结构都将产生重大变化。

三是政策间的合成谬误对企业经营的冲击，迫使减税降费持续维持在较大规模，导致宏观税负持续下降，财政汲取能力下降。国家税务总局数据显示，“十三五”期间累计减税降费规模达到 7.6 万亿元，规模力度较大。推出新的减税降费成为市场主体遭遇内外部冲击时的冲击，不利于税制运行的稳定，也不利于宏观税负的稳定。企业面临的劳动力成本和能源、电力等垄断性成本上升对冲了减税降费带来的成本下降。部分运动式、一刀切的政策导致企业预期和信心不振，此时的减税降费推升了债务，却因企业追加投资、居民扩张消费积极性不足，难以拉动相应的经济增长。这就是非财政政策冲击导致财政政策陷入“减税降费陷阱”。

四是人口老龄化冲击社保并产生财政压力。人口老龄化速度加快以及养老金支出标准提高（通胀上升以及提高养老金水平）导致社保压力较大。这种冲击在“十四五”期间伴随劳动年龄人口将更加显著。

五是人口流动对财政体制产生冲击。人口流动导致社保等公共服务提供必须从基于静态和户籍人口转向基于动态和以常住人口为主要依据，与之对应的事权和支出责任划分、转移支付制度、基本公共服务提供要做出相应的调整。否则大量的转移支付拨付到人口流出地区，一方面导致人口流出地的公共产品和服务的闲置浪费，另一方面导致人口流入地的公共产品和服务供应不足，不利于推进农民工市民化进程和以人为本的城镇化。

六是数字经济和服务业占比提高冲击工业经济时代的财税体制。当前的经济统计制度和财政制度更多是基于工业时代，数字经济占比逐步提高并将在未来成为主导，相应的财税体制要做出调整，税源、税基要做新的界定。

七是经济运行的不确定性和风险越来越高，对市场主体的冲击越来越大，政府与市场边界划分清晰的难度加大，统筹发展和安全对财政提出更高要求。当市场主体面临的风险越来越大、越来越多，并逐步演化为公共风险时，政府职能范围扩大、支出责任范围扩大，有演化为“无限责任”的趋势。但这可能过度透支财政空间。提高发展的安全性，统筹发展和安全，财政既要支持产业链安全、突破“卡脖子”领域，又要维持财政可持续性、化解债务风险，确保财政自身的安全。财政政策力度必须为以后的不确定性



预留空间，确保财政可持续性。

八是构建新发展格局、推动高质量发展等重大国家战略对财政保障提出了更高的要求，更加考验财政的统筹能力和服务保障能力。财政影响生产分配流通消费各环节、影响供需两端、影响国内大循环和国际双循环，财政必须在围绕加快培育完整内需体系、加快科技自立自强、推动产业链供应链优化升级、加快农业农村现代化、改善人民生活品质、牢牢守住安全发展底线等方面做出贡献。

五、中央如何定调“十四五”期间财税体制改革？

党的十九届五中全会审议通过了《中共中央关于国民经济和社会发展的第十四个五年规划的建议》，明确指出了财税体制未来的改革方向，即“建立现代财税金融体制。加强财政资源统筹，加强中期财政规划管理，增强国家重大战略任务财力保障。深化预算管理制度改革，强化对预算编制的宏观指导。推进财政支出标准化，强化预算约束和绩效管理。明确中央和地方政府事权与支出责任，健全省以下财政体制，增强基层公共服务保障能力。完善现代税收制度，健全地方税、直接税体系，优化税制结构，适当提高直接税比重，深化税收征管制度改革。健全政府债务管理制度。”《国民经济和社会发展的第十四个五年规划》对此做了进一步部署落实。

党的二十大报告提出：“健全宏观经济治理体系，发挥国家发展规划的战略导向作用，加强财政政策和货币政策协调配合，着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用。健全现代预算制度，优化税制结构，完善财政转移支付体系。”

上述每项要求都是复杂的系统工程，概要言之就是建立现代财税制度，包括预算、税制、中央与地方关系三个方面的内容。

（一）预算方面，所有政府收入要纳入预算管理，强化对支出标准和支出绩效的管理，防范化解地方债务风险

第一，政府凭借政治权力的税收收入和作为产权所有人的收入都应当全部纳入预算管理。但是目前政府产权收入仅仅包括土地及部分资源产生的收入，要进一步扩大到其他资源，减少国有所有的资源实质上成为个别地方享有的资源。

第二，在收入增速下行与支出刚性不减的环境下，预算管理要加强统筹财政资源。

第三，财政支出要标准化，提高财政支出绩效，进一步优化财政支出结构、提高支出效率，把有限的财政资金用在刀刃上。政府收支尤其是支出体现国家战略和政策方向，要加强对预算编制的宏观指导，确保国家重大战略落地。

第四，进一步扩大预算公开的范围，提高公开的时效性和规范统一性，以促进纳税人更好地监督政府。当前省级政府预算公开有较大进步，但地市和区县级预算公开还存在公开不及时、公开范围不够、公开内容不规范统一等问题。

第五，遏制隐性债务增量，化解存量，健全政府债务管理制度。



（二）中央与地方关系方面，近年来针对基本公共服务等领域划分了中央与地方的事权和支出责任，但共同事权规模仍较大，部分领域事权和支出责任要进一步明确

1994 年分税制改革主要划分的是中央与地方的收入关系；2016 年以来中央与地方事权和支出责任在基本公共服务、医疗卫生、科技、教育、交通运输、生态环境等领域做了进一步的划分，但是共同事权和支出责任以及专项转移支付仍存在较大规模。国防安全、大江大河治理、收入分配等领域还部分地存在事权和支出责任下移的情况。部分省份如北京地域范围内政务服务、国际交往等中央地方事权支出责任划分还不够清晰合理。

2022 年 6 月出台的《国务院办公厅关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，完善省以下财权与事权和支出责任划分，进一步推进构建权责清晰、财力协调、区域均衡的省以下财政体制，但是如何实现统一规范与因地制宜仍是下阶段的重大课题；部分省份越到基层，基本公共服务的保障越难。

（三）税制方面，健全地方税、直接税体系，优化税制结构，适当提高直接税比重

营改增后，由于调整了增值税收入分配比例，地方政府一般公共预算收入占比总体平稳，约 53%左右。但是，主要构成是增值税、企业所得税和个人所得税的共享税，地方税不足。提高直接税比重主要是财产税和所得税，在房地产税尚未推出的情况下难度较大，同时个人所得税改革增加了专项附加抵扣，纳税人群大幅减少。此外，提高直接税需要良好的纳税意识。总体上，税制改革有以下相对确定的方向：

第一，未雨绸缪考虑房地产相关税种和土地出让收入下行带来的财政收入冲击，因此房地产税的推出是大势所趋。鉴于当前房地产仍在缓慢恢复阶段，待房地产企业逐步走出困境和居民部门信心逐步恢复后的适当时机，推动试点真正落地，发挥筹集财政收入、调节社会公平的作用。同时要做好与目前房地产相关税种（房产税、土地增值税、契税、耕地占用税、城镇维护建设税等）的整合工作。

第二，个人所得税改革从分类与综合相结合的征收模式彻底走向综合征收。其中，非劳动所得（财产转让、偶然所得等）逐步纳入综合所得；免征额不能再大幅提高，必须确保一定规模的纳税人群，否则纳税人群大幅减少的结果必然是直接税体系和纳税人意识难以真正建立；降低最高边际税率 45%的税率，提高税收遵从度，宽税基、低税率、严征管是未来方向。

第三，改革消费税，将消费税征税范围从烟、酒、汽车为主拓展到高端服务业比如高端会所和酒店，征税环节从生产环节后移至消费环节，并逐步下划给地方，充实地方税。

第四，提高资源税、环境税税率，体现绿色发展理念和高质量发展导向。

第五，探索数字经济和服务业经济时代下的税收问题。

六、如何解决财政困境，避免“财政危机”？

上述是从建立现代财税制度角度的分析，是从国家治理体系和治理能力现代化的角度；但是如何化解财政紧平衡，增强财政可持续性是个更为现实的问题。短期要开源节流解决财政收支矛盾，但是不规范的开源节流可能导致恶化长期形势，比如收过头税恶化经济活力、弱化基本公共服务提供、债务攀升等。中长期要通过体制机制改革解决财



政可持续性问题的，避免陷入财政危机。站在更长远的角度，财政必须站在国家治理和国家战略的高度而非账房先生的视角出发，要立足人口老龄化、促进共同富裕、高质量发展、构建统一大市场、推动科技强国建设、充分调动中央和地方、企业、科学家各方面积极性的角度构建新的财政和税收制度。

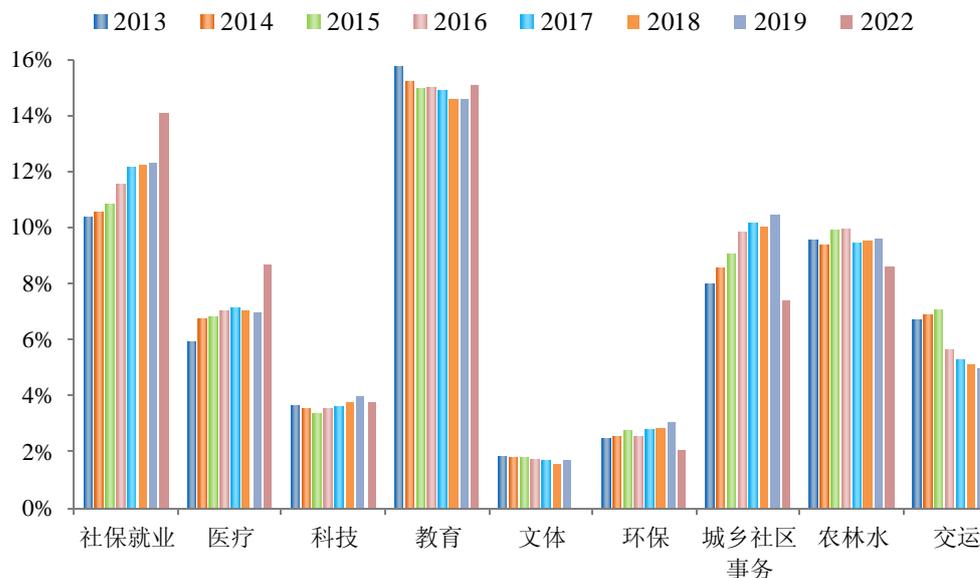
从长期看，必须深化改革，理清政府与市场关系简政放权、精兵简政裁撤冗员、深化行政体制、财政税收体制、社保制度改革。但是改革要触动利益，不论是削减支出还是裁撤冗员，均需要考虑既得利益群体的反对，财政改革的“财”好解决，“政”是最难的，需要政治勇气和魄力，也要讲究艺术，妥善安置改革对象以赢得改革支持、减少改革阻力和阵痛。1998年国企改革导致的下岗，通过房改和加入WTO释放的红利吸收，未来的改革要同步匹配好寻找新的经济增长点。

第一，厘清政府与市场关系，界定政府职责与规模。其一，深化行政事业单位改革，强化绩效管理。如果政府长期大包大揽，家长制的大政府必然收支庞大。只有简政放权，市场的归市场，政府的归政府，大量的事业单位要么回归非盈利机构，要么走向市场自负盈亏。其二，对人口流出地区的区县实施合并，减少财政供养人员，但是裁减冗员精兵简政，必须配合市场化的改革，比如放开市场准入、改善营商环境，提高就业的吸纳能力，否则改革将导致新的社会群体性问题。

第二，深化财政体制改革，处理好政府与市场、政府与社会、中央与地方的关系，逐步上收事权和支出责任至中央政府和省级政府。真正解决好中央和地方事权和支出责任的划分，“办多少事，花多少钱”；近年来，共同富裕、区域协调发展、构建统一大市场等越发重要，对于经济发展和公平都有至关重要的意义，而这些往往是外部性较强的领域，应该由更高层级政府来履行相应事权和支出责任。强化预算绩效管理，提高支出的效率和效果。优化支出结构，从发展财政转向民生财政，更多体现“取之于民用之于民”，转向教育、医疗、养老以及新型基建，增加对“人”的投资与消费，促进人口数量走向素质红利。近年来我国用于社保就业、医疗的财政支出占比有所增加，用于交运、农林水等基建类支出占比有所下降，支出结构在优化，2022年社保就业、教育、医疗三者分别占财政支出比重为14.1%、15.1%和8.7%，合计占比37.9%，较2013年提高6个百分点，但仍远低于美国、德国等发达经济体。



图表21：我国财政支出结构中用于民生社保、医疗等相关支出占比提高



资料来源：财政部预算司、粤开证券研究院

第三，建立匹配多元目标治理体系下的政绩考核激励约束制度和财政评估制度，避免中央对地方多元目标考核导致地方支出责任持续扩张。

第四，建立政策出台前评估和实施效果的问责机制，避免各领域风险蔓延至财政，避免风险财政化透支财政空间。政策出台前后要同时考虑对财政收支的影响。

第五，深化社保制度改革，避免社保长期过度依赖一般公共预算补贴。问题的解决不在于提高社保缴费率加重企业负担，而在于提高国有资产划转社保的比例和资产质量、发挥养老保障体系中第二（企业年金和职业年金）和第三支柱（商业保险）的重要作用实现多层次积累、提高养老保险基金的投资收益、尽快全面放开计划生育、适时适当推迟法定退休年龄。

第六，尽快稳定宏观税负，减税降费要从追求数量转向效果，选择对普通居民影响不大、但有利于推动绿色发展和缩小贫富差距的税种进行结构性加税。有必要重新反思和评估大规模减税降费的效果，要从是否有利于新发展格局的构建、是否有利于科技创新，是否有利于市场的活跃和经济社会稳定来落实减税降费。

第七，优化债务区域结构，适度放宽都市圈城市群以及人口流入地区的举债额度，但强化绩效管理，负债与资产匹配、成本与收益匹配，在有优质现金流的资产项目上加杠杆，稳定杠杆率而非稳定杠杆绝对数。

第八，优化债务性质结构，实事求是面对风险。提高国债和一般债比重，降低地方债和专项债比重，发行长期建设国债。提高国债比重，一方面拉长债务周期、降低债务付息成本，缓解地方政府债务压力，同时还能够完善国债市场。提高地方政府一般债比重，降低地方政府专项债比重，将避免缺乏项目收益的项目被包装为有现金流的项目，提前让风险显性化。发行长期建设国债支持外部性较强、受益范围较大的重大基础设施工程。由此，实现资金的投向与资金性质匹配，实现目的与手段的匹配，即地方政府公共服务的收支差由地方一般债支持，有专项收益的项目通过地方专项债支持，缺乏项目



收益但属于国家重大建设工程通过长期建设国债弥补。

第九，强化财政与金融配合。财政为主，货币金融环境从数量和价格支持财政，以更好发挥财政政策效果，避免财政政策单打一。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com