

专题报告系列  
Special Report Series



PHBS 智库  
北京大学汇丰商学院

# 财政政策的 现状、历史进程回顾与展望

——财政专题系列之一

2023年3月



## 摘要

2022年，财政歉收增支，收支矛盾凸显。我国实施积极财政政策已经长达15年，在经济下行周期，政府逆周期调控常态化，财政收支矛盾问题越来越严重，在回顾和细致剖析以往财政政策的基础上，对未来财政政策的积极方向进行展望。

对2008年以来超长积极财政政策周期的成因、内在逻辑和主要扩张方式进行了梳理。同时，从赤字率和一般公共财政收支增速两个维度量化财政政策的积极程度。主要观点有：1) 2008年至2017年，预算外扩张是积极财政的主要形式。2) 自2018年以来，监管对地方政府预算外债务扩张严格管控。3) 自2015年以来，专项债成为政府预算内加杠杆的主要方式之一。4) 财政政策具有明显的跨周期调节特点。5) 2016年以来，收入端通过减税降费持续发力，支出端通过精打细算提高支出效能。

**财政支出拉动基建稳增长的效果触底趋稳。**将财政稳增长系数（GDP名义值/广义财政中基建支出额）分为两个部分：基建增长系数（GDP名义值/基建投资额）和财政基建系数（基建投资额/广义财政中基建支出额）。基建项目收益率趋稳和财政资金撬动基建投资杠杆倍数趋稳是财政支出拉动基建稳增长效果触底趋稳的主因。以央行使用货币政策工具配合财政政策为代表的准财政扩张正成为拉动基建投资的重要手段之一。虽然准财政扩张在流程、时间和规模上的限制较小，便于根据经济形势调整政策节奏和力度，但是，准财政扩张的管理权限来自中央，地方能动性较小，不利于激发地方政府的活力。

展望2023年的财政政策，一般公共预算收入增速将高于支出增速，对土地市场的修复程度预期偏弱，土地财政转型将稳步推进，准财政扩张仍将成为支持基建投资的重要手段。**预计2023年准财政支持基建投资规模为1.5万亿元，基建投资增速为7.9%。**

---

\* 北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2023年3月16日

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

2022年是实施积极财政政策的第15年，由于疫情冲击、经济下行、大规模留抵退税、房地产市场低迷等因素影响，一般公共预算和政府性基金收入增速大幅回落，但防疫社保、债务付息和基建投资需求支撑一般公共预算和政府性基金支出增速保持较强韧性，财政收支矛盾凸显。

冰冻三尺非一日之寒，当前的财政收支矛盾有其历史根源。对2008年以来超长积极财政政策周期的成因、内在逻辑和主要扩张方式进行了梳理。同时，从赤字率和一般公共预算收支增速两个维度量化财政政策的积极程度。基于上述分析，对疫后财政政策积极方向进行了展望。表1对2023年积极财政政策的主要指标进行了汇总和预测。

表 1：2023 年积极财政政策主要指标汇总和预测

指标		2022 年	2023 年
目标赤字率		2.80%	3%a
预算目标赤字率（官方）		4.7%	4.5%a
调入资金和使用结转结余（万亿） （剔除调入资金和使用结转结余）		2.33	2.36a
一般公共预算收入	规模（万亿）	20.4	21.7a
	同比	0.6%	6.7%a
一般公共预算支出	规模（万亿）	26.1	27.5a
	同比	6.1%	5.6%a
政府性基金收入	规模（万亿）	7.8	7.8a
	同比	-20.6%	0.4%a
政府性基金支出	规模（万亿）	11.1	11.8a
	同比	-2.5%	6.7%a
准财政支持基建（万亿）		1.5	1.5e
减税降费（万亿）		3.4	2e
专项债（万亿）		3.65+0.5=4.15	3.8a
基建投资增速		11.5%	7.9%e

注：目标赤字率是官方公布的赤字率，计算方式为（一般公共预算预算目标支出-一般公共预算预算目标收入-调入资金及结转结余）/GDP。预算目标赤字率的计算方式为（一般公共预算预算目标支出-一般公共预算预算目标收入）/GDP。准财政支持基建的口径包括政策性银行支持基建的信贷、政策性银行用作基建项目资本金的政金债。2022年专项债新增专项债额度包括两会公布的3.65万亿以及追加的5000亿元结存限额。a来自《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的审查结果报告》的数据。e表示自行测算的结果。

数据来源：CEIC，公开资料，北大汇丰智库。

## 一、2022 年财政收支情况分析

2022 年，由于疫情扰动、美联储收紧流动性等因素导致国内经济下行压力加大，财政收支进度均不及预期。上半年，由于大规模减税降费和房地产市场低迷，一般公共预算+政府性基金收入端压力较大；下半年，随着疫情防控政策优化和房地产调控政策的调整，收入端逐渐修复。财政支出方面，以收定支制约了支出扩张的速度，但防疫刚性支出和专项债的大量发行支撑了支出保持较强韧性。

### 1. 一般公共预算收支：款收增支，刚性支出增速领先

收入方面，受疫情冲击、经济下行以及大规模留抵退税的影响，一般公共预算收入规模低于年初预算目标，财政收入增速自 2022 年 4 月低点后逐步修复。2022 年，一般公共预算收入 20.37 万亿元，为年初预算收入目标的 96.9%，为近十年低点，同比增长 0.6%，扣除留底扣税因素后增长 9.1%。从单月增速来看（见图 1），2022 年 4 月至 7 月财政收入负增长，8 月至 12 月财政收入正增长。4 月是 2022 年财政收入的低点，主要是因为 4 月上海疫情爆发、多地局部静默以及增值税的大规模留抵退税，三季度开始财政收入逐渐好转，年底为了冲刺年初预算目标，12 月财政收入增速急剧上升至 61.1%，为近十年的高点，较上月增加 36.5 个百分点。



图 1：财政收入当月同比和累计同比

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。



图 2：税收和非税收入年度同比

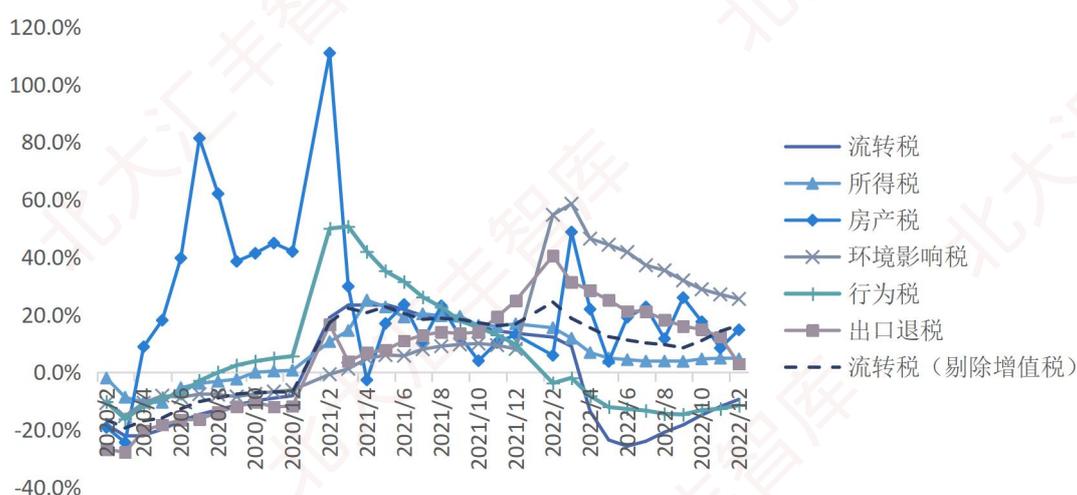
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从财政收入形式分类来看，税收增速负增长，非税收入高增长；但从长期趋势看，税收收入和非税收入增速均处于下行通道，与 GDP 增速中枢下行密切相关。

2022年，税收收入16.66万亿元，同比下降3.5%，扣除留抵退税因素后增长6.6%；非税收入3.71万亿元，同比增长24.4%，非税收入占财政收入的比例为18.2%，较上年增加3.5个百分点。官方公开信息显示，2022年中央非税收入增长96.5%，主要是特定国有金融机构和专营机构上缴利润入库、原油价格上涨带动石油特别收益金专项收入增加等特殊因素拉动，扣除上述特殊因素后，中央非税收入增长3%左右；地方非税收入增长17.8%，主要是地方多渠道盘活闲置资产，以及与矿产资源有关的收入增加，拉高地方非税收入增幅14.3个百分点。但从历史数据来看（见图2），税收收入增速和非税收入增速之间不存在明显的此消彼长的关系。同时，税收收入和非税收入增速都处于下行通道，这或与GDP增速中枢下行密切相关。一方面，税收源于经济增长，蛋糕做大，税基扩大。另一方面，非税收入中的国有资本收入和国有资源有偿使用收入与经济形势密切相关，其他收入（比如处置国有闲置资产、特定国有企业上缴利润等）多为一次性收入，不具有可持续性，所以，非税收入的长期趋势也与经济增长密切相关。

**细分税种的税收收入增长情况可以从不同维度反映经济发展的现状**（见图3和表2）：**一是**增值税是本轮政府减税的主要税种，大规模减税主要集中在二季度。2022年，增值税同比下降23.3%，扣除留抵退税因素后增长4.5%。从单月增速来看，2022年3月至7月增值税负增长，8月至12月增值税增速转正。**二是**所得税正增长，但涨幅较上年同期明显回落，满足纳税条件的企业盈利和个人收入增速放缓。2022年，所得税（包括个人所得税、企业所得税）同比增长4.6%，较上年减少12.2个百分点。经济下行压力较大，满足纳税额度的企业和个人的税基规模涨幅放缓，这与规上工业企业利润总额增速负增长和居民可支配收入增速下台阶相符。**三是**剔除增值税的流转税增速较高，说明中高端人群的消费较好。2022年，剔除增值税的流转税（包括消费税，进口产品消费税、增值税，关税）同比增长16.3%。剔除增值税的流转税主要是奢侈品、烟酒和相关进口产品，说明购买这些产品的中高端人群的消费依然较为景气。**四是**反映房地产和汽车交易情况的行为税增速低迷，说明投资者对购置大件商品依然较为谨慎。2022年，行为税（包括城镇维护建设税、契税、印花税、车辆购置税、土地增值税）同比增速为-11.5%。这与房屋销售和土地购置面积增速低迷相符；汽车销量增速虽然在2022年5月车辆购置税减半政策出台后出现了一定程度的反弹，但11月和12月汽车销量增速

转负，促进汽车消费政策的效果减弱。**五是**环境影响税和房产税有较大成长空间。2022年，环境影响税(包括资源税、城镇土地使用税、耕地占用税)同比增长25.4%，房产税1529亿元同比增长14.7%。政府多次公开强调要提高直接税比重，财产税是可行方向之一，环境影响税和房产税未来的成长空间广阔。**六是**出口退税显示出口较为景气，但已出现疲态。2022年，出口退税同比增长2.9%。出口退税增速的高增长与出口增速的高增长密切相关，出口增速的回落在出口退税增速上已有显现，从单月增速来看，2022年11月出口退税增速为-16%，12月进一步回落至-46.4%。在外需收缩的背景下，出口退税增速可能会继续回落。



**图 3：不同税种税收收入累计同比**  
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

**表 2：细分税种的组成**

指标	增值税	所得税	剔除增值税的流转税	行为税	环境影响税	房产税	出口退税
规模 (万亿元)	4.87	5.86	3.96	2.4	0.69	0.15	1.87
占税收收入比例	29.20%	35.20%	23.80%	14.40%	4.10%	0.90%	11.20%
2022年同比增速	-23.30%	4.60%	16.30%	-11.50%	25.40%	14.70%	2.90%

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从财政收入管理权限分类来看，中央财政收入年末冲量增速转正，地方财政收入负增长，中央和地方财力基本维持“五五”格局。2022年，中央一般公共预算收入9.49万亿元，占财政收入的46.6%，同比增长3.8%，较2022年1-11月增加6.8个百分点，主要是由于年末冲量以及出口退税大幅下降；地方一般公共预算

算本级收入 10.88 万亿元，占财政收入的 53.4%，同比下降 2.1%，扣除留抵退税因素后增长 5.9%。从单月增速来看，2022 年 4 月是中央和地方财政收入增速的低点，8 月中央和地方财政收入增速转正，10 月开始中央财政收入增速明显快于地方财政收入增速。

支出方面，财政支出规模低于年初目标，但增速保持较强韧性，处于近三年较高水平。2022 年，一般公共预算支出 26.06 万亿元，为年初预算支出目标的 97.6%，同比增长 6.1%，较 2021 年 0.3% 增速高出 5.8 个百分点，较 2020 年 2.8% 增速高出 3.3 个百分点。在财政以收定支的背景下，财政支出增速依然保持较强韧性，说明积极财政不断发力。

从支出的主要科目来看，财政支出增速由高到低分别是防疫社保类 > 债务利息 > 教育科技类 > 基建类，防疫社保类和债务利息的刚性支出增速领先。如图 4 所示，2022 年，防疫社保类（包括社会保障和就业、卫生健康）支出 5.91 万亿元，占财政支出的 22.7%，同比增长 11.4%；债务利息支出 1.13 万亿元，占财政支出的 4.3%，同比增长 8.6%；教育科技类（包括教育、科学技术）支出 4.95 万亿元，占财政支出的 19.0%，同比增长 4.6%；基建类（包括节能环保、城乡社区、农林水、交通运输）支出 5.93 万亿元，占财政支出的 22.8%，同比增长 1.3%。2022 年下半年疫情多地散发，防疫社保类开支增速不断攀升，对基建类支出有一定挤出效应。

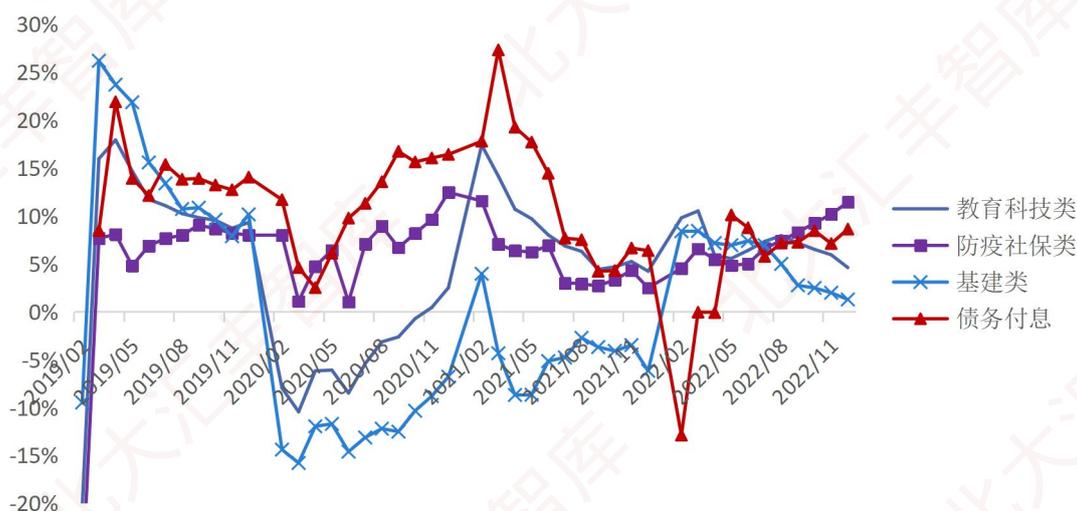


图 4：财政支出细分项累计同比

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从财政支出管理权限分类来看，中央和地方财政支出正增长，地方财政承担

支出占比超过 86%，为近十年的高点。2022 年，中央一般公共预算本级支出 3.56 万亿元，占财政支出的 13.7%，同比增长 3.9%；地方一般公共预算支出 22.50 亿元，占财政支出的 86.3%，较 2011 年的 84.6% 增加 1.7 个百分点，同比增长 6.4%。央地之间的财力和支出不匹配，地方承担了更多的事权，中央主要通过转移支付的方式弥补地方财力和支出之间的缺口。

## 2. 政府性基金收支：土地出让收入大幅收缩，土地财政亟需转型

政府性基金收入规模低于年初预算目标；增速受土地出让收入大幅下滑拖累，处于近十年的低点。2022 年，政府性基金收入 7.79 万亿元，是年初政府性基金预算收入目标的 82.5%，同比下降 20.6%，处于近十年的低点。从中央和地方来看，中央政府性基金收入 4124 亿元，占政府性基金收入的 5.3%，同比增长 3%；地方政府性基金本级收入 7.38 万亿元，占政府性基金收入的 94.7%，同比下降 21.6%，其中，国有土地使用权出让收入 6.69 万亿元，占地方政府性基金收入的 90.7%，占政府性基金收入的 85.9%，同比下降 23.3%。

政府在去年初制定政府性基金预算收入目标时明显高估了土地市场，主要是因为低估了房地产政策收紧和疫情冲击相叠加的影响。2021 年房地产市场的销售数据火爆，需求旺盛，但在 2022 年情况出现了本质改变，主要是疫情卷土重来，居民的消费投资行为转为保守。从供给端来看，政府提前主动降低房企杠杆率以及银行的涉房贷款比例的初衷是好的，但低估了房企资金链紧张和需求收缩所引起的连锁反应，预期转弱和房地产市场的不景气最终导致土地市场的低迷，对土地出让收入冲击较大。

政府性基金支出规模低于年初目标，增速保持较强韧性，主要由非土地出让相关的基建投资拉动。2022 年，政府性基金支出 11.06 万亿元，是年初政府性基金预算支出目标的 79.6%，同比下降 2.5%，高于政府性基金收入增速 18.1 个百分点。在政府性基金收入大幅收缩的背景下，政府性基金支出增速保持了相当强的韧性。从中央和地方来看，中央政府性基金本级支出 5544 亿元，占政府性基金支出的 5.1%，同比增长 76.8%；地方政府性基金支出 10.50 万亿元，占政府性基金支出的 94.9%，同比下降 4.7%，其中，国有土地使用权出让收入相关支出 6.37 万亿元，是国有土地使用权出让收入的 95.2%，占地方政府性基金支出的 60.7%，占

政府性基金支出的 57.6%，同比下降 17.8%。土地出让收入相关支出基本上与土地出让收入的规模相当；政府性基金支出剔除土地出让收入相关支出后剩余的部分，主要收入来源是地方政府专项债，地方政府专项债主要用于非土地出让相关的基建投资，所以，政府性基金支出的增长主要靠非土地出让相关的基建投资拉动。

**非土地出让相关的基建投资主要投向产业园区类、交通类和民生类基础设施建设，促进经济高质量发展。**自 2019 年 9 月国常会明确要求专项债资金不得用于土储和房地产相关领域之后，专项债的投向基本围绕经济结构转型和促进高质量发展转变。如图 5 所示，2022 年，新增专项债投向产业园区类（市政及产业园区基础建设，新型基础设施建设，能源、城乡冷链物流基础设施）占 35.1%，交通类（交通基础设施）占 18.3%，民生类（社会事业、保障性安居工程、农林水利、生态环保）占 44.3%。特别地，目前，新型基础设施建设（云计算、人工智能、大数据、5G 等）占比只有 0.2%，随着可挖掘的新增传统投资项目的减少和其边际收益的不断降低，新型基础设施建设有望成为重点发力方向。

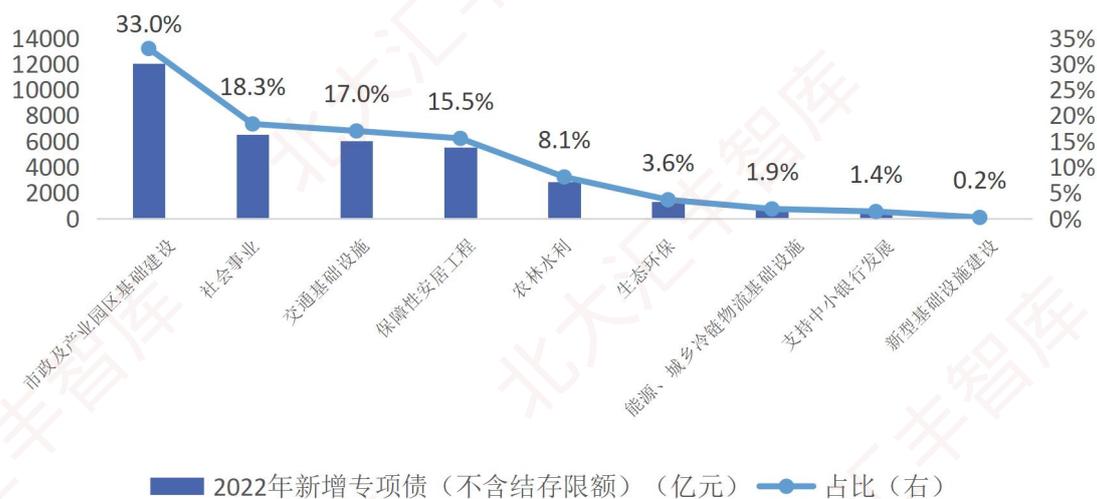


图 5：新增专项债主要投向领域的金额和占比

数据来源：中国债券信息网，北大汇丰智库。

近年来，世界正在发生百年未有之大变局，内外经济形势的急剧变化使得现有的土地财政模式不具有可持续性。从外部环境来看，中美之间的大国博弈加剧。中美之间的博弈虽然是全方位的，但实质上是科技的较量，美方对中国科技的打压一直在层层加码。发展房地产无法帮助中国解决核心技术受制于人、被卡脖子的问题，也无法帮助中国向全球产业链、价值链的中高端攀升。从内部形势来看，随着房地产及相关产业在经济总量的占比不断上升，其弊端已经开始明显。一是

出生人口下滑，人口红利消失。2022年，人口负增长85万人，常住人口出生率为6.8%，是建国以来的最低。住房与户籍、学区、医疗等公共资源绑定的模式，导致越来越多的年轻人生育意愿低。二是阻碍实体经济发展。在房地产和金融的投资收益率高于全行业平均水平时，大量的社会资源都会流向相关行业，实体经济陷入恶性循环，不利于提升国家的国际竞争力。三是容易积累金融风险。“房地产+基建”的模式导致债务不断扩张，容易积累金融风险。比如，20世纪90年代的日本，在美联储不断加息后，导致国内房地产泡沫破裂，陷入失去的几十年。因此，国家战略由房地产转为科技创新是必然趋势。另外，自2016年底提出“房住不炒”以来，居民对房价永远涨的预期已经发生改变，加之居民较高的杠杆率以及对未来收入不确定性的担忧，居民的购房意愿较低。相应地，现有的基于房地产市场的土地财政模式难以持续，亟需转型。

### 3.收支差额：一般公共预算收支赤字符符合目标赤字，政府性基金收支盈余超过1.6万亿元

一般公共预算收支赤字与目标赤字基本做平，但较为依赖调入资金及结转结余。2022年，一般公共预算收支差额=财政收入203703亿元-财政支出260609亿元+调入资金及结转结余23285亿元=-33621亿元，与年初的目标赤字额33700亿元基本持平。调入资金及结转结余主要来自调入中央预算稳定调节基金2765亿元、中央政府性基金预算9000亿元、中央国有资本经营预算900亿元，以及地方财政调入资金及使用结转结余10620亿元。加上调入资金及结转结余之后的实际赤字率正好与年初的目标赤字率2.8%相一致，但扣除调入资金及结转结余后的实际赤字率为4.7%，相差1.9个百分点。

调入资金及结转结余的规模自2019年开始一直在1.5万亿元以上，相当于变相突破3%的财政赤字率国际警戒线。我国仅在2020年和2021年疫情特殊时期目标赤字率超过3%的国际警戒线，分别为3.6%和3.2%。但随着对地方融资监管的收紧、中美大国博弈日益严峻、疫情冲击、国内经济下行压力等诸多因素的交织影响，3%的国际赤字率约束对财政政策的掣肘较大，调入资金及结转结余的增加是变相突破国际赤字率警戒线的有效方式。如图6所示，2019年至2022年，调入资

金及结转结余的规模分别为 1.51 万亿元、3.0 万亿元、1.68 万亿元和 2.33 万亿元，一直在 1.5 万亿元以上，而在 2013 年至 2018 年调入资金及结转结余规模都是低于 3000 亿元。



图 6：调入资金及结转结余的规模变化

注：预算目标赤字率=（一般公共预算预算目标支出-一般公共预算预算目标收入）/GDP。下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

但是，调入资金及结转结余很难成为拓宽一般公共预算财力的常态化途径。结转结余主要来自往年没有花完的资金，是有限的，近几年大量使用往年结余资金，剩余可调用资金正快速消耗。调入资金主要来自于盘活财政存量资金以及从政府性基金结余资金调入，但这也不具有可持续性。一是盘活存量财政资金很难保持长期大量资金入账。比如，2022 年央行上缴利润 1.13 万亿元，2023 年央行就很难再连续上缴同样规模的利润了。再比如，从国有资本经营预算调入收入，与国有企业的盈利能力密切相关，在宏观经济形势不景气的时期，国企可能会亏损，很难连续上缴更多利润。二是从政府性基金结余资金调入更多依赖的是专项债腾挪出来的财政结余，实质上依赖的是债务扩张的方式，容易埋下金融风险隐患。

政府性基金收支盈余超过 1.6 万亿元，为 2023 年财政支出预留空间。2022 年，政府性基金收支差额=政府性基金收入 77879 亿元-政府性基金支出 110583 亿元+结转收入 354.67 亿元+特定国有金融机构和专营机构上缴利润 16500 亿元-调入一般公共预算 9000 亿元+新增地方政府专项债限额 3.65 万亿+5000 亿元地方政府专项债结存限额=16651 亿元。2022 年政府性基金收支盈余超过 1.6 万亿元，为

2023 年财政支出预留空间。事实上，如图 7 所示，政府性基金收支差额自 2015 年开始发行地方政府专项债后，一直呈盈余状态，盈余的资金通常用作下年调入一般公共预算收入使用。同时，政府性基金收支的盈余本质上具有债务扩张性质，主要是依托增发地方政府专项债的方式腾挪盈余空间。考虑到地方政府专项债不计入目标赤字率，通过增发地方政府专项债的方式，实质上就是变相加杠杆。



图 7：政府性基金收支差额和地方政府专项债新增限额（单位：亿元）

注：2022 年地方政府专项债新增限额包括 5000 亿元结存限额，2020 年政府性基金收支差额包括了 1 万亿元抗疫国债。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

## 二、连续 15 年的超长积极财政政策周期与稳增长

财政政策是宏观调控的重要手段，主要用来进行逆周期调节和熨平经济波动。自 2008 年开始，国内外经济形势复杂多变，美国次贷危机、中国经济进入新常态、三期叠加、中美大国博弈、全球面临百年未有之大变局等内外因素交织，国内经济下行压力加大，财政政策更加积极有为，通过有形的手增加社会需求，肩负稳增长的重担。近年来，财政和准财政同时发力拉动基建投资稳增长，基建投资稳增长的效果有明显触底趋稳的迹象。

### 1.2008 年以来超长积极财政政策周期的成因、内在逻辑和主要扩张方式

2008 年起，我国开启了长达 15 年的积极财政政策周期。如图 8 所示，根据历年政府工作报告对财政政策的定调，2000 年至 2004 年实施的是积极的财政政策，

2005年至2008年11月实施的是稳健的财政政策，2008年12月至今实施的是积极的财政政策。2008年，由于发生美国次贷危机，当年11月国常会将财政政策的定调由稳健转为积极。所以，从2008年开始，我国开启了长达15年的积极财政政策周期，这也是改革开放以来积极财政政策持续时间最长的阶段。



图 8: 财政政策的周期划分

数据来源: 根据公开资料整理、CEIC, 北大汇丰智库。

导致超长积极财政政策周期的原因主要有三个方面:

**第一，外需拉动作用减弱。**一是债务驱动的增长本身会积累内在的结构性问题，这些结构性问题积累到一定程度会抑制需求的反弹空间。自20世纪70年代布雷顿森林体系解体后，美元与黄金脱钩，世界进入以美债为核心资产驱动增长的美元霸权时代。以历史实践来看，债务驱动的增长大概每十年会爆发一次金融危机，使得资产价格出清，经济又能再次轻装上阵、重新复苏。但这种债务驱动的增长本身会积累内在的结构性问题，比如，较高的债务水平、不断扩大的收入不平等、社会的撕裂，等等。不断积累的债务和收入增速的下滑会明显抑制危机后居民需求的反弹空间。据国际清算银行的数据显示，2021年，美国居民部门杠杆率为77%，远低于2008年时的98%。二是国际形势更加复杂多变，外需的修复进程总被打断。2008年美国次贷危机发生后，全球经济复苏的过程总被不断打断：2011年欧洲债务危机爆发、2015年美联储重启加息周期、2018年中美贸易摩擦、2020年新冠疫情全球蔓延，这导致中国面临的外贸环境复杂严峻，很难再现中国2002年加入WTO后长达6年的出口高增长。按美元计，2008年至2022年，中国出口复合增长率为7.5%，较2002年至2007年出口的复合增长率28.9%减少21.4

个百分点。

二是财政政策需要在中国新旧动能转换的过渡期更加积极有为。从 2008 年开始，中国经济增速进入下行通道。根据发达国家的经验，在经济总量达到一定规模后，经济增速就会下台阶，主要是人口、资本、技术等要素结构会发生质的变化，经济增长的模式需要转型。在新动能还在孕育、传统动能拉动增长作用下降的过渡阶段，经济增速下滑难以避免。财政政策在新旧动能转换的过渡期更加积极有为。一方面，寻找和培育新动能的过程中，政府需要扩大需求稳增长。考虑到消费的乘数效应有限，政府扩大内需的主要抓手是拉动投资。比如，2008 年至 2014 年，政府大兴土木，因为“要想富，先修路”，交通基础设施完善后，才会便利要素的流动，促进经济增长。2015 年至 2018 年，政府加快棚改货币化安置，刺激居民购房需求，为楼市去库存。2019 年至今，政府加大对战略性新兴产业和新型基础设施的投资，促进中国经济高质量发展，为中国在中美博弈中抢占先机奠定良好基础。另一方面，国内物价水平长期处于温和增长的状态，为积极的财政政策提供了空间。不论是从 CPI 和 PPI 来看，居民部门和工业部门都没有出现长期的严重的通胀问题，所以，物价对财政政策的积极空间掣肘较小。

第三，没有遇到合适的退出时机。众所周知，长期的积极财政政策会导致主权债务问题，国际上也有类似的教训，比如 20 世纪 80 年代的拉美债务危机、1998 年俄罗斯债务违约、2001 年阿根廷债务危机等。近年来，国内外形势复杂严峻，消费、民间投资和出口都没有根本性的好转，积极的财政政策是应对国内经济下行加大而不得已才采取的逆周期调控政策。积极财政政策退出至少要满足三个条件：一是 GDP 增速稳定在一个长期潜在值，二是失业率在目标区间内，三是外部市场环境相对友好。目前看来，至少在未来三至五年内，还没有看到积极财政政策可以退出的迹象：一是中国的 GDP 增速还处于下台阶的阶段，对于 GDP 增速应该稳定在哪个区间，目前争议较多，还需要实践探索进一步明确。二是就业问题依然较为严峻，每年新增就业人口还在不断增长，只有靠拉动经济增长才能解决就业问题。三是中美大国博弈是一个中长期的趋势，在中美之间没有拉开绝对性的差距之前，国际形势还将会日益复杂严峻，全球产业链的重构将会深刻改变国际贸易格局，外部环境短期内很难出现明显的好转。

**现阶段超长积极财政政策周期大致遵循总量→结构→效能的内在逻辑：**

2008年至2014年，中央和地方政府同时加杠杆，从总量上扩大政府投资刺激经济增长。为应对美国次贷危机，中国提出4万亿投资计划，其中，37.5%投向以交通基础设施为主的重大基建项目、25%投向汶川地震灾后重建项目、14.5%投向创新和结构调整的产业项目、13%投向民生领域、10%投向保障性住房项目。大规模的经济刺激计划也带来了一些结构性问题，比如产能过剩，2012年3月至2016年8月PPI增速连续54个月负增长；再比如地方政府隐性债务急剧增加，据测算<sup>1</sup>，2017年，地方政府隐性债务规模约为30万亿元。

2015年至2016年，新预算出台后，财政政策着力于防风险、棚户区改造和补民生短板的结构性调整。2015年新预算法开始施行，将地方政府债务纳入预算实施限额管理，开前门、堵后门，规范地方政府举债融资行为，化解地方政府债务风险。推动老旧小区棚户区改造，增加对居民自住和改善性住房的支持，化解商品房库存。推动基本公共服务均等化，缩小城乡居民在教育、医疗、社会保障等公共领域的差距，不断补齐基本公共服务领域的短板。

从2017年起，积极财政政策定调更加注重效能，主要是经济下行压力影响财力以及财政政策积极空间的跨周期考量。2017年财政政策的定调是“财政政策要更加积极有效”，2018年的定调是“积极的财政政策取向不变，要聚力增效”，2019年的定调是“积极的财政政策要加力提效”，2020年的定调是“积极的财政政策要更加积极有为”，2021年的定调是“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，2022年的定调是“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续”。一方面，连续多年的积极财政政策对政府财力的要求较高，而不断加大的经济下行压力以及大规模的减税降费降低了税收来源，财政政策需要提高支出效率以达到投入产出的最大化。另一方面，要平衡当期和远期财政政策的积极空间以及风险，在经济修复反弹的时候，节制财政支出力度，为未来可能发生的重大风险事件预留政策空间。

2008年以来，积极财政政策的主要扩张方式可以分为预算内扩张和预算外扩张两种主要类型。预算内扩张所使用的方式主要反映在一般公共财政收支和政府性基金收支两本账上，而预算外扩张所使用的方式不会反映在财政预算内。

第一，预算内扩张主要包括提高目标赤字率、增加减税降费力度、发行政府

<sup>1</sup> 参见张晓晶、常欣、刘磊，中国去杠杆进程报告（2017年度），2018。

**债券和加大存量资金盘活四种方式。**一是提高目标赤字率。目标赤字率是对一般公共财政收支账本举债额度的约束限制，2012年以来基本呈上升趋势。二是增加减税降费力度。2016年起，结构性减税改为全面减税，为实体经济降低宏观税负。三是发行政府债券。2008年至2014年，主要是中央发行政府债券，地方在2009年至2014年只有个别省份能够试点发行地方债券。2015年开始，地方政府有自主发债权限，并且开始发行地方政府专项债。政府债券的新增额度受到债务限额约束，预算内的政府债务杠杆率扩张速度受到限制。四是加大存量资金盘活。一方面，调用往年的结转结存资金，包括从政府性基金调入一般公共财政、从中央预算稳定基金调入等。另一方面，加大国企利润上缴力度以及增加特定金融机构利润上缴。比如，从国有资本经营预算调入非税收入，2022年央行上缴1.13万亿元利润。

**第二，预算外扩张主要包括城投平台融资、金融机构非标业务、PPP项目和准财政扩张四种方式。**一是城投平台融资。2009年银发92号文提出，“鼓励地方政府通过增加地方财政贴息、完善信贷奖补机制、设立合规的政府投融资平台等多种方式，吸引和激励银行业金融机构加大对中央投资项目的信贷支持力度”“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。自此，城投平台大量成立，城投相关的信贷和债券融资规模快速扩张。但2010年至2013年政府开始加强城投平台信贷融资监管。二是金融机构非标融资。2012年证监会修订了《证券公司客户资产管理业务管理办法》《证券公司集合资产管理业务实施细则》《证券公司定向资产管理业务实施细则》，使得证券公司资管业务、基金子公司等非标融资快速发展，2012年也被称为“大资管”元年。银行资金借道资管通道以非标产品的形式流向城投公司。三是PPP项目（Public-Private-Partnership，政府和社会资本合作模式）。2015年，金融去杠杆开启，政府对非标业务监管趋严，开始鼓励私人部门参与政府投资项目，PPP模式快速发展。但由于PPP项目对项目收益、地方政府财力都一定的要求，而且政府对地方政府融资的监管较为严格，PPP的发展受到一定的限制。四是准财政扩张。准财政扩张指的是央行使用货币政策工具与财政政策相配合，为政府项目提供资金。自2015年开始，政府频繁使用准财政扩张的方式为地方政府提供棚改项目、基建项目、设备更新项目等资金。比如，2014年央行创设PSL

(Pledged Supplementary Lending, 抵押补充贷款) 支持棚改项目、2022 年政策性银行增加 8000 亿元信贷额度支持基建、2022 年三大政策性银行发行 7399 亿元政金债用作基建项目资本金、2022 年重启 PSL、2022 年 9 月央行设立 2000 亿元设备更新改造专项再贷款等。

## 2. 量化积极财政政策的两个维度

虽然政府每年的工作报告会对财政政策进行定调，但量化财政政策的积极程度能够从时间序列的角度对财政政策进行纵向比较。一般可以从赤字率和收支增速两个维度来量化财政政策的积极程度。赤字率可以反映政府的债务情况，政府是否主动加杠杆稳增长，是通过预算内加杠杆还是预算外加杠杆；收支增速可以反映财政发力是在支出端还是收入端，以及能否满足经济增长的需求。

从赤字率的角度来看（见图 9），政府加杠杆的方式主要有以下四个特点：

一是在 2017 年以前，广义赤字率大多明显高于预算内赤字率，预算外扩张是积极财政的主要形式。2008 年至 2017 年，预算外的政府债务扩张路径经历了城投融资→非标→PPP 和 PSL。为应对 2008 年金融危机推出的 4 万亿计划，地方政府承担了更多基建任务，但由于地方政府当时直接发债融资受限，城投平台是地方政府的主要融资渠道。之后由于监管政策的收紧，城投平台的主要资金来源从银行表内信贷转为非标扩张。城投和非标融资会导致地方政府的隐性债务规模不断扩大，积累金融风险。PSL 模式是银行为地方政府的棚改项目提供资金，为房地产去库存，会导致居民部门的杠杆率急速上升，从长期来看，会抑制居民的消费倾向。综上，2008 年至 2017 年，监管政策和地方政府表外融资之间一直都是在不断博弈，监管在关上一扇门的同时又会开启一扇窗。央地之间发展目标的不一致，导致中央对地方政府融资的监管态度暧昧不清。

二是 2018 年以来，广义赤字率和预算内赤字率的差距明显缩小，政府对预算外债务扩张的方式管控成效显著。经过 2015 年至 2017 年三年去杠杆之后，预算外政府债务扩张基本被控制住。自 2018 年去杠杆转为稳杠杆以来，广义赤字率和预算内赤字率的差距较 2017 年以前明显缩小。一方面，由于地方政府债务的存量规模较大，政府对地方政府融资监管一直较为严格，预算外债务扩张受限。另一方面，中美关系由合作转为竞争和对抗为主，外部环境恶化，内部防风险的诉求

上升，政府不太可能大幅放松地方政府表外融资。

三是自 2015 年专项债发行以来，预算内赤字率与目标赤字率之间的差距开始扩大，发行专项债成为政府预算内加杠杆的主要方式之一。2015 年之前，预算内赤字率大多小于目标赤字率，主要是因为政府性基金收支有一定的盈余，地方政府支持基建投资的资金主要来自于预算外。2015 年新预算法实施以来，政府对地方债“开前门、堵后门”，专项债逐渐成为地方政府支持基建投资的重要资金来源渠道。同时，专项债不纳入目标赤字率，考虑到经济下行压力加大，2020 年至 2022 年，政府每年新增专项债额度都在 3.65 万亿以上。2022 年，预算内赤字率与目标赤字率的差距为 4.6 个百分点，较 2015 年的 1.1 个百分点增加了 3.5 个百分点。

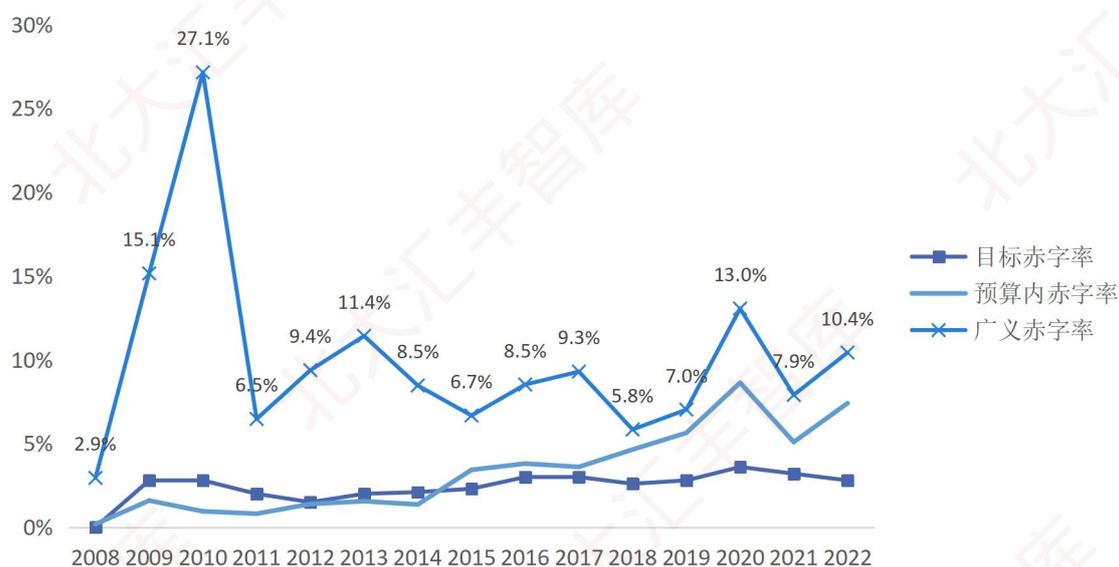


图 9：2018 年以来，预算内赤字率和广义赤字率之间的差距明显缩小

注：目标赤字率即官方公布的赤字率，2008 年未公布目标赤字率，按照（一般公共预算支出—一般公共预算收入）/GDP 计算。预算内赤字率指的是一般公共预算和政府性基金两张表的赤字率，计算方式为（一般公共预算支出—一般公共预算收入+政府性基金支出—政府性基金收入）/GDP。广义赤字率在两张表的赤字基础上加上了预算外债务扩张，计算方式为（一般公共预算支出—一般公共预算收入+政府性基金支出—政府性基金收入+城投债净融资额+城投平台新增信贷+非标融资+政策性银行资金+PSL 净融资额+央行再贷款）/GDP，城投平台新增信贷的数据是 2009 年至 2010 年，非标融资的数据是 2008 年至 2017 年，政策性银行资金是 2022 年，PSL 净融资额是 2014 年至 2019 年以及 2022 年，央行再贷款是 2020 年至 2022 年。PPP 融资中属于地方政府债务的部分由于缺乏公开数据，所以没有计入在内。数据来源：WIND，CEIC，央行，北大汇丰智库。

四是目标赤字率主要是起到信号作用。从数值来看，目标赤字率的波动范围很小，而且绝大部分时间都在 3% 以内。但可以从边际上反映出政府对当年经济形

势的预判，主要起到信号作用。比如，2021年和2022年目标赤字率较2020年呈下降趋势，说明政府认为疫情对经济冲击最大的时候在2020年，2021年以来经济在修复之中。又比如，2022年目标赤字率较2021年下降，但预算内赤字率和广义赤字率较2021年上升，说明政府在2022年初认为2022年疫情可能会有所好转，税收收入可能会有所修复，目标赤字率可以调低一点，但考虑到错综复杂的内外形势，经济的稳增长压力依然较大，增加了调入资金，预算内赤字率反而增加了，之后疫情再次卷土重来，央行配合财政政策发力，预算外债务水平有所增加。

从一般公共财政收支增速来看（见图10），财政发力主要有以下三个特点：

一是宽财政连续的时间一般不超过三年。虽然2008年以来，财政政策的定调是积极的，但在不同的年份积极的程度是有差异的。以财政收支增速差值的正负方向来衡量财政积极的程度，可以看到，宽财政与紧财政或收支平衡的财政是交替出现的。同时，一般宽财政连续的时间不超过三年，主要是政府财力需要有一个修复蓄力的时间段，为未来的积极财政预留空间，这也体现了财政政策调控的跨周期性。

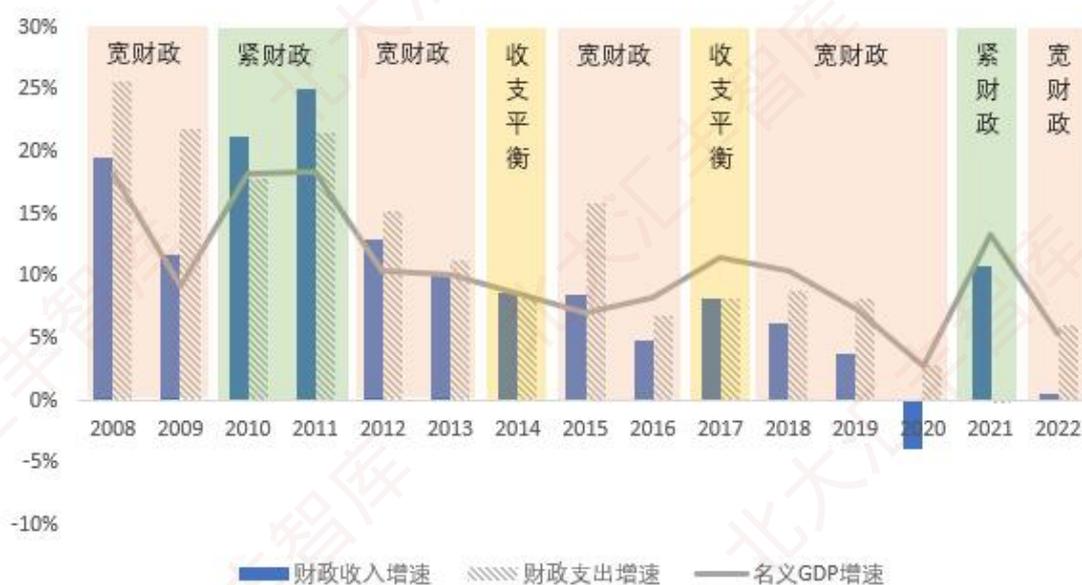


图 10：2008 年以来，财政支出增速大于收入增速的年份居多

注：宽财政指的是一般公共财政支出增速高于一般公共财政收入增速，紧财政指的是一般公共财政支出增速低于一般公共财政收入增速，收支平衡指的是一般公共财政支出增速与一般公共财政收入增速基本相当。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

二是 2016 年开始财政收入增速大多低于名义 GDP 增速，收入端减税降费持续

发力。2016 年全面减税降费实施以来，宏观税负（税收收入/GDP）显著下降，2022 年宏观税负为 13.8%，较 2015 年的 18.1%减少 4.3 个百分点。同时，2016 年起，每年的新增减税降费规模都超过万亿元，降低企业税负压力，放水养鱼，这也使得财政收入增速大多低于名义 GDP 增速，积极的财政政策在收入端明显发力。

三是在以收定支的原则下，2016 年以来，财政支出增速很少明显超过名义 GDP 增速，财政支出更多的是精打细算提高支出效能。2008 年的 4 万亿投资经济刺激计划给经济留下了很多结构性的问题，政府如何利用财政支出这一看得见的手需要更多的前瞻性规划，在不恶化前期已有结构性问题的基础上，对现有民生、重大战略项目和新基建等领域精准发力、补短板。

### 3.积极财政政策拉动基建投资稳增长的效果触底趋稳

在经济下行期，政府托经济的方式主要有两种：一种是放松房地产调控，另一种是拉动基建投资。2008 年以来，房地产投资和基建投资基本上呈现此消彼长的关系（见图 11）。从资金的来源性质来看，放松房地产调控是宽信用的主要抓手，而拉动基建投资是积极财政的主要抓手。因此，可以从基建投资的角度出发，分析积极财政稳增长的效果。



图 11：房地产投资、基建投资累计同比

注：基建投资累计同比使用电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，水利、环境和公共设施管理业的累计值加总后计算。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

财政支出拉动基建稳增长的效果触底趋稳。用 1 个单位广义财政（一般公共

财政+政府性基金)中的基建支出拉动的GDP名义值来衡量财政支出拉动基建稳增长的效果,如图12所示,2008年以来,每1个单位广义财政的基建支出可以拉动的GDP实际值呈下行趋势,从2008年的25.4降至2022年的12.6,减少了12.8个百分点,但在2020年触底后有趋稳迹象。

**基建项目收益率趋稳和财政资金撬动基建投资杠杆倍数趋稳是财政支出拉动基建稳增长效果触底趋稳的主因。**将财政稳增长系数(GDP名义值/广义财政中基建支出额)分为两个部分:基建增长系数(GDP名义值/基建投资额)和财政基建系数(基建投资额/广义财政中基建支出额)。如图12所示,基建增长系数在2017年触底,而财政基建系数在2020年触底。一方面,经过十多年的大兴土木,传统基建项目已趋于饱和,剩下的新增基建项目收益率趋于低水平稳态,加之新基建项目尚在产业生命周期的初期,收益率也是处于低水平状态,所以,基建增长系数在2017年触底后趋稳。另一方面,财政资金撬动基建投资的杠杆作用正在减弱,主要是预算外扩张渠道被严格控制以及社会资本参与基建投资积极性不高,所以财政基建系数在2019年触底后趋稳。

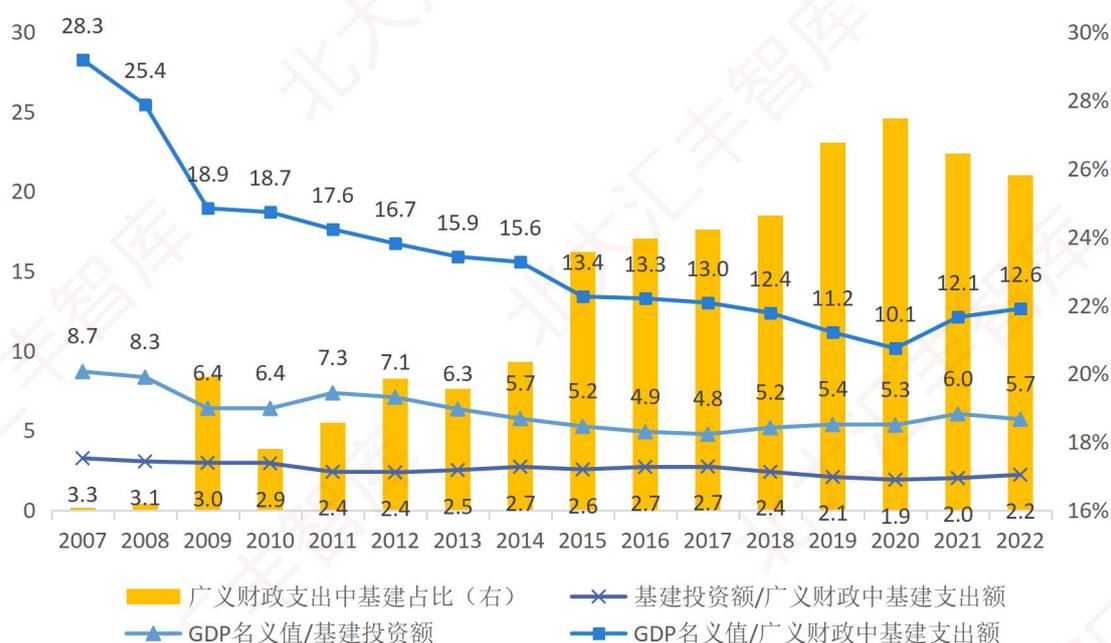


图 12: 财政支出拉动基建稳增长的效果

注:广义财政中基建支出额指的是一般公共预算支出基建相关部分(包括节能环保、城乡社区、农林水和交通运输)加上政府性基金中的新增专项债额度,下同。广义财政支出中基建占比=广义财政中基建支出额/(一般公共预算支出+政府性基金支出)。基建投资额指的是固定资产投资中用于基建投资的金额。由于广义财政中基建支出的细分项数据是从2007年开始的,所以,时间维度选取的是2007年至2022年。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

准财政扩张正成为拉动基建投资的重要手段之一。从2014年开始，政府频繁使用准财政扩张的方式，为基建投资提供资金，主要是因为地方政府隐性债务的口子被堵上，预算外加杠杆的方式不断创新，这也会导致政府明面上的杠杆率上升。根据社科院数据，2014年至2022年，政府部门杠杆率平均每年增加1.62个百分点，而2008年至2013年，政府部门杠杆率平均每年增加0.95个百分点。考虑准财政扩张，广义财政稳增长系数（GDP名义值/（广义财政中基建支出额+准财政扩张））较财政稳增长系数有所下降（见图13），但从趋势上来看，依然呈现触底趋稳迹象。

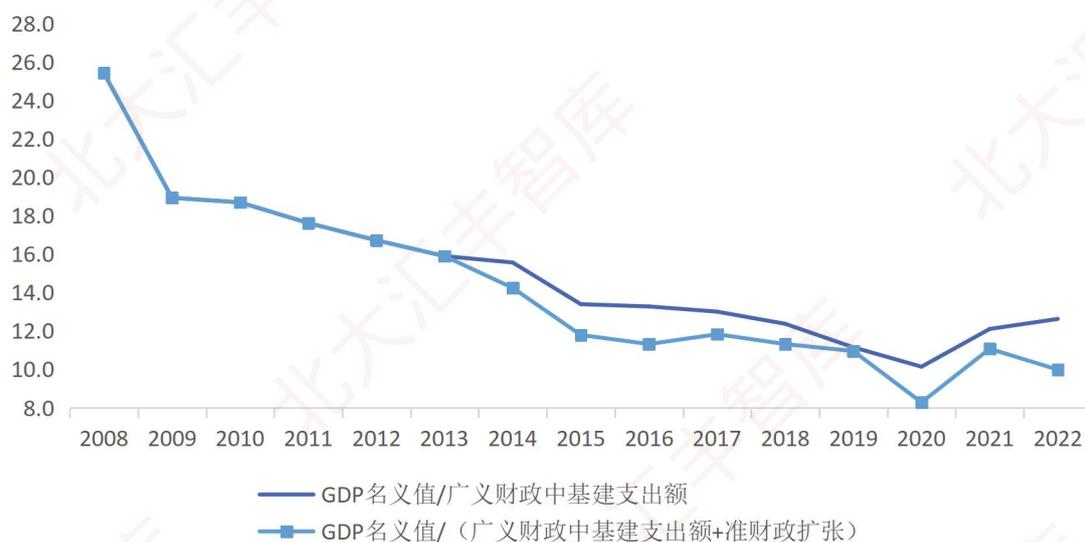


图 13：准财政扩张对拉动基建稳增长的效果

注：准财政扩张包括PSL、政策性银行资金和央行再贷款。由于准财政扩张中基建支出部分缺乏数据，同时对趋势的影响不大，这里简单假设准财政扩张全部用于基建支出。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

准财政扩张支持基建投资有喜有忧。好的方面，准财政扩张在流程、时间和规模上的限制较小，较为灵活，便于根据经济形势调整政策节奏和力度。同时，由于政策性银行有配套资金支持，准财政扩张的杠杆撬动作用明显。忧的方面，准财政扩张的管理权限来自于中央，地方能动性较小，但地方稳增长的事权任务重，中央在均衡地区财力差距、稳增长和优化资源配置效率之间需要权衡取舍，不利于激发地方政府的活力。

### 三、疫后财政政策积极方向的展望

展望 2023 年的财政政策，主要判断如下：

**第一，一般公共财政收入增速将高于支出增速，财政收支呈现紧财政格局。**考虑到低基数、减税降费规模回落、缓税缓费到期以及经济复苏的影响，2023 年一般公共财政收入将会明显修复，而支出端由于高基数，增速大概率低于收入增速。从 2023 年财政预算草案来看，预计 2023 年一般公共财政预算收入目标增速为 6.7%，一般公共财政预算支出目标增速为 5.6%。

**第二，预算目标赤字率变相突破 3%的限制为 4.5%，但较去年略有下降。**今年调入资金和使用结转结余为 2.36 万亿元，使得预算目标赤字率（（一般公共财政预算目标支出-一般公共财政预算目标收入）/GDP）达到 4.5%，高于 3%的目标赤字率，但略低于去年 4.7%的预算目标赤字率。考虑到今年经济复苏基础不稳固，上调了公开的财政赤字率，但结存资金使用空间有限，调入资金和使用结转结余只是略高于去年的 2.33 万亿元。

**第三，对土地市场的修复程度预期偏弱。**从 2023 年财政预算草案来看，预计 2023 年政府性基金收入增长 0.4%，与去年基本持平，但去年增速为-20.6%，说明政府对于今年土地市场的修复预期偏弱。一方面，居民端出现了还贷潮购房热度不高，叠加大型房企资金链处于紧平衡状态，大规模购置土地的意愿不强。另一方面，政府对地方融资的监管较为严格，通过城投拿地空间收窄。今年政府工作报告强调防范化解地方政府债务风险，并且 2022 年 10 月财政部发文（财预〔2022〕126 号）称“严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”。

**第四，土地财政转型将稳步推进，可以考虑三条路径。**一是征收房产税，包括房产税和遗产税。这是当前最主流的观点，一方面，房产税是发达国家的主要税收来源之一；另一方面，我国在技术上征收财政税不存在问题，而且部分城市已经在试点房产税。二是征收数字税。发展数字经济已经成为国家战略，数据是继土地、资金、劳动力后的新的重要生产要素。我国大量的新基建投资和战略性新兴产业的培育都离不开数据的支撑，类似于互联网公司收取流量费用，政府通过建设数据中心和保护数据安全收取数字税是合理且可行的。三是征收碳税。一方面，可以补贴新能源技术领先的企业，促进碳交易市场的发展；另一方面，也可以促进高污染、高排放的企业加大清洁能源研发力度和加快设备更新升级。考

考虑到土地财政收入占广义财政（一般公共预算收入+政府性基金收入）的三分之一，占一般公共预算收入的接近一半，土地财政的转型不可能一蹴而就，前述三条路径可以同时推进、徐徐图之。

**第五，地方政府专项债新增额度略高于去年，但将提高效率。**专项债的存量规模已经超过 20 万亿元，实践过程中存在一些问题，继续进一步扩大专项债将会积累更多风险，所以今年专项债的新增规模为 3.8 万亿元，略高于去年。根据官方的公开资料显示，今年将会适当提高专项债作为资本金的比例和扩大专项债的投向领域，提高专项债的使用效率。

**第六，准财政扩张仍将成为支持基建投资的重要手段。**考虑到地方政府融资被严格限制、预算内财政扩张规模有限，今年准财政扩张仍将成为支持基建投资的重要手段。假设 2023 年广义财政支出中基建占比为 26.5%，基建/广义财政中基建支出额=2.2，2023 年基建投资为  $(27.5+11.8) * 26.5% * 2.2 = 22.91$  万亿元，同比增长 7.9%。假设财政拉动基建系数为 4.3，2023 年准财政扩张规模为  $22.91 / 4.3 - 3.8 = 1.5$  万亿元。

**【声明】** 本文版权为北大汇丰智库所有。



## PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜。



北大汇丰智库微信公众号



**PHBS** **智库**  
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86) 755 2603 2270 EMAIL: [thinktank@phbs.pku.edu.cn](mailto:thinktank@phbs.pku.edu.cn)

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>