



宏观研究

# 【粤开宏观】打破财政赤字率 3%的必要性

2023 年 11 月 06 日

**分析师：罗志恒**

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

**分析师：牛琴**

执业编号：S0300523050001  
电话：13681810367  
邮箱：niuqin@y kzq.com

## 近期报告

《【粤开宏观】近期美债收益率大起大落的成因和未来走势》2023-11-05

《【粤开宏观】中央金融工作会议释放重大信号》2023-10-31

《【粤开宏观】我国历次调整预算和发行特别国债的背景、效果及启示—宏观研究》2023-10-29

《【粤开宏观】增发 1 万亿国债的意义—宏观研究》2023-10-24

《【粤开宏观】美国 2008 年房地产危机的成因、处置和启示——海外房地产系列之二》2023-10-23

## 摘要

长期以来，社会各界将赤字率 3% 视为财政纪律的警戒线，将赤字率 3% 视为财政积极与否的标志。但是，实际上我国实际赤字率早已突破 3%，赤字率 3% 的发源地欧盟和美国在经济下行期也打破了 3%。如果再坚持赤字率控制在 3%，采取“控赤字+扩专项债”的财政政策组合形式，未来不仅会制约财政积极程度，而且导致专项债隐患以及地方债务风险等问题，不利于推动中国经济从债务和投资驱动转向创新和消费驱动；更重要的是，市场会认为新一届政府的调控思路仍是旧思路，对于稳定和提振市场预期无益。因此，有必要解放思想，实事求是地发挥财政政策作用，让有限的财政资金发挥出更大的效果。

我国官方赤字率长期稳定在 3% 及以下，但国际上并不认可。2020-2022 年中国官方赤字率分别为 3.6%、3.2% 和 2.8%，而 IMF 测算的狭义口径分别是 9.7%、6.0% 和 7.5%。实际上，考虑使用结转结余、预算稳定调节基金、专项债后的实际赤字率确实早已突破 3%，2020-2022 年分别达到 10.9%、6.9% 和 7.7%；考虑到准财政活动的债务融资后，广义财政赤字率更高。一方面为了维持官方赤字率稳定，另一方面逆周期调节又需要一定的财政支出，于是近年来新增专项债额度逐年扩张。但是优质项目储备不足、项目收益逐渐减少，专项债券使用过程中存在项目包装、投向不合规、违规挪用、资金闲置种种问题，专项债正在沦为事实上的“一般债”，甚至专项债还本付息都存在问题，成为地方债务风险集聚点。

综上，从创新宏观调控方式和提振市场信心的角度，有必要从“控赤字+扩专项债”转向“扩赤字+控专项债”，有利于推动经济增长从债务和投资驱动转向创新和消费驱动；从优化政府债务结构和防范化解风险的角度，有必要提高国债比重、降低地方债比重，提高一般债比重、降低专项债比重，赤字率该破 3 就破 3，为专项债规模增速放缓或者压降腾出空间。

**风险提示：**经济恢复不及预期。



## 目 录

一、我国官方赤字率稳定，但实际赤字率早已突破 3%，国际上也不认可我国赤字率在 3%左右.....	3
二、从国际经验看，英美德法日等经济体在经济下行期非常果断地突破 3%的束缚.....	3
（一）3%作为赤字率警戒线源于《马约》的规定，缺乏理论和科学依据，且距今已 30 年，全球形势已大变..	3
（二）从欧盟和其他主要国家的财政实践看，3%并非绝对红线，逆周期调节部分年份突破 3%为正常现象.....	4
三、若继续坚持赤字率控制在 3%，采取“控赤字+扩专项债”的政策组合，将产生一系列严重后果.....	5
（一）赤字率受限导致财政积极程度不够，不能较好发挥出财政逆周期调节效果.....	5
（二）在赤字率约束赤字规模的前提下，不得不通过专项债扩张来承担逆周期调节重要职能，但是伴随项目收益下行，专项债产生了一系列问题，成为新的风险源头.....	5
（三）不利于推动中国经济从债务和投资驱动转向消费和创新驱动.....	6
（四）不利于稳定和提振市场预期，弱化政策的效果.....	6
四、财政政策建议：从收入政策转向支出政策，从拉动投资转向扩大消费，赤字率该破 3 就破 3.....	7

## 图表目录

图表 1： 美日英德法在危机期间赤字率突破 3%.....	4
图表 2： 部分金砖国家如印度赤字率常年高于 5%.....	5



## 一、我国官方赤字率稳定，但实际赤字率早已突破 3%，国际上也不认可我国赤字率在 3% 左右

我国稳定的公共财政赤字率已不能反映真实情况，实际赤字率早已突破 3%，考虑到准财政活动的债务融资后，广义财政赤字率甚至已突破 10%。赤字率有四个口径：

一是官方赤字率，稳定在 3% 及以下，仅反映最狭义的一般公共预算赤字率。我国财政部使用的赤字率仅涉及四本预算中的一般公共预算的赤字，不包括政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算。3% 的执行赤字率是会计结果，而非真实情况。财政部主要通过调整预算稳定调节基金、历年结转结余科目，使得执行赤字基本上等于预算赤字。由于经过调整，该指标常年稳定在 3% 及以下。2022 年全国财政调入资金及使用结转结余资金 2.47 万亿元后，决算赤字 3.37 万亿元，赤字率 2.8%，持平于预算赤字和目标赤字率。该指标已不能反映实际的财政收支缺口，目前争议较大的赤字率是否应该突破 3% 即是该指标。

二是实际赤字率。考虑使用结转结余、预算稳定调节基金、专项债后的实际赤字率已连续八年突破 3%。使用历年结转结余和预算稳定调节基金，相当于为当年的支出融资。地方政府专项债的规模逐步扩大，2022 年专项债新增规模已相当于官方赤字（国债+地方政府一般债券）的 108%，2023 年达到 98%，且本质上仍属于为政府支出的融资。因此，实际赤字在官方赤字的基础上，还要加上使用的结转结余、预算稳定调节基金及专项债，该指标在 2015 年已突破 3%，达到 3.6%，2022 年达到 7.7%。相比官方赤字率，实际赤字率更能反映我国财政政策的积极程度及政策周期，与 GDP 增速呈现出明显的负相关关系，逆周期调节特征明显。当前“控制赤字率在 3% 以内”的呼声实质上仍是强调财政收支平衡、控制赤字率的平衡预算理念，不利于发挥逆周期调节作用，也与市场经济条件下财政事实上发挥的功能不符。

三是 IMF 的全球可比赤字率。由于中国政府性基金预算的主体内容为土地出让收入，为便于全球可比，IMF 剔除土地出让收支，将政府的四本账收支差加总构建 IMF 口径狭义赤字率，即包括公共财政赤字、结转结余、调节基金、不含土地出让收入的政府性基金收支差、专项债、社保基金收支差等。2020-2022 年中国的赤字率分别为 9.7%、6.0% 和 7.5%，处于全球中等水平。2022 年中国高于英国（6.3%）、美国（5.5%）、法国（4.9%）和德国（2.6%），但低于印度（9.6%）、日本（7.8%）。相对而言，中国财政较为稳健。

四是 IMF 广义赤字率。中国广义赤字率在 2022 年达到 16.8%，明显偏高。该口径包括了地方政府融资平台、政府引导基金、铁道债、PSL、政策性金融债、专项建设债等准财政活动。2020-2022 年 IMF 计算的增扩赤字率分别为 18.4%、13.8% 和 16.8%。

## 二、从国际经验看，英美德法日等经济体在经济下行期非常果断地突破 3% 的束缚

### （一）3% 作为赤字率警戒线源于《马约》的规定，缺乏理论和科学依据，且距今已 30 年，全球形势已大变

所谓的赤字率不得突破 3%，来源于欧盟 1993 年生效的《马斯特里赫特条约》，要求各成员国加入欧盟的门槛包括：赤字率低于 3% 和债务率低于 60%，该项财政纪律旨在支撑强劲的欧元。德国提出赤字率控制在 1% 的提议被否决后，各国通过政治谈判而非科学测算设置了赤字率在 3% 的警戒线。

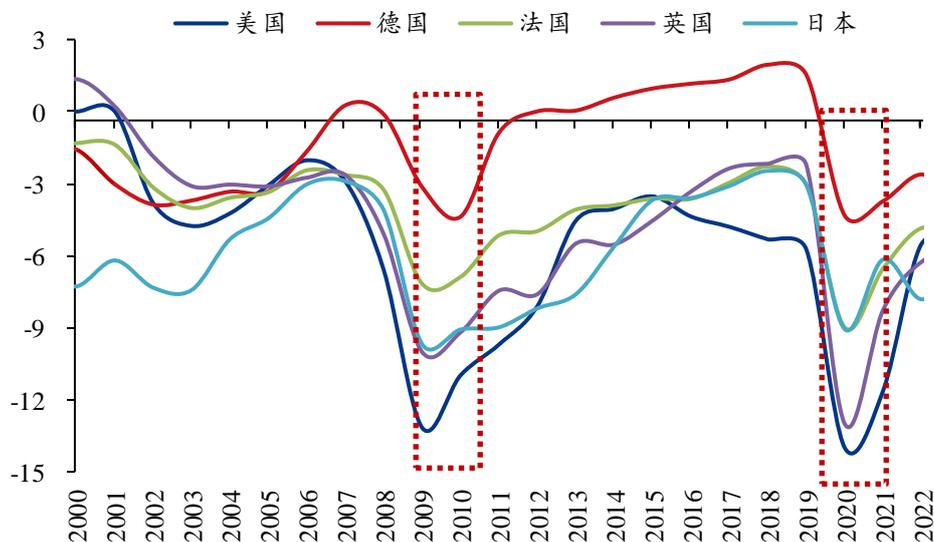


欧盟 1997 年《稳定与增长公约》进一步确定了财政政策协调的规则、实施过度财政赤字的条件、出现过度赤字的惩罚措施、建立预警机制监督各国财政状况的发展等,保证在中期内(从 1997 年到 2004 年)实现财政基本平衡或者略有盈余。“过度赤字程序”要求违规成员国缴纳占其 GDP0.5%的不付利息的存款,若在此后两年内财政赤字情况没有好转,这笔存款就会转为罚金。但是欧央行成立后,欧元区货币政策统一,各国只能依靠单一的财政政策来调控经济,部分国家的低增长、高福利必然导致高赤字率和债务,赤字率 3%成为软约束,即使成员国违反也未能执行惩罚。

## (二) 从欧盟和其他主要国家的财政实践看, 3%并非绝对红线, 逆周期调节部分年份突破 3%为正常现象

1995、1996 年欧盟赤字率就已突破 3%, 分别达到 7.2%和 4.2%。当遭遇国际金融危机时, 欧盟赤字率再度果断突破 3%, 2009-2013 年分别为 6.7%、6.4%、4.5%、4.3%和 3.3%, 均突破 3%, 以实现尽快推动经济回升的目标。美、日、德、法、英国在金融危机时期均突破 3%, 金砖国家如印度常年高于 5%。当遭遇世纪疫情时, 2020 年美、英、德、法、日赤字率分别达到 14.0%、13.0%、4.3%、9.0%和 9.1%。由此可知, 欧美经济体早已放弃 3%的警戒线标准, 而采取更加务实的举措, 当经济遭遇重大危机和下行冲击时, 果断突破赤字率 3%的束缚。

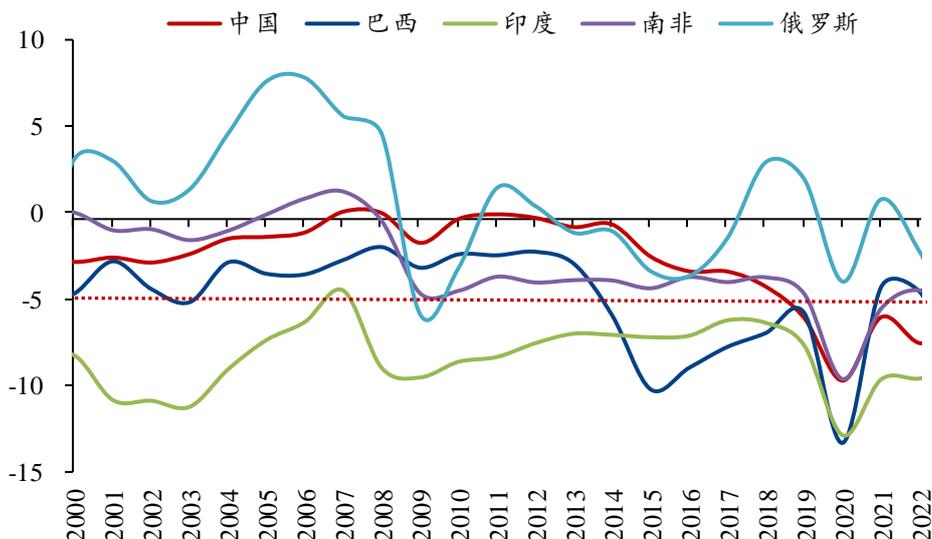
图表1: 美日英德法在危机期间赤字率突破 3%



资料来源: Wind、粤开证券研究院



图表2: 部分金砖国家如印度赤字率常年高于 5%



资料来源: Wind、粤开证券研究院

### 三、若继续坚持赤字率控制在 3%，采取“控赤字+扩专项债”的政策组合，将产生一系列严重后果

#### (一) 赤字率受限导致财政积极程度不够，不能较好发挥出财政逆周期调节效果

由于赤字规模等于赤字率与名义 GDP 的乘积，名义 GDP 的增长有其客观性，因此限定了 3%左右的赤字率就限定了赤字规模。但是当前我国经济仍面临宏观总需求不足、微观主体信心不振的问题，2024 年的外部环境难有大的好转，内部增速换挡还在进行中。受约束的赤字规模难以应对方方面面的风险挑战，导致政府处处掣肘，上下都感到财政运行困难。在土地出让收入下行的背景下，地方政府公共服务断供、停发工资的现象此起彼伏。

#### (二) 在赤字率约束赤字规模的前提下，不得不通过专项债扩张来承担逆周期调节重要职能，但是伴随项目收益下行，专项债产生了一系列问题，成为新的风险源头

一是专项债券使用过程中存在项目包装、投向不合规、违规挪用、资金闲置种种问题。2023 年 6 月，审计署审计发现，20 个地区通过虚报项目收入、低估成本等将项目“包装”成收益与融资规模平衡，借此发行专项债券 198.21 亿元。5 个地区将 50.03 亿元违规投向景观工程、商业性项目等禁止类领域；47 个地区违规挪用 157.98 亿元；5 个地区虚报 33 个专项债券项目支出进度，至 2022 年底有 60.27 亿元结存未用。

二是当前专项债的项目收益持续下降、风险逐步上升，最终仍需要靠财政资金偿还，沦为事实上的一般债。在实际使用中，专项债存在偿债来源单一、融资与收益不平衡、投向泛化等问题，没有体现出“专”，最终需要财政资金进行兜底，沦为事实上的“一般债”。然而由于专项债不纳入赤字，难以反映地方政府的真实风险。



三是地方政府支出结构和债务结构逐步出现趋势性错配，有必要优化债务结构，提高一般债比重，降低专项债比重。一方面，伴随我国经济发展重心从效率转向公平、从先富转向共富、持续推动基本公共服务均等化，地方政府财政支出从基建向民生领域倾斜，而社保、教育、医疗卫生等民生领域项目难以产生收益，需要通过发行地方政府一般债来弥补。另一方面，2018年以来，在中美贸易摩擦、新冠疫情等冲击下经济下行压力较大，新增专项债额度逐年扩张。2019-2023年，新增专项债额度分别为2.15、3.75、3.65、3.65和3.8万亿元。截至2023年7月末，地方政府专项债务余额达到23.16万亿元，远超一般债务余额的14.86万亿元。但当前专项债优质项目减少，部分地区出现资金闲置，在一定程度上反映了专项债额度供给过剩的问题。

四是在房地产进入调整期、土地出让收入大幅下降，专项债还本付息出现困难，成为新的风险点。25个省份专项偿债率<sup>1</sup>（专项债还本付息占政府性基金预算可用财力）超过20%，其中天津、黑龙江两地专项偿债率超过100%，分别达到153.4%、118.5%，专项债务还本付息形势严峻。同时，当前房地产销售、投资同比降幅扩大，房地产待售面积同比创2016年3月以来新高，房地产企业拿地能力和意愿未明显恢复，导致1-7月国有土地使用权出让收入同比下降19.1%，分子上升的同时分母反而收缩，地方政府专项债务偿债风险进一步攀升。

### （三）不利于推动中国经济从债务和投资驱动转向消费和创新驱动

由于专项债主要用于投资项目，如果继续实施“控赤字+扩专项债”的财政组合，将导致经济结构进一步向投资甚至部分无效投资的方向发展。专项债当年新增规模应当由项目储备情况决定，有多少能实现收益自求平衡的项目就应该匹配多少专项债；当项目收益边际递减，能够自求平衡的项目越来越少时，专项债新增额度理所当然要压降规模。如果还强行推高专项债额度，只能导致无效投资并扩大债务风险，强化债务和投资驱动发展模式。

未来中国经济要实现高质量发展，要实现创新驱动和消费驱动。创新驱动需要由一般公共预算支持，通过减税和加大补贴支出等方式予以支持，这会产生赤字。消费驱动需要解决居民消费能力和消费意愿的问题，尤其在居民信心不足情况下，对中低收入人群发放消费券有利于提高消费能力；通过财政支出结构向医疗、教育和养老等公共消费领域倾斜，有利于解决居民后顾之忧，提高居民消费意愿。

### （四）不利于稳定和提振市场预期，弱化政策的效果

若继续实施“控赤字+扩专项债”的政策组合，会让市场认为新一届政府的宏观调控思路仍是旧思路，市场预期难以产生扭转，弱化政策的效果。要从根本上扭转偏弱的市场预期，必须有超出常规和预期内的政策。即使总的财政扩张规模不变，但是通过“增赤字+压专项债”的方式会让市场看到不一样的思路，而且新思路更加实事求是面对真实的赤字和风险，这就让有限的资金发挥了更大的效果。

若采取新思路，地方政府在执行时也会更加积极，避免了缺少项目但又强行立项的困境，避免加快发行专项债稳增长但又面临审计问责的困境。届时需要未雨绸缪提前加强预期引导和专家解读，转变叙事体系以及重新认识赤字。

<sup>1</sup> 专项偿债率=专项债券还本付息/（政府性基金预算收入+中央对地方政府性基金转移支付）。



## 四、财政政策建议：从收入政策转向支出政策，从拉动投资转向扩大消费，赤字率该破 3 就破 3

一是采取支出政策为主、收入政策为辅，进一步提高财政政策效率效果。经济下行期，支出政策往往好于收入政策。因为减税的收入政策要通过市场主体起作用，传导链条长，而且容易受到其他因素干扰。一旦市场主体的信心不足，减税降费等收入端政策既不能拉动经济增长，而且还推升了赤字和债务，陷入了“减税降费陷阱”。过去我国持续推出减税降费退税缓税有效地缓解了市场主体现金流紧张的问题，提高了企业的抗风险能力，但是也导致宏观税负持续下行。以一般公共预算收入/GDP 衡量的宏观税负在 2015 年见顶，从 2015 年的 22.1% 下降到 2022 年的 16.8%，较 2015 年的高点下降了 5.3 个百分点，降至相当于 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 年的 18.6% 下降到 2022 年的 13.8%，降至相当于 2001 年的水平，2020-2022 年分别下降 0.8 个、0.2 个和 1.3 个百分点，下降速度较快。但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，不宜再出台大规模减税降费。

二是从拉动投资为主转向扩大投资与消费并重，推动经济从债务和投资驱动转向新和消费驱动。我国经济发展正在从以往过于依赖投资和出口拉动向更多依靠国内需求特别是消费需求拉动转变。相应地，财政政策财政资金也要从刺激投资转向扩大消费需求。短期，通过发放消费券，加大对待业大学生和失业青年的补助，增强青年人群对党和政府的信任，稳定人心，同时增强居民消费信心与意愿。中长期，通过联动改革的手段提高居民收入，增强消费能力，发挥财政在收入分配改革、缩小贫富分化、促进结构优化的作用，加大对公共服务业的投入，推动国民收入分配格局向居民倾斜，财政支出结构从基础设施建设转向公共服务消费。

三是扩大消费需求的实现需扩大赤字尤其是中央财政赤字，赤字率可突破 3%。宏观经济下行期需加强逆周期调节，提高赤字率。在提高赤字率的同时，可适度降低新增专项债额度，防止专项债务还本付息压力进一步攀升。若赤字率从 3% 提升至 4%，在目前我国经济体量下，新增专项债额度可减少 1.2-1.3 万亿元。同时，赤字率突破 3% 可向国际国内传递更为积极的财政政策信号，有助于提振微观主体信心。



## 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。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

## 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、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)