



宏观专题

从赤字史和央地轮动看财政的拐点

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

占烁

资格编号: S0120122070060

邮箱: zhanshuo@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

- **核心观点:** 理解近期财政政策的变化, 必须结合历史演进和当前财政形势。我们回顾了十年来我国财政扩张的历程, 总量方面赤字口径的变迁折射出财政扩张的三种思路, 结构层面也经历了三次央地加杠杆轮动。当前正迎来财政的又一个中长期拐点。总量层面, 18-22年五年平均赤字率为3%, 跨期平衡难度加大, 并且赤字之外的政策工具箱可选余地减少, 难以像此前一样将赤字率保持在3%以内的同时实现财政扩张。结构层面, 地方财政压力加大, 债务风险凸显, 没有多余的加杠杆空间, 而中央财政经过二十年休养生息后, 加杠杆空间充足。因此, 我们认为中央加杠杆和赤字率突破3%预计不会是短期的一次性政策, 而是应对中长期经济和财政形势的两个必然转变。
- **财政形势:** (1) **收入:** 受低基数影响, 2023年一般公共预算收入同比增速较高, 但近几年整体增长并不明显, 两年平均增速仅为0.8%。从结构来看, 生产税增速高于所得税和消费税, 反映供给强于需求的经济特点仍未改变。土地财政压力较大, 房地产相关税收拖累一般公共预算收入, 土地出让收入拖累政府性基金收入。
- (2) **支出:** 前三季度支出增速偏低, 实际赤字率为近五年的次低水平; 支出结构延续“民生占比增加、基建占比下降”的特点。
- (3) **债务与赤字:** 从赤字来看, 财政收入增长缓慢制约着支出发力。从债务来看, 名义GDP增速偏低从分母端抬高今年政府部门杠杆率; 全球比较而言, 我国政府杠杆率处于中游。地方债务方面, 还本付息所占用的地方财政资源越来越多, 今年地方财政还本和付息规模可能达1.66万亿, 占地方财政前三本账总收入的比例, 也从去年的5.1%进一步上升到5.4%。
- (4) **财政的拐点正当其时:** 收支紧平衡之下, 财政的“担子”有所加重, 在此情况下, 赤字率突破3%和中央加杠杆可能成为政策的中长期拐点, 而非短期一次性的财政扩张。结合赤字口径的历史演变和央地加杠杆的三次轮动, 当前迎来财政的拐点可谓正当其时。
- **总量视角赤字如何扩张:** (1) 从我国财政赤字口径的变迁中可以看出财政扩张思路的三种变化。一是平衡财政从关注当年平衡到关注跨年平衡, 2006年开始将跨期平衡纳入赤字, 设立预算稳定调节基金, 此后又逐步加强对结转结余资金的管理。二是从依靠中央赤字到依靠地方赤字。2009年财政预算中开始出现“地方收

支差额”，并在 2014 年《预算法》修订后开始使用地方赤字，自此我国财政扩张从仅依靠中央赤字，转变为央地均有赤字。三是从一本账赤字到四本账赤字。2014 年《预算法》修订后建立了全口径预算管理，一般公共预算和其他三本账的调入调出也开始计入赤字。

- **(2) 赤字率曾多次触及 3%：**90 年代以来，在 2020 年赤字率首次突破 3%之前，曾有三次触及或接近 3%的红线。第一次是亚洲金融危机之后，经过连续五年的财政扩张，2002 年预算赤字率目标一度达到 3%。第二次是全球金融危机之后，2009 年赤字率从上年 0.1%大幅提高到 2.7%，接近 3%。第三次是 2015 年经济下行压力加大，2016 年赤字率目标定为 3%，而实际赤字率（当年一般公共预算收支缺口）自 2015 年开始首次突破 3%。
- **(3) 从历史来看，将赤字率控制在 3%以内，一般要满足两个条件，**一是上年赤字率偏低，为提高赤字率预留充裕空间。1998、2009 年均是如此。二是上年赤字率偏高，但赤字之外的工具充足。过去几年主要依靠赤字之外的工具实现财政扩张。目前的困难在于上述两个条件都难以满足，赤字率连续多年居高不下，赤字之外的政策工具箱可选余地也在减少，当前 PSL 等赤字外工具只能作为辅助而无法成为财政扩张的主力。
- **结构视角看央地加杠杆的轮动：(1) 我国政府部门加杠杆可分为三个轮动阶段：**第一阶段是 1997-2003 年，中央政府加杠杆；第二阶段是 2008-2014 年，地方政府加杠杆；第三阶段是 2020 至今，央地同步加杠杆。总结来看，三轮央地轮动的共同点是上一轮休养生息的部门成为下一轮加杠杆的主力。
- **(2) 当前加杠杆从地方切换到中央，**主要原因是地方财政形势严峻，债务风险凸显，没有多余的加杠杆空间，而中央财政经过二十年休养生息后，加杠杆空间充足。
- **风险提示：** 房地产拖累经济幅度持续减小而无需财政加码，可能导致本文财政的长期拐点结论存在风险；出口超预期同样如此；2024 年经济增长目标设定较低同样如此。

内容目录

1. 财政形势：收支紧平衡，拐点正当时	5
1.1. 收入：增速放缓，生产税贡献为主，土地财政拖累明显	5
1.2. 支出：增速逐年降低，重心倾向民生财政	7
1.3. 债务与赤字：地方还本付息压力较大	9
1.4. 财政的拐点正当其时	11
2. 总量如何扩张：财政赤字史的借鉴	13
2.1. 赤字口径变化折射财政扩张思路	13
2.1.1. 从 70 年赤字口径变迁看财政扩张的三种思路	13
2.1.2. 现行的 4 个主要赤字口径	16
2.2. 赤字率曾多次触及 3%	17
2.3. 突破 3%：两个前提条件发生变化	19
3. 中央与地方：加杠杆主体的轮动	21
3.1. 央地加杠杆轮动的历史	21
3.2. 央地形势差异导致加杠杆从地方切换到中央	24
4. 风险提示	28

图表目录

图 1: 历年前三季度财政收入.....	5
图 2: 历年前三季度四大税种收入情况.....	5
图 3: 五项房地产相关税收持续下降.....	7
图 4: 五项房地产相关税收占一般公共预算收入比例降至 2014 年水平.....	7
图 5: 土地出让收支和政府性基金收支.....	7
图 6: 前三季度支出增速.....	8
图 7: 支出结构从基建向民生转变.....	9
图 8: 历年前三季度赤字占 GDP 比例.....	9
图 9: 前三季度实际赤字和全年赤字目标的比较.....	9
图 10: 前三季度杠杆率变动.....	10
图 11: 政府杠杆率的国际比较.....	10
图 12: 地方债还本付息压力加大.....	10
图 13: 保障性安居工程财政支出的结构变化.....	11
图 14: 基建投资对冲房地产和出口下行.....	12
图 15: 我国财政赤字口径的变化.....	14
图 16: 中央预算稳定调节基金年末余额.....	15
图 17: 以 2022 年财政决算为例看我国赤字的组成.....	16
图 18: 我国不同口径的赤字率变化.....	17
图 19: 历史长期的财政赤字率.....	18
图 20: 1998-2002 年发行建设国债占 GDP 的 1.3%.....	19
图 21: 中央财政赤字的几轮扩张.....	19
图 22: 2015 年出口和房地产下行加大经济压力.....	19
图 23: 2015 年 GDP 从 7.4% 降至 7%.....	19
图 24: 地方赤字占比较小.....	21
图 25: 中央赤字扩大的同时, 地方财政长期盈余.....	22
图 26: 地方政府负有偿还责任的债务.....	23
图 27: 中央和地方财政对增量赤字的分担.....	23
图 28: PSL 规模变化.....	24
图 29: 中央和地方加杠杆的轮动.....	24
图 30: 各地区专项债付息支出占政府性基金支出的比例.....	26
图 31: 专项债项目收入远不足以覆盖付息支出.....	27

图 32: 政府杠杆率和中央政府杠杆率.....	27
表 1: 一般公共预算收入逐月进度	6
表 2: 一般公共预算支出逐月进度	8

当前形势下，财政收支紧平衡，但经济增长、化解风险、深化改革等领域的“担子”却不轻。因此，我们认为10月增发国债调整预算或意味着财政将迎来中长期拐点，从前几年依靠赤字外筹资转向赤字内，中央加杠杆和赤字率突破3%不会是短期一次性政策。

1. 财政形势：收支紧平衡，拐点正当时

1.1. 收入：增速放缓，生产税贡献为主，土地财政拖累明显

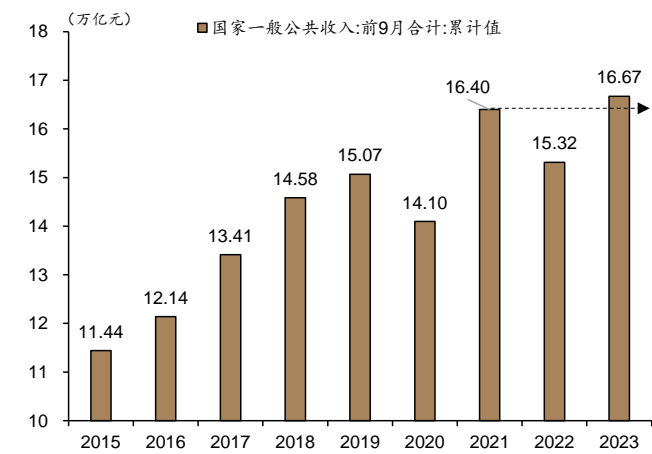
受低基数影响，2023年一般公共预算收入同比增速较高，但近几年整体增长并不明显；从结构来看，生产税增速高于所得税和消费税。土地财政压力较大，房地产相关税收拖累一般公共预算收入，土地出让收入拖累政府性基金收入。

一方面，财政收入增速受留抵退税带来的基数效应提振，前三季度同比增长8.9%。但剔除基数后，前三季度一般公共预算收入的两年复合增速仅为0.8%，收入规模为16.67万亿，与2021年同期（16.4万亿）相比增长并不明显。

另一方面，按年初预算计划来看，前三季度收入进度偏慢。前三季度一般公共预算收入完成年初预算目标的76.7%，慢于2020-21年（均值80.6%），在最近十年同期排第六。

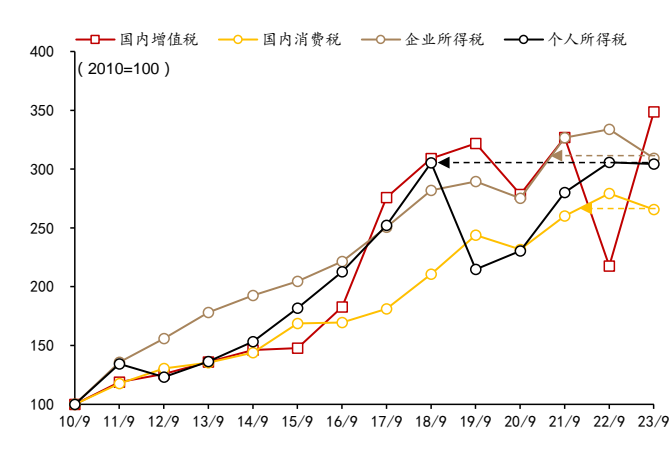
从结构来看，生产税增速高于收入税和消费税，反映供给强于需求的经济特点仍未改变。四大税种中，面向收入和消费环节的三大税种收入均在下降，国内消费税、企业所得税、个人所得税前三季度收入同比分别下降4.9%、7.4%、0.4%。面向生产环节的国内增值税同比仍在增长，今年前三季度为5.3万亿，较2021年增长6.7%（2022留抵退税低基数较为特殊）。尽管国内消费税主要反映高能耗和高档消费品，但生产税增速与所得税消费税增速的背离，仍然可以反映出近几年供给强于需求的经济特点。

图1：历年前三季度财政收入



资料来源：Wind，德邦研究所

图2：历年前三季度四大税种收入情况



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：一般公共预算收入逐月进度

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	排序
2月	17.9%	16.7%	17.2%	18.7%	20.0%	20.3%	19.5%	21.2%	22.0%	21.0%	3
3月	25.1%	23.6%	24.5%	26.3%	27.6%	27.9%	25.5%	28.9%	29.5%	28.7%	3
4月	34.0%	32.3%	34.2%	36.3%	37.7%	37.7%	34.5%	39.5%	35.4%	38.3%	2
5月	43.8%	41.6%	44.0%	45.8%	47.3%	46.7%	43.1%	48.8%	41.3%	45.9%	4
6月	53.5%	51.6%	53.8%	55.9%	57.0%	56.0%	53.4%	59.3%	50.1%	54.9%	5
7月	62.6%	60.8%	63.1%	65.7%	66.5%	65.3%	63.6%	69.7%	59.5%	64.1%	5
8月	69.1%	67.1%	69.3%	72.0%	72.5%	71.2%	70.3%	75.9%	65.7%	69.9%	6
9月	76.2%	74.1%	76.4%	79.5%	79.6%	78.3%	78.2%	83.0%	72.9%	76.7%	6
10月	85.7%	83.5%	86.0%	89.2%	88.2%	87.1%	87.9%	91.8%	82.5%		
11月	92.9%	90.7%	93.3%	95.9%	94.1%	93.0%	94.0%	96.8%	88.3%		
12月	100.6%	98.7%	100.4%	102.3%	100.1%	98.9%	101.5%	102.5%	96.9%		

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

注：进度=累计收入/年初预算收入目标

财政收入增长缓慢，主要有四方面原因。一是疫情后企业、居民等微观主体恢复较慢，前三季度工业企业利润同比下降 9%，上半年青年失业率也创下历史新高。二是名义经济增速放缓，前三季度名义 GDP 增速仅为 4.4%。三是减税降费减少当期财政收入，今年前 8 个月，全国减税降费规模达到 1.15 万亿¹；去年总规模超过 4.2 万亿²。四是房地产市场下行、土地财政收入退坡，对第一本账一般公共预算收入和第二本账政府性基金收入都会形成较大拖累。

房地产市场下行，通过五项房地产相关税收、房地产相关主体贡献的增值税和企业所得税等两个渠道影响一般公共预算收入。前三季度，五项房地产相关税收（耕地占用税、城镇土地使用税、土地增值税、契税、经营性房地产税）收入 1.39 万亿，较去年同期下降 5.2%，减少近 800 亿。与此同时，五项房地产相关税收占一般公共预算收入的比例降至 8.3%，相比 2020 年同期已下降 1.9 个点，与 2014 年同期基本相当。一般公共预算中，除了上述五类税收外，还有房地产和房屋建筑业等企业主体贡献的增值税和企业所得税预计也在下滑。

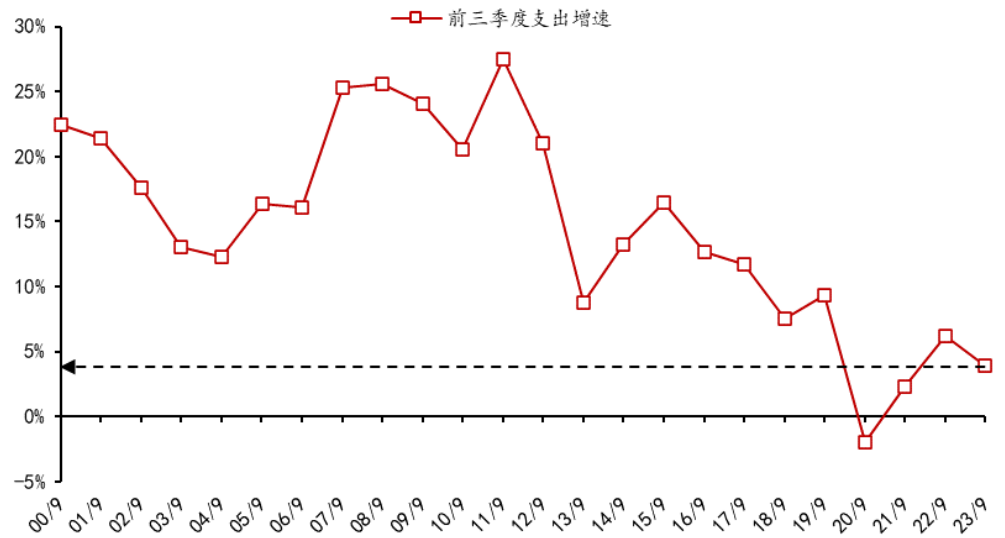
土地出让收入增速低于年初预算。年初预算提出，2023 年全国政府性基金预算收入 78169.9 亿元，增长 0.4%，全国政府性基金预算支出 117962.99 亿元，增长 6.7%³。但 1-9 月，政府性基金收入同比下降 15.7%，支出同比下降 17.3%，均远低于预算的增速目标。全国预算是地方预算的汇总，说明部分省份可能对土地出让收入过于乐观。

¹ 前 8 个月全国新增减税降费及退税缓费超 1.15 万亿元 税费优惠“大礼包”有力支持实体经济发展 (baidu.com)

² 中国发布 | 2022 年我国新增减税降费及退税缓费超 4.2 万亿元 (baidu.com)

³ https://www.gov.cn/xinwen/2023-03/15/content_5746960.htm

图 6：前三季度支出增速



资料来源：iFind，德邦研究所

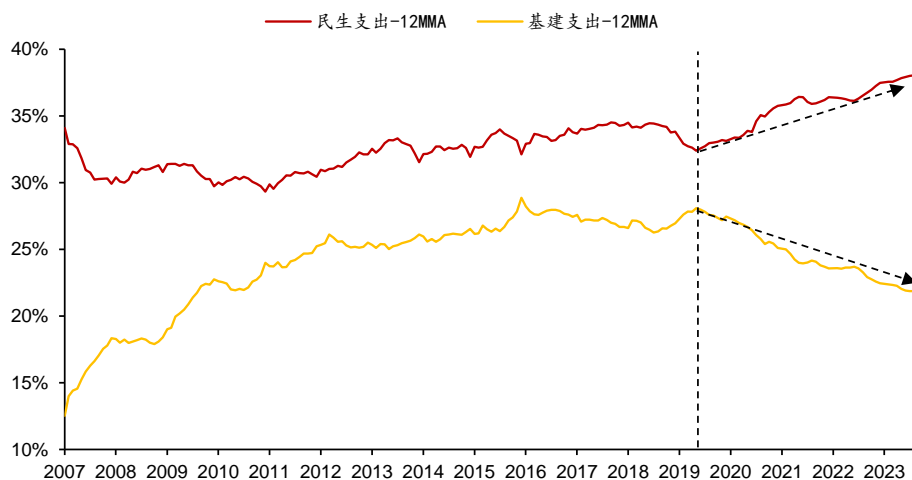
表 2：一般公共预算支出逐月进度

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	排序
2月	11.2%	11.0%	11.6%	12.8%	13.9%	14.2%	13.1%	14.3%	14.3%	14.9%	1
3月	19.9%	19.1%	20.8%	23.6%	24.3%	24.9%	22.3%	23.5%	23.8%	24.7%	2
4月	26.0%	26.4%	28.0%	30.6%	31.3%	32.2%	29.7%	30.5%	30.3%	31.4%	2
5月	34.4%	34.1%	36.5%	39.2%	39.4%	39.5%	36.4%	37.4%	37.1%	38.1%	4
6月	45.2%	45.1%	48.9%	53.1%	53.2%	52.5%	47.0%	48.6%	48.2%	48.7%	5
7月	51.9%	52.5%	55.9%	60.0%	59.8%	58.6%	53.9%	55.1%	54.9%	55.1%	6
8月	58.6%	60.0%	63.6%	67.5%	67.0%	65.1%	60.5%	62.1%	61.8%	62.3%	5
9月	67.7%	70.4%	74.5%	77.9%	77.8%	75.9%	70.7%	71.7%	71.3%	71.9%	5
10月	74.2%	78.2%	81.0%	83.6%	83.6%	81.0%	76.4%	77.5%	77.2%		
11月	82.5%	87.6%	90.9%	92.1%	91.4%	87.8%	83.9%	85.5%	85.1%		
12月	99.1%	102.5%	102.9%	104.3%	105.3%	101.5%	99.1%	98.5%	97.6%		

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所
注：进度=累计支出/年初预算支出目标

财政支出结构继续转型，“民生占比增加、基建占比下降”的趋势仍在延续。截至 9 月，财政支出中社会民生项目占比 37.9%（教育、社保就业、卫生健康等三类），较去年底提高 0.4 个点；基建支出占比 22%（环保、城乡社区、农林水事务、交通运输等四类），较去年底下降 0.5 个点。

图 7：支出结构从基建向民生转变



资料来源：iFind，德邦研究所

注：民生支出包括教育、社保就业、卫生健康等三类，基建支出包括环保、城乡社区、农林水事务、交通运输等四类

1.3. 债务与赤字：地方还本付息压力较大

从赤字来看，财政收入增长缓慢制约着支出发力。前三季度实际赤字（一般公共预算收支缺口）为 3.1 万亿，相当于 GDP 的 3.4%，这一比例是近五年的次低水平，仅高于 2021 年的 1.9%，甚至要低于疫情前 2019 年的 3.9%。2021 年财政收入有一定增长，支出蓄力，形成主动结余，休养生息，因此实际赤字规模不大。但今年不同，财政收入增幅不大，制约着支出的增长。

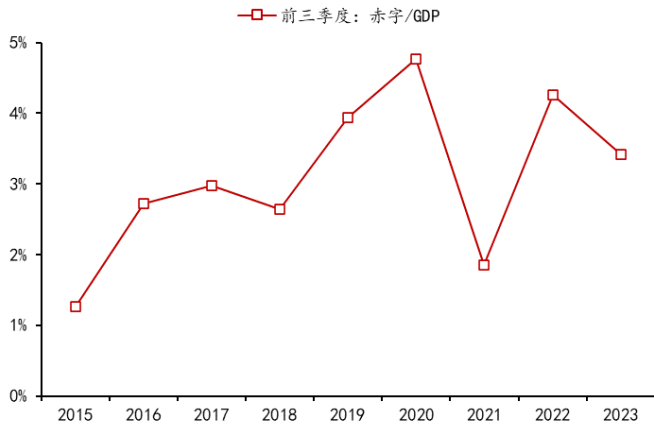
名义 GDP 增速偏低从分母端抬高杠杆率。按照社科院口径，今年前三季度政府杠杆率上升 3.4 个点，幅度大于去年同期的 3.0，但更多是由于分母端名义经济增速下降所带来的，去年前三季度为 6.24%，今年仅为 4.38%。四季度增发 1 万亿国债后，宏观杠杆率将有进一步的攀升，社科院预计中央政府杠杆率将再上升 1.1-1.2 个百分点⁴。

全球比较来看，我国政府杠杆率处于中游。按照 BIS 的可比口径，截至今年 Q1，我国政府部门杠杆率为 79.4%，在 41 个经济体中排第 16 位，低于所有经济体 85.7% 的均值，但高于新兴市场 66.1% 的均值。

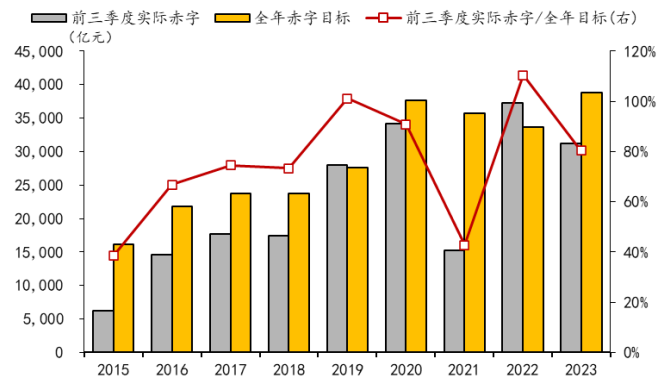
图 8：历年前三季度赤字占 GDP 比例

图 9：前三季度实际赤字和全年赤字目标的比较

⁴ [e64c283a-0fc7-4be2-8581-7e61bc505f38.pdf](https://nifd.cn/e64c283a-0fc7-4be2-8581-7e61bc505f38.pdf) (nifd.cn)

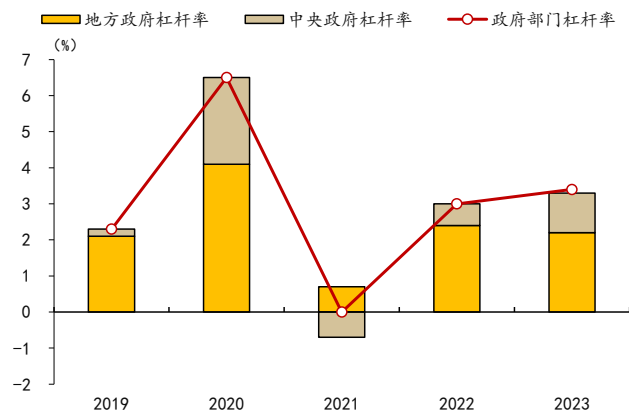


资料来源：Wind，德邦研究所



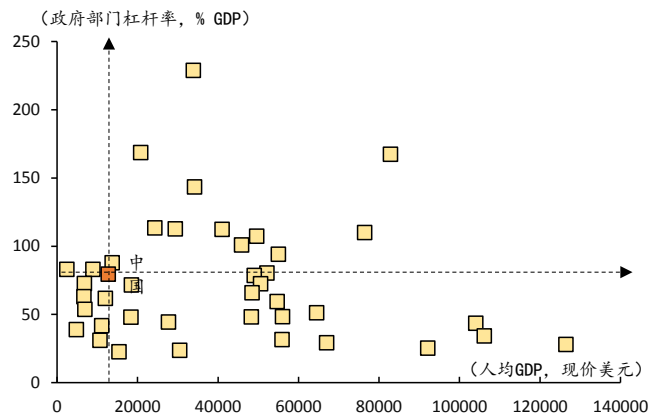
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：前三季度杠杆率变动



资料来源：Wind，社科院，德邦研究所

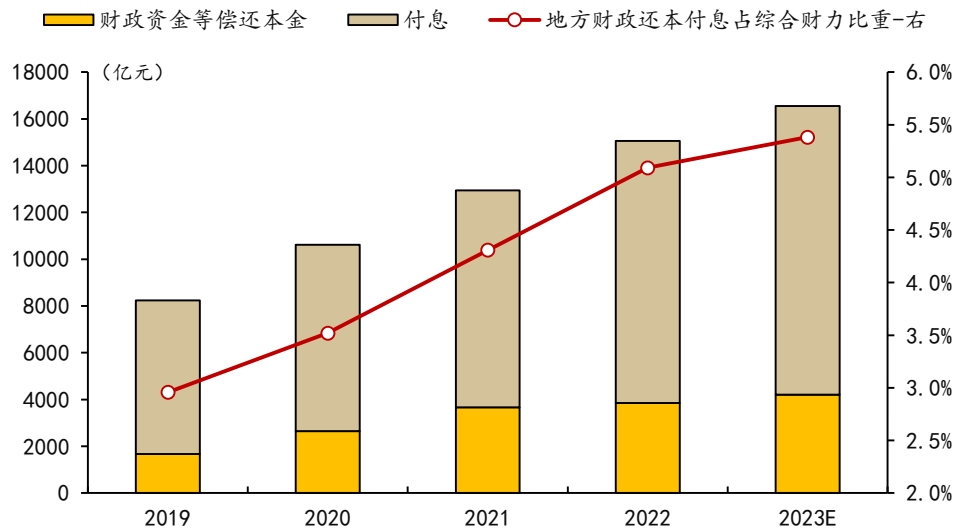
图 11：政府杠杆率的国际比较



资料来源：Wind，BIS，世界银行，德邦研究所

地方债务方面，还本付息所占用的地方财政资源越来越多。今年前三季度，财政资金用于地方政府债务还本为 3650 亿元，地方债付息 9633 亿元，同比分别增长 9.2%、10.2%。如果按该增速外推全年，地方财政还本和付息规模可能达 1.66 万亿，占地方财政前三本账总收入的比例，也从去年的 5.1% 进一步上升到 5.4%，而 2019 年这一比例仅为 3%。说明还本付息所占用的地方财政资源越来越多。

图 12：地方债还本付息压力加大



资料来源：iFind，德邦研究所

注：(1) 综合财力为前三本账收入加总，不含专项债；(2) 2023 年为预测数据

1.4. 财政的拐点正当其时

财政收支多年“紧平衡”之下，财政的担子却在加重。一方面，对冲房地产下行带来的经济拖累，需要财政政策发挥稳增长的重要作用；另一方面，防范化解地方债务风险更离不开财政的支持。

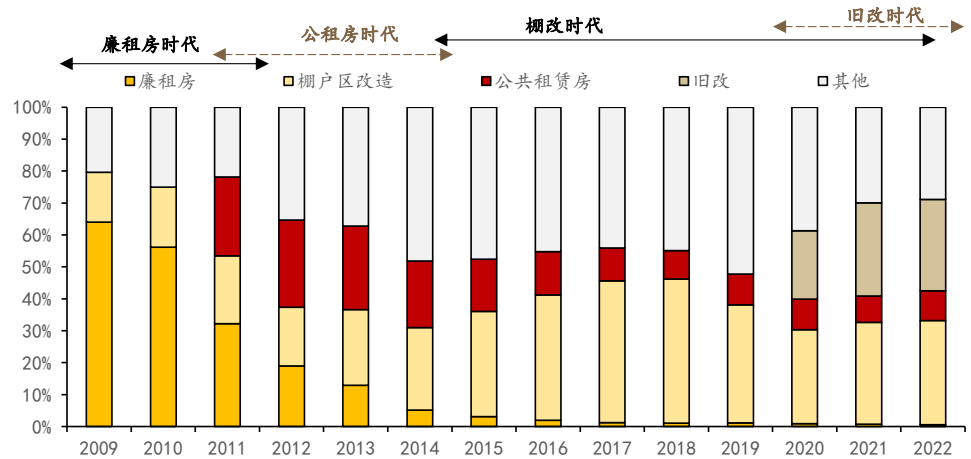
我们预计 2023 年经济增速在 5.2% 左右，22-23 两年平均增速为 4.1% 左右⁵。而明年的经济增长目标可能与今年大致持平，或设定为 5% 左右。但今年的 5.2% 是在去年 3% 的低基数下实现的，明年要实现 5% 的增速，或仍有一定难度。内生动能方面，房地产市场的持续下行损害了经济总需求，而明年外需预计仍不乐观。因此，只有加大财政扩张力度，才能抵消房地产和出口的消极影响，将经济增速保持在一定水平。

明年预计至少要有三个方面需要积极财政支持，一是“三大工程”，二是基建投资，三是居民减税。

城中村改造、保障房建设、“平急两用”设施建设等“三大工程”将成为棚改和旧改的接力棒，对冲房地产投资下行。我们在 10 月 23 日外发报告《“新三驾马车”能否带动明年经济？》中指出，当前房地产销售和投资下行压力仍大，并且棚改退潮、旧改将谢幕，补充投资也在减少。而稳增长客观要求稳住房地产投资，因此“城中村改造+保障房+平急两用设施”将接过稳增长的“接力棒”，成为促进有效投资的“新三驾马车”。我们预计，中性情形下“新三驾马车”可能带来明年增量投资近 6000 亿，拉动房地产投资增速 5 个百分点；由于土地购置费不计入 GDP 资本形成项目，仅考虑建安投资，可拉动名义 GDP 约 0.25 个点。从资金投入来看，第一本账和专项债中，用于保障性安居工程的资金年均 0.9 万亿左右，并且呈现从历史来看，呈现“廉租房-公租房-棚改-旧改”的重心切换，明年预计保障性安居工程的财政支出重心将切换至“三大工程”。

图 13: 保障性安居工程财政支出的结构变化

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/YPsHr6e9m5VHYKl6h56xEw>

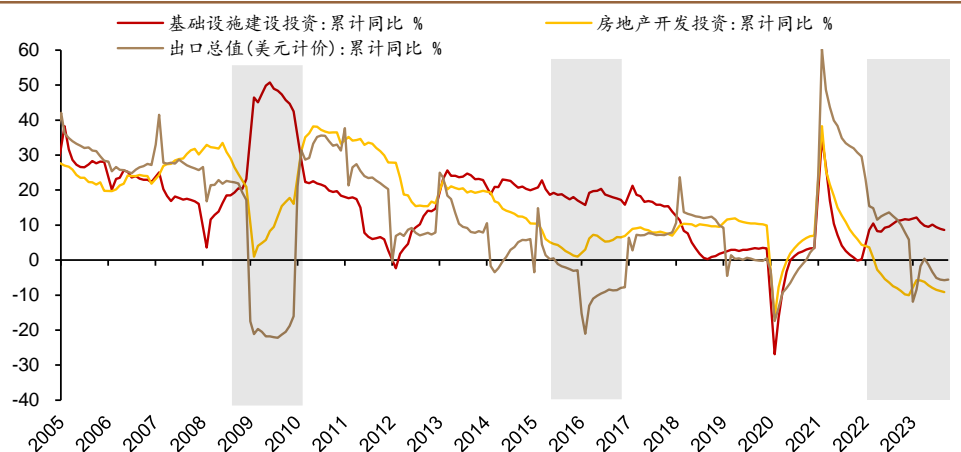


资料来源：iFind，德邦研究所

其次，基建投资仍需大量新增资金投入。仅靠“三大工程”预计无法完全对冲房地产投资下行的影响，仍然需要依靠基建投资增加投入。10月增发万亿国债预计大部分用于明年，除此之外，明年的赤字扩张也将带来一定增量资金。今年GDP增速5%以上，基建增速大致在8.5%左右（前三季度8.64%），明年随着基数效应退潮，基建投资可能要达到更高增速。

最后是扩大消费的居民端减税支持。今年7月政治局会议指出“发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费”，此后政策端释放居民减税信号，先后密集发布13份个税政策，其中12项陆续到期的个税优惠政策得到延期，并提高了赡养和抚养的专项扣除标准。其中，提高三项专项扣除各1000元或可增加减税700-1000亿元。明年或仍有必要适当调降个税税率以促进消费，如下调两低档税率，大致减税1200-1700亿元，这也需要更积极的财政政策支持。

图 14：基建投资对冲房地产和出口下行



资料来源：iFind，德邦研究所

收支紧平衡之下，财政的“担子”有所加重，在此情况下，赤字率突破3%和中央加杠杆可能成为政策的中长期拐点，而非短期一次性的财政扩张。结合赤字口径的历史演变和央地加杠杆的三次轮动，当前迎来财政的拐点可谓是正当其时。

2. 总量如何扩张：财政赤字史的借鉴

2.1. 赤字口径变化折射财政扩张思路

从我国财政赤字口径的变迁中可以看出财政扩张思路的三种变化。一是平衡财政从关注当年平衡到关注跨年平衡，2006年开始将跨期平衡纳入赤字，设立预算稳定调节基金，此后又逐步加强对结转结余资金的管理。二是从依靠中央赤字到依靠地方赤字。2009年财政预算中开始出现“地方收支差额”，并在2014年《预算法》修订后开始使用地方赤字，自此我国财政扩张从仅依靠中央赤字，转变为央地均有赤字。三是从一本账赤字到四本账赤字。2014年《预算法》修订后建立了全口径预算管理，一般公共预算和其他三本账的调入调出也开始计入赤字。

2.1.1. 从70年赤字口径变迁看财政扩张的三种思路

改革开放以来，我国财政赤字率的口径经过4次历史调整。赤字率=赤字规模/名义GDP，其分母是固定不变的，但分子端赤字规模的界定，在我国发生过多次变化，核心问题在于哪些财政收入和支出纳入赤字范畴。

1954-1993年，赤字的收入和支出里，财政收入包括了政府发债收入，支出包括债务还本付息支出。

1994年《预算法》出台后，将发债收入和债务利息支出剔除在赤字之外。

2000年开始，再次将债务付息支出纳入赤字。

2006年开始设立预算稳定调节基金，该基金的调入和调出均纳入赤字范围。

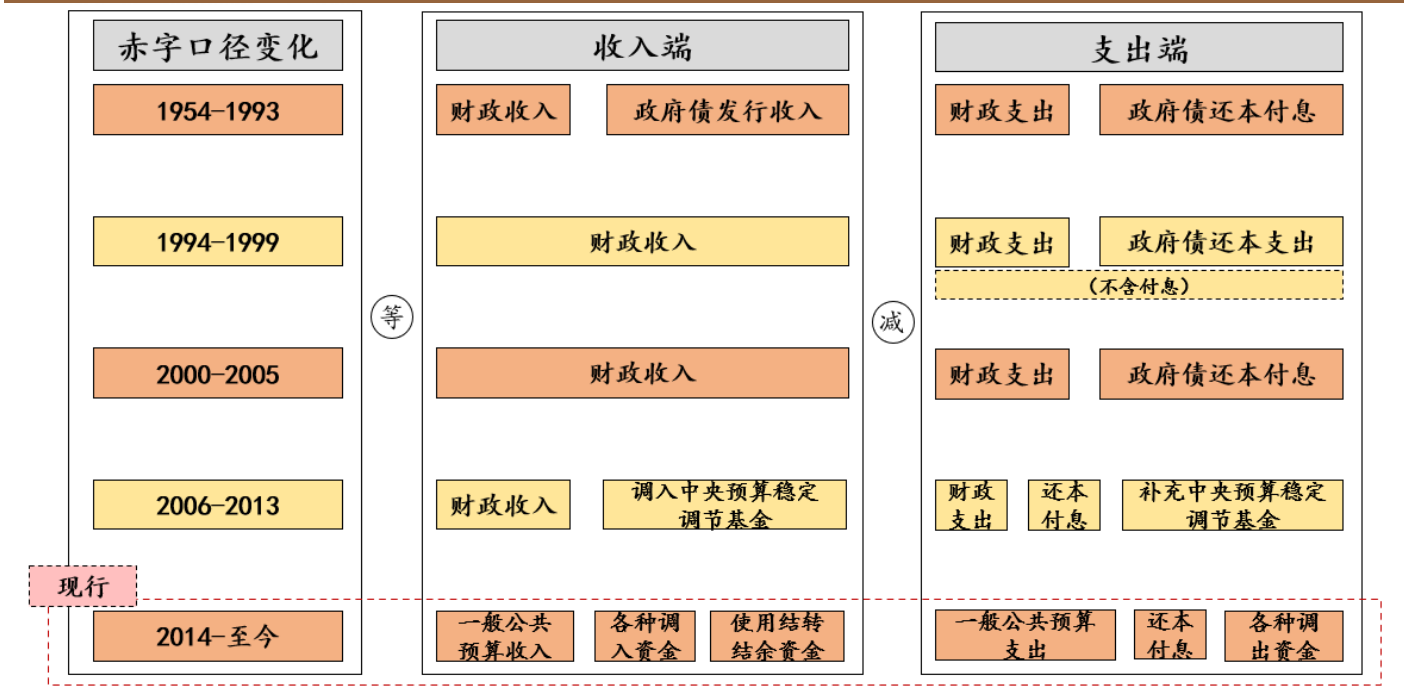
2014年修订《预算法》，开始建立起财政四本账的预算制度，除第一本账的收支、预算稳定调节基金的调入调出外，结转结余资金和四本账之间的资金调入调出也纳入赤字⁶。

此后基本形成了现行的赤字口径，如2022年财政部发布的财政决算中指出：全国一般公共预算支出大于收入的差额=支出总量（全国一般公共预算支出+补充预算稳定调节基金+向政府性基金预算调出资金）-收入总量（全国一般公共预算收入+全国财政调入资金及使用结转结余）⁷

⁶ 姚东旻,苏代钰,彭卓然等.理解财政赤字——基于统计口径差异来源与政府债务信息表达的视角[J].财政研究,2023(02):16-31.DOI:10.19477/j.cnki.11-1077/f.2023.02.005.

⁷ 2022年全国一般公共预算收入决算表 [National General Public Budget Revenue \(mof.gov.cn\)](http://NationalGeneralPublicBudgetRevenue(mof.gov.cn))

图 15：我国财政赤字口径的变化



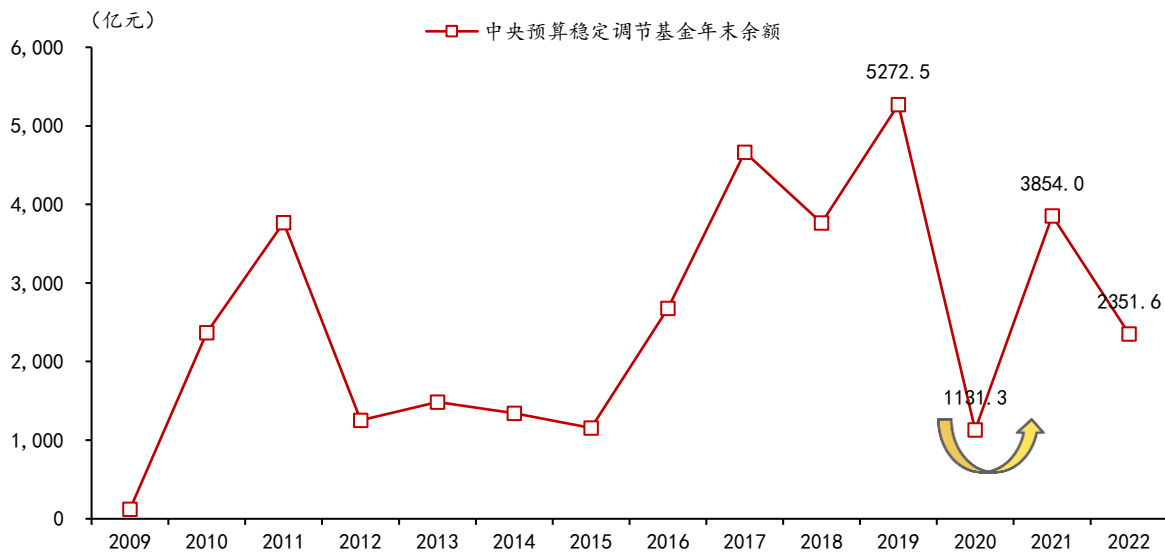
资料来源：财政部，姚东旻等《理解财政赤字——基于统计口径差异来源与政府债务信息表达的视角》，德邦研究所

总结来看，过去二十多年，我国赤字口径变迁中折射出财政扩张思路的三点变化：

①我国财政赤字不只是当年收支缺口，而且是跨年度赤字，依靠预算稳定调节基金与结转结余资金实现跨年度的预算平衡。早在 2013 年《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》就提出“建立跨年度预算平衡机制⁸”，此后 2014 年修订《预算法》明确指出“各级政府应当建立跨年度预算平衡机制”。预算稳定调节基金与结转结余资金先后纳入赤字口径，加强了对超收收入和结转结余支出的规范管理。这也意味着我国的财政赤字不仅反映当年收支缺口，更加入了中期跨年度平衡的考虑，在收支压力大时增加的赤字，可在其他年份弥补。近几年来跨期调节较为典型。2020 年，全国财政使用结转结余和调入资金共 2.63 万亿，从而将当年赤字压降至 3.76 万亿；由于大量使用跨期资金调节赤字，2020 年末中央预算稳定调节基金余额从 5272.5 亿元减少至 1131.3 亿元，减少近 80%，2021 年财政蓄力，年末中央预算稳定调节基金余额回升至 3854 亿元。

⁸ 中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定 (www.gov.cn)

图 16: 中央预算稳定调节基金年末余额



资料来源: 中国政府网, 德邦研究所

②中央赤字与地方赤字: 2014年新《预算法》“开正门、堵侧门”, 此后地方财政才可以列赤字, 但实际上2009年已经开始以“地方收支差额”的形式编制赤字。1994年《预算法》规定⁹“地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制, 不列赤字”, 2014年修订的《预算法》规定“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金, 可以在国务院确定的限额内, 通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措¹⁰”。至此, 限制了二十年的地方预算赤字的闸门才终于打开, 在2015年3月的预算报告中首次提到了“地方财政赤字”的说法¹¹, 而在上年同期的预算报告中用词是“地方收支差额¹²”。尽管地方预算赤字正式亮相是在2014年修订《预算法》后, 但自从2009年开始地方预算已经有实际上的赤字, 但不称之为赤字, 而是如前文称为“地方收支差额”。2009年政府工作报告指出“拟安排中央财政赤字7500亿元, 比上年增加5700亿元, 同时国务院同意地方发行2000亿元债券, 由财政部代理发行, 列入省级预算管理。全国财政赤字合计9500亿元”, 2000亿财政部代发的地方债券计入了全国赤字但未称地方赤字。

③我国财政赤字不只是一般公共预算赤字: 财政四本账中只有第一本账(一般公共预算)列赤字, 但其他三本账都通过调入调出资金参与赤字预算。我国财政有四本账, 依次是一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算。四本账中, 只有第一本账一般公共预算列赤字, 但后三本账通过资金调入调出与一般公共预算衔接, 其实也在某种程度上参与到赤字预算中。以2022年财政决算为例(图17), 中央财政第二三本账共调入9900亿到第一本账, 另外中央财政第一本账调出150亿到第二本账(政府性基金), 全国财政第一本账对第四本账中基本养老保险基金的补助为5479亿元¹³, 可见财政四本账都参与到了赤字预算之中。

⁹ 中华人民共和国预算法(1994年) - 湖南省财政厅 (hunan.gov.cn)

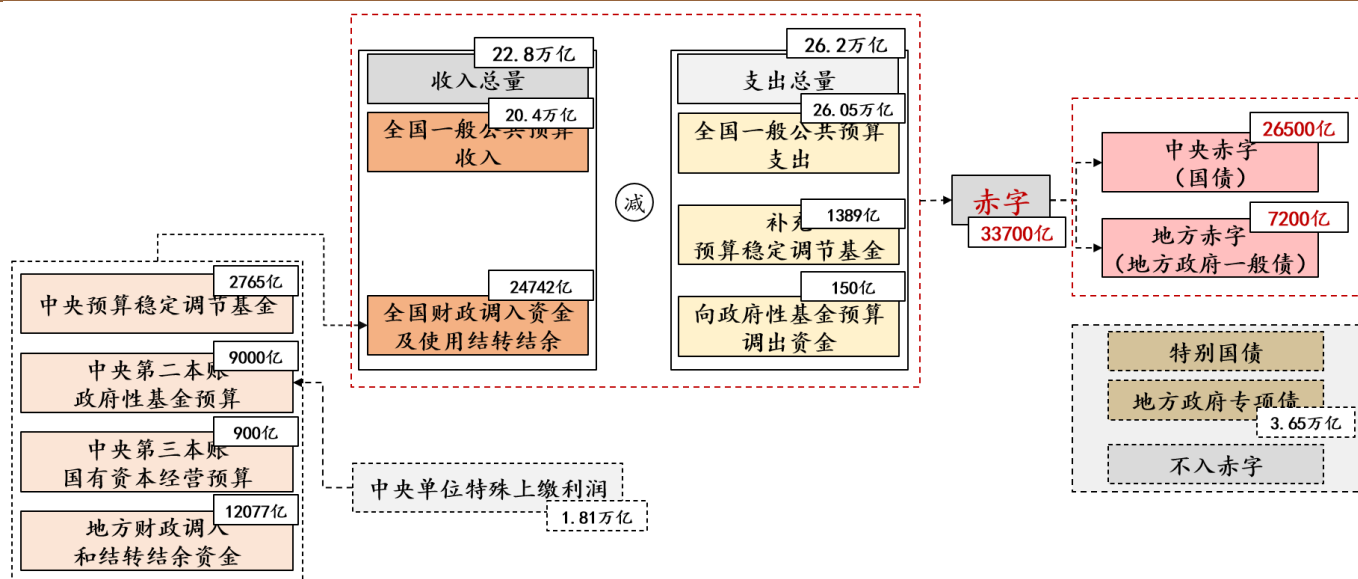
¹⁰ 中华人民共和国预算法 中国人大网 (npc.gov.cn)

¹¹ 关于2014年中央和地方预算执行情况与2015年中央和地方预算草案的报告 要闻 新闻 中国政府网 (www.gov.cn)

¹² 关于2013年中央和地方预算执行情况与2014年中央和地方预算草案的报告 中华人民共和国中央人民政府门户网站 (www.gov.cn)

¹³ 2022年全国一般公共预算支出决算表 National General Public Budget Expenditure (mof.gov.cn)

图 17：以 2022 年财政决算为例看我国赤字的组成



资料来源：财政部，德邦研究所

2.1.2. 现行的 4 个主要赤字口径

赤字口径：由于财政赤字包含跨年度资金和其他三本账的资金，在实践中，形成了所谓的“预算赤字”和“实际赤字”等不同的赤字口径。一般而言，“预算赤字”是每年财政部门公布的、考虑了各种调入调出资金后的赤字，具有跨年度、跨账本的特点，因而无法反映当年一般预算收支缺口。为了反映当年收支赤字的情况，又演化出多个不同的赤字口径，较有代表性的是以下 3 个：

实际赤字率（不含专项债）：2015 年以来持续超过 3%，最高达 6.2%。不含专项债的“实际赤字”则仅考虑当年一般预算收支缺口，不包含预算稳定调节基金、结转结余资金等跨年度、跨账本的资金（第一本账调入至第四本账除外）。相比预算赤字，二者的差别从 2006 年建立起预算稳定调节基金后开始出现，2014 年修订《预算法》前差距较小，之后进一步纳入了结转结余和其他账本调入资金，二者差距加大（图 18）。2015 年 3 月，时任财政部部长楼继伟在答记者问时也指出“按照预算收支的口径，全国赤字率是 2.3%。但按当年实际收支差额的口径看，赤字率要大一些……实际上差不多是 2.7%¹⁴”。以 2022 年为例，预算赤字是 3.37 万亿，但当年一般公共预算收入和支出分别为 20.36 万亿、26.05 万亿，二者差额即实际赤字大约为 5.69 万亿，对应预算赤字率和实际赤字率分别为 2.8%、4.7%。在今年之前，尽管预算赤字率只有 2020 和 2021 年突破 3%，但自从 2015 年以来，仅看当年财政收支的实际赤字率却是每年都在 3% 以上，2020 年最高时达到 6.2%。

需要注意的是，我国目前四类主要的政府债务中，只有两类计入赤字，据此可以引申出更多的赤字口径，如包含专项债的实际赤字率。我国当前有四类主要的政府债务，国债、特别国债、地方政府一般债、地方政府专项债，其中国债和一般债计入赤字，特别国债和专项债均不计入赤字。如 2022 年预算赤字 3370 亿元，其中中央国债为 2650 亿元、地方政府一般债 720 亿元。

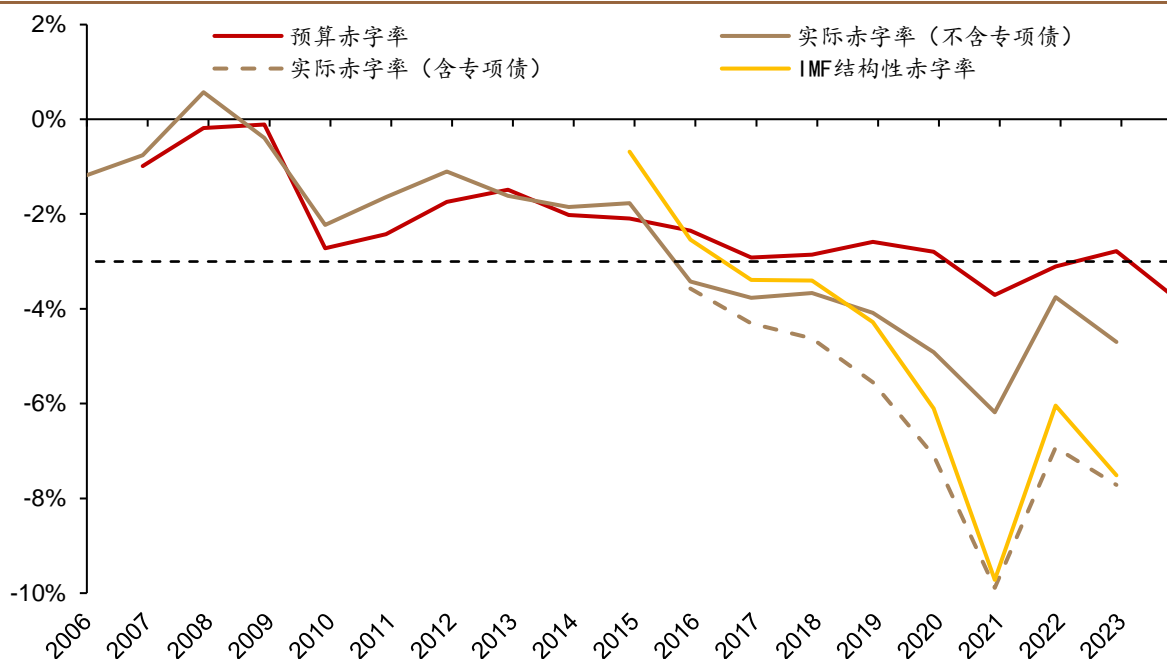
实际赤字率（含专项债）：2020 年最高达 9.9%。2015 年开始发行的地方政府债务中，一般债纳入赤字管理，但专项债不计赤字。原因是二者还款资金来源不同，一般债用一般公共预算资金还本付息，专项债用于有一定收益的公益项目，因而以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源。但

¹⁴ 楼继伟答记者问 直面财税热点话题（实录） 手机财新网（caixin.com）

在实践中，专项债往往需要用到财政资金偿还。2022年专项债项目收入只有1406亿¹⁵，但当年付息达到6344.6亿元，缺口近5000亿，仍然依赖于财政资金。从还款来源看，有必要将每年发行的专项债纳入赤字管理。实际赤字率（含专项债）在2020年达到9.9%的高点，2022年为7.7%，远高于2.8%的预算赤字率。

IMF口径赤字率：四本账收支中剔除土地出让收支，2020年赤字率达9.7%。 IMF将社保基金、国有资本经营等预算也纳入赤字，但剔除了土地出让收支，以便进行跨国比较。最终得到的IMF口径赤字率与含专项债的实际赤字率较为接近，2020年最高达到9.7%，2022年为7.5%。但是，由于我国的所有制较为特殊，土地可以视作国家所有的资产之一，土地出让收入是国家作为资产所有人获得的收入，IMF将其从赤字中排除，可能并不合理，尽管有利于跨国比较。

图 18：我国不同口径的赤字率变化



资料来源：《中国财政年鉴》，Wind，IMF，德邦研究所

2.2. 赤字率曾多次触及 3%

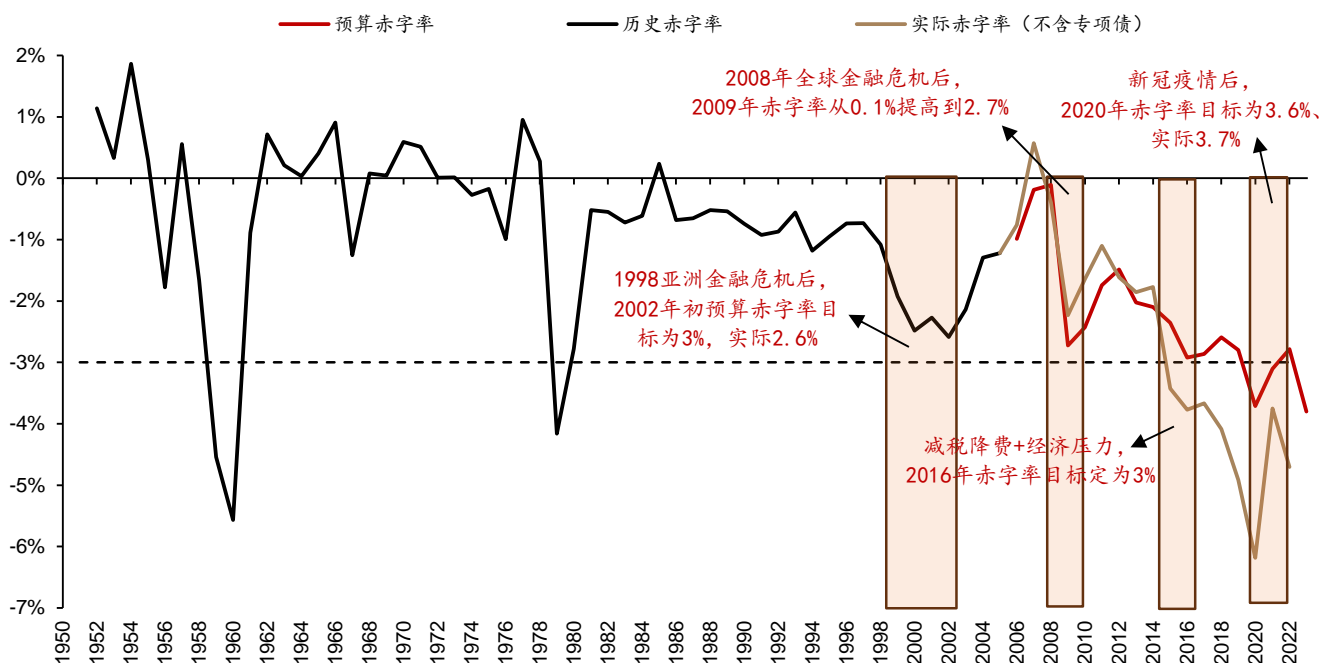
2023年突破3%是历史第四次、40年来第二次。在平衡财政框架之下，90年代之前我国财政赤字规模较小，占GDP比例长期在1%以下，只有1959-1960、1979年两次超3%。当然，由于1993年及之前，政府发债收入是计入财政收入的，因此如果剔除这部分收入后，部分年份的实际赤字率要更大一些。1968-1980年我国长期处于“既无内债、又无外债”的阶段¹⁶。1993年《马斯特里赫特条约》提出3%的财政赤字警戒线，作为欧盟成员国的财政约束条件之一，此后我国沿用国际惯例，也长期将3%作为赤字率的警戒线。因此，2023年赤字率突破3%是历史第四次、40年来第二次，并且赤字率超过了2020年的3.6%。

90年代以来，在2020年赤字率首次突破3%之前，曾有多次触及或接近3%的红线。

¹⁵ [2022年地方政府性基金收入决算表 Local Government-managed Funds Revenue \(mof.gov.cn\)](http://www.mof.gov.cn)

¹⁶ [财政部原部长刘仲藜讲述70年政府债务史：地方债要讲效益\(附实录\) \(baidu.com\)](http://www.baidu.com)

图 19：历史长期的财政赤字率



资料来源：《中国财政年鉴》，iFind，德邦研究所

第一次：2002 年预算赤字率目标为 3%。1998 年亚洲金融危机后，我国采取了一轮大规模积极财政扩张，当年 8 月增发国债 1000 亿用于固定资产投资。1998-2002 年共发行 6600 亿建设国债（五年 GDP 的 1.3%），带动银行贷款和其他社会资金形成 3.28 万亿元的投资规模，占到五年 GDP 的 6.4%¹⁷。这期间财政赤字率也逐步扩大，1997 年赤字率仅为 0.7%，到 2002 年两会期间预算赤字率目标一度达到 3%¹⁸。但由于最终经济增速 9.1% 超过 7% 的增长目标，分母端的增长拉低最终赤字率，年度决算时赤字率仅为 2.6%。

第二次：2009 年赤字率从上年 0.1% 大幅提高到 2.7%，接近 3%。2008 年全球金融危机后，我国推出了著名的四万亿投资，其中 1.18 万亿来自于中央财政¹⁹，为了完成筹资，当年中央财政赤字从 1800 亿增至 7500 亿，增长 317%。在 2008 年赤字率只有 0.1% 的情况下，2009 年将赤字率目标大幅提高至 2.8%，最终决算时为 2.7%。

第三次：2016 年赤字率目标定为 3%，实际赤字率（不含专项债，仅为当年一般公共预算收支缺口）自 2015 年开始首次突破 3%。2015 年开启的这一轮稳增长的历史背景是房地产和出口双双下行带动经济走弱。房地产投资累计增速在 15 年初为 10.4%，年末降至 1%，全年出口下降 2.9%，GDP 增速从 2014 年的 7.4% 快速下降至 2015 年的 7%。因此财政力度明显加强，2015 年下半年到 2017 年共推出 7 批超 2 万亿专项建设基金²⁰，此外 2016 年赤字率目标定为 3%，超过了 2009 年的赤字率目标，为 2002 年以来首次触及 3%。仅看当年一般公共预算收支，自 2015 年这一轮财政扩张开始，实际赤字率（不含专项债）开始持续位于 3% 之上。

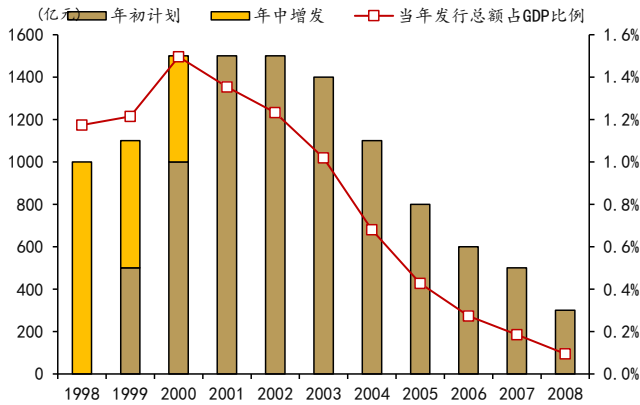
¹⁷ 10 月 25 日外发报告《增发国债带动多少 GDP？》

¹⁸ 朱镕基：我不接受“赤字总理”荣誉称号 手机新浪网 (sina.cn)

¹⁹ 发展改革委：4 万亿投资构成及投资项目最新进展 (www.gov.cn)

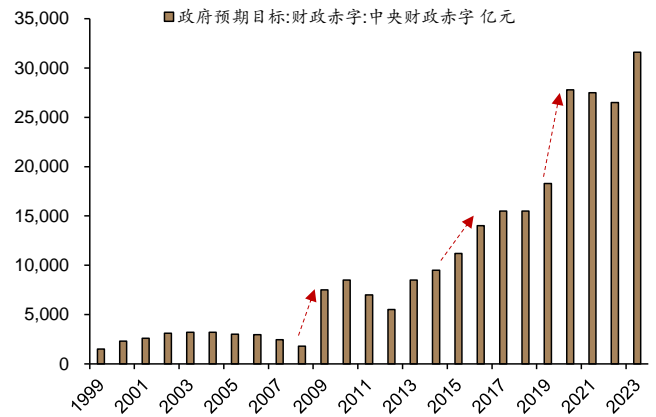
²⁰ 独家|发改委第七批专项建设债重启 调整为分档贴息 金融频道 财新网 (caixin.com)

图 20: 1998-2002 年发行建设国债占 GDP 的 1.3%



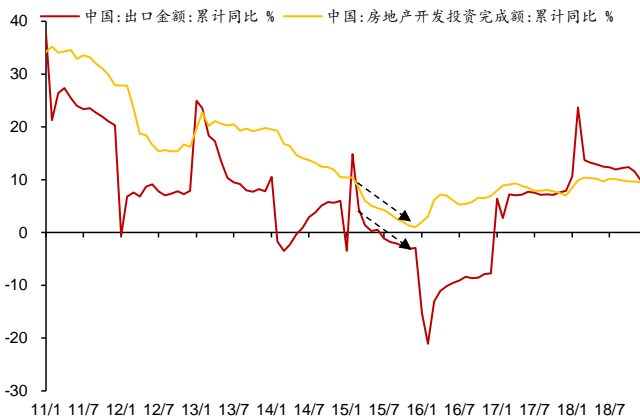
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 21: 中央财政赤字的几轮扩张



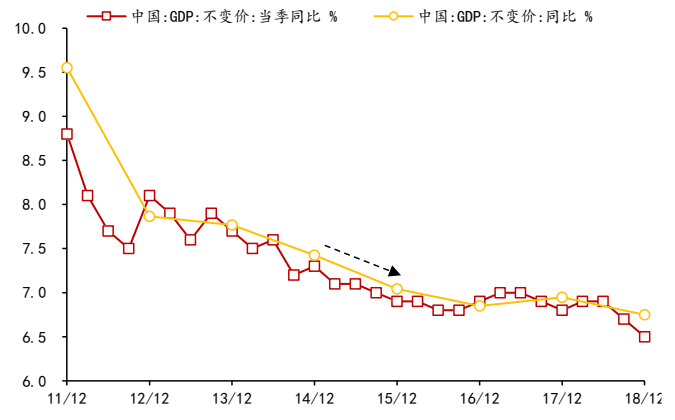
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 22: 2015 年出口和房地产下行加大经济压力



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 23: 2015 年 GDP 从 7.4% 降至 7%



资料来源: Wind, 德邦研究所

2.3. 突破 3%: 两个前提条件发生变化

从历史来看，将赤字率控制在 3% 以内，一般要满足两个条件，一是上年赤字率偏低，为提高赤字率预留充裕空间。从历史来看，1998 年、2009 年均是如此。1997 年赤字率仅为 0.7%，98 年增发千亿国债后，也仅提高至 1.1%，此后经过多年增加赤字，2002 年最终赤字率也只有 2.6%。2009 年，中央赤字目标增长超过 3 倍，赤字率提高 2.6 个点，但由于上年基数仅为 0.1%，最终赤字率也只有 2.7%，没有突破 3%。低赤字基数下有更充足的财政空间。

二是赤字之外的工具充足。在上年的赤字率基数较高时，可以使用赤字之外的财政工具。典型的是过去几年，我国通过严控预算赤字率实现了较大规模的财政扩张。总结来看主要有四种方式，一是专项债扩容，二是发行特别国债，三是加大资金调度，四是使用政策性金融工具。2020 年，预算赤字增加 1 万亿，赤字之外的政策组合是“专项债+特别国债”合计增量资金 2.6 万亿，其中专项债从上年 2.15 万亿增至 3.75 万亿，并增发抗疫特别国债 1 万亿。2022 年，预算赤字收缩至 2.8%，赤字之外的财政扩张依靠“专项债+调入资金（特定机构上缴利润）+政策性金融工具”，合计增量资金超 2.14 万亿。专项债使用限额以下空间 5000 多亿，加上特定金融机构上缴利润 1.81 万亿（其中 9000 亿调入一般公共预算用于

平衡赤字),政策性金融工具 7400 亿用于重大项目资本金,赤字外资金总计超 2.14 万亿。

目前的困难在于上述两个条件都难以满足,因此赤字较难维持在 3%以内。

首先是赤字率居高不下,2018-2022 年的五年平均赤字率已经达到 3%,意味着预算内的财政若要更积极,必然会突破 3%。我国预算赤字率反映的是财政跨年度平衡,从历史来看,赤字大规模扩张之后要经历休养生息。2009 年赤字率接近 3%后,经过了财政蓄力,连续 6 年赤字率回落至 2.5%以下;2016 年触及 3%后亦有所回落,财政蓄力补充中央预算稳定调节基金,基金余额从 2678 亿增长至 5272 亿,都是为以后年份预留政策空间。但是 2020 年以来,除了 2021 年短暂休养生息外,其余年份都要求财政政策更积极,在调整赤字之前,2020、2021、2022、2023 年赤字率分别为 3.6%、3.2%、2.8%、3.0%,赤字率易升难降。

从实际赤字率来看,当年财政收支的缺口越来越大,跨期平衡难度加大,预算赤字率也应随之而变。实际赤字率已经连续 8 年超过 4%,说明当年财政收入与支出的缺口越来越大,依靠跨期、跨账本的资金较难调度平衡。跨年度平衡预算的难度加大。

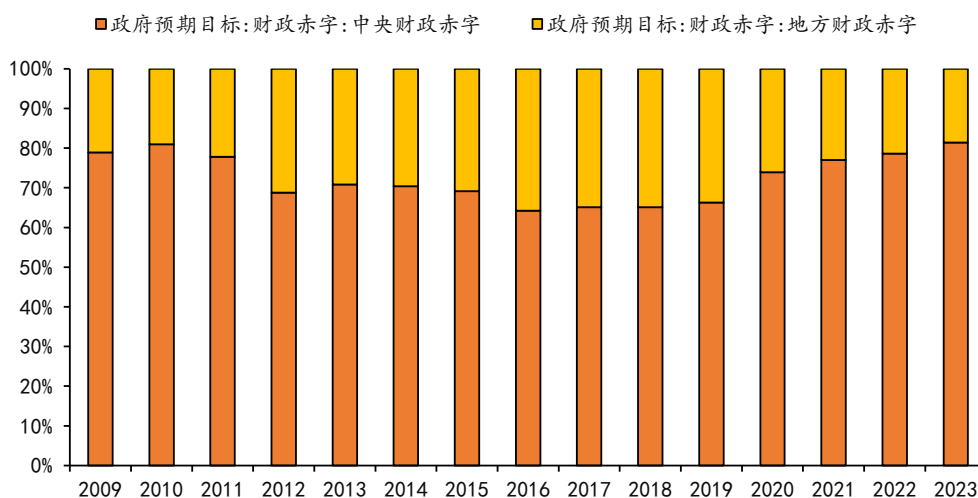
其次赤字之外的政策工具箱可选余地减少,只能作为辅助而无法成为财政扩张的主力。2022 年央行等特定机构一次性上缴往年结存利润 1.81 万亿,并使用限额以下专项债超 5000 亿,这类政策工具均是短期难以重复使用的。特别国债用于专项事务,也无法常规化发行。经过此前三年的资金腾挪后,赤字之外的工具箱可选余地已经明显减少;当然,赤字之外的政策工具大多具有一性的特点,也意味着在当前需要财政持续扩张的年份,这类工具只能作为辅助而无法成为主力。

3. 中央与地方：加杠杆主体的轮动

3.1. 央地加杠杆轮动的历史

今年增发国债意味着中央代替地方来加杠杆和承担赤字，我国财政赤字与政府加杠杆是两回事，赤字长期由中央财政承担，地方赤字规模较小。一般而言，政府通过加杠杆来弥补赤字，但我国由于部分加杠杆不计入赤字（如特别国债、专项债等），因此财政赤字和加杠杆并不总是一致的。我国财政赤字长期由中央政府承担，2014年新《预算法》才放开了地方赤字，但长期以来规模也不大，2015-2023年地方赤字平均占比为29%，剩下超七成为中央赤字。

图 24：地方赤字占比较小



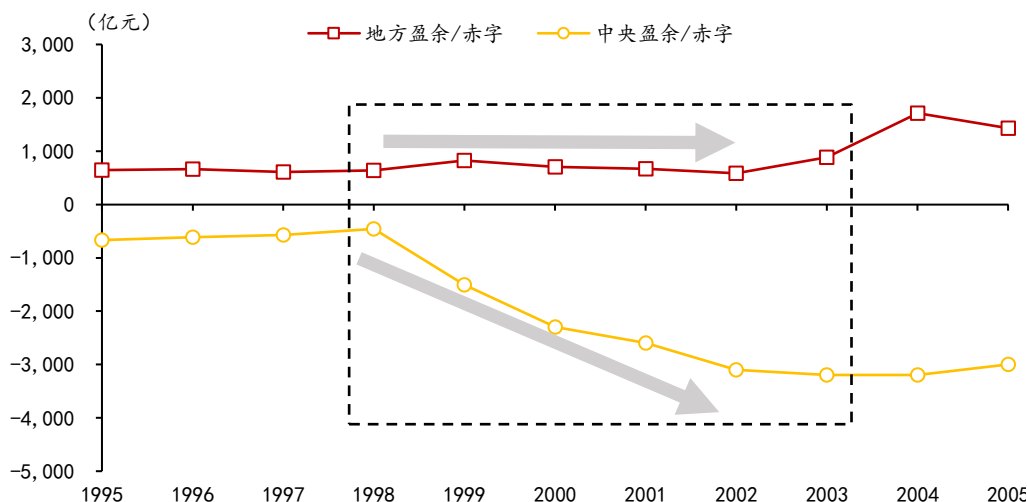
资料来源：iFind，德邦研究所

但从加杠杆来看，却呈现出中央和地方轮动的特征。根据社科院口径的杠杆率数据，政府部门加杠杆可分为以下三个轮动阶段：

第一阶段：1997-2003年，中央政府加杠杆。政府部门杠杆率从10.4%增至27.7%，提高17.3个点，其中中央政府部门贡献了四分之三，约13个点，地方政府杠杆率提高4.3个点。

亚洲金融危机后，我国通过一轮财政扩张提振总需求。但在94年《预算法》下，地方财政不具备举债和增加赤字的法理条件。因此，主要通过中央加杠杆发行长期建设国债实现财政扩张，在中央赤字逐步扩大的同时，地方财政却年年盈余。1998-2002这五年间，地方财政总盈余超3400亿，占GDP的0.7%左右。1997-2003年，我国政府部门杠杆率从10.4%增至27.7%，提高17.3个点，其中中央政府部门贡献了四分之三，约13个点。

图 25：中央赤字扩大的同时，地方财政长期盈余



资料来源：CEIC,《中国财政年鉴》，中国政府网，德邦研究所

注：中央财政为年初预算数据，地方财政为决算数据，地方收入口径为“本级收入+中央转移支付”，支出口径为本级支出，不含上解中央支出

第二阶段：2008-2014 年，地方政府加杠杆。政府部门杠杆率从 28.1% 快速上升至 38.8%，提高 10.7 个点，其中地方政府部门贡献了 121%，约 13 个点，中央政府部门杠杆率在这一时期反而下降了 2.3 个点。

这一时期的地方财政加杠杆有预算内和预算外两条线索。具体来看，地方财政预算内加杠杆形式是 2009 年开始启动的财政部代发代还地方债，经历了从代发代还到自发代还等形式的转变，并且计入全国赤字。2009-2014 年总规模约 1.6 万亿，占 GDP 比例为 0.5% 左右²¹。

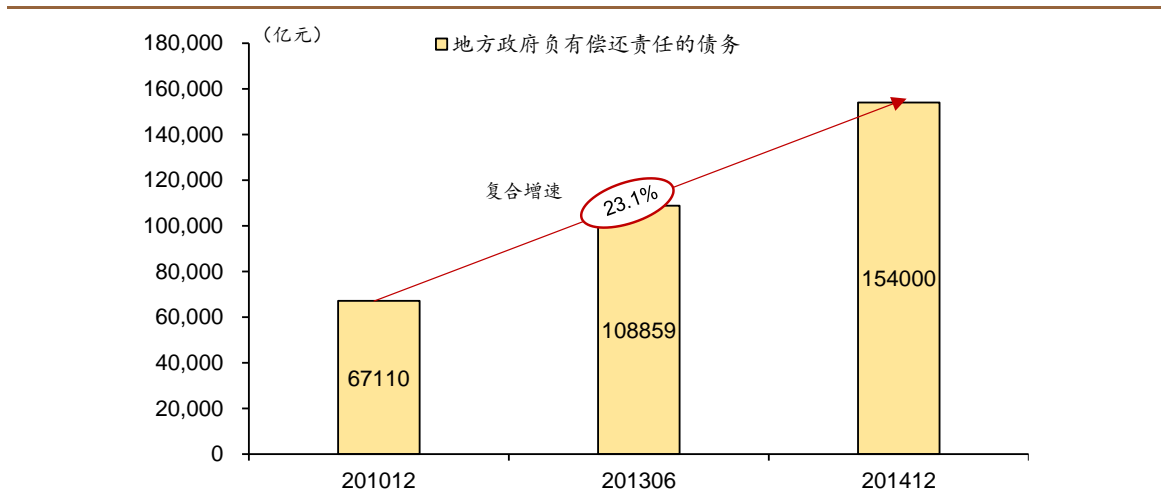
但由于《预算法》的限制，这一阶段地方加杠杆的主要途径是预算外债务，2010-2014 年增长了 8.7 万亿，占 GDP 比例从 16.3% 增至 23.9%。2013 年 8 月，审计署组织 5.44 万名审计人员对全国的政府性债务进行了全面审计。审计结果按照偿还责任将地方政府性债务分为三类，总规模约为 18 万亿，占当年 GDP 的 30.2%。其中地方政府负有偿还责任的债务约为 10.8 万亿，负有担保责任的债务约为 2.7 万亿，政府可能承担一定救助责任的债务为 4.3 万亿²²。根据《关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案的说明》²³，将第一类债务计入地方政府债务，2014 年末，全国地方政府债务（即第一类）余额 15.4 万亿元，较 13H1 增加 4.5 万亿。2010-2014 年，地方政府负有偿还责任的债务年均增速达到 23.1%，占 GDP 比例从 16.3% 增至 23.9%，提高了 7.6 个点。

²¹ 注：2014 年《预算法》允许地方列赤字之前，Wind 数据库 09-14 年的地方赤字加总

²² 审经意〔2000〕447 号 (audit.gov.cn)

²³ 关于提请审议批准 2015 年地方政府债务限额的议案的说明 中国人大网 (npc.gov.cn)

图 26：地方政府负有偿还责任的债务

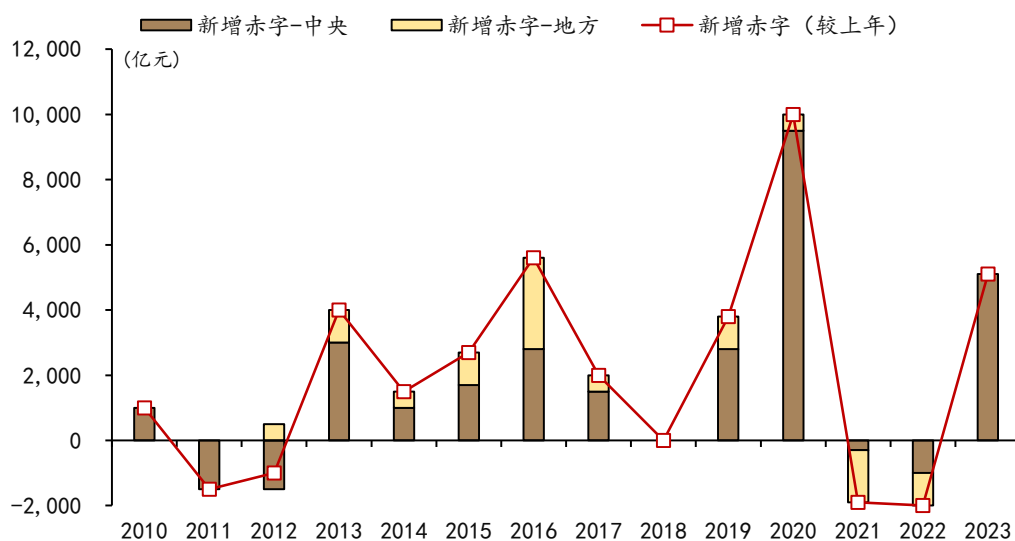


资料来源：Wind，德邦研究所

第三阶段：2020 至今，央地同步加杠杆。我国政府部门杠杆率从 2019 年底的 38.6% 快速增至 23Q3 的 53.8%，提高了 15.2 个点，中央和地方分别贡献 5.5/9.6 个点，占比约为四六成。

2020 年开始的新冠疫情对经济造成了冲击，财政扩张依靠央地同步加杠杆来实现。中央方面，一是 2020 年发行一万亿特别国债，不计入赤字但计入债务；二是中央全面承担新增预算内赤字，2021 年以来地方赤字只减不增（如图 27）。地方财政，一方面专项债规模维持高位，2020 年新增专项债扩容 1.6 万亿，此后几年发行规模维持在 3.65 万亿之上，并且在 2022 年使用限额以下结存空间发行专项债超 5000 亿。另一方面，预算外的债务也有所增加。主要体现为 2022 年下半年的 PSL 重启，9-11 月净增 PSL 约 6300 亿，扣除偿还后的实际发行规模更大。这部分资金中，有约 7400 亿用于重大项目资本金²⁴，此外还有部分用于“保交楼”。政策性金融工具会形成地方政府相关借款，尽管不列入赤字，但会增加隐性债务。

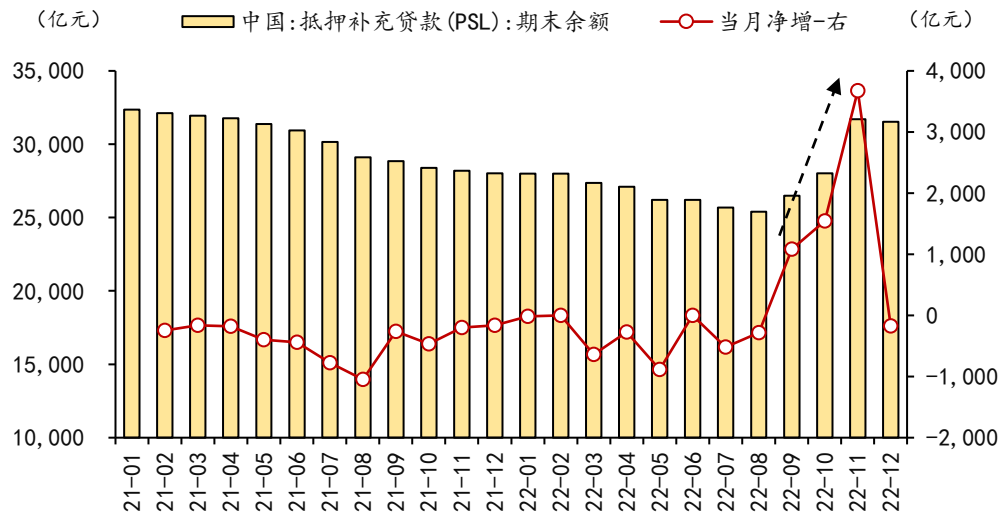
图 27：中央和地方财政对增量赤字的分担



资料来源：iFind，德邦研究所
注：2023 年为预算调整前数据

²⁴ 央行报告：两批金融工具合计已投放 7400 亿元 滚动新闻 中国政府网 (www.gov.cn)

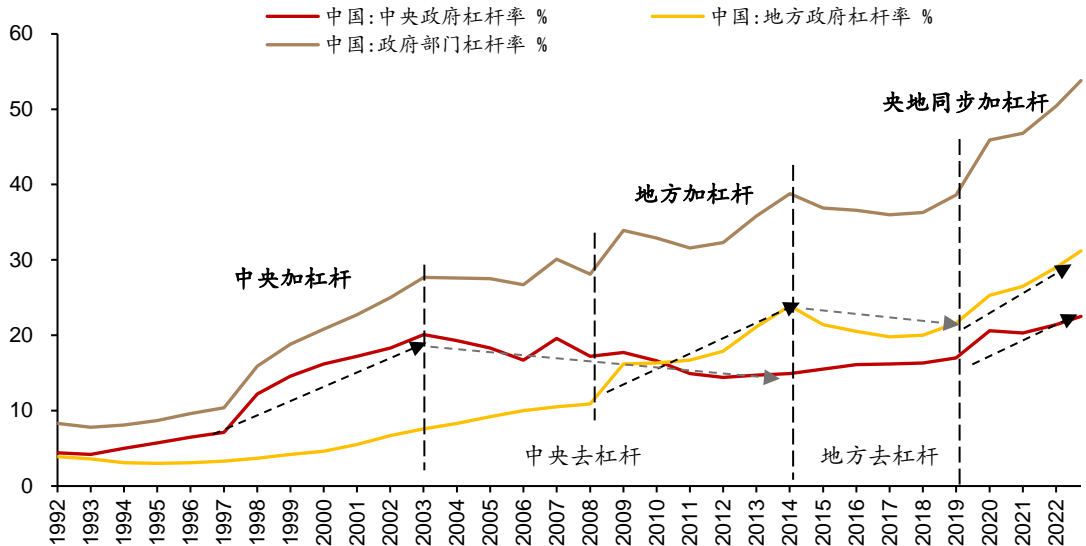
图 28: PSL 规模变化



资料来源: Wind, 德邦研究所

总结来看，三轮央地轮动的共同点是上一轮休养生息的部门成为下一轮加杠杆的主力。2009 年后是由杠杆率较低的地方财政扩张，2020 年后中央财政重新扩张，并且经过一轮去杠杆的地方财政也有了一定的空间。但站在更长时期来看，中央自 2003 年以来休养生息，2023 年中央杠杆率只比 2003 年高 2.4 个点，而地方杠杆率比 2014 年的高点还要高 7.3 个点，这还是只考虑显性债务的情况下，实际地方财政所负担的债务压力还要更大。

图 29: 中央和地方加杠杆的轮动



资料来源: iFind, 德邦研究所

3.2. 央地形势差异导致加杠杆从地方切换到中央

我们在 2022 年 11 月的外发报告《GDP 若要 5%，谁来加杠杆》中曾提出，2023 年中央部门将成为加杠杆主力，并建议关注中央加杠杆的三个问题：预算赤

字率是否突破 3%、是否发行特别国债、政策性金融工具规模多大。目前来看，前两个均已兑现。

我们认为，当前加杠杆从地方切换到中央，主要原因是地方财政形势严峻，债务风险凸显，没有多余的加杠杆空间，而中央财政经过二十年休养生息后，加杠杆空间充足。

地方财政加杠杆空间受限体现为三个方面：

一是土地财政减少影响地方财力。分税制所确立的税收分成中，五类房地产相关税收（耕地占用税、城镇土地使用税、土地增值税、契税、经营性房地产税）均为地方独享税，土地出让收入也是主要的地方财力。因此，土地财政下降所带来的冲击更多是地方财政收入，中央财政受影响小于地方。除了直接收入之外，土地出让收入减少还会影响地方融资等间接受入。

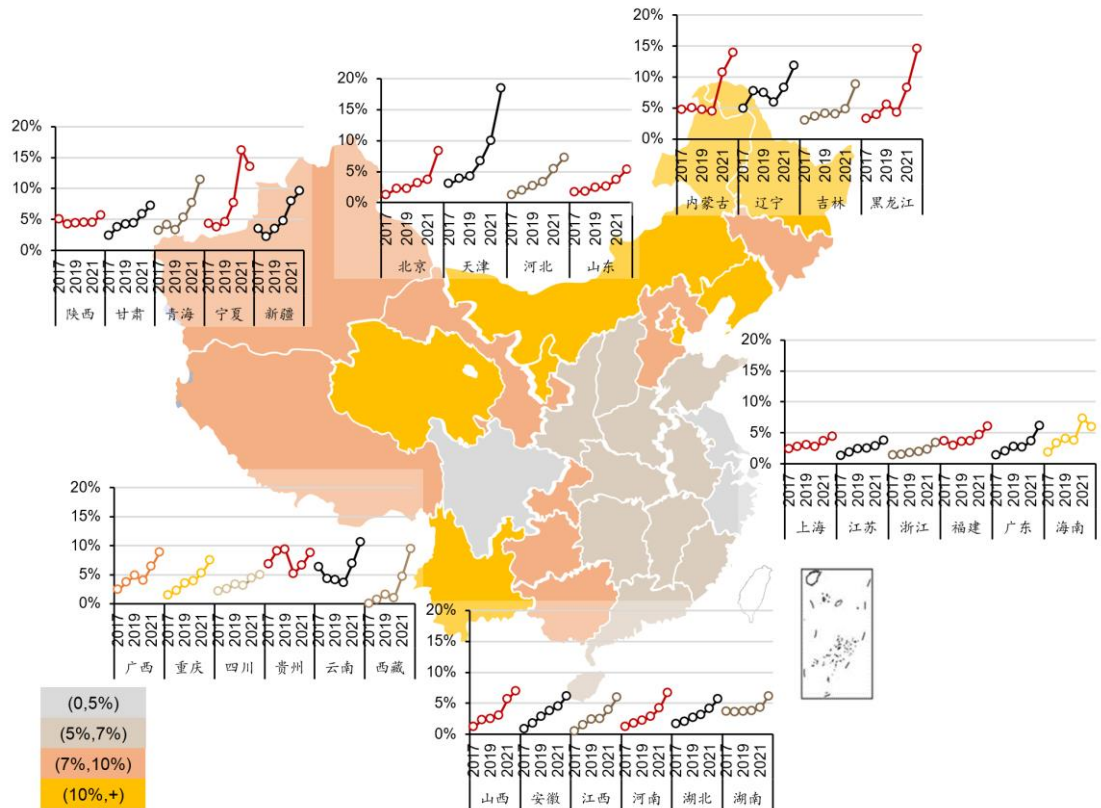
二是政府性基金收支下降，直接约束专项债扩张。

2022 年，我国有 7 个省级地区的专项债付息占政府性基金支出比例超过 10% 的警戒线，分别是天津 18.4%、黑龙江 14.6%、内蒙古 13.9%、宁夏 13.5%、辽宁 11.8%、青海 11.4%、云南 10.6%。其中，由于土地出让收入下降带动政府性基金支出下降，部分地区的专项债付息支出占比在 2022 年出现跃升，如天津从 10%→18.4%，黑龙江 8.3%→14.6%。

国办 2016 年 11 月印发的《关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知（国办函〔2016〕88 号）》指出“市县年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10% 的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10% 的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。”

政府性基金收支减少直接限制了专项债规模的扩大。未来随着房地产市场进入存量时代，土地出让收入将带动地方政府性基金支出增速放缓，专项债付息支出的占比会加速上升，市县的财政重整风险加大。同时，这也意味着专项债规模扩张将受到约束，不可能再现 2019-2020 年的跳升。

图 30：各地区专项债付息支出占政府性基金支出的比例²⁵



资料来源：Wind，德邦研究所
注：不含港澳台；地图色块为 2022 数据

三是专项债偿债来源日益一般化，加剧财政和债务风险。

近几年来，地方政府债券发行明显以专项债为主，而专项债原则上应该由项目收益作为还款来源。2020-2022 年，新增地方政府债券发行中，一般债平均规模在 7000-9000 亿左右，而专项债在 3.5-4.0 万亿，是前者的 5 倍左右。

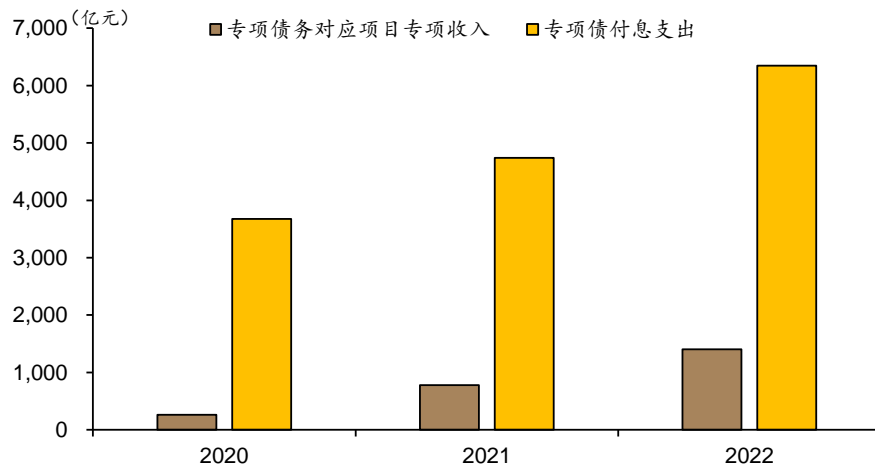
但专项债项目收益率偏低，许多项目未能实现预期收益，导致项目本身收益无法覆盖本息，而最终通过财政资金偿还，专项债变成了事实上的一般债。如江苏省审计报告称²⁶，抽查 2019 年以来的 346 个政府专项债券项目发现，有 275 个近 3 年资金平衡方案预期收益未实现，其中，255 个未达预期的 50%，涉及专项债券本金 508.52 亿元，易导致偿付风险。

专项债项目偿债时一般化，会加剧财政和债务风险。项目收益无法覆盖专项债本息，就意味着财政需要拨付额外资金用于偿还。但由于专项债项目规划往往要求项目收益覆盖本息，因此财政预算中不包含偿还专项债的资金拨付，这部分资金体现为额外的财政负担，其规模和路径均不十分透明，会加剧地方财政和债务风险。

²⁵ 2023 年 2 月 28 日外发报告《从 124 份预算报告看地方财政和债务的变化》图 18

²⁶ [收益失真、投资粗放、资产权属不清，这些专项债问题如何解 \(baidu.com\)](http://baidu.com)

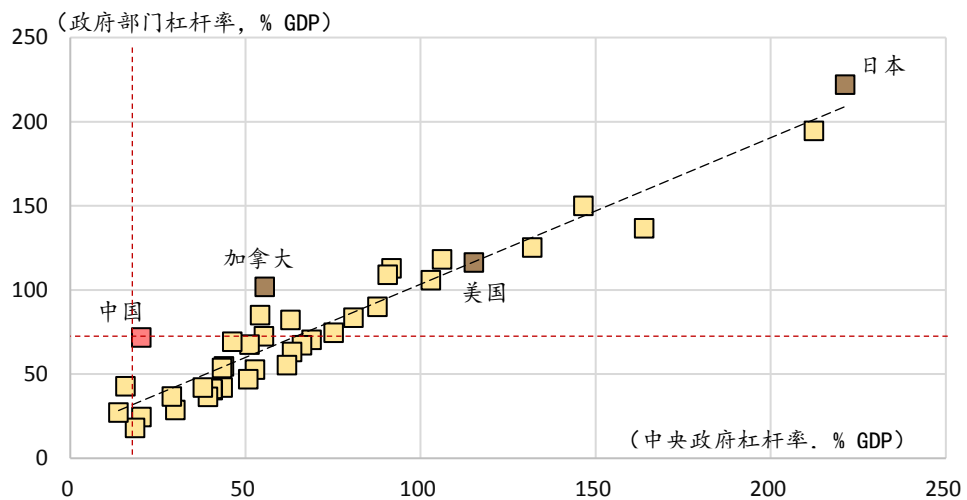
图 31：专项债项目收入远不足以覆盖付息支出



资料来源：CEIC，德邦研究所

相对而言，中央财政的空间要大得多。横向比较来看，尽管在 BIS 数据库中，我国政府杠杆率处于全球中游，但其中大部分是地方政府债务，我国 2021 年中央政府杠杆率仅为 20.3%，与 IMF 统计的 175 个国家和地区中央杠杆率的同期数据相比，我国处于后 10%，低于全球 90% 的经济体。纵向比较来看，我国中央政府杠杆率自 2003 年后连续十多年下降，直到 2020 年才开始超过 2003 年的高点，2023Q3 仅比 2003 年末高 2.4 个点。

图 32：政府杠杆率和中央政府杠杆率



资料来源：IMF，BIS，社科院，德邦研究所
注：为与 IMF 数据库保持一致，图中均为 2021 年数据

4. 风险提示

- (1) 房地产拖累经济幅度持续减小而无需财政加码，可能导致本文财政的长期拐点结论存在风险；
- (2) 出口超预期同样如此；
- (3) 2024 年经济增长目标设定较低同样如此。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5% 以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10% 以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。