

宏观报告

证券研究报告

2023年11月21日

赤字率的空间

在财政已经比较积极但仍需继续扩张的情况下，中央政府需要接替地方政府成为财政加杠杆的主体，万亿国债的增发代表了这种财政发力的结构性变化开始出现。

地方债务收缩、中央债务扩张，只能说明财政赤字的结构正在发生变化，但结构的调整，并不能直接指向整体财政赤字将进一步扩张。

整体财政赤字空间是否进一步打开，表面上取决于中央财政扩张和地方财政收缩的相对幅度，但本质上取决于未来的内外部压力和综合国力，是动态博弈下的结果。在债务可持续发展的角度下，如果科技、外交、军事等持续突破，则我国整体财政赤字空间或将进一步打开。

不管是漂亮的去杠杆还是漂亮的加杠杆，核心还是发展。

风险提示：城投平台的认定可能存在偏差；部分数据的口径不完全一致，可能会造成测算结果的偏差。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年11月第4周》2023-11-20
- 2 《宏观报告：宏观-五类消费的五种复苏状态》2023-11-18
- 3 《宏观报告：宏观-哪些商品出口将受益于美国补库存？》2023-11-15

今年两会设定的赤字率目标为 3%，10 月人大常委会批准增发一万亿国债后，今年赤字率上调到 3.8% 左右¹，引发了市场对财政空间和思路的讨论。有观点认为万亿国债的增发意义重大，意味着就此打开了财政空间。

实际上，将中央和地方赤字汇总起来计算的广义赤字率，可能既不止 3%，也不止 3.8%。

广义赤字也可以有不同口径。

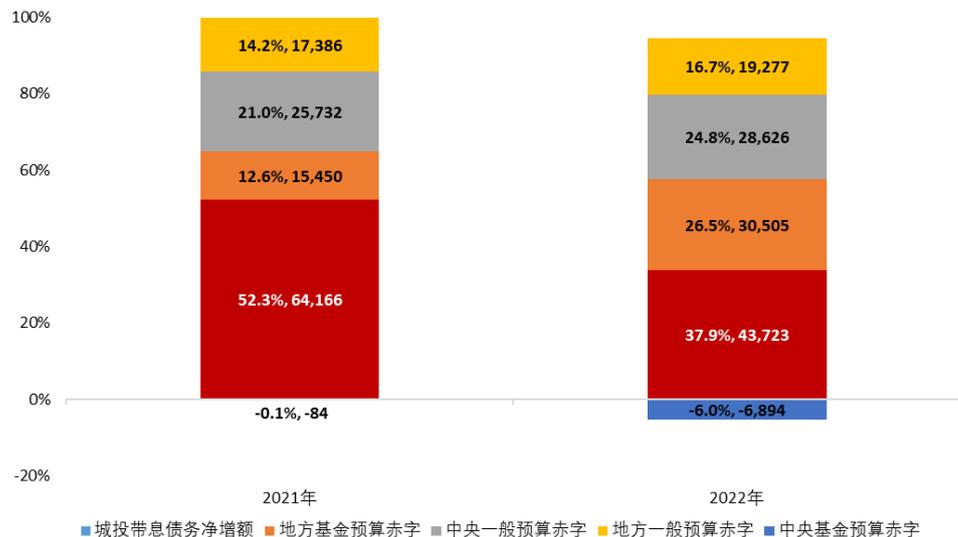
窄口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算的收支缺口”，这个口径除了国债和地方一般债所对应的狭义赤字，还包括调用其他预算、历史结余和预算稳定基金等部分。

中口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算和政府性基金的收支缺口”，比窄口径的广义赤字多了这些年扩张较快的专项债等政府性基金“赤字”。

较宽口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算和政府性基金的收支缺口以及城投债券净增额”，比中口径的广义赤字多了城投的发债融资。

宽口径的广义赤字，我们定义为“一般公共预算和政府性基金的收支缺口以及城投带息债务净增额”，比较宽口径的广义赤字又多了城投的贷款、非标等其他债务融资。

图 1：2021、2022 年宽口径广义赤字结构分布（单位：亿元，%）



资料来源：财政部，Wind，天风证券研究所

注 1：宽口径广义赤字=一般公共预算收支缺口+政府性基金收支缺口+城投带息债务净增额

注 2：2022 年，中央单位特殊上缴利润 18100 亿元，在计算中按财政收入处理；其中 9100 亿元体现在中央政府性基金收入，9000 亿元最终体现在中央一般预算收入

我们先不考虑规模庞大的城投带息债务。

由于 2014 年审计甄别地方政府隐性债务，将地方政府一类债务在 2015 年一次性纳入地方政府法定债务管理，导致窄口径和中口径的广义赤字率从 2015 年开始便突破了 3%，此后持续高于 3%。

而且从 2018 年开始专项债等政府性基金预算中的赤字加速扩张，中口径的广义赤字率与窄口径的广义赤字率的差距逐年拉大，2022 年窄口径和中口径的广义赤字率分别为 4.0%、5.9%（将中央单位特殊上缴利润 18100 亿元按照财政收入处理）。将四季度增发的万亿国债考虑在内后，我们预计 2023 年窄口径和中口径的广义赤字率分别为 5.0%、7.2%，较 2022 年分别提升 1.0、1.3 个百分点。

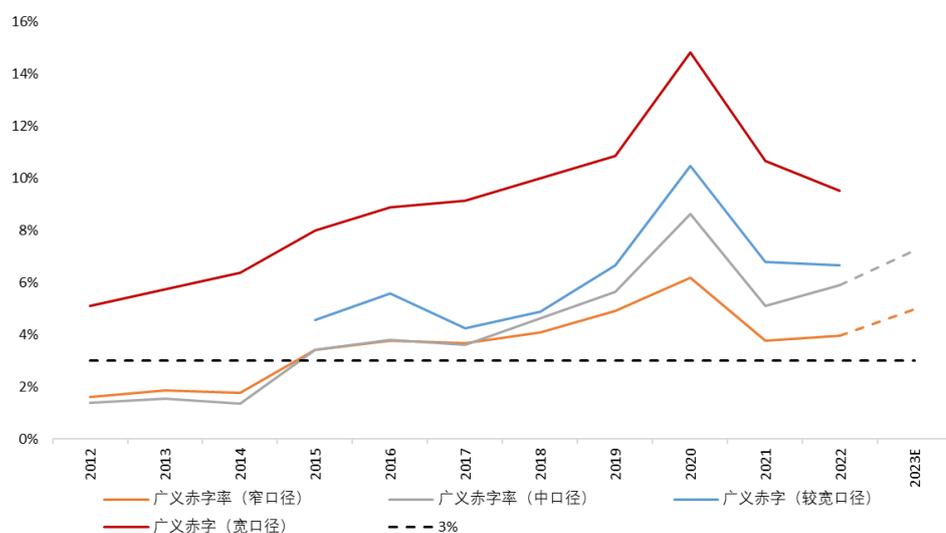
如果将城投融资认定为地方政府的表外举债，将城投带息债务的净增规模也考虑在内，

¹ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202310/t20231024_3912924.htm

那么 2022 年宽口径的广义赤字率高达 9.5%。

所以，如果将中央和地方汇总来看，我国财政政策实际上一直保持着积极的状态。真实的广义赤字率早已超过 3%，所谓 3% 红线，并未对财政扩张形成实质性约束。

图 2：我国广义赤字率早已超过 3%（单位：%）



资料来源：财政部，Wind，天风证券研究所

注：窄口径广义赤字=一般公共预算支出-一般公共预算收入；中口径广义赤字=窄口径广义赤字+（政府性基金支出-政府性基金收入）；较宽口径广义赤字=中口径广义赤字+城投债券净增额；宽口径广义赤字=中口径广义赤字+城投带息债务净增额

与其他国家相比，我国中央政府的杠杆率不高。截至 2021 年，根据世界银行数据，经合组织成员国、高收入国家、后人口红利国家中央政府杠杆率分别为 122.3%、126.9%、127.6%，而我国中央政府杠杆率则仅为 20.3%，不及美国的一半，明显低于全球其他国家。

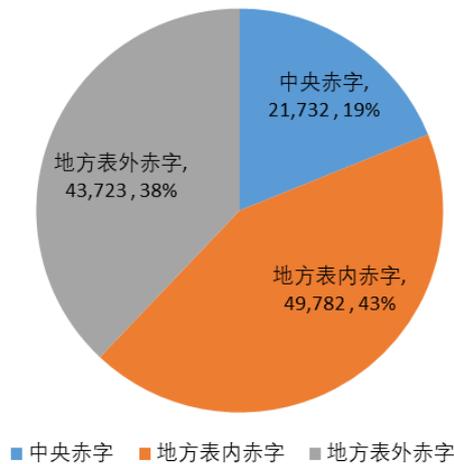
图 3：我国中央政府杠杆率明显低于其他国家（单位：%）



资料来源：Wind，世界银行，天风证券研究所

不过，在过去多年财政赤字扩张的过程中，地方政府发挥了主要的作用。2022 年宽口径财政赤字中，中央政府贡献约 19%，地方政府表内（即一般公共预算+政府性基金）贡献约 43%，地方政府表外（即城投带息债务）贡献约 38%。

图 4：2022 年宽口径广义赤字结构分布（单位：亿元，%）



资料来源：财政部，Wind，天风证券研究所

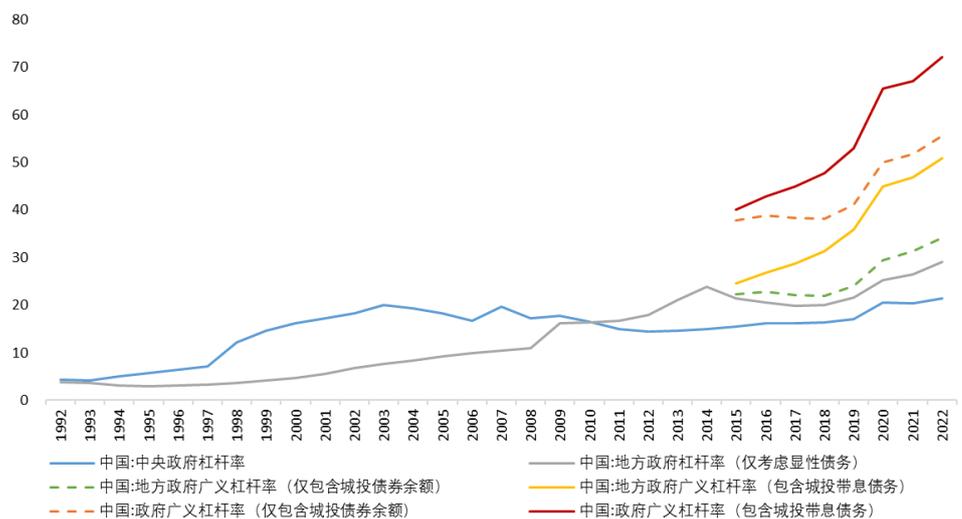
注 1：宽口径广义赤字=一般公共预算收支缺口+政府性基金收支缺口+城投带息债务净增额

注 2：2022 年，中央单位特殊上缴利润 18100 亿元，在计算中按财政收入处理；其中 9100 亿元体现在中央政府性基金收入，9000 亿元最终体现在中央一般公共预算收入

注 3：地方表内赤字=地方一般公共预算收支缺口+地方政府性基金收支缺口，地方表外赤字=城投带息债务净增额

过去多年，我国财政加杠杆主要通过地方政府完成。2022 年，考虑城投带息债务后，我国政府杠杆率为 72.2%，较 2015 年提升 32.2 个百分点。其中，考虑城投带息债务后的地方政府广义杠杆率为 50.8%，较 2015 年提升 26.3 个百分点，地方政府广义杠杆率是中央政府杠杆率的 2.4 倍，而 2015 年则仅为 1.6 倍。

图 5：过去多年，地方政府是财政加杠杆的主体（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

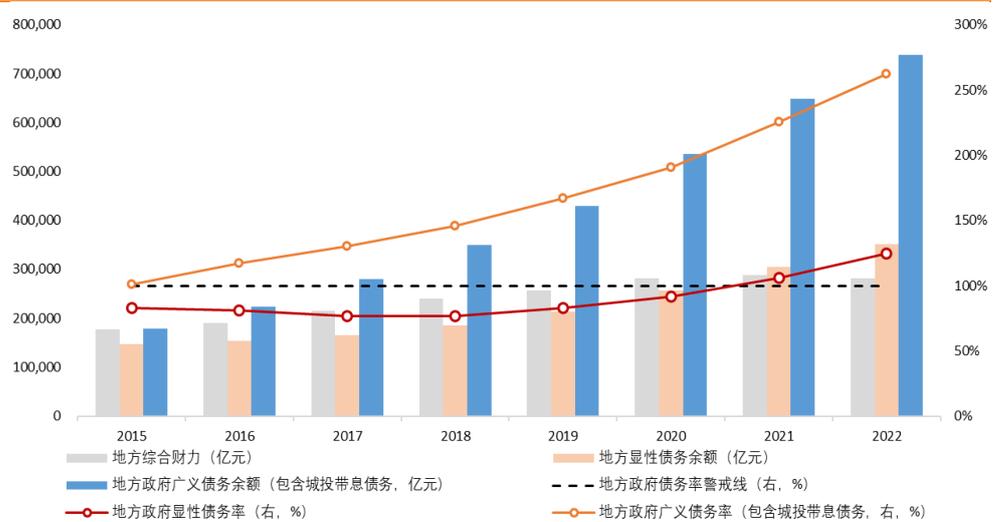
经过多年的债务扩张，地方政府债务压力已经处于较高水平。2022 年末，我国地方政府显性债务余额（即纳入地方政府财政预算的一般债务余额和专项债务余额）约 35 万亿元，地方政府显性债务率（即“显性债务余额/综合财力”，综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入）约为 125%，较 2021 年大幅提高 19 个百分点，已经超出了我国地方政府债务率 100%的警戒线，甚至高出国际常用的 120%的最高警戒线 5 个百分点²。

再考虑超过 50 万亿元的隐性债务（以截至 2022 年末 53 万亿元的发债城投带息债务估计）

² http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/2015-09/07/content_1945886.htm

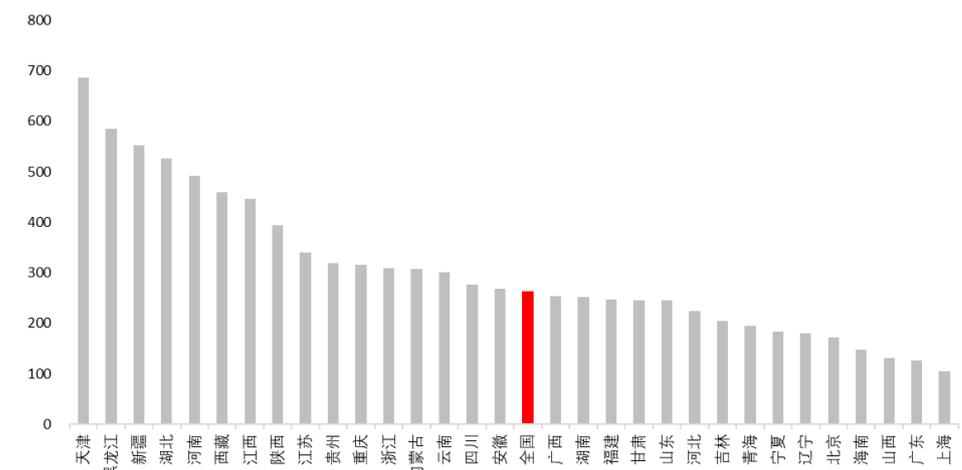
后，当前地方政府债务压力明显偏大。截至 2022 年，我国地方政府宽口径债务率已经达到 262%，较 2021 年提升 37 个百分点，天津、黑龙江、新疆、湖北明显偏高，超过 500%。

图 6：2022 年，地方政府显性、广义债务率分别为 125%、262%



资料来源：全国人大，Wind，天风证券研究所

图 7：2022 年各省市及全国地方政府广义债务率（单位：%）

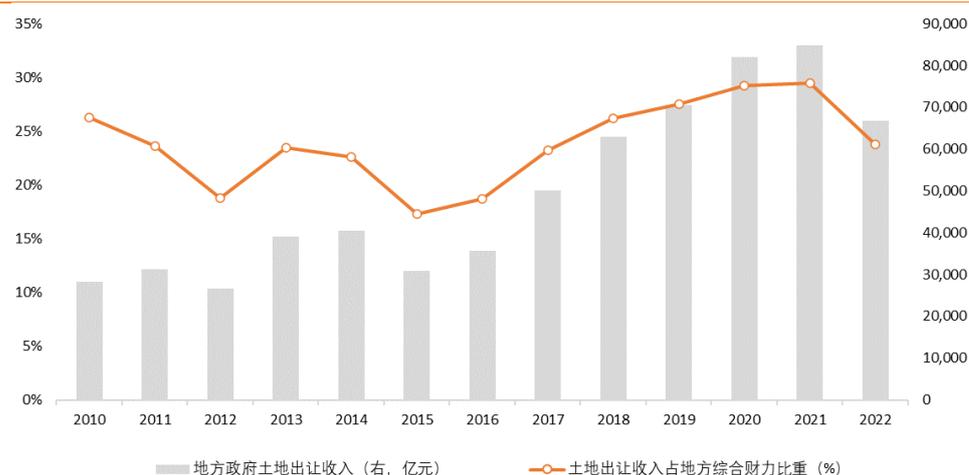


资料来源：Wind，天风证券研究所

虽然 3%不是约束，但今年还是上调了狭义赤字率，无法忽视的原因之一是房地产下行进一步加大了地方政府的偿债压力。土地出让收入是地方政府重要的财力来源，2021 年，地方政府土地出让收入约为 8.5 万亿元，占当年地方综合财力的 29%。而随着房地产的走弱，土地出让收入持续下滑，2022 年地方政府土地出让收入仅有 6.7 万亿元，较 2021 年下滑 1.8 万亿元，在地方综合财力中的占比也下降到了 24%，是抬升地方政府债务率的重要原因之一。

而今年土地财政仍在继续走弱。今年 1-10 月，地方政府土地出让收入约为 3.5 万亿元，较去年同期下降 20.5%。按照往年前十个月土地出让收入在全年中的占比推算，我们预计全年地方政府土地出让收入约为 5.2 万亿元左右，较去年下滑 1.5 万亿元左右，同时也意味着今年地方政府性基金收入将较年初预算目标少 1.5 万亿元（年初预算中，预计地方政府性基金收入较去年增长 0.4%）。

图 8：2022 年，土地出让收入在地方综合财力中的占比下滑至 24%



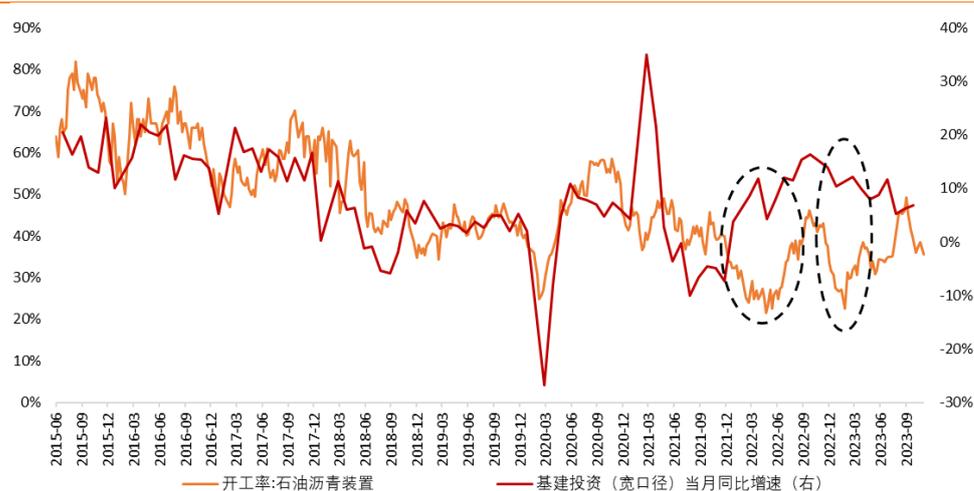
资料来源：Wind，天风证券研究所

债务高企和土地出让收入下滑放大了地方政府的债务风险，因此，今年 7 月 24 日的中央政治局会议首次提出了“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”³。

地方政府债务，目前仍然处于“铁索连舟”的状态，显性债务与隐性债务密切关联，不同区域、不同主体的隐性债务也相互关联。在金融市场的实操中，投资者目前仍然默认城投债务隐含了地方政府的信用背书，既未将城投信用与政府信用进行实质性隔离，也未将城投债务区域之间的信用进行隔离。单一城投主体的债务违约，可能会打破“城投信仰”，进而波及到其他的城投主体。

目前，无论是出于防风险考虑，还是出于稳增长考虑，短期内均需避免以城投债务为代表的地方债务出现实质性风险暴露。一是地方债务通过融资行为与广大金融机构紧密连接，而目前地产风险尚未完全出清，一旦地方债务出现风险，则有可能引发更大的风险。二是财政政策仍然需要通过地方政府来落地生效，地方债务压力过大将会影响财政政策的实际效果（2022 年以来，石油沥青开工率与基建投资增速多次出现了背离，说明在地方债务压力加大制约了基建投资的实际效果）。

图 9：2022 年以来，基建投资增速与沥青开工率多次出现背离（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

所以，在财政已经比较积极但仍需继续扩张的情况下，中央政府需要接替地方政府成为财政加杠杆的主体。

万亿国债的增发代表了这种财政发力的结构性变化开始出现，并且中央金融工作会议也明确要求“建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结

³ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202307/content_6893950.htm?slh=true

构”⁴，从政策设计层面也明确了政府加杠杆主体由地方向中央转移的路线。

地方债务收缩、中央债务扩张，只能说明财政赤字的结构正在发生变化，但结构的调整，并不能直接指向整体财政赤字将进一步扩张。

赤字率的约束是什么？

制约财政赤字扩张空间的并非当期通胀压力或 3% 的赤字率经验值红线，而是政府负债的可持续性，而负债可持续性则取决于国家信用。与个人借贷类似，国家信用越强，则可承担的债务规模也就越大。

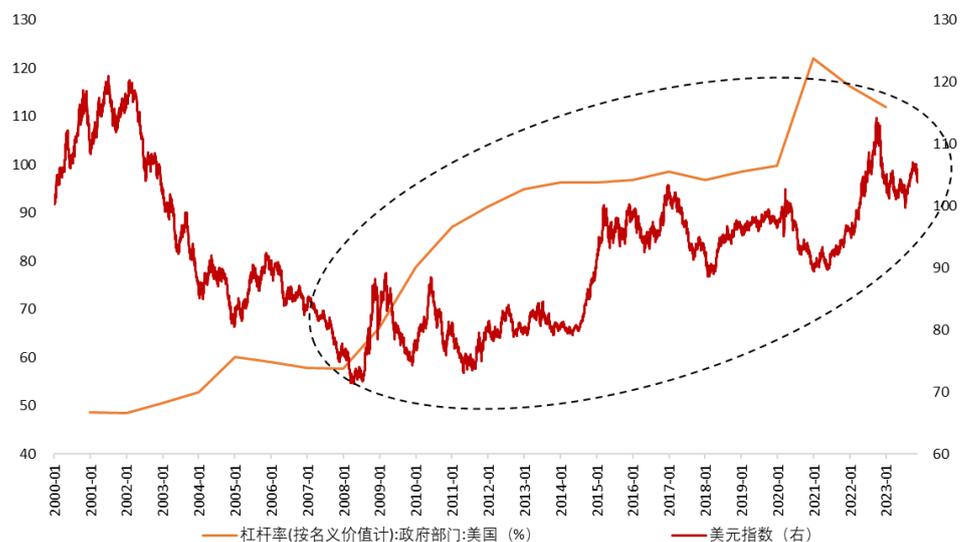
债务只是一个中性的工具，就像医生看病开药，是药三分毒，到底是治病的良药还是致死的毒药，本质上取决于用药的剂量。合理用药的剂量取决于人的体重，合理的债务也由“国家的体重”——即国家信用所决定。

国家信用的背后，是一个国家的综合国力。综合国力由软实力和硬实力组成：软实力是由技术、劳动力、资本等决定的潜在经济增速；硬实力则由政治、外交、军事等决定。

当一个国家的综合国力越强，其财政赤字空间就相应越大，在赤字上限之下通过发债来促进经济增长，非但不会影响其债务的持续性，反而会进一步加强综合国力来提升赤字空间，表现在数据上就是国际收支平衡、汇率稳定甚至走强。

2008 年以后的美国就是典型的案例。2008 年以后，美国为了应对金融危机带来的冲击，大幅提升政府杠杆率，政府杠杆率由 2007 年的 57.7% 大幅提升至 2022 年的 111.9%；但由于美国综合国力仍在不断增强，并领先全球其他国家，因此美元指数并未因财政赤字大幅扩张而走弱，反而在持续走强。

图 10：2008 年以后，美国政府杠杆率大幅提升、美元指数持续走强

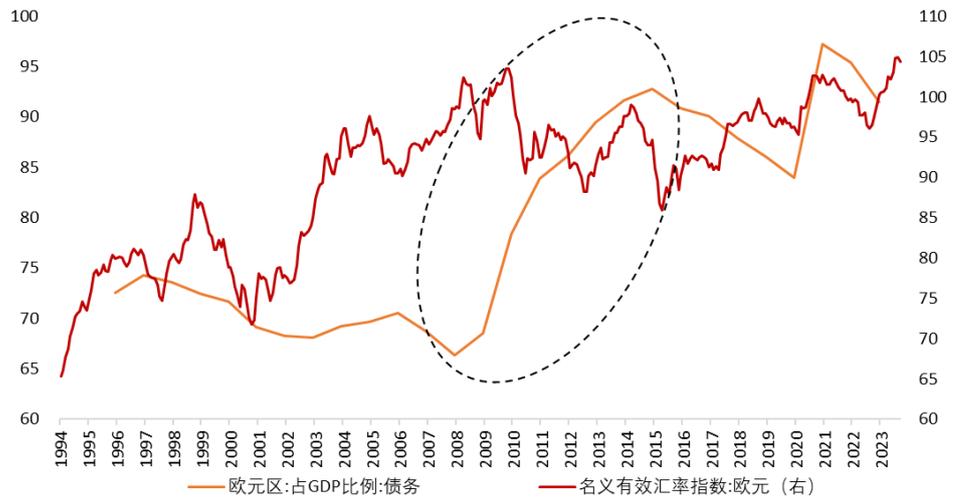


资料来源：Wind，天风证券研究所

反观 2008-2014 年间的欧洲，由于其财政扩张缺少综合国力的支撑，不具有可持续性，非但没有缓解欧洲的经济压力，反而造成了欧元的贬值和债务风险的积累。

⁴ https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm?slb=true

图 11：2008 年，欧元区政府杠杆率大幅提升、但欧元指数持续走弱



资料来源：Wind，天风证券研究所

因此，一个国家财政赤字的上限并非 3% 的赤字率，也不是一个固定的数值，而是在综合国力、债务规模发展、国际竞争博弈中形成的动态均衡。

如果把经济发展比作一场足球赛，3% 的赤字率就像球场中线，退在中线内不意味着不会丢球，推到中线外也不意味着能进球，球在哪里不影响比赛结果，进球还是丢球最终还是由实力决定的。

当财政赤字超过综合国力可支撑的债务上限以后，财政加杠杆将不再具备可持续性，国际资本开始对国家信用产生担忧，国际收支开始失衡，汇率趋于贬值，进而滋生金融、经济风险，财政开始被动去杠杆。当财政赤字被削减至过低水平以后，财政收缩开始拖累综合国力、抑制总需求，导致实际增长低于潜在增长，则财政重新加杠杆将有利于经济增速回归潜在增速，从而稳定国际收支和汇率。

回到我国财政空间这个问题上。举债结构的调整是比较清晰的，房地产周期长期下行（详见报告《地产下行的尽头：多少亿平是终点？——中国房地产市场的长期需求测算》，2022.10.20）、土地财政退坡，意味着地方政府表内外举债空间可能已经逼近了上限，未来需要由中央接替地方成为加杠杆的主体，万亿国债增发开启了中央地方债务结构优化的进程，中央财政的赤字空间或许就此打开。

整体财政赤字空间是否进一步打开，表面上取决于中央财政扩张和地方财政收缩的相对幅度，但本质上取决于未来的内外部压力和综合国力，是动态博弈下的结果。在债务可持续发展的角度下，如果科技、外交、军事等持续突破，则我国整体财政赤字空间或将进一步打开。

不管是漂亮的去杠杆还是漂亮的加杠杆，核心还是发展。回到足球赛的比喻，压力大的时候退到中线内防守反击，压力小的时候推到中线外全面进攻。足球是圆的，债务也是圆的。足球场上需要根据对手状态随时进行攻守转换，赤字率也需要根据外部环境变化、综合国力长进、防风险压力而保持进退自如，进可攻退可守，这是以发展为中心的债务平衡状态。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com