



宏观研究

【粤开宏观】中美财政政策比较：宏观调控作用、实施方式与未来空间

2023年11月22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：方堃

执业编号：S0300521050001
电话：010-83755575
邮箱：fangkun@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】宏观数据与微观感受背离的原因及应对》2023-11-12

《【粤开宏观】打破财政赤字率 3%的必要性》2023-11-06

《【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

摘要

中美两国在政治体制、经济结构、发展阶段等方面差异显著，导致中美财政政策的实施方式、作用效果和未来空间各具特点。

从财政政策发挥宏观调控作用的特点看，中国财政政策在党的领导下发挥立法机构监督、行政机构高效执行的制度优势，时效性高、政策连续性强、赤字率平稳，政策导向以国内为主；而美国财政政策受制于两党政治以及行政与立法的制约，跟随政治周期摆动、政策稳定性差、赤字波动大，同时由于美国国债地位和对外政策等，政策的外溢性强。

从不同类别财政政策实施方式看，由于中美的税制结构、发展阶段以及政府间关系差异，中美在财政政策实施主体和方式有明显差异。其一，收入政策方面，美国以直接税为主、主要面向个人征税，税收政策直达居民；中国以间接税为主、主要由企业纳税，更多采用降税降费保企业；其二是支出政策方面，美国侧重民生保障，社保、教育、医疗支出占比高，消费性支出占比高，容易陷入福利陷阱，刚性支出占比高；中国侧重经济建设，民生、基建两条腿走路，生产性支出占比高；其三是实施主体方面，美国联邦政府加杠杆应对经济危机，联邦债务规模大；中国地方债发力稳增长，地方政府债务占比高；其四是财政货币政策协同方面，中国采用政策性金融工具，美国实施财政赤字货币化，通过 QE 及特殊货币工具直接提供政府信贷。其五是政府间财力平衡情况，美国各级政府收支相对平衡，中国地方政府收支矛盾突出。

风险提示：国情差异使得比较不全面；政策动态变化导致分析不及时



目 录

一、中美财政政策发挥宏观调控作用的特点比较.....	3
二、中美不同类别财政政策实施方式比较	5
三、政策展望：未来中国财政政策空间大于美国.....	12

图表目录

图表 1： 中美两国财政预算赤字率变化趋势.....	4
图表 2： 2022 年美国税收收入结构.....	5
图表 3： 2022 年中国税收收入结构.....	6
图表 4： 2022 年美国联邦政府财政支出结构.....	7
图表 5： 2022 年美国州和地方政府财政支出结构.....	7
图表 6： 2022 年中国财政支出结构.....	7
图表 7： 2022 年中美各级政府法定债务余额占比.....	8
图表 8： 美国联邦政府与州和地方政府的负债率变化趋势.....	9
图表 9： 中国中央政府与地方政府的负债率变化趋势.....	9
图表 10： 美国市政债券发行规模及增速变化趋势.....	10
图表 11： 中国地方政府债券发行规模及增速变化趋势	10
图表 12： 2022 年美国政府分层级收支占比.....	12
图表 13： 2021 年主要经济体的广义政府负债率比较.....	13



一、中美财政政策发挥宏观调控作用的特点比较

1、时效性：中国财政在党的领导下由立法机构实施监督审查、行政机构协同配合，时效性更强；美国财政受制于两党政治以及行政与立法的制约，时效性不足。

由于中美权力分配差异，中国财政政策的时效性、应急性优于美国。中国在集权体制下，中国财税政策由行政权主导，立法机关行使财政监督权。人大召开会议对财政预算决算报告进行审议，属于财政的事前和事后监督，对预算执行过程较少进行实质性干预。中国财政政策出台和执行均较为高效，应对经济运行与金融市场不确定性，可以第一时间出台一揽子财政纾困措施救助经济。而美国在分权体制下，美国财税政策受到立法权和行政权之间的相互制约，特别是应急性追加财政预算可能面临较大阻碍。2020年面对疫情危机，美国财政部直接动用的资金十分有限，必须依赖国会追加拨款，国会两党经过激烈博弈，直到3月底才对增量政策达成一致，推出了2.2万亿美元“CARES”法案。美国联邦政府预算还频繁受到党争影响，2023年11月，美国国会两党几经波折才表决通过了临时支出法案，暂时避免政府停摆危机。

2、连续性：中国积极的财政政策一以贯之，美国财政政策取向摇摆不定

由于中美政治体制差异，中国财政政策连续性较强，美国财政政策取向跟随政治周期摇摆。中国总体上根据经济形势调整财政政策，经济下行期大部分时期实施“积极的”财政政策，在不同时期政策发力重点有所差异，整体上仍是通过扩大政府投资带动社会面的投资，实现稳增长的目标。

美国财政政策受到政治周期影响明显，存在周期性变化，民主党倾向于平衡赤字，而共和党倾向于减税刺激经济。财政拨款法案的流程特征，都决定了两党对国会的控制权是左右财政政策通过与否的决定性因素。2017年，在共和党控制国会两院的背景下，特朗普推出大规模减税计划。但是拜登政府上台后，在民主党人的支持下开始推进缩减赤字和潜在的加税计划。此外，美国地方政府在预算管理和债务管理也存在异质性。美国实行联邦制，州财政同时会受到州政府、州议会、法院、利益集团、舆论、选民不同程度的制约，由此造成个别州的行政效率低下，政策摇摆不定，基层运转困难难以得到及时救助，可能造成地方政府破产的窘境。

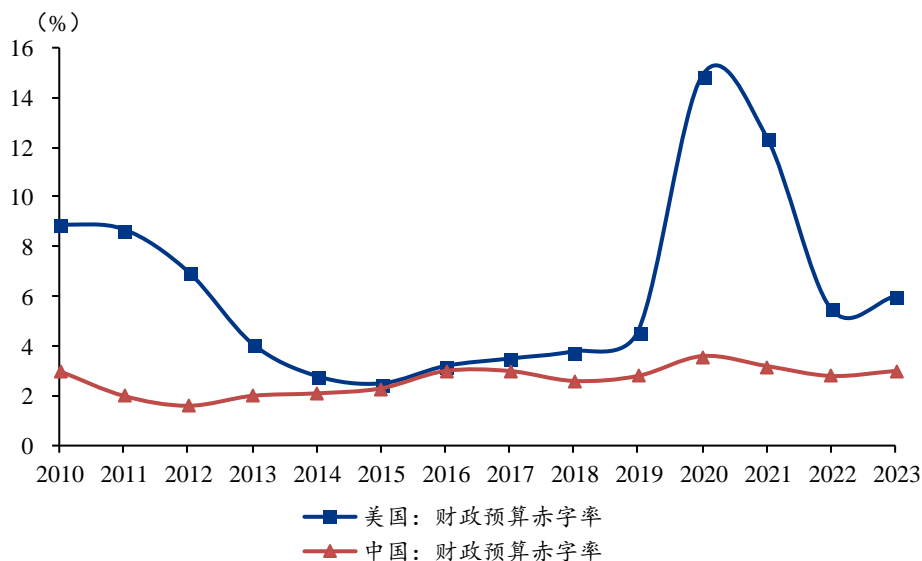
3、可持续性：中国的财政力度相对克制、可持续性更强；美国的联邦财政力度较大、透支未来空间。

中国财政政策循序渐进，赤字率较为平稳，基本围绕在3%上下浮动。中国财政政策侧重于长期性效果，不仅要逆周期调节，还要跨周期调节，应对经济危机相对克制、量入为出。2020年中国财政特殊时期采取特殊举措，将赤字率从2.8%提高至3.6%以上，赤字规模比2019年增加1万亿元，达到3.76万亿元。

美国财政力度更大，赤字率波动较大，主要强调财政逆周期调节作用，大规模财政补贴刺激经济。美国财政刺激规模更加激进，2020财年美国财政赤字规模达3.1万亿美元，是2019财年的3倍多，赤字率16.1%，创下1945年以来最高水平。



图表1：中美两国财政预算赤字率变化趋势



资料来源：wind、美国白宫、中国财政部、粤开证券研究院

4、外溢性：中国财政以内为主；美国财政的外溢性强

中国和美国国债地位、对外政策不同，美国财政政策的外溢效应高于中国。

首先，中国国债和人民币国际化进程仍处于初步阶段，财政政策难以通过金融渠道向海外影响；而美国政府债务管理政策调整，影响到全球金融市场。美元霸权之下，美债是信用等级高、流动性好的主权债务资产。美国政府债务的供给和需求变化，以及联邦债务上限调整，都会对全球投资者产生外溢影响。例如 2023 年美国国会两党就“债务上限”争执不下，不仅影响美国联邦政府的运转，还导致美国股债市场乃至全球市场加剧波动。而中国国债市场发展相对缓慢，本土化特征明显。

其次，中国财政的军事支出相对平稳，积极防御的战略方针之下推动富国强兵；而美国财政负担着增加国内福利和加强对外扩张的双重职责，通过加大军事支出，挑动地缘政治争端，进而影响世界经济增长。美国国防部和大型军工企业已成为利益共同体，需通过武力扩张继续维持对世界经济的主导地位。近年来，不论美国财政政策取向如何变化，美国军费支出持续高速增加，海外军事活动引起国际地缘政策格局剧烈变化。

5、灵活性：美国各州施行差异化的税收政策、中国地方各级政府基本上没有税制立法和自由裁量权。

美国是联邦制国家，各级政策相对独立，联邦政府、州政府和地方政府均拥有独立的税收立法权和税务执法权，不同地方税率区别较大。因此各州可以通过实施差异化的财政政策来调节本州的财政收入水平，进而调控本州经济。

中国为促进统一大市场的形成，避免各地区通过制造税收洼地展开恶性竞争，在全国范围内实施统一税制，只有全国人大及其常委会有税收立法权（可以授权）、税法解释权、税目开停征和调整权，地方政府可调节的空间较小。



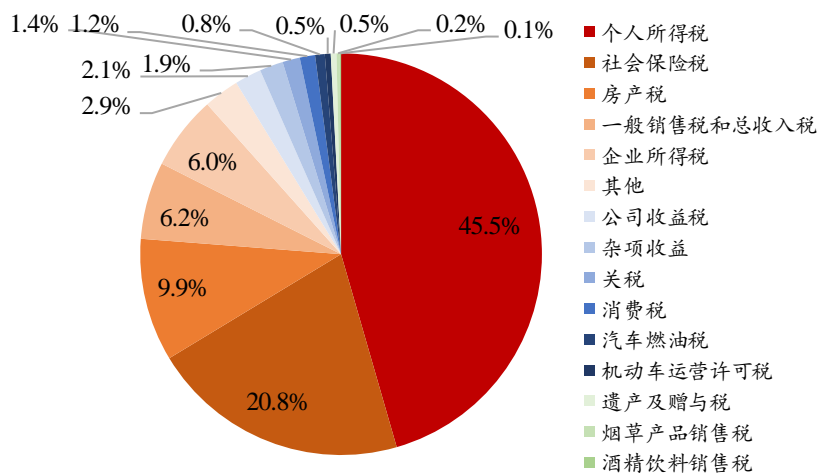
二、中美不同类别财政政策实施方式比较

1、收入政策：美国以直接税为主、主要面向个人征税，税收政策直达居民；中国以间接税为主、主要由企业纳税，更多采用降税降费保企业

美国以直接税为主，个人是主要的纳税主体，其中个人所得税和社保税是主要来源，2022 年分别占美国税收的 45.5%和 20.8%。分层级来看，美国联邦政府以个人所得税和社保税为主，2022 年两项收入占联邦政府税收收入的比重分别达到 53.8%和 30.3%；州政府以个人所得税和销售税为主，而地方政府以包括房地产在内的财产税为主。税收收入结构决定了美国财政政策更加倾向居民、保消费。例如，在 2001 年至 2003 年为了应对互联网泡沫，时任美国总统小布什签署了《2001 年经济增长与减税协调法案》等法案以大幅降低个人所得税来应对衰退。2008 年至 2009 年次贷危机期间，奥巴马总统签署了《2009 年美国复苏与再投资法案》，为美国个人提供了每人 400 美元的退税以刺激经济。2020 年疫情期间美国实施缓税政策，自动延迟原本应在 2020 年 4 月 15 日提交的美国联邦所得税申报表或缴纳的联邦所得税款至 2020 年 7 月 15 日。

中国的税收结构以增值税、企业所得税和消费税为主，侧重向企业征税。2022 年中国前四大税种分别是增值税、企业所得税、进口环节增值税（消费税）、消费税，占税收收入比重分别为 24.5%、21.9%、10.0%和 8.4%，以上税收均由企业缴纳。由于个税覆盖的人群较少以及基本扣除额持续提高，中国个税占比较低，仅为 7.5%。中国收入政策主要面向企业，疫情三年，2020 年推出 7 方面 28 项支持疫情防控和经济社会发展税费优惠政策，全年新增减税降费超 2.6 万亿元，有力支持了稳岗就业；2021 年，实施“减税降费+缓税缓费”，持续加力加码，减税降费产生了叠加效应；2022 年，实施“大规模留抵退税+减税降费+缓税缓费”新的组合式税费支持政策，呈现了规模力度大、优惠方式多、惠及范围广、连续性强的特点。

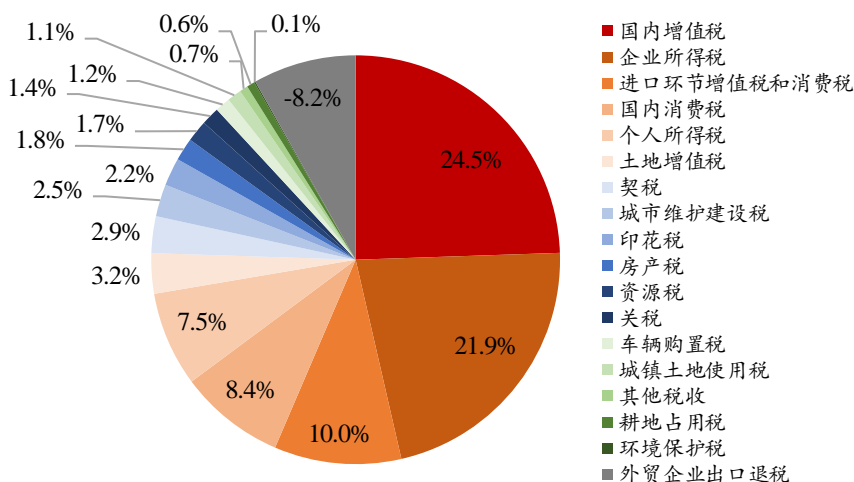
图表 2：2022 年美国税收收入结构



资料来源：wind、美国国会预算办公室、美国商务部普查局、粤开证券研究院



图表3：2022 年中国税收收入结构



资料来源：wind、财政部官网、粤开证券研究院

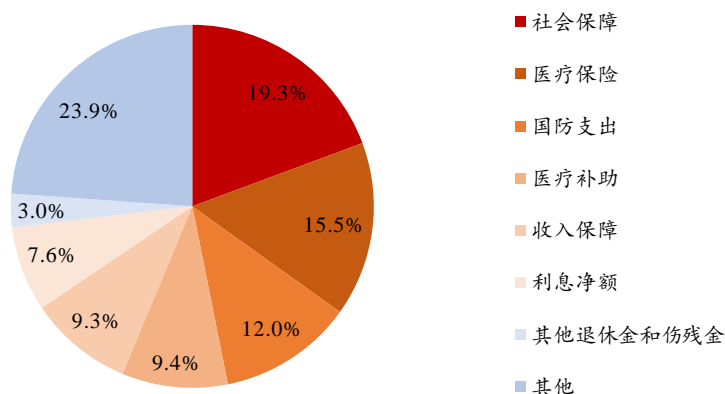
2、支出政策：美国侧重保居民、促消费；中国民生、基建两条腿走路

总体而言，美国财政支出主要以教育、社保、医保等民生性支出为主。分层级来看，美国联邦财政支出以社保、医保等领域为主。2022 年联邦政府前三项支出分别是社保、医保和国防，占联邦政府总支出的比重分别为 19.3%、15.5%和 12.0%。州和地方政府支出以教育、员工薪酬、公共福利为主，2020 年三项支出占比分别为 26.8%、25.4%和 18.7%。在经济受到冲击时，美国联邦政府通过调节财政支出力度以刺激经济，其中中小企业和居民是重点对象。例如在新冠疫情期间，美国政府陆续推出《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》(“CARES”法案)、《薪资保护项目与医疗保障增强法案》、《新冠病毒救济法案》以及《2021 年美国救援法案》等财政刺激法案，总计近 6 万亿美元、规模空前。针对居民部门，财政部提供了大量的资金补助，用于弥补居民因失业导致的经济损失，避免消费萎缩对经济需求造成二次冲击。主要措施包括：扩大失业补助覆盖人群，向领取失业救济的人提供每周 600 美元的额外补贴，延长失业保险期限 13 周；向年收入低于 7.5 万美元的成年人一次性发放 1200 美元，向未成年人发放 500 美元等。

中国财政支出既要考虑到民生需求，又要兼顾投资、促进经济发展。2022 年中国教育、社保和卫生健康三项民生性支出靠前，合计占比为 37.8%。基建相关支出（农林水、城乡社区、交通运输、节能环保）近 6 万亿元，合计占比为 22.8%。同时财政还可通过政府性基金中的专项债来支持重要项目建设，发挥逆周期调节作用。2020 年疫情期间，中国财政政策“更加积极有为”，赤字率首次超过 3%，达到 3.6%，赤字规模增加 1 万亿元至 3.76 万亿元；发行 1 万亿元抗疫特别国债、3.75 万元新增专项债。

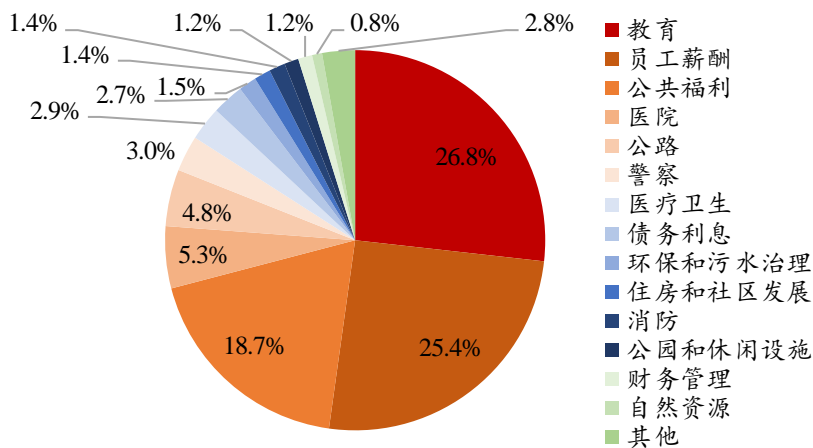


图表4：2022 年美国联邦政府财政支出结构



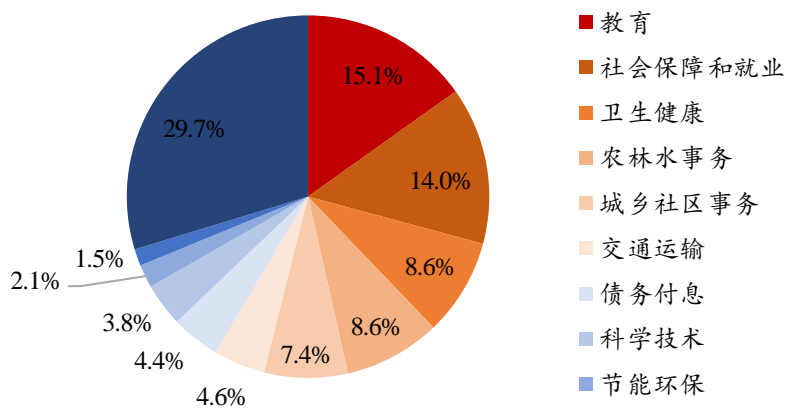
资料来源：wind、美国国会预算办公室、粤开证券研究院

图表5：2022 年美国州和地方政府财政支出结构



资料来源：wind、美国商务部普查局、粤开证券研究院

图表6：2022 年中国财政支出结构



资料来源：wind、中国财政部、粤开证券研究院

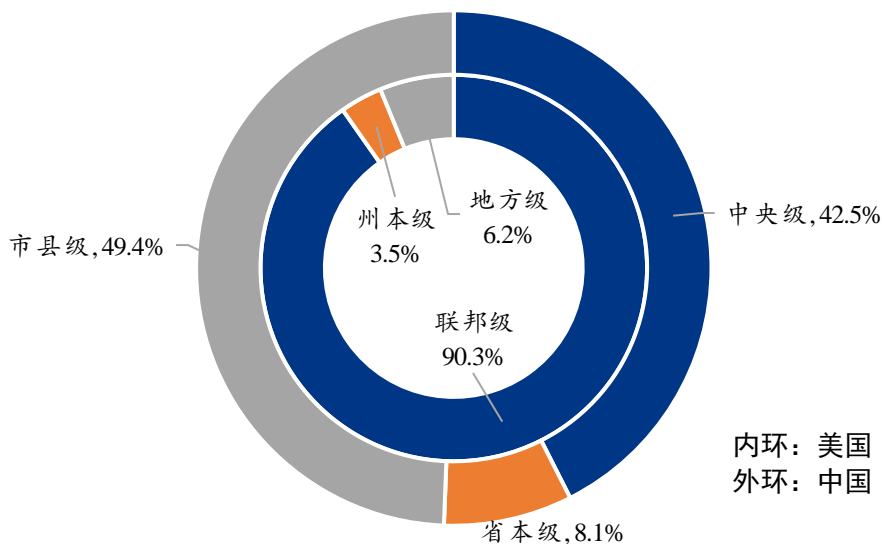


3、实施主体：美国联邦政府加杠杆应对经济危机，联邦债务规模大；中国地方债发力稳增长，地方政府债务占比高

中美两国都对政府债务进行限额管理。美国国会在 1917 年制定《第二自由债券法案》，授权财政部在债务限额内发行联邦政府债务融资。美国联邦政府同时负担对内民生、对外军事事权，近年来赤字持续扩大，而收支缺口主要通过国债融资补充，造成联邦政府债务负担愈发加重。除了联邦政府，美国州和地方政府都可以“自发自还”的方式直接举债。为了防范债务危机，各州也在法律层面对州和地方政府公债发行实施多方面的控制，如今美国地方政府多采用平衡预算，收支缺口主要通过转移支付补充，债务负担较轻。中国地方政府债务“自发自还”始于 2015 年，管理制度还在不断完善中。2014 年，国务院“43 号文”规定，中国地方政府债务规模实行限额管理，地方政府举债不得突破批准的限额，由国务院确定并报全国人大或其常委会批准。由于地方政府政绩考核、事权和支出责任不匹配等因素，造成地方通过非政府主体违规举债，积累了隐性债务风险。

从存量看，美国政府债务规模和负债率远远高于中国。据美国普查局统计，2022 年美国各级政府法定债务合计达 34.17 万亿美元，占 GDP 的比重为 134.2%。据中国财政部报告，2022 年中国各级政府法定债务 60.93 万亿元（折合 9.06 万亿美元，相当于美国 26.5%），占 GDP 的比重为 50.35%。分层级来看，美国 90% 的政府债务都集中在联邦政府层级，而中国超一半的政府债务都在地方政府级。美国财政设置联邦政府、州政府、地方政府三级预算，2022 年联邦、州、地方政府债务存量占比分别为 90.5%、3.5%、6.2%。其中，美国联邦政府债务 30.84 万亿美元，负债率为 121.1%；州和地方政府债务 3.33 万亿美元，负债率为 13.1%。中国财政设置中央级、省级、地市级、区县级、乡镇级五级预算，2022 年中央级、省本级、地市级以下政府债务存量占比为 42.5%、8.1%、49.5%。其中，中国中央政府债务 25.87 万亿元，负债率为 21.5%；地方政府债务 35.06 万亿元，负债率 29.0%。

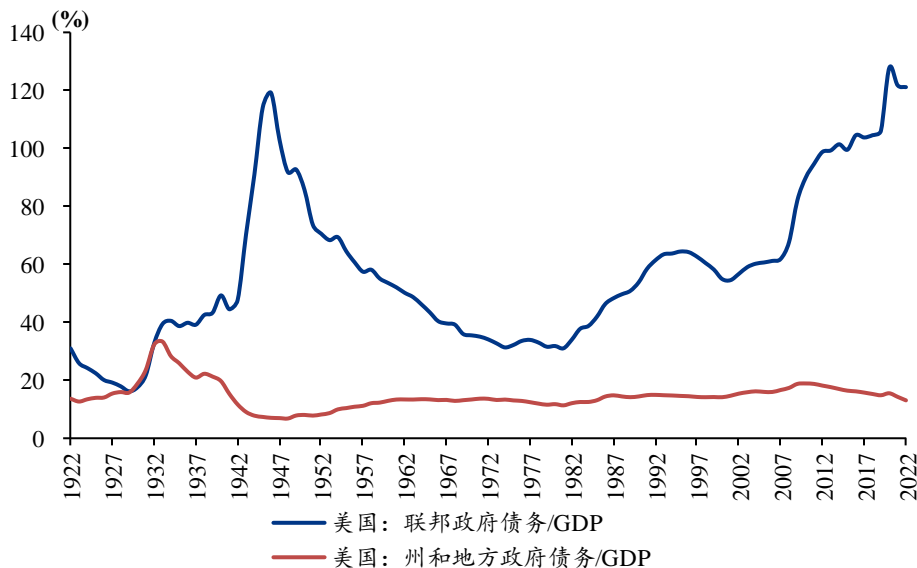
图表7：2022 年中美各级政府法定债务余额占比



资料来源：美国财政部、中国财政部、粤开证券研究院

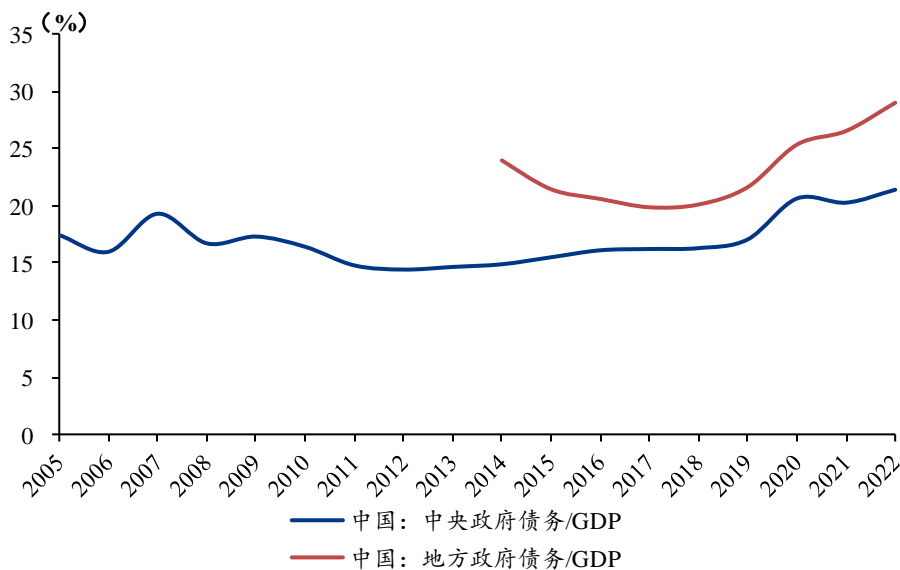


图表8：美国联邦政府与州和地方政府的负债率变化趋势



资料来源：美国商务部普查局、粤开证券研究院

图表9：中国中央政府与地方政府的负债率变化趋势



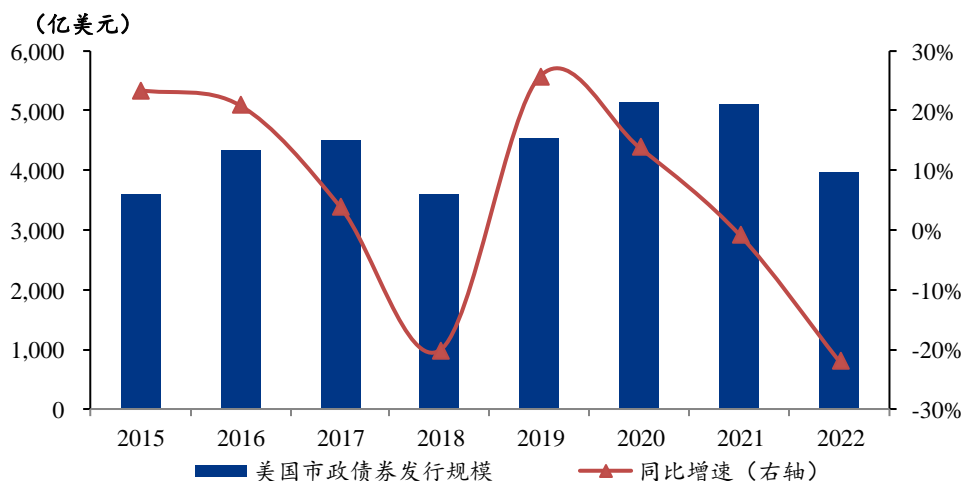
资料来源：中国财政部、粤开证券研究院

从增量看，疫情以来美国联邦政府加杠杆，而中国地方政府加杠杆。为应对疫情危机，美国出台多轮次财政刺激，主要是通过加大国债发行量进行融资。2020 财年，美国联邦政府债务余额达 26.9 万亿美元，较上一年度激增 4.2 万亿美元。当年美国联邦政府负债率大增 21.7 个百分点至 127.7%，2021-22 年继续保持高位。相较之下，美国州和地方政府负债率则基本平稳。中国地方政府加杠杆幅度大于中央政府。2020 年，中国发行抗疫特别国债，国债余额增加 4.1 万亿元，中央政府负债率上升 3.6 个百分点至 20.6%，随后两年基本保持平稳；而 2020-2022 年间地方政府加大专项债发行量，地方债余额年化增速 18.1%，特别是 2022 年专项债发行规模首次突破 5 万亿，推动地方政府负债率上升 7.4 个百分点至 29.0%。



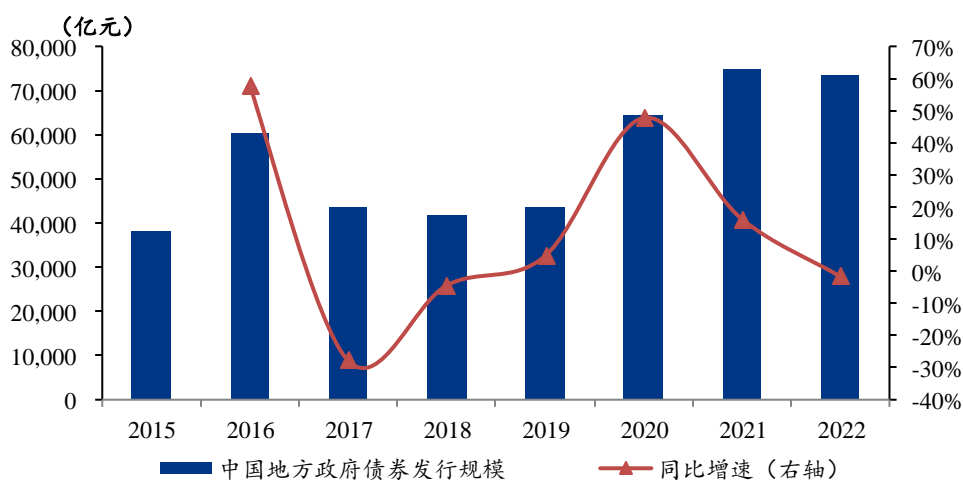
疫情以来美国市政债券发行基本平稳，在宏观调控中的作用不明显；中国持续扩大地方政府债券发行量，发挥稳增长与防风险的作用。美国市政债券是美国州以下各级政府为学校、公路、管网建设筹资而发行的债券。根据还款来源划分，美国市政债券主要分为一般责任债券（General obligation bonds）和收益债券（Revenue bond），前者以政府征税权为支撑，无资产担保，后者以特定项目收入为来源，如高速公路租赁费¹。这与中国地方政府发行的一般债券、专项债券类似。根据美国市政债券规则委员会（MSRB）公布的数据，2020-22年间，美国市政债券年均发行4747亿美元，主要是为美国基础设施提供融资。相比之下，同时期中国地方政府债券发行增长迅猛。2020年，中国地方政府债券发行规模同比大增47.7%，发挥了多重作用。一是稳增长，中央扩大地方政府专项债务投向范围，在交通运输、市政建设和产业园区、保障房、旧改、棚改重点领域不断扩大政府投资，稳住经济大盘；二是保运转，财政紧平衡形势下基层财政缺口增加，需要增加债务融资弥补收支缺口，兜牢基层“三保”底线；三是防风险，地方增加中小银行专项债发行，补充中小银行资本金，充实资本实力，防范金融风险。

图表10：美国市政债券发行规模及增速变化趋势



资料来源：美国MSRB、粤开证券研究院

图表11：中国地方政府债券发行规模及增速变化趋势



资料来源：中国财政部、粤开证券研究院

¹ 美国 SEC: What are Municipal Bonds <https://www.sec.gov/munied>



4、财政货币政策协同：中国采用政策性金融工具，美国实施财政赤字货币化

财政政策与货币政策的协调是宏观经济稳健运行的重要保障，尤其是在经济金融危机时期，有效运用财政与货币政策协同进行逆周期调节，对于实现经济复苏不可或缺。中美以及大多数国家都明确立法，不允许中央银行通过一级市场购买政府债券，为财政赤字直接融资。而央行在二级市场上购买政府债券，相当于间接地向政府债务提供融资，这种广义财政赤字货币化则较为常见。美国早在 1929 年美国大萧条期间，就依靠央行从二级市场购买国债，支持财政扩张来刺激经济复苏。2008 年金融危机之后，美日欧等主要发达国家广泛使用了量化宽松等政策，危机时期财政赤字货币化现象越发普遍。

从政策协同程度来看，美国财政与货币深度捆绑，中国财政与货币底线清晰。2020 年美联储实施无限量化的量化宽松，从公开市场上大规模购买国债并投放基础货币，财政部在美联储的存款账户余额激增。美联储在贷款计划中创设了“大众贷款计划”(MSLF)、市政流动性融资便利 (MLF) 等新工具，发挥宽松货币政策对财政政策的杠杆效用。2020 年中国人民银行持有国债稳定，购债均用于公开市场操作，坚持政策空间和底线，采用财政和货币相互独立且协作配合的政策机制。

从政策协同方式来看，中美相同点都包括央行向财政日常上缴利润，危机时期配合财政救助金融机构。不同点在于政府信贷，中国主要体现为政策性金融工具和政策性银行，通过财政补贴贷款；而美国主要体现为财政赤字货币化，通过量化宽松 (QE)、特殊货币工具为政府融资。

第一，两国中央银行都会上缴利润，配合财政扩张。美国方面，根据《联邦储备法》，联储机构向国库上缴收入，为财政提供一定资金来源，2021 年美联储上缴利润达 1090 亿美元。中国方面，《中国人民银行法》第三十九条规定：“中国人民银行每一会计年度的收入减除该年度支出，并按照国务院财政部门核定的比例提取总准备金后的净利润，全部上缴中央财政。”2022 年人民银行上缴利润 1.1 万亿元。在央行的资产负债表中，利润上缴体现为其他负债与资本下降，财政存款先升后降，基础货币上升。对于财政来说，上缴的利润用于留抵退税，负债未增加。对于私人非金融部门来说，留底退税增加现金流，提升净资产或减少负债，资产负债表改善，可以提振有效需求。总结起来，通过央行上缴利润，货币政策和财政政策协同发力，资金直达市场主体，激发微观主体的活力。

第二，央行配合财政部，参与处置金融风险、救助金融机构。美联储与财政部共同救援非银金融机构。美联储 2008 年对贝尔斯登、美国国际集团等“大而不倒”企业提供紧急救助。如果美联储提供的贷款出现亏损，将会减少美联储提交给财政部的盈利，从而导致预算赤字增加。美国还设立了有序清算基金 (OLF)，用于支付在处置系统重要性金融机构过程中产生的各项费用。中国有类似的例子。2019 年在包商银行处置中，人民银行通过金融稳定再贷款与地方财政资金 (内蒙古财政厅出资 40 亿元) 发挥合力，解决流动性风险。2022 年《金融稳定法》公开征求意见，规定国家设立金融稳定保障基金，央行再贷款提供流动性支持，用于处置具有紧急性和系统重要性的金融风险。

第三，中国政策性金融工具使用较多，包括再贷款贴息、PSL 等。一是再贷款工具。2020 年以来，央行新增再贷款额度 3.76 万亿元以应对疫情，部分再贷款享受财政贴息。抗疫、中小微、设备更新类再贷款享有财政补贴，既体现了其直接的政策推动，也有间接的准财政性质，因为如果出现风险，不排除最终需要财政协助解决。二是抵押补充贷款主要是通过对金融机构提供期限较长的大额融资，以支持经济重点发展领域、薄弱环节，以及社会事业的发展。2022 年 9-11 月抵押补充贷款新增 6300 亿元，为基础设施投资基金和保交楼专项借款融资，财政予以贴息。虽然贷款贴息在美国不是常用的财政工具，但是在疫情之后也有少数例子。如清洁水国家循环资金 (CWSRF) 项目，其预算未出现削减，在 2021 年向 1716 个净水公用事业项目提供 148 亿美元 1% 利率的低息贷款，



单笔额度在 2400 万美元至 2850 万美元之间。此外，疫情初期美国共和党曾在国会提出设置基础设施开发银行的法案，其中包括由联储认购开发银行债权，再由银行支持各地基础设施建设的机制设计，但该法案目前尚未得到明显推进。

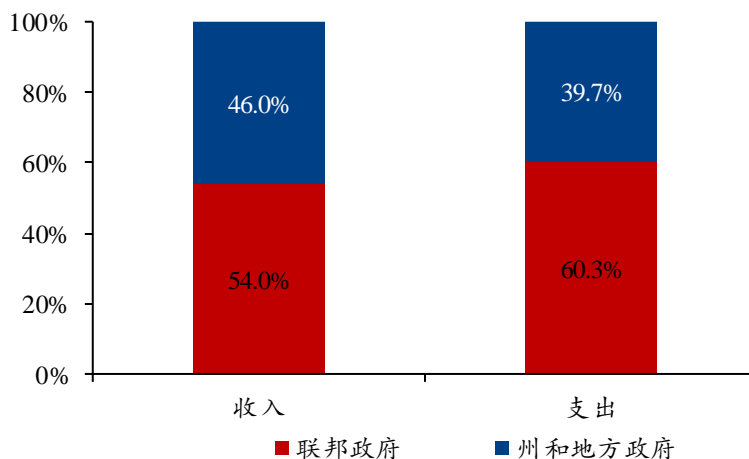
第四，中国通过政策性银行参与政府投资活动，而美国并不具备。政策性金融机构的注册资本由政府直接提供，后续政府也会提供借款、专项基金等直接的资金支持，会给予财政贴息、税收减免等间接的支持。中国的主要政策性银行包括国家开发银行、农业发展银行、进出口银行。规模最大的国家开发银行，主要发挥中长期投融资优势，筹集和引导社会资金，重点支持扶贫、棚改、基建、先进制造、科技创新以及支持国家经济重大发展战略。

第五，美国实施财政赤字货币化，通过 QE 及特殊货币工具直接提供政府信贷；而中国尚无先例。美联储自 2008 年金融危机以来通过四轮量化宽松购买大量国债和政府机构债券，虽然联储绕道二级市场购买国债，本质上是直接给财政提供融资。2020 年美国财政与货币政策协同创造了新的模式，为了缓解州和地方政府现金流压力，美联储设立“市政流动性便利”（MLF），向州和市财政提供最高达 5000 亿美元的贷款。市政流动性便利面向地方政府，相当于为地方政府支出提供融资。

5、政府间财力平衡情况：美国各级政府收支相对平衡，中国地方政府收支矛盾突出

从各级政府财政收支占比来看，美国各级政府财政收支相对平衡。2022 年，美国联邦政府、州和地方政府之间的收入占比分别为 54.0%和 46.0%，支出占比分别为 60.3%和 39.7%。相对而言，中国地方政府收支矛盾突出。2022 年，地方政府支出占比达到 86.4%，但收入占比仅有 53.4%，收支缺口对中央转移的依赖程度较高。2022 年中央对地方转移支付 9.7 万亿元，占地方支出的 43.2%，是地方政府财力的重要来源。

图表 12：2022 年美国政府分层级收支占比



资料来源：美国国会预算办公室、美国商务部普查局、粤开证券研究院

三、政策展望：未来中国财政政策空间大于美国

中国前期采取的财政政策合理适度，为未来预留充裕的政策空间。从时间趋势上看，中国政府部门杠杠率持续攀升，2022 年底 BIS 口径达到 77.7%，政策空间有所收窄。但从国际横向比较来看，2022 年底新兴经济体为 65.3%，发达经济体为 108.7%，在全球主要经济体中排名中等偏后，反映出必要时政府债务仍存在加杠杆空间。

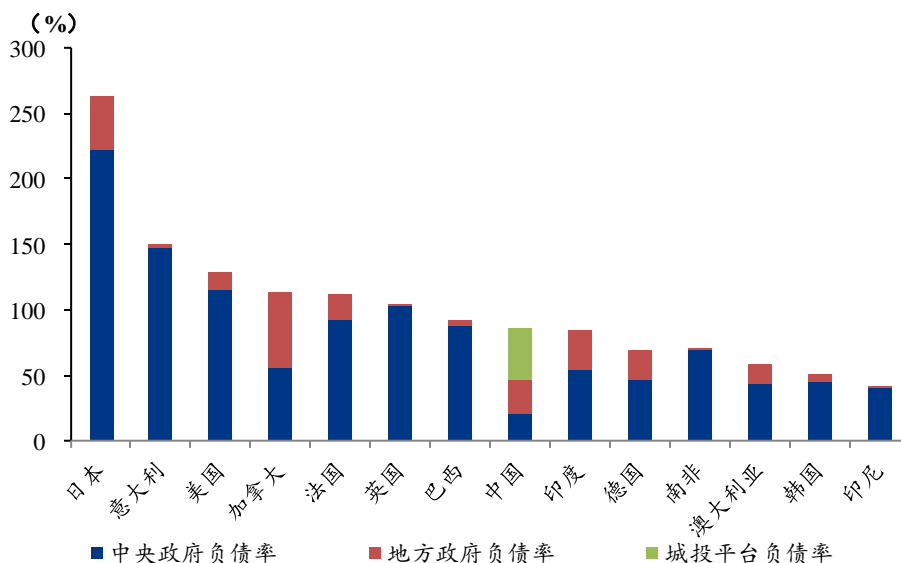


相对而言，美国财政政策越发有限。美国 2017 年以来联邦政府财政预算赤字率呈现逐年上行趋势，提前透支了一定政策空间，叠加 2020 年巨额赤字包袱，财政收支形势日益严峻。美国 2022 年底 BIS 口径政府部门杠杠率达到 111.9%，在全球经济体中居较高水平。

同时，应当注意到，杠杠率的空间高低受到经济性质和货币金融环境的影响。其一，中国是公有制的社会主义国家，政府和国有企业掌握大量资产，因此天然比私有制经济体制的举债空间高。其二，中国仍坚持实施正常的货币政策，未来有望通过降低利率缓解债务负担尤其是利息负担。

中国地方政府隐性债务风险突出，需要积极防范化解。从国际经验来看，美国、日本、德国、法国等主要经济体的中央政府债务占比均显著高于地方政府占比。中国政府债务中地方政府债务占比高、国债占比低。2021 年中国地方政府负债率 26.5%，在全球前十大经济体中位居第 4 位，低于加拿大（57.3%）、日本（41.1%）、印度（29.9%），但仍高于美国（12.9%）、法国（20.8%）、德国（23.4%）等多数发达国家。中国以城投平台债务为代表的隐性债务规模庞大，进一步拉高了广义政府负债率水平。隐性债务不受预算约束，形式多样、隐蔽性高、无序扩张，是中国经济运行的一大“灰犀牛”。2021 年，城投平台形成的带息债务规模达到 44.6 万亿元，纳入城投平台带息债务后，地方政府广义负债率攀升至 65.7%，远高于国际上主要经济体。中国政府债务风险总体可控的大前提下，可以调整中央和地方政府之间的债务比重，通过中央政府加杠杠，支持地方政府化解债务风险。

图表 13：2021 年主要经济体的广义政府负债率比较



资料来源：wind、IMF、中国财政部、粤开证券研究院



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。

方堃，FRM，2021年4月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300521050001。

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