



## 逆周期公共部门支出和政府债务可持续性

- 运行环境：发达经济体利率上升和地缘政治冲突引发经济衰退风险；大宗商品价格普遍走弱；国内财政支出后劲不足，社融增速放缓。
- 运行特点：内需不足，外需回落，物价下行，失业压力上升。
- 未来展望：消费和房地产投资恢复性增长，经济恢复的主要阻力是非公有部门投资乏力。
- 应对措施：提振宏观经济景气程度的一揽子刺激计划；大幅度降低政策利率；显著提高公共部门的支出增速；保持有助于增强房地产市场活力的政策支持，通过政策性住房金融机构帮助房地产市场尽快走出困境。

### 专题：逆周期公共部门支出和政府债务可持续性

- 我国预算内公共财政政策没有明显的逆周期特征，以基建投资为代表的公共部门支出有明显的逆周期特征。逆周期支出显著提高了当期的收入、消费和经济景气程度，对其他部门更多是挤入而非挤出效应。
- 减少逆周期的挤出效应关键在于两条界限，一是不引发过高的通胀，二是不涉及非公有部门经营领域。
- 我国私人部门储蓄与投资的缺口持续放大，政府债务/GDP 比率空间上升。政府债务风险与通胀而非政府债务率联系更紧密，保持合理的名义 GDP 增速和基础赤字率是债务可持续性的关键。
- 广义政府债务/GDP 目标 90%-100%，未来除了有 10%-20% 的债务提升空间，将基础赤字率 4.5%-6% 之间能够维持政府债务率稳定在这个目标区间（包含政府债务利息的赤字率 6%-7% 之间）。采取逆周期政策期间，基础赤字率可显著高于这个平均水平。
- 逆周期公共支出增长对政府和全社会都不是以牺牲未来利益为代价的，不是寅吃卯粮。
- 关注和提高公共部门的支出效率非常有必要，不能仅凭项目自身的商业回报率判断支出项目效率。



## 外部环境：利率上升和地缘政治冲突引发经济衰退风险

2022年4季度，摩根大通全球综合 PMI 和全球制造业 PMI 均值分别为 48.4 和 48.9，均较 2022 年 3 季度均值下降 1.5 个百分点。受高通胀下货币政策紧缩、疫情反复、地缘政治冲突、粮食和能源危机等多重因素影响，全球经济景气程度持续放缓。分国家来看，美国、欧元区、日本和巴西 4 季度制造业 PMI 均值均不同程度下降，特别是巴西的降幅较明显。印度和俄罗斯 4 季度制造业 PMI 均值持续有所好转。

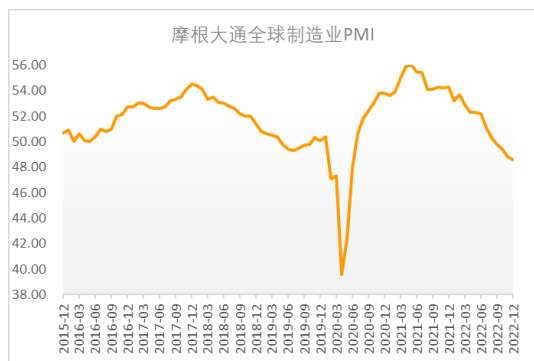


图 1 摩根大通全球制造业 PMI

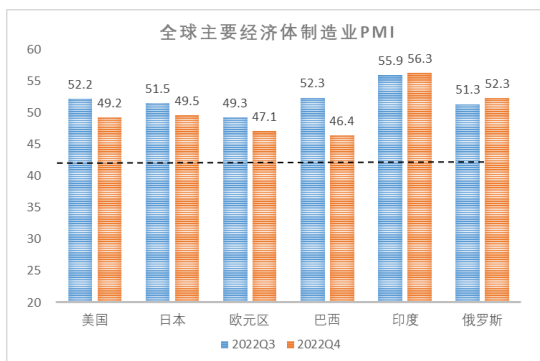


图 2 全球主要经济体制造业 PMI

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

**全球经济表现出韧性，仍需警惕衰退风险。**1月10日，世界银行发布的《全球经济展望》报告，将2023年全球经济增长预期下调至1.7%，较去年6月的预测下调1.3个百分点，为近30年来第三低水平，仅次于2009年和2020年的全球经济衰退。报告指出，预计新兴市场和发展中经济体的投资增长率仍将低于过去20年的平均水平。任何额外的负面冲击，如通胀上升、政策收紧或金融压力，都可能将全球经济推入衰退<sup>1</sup>。1月31日，国际货币基金组织在最新一期《世界经济展望》中上调2022年和2023年全球经济增长预期至3.4%和2.9%，较10月预测均上调0.2个百分点。这是近一年来，IMF首次提高2023年全球经济增速预测值。报告指出，发达经济体央行提高利率以对抗通胀以及俄乌冲突仍在持续拖累全球经济，但经济增长显示出了令人惊讶的韧性，中国重新开放也有利于经济活动的迅速反弹。全球通胀率预计将从2022年的8.8%下降至2023年的6.6%和2024年的4.3%。但即便到了2024年，超过80%的国家年均总体通胀和核心通

<sup>1</sup> “A Second Year of Sharply Slowing Growth”.

<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>



胀仍将高于疫情前的水平<sup>2</sup>。

**大宗商品价格普遍走弱。**在全球流动性紧缩和经济下行预期加剧的影响下，2022年4季度末CRB大宗商品价格综合指数为557.9，较3季度末回落1.7%。其中，油脂、工业原料分项分别下降5.9%和1.6%，金属分项上升3.0%。4季度，布伦特原油现货和期货价格小幅震荡上行至101.8美元/桶和98.6美元/桶，然后回落至81.4美元/桶和85.9美元/桶，分别较3季度末下跌7.5%和2.3%。今年石油市场同样充满不确定性。短期波动取决于全球经济下行压力和俄罗斯原油的被动减少。长期来看，中国进一步复苏和全球经济企稳预期有望恢复需求端的活力。国际能源署（IEA）1月的月度报告指出，2023年石油市场前景有两大未知因素：俄罗斯和中国。2023年，全球石油需求将增加190万桶/日，达到创纪录的1.017亿桶/日，其中将近一半来自中国需求。随着俄罗斯的石油供应在制裁的全面影响下放缓，先前供应充足的石油平衡将趋紧<sup>3</sup>。动力煤和天然气价格回调，分别从3季度末的414.8美元/吨和352.9便士/色姆回落4季度末的402.0美元/吨和186.1便士/色姆。国际有色金属价格较3季度都有不同程度回升。其中LME铜回升9.7%，LME铝回升8.3%，LME锌价格基本持平。除大豆之外，国际农产品价格较3季度都有不同程度回调。其中，CBOT玉米价格回落3.1%，CBOT小麦价格回落12.1%，CBOT大豆价格回升3.3%。

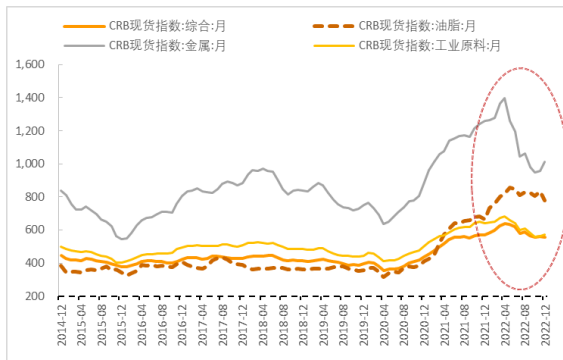


图3 CRB 大宗商品价格指数



图4 国际能源价格

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

<sup>2</sup> “INFLATION PEAKING AMID LOW GROWTH”。

<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2023/01/31/world-economic-outlook-update-january-2023>

<sup>3</sup> IEA (2022), Oil Market Report - October 2022, IEA, Paris <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-october-2022>



**美国通胀有所缓解，美联储放缓加息步伐。**2022年12月，美国CPI同比增速为6.5%，核心CPI同比增速为5.7%，较2022年9月回落1.7和0.9个百分点。美国就业增长依然强劲，劳动力市场仍然偏紧。4季度，美国平均失业率为3.5%，已经达到疫情前水平；平均新增非农就业人数24.9万，劳动参与率维持在62.3%左右。2月1日，美联储在最新的议息会议上宣布上调联邦基金利率25个基点至4.50%-4.75%，这是美联储自去年初以来第八次加息，累计上调政策利率450个基点。美联储指出，在确定未来加息幅度时，将考虑货币政策的累计紧缩效应、货币政策对经济活动和通胀影响的滞后性以及经济和金融市场发展<sup>4</sup>。在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔也表示，尽管通货膨胀最近有所缓和，但仍然过高。高通胀持续的时间越高，高通胀预期变得根深蒂固的可能性就越大。美联储将坚定地致力于使通货膨胀率恢复到2%的目标。考虑到货币紧缩的效果具有滞后效应，委员会减缓了加息速度以更好的评估政策进展<sup>5</sup>。

**欧元区核心通胀居高不下，欧央行宣布大幅加息。**2022年下半年以来，欧元区通胀水平加速上扬，俄乌冲突和能源危机加剧通胀压力。12月欧元区消费者调和价格指数HICP同比增速为9.2%，较9月回落0.7个百分点；核心HICP同比增速为5.2%，较9月回升0.4个百分点。电力、燃气及其他燃料价格分项同比增长38.4%，是推高欧元区通胀的主要因素，工业制品和食品价格分项也分别增长12.0%和16.0%。2022年12月15日，欧洲央行管理委员会决定将三大关键利率上调50个基点，这是欧洲央行自去年7月以来的第四次加息，累积加息250个基点<sup>6</sup>。1月23日，欧洲央行行长拉加德在德国表示，欧洲央行将采取一切必要措施使通胀回到2%的目标水平，并指出在即将召开的议息会议上将“大幅”加息。市场预计2月欧央行将加息50个基点。俄罗斯和乌克兰的地缘政治冲突以及能源、食品和原材料价格的上涨，正在对欧元区的经济造成显著打击。但是，回顾从去年初冲突爆发到现在，欧洲经济表现出了比预期更强大的韧性。

<sup>4</sup> “Federal Reserve issues FOMC statement”

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230201a.htm>

<sup>5</sup> “Transcript of Chair Powell’s Press Conference Opening Statement February 1, 2023”;

<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20230201.pdf>

<sup>6</sup> “Monetary policy decisions”;

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp221215-f3461d7b6e.en.html>

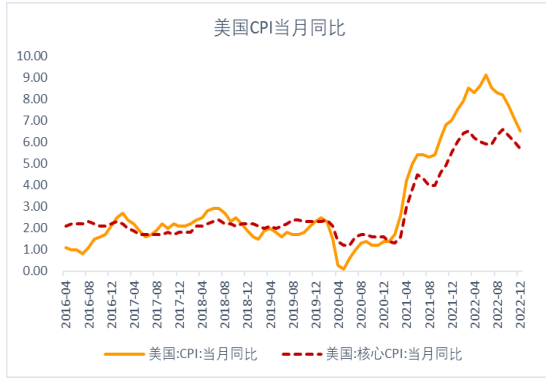


图5 美国通胀水平持续上行

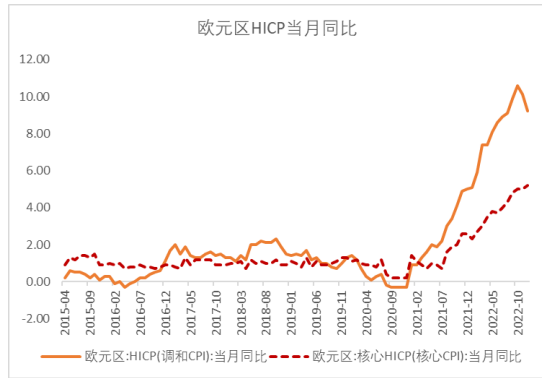


图6 欧元区通胀水平高企

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

**美元指数回落，长期国债收益率上升。**2022年4季度末，美元指数回落至112.2，较3季度末下跌了7.7%。欧元、英镑、日元等非美货币相应走高。受主要发达经济体持续加息和避险情绪影响，主要经济体长期国债收益率上升：去年4季度末，美国十年期国债收益率较3季度末上升5个基点至3.88%，欧元区十年期国债收益率较3季度末上升42个基点至2.56%，日本十年期公债收益率较3季度末上升18个基点至0.45%。金融市场风险值得关注。货币政策收紧可能会引发资产重新定价，增加金融市场的波动性，还有可能对实体经济产生连锁反应。IMF在最新一期《世界经济展望》提出，由于货币状况趋紧和增长放缓可能影响金融和债务稳定，有必要部署宏观审慎监管工具并加强债务重组框架。据估计，约有15%的低收入国家陷入债务困境，另有45%的国家面临债务困境的高风险，约25%的新兴市场经济体也面临债务困境的高风险<sup>7</sup>。



图7 美元指数

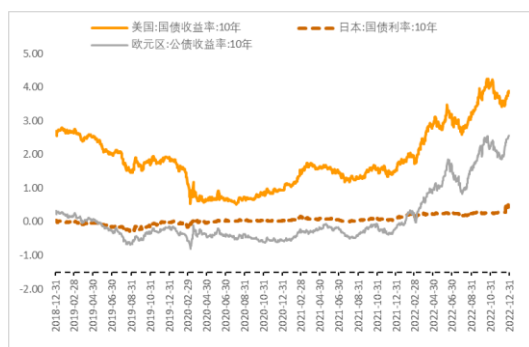


图8 十年期国债收益率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

<sup>7</sup> “A Second Year of Sharply Slowing Growth”.

<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>



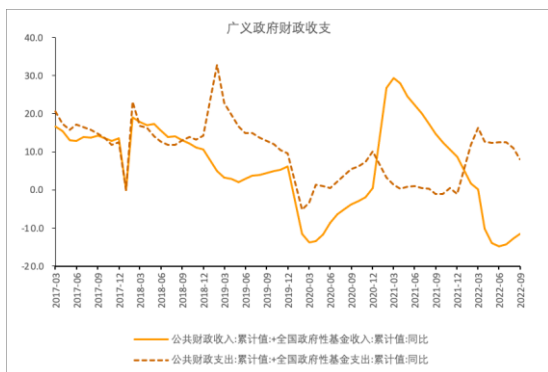


## 内部环境：财政支出后劲不足，社融增速放缓

财政收支面临缺口。2022年1-12月，政府公共财政支出累积同比增速5.8%，政府基金性支出同比增速-2.7%，广义财政支出同比增速3.1%，较3季度末下降4.9个百分点。2022年公共财政支出和政府基金支出都显著低于预算支出计划。<sup>8</sup>1-12月，政府公共财政收入同比增速0.6%，政府基金性收入同比增速-20.6%，广义财政收入同比增速-6.3%，较3季度末少降5.2个百分点，依然较大幅度落入负增长区间。2022年专项债发行使用工作进度明显快于往年，财政前置导致支出后劲不足，基建相关支出回落。

社融存量增速下降，新增社融规模不及去年同期。截至2022年12月，社会融资规模存量增速较3季度末回落1.0个百分点至9.6%，M1同比增速较3季度末回落2.7个百分点至3.7%，M2同比增速较3季度末回落0.3个百分点至11.8%。去年4季度新增社会融资规模4.2万亿，较去年同期减少2.4万亿。

金融市场利率总体稳定，信用利差攀升。2022年4季度，银行间市场利率回升。存款类金融机构7天质押式回购加权利率（DR007）12月均值为1.91%，较9月上升16个基点；银行间7天质押式回购加权利率（R007）12月均值为2.12%，较9月上升62个基点。信用利差震荡上升。3年期低信用等级（AA-）公司债收益率与同期国债收益率的信用利差自3季度末的3.35%回落至11月中旬的3.22%，然后震荡上行至季末的3.97%。



<sup>8</sup> 2022年两会后发布的预算草案：全国一般公共预算支出267125亿元（含中央预备费500亿元），增长8.4%；全国政府性基金预算支出138991.34亿元，增长22.3%。2022年执行情况：全国一般公共预算支出260609亿元，比上年增长6.1%。全国政府性基金预算支出110583亿元，比上年下降2.5%。



图9 广义政府财政收入与支出

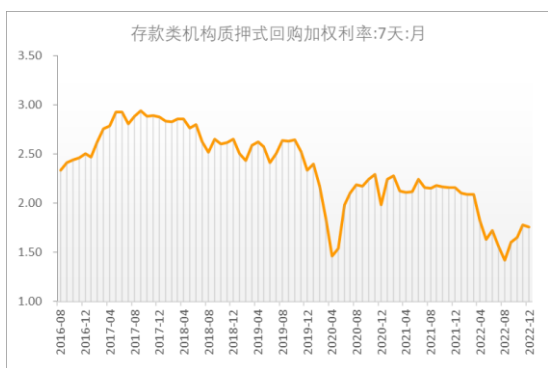


图11 DR007

图10 社会融资规模存量同比增速



图12 低评级企业信用利差

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

人民币汇率保持弹性。2022年，美联储加息推动美元指数大幅上升，多国货币不断贬值，人民币/美元汇率波动显著加大。自2022年11月后，美联储加息预期放缓、国内疫情防控政策调整、房地产金融政策支持以及企业结汇需求增加，人民币双边和多边汇率均出现明显回调。人民币/美元汇率从去年3季度末的7.09持续升值至4季度末的6.93。进入2023年，市场对中国经济加速重启的预期继续推高人民币汇率走高至1月末的6.76。篮子汇率指数（CFETS）从3季度末的101回落至4季度末的98.7，下降2.3%。人民币汇率弹性增加，充分发挥了内外部冲击的“减震器”作用，促进了跨境资金流动趋于平衡。在面对国内国际诸多挑战时，多方面力量支持人民币汇率，金融市场高水平对外开放有助于增强外资中长期持有人民币资产的信心，外汇市场深度和成熟度有助于市场行为更加理性。

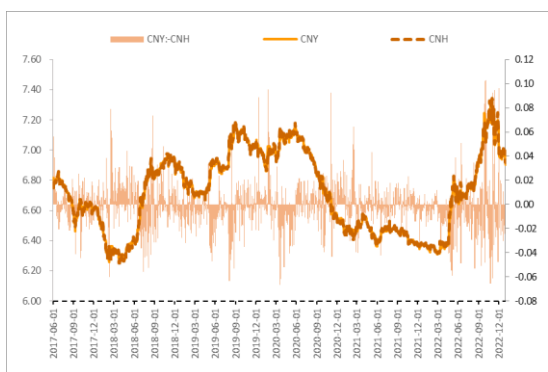


图13 在岸与离岸汇率



图14 人民币篮子汇率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。



## 运行特征：内需不足，外需快速回落

2022 年我国不变价 GDP 同比增长 3.0%。在经历了三季度经济增速的企稳回升后，四季度经济运行受到疫情多发和 12 月感染高峰的影响，GDP 当季同比增速较三季度下降 1 个百分点至 2.9%。疫情深度扰动工业生产节奏，叠加地产探底和外需不振，四季度工业生产逐月走弱。需求方面，固定资产投资内部结构分化依旧，房地产投资持续探底，全年降幅为 10%，基建投资继续展现支撑作用，制造业投资受疫情和外需影响有所下行但保持韧性。居民消费中，商品零售触底回升，线下消费受疫情带来的场景限制继续走低。发达国家的高通胀影响消费意愿，持续加息也在抑制需求，带动外需继续走弱，出口降幅扩大。2022 年就业难度整体较大，青年群体就业压力更为严峻。核心 CPI 低位运行仍显示总需求不振，PPI 也已重回负值区间。

进入 2023 年，随着疫情防控进入新阶段，各地陆续度过感染高峰，经济正朝向常态恢复。春节期间旅客出行和消费形势较前两年有明显修复，生产景气程度也重回扩张区间，但整体而言较 2019 年同期水平仍有一定差距。综合来看，中国的内部需求大概率已经走过底部，正在逐步修复，“内升外降”趋势正在加强。

### 1、疫情扰动叠加地产探底和外需不振，工业生产逐月走弱

**疫情扰动工业生产，货运物流有所下降。**2022 年 4 季度的工业生产受到疫情形势变化的大幅扰动，并受到房地产投资持续探底和出口下降的影响，工业生产未能延续 3 季度的回升态势，增速逐月下滑。11 月规模以上工业增加值当月同比增速降至 2.2%；12 月疫情防控进入新阶段后，各地陆续迎来感染高峰，降低了有效生产时长，工业生产进一步放缓，规模以上工业增加值当月同比增速降至 1.3%。分三大门类看，制造业受到的负面影响最大，规模以上增加值月同比增速 10-12 月逐月下滑，分别为 5.2%、2%和 0.2%。采矿业与电热燃气及水生产供应业增速降幅则相对较小。房地产投资持续下行，带动钢材（-2.6%）和水泥（-12.3%）产量负增长。4 季度出口显著下降，与出口形势关系较强的纺织服装服饰业规模以上增加值在 10-12 月的月同比增速均低于-10%；计算机、通信和其他电子设备制造业增加值 12 月同比增速也降至 1.1%，较近三年同期都下降了 10 个百分点左右。4 季度物流景气程度也同步下降，货运量季度同比增速降至-5.9%，





较3季度下降4.6个百分点，10-12月当月同比增速分别为-4.7%、-8%和-5.3%。

## 2、投资下行，商品零售触底回弹、线下消费仍受抑制

**固定资产投资总体下行，内部结构分化依旧，房地产投资持续探底，基建投资展现支撑作用，制造业投资有所下行但保持韧性。**2022年全年，固定资产投资累计同比增速5.1%，较1-9月下降了0.8个百分点。投资中主要的拖累因素是房地产开发投资持续探底，10-12月累计同比增速持续下降，全年累计增速为-10%。供给端“保交楼”、支持房地产企业合理融资等政策在三季度及以后陆续集中出台，但由于疫情制约，加之居民收入预期和对期房交付的信心尚未恢复，房地产需求依然不振，2022年全年商品房销售面积累计同比下降24.3%，降幅较1-9月扩大2.1个百分点；新开工面积累计同比下降39.4%，较3季度末多降1.4个百分点；施工面积累计同比下降7.2%，较3季度末多降1.9个百分点。2022年的基建投资持续表现亮眼，上半年地方政府专项债加快发行、下半年政策性银行信贷和政策性金融工具接续发力，全年基建投资增速达到11.5%，较3季度末提高0.3个百分点，发挥了稳投资、稳增长的支撑作用。受制于出口回落与疫情制约，4季度制造业面临一定下行压力，1-12月份，制造业投资同比增长9.1%，较3季度末回落1个百分点。但整体而言，制造业投资维持者较高韧性，以电子、医药为代表的高技术制造业快速发展，相关投资大幅增加。高技术产业投资增长18.9%，快于全部投资13.8个百分点。其中，高技术制造业、高技术服务业投资分别增长22.2%、12.1%。高技术制造业中，医疗仪器设备及仪器仪表制造业、电子及通信设备制造业投资分别增长27.6%、27.2%。

**工业企业效益受损，但行业利润分化有所收敛。**受生产、需求的同步收缩影响，工业企业效益在4季度有所下降。全年全国规模以上工业企业营收同比增长5.9%，较1-9月下降2.3个百分点；利润下降4%，降幅较1-9月扩大1.7个百分点。但随着大宗商品价格涨幅继续回落，工业企业行业间利润分化有所收敛，全年制造业利润占比为76.3%，较1-9月上升2.2个百分点；采矿业利润在工业企业利润中占比为18.5%，较1-9月下降1.5个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业的利润占比为5.1%，较1-9月下降0.7个百分点。

**商品零售触底回弹，线下消费继续走低。**因疫情影响，11月社会消费品零



售总额同比增速降至-5.6%，但随着防控措施优化、收入预期抬升，汽车、家电等耐用品消费在12月有较快回升，医药等必需品消费升幅更大，12月商品零售月同比增速回升至-0.1%，接近回正。但随着12月上旬开始各地开始疫情感染高峰，线下消费场景依然受到抑制，12月餐饮收入月同比下降14.1%，全年餐饮收入累计下降6.3%。

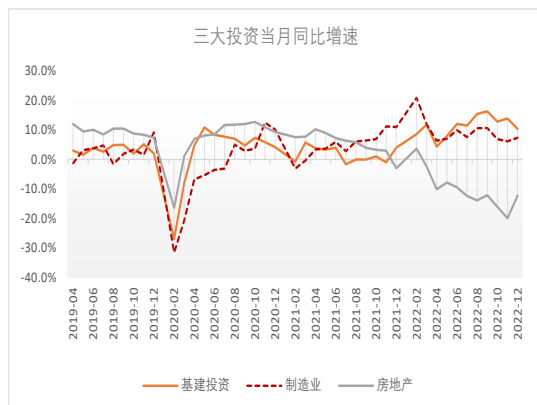


图 15 三大投资当月同比增速

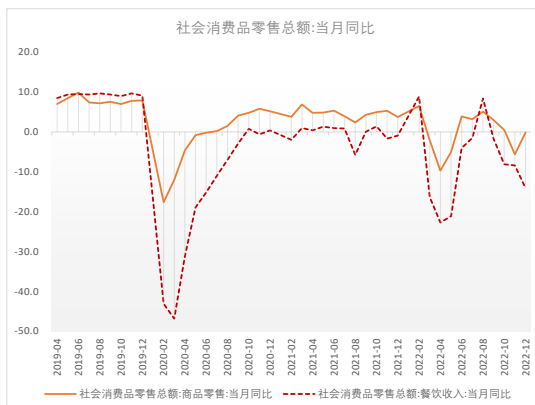


图 16 社会消费品零售总额同比

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

注：2021年的三大投资和社零当月同比数据均做了两年几何平均处理。

**外部需求继续走弱，出口降幅扩大。**2022年4季度，我国以美元计价出口当季同比增速从3季度的10.2%降至-6.6%，降幅达16.8个百分点。4季度我国世界主要经济体的出口均有较大幅度下降，对美国、欧洲、东盟和日韩的出口增速分别为-18.7%、-11.9%、-1.8%和-3.6%。发达国家的高通胀影响消费意愿，持续加息也在抑制需求，12月全球、美国与日本制造业PMI分别下行至48.6%、48.4%与48.9%，成为我国外需走弱的主因。考虑到基期效应，2023年出口增速恢复较高增长的难度较大。

### 3、失业率冲高后小幅回落，青年群体就业压力突出

**就业难度不减，青年群体就业形势严峻。**4季度需求减弱、生产受阻，就业压力增大，平均调查失业率5.6%，较3季度提高0.2个百分点。逐月来看，11月多个大城市疫情散发及相关防控带来失业率冲高，全国和31个大城市调查失业率分别升至5.7%和6.7%；12月随着防控优化，分别回落至5.5%和6.1%。2022年全年就业难度较大，调查失业率平均值5.6%，高于5.5%的目标水平。全国城



镇新增就业 1206 万人，虽然超额完成目标任务，但低于 2021 年 1269 万人的新增规模。青年群体就业形势依旧严峻，16-24 岁人口的调查失业率均值为 17.2%，较 3 季度均值回落 1.6 个百分点，但仍比 2019-2021 年同期均值高 4.9、4.5 和 3.0 个百分点。

**服务业就业景气显著下降，服务业就业压力突出。**10、11 月疫情多点暴发和严格的防控措施给服务业经营继续带来困难，12 月各地感染陆续达峰阶段性制约消费，服务业就业景气程度逐月下降，12 月服务业 PMI 从业人员分项指标跌至 42.9%，成为除疫情首次冲击月份(2020 年 2 月)以外的历史最低值。也明显低于同期制造业 PMI 从业人员指标 44.8%。

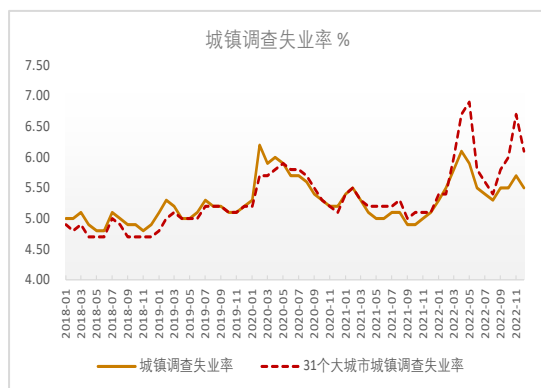


图 17 调查失业率

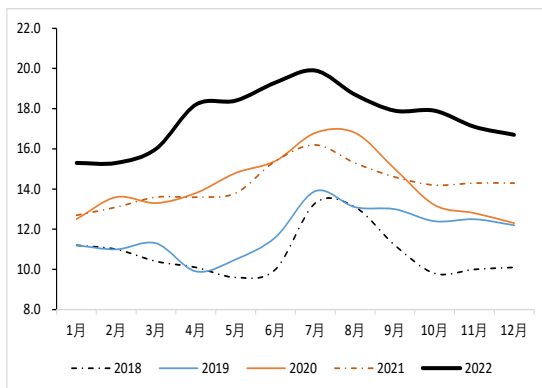


图 18 16-24 岁人口调查失业率

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

#### 4、核心 CPI 仍处低位，PPI 重回负值

反映总需求水平变化的核心 CPI 水平依然处于低位，10-12 月当月同比增速分别为 0.6%、0.6%和 0.7%。疫情防控、感染达峰使得交通工具类 CPI 当月同比增速在 4 季度逐月下降，分别为-1.5%、-2.0%和-2.2%。在高基数效应推动下，PPI 同比增速重回负值区间，从 2021 年底的 10.3%持续回落至 2022 年 10 月的-1.3%，11、12 月分别为-1.3%和-0.7%。基数效应以外，PPI 下降的其他原因主要有两个方面：一是全球经济衰退迹象加深，原油价格大幅回落，石油化工相关产品价格普遍下降；二是 4 季度终端需求偏弱，疫情因素扰动下，主要工业行业开工率有所回落。

#### 5、度过感染高峰，2023 年经济正向常态恢复



随着疫情防控进入新阶段，各地陆续度过感染高峰，2023 年经济正朝向常态恢复。高频数据显示，2023 年春节前后（腊月十六至正月初七）较 2021-2022 年均有明显恢复，全国发送旅客合计恢复至 2019 年同期的 52.5%，分别较 2021、2022 年高 28.6 和 18.4 个百分点。铁路、公路、水路和民航发送旅客人次占 2019 年比重分别为 79.4%、47.7%、51.4%和 68.5%。此外，春节期间小客车流量显著高于 2022 年和 2019 年同期水平，每日基本保持着 10%以上的同比增速，或许说明春节期间客流修复的程度更大。

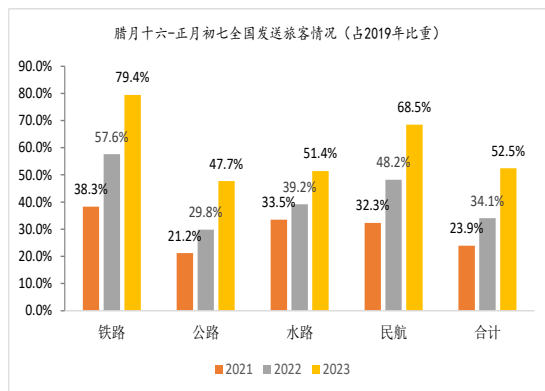


图 19 2023 春节客流情况

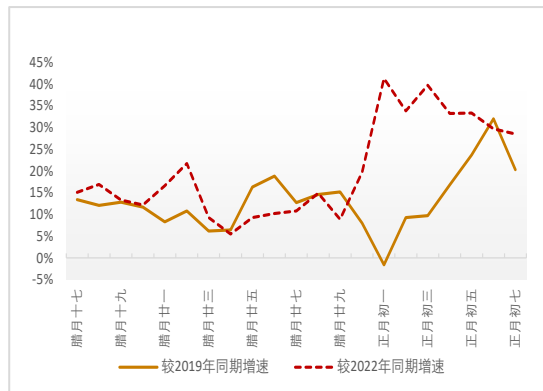


图 20 2023 春节小客车流量增速

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

春节消费复苏情况也较可观，国家税务总局 1 月 27 日发布的增值税发票数据显示，春节假期全国消费相关行业销售收入与上年春节假期相比增长 12.2%，与 2019 年春节假期相比年均增长 12.4%，总体保持平稳增长态势。其中，旅游及住宿服务恢复加快，旅行社及相关服务业销售收入同比增长 1.3 倍，已恢复至 2019 年春节假期的 80.7%。旅游饭店、经济型连锁酒店销售收入同比分别增长 16.4%、30.6%，分别恢复至 2019 年春节假期的 73.4%、79.9%。此外，生活必需品消费保持稳定增长，春节假期，粮油食品等基本生活类商品销售收入同比增长 31.5%。家居升级类商品消费增长较快，家具、五金、文体用品销售收入同比分别增长 15.2%、8.6%和 20.9%。

生产景气程度也有大幅反弹，重回扩张区间。制造业 PMI 在 2023 年 1 月重回荣枯线以上（50.1%）。生产指数环比上行 5.2 个百分点至 49.8%，企业员工感染康复后陆续返岗，工业生产强度有所提振。新订单指数环比大幅 7 个百分点至 50.9%，感染高峰已过，春节期间消费需求有所释放。工业生产经营预期向好，1



月 PMI 生产经营活动预期分项达到 55.6%，环比上行 3.7 个百分点。

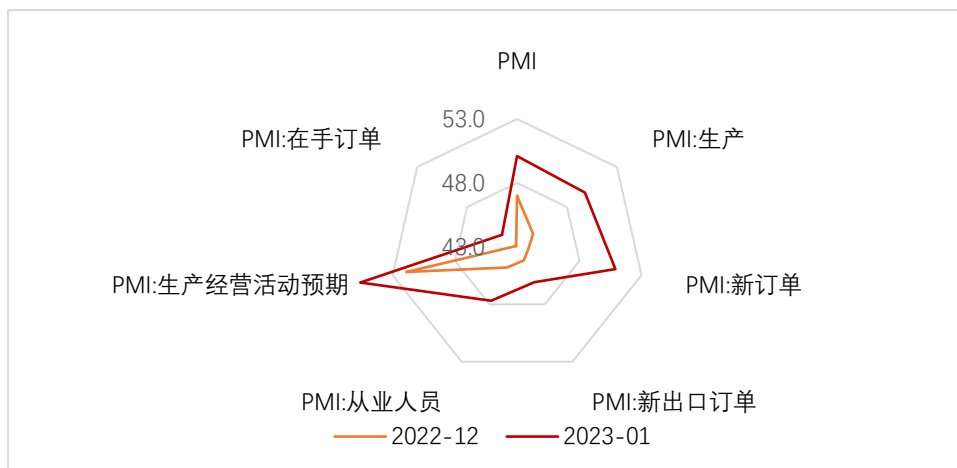


图 21 2023 年 1 月 PMI 及主要分项变化

数据来源：WIND，中国金融四十人论坛。

## 展望及政策建议

中国经济在 2023 年会经历消费和投资带动的经济反弹，出口对经济增长的贡献下降，GDP 经济增速有望在 5.5% 以上。尽管如此，中国经济尚不能恢复到充分就业的合理经济增长水平。制约经济增长的最大难题在于私人部门投资意愿不足，真实利率过高使得投资和储蓄之间不能重建平衡，资源得不到充分利用。

### 1、消费和房地产投资带动经济反弹

新冠疫情三年期间，我国居民部门资产负债表进行了重大调整。一是收入增速下降的同时更大幅度地压缩消费，增加预防性储蓄；二是减少风险资产配置，增加以储蓄存款为代表的资产配置；三是通过提前还贷和减少住房抵押贷款的方式减少负债。居民部门安全资产对刚性支出的覆盖在疫情之前长期稳定在 2 倍左右，疫情期间上升到 2.5 倍。居民部门的资产负债表调整有些是被动的，比如因为疫情的因素无法消费；有些是主动的，比如收入预期的下降和风险偏好的变化促使居民部门不敢消费，不敢买房。

随着疫情因素对消费和收入的负面影响消退，2023 年消费有望向正常状态回归。疫情之前我国城镇居民的平均消费倾向是每 100 元收入支出 66.6 元，2022 年大概是每 100 元收入支出 61 元左右，假定 2023 年平均消费倾向恢复到每 100 元收入支出 64 元，由此带来的城镇居民消费增长 4%；2023 年我国城镇居民可支





配收入能够在 2022 年较低的基期水平上恢复至 7% (低于疫情前三年 7.9% 的平均增速), 由此带来的城镇居民消费增长 7.3%。两方面合计城镇居民消费增长 11.4%。此外, 假定政府消费和农村居民消费增速恢复到疫情前三年的平均增速的 7 成, 即 7.5% 和 7.2%。合并计算以后 2023 年居民消费 9.6%。剔除价格影响后大约 7.5%。

**2023 年投资当中的主要贡献力量来自房地产投资和基建投资, 制造业投资的贡献下降。**房地产企业整体上仍在处于资产负债表重组期, 对未来房地产市场的整体前景不乐观, 房地产投资不能抱有太高期望。尽管如此, 有几方面的积极因素支持房地产投资反弹。一是疫情因素对房地产销售和投资的负面影响逐渐消退, 新出台的住房抵押贷款优惠政策对房地产销售形成支持; 二是金融政策调整, 房地产企业的融资现金流得到补充; 三是房地产在销售下降的同时更大幅度地减少了新开工, 房地产库存处于历史低位, 在房地产企业现金流改善情况下新开工投资有望增加; 四是房地产行业过去一年多有大量该交付但没交付的房, 在房地产企业现金流改善情况下, 施工项目投资有望显著上升, 完成保交楼任务。基于住房销售小幅反弹, 房地产企业放慢去库存速度以及房企加快保交楼任务的假设下, 预计 2023 年房地产开发投资增速 7%。

制造业投资得益于出口大幅增长和企业现金流改善, 在过去两年有不错的表现。但是随着世界经济持续下行, 中国的出口增速也会随之显著下行。假定全球出口增速-0.5%, 中国出口市场份额回落至 14.5% (高于疫情前 13.1%), 出口价格增长 2.5%, 2023 年全年出口增速大约-5%左右。制造业现金流和利润会受到显著影响, 预计 2023 年制造业投资保持 1-2% 的增速。基建投资是能否实现合理经济增速的关键因素。维持基建投资增速 10% 以上对于现实不低于 5.5% 的经济增速是不可或缺的保障。

## 2、扩大内需的主要阻力是非公有部门投资乏力

**投资是收入提高和消费增长的支撑。**从过去经验来看, 固定资产投资与居民投资、工资收入和经济景气程度都是正相关。投资好了, 收入和消费会跟着好转, 经济景气程度高。投资不好, 不能创造更多的收入, 消费也会受到影响, 经济景气程度不高。过去三年, 受疫情和其他多方面因素影响, 非公有企业的产负债表严重受损, 投资能力和投资意愿显著下降, 由此带动的就业、收入和消费增长也受到负面影响。



从宏观角度看，决定非国有企业投资最重要的指标是真实利率。真实利率的分子是利率，决定企业的债务成本，以及企业的资产估值；真实利率的分母是价格，决定企业的收入和利润。真实利率高有助于提升企业投资，低则遏制企业投资。真实利率长期内取决于储蓄和投资的力量对比，中短期内经常会受到政策利率调整的影响。实现供求平衡和充分就业的中性真实利率和现实中的实际真实利率未必保持一致。实际真实利率高于中性真实利率，则会遏制私人部门的投资。疫情期间我们居民部门储蓄大幅上升，企业部门投资意愿大幅下降，与此相对应中性真实利率应该大幅下降。从历史经验来看，在重大公共卫生事件冲击下，发达国家中性利率平均下降 150 基点。本轮新冠疫情冲击对我国经济影响无论是从时间跨度还是影响深度都不逊色于历史上的重大公共卫生事件冲击，真实利率需要较大调整才能重建投资和储蓄之间的平衡。

我国真实利率缺少相应调整，未能有效平衡投资和储蓄之间的平衡。疫情暴发以前 2019 年用 DR007 减去 CPI 的全年平均真实利率是-0.36，2022 年全年平均大概是-0.20，2022 年真实利率甚至高于疫情之前的水平。我国居民部门储蓄和企业投资之间缺口的大幅放大，说明现实中的真实利率未能充分下降，未能充分发挥重建投资和储蓄之间平衡的作用。实现中的真实利率过高，从决策角度看问题出在政策利率调整不够，政策利率的充分调整不仅是降低分子，还能起到太高通胀和扩大分母的作用。我国疫情暴发以来政策利率累计下降 55 个基点，作为对比，2015 年我国经济下行期间政策利率 10 次下调，累计下行 185 个基点。

### 3、政策建议

一是出台提振宏观经济景气程度的一揽子刺激计划。自去年底我国优化防疫政策之后，国内外市场对 2023 年中国经济景气程度的预期快速升温。在乐观预期驱动下，与国内经济相关的大类资产价格均出现显著上涨，国际机构也显著上调了 2023 年中国的增长预期。与此同时，我们更应该看到，中国经济仍处于复苏的起点阶段，消费尚没有完全回到疫情之前的状态，许多领域仍然面临相应中长期问题制约。稳增长的关键在于稳预期。此时推出强有力的一揽子刺激政策，不仅能够对稳定短期经济起到逆周期调节作用，同时更有助于扭转当前部分领域依然存在的悲观预期，对改善市场主体的中长期预期、激发中国经济长期增长潜力同样可以起到积极作用。



二是大幅度降低包括 OMO 和 MLF 利率，带动市场利率曲线整体下移。降低政策利率是降低真实利率的关键，是帮助非公有部门改善资产负债表和增加投资的关键。不仅如此，降低政策利率还能显著改善居民和政府的现金流，支持居民和政府的消费支出，我们测算发现，仅仅是从改善现金流角度，不考虑改善资产估值和风险偏好的利好影响，100 个 BP 的政策利率下降能够带动 1.2 个百分点的名义 GDP 增速上升。为避免利率体系出现新的扭曲，需要降低所有具有政策含义的利率，这些利率既包括 OMO 和 MLF 利率，也包括各类结构性货币政策工具对应的利率。

三是提高公共部门支出，包括对基础设施投资建设和帮助企业重新开业的各种优惠政策。积极财政政策有总量和结构两个含义。总量上看，积极财政政策的最直接体现是财政支出增速要显著超过名义 GDP 增速。这可能会带来的财政赤字率和政府债务出现一次性上升，但这种上升更多是周期性的，后期会随着经济恢复到中长期的均值水平，而不会趋势性增加。拉长时间看，我国经济增速远高于真实利率水平，理论上政府债务始终处在可持续增长路径上。结构上看，积极财政政策应同时兼顾需求和供给两方面。在存在明显短板的领域和地区增加基础设施投资，可以在显著提振投资需求的同时避免资源浪费，例如大城市地下管网建设、大城市远郊和都市圈的城际交通等。疫情持续冲击让大量企业被迫退出市场，还有更多企业只能勉强维持微弱现金流，随时有倒闭风险。为避免更多企业永久性退出市场，应考虑设立“中小企业复兴专项基金”，通过直接补贴、减免社保支出、贴息贷款、政府采购支持等多种方式，帮助企业重新开工并尽快恢复现金流。

四是继续保持有助于增强房地产市场活力的政策支持，成立住房保障基金帮助房地产市场尽快走出困境。前期支持房地产企业融资的“三支箭”正逐渐展现出实际效果，部分优质房地产企业已经暂时摆脱了前期面临的融资困境。但是，房地产市场仍处于过去二十年里最困难的阶段，房地产企业仍面临巨大的流动性压力，居民部门对房地产市场的预期仍然没有改善。接下来，还应继续加强对房地产企业的融资支持，将更多符合标准的房地产企业纳入支持范围。进一步降低住房抵押贷款利率，支持居民部门实现合理的购房需求。提高对房价波动的容忍度，恢复市场对房地产市场的信心和预期。通过建立“新市民住房保障基金”帮



助房地产行业资源重组，增加对农民工和中低收入群体的保障房供应。该类政策性住房金融保障机构在发达国家普遍存在，是帮助中低收入群体住房需求的重要保障。

### 专栏：成立新市民住房保障基金的建议

中国当前和未来的房地产市场面临三大挑战。一是仍有大量群体的居住问题没有得到解决。主要是农民工群体和没有自有住房的城市中低收入群体（以下简称“新市民”），不能在工作和生活所在的城市安居，不能真正融入城市生活。做好这些中低收入群体的居住保障，有助于推动实现社会公正和共同富裕。二是房地产行业接下来面临的是去杠杆和资产重组，加剧内需不足和经济不景气。房地产行业的高增长和高杠杆扩张模式已经终结，目前进入去杠杆和资产重组阶段。房地产行业难以凭借行业自身力量消化近 20 万亿的沉淀资产，完全依靠市场自发力量去杠杆，不仅带来持续的房地产行业低迷，还会威胁到全社会信贷增长和宏观经济稳定。日本在这方面有沉痛教训，历时过长的去杠杆会造成长期的内需不足。三是房地产市场需求从“易热难冷”转向“易冷难热”。我国的住房需求高峰期已过，未来住房销售面积会趋势性下降，全国大多数城市面临的可能是住房供大于求局面。避免房地产市场过冷成为未来行业发展的主要挑战。

通过设立“新市民住房保障基金（以下简称‘基金’）”有助于应对以上三方面挑战。应对以上挑战难以完全凭借市场的自发力量，需要成立专业的政策性金融机构克服市场失灵。

基金主要有三个目标。一是扩大长租房和政策保障房供应规模；二是加快房企资产重组和风险出清，维护宏观经济稳定；三是对新市民提供低成本或租或售的住房。基金是对当前商业性住房金融服务和现有住房公积金政策的补充，突出了对未纳入现有保障体系、中低收入群体的政策性住房金融服务保障。与此同时，基金能够帮助化解当前房地产市场风险，激发房地产市场活力和提振内需，一举多得。该类政策性住房金融保障机构在发达国家普遍存在，是帮助中低收入群体住房需求的重要保障。

基金依托中央政府信用，是全国性的非银行政策性金融机构。基金的资本



金由中央政府发行特别国债筹集，初期可按 500-1000 亿元安排，支持其他有参股意愿的金融机构和市场投资者参股。基金资本金的备选方案是通过外汇储备注资的方式为基金注入资本金。基金的日常运营资金来源于发行债券、REITs 产品收入，以及其他日常经营收入。基金可以向中央银行发行债券或者从央行再贷款获得低成本资金。基金对收购的资产可与市场专业机构合作，通过发行 REITs 产品获得收入。

基金需要税收、土地相关政策的配合。基金是政策性金融机构，有明确的政策目标，不同于普通商业金融机构。基金在存量房地产的资产购入、重组、销售等环节应享受特别的税收政策；基金在改变土地和房地产使用用途方面可与相关管理部门特别协商解决，可以考虑每个城市每年给予基金一定的土地使用转换额度。宏观经济管理当局支持基金为中低收入群体提供住房保障的相关税收优惠和土地用途变更，可以考虑一城一策的方式具体情况具体解决。基金可以在新市民数量多、对住房需求较高的大城市展开试点业务，积累经验后可向其他城市推广。作为面向公众服务的政策性金融机构，基金经营的全部业务和财务状况应定期向社会公开发布，接受社会各界的监督和问责。

## 专题：逆周期公共部门支出和政府债务可持续





## 性

这里我们关注以实现充分就业和潜在产出为目的，通过政府举债增加公共部门支出的逆周期公共支出政策。马尔格雷夫和马尔格雷夫（1989）<sup>9</sup>区分了三种公共政策的功能，这也符合公共支出政策的三种功能。一是资源配置功能，即影响生产要素数量、质量以及部门和区域分布的政策，这类政策的目标是提高潜在经济增长速度。二是宏观经济稳定功能，即帮助经济恢复到内部均衡的政策，政策目标是实现充分就业和靠近潜在增长速度，这类政策也被称为逆周期政策。三是收入再分配功能，即减少不同个体和区域之间收入和财富差距过大的政策。这里我们主要关注第二种，以实现充分就业和靠近潜在增长速度为目标的逆周期公共部门支出政策。

市场自发需求不足是市场经济运行中经常遇到的挑战。市场自发需求不足是指市场不能通过自发力量实现充分就业，不能充分利用各种资源将经济保持在潜在增速。过去几十年的宏观经济学研究发现，需求不足来自劳动力市场、商品市场、信贷和金融市场等多方面的市场失灵。需求不足带来的不仅是经济不景气，难以充分就业和资源配置损失，还包括恶化收入分配，尤其是低收入阶层的工作时间和收入对经济景气程度更敏感。有些情况下，需求不足是周期性的，主要是短期、有限的负面影响。有些情况下，需求不足程度及其所带来的负面影响会非常严重，比如上世纪的大萧条所带来的不仅是经济损失，还会引发严重社会动荡。有些情况下，需求不足持续时间会很长，甚至还会带来持续的后遗症。也有学者（伊藤龙敏、星岳雄，2022）<sup>10</sup>认为日本 90 年代持续的经济低迷部分归咎于需求不足。过去十多年国际经济学界热议的长期停滞问题背后的原因，也是真实利率高于实现充分就业所对应的中性真实利率，由此带来长期持续的需求不足，经济运行难以达到潜在增速和充分就业（图灵斯、鲍德温，2014<sup>11</sup>）。

近年来我国需求不足的现象更突出。宏观经济周期特征从 21 世纪第一个十年的“易热难冷”转向第二个十年的“易冷难热”，内需不足现象在近十年更加凸显。

<sup>9</sup> Musgrave, R., & Musgrave, P., (1989). Public finance in theory and practice (5th ed.). New York: McGraw-Hill Book Co.

<sup>10</sup> 伊藤龙敏、星岳雄：《繁荣与停滞》，中信出版社，2022

<sup>11</sup> Teulings C, Baldwin R. 2014. Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures[M]. London: Centre for Economic Policy Research Press



特别是 2020 年新冠疫情暴发以来，需求不足的挑战更加迫切。判断是否存在需求不足的指标，不是经济增速高低，而是一般物价水平、劳动力市场供求状况、经济景气指数等，这些指标更好反映需求相对于供给是否平衡。我国近年来持续面临需求不足挑战，2012 年以来核心 CPI 长期低于 2%。除受供给冲击和国际大宗商品大幅涨价的年份外，PPI 在多数时间运行在负值区间。劳动力市场方面，2012 年以后农民工收入增速整体下滑，城镇调查失业率在近年也整体高位运行。经济景气指数整体向下，2015 年以来，超过 30%月份的 PMI 低于荣枯线水平，而在 2005-2014 年，这一比例只有 8%。

**公共部门增加支出是我国重要的需求扩张政策工具。**教科书中的逆周期基本工具是财政政策和货币政策，逆周期财政政策主要包括调整财政支出或者税收等政策工具，逆周期货币政策主要包括调整政策利率和数量化的货币政策工具。实践中，货币政策调整更灵活，更频繁使用，逆周期政策选择中往往是货币政策先行。我国的逆周期政策实践当中，货币政策会做出逆周期调整，但往往不被看作最重要的逆周期应对举措。预算内的财政支出和收入调整相对温和，公共财政赤字率相对稳定。我国更侧重也更受关注的逆周期政策做法是地方政府、金融机构和地方平台公司三方合作的方式增加基础设施投资，以此作为扩大需求的主要政策工具，典型的代表是 4 万亿刺激政策。

**公共部门增加支出和政府债务快速上涨引发了广泛担心，制约了逆周期公共部门支出政策发力。**2015-2021 年，我国政府债务/GDP 之比从 38.7%上升到 46.8%。如果考虑到地方平台公司相关的隐性债务，广义的公共部门债务/GDP 之比（政府债务+政府负有偿还责任的平台公司债务）/GDP 达到 80.6%。地方政府支持下的地方平台公司举债虽然没有被纳入政府债务，但政府很难完全撒手不管，这些债务也被认为是不同程度的隐性政府债务。地方政府隐性债务扩张引发了公共部门支出对非公有部门支出的挤出效应、地方政府隐性债务引发系统性金融性金融风险、公共部门寅吃卯粮、公共部门债务可持续性等多方面的担心。这些担心制约了逆周期的公共部门支出力度。以 2020-2022 年三年新冠疫情期间为例，尽管需求不足现象非常突出，政府公共财政和政府基金合计支出的平均增速 3.9%，低于疫情前 2013-2019 年的平均增速 10.7%。2020-2022 年政府主导的基建投资增速 4.9%，低于疫情前 2013-2019 年的平均增速 13.0%。



我们这里进一步展开讨论支持和反对逆周期公共支出政策的各种观点，重点讨论下面三个问题。第一，我国的公共部门支出是否逆周期？第二，逆周期公共部门支出是否达到逆周期政策目标，是否挤出非公有部门？第三，如何看待公共部门的债务可持续性，是否寅吃卯粮？

## 一、逆周期视角下的公共部门支出

### （一）中国公共部门赤字、支出和债务口径

#### 1、政府预算赤字与支出

中国政府的预算体系由四本预算构成，包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算和社会保险基金预算，即“四本账”。以“四本账”为表现形式的多元复式预算<sup>12</sup>管理体系并没有很长的历史。2010年试编社会保险基金预算后，中国才在实践上形成了“四本账”并列的复式预算管理体系。2014年修订的《预算法》第五条规定“预算包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算、社会保险基金预算”。至此，“四本账”并列的复式预算管理体系才以法定形式确立下来。

**公共财政收支赤字：**一般公共预算的收支是最常被提及的“公共财政收支”。中国政府的官方赤字仅反映一般公共预算的收支缺口，从2009年开始可以通过预算调节使得年末实际执行的数字可以完全等于年初预算计划安排的数字。具体的预算调节方式是：

官方赤字规模=一般公共预算支出总量-收入总量=（一般公共预算当年实际支出+补充预算稳定调节基金及结转下年）-（一般公共预算当年实际收入+结转结余资金使用+调入预算稳定调节基金+调入政府性基金、国有资本经营预算收入）。官方赤字通过发行国债和地方政府一般债弥补，所以**目前每年预算公布的官方赤字额就是当年新增的国债与地方一般债之和**。在2020年新冠疫情冲击以前，中国政府的**官方赤字率从未超过3%**，2020年、2021年分别为3.7%和3.1%。如果不考虑前述官方赤字确定中的较复杂过程，直接计算通过收支差额计算**一般公共预算的实际赤字率**，一般公共预算的赤字率在2015年就突破了3%（3.4%），

<sup>12</sup> 所谓复式预算或单式预算是指预算管理方式，单式预算是所有收入和支出都纳入一张收支表，而复式则是按照一定的分类办法将收入和支出纳入不同的收支表。复式预算按照预算类别的数量又可以分为二元（双式）复式预算和多元（多式）复式预算。



此后连年上升，在 2020 年达到 6.2%，2021 年降至 3.8%。

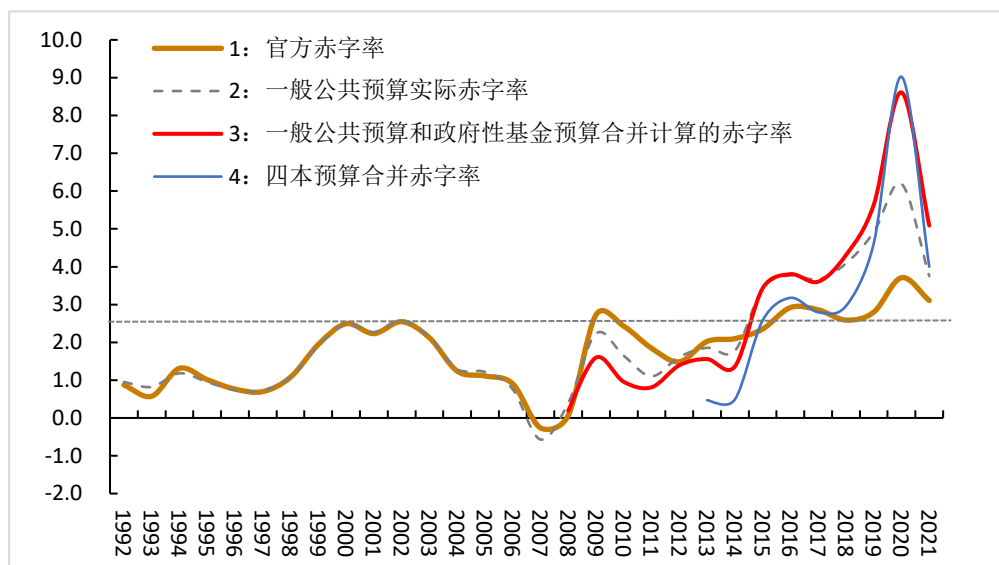


图 1-1: 中国政府赤字率的四个口径  
数据来源: 财政部

**前两本账赤字:** 政府性基金主要包括了土地出让收入和地方专项债以及对应的支出，是地方政府经济行为的重要依托。将一般公共预算和政府性基金预算合并计算赤字（可简称为“前两本预算赤字”），该口径的赤字率也是在 2015 年突破了 3%，此后升至 2020 年的 8.6%，2021 年降至 5.1%。这两本预算的收入占四本预算合计的比例近 80%，是中国政府最主要的收入来源。政府对两者的收入（税收、非税收入、土地出让收入及其他政府性基金收入）支配有较高的自由度，这些收入对应的支出直接反映主要政府职能的履行程度。相较而言，国有资本经营预算侧重于国企内部的再分配功能，收支规模很小；社会保险基金预算专项用于社会保险，且一般公共预算对社保预算的补贴支出也已经反映了财政在社保领域的部分信息。所以，合并计算前两本账的收支可以较完整地反映预算内的财政行为，且前两本账收支的年度、月度数据可得性更好，便于分析。

**四本账赤字:** 四本预算收支合并计算(扣除一般公共预算对社保预算的补贴)后，可以得到四本账口径的赤字。国有资本经营和社保预算的一般来说可以实现收入盈余，因此 2020 之前四本预算合计的赤字率都要低于前述三个口径的赤字率；2020 年新冠疫情冲击，大规模的社保缓缴优惠措施和暂时性的经济停滞，使得社保缴费收入有较大幅度下降，四本预算合并计算的赤字率达到 9%，为史上最高，并且高于其他三个口径的赤字率；2021 年，该口径赤字率回落至 4%，介于



一般预算实际赤字率和前两本预算赤字率之间。

**公共部门支出：**这里计算三个口径的政府支出增速（图 1-2），分别是一般公共预算、前两本预算合并和四本预算合并的支出增速。从 2010 年左右开始，各个口径支出增速都整体进入了下行通道，并在 2020 年新冠疫情后进一步大幅下降。1992-2010 年，一般公共预算的年均支出增速为 19.3%，2010-2019 年降至 9.6%，2019-2021 年的平均增速大幅下降至 3.1%。2008-2011 年，前两本预算合并的年均支出增速高达 24.4%，2011-2019 年降至 10.5%，2019-2021 年的平均增速也大幅下降至 4.2%。2013-2019 年，四本预算合并的年均支出增速为 10.5%，2019-2021 年的两年平均增速依然大幅下降至 4.7%。

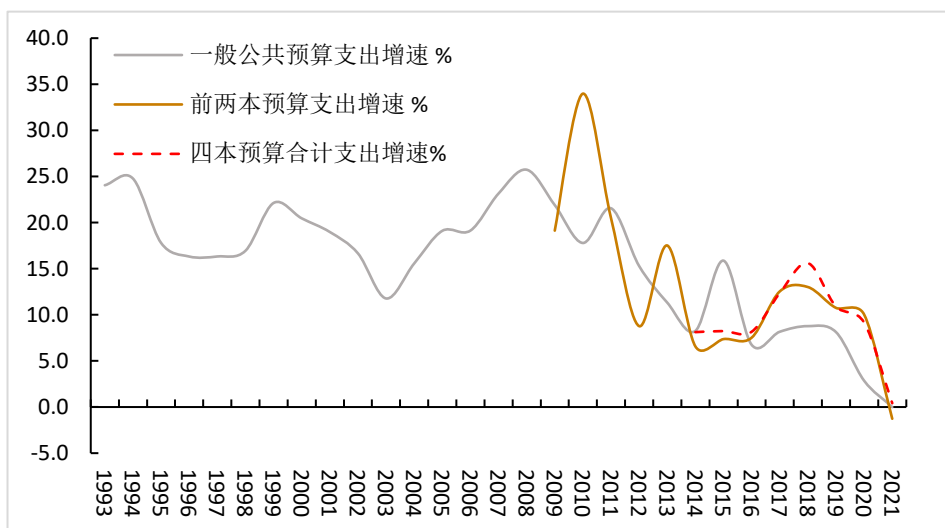


图 1-2：各口径的中国政府支出增速  
数据来源：财政部

综合财政赤字和财政支出两方面的内容，2014 年以后中国政府的官方赤字对财政实际状态的反映效果大幅减弱。2014 年以前，官方赤字率与其他口径的赤字率差距并不大。2014 年以后，当其他口径的赤字率基本突破 3% 并不断上行时，官方赤字率却保持了非常平稳的态势。官方赤字的计算范围仅限于一般公共预算，并由于调入、调出等做法的存在，未能充分反映实际的收支形势信息，而 2014 年以后一般公共预算支出越来越依赖于从其他预算、预算稳定调节基金和结转结余调入资金，通过这种方式得出的官方赤字规模和赤字率并不能完全反映政府收支运行的实际情况。

实际赤字率自 2014 年以后迅速提高的主要原因是政府收入下滑。2010 年





后，各口径的政府支出就开始整体下行，这一趋势延续至今。2014年后实际赤字率迅速提高的主要原因并不在支出端，而在于收入增速的整体下降。政府减收的根本原因是经济增速下行，加上2016年的全面“营改增”、2018-2019年连续的增值税调降税率，2019年税收收入增速已降至1%，是此前近30年余年来的最低值。

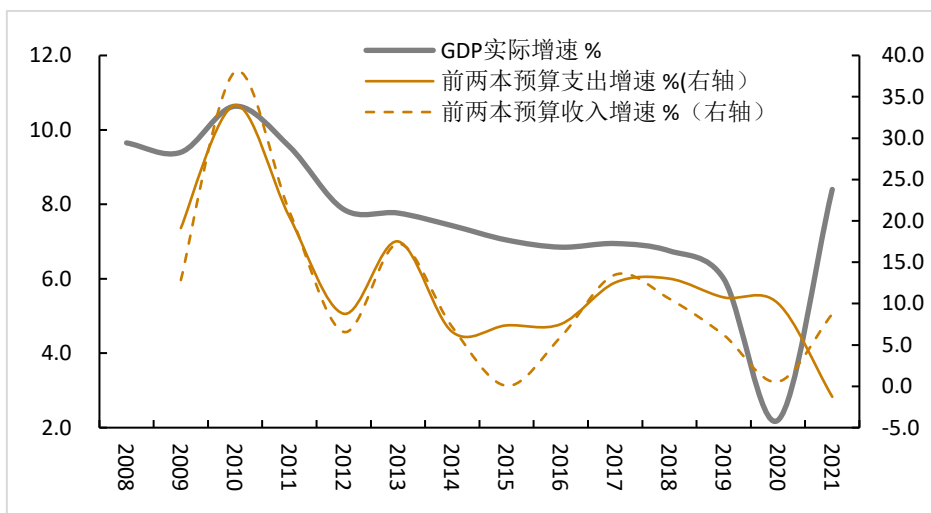


图 1-3：前两本预算收支增速与赤字率  
数据来源：财政部

## 2、政府债务

从政府层级角度区分，中国的政府债务分为中央政府债务和地方政府债务；从存在形式区分，可分为显性政府债务和隐性政府债务，显性债务即在法律意义上由各级政府作为举债主体的债务，隐性政府债务则是法律意义上的举债主体和实践当中偿债责任方存在差异的债务。中央政府债务的主要存在形式是显性债务，主要就是国债。

地方政府债务的实践脉络、管理体制和存在形式则较为复杂，显性债务和隐性债务一直同时存在。地方政府的显性债务以地方一般债和专项债为主，这两类债务规模每年均由全国人大确定。地方隐性政府债务的主要存在形式是各地城投平台的债务，城投平台是具有独立法人地位的企业主体，但是其主营业务是具有公共品属性的基础设施建设，承担了政府的部分建设职能。城投平台举借的债务大部分以政府信用为基础，其偿还也依赖于政府的信用实力、财政收入和资产，相当一部分城投平台的债务可被视为政府的隐性债务。改革开放以后，地方政府



显性、隐性债务的发展大致分为三个阶段：

### (1) 1979-1997 年：从“拨转贷”到催生城投平台

经济体制转轨初期，地方政府配置资源的权力范围扩大，激发了地方政府发展经济的积极性。地方财政支出的比重得到了提升，支出责任逐渐增加。这一时期地方政府负债的活动主要是“拨转贷”，即中央将拨给地方政府的基本建设预算拨款转为银行贷款。但大量的地方基本建设项目立项不规范，给银行也造成了大量坏账，1988 年的投资体制改革对这一问题进行了治理，为了解决财政收入不能满足资金需求的情况，许多地方政府再次尝试开展举债融资。1993 年，由于担心地方政府缺乏债务偿还能力，国务院制止了地方政府的举债行为。1994 年颁布的《预算法》进一步明确：“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。除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券。”在此背景下，地方政府开始发展融资平台。

### (2) 1998-2008 年：“国债转贷”和城投债务激增

为应对 1998 年亚洲金融危机，中央政府实行以国债投资为主的积极财政政策，其中有一部分是以国债转贷的方式转贷给地方政府使用。由于偿债责任是由地方政府来承担的，因此形成了事实上的地方政府债务。中央在安排这些国债转贷项目时，大多都要求地方政府提供配套资金。地方政府在资金有限的情况下，不得不采取变相融资方式筹措资金，形成了大量的隐性政府负债。到了 2008 年，为应对国际金融危机，“4 万亿”计划出台，但其中 70% 的资金需求需要地方政府自行筹措解决，这一时期，城投平台的债务也迅速扩大。

### (3) 2009 年至今：探索地方政府债自主发行

这一时期，地方融资平台公司数量和债务规模迅速膨胀，潜在风险逐步显现。2009 年下半年，相关部门开始关注地方融资平台风险，开始由财政部代理地方政府发行债券覆盖部分融资需求，债券名中明确带有地方政府名称，并采用记账式国债发行方式，通过国债发行渠道进行发行。2011 年，财政部允许上海市、浙江省、广东省、深圳市开展地方政府自行发债试点。2014 年经国务院批准，2014 年上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方政府债券自发自还。2014 年，新《预算法》正式赋予地方政府举债权力（举债主体只能是省级和计划单列市政府）。地方政府可以发行纳入一般公共预算管理的一



般债券，和纳入政府性基金预算管理的专项债券。

在地方政府逐渐获得自主举债的权力后，隐性债务依然存在。所以，目前中国的政府债务有两个口径：一是显性债务=国债余额+地方政府一般债余额+专项债余额；二是广义债务=显性债务+政府具有偿还责任的城投债务<sup>13</sup>。计算 2015 年以来的政府显性和广义负债率如图 1-4。截至 2021 年，中国政府显性负债率为 46.8%，加上隐债后，估算广义负债率为 80.6%。

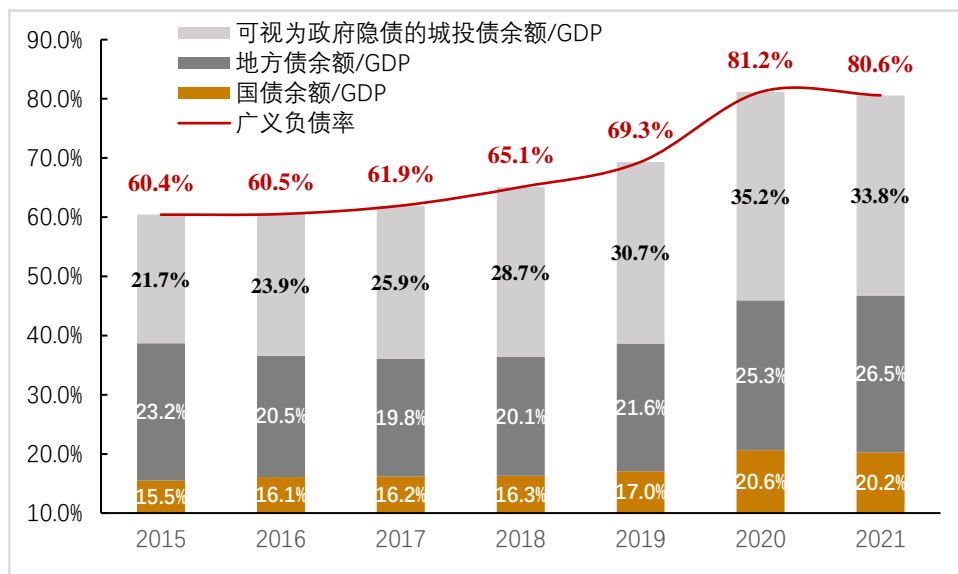


图 1-4：中国政府显性与广义负债率  
数据来源：财政部、Wind

## （二）是否逆周期

财政政策的基本职能之一是对宏观经济进行逆周期调节，即在市场自发的需求不足、低于潜在产出水平时，政府应通过施行扩张性的财政政策增加支出，使经济运行保持在潜在产出水平上。观察中国政府预算内收支增速和经济增速的关系，可以得出两个方面的结论。

**第一，财政政策具有被动的“自动稳定器”功能。**我国预算内的财政政策有较为明显的“以收定支”、“量入为出”特征。在经济下行、财政减收的形势下，财政支出强度随之减弱。然而财政支出存在一定刚性，比如政府、医院、学校运转的支出不能下降太快否则会影响政府履行职能，又比如经济下行社保类支出也会有

<sup>13</sup> 城投平台的历年有息债务存量通过汇总现有发债城投公司的年末有息债务得到；关于城投债务中政府隐债比例，本报告参考国际货币基金与中国的磋商报告中的估算比例（2/3），即估算每年城投平台有息债务存量的三分之二为政府隐债。



所增加。财政收支发挥“自动稳定器”功能来自于财政收入和支出对 GDP 实际增速变化的敏感度差异，即财政收入对经济增速变化更敏感。每减少 1 个百分点的实际 GDP 增速，会带来两本账下财政收入和支出增速分别下降 3.5 和 2.1 个百分点，财政收支的增速差会扩大 1.4 个百分点。经济下行会伴随财政赤字率上升。

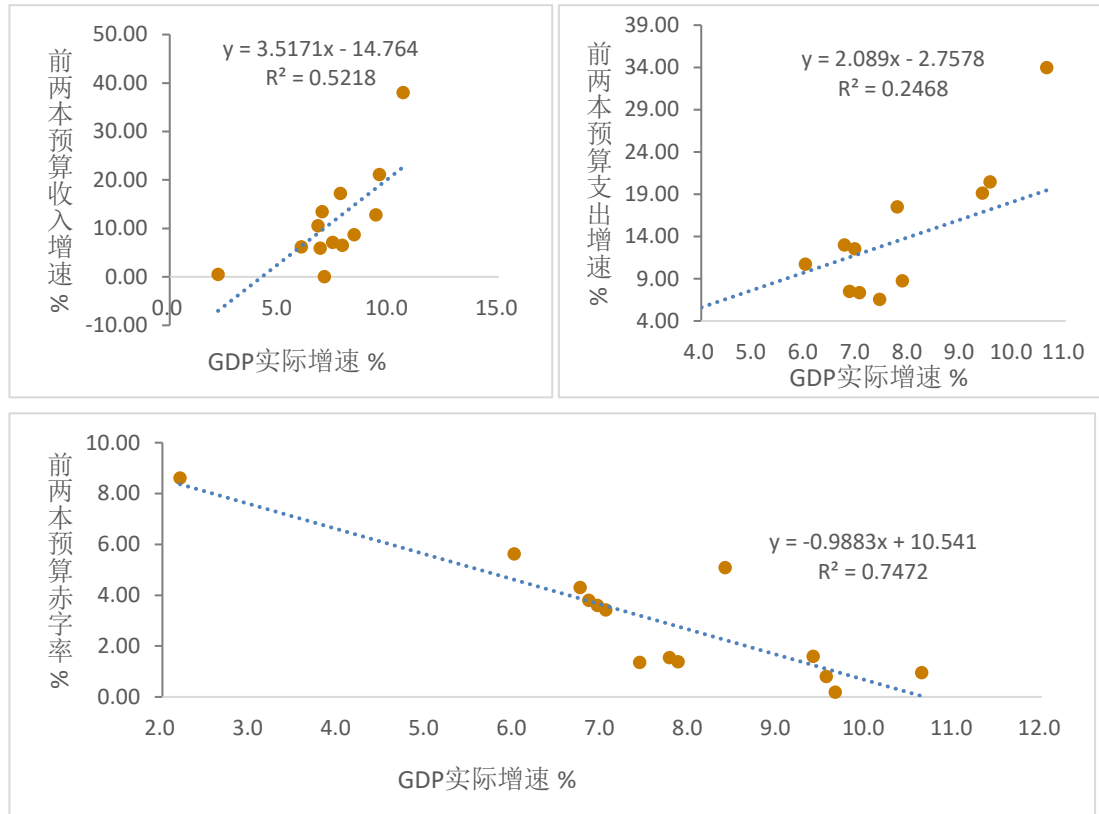


图 1-5：前两本预算收支、赤字率与 GDP 增速的关系  
数据来源：财政部、Wind

第二，以预算内政府支出衡量，政府支出没有明显的逆周期特征。主动的逆周期调节要求财政支出增速要对 GDP 产出缺口做出反应，即财政支出增速与 GDP 产出缺口负相关；或者，财政支出增速与经济增速的变化负相关，即经济短期内明显下行的时候财政支出增速上升，以此熨平经济下行。然而这两个负相关关系在过去政策实践中都不成立，财政支出增速与产出缺口和经济增速变化都没有明确的负相关关系。

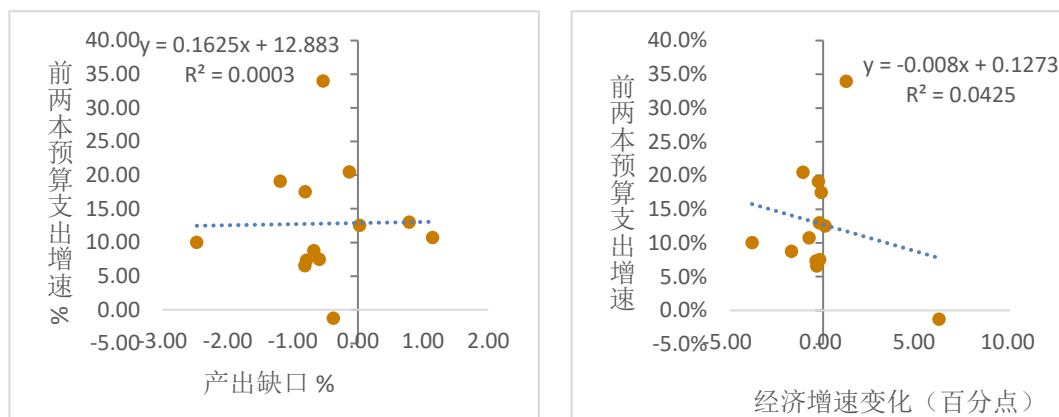


图 1-6: 财政支出增速与产出缺口和经济增速变化均无明确的负相关关系  
数据来源: 财政部、Wind

第三,我国更侧重也更受关注的逆周期政策做法是地方政府、金融机构和地方平台公司三方合作的方式增加投资。这种投资的主要内容是基础设施投资,以此作为扩大需求的主要政策工具,典型的代表是“四万亿”刺激政策。这里将城投平台每年新增有息债务占 GDP 的比例作为城投扩张的衡量指标<sup>14</sup>,可见城投举债扩张、应对经济下行压力的逆周期性十分明显(图 1-7)。

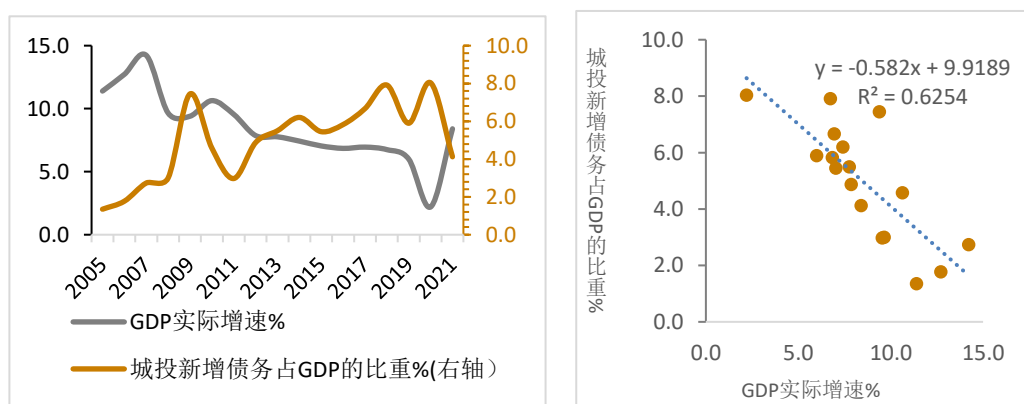


图 1-7: 城投新增债务与经济增速的关系  
数据来源: Wind

2009 年,国际金融危机带来较大的经济下行压力,随着“四万亿”计划的推进,城投新增有息债务占 GDP 的比例提高了 4.4 个百分点;2010、2011 年经历了急剧扩张后的短暂下降后,2013-2018 年该比例在经济不断下行的同时继续提升;2019 年,在地方债务治理的过程中,城投融资受到更加严厉的约束,新增债

<sup>14</sup> 城投平台支出的部分资金来源来自政府,所以如果用城投平台的支出(成本)增速衡量城投行为,会存在重复计算问题。城投有息负债在法律意义上是城投完全自有的负债,用新增有息债务衡量城投行为更为合适。





务比例占 GDP 比重有所下降；但 2020 年疫情冲击，城投又担负起了部分稳增长任务，新增债务比例占 GDP 比重提高到 8%，到 2021 年地方债务治理再回严监管态势，城投债务扩张再度受到抑制。

## 二、挤出还是挤入

逆周期公共支出政策分析的经典模型是宏观经济学当中的 IS-LM 模型，后来新凯恩斯模型也基本支持 IS-LM 模型结论。如果私人部门意愿储蓄大于计划投资，全社会需求不足，政府增加负债和公共部门支出能够增加总需求水平，提高全社会产出和就业水平。从实践来看，城投公司或者其他政府企业举债增加支出，相对应地提高了非公有部门的收入和现金流，有助于提升全社会经济景气程度、就业和收入水平，主要是挤入效应。与此同时，逆周期公共支出政策实施可能会对当期的经济结构带来影响，社会公众普遍担心的问题是公共部门支出带来了挤出效应。

逆周期公共支出政策可能通过四种渠道挤出私人部门支出。一是直接涉足了私人部门的经营领域，对私人部门造成了竞争压力和挤出效应；二是抬高全社会生产和生活成本，挤出了私人部门支出；三是抬高非公有企业的融资成本，挤出了投资；四是抬高全社会真实利率，挤出了私人部门支出。针对第一种情况，有些地方平台公司涉足私人部门经营领域，比如房地产开发、仓储，或者是有些产业政策对行业内企业带来竞争压力，但总体而言，逆周期公共支出绝大部分发生在基础设施建设领域，且越来越集中在公益和准公益类投资项目，这种形式挤出效应不突出。下面我们重点考虑后面三种情景。

### （一）是否抬高成本

这里判断的关键依据是通胀。无论是与 CPI 比较还是与 PPI 比较，城投举债扩张、推动投资的行为都与价格指数没有明显的关联，这表明以往在城投大幅扩张的时期并没有带来明显的通胀压力。

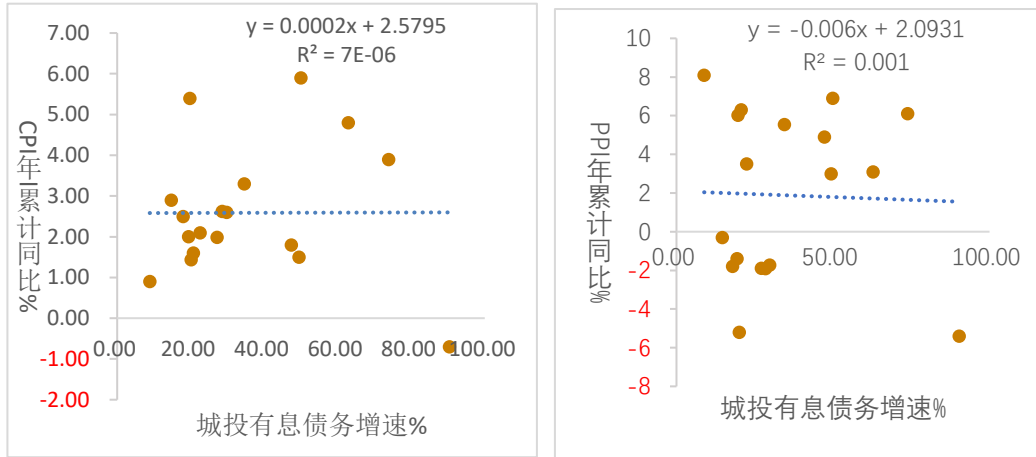


图 2-1：一般公共预算的收支、赤字与经济增速的关系  
数据来源：Wind

## （二）是否挤占金融资源

一种担忧认为城投的过度举债会挤占其他企业主体的融资功能、抬高其他主体的融资成本。将全社会新增债务融资规模减去城投新增有息债务可以得到非城投主体的新增债务，城投和非城投的新增债务存在较强的正相关性，城投新增债务越多，非城投新增债务也越多，而不是城投新增债务挤出了其他主体的融资。这背后可能的原因在于，经济下行期间，城投扩张为社会提供了增量需求，改善了全社会的现金流，带动了其他企业主体的生产行为，其企业主体的债务融资也同步增加。

基于2004-2021年发行的所有信用债券，分离出其中非城投主体发行的债券，并计算其历年的债券发行加权平均票面利率。再计算非城投主体的融资溢价=债券发行加权平均票面利率-当年的平均银行间质押回购加权利率。城投平台的债务扩张，也没有提高非城投企业的融资成本。通过格兰杰因果检验，城投新增债务变化也不是非城投企业新增债务变化和融资溢价变动的格兰杰原因。

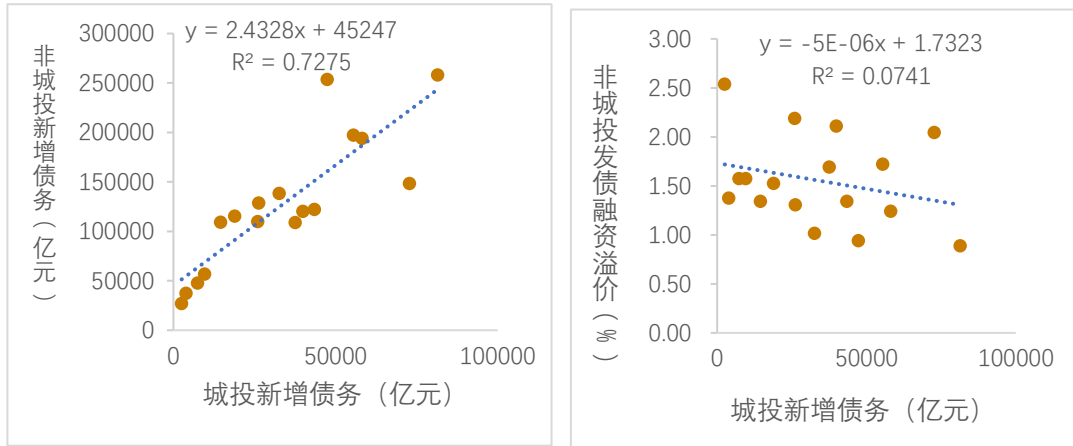


图 2-2: 城投债务与非城投债务的量价关系  
数据来源: Wind

表 2-1: 城投新增债务规模和非城投新增债务规模间的格兰杰因果检验

```
vargranger
```

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
logcity_invest logcity_invest	lognoncity_invest ALL	.00262 .00262	1 1	0.959 0.959
lognoncity_invest lognoncity_invest	logcity_invest ALL	2.0176 2.0176	1 1	0.155 0.155

表 2-2: 城投新增债务规模和非城投债务融资溢价间的格兰杰因果检验

```
vargranger
```

Granger causality Wald tests

Equation	Excluded	chi2	df	Prob > chi2
logcity_invest logcity_invest	noncity_Finance ALL	1.5625 1.5625	1 1	0.211 0.211
noncity_Finance noncity_Finance	logcity_invest ALL	.47252 .47252	1 1	0.492 0.492

### (三) 是否抬高真实利率

考虑两种情景，一种是供求平衡，充分就业的情景（图 2-3）。这种情境下，公共部门增加支出，在给定的利率下增加了全社会投资水平，减少全社会储蓄，计划投资与意愿储蓄相等所对应的真实利率上升（从  $E$  到  $E'$ ）。私人部门面临更高的真实利率，遏制其投资水平。

另一种是供大于求，总需求不足的情景（图 2-4）。这种情境下，计划投资小于意愿储蓄，二者之间存在缺口，与这个缺口对应的是现实中的真实利率高于计划投资与意愿储蓄相等所对应的中性利率水平。如果由于种种原因（例如受到限制的货币政策）导致真实利率无法向中性利率收敛，则会出现持续的总需求不足



问题。换言之，总需求不足本身就对应真实利率高估。

这种情境下，公共部门增加支出虽然也会提高中性利率水平，但是否存在挤出效应并不确定。如果公共部门举债增加支出带来的中性利率水平并未达到之前私人部门投资者所面临的现实中的真实利率水平，则不存在这个渠道下的挤出效应。如果超过了之前私人部门投资者所面临的现实中的真实利率水平，则存在挤出效应。

判断逆周期支出政策是否挤出私人部门投资，关键依据是逆周期支出政策是否导致真实利率显著超过了中性利率。现实中我们无法直接观测到中性利率水平以及真实利率和中性利率之间是否存在缺口，可以通过考察通胀的变化来间接判断逆周期政策对真实利率及利率缺口的影响。这里的逻辑是：如果逆周期支出政策推出之前私人部门面临的真实利率处于中性利率水平，即计划投资与意愿储蓄大致相等，那么增加的财政支出会导致总需求过剩并带来明显的通胀压力，同时也会通过抬升真实利率的机制挤出私人部门的投资需求。反之，如果逆周期支出政策并没有带来明显的通胀压力，则表明此时不存在明显的需求过剩和真实利率被低估的问题，也就没有必要担心公共支出会挤出私人部门的投资。

如果逆周期公共支出政策帮助经济摆脱需求不足和通货紧缩，只是带来温和的、有利于经济增长的通胀，那么逆周期公共支出政策不仅实现了逆周期目标，对非公有部门也没有明显的挤出效应，更多是挤入效应。如果逆周期公共支出带来的过高的通胀，则有悖于逆周期政策目标，同时伴随明显的挤出效应。

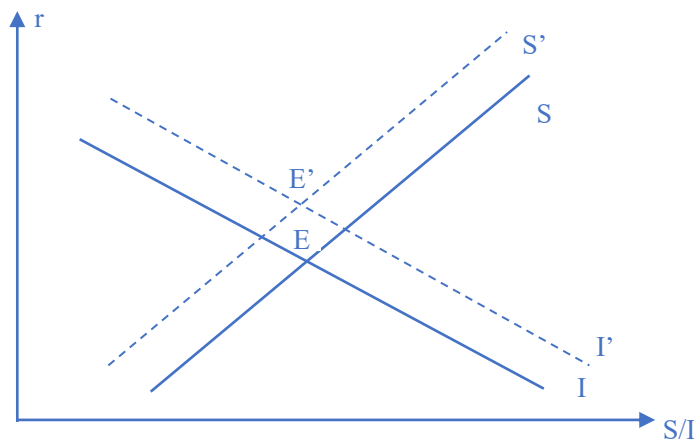


图 2-3：供求平衡下公共部门增加支出的效应

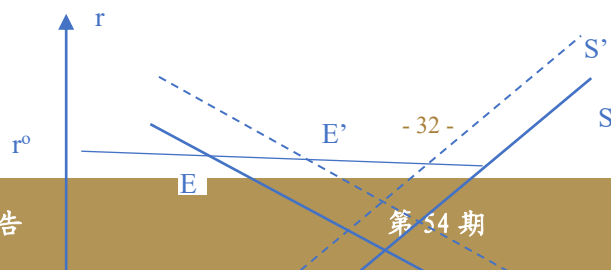




图 2-4：总需求不足下公共部门增加支出的效应

#### （四）逆周期公共部门支出与投资、就业和收入

城投扩张作为逆周期政策主要载体，通过稳投资对稳增长起到了关键作用。观察 2004 年以来的城投债务增速和基建投资增速，二者间存在着较强的正相关关系，2009 年为应对国际金融危机，城投平台有息债务增长 90%的同时，基建增速也高达 42%；2018 年及以后，随着地方政府债务风险治理推进，城投债务扩张受到约束，基建投资增速也一路下滑。同时，城投扩张对稳定就业、提高劳动者收入也有积极作用。

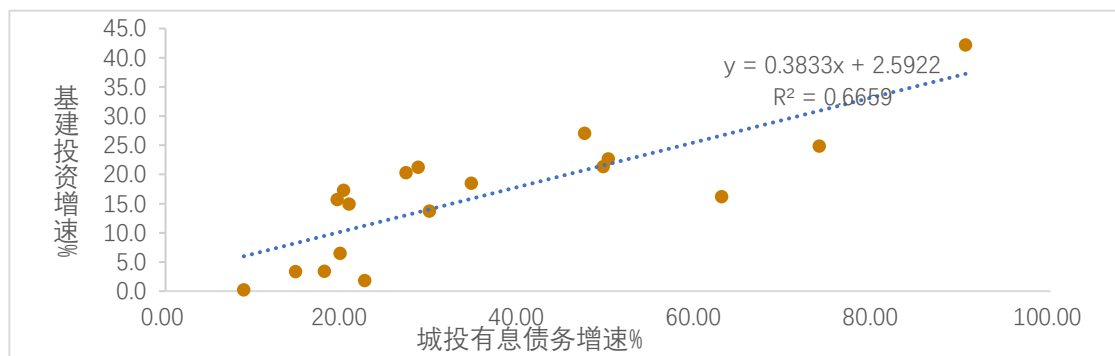


图 2-5：城投平台有息债务增速与基建投资增速的关系

数据来源：Wind

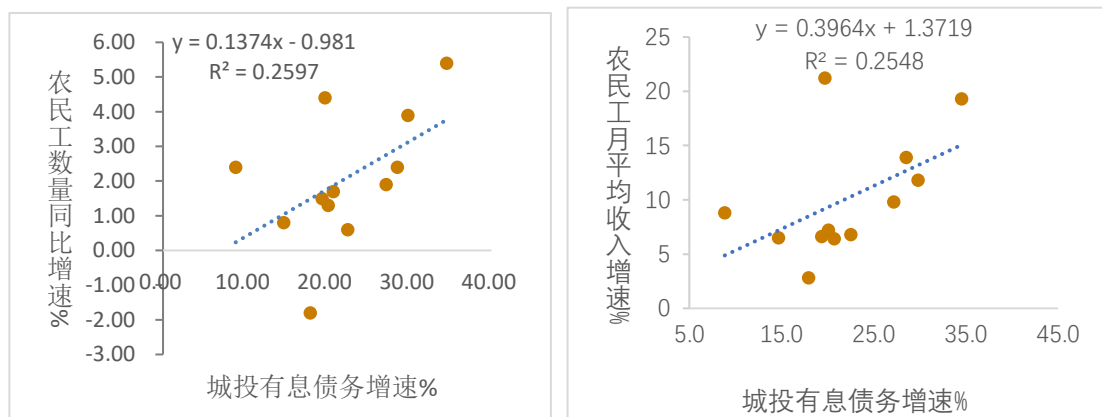






图 2-6：城投平台有息债务增速与农民工数量增速和农民工月均收入的关系  
数据来源：Wind

### （五）问题与挑战

中国政府预算内支出的逆周期政策特征不明显，逆周期政策主要通过城投平台的扩张开展。这一模式发展至今也面临诸多挑战，包括地方平台债务负担和债务风险难以持续、投资项目规划做不到与人流和产业的匹配、投资项目中的贪腐和铺张浪费等等。其中最突出的问题是地方平台债务规模和债务风险快速提升。城投平台主要承担的是政府的部分建设职能，但由于自身的企业地位，其融资虽然可以部分依托政府信用，但在实践中需要支付更高的融资成本。从基建的债务融资角度看，使用资金量规模从低到高，分别是国债、地方一般债、地方专项债、城投企业自筹的城投债、银行贷款。这些融资来源的成本却基本是逐级提高，“越贵的钱用得越多”。中国以城投为主体的基础设施投资的融资结构，其最重要特点是低收益（甚至无收益）、缺乏现金流（甚至无现金流）的具有极高公共产品性质的项目过度依赖市场化的高成本资金。这种融资结构降低了政府显性负债率，却提高了广义政府负债率，即增加了地方政府的财政风险。隐债治理和土地价值预期减弱背景下，以城投为主导的逆周期基建投资模式已经难以为继，宏观管理政策时常陷入“防风险”和“稳增长”的两难选择。

## 三、逆周期公共支出与政府债务可持续性

两种情况下政府债务难以为继。一种是直接的政府债务违约。一旦出现政府债务违约，政府再融资难以持续，投资者抛售政府债券，可能会引发金融和经济危机。政府债务违约在外债方面更突出。对于内债，货币当局可以发行货币确保为政府融资，很少会存在直接的政府债务违约风险。在特定的法律或者制度约束下，不能完全避免直接的政府债务违约风险。

二是政府未来需要通过减少支出或者增加税收的方式偿债。税收有两种方式，一是直接向私人部门增加税收偿还债务；二是通过增加货币发行偿还债务，这事实上是通过征收铸币税的方式偿还债务。直接征税往往会遭遇较大政治阻力。铸币税会带来未来的通胀预期，侵蚀国债的真实购买力价值，过度铸币税和通胀会让市场抛售债务，造成债务危机。无论直接征税还是隐藏的铸币税，都会对债



务可持续性造成威胁。

评价政府债务可持续性有很多种方法。评估的出发点一般是政府债务/GDP 比率，在有些国家的政策实践当中，会把既定的政府债务/GDP 比率作为政策目标，超过了这个目标就被认为政府债务超出了界限。然而，通过以下的分析可以看到，政府债务/GDP 比率在不同国家和地区，不同时间段可能对应着不同的合理区间，并非将政府债务/GDP 比率维持在一个固定水平就保持了公共债务的可持续性。下面我们重点讨论四个问题，一是如何判断政府债务/GDP 比率的合理区间；二是如何判断政府债务/GDP 比率能否维持在合理区间；三是结合中国数据的情景模拟；四是如何看待政府举债增加支出是寅吃卯粮以及其他对增加政府支出质疑的观点。

### （一）政府债务/GDP 比率的合理区间

经济增长高峰期以后，政府债务/GDP 比率普遍大幅上升。经济增长高峰期后二十年内，欧洲的德国、法国和意大利以及东亚的日本、韩国都出现了政府债务/GDP 的持续大幅上升、住户部门债务/GDP 增加、非金融企业部门债务/GDP 增加较慢甚至略有下降。在新增债务中，政府新增债务在全社会新增债务占比持续大幅上升，非政府部门新增债务占比下降。非政府部门信贷包括了对非金融企业的信贷和对居民部门的信贷，其中对非金融企业的新增信贷占比下降尤其突出，这与全社会私人部门投资增速的大幅放缓形成了对应。

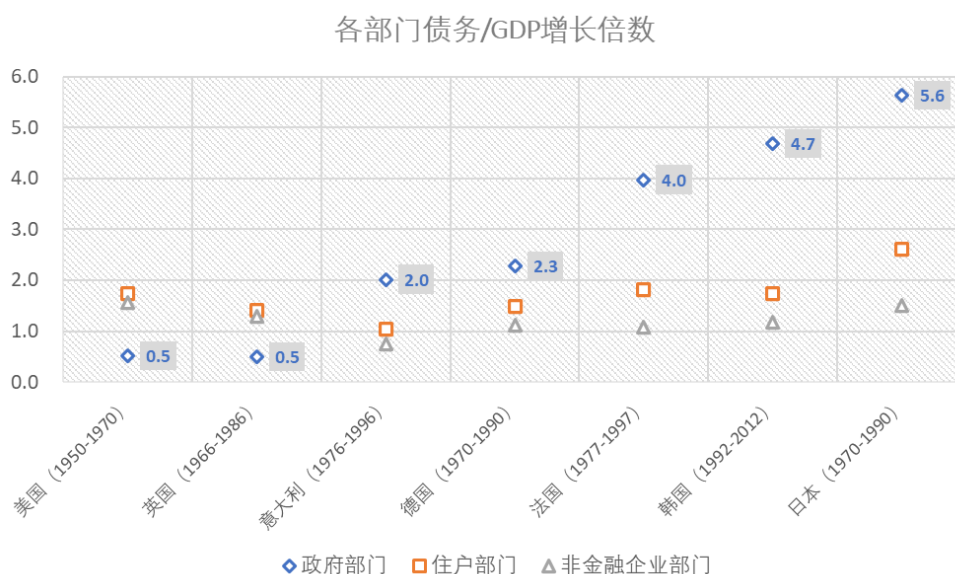


图 3-1：经济增长高峰期后二十年内各部门信贷/GDP 增长倍数  
数据来源：IMF，BIS



更高的政府债务/GDP 比率并不等价于更高的政府债务风险。通过观察政府债务/GDP 比率与主权债 CDS 利差的关系，二者是显著的负相关。更高的政府债务/GDP 比率并不代表该国未来更难以偿还政府债务。决定政府偿还债务能力的因素有很多，政府债务/GDP 比率部分反映了政府债务负担，但政府能否还债还要考虑更多因素，比如未来的经济增长和通胀、利率、政府融资能力等等。

政府债务/GDP 比率指标本身对于反映政府债务负担不够充分。一是没有考虑政府持有的资产，没有区分政府债务还是政府净债务。政府在举债增加支出的同时，有些情况下也会形成一些资产，比如政府对基础设施投资或者购买土地形成的一些资产。仅看总债务而忽视净债务，不能完全反映政府的真实偿债能力。日本的政府债务/GDP 达到 230%，是发达国家中政府债务/GDP 最高的国家，但如果使用净债务/GDP，日本净债务/GDP 是 130%，与意大利相当。这还仅仅只考虑了日本政府持有的金融资产，如果再考虑到非金融资产，日本政府的净债务水平更低，对偿债能力的保障更高。二是没有区分付息债务还是无需付息的债务，以及央行在其中发挥的作用。如果是政府部门或者其他公共部门购买政府债务，所得的政府债券利息会不同程度地上缴财政，这对政府而言事实上是无需全部付息的债务。区分付息债务和事实上无需付息的债务以后，政府偿债能力可能有显著差异。政府债务形成过程中，来自央行的配合会让政府的债务压力大相径庭。央行通过购买国债的方式实现合理必要的基础货币扩张，央行持有的这部分国债对政府而言不构成真正意义上的债务负担。此外，央行还可以通过帮助政府调整债务久期，帮助政府克服债务流动性困难。

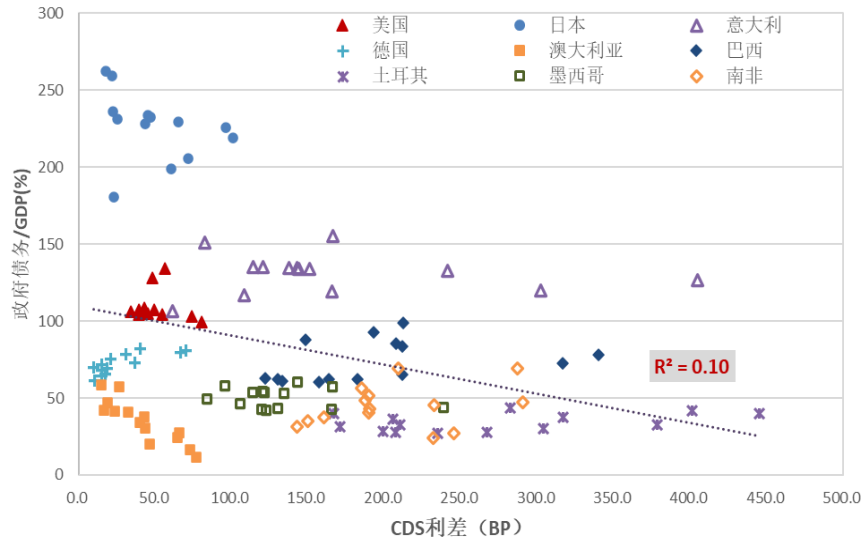


图 3-2: CDS 利差与政府债务率  
数据来源: Bloomberg、IMF;

政府债务风险与通胀联系更紧密。政府债务违约风险与该国的通胀水平高度正相关，即通胀水平越高，政府债务违约风险越高。保持稳定的通胀水平，不仅意味着该国相对健康的经济基本面，也意味着该国的财政和货币当局有更大的政策空间为财政赤字融资。

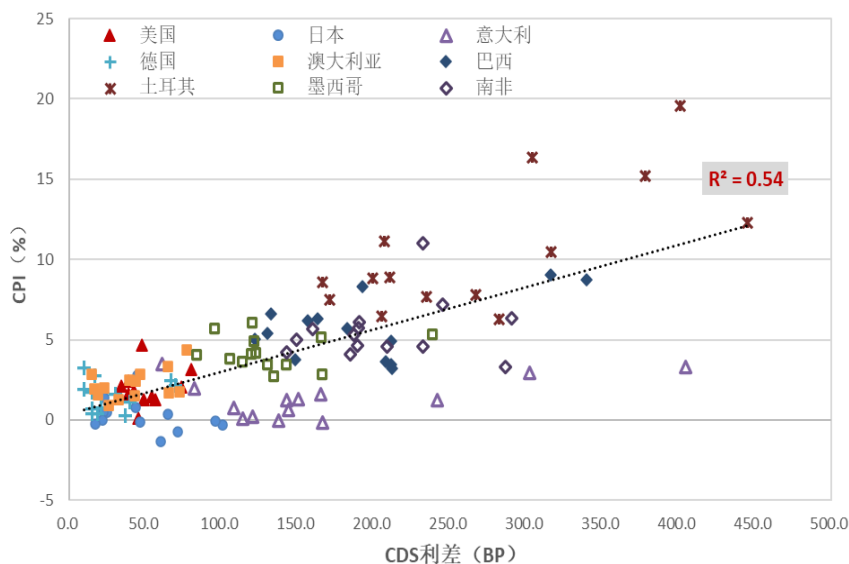


图 3-3: 主权债 CDS 利差与 CPI 同比增速  
数据来源: Bloomberg、IMF

决定政府债务空间的关键是私人部门的储蓄与投资缺口。如果私人部门储蓄相对于投资而言更大，真实利率偏低，总需求水平和通胀水平偏低，这种环境下



政府债务的成本较低，政府举债增加公共部门支出能带来产出增加，该国所能接受的政府债务/GDP 水平更高。日本就是典型的例子。反之，如果私人部门储蓄相对于投资而言更小，政府举债增加公共部门支出会显著提升通胀，且不能带来产出上升，该国所能接受的政府债务/GDP 水平更低。

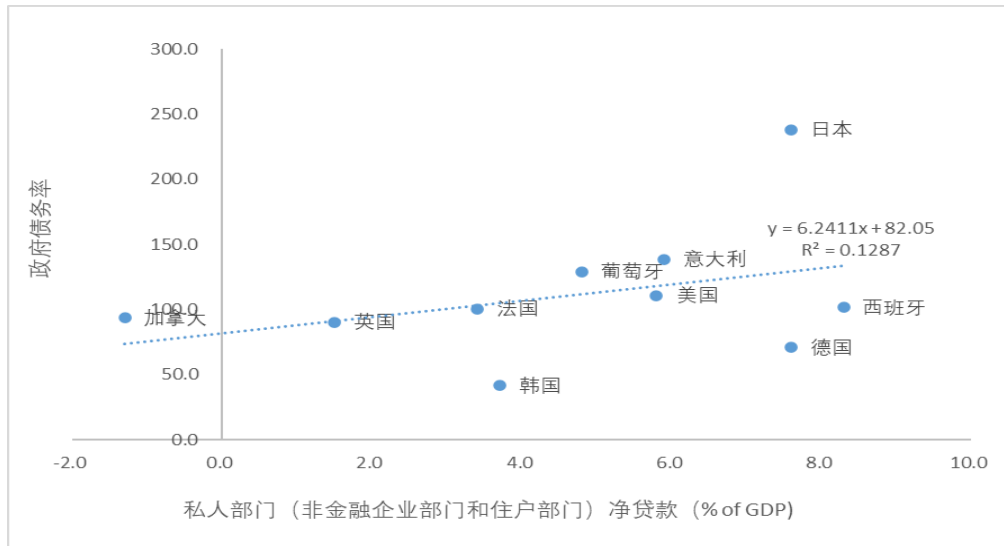


图 3-4：私人部门净贷款与政府债务率（2012-2021 年均值）

数据来源：OECD

注：OECD 的各部门的净贷款是指一个单位或一个部门直接或间接向其他单位或其他部门提供融资的净额。贷款净额可以计算为储蓄加资本转移净收益减去非金融资产净购买额，或者可以计算为金融资产净购入额与负债净发生额(即金融账户余额)之间的差额。

对这个问题的另一个观察角度是私人部门的债务和权益融资需求，如果私人部门融资需求低，创造的金融资产低，全社会的购买力和总需求水平也相应较低。这种情况下政府举债增加购买力但不会带来通胀压力，政府增加债务的空间较大。这种情况对应着私人部门储蓄大于投资的情况。反之，如果私人部门融资需求高，创造的金融资产高，政府举债增加购买力会加剧通胀压力，政府增加债务的空间较小。这种情况对应着私人部门投资大于储蓄的情况。

不同国家和不同发展时期，对应着不同的政府债务/GDP 合理区间。并非政府债务/GDP 越高政府债务风险就越高。实践当中，很难准确计算一个明确的政府债务/GDP 合理值，但是通过观察通胀，观察私人部门意愿储蓄和计划投资之间的缺口，就可以判断政府债务/GDP 能不能进一步上升，或者是需要下降。如





果私人部门意愿储蓄远大于计划投资的缺口，没有通胀压力，政府举债增加支出利用了非公有部门储蓄大于投资的资源，且没有带来过度需求和通胀压力，政府的举债空间更大，合意政府债务 / GDP 比率水平更高；反之如果这个缺口很小甚至为负的，存在通胀压力，政府的举债空间小，合意政府债务 / GDP 比率水平低。就我国而言，2012 年以来我国非金融企业和住户部门储蓄和资本形成之间的缺口不断放大，该缺口占 GDP 的比重从 2012 年的 -3.1% 上升至 2020 年的 5.2%，通胀也一直保持在较低水平，这说明非公共部门投资越来越不足以消化掉非公共部门储蓄。这种情况下，政府的逆周期公共支出更充分地使用了资源，而不是浪费资源，且没有带来显著通胀压力，政府的赤字空间和政府债务/GDP 空间提升。

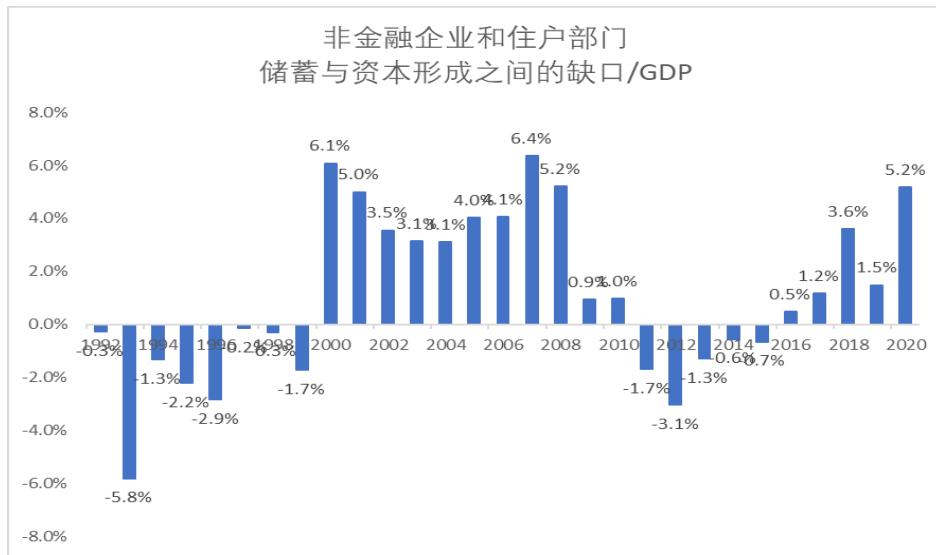


图 3-5：私人部门储蓄与资本形成缺口/GDP

数据来源：国际统计局

非公共部门储蓄和投资之间的缺口放大主要来自私人部门投资意愿下降，这对宏观经济稳定和经济增长都带来了威胁。如果能通过改革措施激发私人部门投资活力，或者通过充分的政策利率调整降低真实利率，使得非公共部门储蓄和投资更加平衡，对宏观经济稳定和经济增长可能会更加有利。通过政府逆周期公共部门支出填补这个缺口，虽然也起到了充分利用资源的目的，但是从效率角度看只能是次优选择。



## (二) 如何将政府债务/GDP 比率维持在合理区间

假定当前政府债务/GDP 比率维持在合理区间，还需要考虑的问题是未来这个比率会如何变化，能否保持在合理区间。判断未来政府债务/GDP 的路径有比较清晰的计算方法。

政府债务 / GDP 路径取决于：

$$B_t = B_{t-1} + D_t + iB_{t-1}$$

其中， $B$ 代表政府债务， $D$ 代表基础赤字， $i$ 代表政府债券利率，下标代表时间。用 $g$ 代表名义 GDP 增速，将上面式子每一项除以  $t$  期的  $GDP_t$  得到：

$$\frac{B_t}{GDP_t} = \frac{D_t}{GDP_t} + \frac{1+i}{1+g} \frac{B_{t-1}}{GDP_{t-1}}$$

$$b_t = \frac{(1+i)}{1+g} b_{t-1} + d_t \cong (1+i-g)b_{t-1} + d_t$$

其中， $b_t$ 、 $d_t$  分别代表政府债务和基础赤字相对 GDP 的比率。

政府举债采取逆周期政策，增加公共部门支出增加，会带来政府债务/GDP 的一次性上升，决定未来政府债务/GDP 路径的是名义利率 $i$ ，名义经济增速 $g$ 和未来的基础赤字率 $d$ 。如果随着经济好转和逆周期政策的退出，名义 GDP 增速上升，基础赤字率下降，无需政府减少基础赤字率，政府债务/GDP 也会回落。这符合我国财政赤字率与经济增速负相关的历史经验。

拉长时间看，在给定的基础赤字率下，决定未来政府债务/GDP 路径的关键是名义利率和名义 GDP 增速的差异，如果前者低于后者，政府债务/GDP 会因为分子增长速度慢于分母增长速度持续下降；如果名义利率高于名义 GDP 增速，政府债务/GDP 会因为分子增长速度快于分母增长速度持续上升，为了稳定或者降低政府债务/GDP，需要政府增收减支，压缩基础赤字率才能实现。

如果保持政府债务 / GDP 稳定在一个合理水平上不再增长，即满足：

$$b^* = b_t = b_{t-1}$$

由此可得对应的赤字率  $d^*$  为：

$$d^* = (g - i)b^*$$

即如果将赤字率保持在名义 GDP 增速与名义利率之差乘以合意的债务/GDP



比率，债务 / GDP 比率会一直保持在这个水平。

### 对公共债务可持续性的另一种估算

Fatás 和 Summers (2017) 讨论了政府债务/GDP 的合意水平问题。他们首先指出，如果认为当前政府债务/GDP 水平过高的话，那么政府就需要减少支出以降低政府债务/GDP。政府债务/GDP 下降之后，最直接的好处是能够减少实际的利息支出。这么做的潜在成本则是长期财政收入损失，即财政支出下降会影响到长期潜在产出，进而减少长期财政收入。具体来说，减少财政支出带来的债务下降为：

$$\Delta D_t = \Delta G_t - \Delta T_t = \Delta G_t - \mu\tau\Delta G_t = (1 - \mu\tau)\Delta G_t$$

其中， $D_t$  为政府债务， $G_t$  为财政支出， $T_t$  为财政收入， $\mu$  为财政乘数， $\tau$  为边际税率。

由此减少的利息支出为：

$$(r - g)\Delta D_t = (r - g)(1 - \mu\tau)\Delta G_t$$

因财政支出下降而导致的长期财政收入损失为：

$$\tau\Delta Y_t^p = \tau\eta\mu\Delta G_t$$

其中， $\eta$  为磁滞效应系数。

Fatás 和 Summers 指出，围绕政府债务/GDP 来考虑财政支出安排，必须要衡量其对应的成本和收益。如果减少财政支出带来的收益大于成本，那么这种安排就是合理的，否则就是不合理的，即：

$$\tau\eta\mu \geq (r - g)(1 - \mu\tau)$$

上式等价于：

$$r \leq g + \frac{\tau\eta\mu}{(1 - \mu\tau)}$$

上述测算模型结果表明，在不考虑磁滞效应<sup>15</sup> ( $\eta=0$ ) 的情况下，只要  $r$  小于等于  $g$ ，即真实利率小于等于实际产出增速，那么财政紧缩就是不合理的，此时财政扩张要优于财政紧缩。反之，财政紧缩就是合理的。Fatás 和 Summers 进一步给出了磁滞效应存在的证据。他们发现那些采取财政紧缩的经济体，其长期经济增速都受到了紧缩财政政策的持续影响，而不仅仅是乘数效应反映出

<sup>15</sup> 有关磁滞效应的更多讨论参见 CF40 工作论文《新冠疫情的中长期影响》。



的当期影响。引入磁滞效应之后，Fatás 和 Summers 的结论是，哪怕磁滞效应只是微不足道的一点 ( $\eta=0.025$ )，对应的真实利率上限就会要高出很多，即此时财政紧缩政策很有可能会恶化财政收支，且真实利率的上限随着财政支出乘数的增加而上升。在广泛存在磁滞效应的现实世界里，旨在提高财政可持续性和降低政府债务率而采取的财政紧缩政策，其结果很可能是适得其反。

我们参考其测算模型，结合中国当下面临的基本事实做了一个简单估算。假定中国面临的潜在产出增速是 4%，综合边际税率为 0.33，那么只有在真实利率大于等于 4% 的情况下，主动减少财政支出以降低政府债务才是合理的。在磁滞效应为 0.025 的情况下，即使财政乘数为 1，真实利率只要小于 5.2%，减少财政支出反而会造成财政状况恶化，反而不利于巩固政府债务的可持续性。

### (三) 情景模拟

如何把政府债务 / GDP 比率稳定在合意水平主要取决于三个指标：一是政府债务 / GDP 比率的合意水平目标值，二是未来的名义经济增速减去未来名义利率；三是基础赤字率。如果未来的名义经济增速大于名义利率，则可以允许相应的基础赤字率，将政府债务 / GDP 比率维持在固定的目标水平上。我国的名义 GDP 增速与名义利率之差与名义经济增速高度相关，过去十年二者之间的相关系数达到 99.5%，名义经济增速与名义利率之差平均达到 6.6%。如果未来还可以使用过去的经验，可以推断：

其一，维持名义 GDP 增速是维持政府债务可持续性的关键，维持名义 GDP 增速基本等价于维持名义 GDP 增速减去名义利率，这是决定未来政府债务/GDP 比率走势的关键。

其二，给定名义 GDP 增速显著高于名义利率，未来每年可以允许一定的基础财政赤字，而不至于带来政府债务 / GDP 比率上升。这里我们情景模拟了把政府债务 / GDP 比率稳定在不同合意水平上所对应的基础财政赤字率。我国名义经济增速与国债利率之差过去十年均值 6.6%，假定未来是 5-6%；政府把地方融资平台部分隐性债务纳入政府债务以后的债务率目前是 80%，假定未来政府债务 / GDP 目标处于 90-100%。在这些假定下，未来除了有 10-20% 的债务提升



空间，基础赤字率也可以提升至 4.5-6%，而这能够维持政府债务率稳定在这个目标区间，此时包含了政府债务利息的赤字率处于 6-7%之间。采取逆周期政策期间，基础赤字率可显著高于这个平均水平。

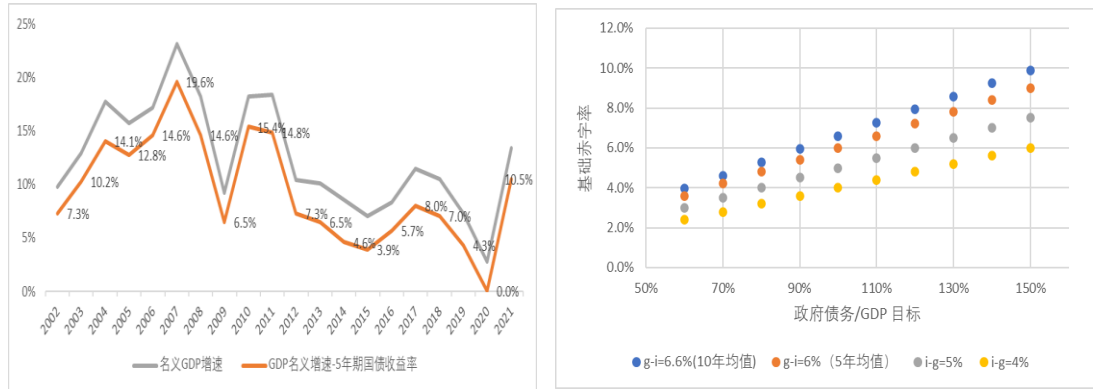


图 3-6: 政府债务 / GDP 比率与基础赤字率  
数据来源: WIND

#### (四) 如何看待寅吃卯粮和其他担心

对政府举债扩张支出的一种流行看法是寅吃卯粮。对于“寅吃卯粮”可以有两种理解，一种是站在政府角度看，政府今天增加了支出和赤字，未来就要减少支出和或者增加税收。另一种是站在全社会角度看，政府今天增加了债务和支出，未来全社会就会面临压力，减少产出。

这两种说法都难以成立。第一种看法，正如在前面看到的，反映政府债务负担的政府债务 / GDP 比率变化路径取决于未来的利率、经济增速和基础赤字率，逆周期公共支出提高了当期的赤字率和政府债务 / GDP 比率，但并不必然要求未来政府必须通过削减基础赤字使得政府债务 / GDP 比率重新回到初始水平上。随着逆周期政策的实施，经济增速回升，在政府给定支出情况下政府收入上升，基础赤字率周期性下降，这会压低政府债务 / GDP 比率。如果未来经济运行中经济增速高于利率，即便是在基础赤字率不变的情况下政府债务 / GDP 比率也会自然下降。

第二种看法，逆周期支出政策增加了当前的支出，并不以减少未来支出为代价。恰恰相反，将当前支出靠近潜在产出水平上，对未来的经济运行也有帮助。经济衰退不仅是当前的产出损失，也可能对未来产出带来持续负面影响，这被称为“磁滞效应”。政府举债逆周期公共支出的积极作用不止于减少短期产出损失，





消除磁滞效应意味着可以减少未来更长时期内面临的潜在效率损失。Ferraro 和 Fiori (2018)<sup>16</sup>发现,在考虑到磁滞效应的作用下,如果能够通过逆周期政策熨平经济周期,美国的就业损失可以下降 70%,同时还可以提高 0.3 个百分点的劳动参与率(约 100 万就业)。财政政策在消除磁滞效应方面能发挥重要作用。Tervala 和 Watson (2022)<sup>17</sup>发现,在考虑磁滞效应的情况下,衰退时期的财政刺激政策,无论是采取转移支付、增加政府消费还是扩张政府投资,都有很高的乘数效应,可以显著改善未来产出水平。其中,公共投资的财政乘数最高,原因在于公共投资可以增加公共资本存量并促进劳动生产率提高。在经济复苏尚未稳固、磁滞效应依然存在的情况下,贸然进行财政巩固未必会改善财政平衡,反而有可能损害到长期潜在增速并加剧债务风险。

还有一种对政府举债提高公共部门支出增加的担心是提高通胀,侵蚀了私人部门真实购买力。这个看法并不完整,结论可能误导。一方面,政府举债提高公共部门支出确实会提高通胀,降低私人部门购买力。另一方面,政府举债提高公共部门支出会提高私人部门的金融资产数量,增加其购买力。举例而言,政府发行国债增加公共部门支出 1 万亿,带来对私人部门的 1 万亿支出;私人部门购买 1 万亿国债,置换了 1 万亿金融资产(把存款或者其他形式的债券置换为国债),增加了 1 万亿来自公共部门支出所带来的收入。私人部门净新增了 1 万亿金融资产。政府举债提高公共部门支出是否会侵蚀私人部门购买力,关键还是看通胀水平高低,如果是帮助摆脱通货紧缩并不会把带来过高的通胀,温和的通胀水平对全社会产出提高和收入改善都有帮助。如果公共部门支出大幅抬高了通胀,产出提高并不明显,私人部门购买力则会受到明显侵蚀。

还有一些观点质疑政府举债提高公共部门支出效率不高。相对于私人部门自己花自己的钱,公共部门支出是公共部门花纳税人的钱,如果支出主体的责任心弱,支出效率确实值得关注。公共部门支出类型很多,可能是提高社会保障,也可能是增加基础设施建设投资,如何评价支出效率差异很大。这里我们主要考虑增加基础设施建设投资的逆周期支出。对于逆周期目的的基建投资支出而言,一方面要考虑基建投资带来的外溢效应,特别是对公益和准公益类基建投资,不

<sup>16</sup> Ferraro D, Fiori G. The scarring effect of asymmetric business cycles[J]. Available at SSRN 3171730, 2018.

<sup>17</sup> Tervala J, Watson T. Hysteresis and fiscal stimulus in a recession[J]. Journal of international money and finance, 2022, 124: 102614.



能用纯粹的商业回报来衡量其投资效率。以我国近十年的情况而言，基建投资越来越多地转向城市公共设施服务相关的投资，这些投资的商业回报率比之前交通运输类的基建投资更差，外溢效应也很难评价。另一方面要考虑逆周期目的下的基建投资提高了非公共部门收入，提高了全社会总需求水平和全社会收入水平，这些也难以反映到投资项目自身的回报当中。总而言之，关注和提高公共部门的支出效率非常有必要，但不能仅凭项目自身的商业回报率判断支出项目效率高还是低。

#### 四、小结与启示

结合以上分析，这里总结了六点小结和启示。

（一）我国预算内公共财政政策没有明显的逆周期特征，以基建投资为代表的公共部门支出有明显的逆周期特征，这些支出显著提高了当期的收入、消费和经济景气程度，对其他部门更多是挤入效应而非挤出效应。

（二）逆周期公共部门支出是在市场需求不足、私人部门意愿储蓄大于计划投资环境下的政策应对措施。如果能通过改革激发投资和消费活力，或者通过政策利率充分及时调整平衡意愿储蓄和计划投资之间的缺口，都能更大程度低利用市场自发力量调节供求，对资源配置更加有利。逆周期公共支出政策是次优选择。

（三）减少逆周期的挤出效应关键在于两条界限。一是把握好支出政策力度，以不引发过高的通胀为界限。二是不涉及非公有部门经营领域，不与非公有部门竞争为界限。相较而言，基础设施投资比可能会影响到产品相对价格或者产业竞争格局的产业类支出政策更少涉及到挤出效应。

（四）我国私人部门储蓄与投资的缺口持续放大，政府举债增加支出不会带来过度需求和高通胀，这给政府债务/GDP 比率留下了较大的上升空间。保持政府债务可持续性需要两点支撑，一是合理经济增速，保持合理经济增速同时也保持了经济增速大于利率，促使政府债务/GDP 比率向更低水平收敛；二是将基础赤字保持在合理水平，逆周期公共支出和相应的政府债务/GDP 率有周期性特征，从其他国家经验来看对基础赤字率和政府债务负担更大的挑战是以社会福利支出为代表的政府支出增长。

（五）我国维护政府债务/GDP 可持续性可接受的财政赤字率远大于 3%。假



定未来广义政府债务/GDP 目标处于 90-100%；未来除了有 10-20%的债务提升空间，基础赤字率也可以提升至 4.5-6%之间使得政府债务率稳定在这个目标区间，此时包含了政府债务利息的赤字率处于 6-7%之间。采取逆周期政策期间，基础赤字率可显著高于这个平均水平。

（六）逆周期公共支出增长对政府和全社会都不是以牺牲未来利益为代价，不是寅吃卯粮。关注和提高公共部门的支出效率非常有必要，但不能仅凭项目自身的商业回报率判断支出项目效率。



附表 1-1: 中国政府四本预算各自的收支核算范围和编制历史

	核算内容	编制历史	全国数据起始年份
一般公共预算	定义: 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。 功能: 维持政府运转+基本公共服务。 收入: 税收收入+非税收入。 债务: 中央债务(国债)+地方政府一般债。	长期编制	1952
政府性基金预算	定义: 为支持特定公共基础设施建设和公共事业发展, 向公民、法人和其他组织无偿征收的具有专项用途的财政资金, “特定用途, 专款专用。” 收入: 国有土地使用权出让收入(主体)+其他 20 余项政府性基金收入。 债务: 地方政府专项债务。	1996 年明确各级政府单独编列政府性基金预算, 并于 1997 年执行。2010 年, 财政部印发《政府性基金管理暂行办法》, 预算编制进一步规范。	2008
国有资本经营预算	定义: 对国有资本收益作出支出安排的收支预算。但其实际功能侧重于侧重国企经营体系内的再分配, 主要用于解决国有企业历史遗留问题及相关改革成本支出和国有企业资本金注入。	2003 年正式提出“国有资本经营预算”, 2007 年试编国有资本经营预算。	2012
社会保险基金预算	专项用于社会保险, 按社会保险的险种分别编制。 收入: 从一般公共预算调入的财政补贴收入(占比 20%左右)+保险费+利息收入+委托投资收益。	2010 年开始施行编制, 2012 年编制范围扩大到全部基本养老保险。	2013

附表 1-2: 中国政府赤字(亿元, %, 负值表示盈余)

年份	官方赤字		一般公共预算实际赤字		一般公共和政府性基金预算合并赤字		四本预算合并赤字	
	规模	赤字率	规模	赤字率	规模	赤字率	规模	赤字率
1992	237	0.9	259	1.0	-	-	-	-
1993	205	0.6	293	0.8	-	-	-	-
1994	638	1.3	575	1.2	-	-	-	-
1995	621	1.0	582	0.9	-	-	-	-
1996	548	0.8	530	0.7	-	-	-	-
1997	555	0.7	582	0.7	-	-	-	-
1998	918	1.1	922	1.1	-	-	-	-
1999	1759	1.9	1744	1.9	-	-	-	-



2000	2499	2.5	2491	2.5	-	-	-	-
2001	2473	2.2	2517	2.3	-	-	-	-
2002	3098	2.5	3150	2.6	-	-	-	-
2003	2916	2.1	2935	2.1	-	-	-	-
2004	2005	1.2	2090	1.3	-	-	-	-
2005	2080	1.1	2281	1.2	-	-	-	-
2006	1983	0.9	1663	0.8	-	-	-	-
2007	-707	-0.3	-1540	-0.6	-	-	-	-
2008	202	0.1	1262	0.4	611	0.2	-	-
2009	9500	2.7	7782	2.2	5565	1.6	-	-
2010	10000	2.4	6773	1.6	3939	1.0	-	-
2011	9000	1.8	5373	1.1	3957	0.8	-	-
2012	8000	1.5	8699	1.6	7495	1.4	-	-
2013	12000	2.0	11002	1.9	9235	1.6	2783	0.5
2014	13500	2.1	11416	1.8	8766	1.4	3151	0.5
2015	16200	2.4	23609	3.4	23618	3.4	17772	2.6
2016	21800	2.9	28150	3.8	28385	3.8	23717	3.2
2017	23800	2.9	30493	3.7	29982	3.6	23258	2.8
2018	23800	2.6	37544	4.1	39578	4.3	27203	3.0
2019	27600	2.8	48468	4.9	55598	5.6	45511	4.6
2020	37600	3.7	62765	6.2	87275	8.6	91689	9.0
2021	35700	3.1	43118	3.8	58484	5.1	45753	4.0