

财政政策“开前门”

◎张 斌等

摘要：2018年以来，资管新规和财政部加强对地方政府债务的管理，两者叠加使得社融增速急剧下降。中国经济目前处于下行通道中，要拉动下一步经济增长，基建投资是其中最重要的一个方面。但是，目前财政预算中对基建的资金支持无法满足现实中的合理需求。所以，财政政策需要更积极。许多学者争论2019年赤字率是否要超过3%，对于这个问题，要与地方债务和历史债务联系起来。根据估算，在对历史债务认账的前提下，政府债务率会提高到65%，对公益和准公益类的新增建设项目买账，需要未来十年财政赤字率额外增加3~6个百分点。政府需要避免债务率过高，但债务率也不是越低越好。总之，中国应该将地方政府债务划清界限，为地方政府合理举债关上后门打开前门，将财政债务和赤字显性化、规范化。

关键词：财政政策 基建投资 赤字率 政府债务率

一、我国财政收支情况及与其他经济体的对比

（一）全口径财政收支——财政部口径

全口径财政支出/GDP上升，社保基金支出占比扩张显著。2014年我国新《预算法》初步建立的全口径预算体系包括四类预算：一般公共预算、政

作者张斌系中国金融四十人论坛高级研究员，其他作者包括王沈南、朱鹤、张佳佳。

府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算^①。2010—2017年，全口径财政支出总额有了快速的增长，从2010年的13.77万亿元上升至2017年的31.50万亿元，年均涨幅为12.5%，高于名义GDP涨幅，占GDP的比重也由2010年的33.3%上升至2017年的38.1%。从财政支出的结构来看，一般公共财政支出占比最高，其次是政府性基金支出、社会保险基金支出和国有资本经营支出，2017年上述四项占比分别为64.5%、19.4%、15.5%和0.6%。对比2010与2017年的财政支出结构，社会保险基金支出和国有资本经营支出占比提升，分别自2010年的9.7%和0.4%上升至2017年的15.5%和0.6%，而一般公共财政支出与政府性基金支出占比下降，分别自2010年的65.3%和24.7%下降至2017年的64.5%和19.4%。就财政支出增速而言，2010—2017年国有资本经营支出、社会保险基金支出和一般公共财政支出涨幅高于GDP涨幅，分别为271.8%、267.8%和126.0%，政府性基金支出涨幅为79.6%，低于GDP的涨幅。

全口径财政收入/GDP上升，政府基金收入占比显著收缩。2010—2017年，全口径财政收入总额有了较快的增长，从2010年的13.75万亿元上升至2017年的29.20万亿元，年均涨幅为11.3%，高于名义GDP涨幅，占GDP的比重也由2010年的33.3%上升至2017年的35.3%。从财政收入的结构来看，一般公共财政收入占比最高，其次为政府性基金收入、社会保险基金收入和国有资本经营收入，2017年上述四项占比分别为59.1%、21.1%、19.0%和0.9%。对比2010年与2017年的财政收入结构，社会保险基金收入和国有资本经营收

① (1) 一般公共预算，是对以税收为主体的财政收入，安排用于保障和改善民生、推动经济社会发展、维护国家安全、维持国家机构正常运转等方面的收支预算。一般公共预算的收支差额被定义为我国政府财政预算赤字，通过国债和地方政府一般债弥补，且实行债务限额管理。(2) 政府性基金，是政府为支持公共基础设施建设和公共事业发展向公民法人征收并且具有专项用途的财政资金，以特定税费征收和国有土地出让收入为主，用于特定的基础设施建设和社会事业发展支出。政府性基金的收支差额可通过专项债弥补，同样实行债务限额管理。(3) 国有资本经营预算，是政府以所有者身份依法取得国有资本收益，并对所得收益进行分配而发生的各项收支预算，是政府预算的重要组成部分。(4) 社会保险基金，是指为了使社会保险有可靠的资金保障，国家通过立法要求全社会统一建立的、用于支付社会保险待遇的专项资金。包括基本养老保险基金、基本医疗保险基金、工伤保险基金、失业保险基金以及生育保险基金。

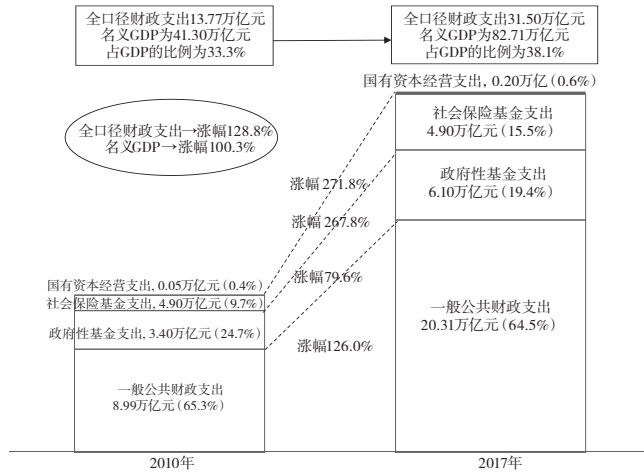


图1 全口径财政支出结构

入占比提升，分别自2010年的12.4%和0.4%上升至2017年的19.0%和0.9%，而一般公共财政收入与政府性基金收入占比下降，分别自2010年的60.4%和26.7%下降至2017年的59.1%和21.1%。就财政收入增速而言，2010—2017年国有资本经营收入、社会保险基金收入和一般公共财政收入涨幅高于GDP涨幅，分别为362.0%、224.4%和107.7%，政府性基金收入涨幅为67.1%，低于GDP的涨幅。

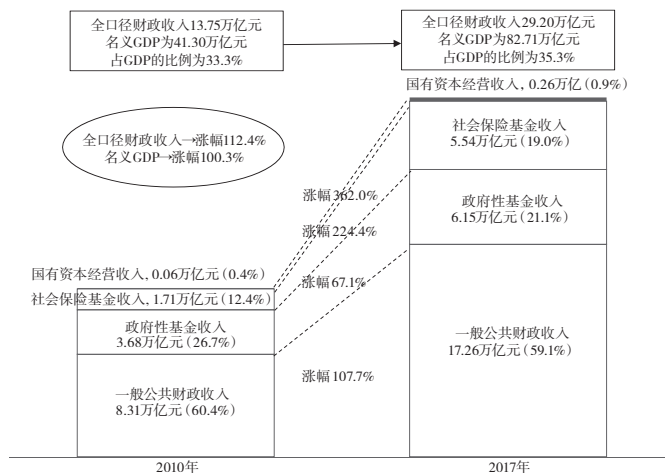


图2 全口径财政收入结构

（二）一般政府收支——国际货币基金组织（IMF）口径

在IMF颁布的《政府财政统计手册》中，政府财政收入包括税收、社会保障缴款、赠与和其他收入（其他收入主要指财产收入、出售商品和服务收入、罚金罚款和罚没收入以及其他杂项收入）。根据IMF口径测算我国的一般政府收入，是指一般公共预算收入、政府性基金收入（不含国有土地使用权出让收入）、国有资本经营收入、社会保险基金收入的合并数据，并剔除了重复计算部分。

一般政府收入不包括国有土地使用权出让收入，因为IMF《政府财政统计手册》定义，政府收入是指增加政府权益或净值的交易，国有土地出让行为是一种非生产性资产的交易，结果只是政府土地资产的减少和货币资金的增加，并不带来政府净资产的变化，不增加政府的权益，因而不计作政府收入。另外，财政部公布的四项财政预算收入中存在重复计算部分，主要体现为公共财政对社会保险基金的补贴。相应地，一般政府支出也按上述口径统计。为便于国际比较，本部分对IMF口径的广义政府收支进行分析，具体计算方法如下：

（1）一般政府收入=（一般公共预算收入+政府性基金收入+国有资本经营收入+社会保险基金收入）-（国有土地使用权出让收入+社会保险基金中财政补贴收入）

（2）一般政府支出=（一般公共预算支出+政府性基金支出+国有资本经营支出+社会保险基金支出）-（国有土地使用权出让支出+公共财政对社会保险基金补贴支出）

1. 一般政府支出

根据IMF的口径，2010—2017年一般政府支出总额有了快速的增长，从2010年的10.62万亿元上升至2017年的25.06万亿元，年均涨幅为13%，高于名义GDP涨幅，占GDP的比重也由2010年的25.7%上升至2017年的30.3%。

2007年之前，我国公共财政支出按照政府功能划分为5类，分别为经济建设支出、社会文教支出、国防支出、行政管理支出、其他支出。2007年，我国财政部主导了政府收支分类改革。新体系下的政府财政支出被划分为17类，分别为一般公共服务、外交、国防、公共安全、教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、社会保险基金支出、医疗卫生、环境保护、城乡社区事务、农林水事务、交通运输、工业商业金融等事务、其他支出、转移性支出。

在国际上，IMF对政府财政支出按照职能通常划分为10类，分别为一般公

共服务、国防、公共秩序与安全、环境保护、住房和社会福利设施、医疗保健、社会保障、娱乐文化和宗教、教育以及经济事务^①。为了便于国际比较，本文将我国的一般政府支出项按照国际核算标准进行了重新归类，并按照政府职能划分为四大类，分别为：一般政府职能（是指政府为维护国家统治阶级的利益，对外保护国家安全，对内维持社会秩序的职能）、公共服务职能（是指政府为促进社会公平公正、维护社会和谐安定，所提供完善的社会福利体系和健全的社会保障制度的职能，包括教育、医疗、卫生、环境保护、公共事业和社会保障等）、文化职能（是指政府为满足人民日益增长的文化生活的需要，依法对文化事业所实施的管理职能）和经济职能（是指政府为国家经济的发展，对社会经济生活进行管理的职能）。具体划分标准见表1。

表1 按职能划分的政府支出

一般政府支出	政府职能划分	IMF 财政支出职能划分	我国财政支出职能归类
一般公共财政支出(扣除对社会保险基金补贴支出)	一般政府职能	一般公共服务	一般公共服务、外交、援助其他地区支出、国债还本付息支出
		国防	国防
		公共秩序与安全	公共安全
政府性基金支出(扣除国有土地使用权出让支出)	公共服务职能	环境保护	节能环保
		住房和社会福利设施	城乡社区支出、住房保障支出
		医疗保健	医疗卫生与计划生育
		社会保障	社会保障和就业、社会保险基金支出
社会保险基金支出	文化职能	娱乐、文化和宗教	文化体育与传媒
		教育	教育、科学技术
国有资本经营支出	经济职能	经济事务	农林水支出、交通运输支出、资源勘探信息等支出、商业服务业等支出、粮油物资储备支出、金融支出、政府性基金支出(扣除国有土地使用权出让支出)、国有资本经营支出

注：(1) 我国的一般公共服务支出主要指用于保障机关事业单位正常运转，支持各机关单位履行职能，保障各机关部门的项目支出需要，如人大事务、政协事务、办公厅(室)及相关机构事务、发展与改革事务、统计信息事务等。而IMF对一般公共服务支出的划分除了包括事务性支出，还包括对外经济援助，各级政府间的一般公共服务、公共债务操作等；(2) 国土海洋气象等支出是指政府用于国土资源、海洋、测绘、地震、气象等公益服务事业方面的支出，涉及IMF标准的“公共秩序与安全”、“环境保护”、“经济事务”三项，因此平均分配到这三项中；(3) 政府性基金支出除去国有土地使用权出让支出后，其细分项如农网还贷资金、铁路建设基金、民航发展基金等大部分都属于“经济事务”类；(4) 地震灾后恢复重建支出、其他支出平均分配到十项中。

① IMF, 2001年《政府财政统计手册》。

社会保障、住房和社会福利设施、医疗保健支出在总支出中的占比快速提高，经济事务支出占比大幅下降。将一般政府支出按照IMF职能划分为10类。从2017年的支出结构来看，社会保障、经济事务、教育、住房和社会福利设施支出占比靠前，分别为24.5%、20.6%、15.0%和10.9%。一般公共服务、医疗保健、公共秩序与安全、国防、环境保护、娱乐文化和宗教支出占比相对靠后，分别为9.6%、5.8%、5.3%、4.2%、2.6%和1.4%。对比2010年与2017年的财政支出结构：2017年，社会保障、住房和社会福利设施、医疗保健支出的占比提升，较2010年上升了6.6个、2.7个和1.0个百分点；经济事务、一般公共服务、国防、公共秩序与安全、环境保护、娱乐文化和宗教、教育支出的占比下降，较2010年下降了5.8个、1.6个、1.2个、0.6个、0.5个、0.4个和0.2个百分点。就财政支出增速而言，2010—2017年社会保障、住房和社会福利设施、医疗保健、教育、公共秩序与安全、一般公共服务、环境保护支出涨幅高于GDP涨幅，分别为223.4%、212.2%、181.9%、132.3%、111.2%、102.3%和100.6%；国防、娱乐文化和宗教、经济事务支出涨幅低于GDP涨幅，分别为85.5%、85.1%和84.2%。

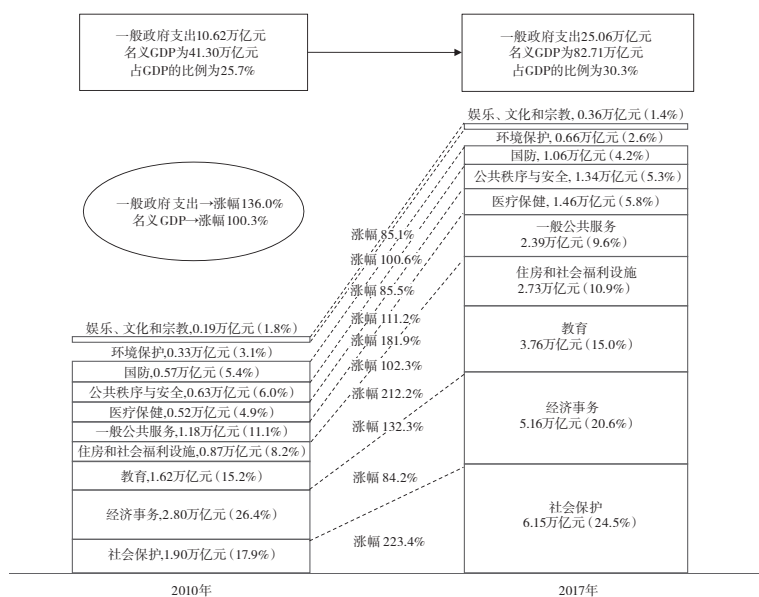


图3 一般政府支出结构

2. 一般政府收入

根据IMF的口径，2010—2017年一般政府收入总额有了较快的增长，从2010年的10.43万亿元上升至2017年的22.77万亿元，涨幅为118.3%，高于名义GDP涨幅，占GDP的比重也由2010年的25.2%上升至2017年的27.5%。

税收收入和政府性基金收入在总收入中占比下降，社会保险基金收入、非税收收入和国有资本经营收入的占比上升。从政府收入结构来看，税收收入占比最高，其次为社会保险基金收入、非税收收入、政府性基金收入和国有资本经营收入，2017年占比分别为63.4%、18.9%、12.4%、4.1%和1.1%。对比2010年与2017年的财政收入结构：社会保险基金收入、非税收收入和国有资本经营收入占比提升，分别自2010年的12.7%、9.5%和0.5%上升至2017年的18.9%、12.4%和1.1%；而税收收入和政府性基金收入占比下降，分别自2010年的70.2%和7.1%下降至2017年的63.4%和4.1%。就财政收入增速而言，2010—2017年国有资本经营收入、社会保险基金收入和非税收收入涨幅高于GDP涨幅，分别为362.0%、225.3%和185.3%，税收收入和政府性基金收入涨幅低于GDP涨幅，分别为97.2%和27.6%。

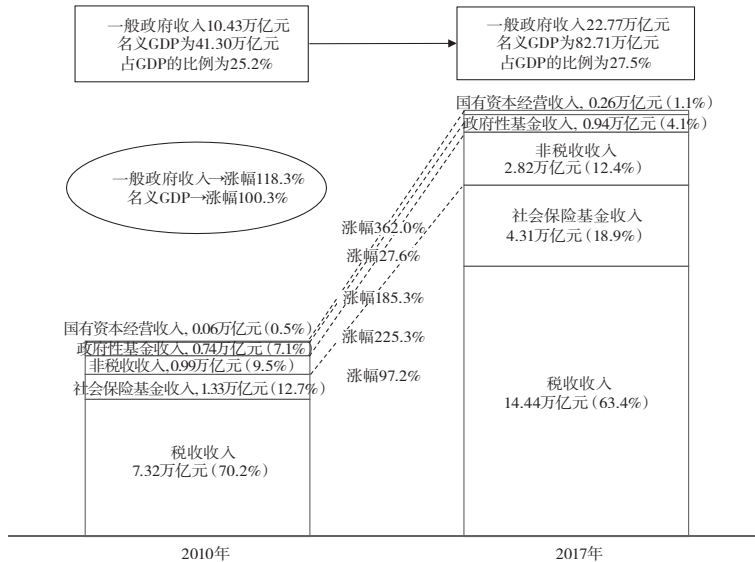


图4 一般政府收入结构

税收是政府为了满足社会公共需要，凭借政治权力，强制、无偿地取得财政收入的一种形式，是政府财政收入的主要来源。当前我国共有 18 个税种，其中又以国内增值税、企业所得税、个人所得税以及国内消费税收入靠前，这四类税种税收收入占总税收收入的 76.7%。

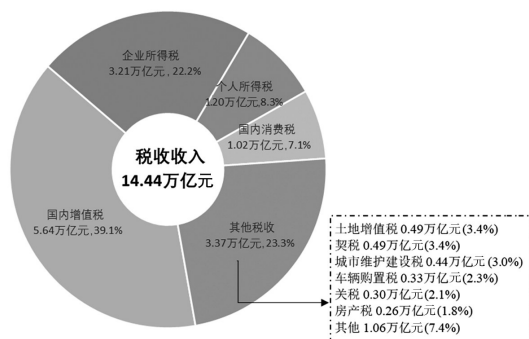


图5 税收收入结构（2017年）

间接税为主，直接税为辅。根据税收负担能否转嫁，可将税种分为直接税和间接税。直接税是指税负不能转嫁，而由纳税人直接负担的税收。间接税是指纳税人能将税负转嫁给他人负担的税收，税种由纳税人负责缴纳，但最终是由商品和劳务的购买者（即消费者）负担，纳税人与实际税收负担人相分离。对发展中国家来说，由于国民收入相对较低，所得税税源不足，采取对商品和劳务征税的形式可以保障财政收入。而且发展中国的经济管理、税收管理水平较低，间接税简便易行的特点有利于税收的征收，因此以我国为代表的发展中国家倾向于间接税为主体的税制结构。

对于直接税和间接税的分类，并没有明确统一界定。一般而言，流转税类（增值税、消费税、关税）归为间接税，所得税类（企业所得税、个人所得税）归为直接税。对于其他税种，分类的标准不绝对。本文按照定义将房产税、车辆购置税、车船税、船舶吨税、契税、城市维护建设税、烟叶税划分为直接税；其余税种归为间接税，包括资源税、土地增值税、城镇土地使用税和耕地占用税、印花税。按照上述归类标准，2017年我国直接税占比约为41.7%，间接税占比约为58.3%。虽然近年来直接税的比例有所提升，但较其他发达国家而言，间接税的比例仍然较高。

企业赋税压力较大。我国绝大部分的税收是由企业上缴的，包括增值税、消费税、关税、企业所得税、资源税、土地增值税、城镇土地使用税、房产税、印花税、契税、城市维护建设税、耕地占用税、船舶吨税、烟叶税、部分车辆购置税。与个人相关的税种中，包括个人所得税、部分车辆购置税、车船税以及契税。从一般政府收入角度来看，非税收收入包括专项收入、行政事业性收费收入、罚没收入以及其他收入，主要由企业承担。政府性基金收入以及国有资本经营收入主要由企业承担，社保基金收入主要由个人承担。根据上述划分标准，2017年我国企业税负占比约为71.9%，个人税负占比约为28.1%。虽然近年来企业税负的比例有所降低，但较其他发达国家而言，企业税负的比例仍然较高。

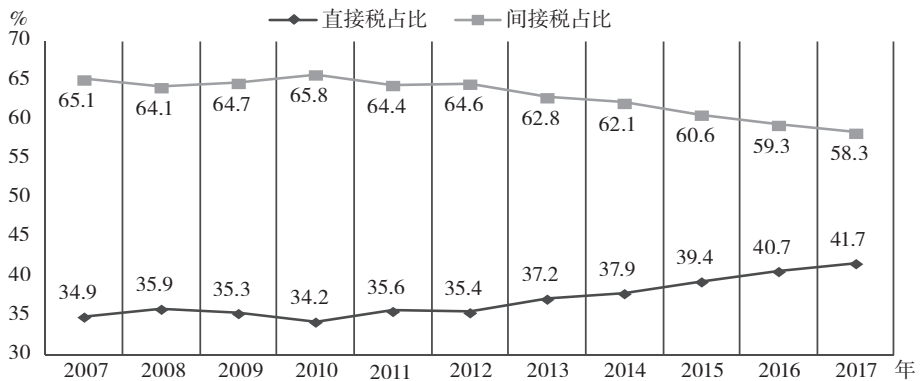


图6 直接税与间接税占比

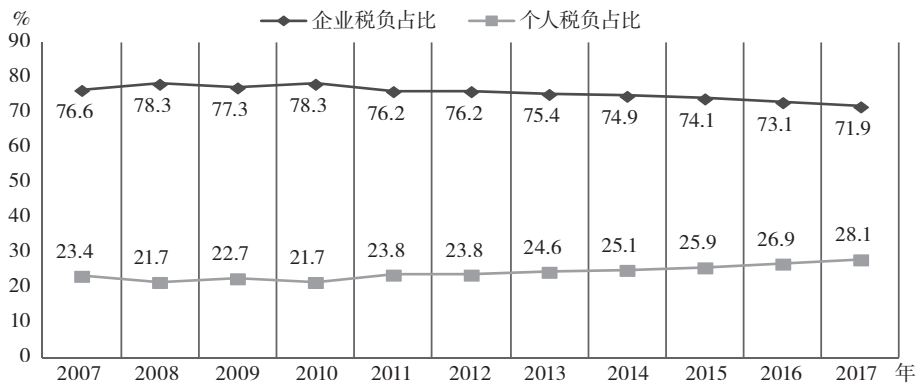


图7 企业税负与个人税负占比

(三) 地方政府财政收支

1. 地方财政收支缺口

新中国成立以来,我国的财政管理体制经历了三个主要阶段:

第一阶段(1949—1978年):实行“统收统支、高度集中”的财政管理体制,财力主要集中在中央,地方与中央“一灶吃饭”。

第二阶段(1978—1994年):改革开放后,为了调动地方发展经济的积极性,国家下放财权,实行“划分收支、分级包干”的财政管理体制。然而,“分灶吃饭”使得中央财政吃紧,“两个比重”(中央财政收入/国家财政收入、国家财政收入/GDP)急剧下滑。

第三阶段(1994年至今):为了缓解中央财政吃紧的局面,增强中央的宏观调控能力,我国于1994年实行“分税制”财政管理体制。

根据《国务院关于实行分税制财政管理体制的决定》,我国的税收收入分为中央税、地方税和中央与地方共享税。中央税是为了维护国家权益、实施宏观调控所必需的税种,由国家税务局征收管理;地方税为地方政府支配使用的税种,由地方税务局征收管理;中央与地方共享税为经济发展直接相关的税种,由国家税务局征收管理。

表2 中央与地方税收收入划分

中央税	消费税(含进出口环节海关代征部分)、进口环节海关代征的增值税、船舶吨税、车辆购置税、关税				
中央与地方共享税	国内增值税(非进口环节)	中央	50%	“营改增”之前,增值税中央与地方75:25;之后,中央与地方分享比例暂定为各50%,过渡期2~3年。	
		地方	50%		
	所得税	企业所得税(其中,中国铁路总公司、各银行总行、海洋石油企业的企业所得税归中央)	中央	60%	2002年,原属于地方税的个人所得税和企业所得税,中央与地方各50%比例分享;2003年比例变为60:40。
			地方	40%	
		个人所得税(其中,储蓄存款利息所得的个人所得税除外)	中央	60%	
			地方	40%	
	资源税	中央	海洋石油资源税		
		地方	其他资源税		
	城建税	中央	中国铁路总公司、各银行总行和各保险总公司城建税		
		地方	其他城建税		
印花税	中央	证券交易印花税	2016年证券交易印花税由原来中央与地方97:3的比例共享调整为全部为中央收入。		
	地方	其他印花税			
地方税	房产税、城镇土地使用税、土地增值税、车船税、耕地购置税、契税、烟叶税				

资料来源:财政部。

地方政府事权责任突出，中央财权集中再分配。地方财政收入占全国财政总收入的比重约为50%，但地方财政支出占全国财政总支出的比重高达80%以上，地方财政收支缺口逐年增大。2017年，地方财政收入9.15万亿元，财政支出17.32万亿元，财政收支缺口高达8.17万亿元。地方政府承担着大量的事权责任，而财权却逐渐向中央集中，因此中央通过对地方税收返还和转移支付的方式进行二次划分，以缓解地方政府财力不足的压力。2017年，中央对地方的转移支付和税收返还为5.70万亿元，地方政府实际财政收入占到总收入的90.7%，很大程度上缓解了地方财政收支缺口问题。但中央对地方转移支付的方式，使得资金的使用效率降低，而且需要地方政府层层申报和审批，地方政府无法按照自己的意愿使用资金，也容易出现“跑冒滴漏”以及“跑部钱进”等损失。

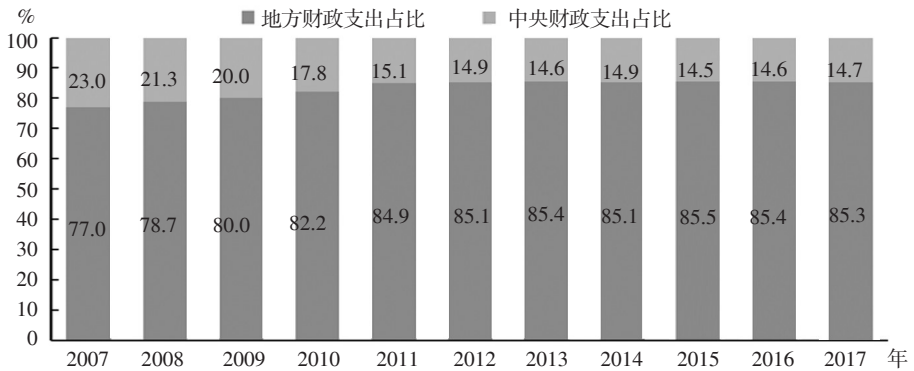


图8 地方政府事权责任突出

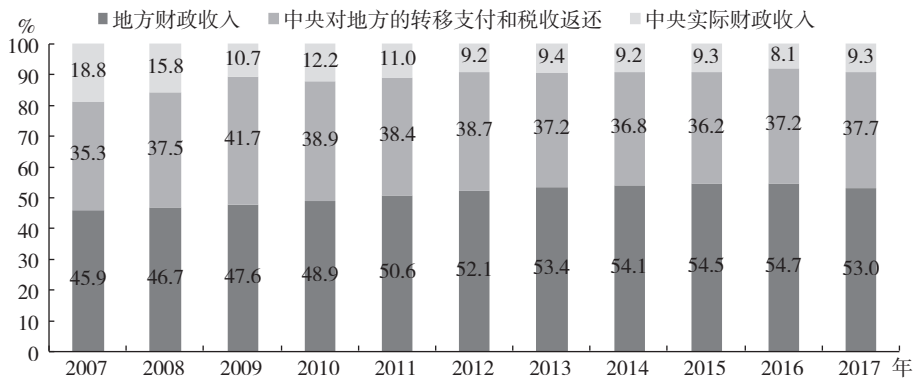


图9 中央财权集中再分配

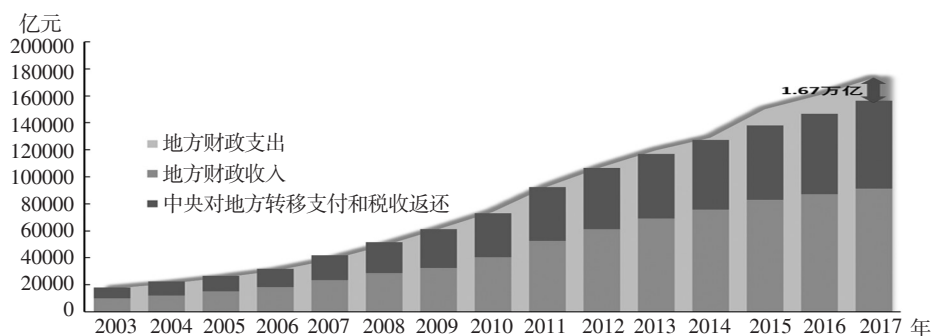


图10 地方财政收支

2. 地方财政赤字

(1) 财政赤字的地域分布

本文用“财政缺口/财政收入”来考察全国不同地区财政赤字相对规模的分布情况。没有选择财政赤字的绝对值，目的是排除财政赤字与经济发展之间的相关性，即发达地区的财政赤字规模可能更高，但这并不意味着财政赤字问题更严重。

“财政缺口/财政收入”在全国的分布有比较明显的区域特征。首先，东南沿海等发达地区的赤字率比较低，主要包括山东、浙江、江苏、福建和广东等地。其次，东北地区的赤字率相对较高，黑龙江最显著。此外，中西部部分城市的赤字率较高，山西、宁夏、甘肃等地区比较显著。表3给出了赤字率排名前10位和后10位的城市。

表3 2017年我国财政赤字率排名

单位：%

2017年财政赤字率排名前10位的城市			2017年财政赤字率排名后10位的城市		
省份	地级市	2017年财政赤字	省份	地级市	2017年财政赤字
宁夏	固原市	-12.55	上海	上海市	-0.14
陕西	安康市	-8.79	浙江	宁波市	-0.13
陕西	商洛市	-8.70	广东	东莞市	-0.12
甘肃	定西市	-8.58	浙江	嘉兴市	-0.11
黑龙江	伊春市	-8.15	浙江	绍兴市	-0.09
广西	河池市	-8.08	江苏	南京市	-0.06
内蒙古	乌兰察布市	-6.41	江苏	无锡市	-0.06
甘肃	武威市	-6.06	江苏	常州市	-0.06
甘肃	平凉市	-5.96	浙江	杭州市	0.02
吉林	白山市	-5.91	江苏	苏州市	0.07

资料来源：CEIC。

(2) 功能视角下的地方财政赤字

本文从人口流动与财政赤字率、经济增速与财政赤字率两个维度考察地方财政赤字的水平高低。观察的样本城市共计286个，包括5个一线城市、31个二线城市、57个三线城市和193个四线及以下类型城市^①。核心变量是人口流动，用某城市每年常住人口增速减去人口自然增速来度量，反映该城市人口的流动情况，具体数值大于0表示人口净流入，小于0表示人口净流出。在全部样本城市中，人口流出城市有170个，人口流入城市104个^②。经济增速用某城市的生产总值增长率来衡量。财政赤字率用某城市财政收支差额/财政收入的占比来度量^③。

人口净流入的大城市财政赤字率偏低，人口净流出的中小城市财政赤字率偏高。一线城市以及大部分二线城市人口净流入，且财政赤字率也处于较低水平。二线城市中，虽然东莞、烟台、温州、长春、淄博等市人口流出，但相对的财政赤字率也处于较低水平。绝大多数三线城市财政赤字率较低，但部分城市（如吉林市），相对于人口流动而言财政赤字率较偏高。问题最突出的是，人口流出同时财政赤字率较高的城市，主要集中在四线和其他类型的小城市（如图11所示）。

相对于经济增长，大城市财政赤字率偏低，部分三四线及其他类型城市财政赤字率偏高。一线城市以及大部分二线城市的地区生产总值增速为中上

① 根据2017年中国城市等级划分标准，一线城市包括北京、上海、广州、深圳和天津5个；二线城市包括重庆、杭州、南京等31个；三线城市包括乌鲁木齐、兰州、银川等61个；四线及以下城市若干。

② 由于部分城市人口数据缺失（主要集中于黑龙江省），人口流动的实际城市样本量为274个。吉林省由于缺少常住人口数据，因此用户籍人口代替。

③ 人口流动、地区生产总值增速以及地方财政赤字率取2012—2017年均值，三个指标的均值代表了各城市过去若干年的经济、人口流动和财政赤字的变动趋势。由于安徽省在2015—2016年进行了行政区划调整，省内常住人口数有较大变动，主要集中于淮南市、铜陵市、安庆市和六安市四市，因此除这四个城市外，安徽省其他城市人口流动取2012—2017年均值，这四个城市人口流动取2017年数值。

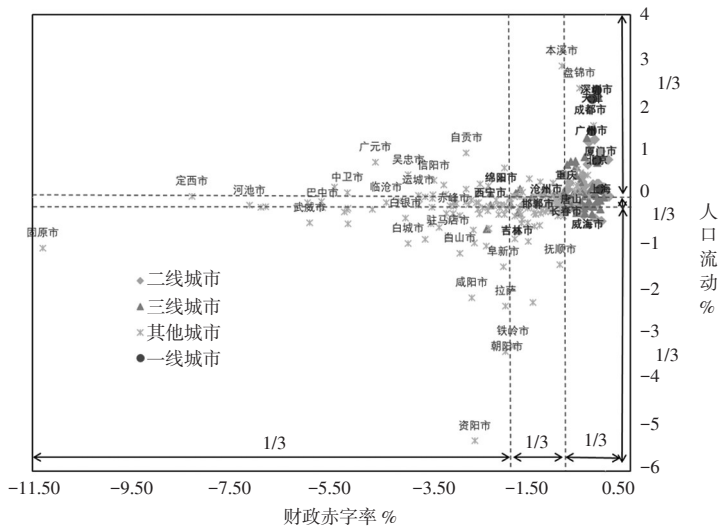


图 11 人口流动与地方财政赤字率的散点图

等增速，但财政赤字率处于较低水平。二线城市中，虽然淄博市、大连市、沈阳市等城市的地区生产总值增速较低，但相对的财政赤字率也处于较低水平。绝大多数三线城市财政赤字率较低，但部分城市（如南阳市、吉林市），相对于地区生产总值增速而言财政赤字率偏高。问题最突出的是，地区生产总值增速较低同时财政赤字率较高的城市，主要集中在四线和其他类型的小城市。

（3）赤字城市分布的不平等程度

为了进一步分析赤字在不同城市的分布，本文参考恩格尔曲线的构建思路，计算了赤字分布的不平等程度。根据可获得的286个城市样本，用城市常住人口数量代表城市规模，将这些城市从小到大进行排序，并分成11组，每组26个城市。接下来，计算每组内对应城市的赤字规模占全部城市赤字规模的比例。

如图13所示，2016年赤字规模最大的一组城市，城市赤字规模却占到全部城市赤字规模的21%，规模最小的一组城市赤字规模占比仅为4%。相比于2003年，2016年城市赤字分布的不平衡程度略有下降，主要原因是中等城市的赤字占比上升。

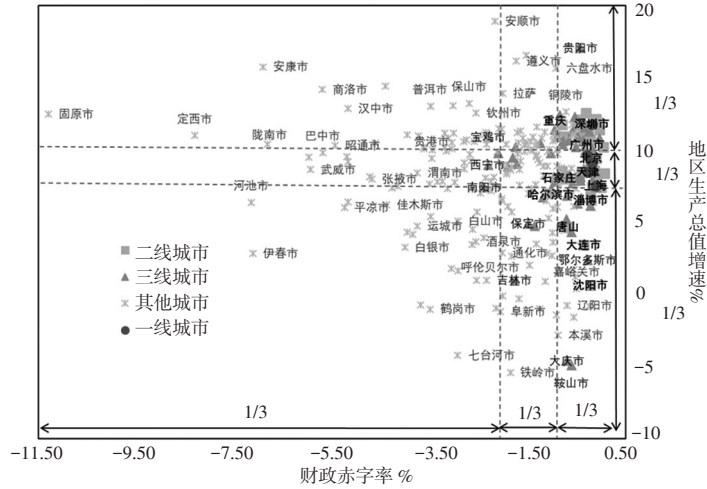


图12 地区生产总值增速与地方财政赤字率的散点图

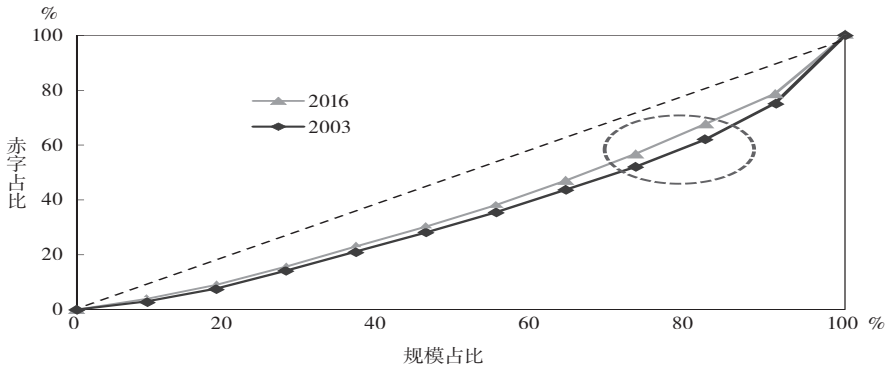


图13 财政赤字的城市规模分布

进一步，本文从时间维度考察财政赤字在不同规模城市中的占比变化。我们将城市分为一二线城市和其他城市两组，计算两组城市的财政赤字规模占比和同比增速变化。如图14所示，2004—2014年，一二线城市赤字占比在持续下降，降幅超过10%，随后在2015年突然增加。从同比增速来看，2009年和2015年一二线城市赤字同比增速快速上升，显著高于其他城市。

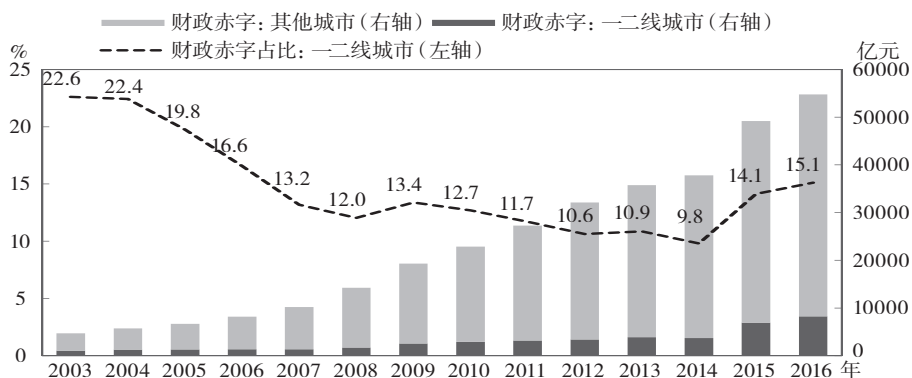


图14 一二线城市财政赤字

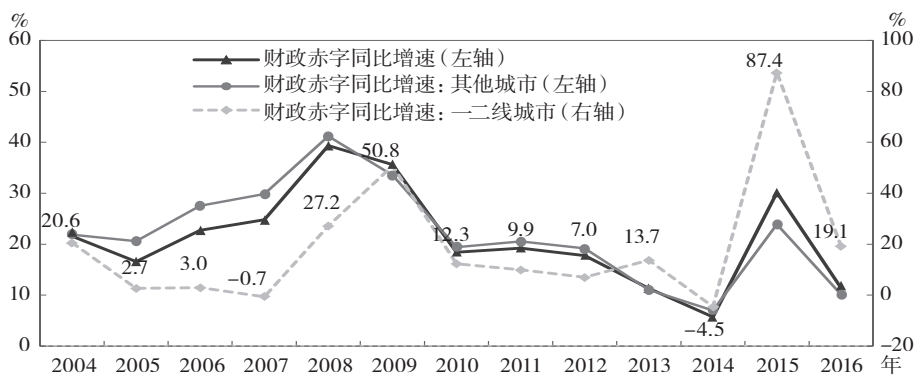


图15 财政赤字增速

3. 地方政府隐性债务

地方政府隐性债务是指地方政府通过违法提供担保、变相举债所形成的，而又没有纳入政府债务限额管理的地方政府债务。隐性地方政府债务的来源主要分为两类：一类是地方政府融资平台，由地方政府提供担保、提供偿还资金，资金来源包括城投债、银行贷款和非标融资；另一类是PPP、政府投资基金、政府购买基金等项目，规范的PPP项目不会形成政府债务，但由于政府担保、兜底，部分PPP项目无法覆盖运营成本，需要进行运营补贴（政府付费、缺口补贴），属于政府隐性债务。

监管部门对于地方政府债务监管可以分为三个阶段：

表4 地方政府债务模式

债务类型	融资类型	来源
显性债务	地方政府债	一般债、专项债
隐性债务	地方政府融资平台	城投债、银行贷款和非标融资
	其他	PPP、政府投资基金、政府购买基金

第一轮监管始于2010年，地方政府在“四万亿”刺激后举债过多，为了避免地方政府财力的透支以及防范债务风险，银监会发文规范融资平台贷款，禁止违规或变相担保。在表内贷款受限的情况下，表外信贷兴起，银行借助非银通道向平台输送资金。

第二轮监管于2013年开启，旨在控制新增平台债务规模以及将隐性债务显性化。2014年10月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），要求政府债务融资主体仅为政府及其部门，不得通过企事业等单位举债，并特别强调“剥离融资平台政府融资功能”以及“融资平台公司不得新增政府债务”，同时地方政府债务的融资渠道仅限于政府债券（一般债券和专项债券）、PPP和规范的或有债务，但由于国内经济处于下行周期，考虑到债务处置对经济带来的负面影响，最后监管有所放松。在这样的背景下，地方政府债务形式更趋多元化，隐性杠杆率不断提升。

第三轮监管自2017年开始，加大平台融资渠道的穿透力度，从非标业务的资金方、通道方和融资方进行管制，规范平台融资渠道。2018年3月，财政部印发了《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号），目的在于规范金融企业参与国有企业、地方政府、PPP以及政府融资平台的投融资行为，出发点依然是防范和化解地方政府债务风险。

世界银行对负债评估时有“或有负债”的概念，从政府的角度来说，是由于过去事项或既存事实引起的各类潜在义务，履行这些义务可能导致政府支出压力加大。因此也可以理解为“责任负债”，即地方政府通过各

种隐性方式产生了债务，主要用于基础设施建设投资，属于地方政府的职能支出，虽然金额没有最终确定下来，但它已经成为地方政府应偿还的责任债务。因此本文主要对这部分投资于基础设施建设的“责任负债”进行衡量。

地方政府融资平台债务快速增加，已积累较大规模。地方政府主要通过融资平台发行城投债和进行贷款，主要投资用于基建支出。目前，城投公司是我国地方城市基础设施建设的主体单位。本文选取2008—2017年在银行间、交易所公开发行城投债的各地1000余家城投公司（剔除国有资本管理公司）的资产负债表数据估测了地方政府隐性负债水平。根据测算结果，2008—2017年地方政府融资平台负债水平分别为4.13万亿元、7.13万亿元、9.69万亿元、11.98万亿元、15.26万亿元、19.12万亿元、23.68万亿元、28.14万亿元、32.19万亿元和39.25万亿元，年均增长率为29.3%，近5年年均增长率20.9%。从预测结果来看，2017年地方政府融资平台债务水平已近40万亿元，这与肖立晟、袁野从资产端的测算结果38万亿~42万亿元水平较为吻合，高于姜超从负债端的测算结果33万亿元，综合国内文献的测算结果，截至2017年，地方政府债务水平一般在35万亿~45万亿元之间。

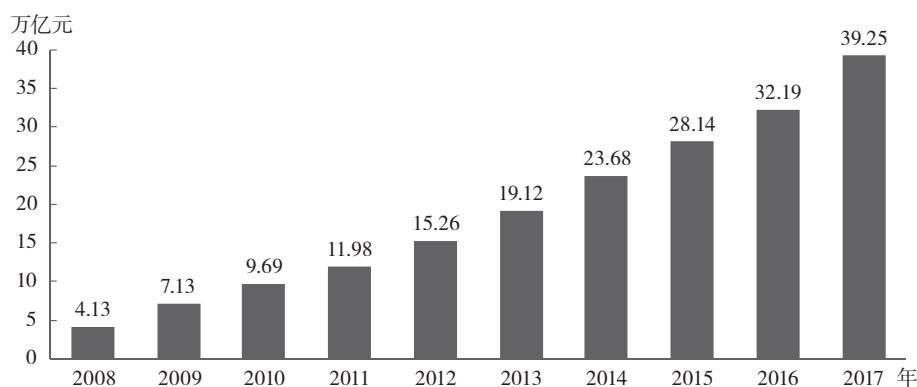


图16 地方政府融资平台债务估算

资料来源：作者估算。

(四) 与其他经济体的比较

1. 一般政府支出

从一般政府支出占GDP的比重来看，我国普遍低于其他发达经济体，包括法国（最高，为56.5%）、德国（44.1%）、英国（38.7%）、日本（37.5%）、美国（35.7%），以及新兴经济体俄罗斯（34.7%）和南非(32.9%)，而高于其他新兴经济体，如印度（27.8%）、墨西哥（25.9%）。

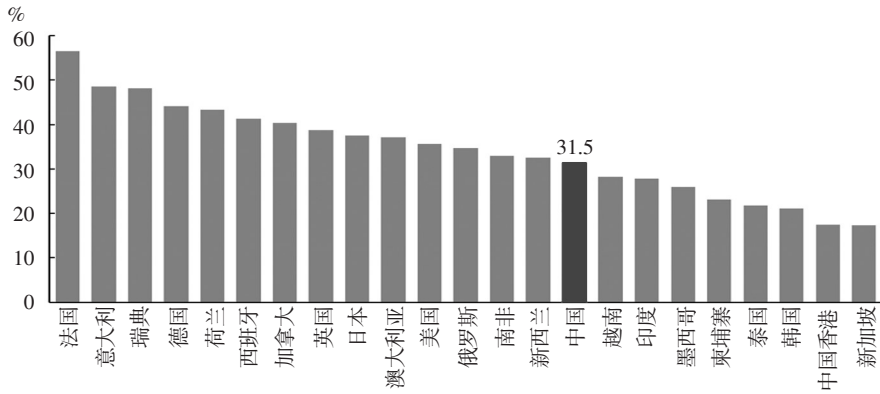


图 17 一般政府支出占GDP比重的比较

资料来源：IMF。

与其他发达经济体相比，公共服务职能、一般政府职能以及文化职能支出占比较低，经济职能支出占比较高。从比较结果来看，一般政府职能支出占GDP的比重较为平稳，2017年我国政府职能支出占GDP的比重为5.74%，美国最高（10.63%），其次为法国（9.59%）、韩国（9.02%）、德国（8.42%）、英国（8.32%）。我国政府职能支出与其他发达经济体相比有较大差距，在国防、公共服务安全方面的支出低于其他发达经济体；公共服务职能支出占GDP的比重与其他发达经济体相比较低。尽管近年来公共服务职能支出有了快速增长，2017年占GDP的比重为13.25%，但与法国（34.55%）、德国（27.28%）、日本（25.57%）等经济体相比还有很大的差距；文化职能支出占GDP的比重近年有所增长，与其他发达经济体相比仍有进一步提升的空间；我国经济职能占GDP的比重远远高于其他发达经济体，而且此部分还不包含地方政府通过国有土地出让收入以及隐性债务方式对基建投资的支出。

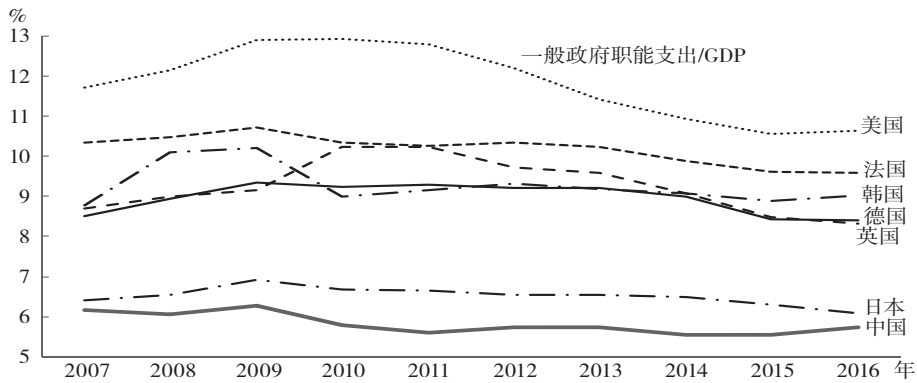


图 18 一般政府职能支出国际比较

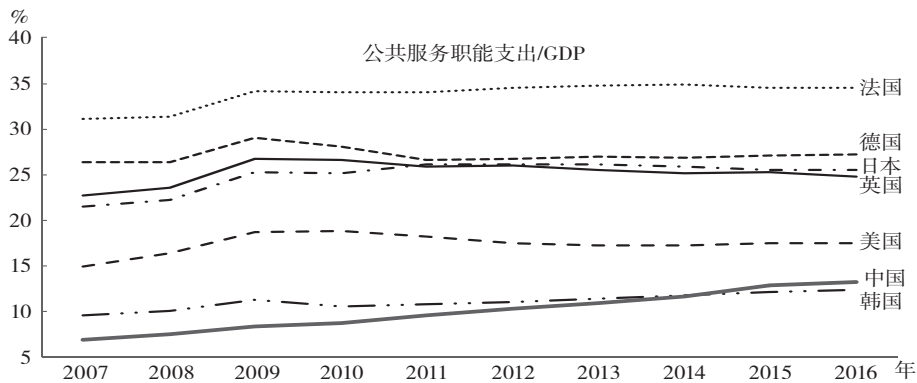


图 19 公共服务职能支出国际比较

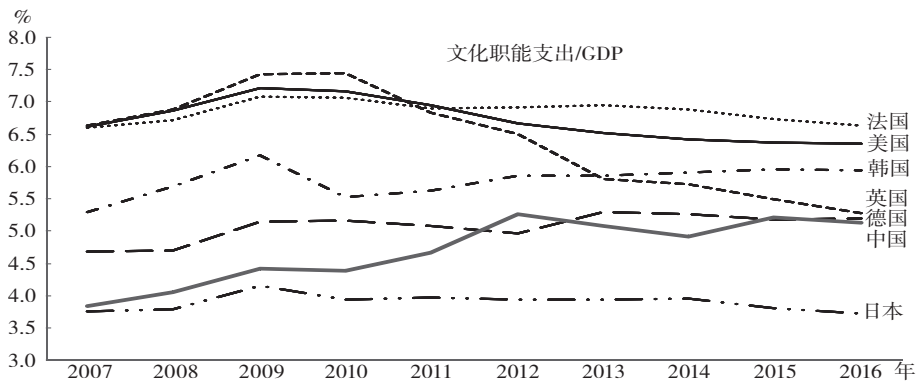


图 20 文化职能支出国际比较

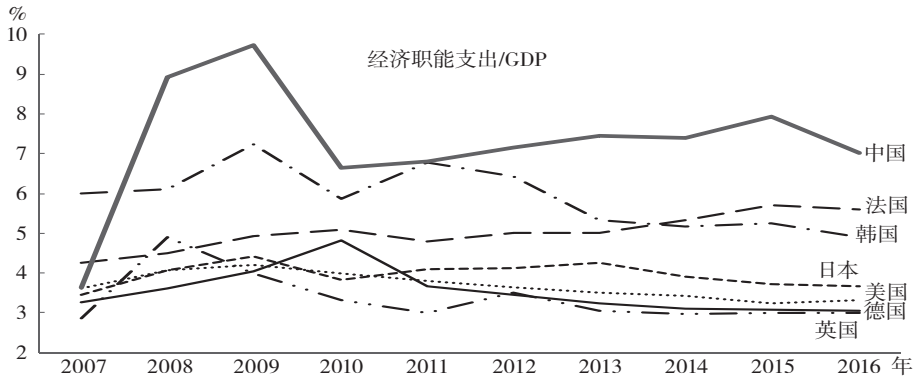


图21 经济职能支出国际比较

资料来源：OECD。

2. 一般政府收入

宏观税负是指一个国家的税负总水平，通常以一定时期内的税收总量占国内生产总值(GDP)的比例来表示。宏观税负水平合理与否对于保证政府履行其职能所需的财力，发挥税收的经济杠杆作用有着重要意义。衡量宏观税负有不同的口径，在国际对比时需要明确相应的口径。本文将我国宏观税负分为四类口径，包括税收收入占GDP的比重、税收收入与社保基金收入之和占GDP的比重、一般政府收入占GDP的比重以及一般政府收入与国有土地使用权收入占GDP的比重。无论哪种口径，我国的宏观税负自2007年到2014年都有了较为快速的增长，近两年宏观税负有所减缓。

2008—2017年，四种口径的宏观税收（宏观税负分母部分）年均增长率分别为12.4%、13.4%、14.6%和17.4%，均快于GDP的年均增长速度11.9%，可见我国宏观税负的快速增长主要是由宏观税收的增速较快导致的。就近五年（2013—2017年）而言，宏观税收增速有所下降，四种口径的宏观税收年均增长率分别为7.5%、8.3%、8.2%和9.2%，但最为广义的宏观税收增速还是要快于近五年的GDP增速8.9%。

表5 我国不同口径的宏观税负

单位：%

年份	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
④ (一般政府收入+国有土地使用权收入)/GDP	22.2	27.6	27.9	32.4	34.1	33.6	35.6	35.5	33.9	33.3	33.8
③ 一般政府收入/GDP	22.2	24.8	24.0	25.2	27.4	28.4	28.8	28.9	29.2	28.4	27.5
② (税收收入+社保基金收入)/GDP	20.1	20.4	20.5	20.9	22.6	23.3	23.4	23.5	23.4	22.8	22.7
① 税收收入/GDP	16.9	17.0	17.1	17.7	18.3	18.6	18.6	18.5	18.1	17.5	17.5
非税收收入/GDP	2.1	2.2	2.6	2.4	2.9	3.1	3.1	3.3	4.0	3.9	3.4
社会保险基金收入(扣除财政补贴)/GDP	3.2	3.4	3.4	3.2	4.2	4.7	4.8	5.0	5.2	5.2	5.2
国有资本经营收入/GDP	—	—	—	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
政府性基金收入(扣除土地使用权出让收入)/GDP	—	2.2	0.9	1.8	1.8	1.8	2.0	1.9	1.5	1.3	1.1
国有土地使用权收入/GDP	—	2.8	3.9	7.1	6.6	5.1	6.8	6.5	4.6	5.0	6.3

资料来源：作者计算。

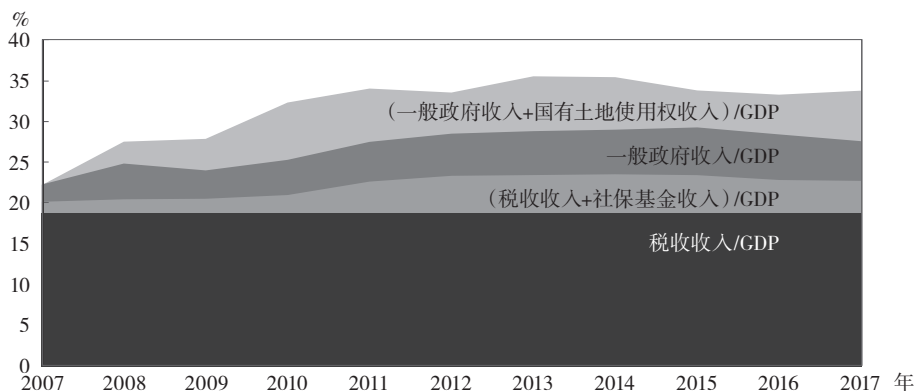


图22 我国不同口径的宏观税负

就狭义的税收收入占GDP的比重而言，2017年我国为17.5%，OECD国家均值为34.3%，低于其他发达经济体。普遍高于其他新兴经济体，如墨西哥（17.2%）、俄罗斯（16.8%）、新加坡（13.7%）、菲律宾（13.7%）和印度尼西亚（10.4%），但低于越南（17.9%）和印度（17.8%）。若将社保基金考虑进去，则我国税负将高于越南和印度。

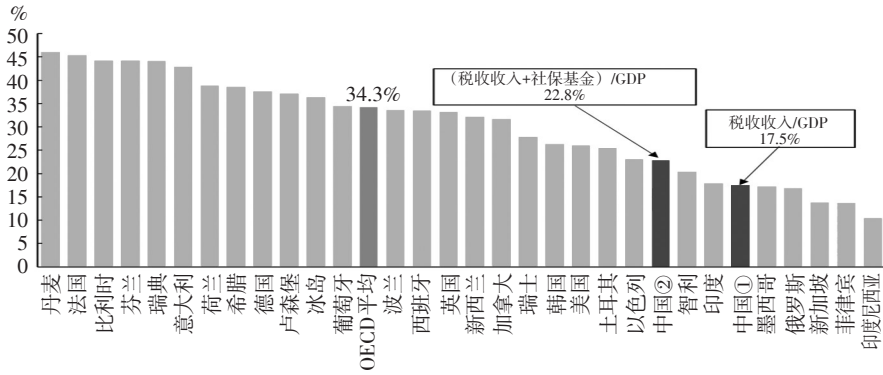


图 23 税收收入比较

资料来源：OECD。

若将国有土地使用权收入也计算其中，广义政府收入占GDP的比重为33.8%，高于日本（33.2%）和美国（31.1%）。

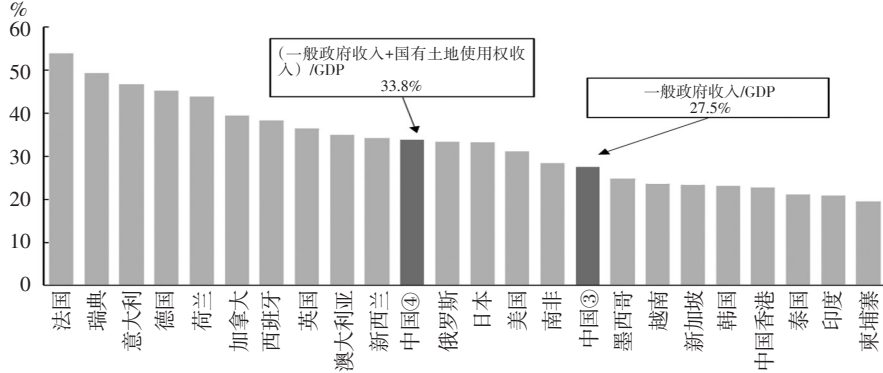


图 24 一般政府收入比较

资料来源：IMF。

二、财政可持续性与赤字率、债务率的情景分析

本文对我国未来 10 年（2018—2027 年）的财政收支前景以及政府债务率的动态演进路径进行预测。具体而言，在财政收支前景的分析中，本文将基于过去若干年财政收入和财政支出的数据，选用“HP 滤波法”

进行时间趋势外推，并对财政赤字率的前景进行推算。在债务率的动态演进路径的分析中，本文借鉴了国际货币基金组织（IMF,2018）的债务可持续性分析（Debt Sustainability Analysis, DSA）框架，并基于财政部《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金〔2018〕23号）精神设计了不同的情景，在充分考虑债务资金用途（基础建设投资）对经济增长影响的基础上^①，给出了债务率（狭义和广义）的未来发展路径。

（一）财政收入和支出前景展望

1. 全口径财政收支预测

新《预算法》所建立的全口径预算体系包括四类预算（又称为四本账）。基于新《预算法》划分标准，全口径的财政收入由一般公共预算收入、政府性基金预算收入、社会保险基金收入、国有资本经营收入构成；全口径的财政支出由一般公共预算支出、政府性基金预算支出、社会保险基金支出、国有资本经营支出构成。

选取2000—2017年四本账可获取收入和支出的历史数据^②，首先，对8组序列分别建立HP滤波模型，提取趋势项；其次，对8组趋势项序列建立包含时间趋势项（T）的回归模型；最后，根据回归结果，对8组序列进行时间趋势外推。预测结果见表6。

① DSA报告没有区分贷款用途（如基础建设投资、偿还贷款、公共教育医疗建设等）对经济增长的不同影响，不能用于判断具体项目的投资是否会增加债务国的债务风险，因此不能回答“特定贷款项目是否会影响债务国债务可持续性”这一关键问题。本文结合财金23号文件精神，对未来政府基础建设投资进行了三种不同情景的假设，并充分考虑了基建投资的潜在缺口对GDP增速的影响。

② 受数据限制，一般公共预算收支选取了2000—2017年数据，政府性基金收支和国有资本经营收支选取了2010—2017年数据，社会保险基金收入选取了2008—2017年数据，社会保险基金支出选取了2003—2017年数据。

表6 全口径财政收支前景预测

年份	真实值		预测值									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
财政收入(万亿元)	25.9	29.2	30.7	32.7	34.7	36.7	38.6	40.6	42.6	44.6	46.6	48.5
一般公共预算收入	16.0	17.3	18.5	19.7	20.9	22.1	23.3	24.5	25.7	26.9	28.1	29.3
政府性基金收入	4.7	6.1	5.8	6.1	6.3	6.6	6.8	7.1	7.4	7.6	7.9	8.1
社会保险基金收入	5.0	5.5	6.0	6.5	7.0	7.6	8.1	8.6	9.1	9.6	10.1	10.6
国有资本经营收入	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
财政支出(万亿元)	28.0	31.5	33.2	35.6	37.9	40.0	42.3	44.6	46.7	49.0	51.2	53.5
一般公共预算支出	18.8	20.3	21.9	23.5	25.1	26.4	27.9	29.4	30.8	32.2	33.6	35.2
政府性基金支出	4.7	6.1	6.3	6.8	7.2	7.6	8.1	8.5	9.0	9.4	9.8	10.3
社会保险基金支出	4.4	4.9	4.7	5.0	5.3	5.7	6.0	6.4	6.7	7.0	7.4	7.7
国有资本经营支出	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
财政赤字(万亿元)	2.1	2.3	2.5	2.9	3.3	3.4	3.6	3.9	4.1	4.4	4.6	5.0
财政收入/GDP(%)	34.7	35.9	34.8	34.0	33.2	32.4	31.6	30.8	30.0	29.2	28.4	27.6
财政支出/GDP(%)	37.6	38.8	37.6	37.0	36.3	35.4	34.6	33.8	32.9	32.1	31.2	30.4
财政赤字率(%)	2.9	2.9	2.8	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8

数据来源：Wind 资讯、CEIC 数据库。

2018—2027年，预计我国全口径财政收入继续保持稳定增长，将从2018年的30.7万亿元增长到2027年的48.5万亿元，一般公共预算收入始终是财政收入的主要来源；预计我国全口径财政支出保持同样增长态势，将从2018年的33.2万亿元增长到2027年的53.5万亿元，一般公共预算支出依然是财政资金的主要用途。政府财政赤字水平将从2018年的2.5万亿元增长到2027年的5.0万亿元，但赤字率水平将从2018年的3.0%降低到2027年的2.8%，主要原因在于本文预计2018—2027年名义GDP将保持8%以上的增长，高于同时期财政赤字的平均增长率。财政收入和支出占GDP的比重都将逐渐小幅降低，但两者的差距（赤字率）基本稳定在2.9%左右。

2. IMF口径的财政收支^①预测

IMF口径下我国政府财政收入和财政支出的计算方式如下：

IMF口径政府财政收入=（一般公共预算收入+政府性基金收入+国有资本经营收入+社会保险基金收入）-（国有土地使用权出让收入+社会保险基金中财政补贴收入）

IMF口径政府财政支出=（一般公共预算支出+政府性基金支出+国有资本经营支出+社会保险基金支出）-（国有土地使用权出让支出+公共财政对社会保险基金补贴支出）

同样选取2007—2017年相关数据，通过HP滤波模型提取趋势项，再建立包含时间趋势项（T）的回归模型，并进行趋势外推。得到IMF口径我国财政收支预测结果，见表7。

表7 IMF口径财政收支前景预测

年份	真实值		预测值									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
财政收入(万亿元)	21.1	22.8	25.3	27.7	29.9	31.9	34.6	37.0	39.6	42.5	45.6	48.8
财政支出(万亿元)	23.2	25.1	28.0	30.6	32.9	35.2	38.0	40.6	43.5	46.6	49.8	53.4
财政赤字(万亿元)	2.1	2.3	2.7	2.9	3.0	3.3	3.4	3.5	3.9	4.0	4.2	4.5
财政收入/GDP(%)	28.3	28.0	28.7	28.8	28.6	28.2	28.3	28.1	27.9	27.8	27.8	27.7
财政支出/GDP(%)	31.1	30.9	31.7	31.8	31.5	31.1	31.1	30.7	30.6	30.5	30.3	30.3
财政赤字率(%)	2.8	2.8	3.1	3.0	2.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.6	2.6	2.6

数据来源：Wind资讯、CEIC数据库。

^① 为了避免概念的混淆，本部分并未延续第一部分对IMF口径财政收支的定义。在第一部分，IMF口径的财政收支被定义为广义的政府财政收支，这与本部分后续分析中的广义财政收支在概念上存在重大差异，本部分所使用的“广义财政收支”包含预算外政府收支。

与全口径财政收支预测结果相近，预计IMF口径财政收入将从2018年的25.3万亿元增长到2027年的48.8万亿元，IMF口径财政支出预计将从2018年的28.0万亿元增长到2027年的53.4万亿元，政府财政赤字水平将从2018年的2.7万亿元增长到2027年的4.5万亿元，但赤字率水平将从2018年的3.1%下降到2027年的2.6%，原因同上。IMF口径财政收入和支出占GDP的比重同样逐渐小幅降低，但两者的差距（赤字率）基本稳定在2.7%左右，略低于全口径赤字率水平0.2个百分点（如图25所示）。综合来看，两组不同口径的预测结果表明，未来10年间，赤字率水平基本会保持在2.5%~3.0%的区间内。

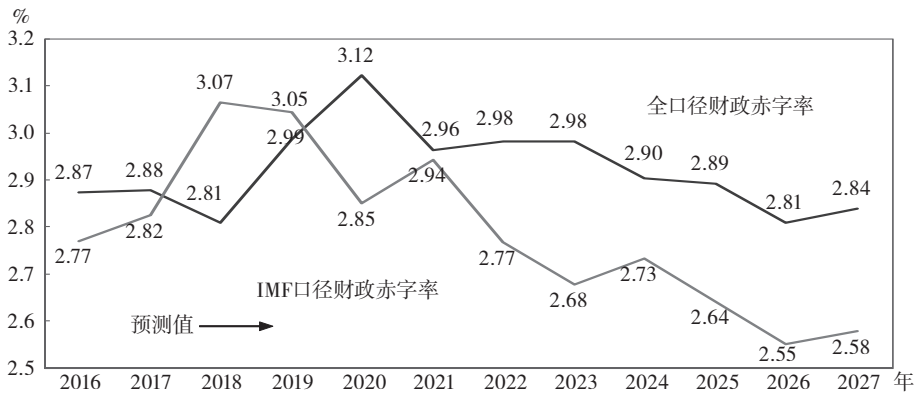


图25 全口径和IMF口径财政赤字率预测对比

(二) 基于情景分析的债务率动态路径

1. 关键变量说明

(1) 公共债务的覆盖范围。本文除了考虑中央政府债务和“预算内”地方政府债务（狭义范围）之外，还考虑了其他类型的地方政府借款（广义范围）。2004—2013年，狭义范围的政府债务由中央政府债务和由中央政府发行的地方政府债券构成；自2014年开始，狭义范围的政府债务则包括中央政府债务和明确的地方政府债务（即地方政府债券和2014年底

产生的其他公认的非预算负债)^①。而广义范围的政府债务还涵盖了其他类型的地方政府借款，即地方政府融资平台通过银行贷款、债券、信托贷款和其他资金来源所借的非预算资金，以及政府指导基金和特殊建设基金涉及的债务。当然，一些一般性的政府活动并不容易界定，但也有可能发生在政府公共债务覆盖范围之内（如PPP项目）。特别需要说明的是，本文的不同情景会对广义范围的债务进行“剥离”和“并表”设定。那么，“并表前”的债务率实际上就是指原狭义范围内的政府公共债务率，而“并表后”的债务率则是指原广义范围内的政府公共债务率（“并表”行为发生的同时也实现了隐性债务的显性化）。

（2）财政收支平衡。狭义的财政收支平衡，仅考虑预算范围内完成的财政收支；广义的财政收支平衡，同时考虑预算内财政收支和通过地方政府融资平台等预算外融资渠道实现的部分公共收支。2017年之前，狭义和广义的财政收支平衡具有明显的区别，主要原因在于2008年以来，地方政府预算外公共收支逐年扩大，导致广义赤字率水平居高不下。2018年之后，本文假设“剥离”一部分预算外投融资活动，“并入”另一部分预算外投融资活动，因此不再存在狭义和广义财政收支的区别。

（3）宏观经济变量。结合权威文献和IMF债务可持续性报告的最新预测结果，本文作出如下判断：在总体宏观环境不发生重大改变的前提下，预计中国名义GDP增速将从2018年的8.7%下降到2027年的7.3%，实际GDP增速将从2018年的6.6%下降到2027年的5.0%，GDP平减指数基本维持在2.0%~2.2%的区间内。在本文的后续分析中，2018年以后基建投资只能依靠预算内资金。如果预算内赤字率参考趋势外推（预测）水平保持在3%左右，则基建投资会出现明显下滑，此时必须考虑基建投资下滑对名义GDP增速、实际GDP增速和GDP平减指数的影响，并做出调整。此外，名义利率水平假定长期维持在3.1%左右。

^① 2014年定义产生变化，主要是因为官方数据覆盖范围的变化，当时地方政府融资平台债务的约三分之二被明确地认定为政府责任。

2. 基本前提假设

(1) 严格执行23号文件精神。财政部23号文件总体要求，国有金融企业应严格落实新《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)等要求，除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款。不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任。不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作(PPP)项目资本金。基于23号文件精神，本文提出重要前提假设：2018年以后，地方政府将严格执行23号文件，不再新增预算外债务。

(2) 预算外债务(资产)的剥离和并表。由于相关数据不透明，地方政府隐性(预算外)债务水平的估计一直是一个重大的难点问题^①。为了避免直接法容易遗漏政府绕道借债而产生的低估，以及间接法难以准确估算政府投资净收入(如基建投资净收入)而产生的错估，本文提出重要前提假设：地方政府将对一部分与基建投资相关的预算外负债(资产)剥离，另一部分合并。

具体而言，本文将基建投资项目划分为两类——现金流收益较高的可市场化项目和现金流收益较低的不可市场化项目。前者包括房地产、高速公路项目等，这些项目的EBITDA率高于市场平均水平，市场融资能力强，通过市场化手段剥离，可以减轻地方政府的隐性债务压力。剥离之后，未来这部分项目的资金完全来自市场，不再由地方政府担保融资。后者包括很多公益类或准公益类项目，以及非公益类的投资失败项目，这些项目盈利水平较差，市场融资能力弱，未来只能使用预算内资金进行投资。此外，2018年以前由这类项目所产生的地方政府隐性负债将与预算内显性负债合并。至此，完成

^① 目前，学术界主流的估计方法包括直接法(负债端)和间接法(资产端)两种。课题组在2018年一季度报告中采用直接法估计得到2017年地方政府隐性债务水平高达39.25万亿元，这与肖立晟等(2018)运用间接法测算的结果38万亿~42万亿元较为吻合，高于姜超(2018)运用直接法的测算结果33万亿元。

基建项目预算外负债（资产）的“剥离”和“并表”。“并表”后不再考虑预算外债务的增减，所有新增债务都将显性化，由预算内资金支持。

根据基建投资的分布情况，本文假设：在基建投资的三大分类中，30%的交通运输、仓储和邮政业投资和70%的水利、环境和公共设施管理业投资难以按照市场化方式融资，其余基建投资可以进行市场化“剥离”。图26显示了2009年以来基建投资、可剥离基建投资和不可剥离基建投资的金额和占比情况。可剥离基建投资占比总体呈现下降趋势，从2009年的64.4%下降到2017年的56.2%。这说明，自2009年以来政府基建投资中，公益类或准公益类项目的份额越来越大。

在“并表”后广义债务率动态路径的测算中，2017年初始值的确认非常关键，这将直接影响2018年以后债务动态路径的趋势走向。根据债务“剥离”和“并表”的前提假设，本文认为，2017年将地方政府隐性债务中由不可市场化基建项目融资所产生的相应部分与预算内债务合并是较为合理的。具体计算方法如下：首先，计算2008—2017年历年公益类或准公益类基建投资资金扣除预算内基建支出的剩余部分，这部分资金缺口必须由预算外负债（隐性负债）来弥补；其次，将2008—2017年历年预算外负债加总，共计24.73万亿元（占2017年名义GDP的30.46%）；最后，将显性债务率（36.9%）和相应部分的隐性债务率（30.46%）合并，得到2017年广义债务率初始值67.36%。

在IMF（2018）中国债务可持续性分析报告中，2017年广义债务率（Augmented Debt）的初始值为67.5%，与本文的初始值67.4%极为接近。但事实上，本文与IMF报告在计算方法上存在着明显差异。IMF报告中的广义债务率覆盖了全部“预算内”显性债务率和“预算外”隐性债务率，因此按照IMF的估算，2017年我国地方政府全部隐性债务规模在25万亿元左右，远低于本文的测算结果（约40万亿元）。但较为巧合的是，本文测算的约40万亿元地方政府隐性债务中，恰好有24.73万亿元是由公益类或准公益类基建投资项目产生的，刚好与IMF报告测算的25万亿元左右的全部隐性债务规模接近，这便造成了两者2017年广义债务率的初始值极为接近。

(3) 基建投资。预算外负债(资产)“剥离”、“并表”后,基建投资中可市场化项目将保持长期稳定增长,本文假设与名义GDP增速一致。不可市场化项目如果按照历史(增速)水平下的预算内基建资金进行投资,会出现较大的潜在资金缺口^①,导致总体基建投资水平下滑,进而影响(降低)GDP增速和平减指数,这会在一定程度上提高债务率水平。不可市场化项目如果按照名义GDP增速进行投资,资金缺口只能由预算内赤字支撑,这将导致预算内赤字率水平大幅上升。

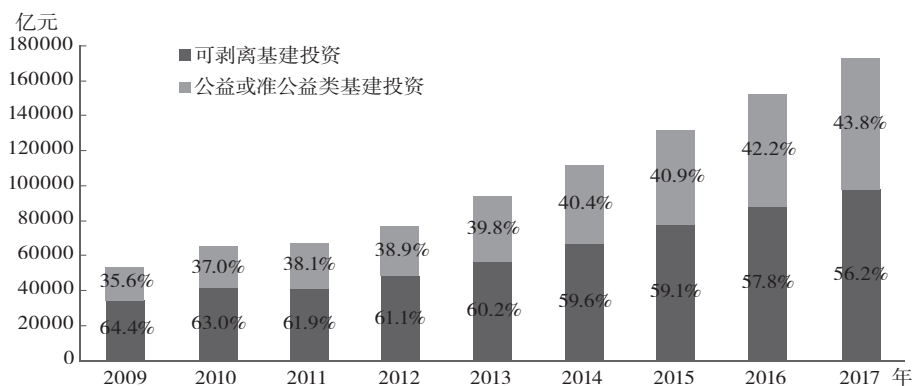


图26 2009—2017年基建投资、可剥离基建投资和不可剥离基建投资及占比

3. 情景介绍

根据前述相关分析,本文提出了以下三种基本情景^②:

情景1:严格执行23号文件,剥离部分负债(资产),并入部分负债(资产),预算内赤字遵循全口径预测轨迹(见表6)。计算原口径和“并表”口径的债务率和赤字率轨迹。

情景2:严格执行23号文件,剥离部分负债(资产),并入部分负债(资产)。不可市场化的基建投资项目(公益类或准公益类基建项目)只能由基于

^① 主要是因为,2008年以来,预算内基建资金远远不能支撑非市场化基建投资。2017年之前,地方政府可以通过预算外渠道募集资金;但2018年之后,由于地方政府不能再进行预算外融资活动,便会出现资金缺口。根据本文的假设,除非增加预算内融资(赤字),否则难以填补基建投资缺口。

^② 根据非市场化基建投资增速的差异,情景3又划分为3.1和3.2两种。

历史增速水平下的预算内资金支持。计算基建投资数额、基建投资缺口（相对于按照名义GDP增速进行投资）、对GDP增速和平减指数的影响以及“并表”口径的债务率和赤字率轨迹。

情景3.1：严格执行23号文件，剥离部分负债（资产），并入部分负债（资产）。非市场化基建投资项目在前五年（2018—2022年）按照名义GDP增速进行投资，后五年（2023—2027年）按照低于名义GDP增速1%~2%的水平进行投资，基建投资缺口全部由预算内资金支持。计算“并表”口径的债务率和赤字率轨迹。

情景3.2：严格执行23号文件，剥离部分负债（资产），并入部分负债（资产）。非市场化的基建投资项目始终按照名义GDP增速进行投资，基建投资缺口全部由预算内资金支持。计算“并表”口径的债务率和赤字率轨迹。

4. 债务率的动态路径求解

以 D_t 和 B_t 分别表示 t 时期政府财政赤字和公共债务规模， i 表示名义利率，忽略现金收入或支出（如资产出售和购买）等在给定公共赤字水平时可能影响公共债务的项目。则公共债务的动态变化轨迹可以表示为

$$B_t = (1+i)B_{(t-1)} + D_t$$

以 d_t 和 b_t 表示 t 时期基础赤字和公共债务规模占名义GDP的比例， n 表示名义增长率， g 表示实际增长率， π 表示GDP平减指数， r 表示实际利率，则有：

$$n = g + \pi$$

$$i = r + \pi$$

债务的动态演化可以表示为

$$B_t/GDP_t = (1+i)B_{(t-1)}/GDP_t + D_t/GDP_t$$

$$\text{即：} B_t/GDP_t = (1+i)B_{(t-1)}/GDP_{(t-1)} \times GDP_{(t-1)}/GDP_t + D_t/GDP_t$$

化简可得：

$$\begin{aligned} b_t &= [(1+i)/(1+n)]b_{(t-1)} + d_t \\ &\approx (1+i-n)b_{(t-1)} + d_t \\ &\approx (1+r-g)b_{(t-1)} + d_t \end{aligned}$$

由上述公式可知，债务率的动态路径取决于名义利率与名义GDP增速的差（或实际利率与实际增速的差）、上一期债务率以及当期的基础赤字率水平。若要保持债务率不变，则与之对应的赤字率水平 d_t 约等于 $(g-r)b_t$ 。给定不同的情景，本文均按照上述迭代公式计算债务率的动态路径。

5. 不同情景下债务率的动态路径

(1) 情景1 债务率动态路径分析

原口径（狭义口径）下，债务率水平略有上升：2017年底，预算内（狭义）债务率为36.9%；截至2023年，债务率将略微上升至43.2%；截至2027年，债务率水平上升至47.3%。GDP增长率减缓了债务率的上升，利率加快了债务率的上升，总效应为负。但不足以抵消赤字率上升带来的正向影响（见表8）。由此可见，随着23号文件的严格执行，地方政府预算外融资活动立即停止，狭义债务率水平将缓慢上升。

表8 2016—2027年债务率和赤字率动态路径和贡献分解（情景1）

单位：%

年份	真实值		预测值									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
基本经济参数：												
实际GDP增速	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5	5.3	5.2	5.1	5.0
GDP平减指数	-0.1	1.9	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
名义GDP增速	6.7	8.9	8.7	8.9	8.7	8.3	8.0	8.0	7.7	7.5	7.4	7.3
名义利率	3.9	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
债务率：												
原口径		36.9	37.8	38.8	39.9	41.0	42.1	43.2	44.2	45.3	46.3	47.3
并表口径		67.4	66.7	66.2	65.9	65.7	65.7	65.7	65.8	66.0	66.1	66.4
财政赤字率：												
财政收入/GDP	2.9	2.9	2.8	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8
财政收入/GDP	34.7	35.9	34.8	34.0	33.2	32.4	31.6	30.8	30.0	29.2	28.4	27.6
财政支出/GDP	37.6	38.8	37.6	37.0	36.3	35.4	34.6	33.8	32.9	32.1	31.2	30.4
原口径：												
债务率变动			0.9	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
债务自动路径			-1.9	-2.0	-2.0	-1.9	-1.9	-1.9	-1.9	-1.8	-1.8	-1.8
利率贡献			0.4	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
增长率贡献			-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2	-2.1	-2.1	-2.1	-2.2	-2.2
并表口径：												
债务率变动			-0.6	-0.5	-0.3	-0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2
债务自动路径			-3.4	-3.5	-3.4	-3.2	-3.0	-2.9	-2.8	-2.7	-2.6	-2.6
利率贡献			0.7	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
增长率贡献			-4.1	-3.9	-3.8	-3.6	-3.5	-3.3	-3.2	-3.2	-3.1	-3.1

数据来源：Wind 资讯、CEIC 数据库。

并表口径（广义口径）下，债务率水平先降后升，总体变动幅度不大：2017年底，并表后（广义）债务率为67.4%；截至2023年，债务率降至预测期最低水平65.7%；截至2027年，广义债务率将上升至66.4%。GDP增长率同样减缓了债务率的上升，利率加快了债务率的上升，总效应同样为负。由于并表后广义债务率初始值大幅上升，导致GDP与利率对债务率水平的降低几乎与赤字率对债务率水平的提升相当（见表8）。由此可见，如果按照历史上财政收支的轨迹发展，广义债务率水平并不会快速上升，已接近于收敛（稳态）水平。

图27给出了2017—2027年情景1的赤字率预测和两种口径下的债务率发展轨迹。总体而言，两种口径下的债务风险均可控。

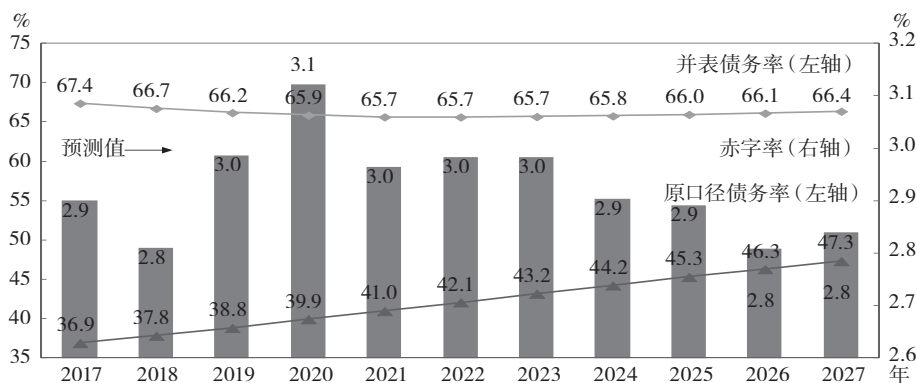


图27 2017—2027年债务率和赤字率趋势（情景1）

情景1当中有两处需要说明的地方：其一，“并表”后的债务率不会快速上升（甚至一度下降），而原口径的债务率则会持续上升，主要是因为给定的名义GDP增速和名义利率差异下（5%左右），如果要把“并表”后的债务率维持在较高的水平上（65%左右）不再发生变化，与之相匹配的赤字率是3.2%左右；在同样的经济增速、利率差异（5%）水平下，如果初始债务率在较低的35%，赤字率还是3.2%，债务率则会持续上升，最终趋向65%左右的稳态水平。其二，该情景下预算内支出对基建投资的资金支持只有当前基建总规模的16%左右，大部分基建投资的资金来自地方政府融资平台增加的负

债。在这个情景下，地方政府不能增加显性^①或者隐性债务投资基建，基建投资会因此大幅下降，短期内经济可能严重偏离潜在产出水平，中长期内潜在GDP增速也可能因为缺少基建支持而持续下降。

(2) 情景2债务率动态路径分析

根据前面的分析可知，在不提高预算内赤字率的情况下，仅依靠预算内资金对公益类或准公益类项目进行投资，基建投资将出现大幅下滑（相比于按照名义GDP增速增长），进而会对经济增长产生影响。此时，宏观经济变量中的名义GDP增速、实际GDP增速和GDP平减指数都会偏离基准假定。因此，准确地估计基建投资缺口以及其对宏观变量的影响显得至关重要。通过计算得知（见表9），在情景2中，基建投资缺口将从2018年的5.3万亿元逐年扩大到2027年的10.4万亿元。

基于基建投资缺口预测值，本文进一步测算了2018—2027年基建投资增速、固定资产投资增速^②，再分别与名义GDP增速、实际GDP增速、固定资产投资增速建立VAR模型，研究发现：直接以基建投资缺口估计对GDP增速的影响在统计上并不显著，但通过计算基建投资缺口对固定资产投资增速的影响，便可以间接估计基建投资缺口对GDP增速的影响。根据VAR模型建立迭代关系式，并将固定资产投资增速（预测值）代入模型中，可以逐期迭代计算名义GDP增速、实际GDP增速（并得到GDP平减指数）^③。

根据迭代关系式，对基本经济参数进行修正。可以得知（见表9）：由于基建投资大幅下滑，实际GDP增速将从2018年的6.2%下降到2027年的3.4%，名义GDP增速更是将从2018年的8.1%下降到2027年的4.6%，GDP平减指数从2018年的1.9%下降到2027年的1.2%。经济增速较情景1中的基准经济增速下降20%~30%。经济增速的大幅下滑也将使得债务率呈现上升压力。

① 这是因为情景1假定了预算内赤字率按照全口径预测轨迹发展，不能新增预算内赤字。

② 假设固定资产投资仅基建投资部分下滑。

③ 迭代关系式如下：名义GDP增速= $-0.126 \times$ 名义GDP增速(-1) + $1.202 \times$ 实际GDP增速(-1) + $0.168 \times$ 固定资产投资增速；实际GDP增速= $-0.239 \times$ 名义GDP增速(-1) + $1.15 \times$ 实际GDP增速(-1) + $0.083 \times$ 固定资产投资增速；固定资产投资增速=根据基建投资缺口测算的各期预测值。

表9 2016—2027年债务率和赤字率动态路径和贡献分解（情景2）

单位：%

年份	真实值		预测值									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
基本经济参数：												
实际GDP增速	6.7	6.9	6.2	5.5	5.3	5.0	4.7	4.4	4.1	3.9	3.7	3.4
GDP平减指数	-0.1	1.9	1.9	1.5	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.2
名义GDP增速	6.7	8.9	8.1	7.0	7.0	6.6	6.2	5.8	5.5	5.2	4.9	4.6
名义利率	3.9	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
基建投资（万亿）：												
预算内基建投资		—	2.3	2.5	2.6	2.8	2.9	3.1	3.3	3.4	3.6	3.7
总基建投资		—	12.1	13.1	14.2	15.3	16.4	17.8	19.2	20.7	22.4	24.2
基建投资缺口		—	5.3	5.8	6.3	6.9	7.5	8.1	8.7	9.3	9.8	10.4
债务率：		67.4	67.1	67.5	68.2	68.8	69.7	70.8	72.1	73.5	75.1	76.8
财政赤字率：	2.9	2.9	2.8	3.0	3.1	3.0	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8	2.8
财政收入/GDP	34.7	35.9	34.8	34.0	33.2	32.4	31.6	30.8	30.0	29.2	28.4	27.6
财政支出/GDP	37.6	38.8	37.6	37.0	36.3	35.4	34.6	33.8	32.9	32.1	31.2	30.4
债务率变动：			-0.3	0.5	0.6	0.7	0.9	1.1	1.3	1.4	1.5	1.7
债务自动路径：			-3.1	-2.5	-2.5	-2.3	-2.1	-1.9	-1.7	-1.5	-1.3	-1.1
利率贡献			0.8	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4
增长率贡献			-3.9	-3.4	-3.3	-3.2	-3.0	-2.9	-2.8	-2.7	-2.6	-2.5

数据来源：Wind资讯、CEIC数据库。

考虑到基建投资下滑对宏观经济的影响，“并表”后广义债务率水平将逐年上升：2017年底，广义债务率为67.4%；至2023年，广义债务率水平将略微上升至70.8%；截至2027年，广义债务率水平将进一步上升至76.8%。由此可见，随着23号文件的严格执行，预算外地方政府融资活动停止，如果预算内赤字率水平按照全口径预测轨迹发展（常年维持在3%左右），基建投资缺口将逐年扩大，导致名义GDP和实际GDP增速快速滑落，广义债务率水平将稳步上升（如图28）。

需要说明的是，此时广义债务率水平的上升主要是由于名义GDP增速降低，导致经济增速与利率差异从5%左右逐渐降低到1.5%左右。如果赤字率基本维持在3%的水平上，则债务率的稳态水平将达到100%左右^①。

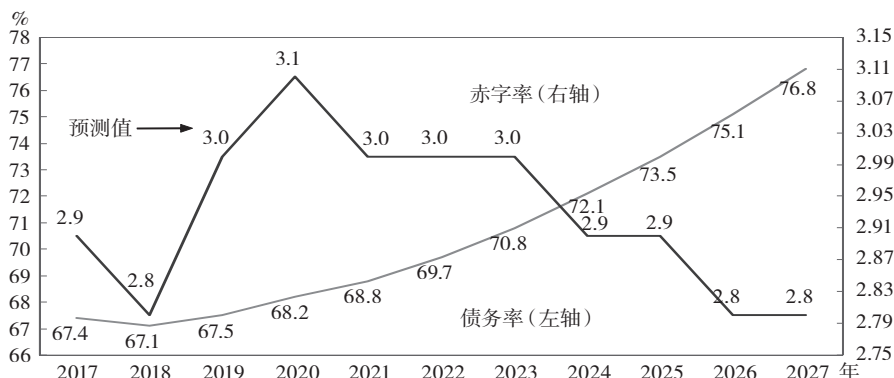


图28 2017—2027年债务率和赤字率趋势 (情景2)

(3) 情景3 债务率动态路径分析

无论在情景3.1还是在情景3.2中，预算内赤字率水平都将大幅提高，广义债务率水平快速提升：无论在何种情景中，预算内赤字率都将维持在9%左右的高位水平。在情景3.1中，基建投资增速在2023年后出现小幅下降，因此预算内赤字率水平也会略有减少。由于赤字率的减少，情景3.1中2023年以后的债务率水平较情景3.2小幅降低。因此，两种情景在2018—2022年债务率完全一致，均从67.4%上升至91.0%，债务率年均增加4.72%。2023—2027年，情景3.1的债务率水平略低于情景3.2。截至2027年，两种情景下债务率水平将分别达到111.3%和112.8%（见表8）。

图29描绘了2017—2027年情景3.1和情景3.2赤字率和债务率的发展轨迹。结果显示，在不增加预算外负债的前提下，要保持适当的基建投资增速，必须扩大预算内赤字水平，这也将导致广义债务率水平大幅攀升（高于情景1和情景2中同期的债务率水平）。

^① 名义GDP增长率与名义利率的差异按照2018—2027年的平均值3%计算。

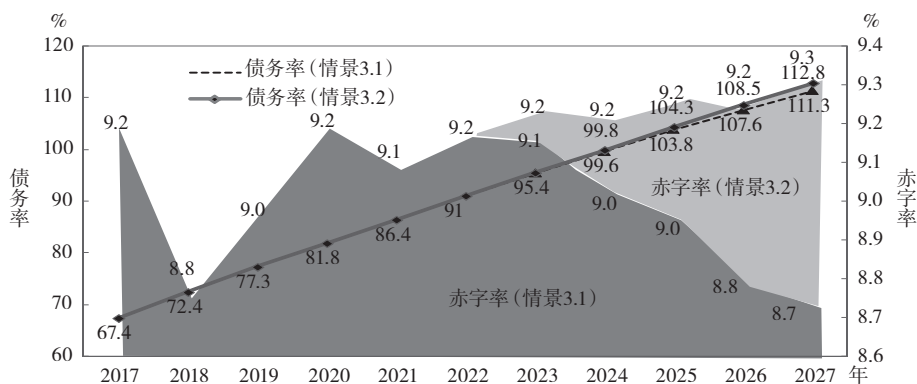


图29 2017—2027年债务率和赤字率趋势（情景3）

预测结果显示，随着23号文件的严格执行，预算外地方政府投融资活动停止，为保持合理的基建投资增速，广义赤字率水平将大幅提升，随着时间的发展，广义债务风险将非常巨大。如果赤字率常年维持在9%左右，而经济增速与利率差异保持在5%左右，则广义债务率的稳态水平将达到180%左右。

本文并不试图探讨如此高的赤字率是否会带来不利的影响^①，但通过计算2008—2017年可比较的赤字率水平^②，能够为2018—2027年赤字率水平的可承受性提供参考。

图30显示了2008—2017年我国可比较赤字率水平。结果表明：2017年前，我国政府可比较赤字率水平波动较大，2011年最低达到过2.8%，2009年最高达到过9.3%。过去10年间，可比较赤字率在8%左右的年份有5年，占

^① 例如，中央政府可能会担心高企的赤字率水平会向国际社会传递不佳的信号，引起国际社会对中国经济发展前景的悲观预期。

^② 可比较的赤字率计算方法如下：首先，计算2008—2017年公益类或准公益类基建投资资金扣除预算内基建支出的剩余部分；其次，将剩余资金部分除以名义GDP，得到预算外赤字率；最后，将预算内赤字率与预算外赤字率相加。这种方法保证了“并表”前后赤字率的可比较，因此又叫做可比较赤字率。

表 10 2016—2027 年债务率和赤字率动态路径和贡献分解（情景 3）

单位：%

年份	真实值		预测值									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
基本经济参数：												
实际 GDP 增速	6.7	6.9	6.6	6.4	6.3	6.0	5.7	5.5	5.3	5.2	5.1	5.0
GDP 平减指数	-0.1	1.9	2.0	2.3	2.3	2.2	2.2	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2
名义 GDP 增速	6.7	8.9	8.7	8.9	8.7	8.3	8.0	8.0	7.7	7.5	7.4	7.3
名义利率	3.9	3.5	3.2	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
债务率：												
情景 3.1		67.4	72.4	77.3	81.8	86.4	91.0	95.4	99.6	103.8	107.6	111.3
情景 3.2		67.4	72.4	77.3	81.8	86.4	91.0	95.4	99.8	104.3	108.5	112.8
赤字率：												
情景 3.1		9.2	8.8	9.0	9.2	9.1	9.2	9.1	9.0	9.0	8.8	8.7
情景 3.2		9.2	8.8	9.0	9.2	9.1	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2	9.3
情景 3.1：												
债务率变动			5.0	4.9	4.6	4.5	4.6	4.4	4.2	4.2	3.8	3.7
债务自动路径			-3.4	-3.8	-4.0	-4.0	-3.9	-4.1	-4.1	-4.1	-4.2	-4.2
利率贡献			0.7	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
增长率贡献			-4.1	-4.3	-4.5	-4.5	-4.6	-4.6	-4.7	-4.8	-4.9	-5.0
其他变动			-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8
情景 3.2：												
债务率变动			5.0	4.9	4.6	4.5	4.6	4.5	4.4	4.4	4.2	4.3
债务自动路径			-3.4	-3.8	-4.0	-4.0	-3.9	-4.1	-4.1	-4.1	-4.2	-4.3
利率贡献			0.7	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
增长率贡献			-4.1	-4.3	-4.5	-4.5	-4.6	-4.6	-4.7	-4.8	-5.0	-5.1
其他变动			-0.3	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.8

数据来源：Wind 资讯、CEIC 数据库。

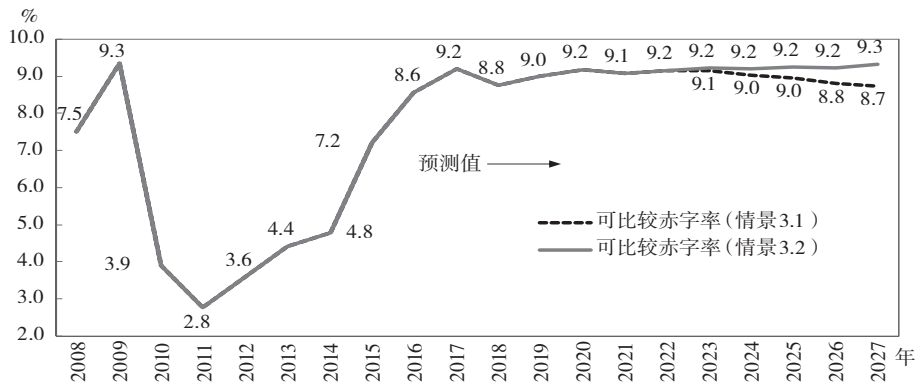


图 30 2008—2027 年中国可比较赤字率趋势

据了一半的比例。由此可知，2018年以后，广义赤字率达到9%并非不可接受，它仅仅是政府隐性负债显性的一个必然过程。但广义债务率的快速攀升值得重视，这将引起债务风险的快速积累。

此外，从国际比较来看，发达国家尽管经济增速和利率之间的差距小，对未来债务率的自动削减能力弱，但是在金融危机后的十年里，平均财政赤字率却很高。2008—2017年期间，美国、日本、英国、欧元区、印度等经济体的财政赤字率分别为6.9%、6.8%、6.0%、3.5%和7.8%，中国同期平均赤字率仅为1.5%。赤字率较低的欧元区出现了主权债务危机，而其他国家则幸免于此，由此可见赤字率和债务率与经济和金融风险的关系是模糊的。

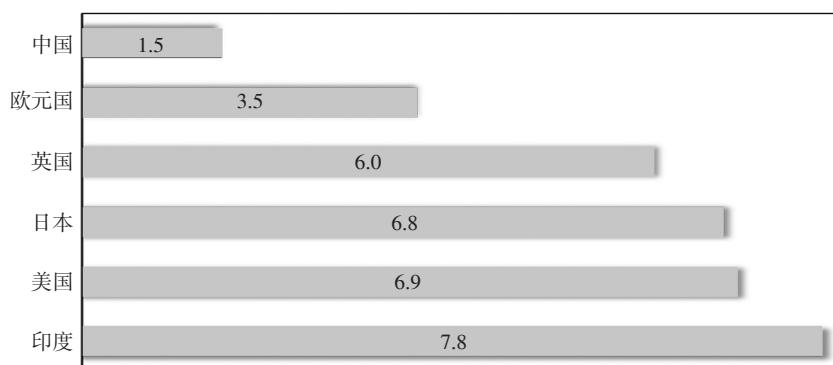


图31 2008—2017年财政赤字率均值比较

三、小结与建议

中国财政收支在总量和结构方面的变化轨迹在向高收入国家靠拢，同时也存在一些非常突出的问题。当前最突出的问题是如何安排未来的财政赤字率。

以财政部23号文件为代表的对地方政府债务严格管理的规定出台以后，堵上了地方政府债务过度扩张的“后门”，但接下来打开“前门”的任务还很艰巨。首先，要厘清地方隐性债务中哪些是难以交给市场的公益/准公益性质

项目，哪些是可以交给市场的有充分现金流保障的项目，还有哪些是已经坏掉的项目，针对不同的项目需要对接不同的处理方法。

其次，对公益和准公益类的历史债务要认账，对公益和准公益类的新增建设项目要买账，对非公益的尽快市场化处理。认账和买账，会增加赤字率和债务率，这是将财政赤字显性化、透明化，便于今后更加科学的管理，有助于维护宏观经济稳定，有助于降低全社会经济风险，也有助于降低未来的真实财政负担。

最后，如何确定未来的财政赤字率。23号文件堵上了地方政府举债的“后门”以后，“前门”还远远不够宽。当前，预算内支持基建的资金和地方政府专项债务融资远不足以支持公益/准公益性质的基建投资。如果仍然保持3%左右的赤字率，将远不足以弥补基建投资缺口，未来GDP增速将持续地受到大幅负面影响。如果迫于经济增长和社会稳定压力，23号文件将难以真正执行，这等于是走了回头路，放弃了前期努力工作的成果。为了避免基建投资急剧下挫及其对GDP增速的负面影响，同时坚持23号文件精神，则必须大幅增加财政赤字率，这也将导致显性化债务率的快速提升。从国际经验来看，财政赤字率和债务率与债务风险的关系较为模糊；从历史经验来看，计入公益/准公益性项目债务的赤字率大幅上升也常有发生，并不危及政府信用。额外提高财政赤字率不低于3个百分点很有必要。避免赤字率与债务率上升引发过高风险的关键不仅在于控制债务率的高低，更重要的是债务所对应的投资是否真正发挥了作用，投资于人口流入的大城市或东部沿海区域往往更有效。

Fiscal Policy “Open the Front Door”

ZHANG Bin etc.

(China Finance 40 Forum)

Abstract: Since this year, the Ministry of Finance and the new regulations on capital management have strengthened the management of local government debts. The superposition of the two has led to a sharp decline in the growth rate of social finance. At present, China’s economy is in the downward channel. Capital investment is one of the most important aspects to promote the next economic growth. However, the financial support for capital construction in the current budget can not meet the reasonable needs in reality. Therefore, fiscal policy needs to be more active. Many scholars have debated whether the deficit rate will exceed 3% next year, which should be linked to local and historical debt. According to estimates, on the premise of recognizing historical debt, the government debt rate will increase to 65%. To buy new construction projects of public welfare and quasi-public welfare, it will need an additional 3–6 percentage points increase in the fiscal deficit rate in the next 10 years. Governments need to avoid high debt ratios, but an appropriate debt rate is also needed. In short, China should draw a clear line between local government debt, open the front door for local governments to borrow reasonably, and make fiscal debt and deficit explicit and standardized.

Key words: Fiscal Policy, Infrastructure Investment, Deficit Rate, Government Debt Ratio