

专题报告系列
Special Report Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

赤字、债务及中国财政可持续性

2025年1月



摘要

财政可持续性一般被定义为债务占 GDP 的比率在较长时期内保持稳定或下降。另一种定义是，所有未来的公共收入必须足够高，以覆盖所有未来的公共支出和迄今为止积累的公共债务。可以推出，保持债务与 GDP 比率不变的赤字率，等于债务与 GDP 比率乘以名义 GDP 增长率(实际 GDP 增长率加上通货膨胀率)。这个公式可以用作长期分析。这也是欧盟设置 3%的财政赤字和债务占 GDP 的比重 60%的依据。美国著名经济学家费尔德斯坦在讨论美国政府赤字和债务时，也曾用到这个法则。

2023 年末，中国政府显性债务已经达到 GDP 的 56.14%，同时，全国隐性债务余额为占到 GDP 的 11.34%。这样，总债务就占到 GDP 的 67.48%。另外，2023 年底地方政府融资平台的债务为 GDP 的 57.24%。实现财政的可持续目标，并非要求零赤字，只是赤字不能过大。我国政府债务尤其是地方债务偏高，如果财政赤字规模急剧扩大，债务占 GDP 的比重就会增加，财政就不能在目前的负债率下持续。为大型公共工程融资，或应对突发事件，如经济衰退和疫情，发债是应该的，但要避免为经常性开支而发债。

我国面临的很多问题，不是短期问题，不是靠短期财政大刺激可以解决的。为维持财政可持续，需要税制和政府支出结构性改革。这包括：削减行政开支，减少形象工程及利用率低的基础设施建设支出，杜绝浪费；设立财产税等税收，合理确定地方公共服务品价格；完善社会保障制度，做实城镇职工个人养老账户，保持医疗保障账户收支平衡，鼓励农村居民为个人账户多储蓄；降低企业税负，调动民营企业投资积极性，促使经济长期稳定增长。同时，因为名义 GDP 增长率影响财政可持续性，我国要谨防通缩。

撰稿人：林双林（北京大学汇丰商学院教授，北大汇丰智库副主任，北京大学中国公共财政研究中心名誉主任）

成稿时间：2025 年 1 月 13 日 | 总第 122 期 | 2024-2025 学年第 22 期

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

1. 前言

中国曾长期坚持“收支平衡，略有节余”的财政预算原则。1997年亚洲金融危机后，中国实行扩张性财政政策。2008年全球金融危机爆发后，中国政府实行大规模刺激政策，政府债务迅速增加，尤其是地方政府债务。此后，地方债务增长速度未减。2020年疫情爆发后，政府债务雪上加霜。2023年末，中国政府显性债务已经达到GDP的56.14%。据财政部11月8日披露，2023年末，经过逐个项目甄别、逐级审核上报，全国隐性债务余额为14.3万亿元，占到GDP的11.34%。显性债务加上隐性债务，总债务就占到GDP的67.48%。2023年底地方政府融资平台的债务已经占到GDP的57.24%。这就是为什么中国政府在经济增长缓慢时，不愿意放手使用大规模财政刺激政策。

多年来，从中央经济工作会议开始，到来年全国人大会议结束期间，都有不少人不断提议增加财政赤字，突破现行的赤字率，批评欧盟设置的赤字率没有根据。我国曾过分强调GDP增长，在经济高速增长期，实行扩张性财政政策，称为“积极财政政策”，或者“稳健”财政政策。“积极”和“稳健”都是好的。这样一来，财政有赢余的政策，似乎就成了不积极的政策了。“积极财政政策”，可以短期内增加GDP，地方官员可以升迁，金融市场行情会上涨，地方政府和金融市场都喜欢。一些学者也不断地提倡扩大财政赤字。然而，对财政可持续性和长期经济增长，很少有人关注。

财政收支余额 (Fiscal balance) 是政府收入与支出之间的差额，可正可负。当政府在某一年的收入小于支出时，就会出现财政赤字 (Fiscal deficit)。当政府在某一年的收入超过其支出时，就会出现财政盈余 (Fiscal surplus)。基本赤字 (Primary deficit) 是不包括利息支付的财政赤字。总赤字 (Total deficit or fiscal deficit) 是包括利息支付的财政赤字。

理论上，根据经济周期的变化，财政赤字还可以分为结构性基本财政赤字 (Structural primary fiscal deficit) 和周期性基本财政赤字 (Cyclical primary fiscal deficit)。结构性财政赤字是因经济结构变化而形成的赤字 (例如老龄化引起的

支出增加和税收减少，进而引起的赤字，以及财政体制不完善带来的赤字)；周期性基本财政赤字是因经济周期引起的财政赤字(例如经济衰退或者疫情等突发事件引起的赤字)。政府债务是财政赤字及其利息的累积。

一般认为，在两种情况下发债是合理的。一是为了从事基础设施建设，为了未来发展经济，政府常常需要进行大规模投资，这时就不得不大量借债，赤字和债务会增加。很多项目，子孙后代会受益，子孙后代还债，也是合情合理的。二是应对临时的困难，如经济周期。经济会出现从繁荣到衰退再到繁荣的周期性变化。政府可以采取反周期的财政政策，例如，衰退时增加政府支出，或减少税收增加个人和企业的需求。这些都会导致政府债务的增加，同样地，在经济好转后可以还债。许多经济学家认为，即使政府债务已经很高，为反经济周期出现赤字，也是应该的。然而，长期依赖发债支撑经常性政府支出(例如公务员工资)是要不得的。“自古救急不救穷”的道理也能体现在借债上。政府债务必须偿还，搞“庞氏骗局(Ponzi Game)”让债务越来越大，是行不通的。

财政可持续性(Fiscal sustainability)有不同的定义。诺奖得主伯南克(Bernanke, 2011)认为，“定义财政可持续性的一个直接方法就是，联邦债务与国民收入的比率在较长时期内保持稳定或下降。”²伯南克讲的是较长时期内的债务规模：可以有债务，但债务占GDP的比重不能提高。这是被人们普遍接受的定义。

布兰查德(Blanchard, 1990)认为，所有未来的公共收入必须足够高，以覆盖所有未来的公共支出和迄今为止积累的公共债务。³不能永远有债务，现在有债务，将来财政就必须有财政盈余来偿还所有债务。这样的财政，才是可以持续的。

经合组织(OECD, 2013)认为，财政可持续性是指政府长期保持公共财政处于可靠的可提供公共服务的状态的能力。这需要政府持续地预测未来的收入和支出，

² Ben S. Bernanke, 2011, Fiscal Sustainability, June 14, 2011.

<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110614a.htm>

³ Blanchard, O. J., 1990, “Suggestions for a new set of fiscal indicators,” Organization for Economic Cooperation and Development Working Paper, No. 79(April), (Paris: OECD).

以及未来环境因素和社会经济趋势，制定好财政规划。OECD 同时认为，持续上升的政府债务占 GDP 的比重是有害于财政可持续性的。⁴ 欧盟 (EU,2009) 认为，公共财政的可持续性考虑的是政府通过未来收入偿还债务及利息的能力；公共财政的可持续性是一个长期概念，不同于偿付能力，后者涉及一个国家当前（短期）为其支出提供资金的能力。⁵ 欧盟 (EU,2009) 测算了到 2060 年债务占 GDP 的比重达到 60% 的情况下每年的财政缺口大小。后来，目标年份不断延后。欧盟 2024 年的报告 (EU,2024) 测算了 2070 年达到 60% 的情况下每年的所需的财政盈余。⁶

自从 2008 年全球金融危机以来，许多发达国家的政府债务急剧增加，一些国家政府债务占 GDP 的比重超过 100%。2020 年新冠疫情爆发，各国财政更是雪上加霜，债务创新高。疫情过后，许多国家，包括美国，债务占 GDP 的比重在减少。2008 年以来中国政府债务，尤其是地方政府的债务，在迅速增加，成为举世关注的一个问题。

债务对经济的长期影响如何？我国财政可持续吗？如何才能使我国财政可持续？这些都是值得关注的重大问题。

2. 债务对经济的影响

2.1 发债的目的

在什么情况下政府需要发行债务呢？相关的问题是，政府发债的目的是什么呢？通常政府在以下几种情形下发行债务：从事基础设施建设，以及应对突发的自然灾害和经济周期性衰退，再融资，为战争融资，举债投资获利。

2.1.1 建设基础设施

为了从事基础设施建设，为了未来发展经济，政府常常需要进行大规模投资，

⁴ OECD (2013), “Fiscal sustainability”, in *Government at a Glance 2013*, OECD Publishing, Paris. DOI: https://doi.org/10.1787/gov_glance-2013-11-en

⁵ European Commission, *Sustainability Report 2009*.

⁶ European Commission (EU), *Debt Sustainability Monitor 2023*, Institutional Paper 271, March 2024.

这时就不得不大量借债，赤字和债务会增加。这是必要的。这种基础设施建设什么时候都可以进行，但是一般发生在经济危机时，这样既完成了基础设施建设，又可以稳定经济。国家举债从事必要的基础设施建设，经济增长会加快。

有些项目，子孙后代会受益，那么，给子孙后代留些债务，让子孙后代还，也是合情合理的。如果基础设施项目合理，总收益大于总成本，代际之间成本收益分配适当，这样的项目就应该建设；否则，就不应该建设。国家要尽量为子孙后代多留财富，少留债务，就像我们每个家庭一样。

中国的债务基本上是为基础设施建设而形成的。我国改革开放后的前 20 年，由于一般公共预算收入增长缓慢，基础设施建设严重滞后。1997 年亚洲金融危机后，中国实行扩张性财政政策，开始大量发行政府债务，基础设施建设蓬勃发展。进入新世纪，中国商品房市场开放，地方政府有了卖地收入，地方基础设施建设更是突飞猛进。2008 年美国次贷危机后，中国政府推出 4 万亿基础设施建设刺激方案，要求地方政府提供配套资金，地方政府在没有税收立法权、没有债务发行权的情况下，被允许建立地方融资平台向银行借款，地方融资平台债务从此一发难以收拾。

地方政府为什么有如此高的积极性从事基础设施建设？一是地方基础设施落后，确实需要建设；二是地方政府官员为了通过基础设施建设增加 GDP、增加政绩，达到升官发财的目的。在以 GDP 为主的政绩观下，就难免出现不合理的建设和铺张浪费。我国目前仍然聚焦生产，还是期望投资拉动经济增长。

2.1.2 反经济周期

经济会出现从繁荣到衰退再到繁荣的周期性变化。衰退会造成商品供给过剩和大量失业。政府可以采取反周期的财政政策，例如，增加政府支出，以及减少税收增加个人和企业的需求。这些都会导致政府债务的增加。许多经济学家认为，即使政府债务已经很高，反经济周期的赤字，即经济衰退时出现的赤字，也是应该的。我国 2008 年 4 万亿刺激计划就属于反周期的财政政策，只不过那时中国经济尚没有明显进入衰退。

2.1.3 应对自然灾害

突发的自然灾害常常需要政府提供救助，政府必须增加赤字，发行债务。例如，中国政府在汶川地震后给灾区提供援助，在新冠疫情期间给企业减税；美国联邦政府疫情期间两次发放大量现金给居民，导致美国政府债务在这个时期大大增加。这些救助都是暂时的。

2.1.4 再融资

为了偿还到期的债务和利息，政府往往发行再融资债券。在我国，主要是地方政府发行再融资债券。近年来，地方政府还发行特殊再融资债券，用于偿还隐性债务。据财政部预算司披露，2023年1-12月，全国发行新增债券46,571亿元，其中一般债券7,016亿元、专项债券39,555亿元；全国发行再融资债券46,803亿元，其中一般债券26,458亿元、专项债券20,345亿元；合计，全国发行地方政府债券93,374亿元，其中一般债券33,474亿元、专项债券59,900亿元。同期，地方政府债券到期偿还本金36,658亿元，其中发行再融资债券偿还本金32,918亿元、安排财政资金等偿还本金3,740亿元。2023年1-12月，地方政府债券支付利息12,288亿元。安排财政资金远不够偿还利息，地方债务在增加。

2024年11月8日，全国人大常委会审议通过近年来力度最大的化债举措：增加地方政府债务限额6万亿元，用于置换存量隐性债务，为地方政府腾出空间更好发展经济、保障民生。财政部部长蓝佛安介绍，从2024年开始，我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元。加上全国人大常委会通过的6万亿元债务限额，直接增加地方化债资源10万亿元。希望这笔资源能真正用于置换债务，而不是被用于其它政府消费性支出。

这种再融资债券的发行用于借新还旧，不会增加债务总量，也不会减少债务总量，但可使隐性债务显性化。若发行债券，偿还了拖欠企业的工程款等，会对企业发展有利；或者置换了利息高的隐性债，可以降低利息支出，这样对政府也好。

2.1.5 举借债务投资获利

政府可以举债进行投资，获取利润。新加坡政府就是这样做的，它把个人公积金账户的资金借过来，投资世界各地，获得利润，然后付给公积金账户固定利息。这样做，政府负债率会提高，但是政府有资金，不会把债务留给后代。例如，新加坡政府债务占 GDP 的比重 2021 年达到 150%，但其实新加坡政府财政状况相当健康。然而，这种举债投资的方式也存在一定风险。19 世纪下半叶，美国许多地方政府也曾经发行政府债券，筹资投资于铁路公司的股票，但最后投资失败，导致严重债务危机。

中国地方政府管理社会保障个人账户，将积累的基金存入银行，回报率较低。一些省已将个人账户基金交给中国社会保障理事会，让其代为投资获利。中国政府也可以像新加坡政府那样，把个人账户基金借过来，确定固定回报率，然后将借过来的资金投向回报高风险低的市场，包括国际市场，让基金多增值。

2.1.6 为战争融资

战争会造成政府开支的急剧增加，政府收入不足，需要发行债务。古代政府打仗，需要先积累资金，或者征税，所谓“兵马未到，粮草先行。”现代战争往往发生的突然，主要得靠战时发债。亚当·斯密时代，欧洲各国为了战争就发行债务；美国二战时的债务达到 GDP 的 120% 以上；中国政府抗日战争时期和内战时期也是债务累累。战争往往带来生命和财产的巨大损失，也造成政府债务的膨胀。

2.2 债务对经济的影响

2.2.1 古典经济学家的论述

Adam Smith (1776) 提到：在支付公共债务利息时，有人说，有如是左手倒右手，并认为全部公共债务都是该国居民所欠的，但事实并非如此。荷兰以及其他几个国家在我们的公共资金中占有相当大的份额（第 1005 页）。重债会使国家衰弱。“目前所压在我们头上的巨大债务的增长，很可能会最终毁掉所有欧洲大

国，这种情况在各国之间基本上是相似的（第 986 页）。”⁷他还认为，政府债务通过将资源从和平和生产性活动中转移出来的方式来导致经济“扭曲”，并导致税收增加，从而减少资本积累。在一个社会中，公共债务从“生产阶级”手中取走钱，来支持那些“被雇佣来收集资金的闲人”和使用这笔钱进行战斗的军队，最终导致了对生命和财产的破坏。

李嘉图 (Ricardo, 1821) 认为，用当前税收或未来税收（即当前赤字）为政府支出融资将对整体经济产生同等影响。投资者和消费者明白，债务最终必须以未来税收的形式来偿还，他们会基于未来增加税收以偿还债务的预期而进行储蓄。

8

2.2.2 当代经济学家的理论

当代经济学家大都关注预算赤字和政府债务对经济的长期影响。戴蒙德 (Diamond, 1965, AER) 发现，假定政府支出不进入生产和效益函数，政府债务的增加会降低储蓄，提高实际利率，减少资本积累，并减少稳定状态下的个人福利，因为债务负担可以从当代人转移到后代人。⁹

巴罗 (Barro, 1974, JPE) 认为，如果人们关心自己的孩子，那么在政府借债时，人们就会立刻储蓄，用于将来还债，不让债务负担转移给子孙后代，因此政府债务对经济没有真正的影响。¹⁰

Abel (1985, AER)¹¹和 Bernheim (1988, JPE)¹²表明，债务对经济有负面影响，因为人们面临许多不确定性，例如，将来的收入，子女将来和什么人结婚等等。这

⁷ Smith, Adam, 1776, *The Wealth of Nations*, New York: The Modern Library, 2000 Modern Library Paperback Edition.

⁸ Ricardo, David, 1821, *The Principles of Political Economy and Taxation*. Dent, London.

⁹ Diamond, P., 1965, National Debt in a Neoclassical Growth Model. *American Economic Review*, 55, 1126-1150.

¹⁰ Barro, R.J., 1974, Are Government Bonds Net Wealth? *Journal of Political Economy*, 82, 1095 - 1117.

¹¹ Abel, A. B., 1985, The effects of fiscal policy on savings and investment. *American Economic Review*, 75(3), 414-427.

¹² Bernheim, B. D., 1988, The timing of tax cuts and the private saving response. *Journal of Political Economy*, 96(4), 607-634.

样，当政府发债时，人们就不会储蓄那么多用来还债，这样消费在发债的情况下就会高于在征税的情况下。这样债务就会减少储蓄和资本积累，影响经济。

Blanchard, Oliver (1990, JPE)在假定每个人都面临一个死亡的概率的前提下，构建了一个世代交叠模型。在这个模型里人的生命就是有限的，政府可以将债务负担向另一代人转移，政府债务也会在多方面对储蓄、资本积累以及社会福利产生影响。¹³

Feldstein (2016, AER)提到，美国国债上升是一个严重问题¹⁴，原因有四个(见Feldstein, 2011)：首先，偿还债务需要提高税收，而这些税收会给经济带来效率成本；其次，由于国家债务由外国人持有，因此支付债务利息会增加美元的供给，造成美元的实际价值下降，从而使美国的贸易条件恶化，进而降低美国的生活水平；第三，较高的债务减少了政府在军事问题或经济衰退时增加支出的空间；第四，较高的债务会挤出私人资本的形成。¹⁵

Blanchard, O. (2019, ARE)¹⁶研究低利率下公共债务的影响。根据美国目前的情况，估计利率将长期低于增长率，这更多的属于历史常态，而不是例外。如果未来像过去一样，这意味着债务扩张，即发行债务而不增加税收，很可能是可行的。直率地说，公共债务可能没有财政成本。然而，即使没有财政成本，政府债务也会减少资本积累，因此可能产生福利成本。福利成本可能比通常假设的要小一些。他说自己并不是主张增加公共债务。从实际情况来看，2019年10月美联储设定的联邦基金利率目标区间下调25个基点到1.5%-1.75%。2024年6月设定目标为5.25%-5.5%。利率明显增加了。

2.2.3 经验分析

¹³ Blanchard, O., 1990, The Macroeconomics of Social Security: A Survey of the Literature. *Journal of Political Economy*, 98(1), 41-59.

¹⁴ Feldstein, M., 2016, The U.S. Fiscal Challenge: A Long-Term Perspective. *American Economic Review*, 106(5), 1-20.

¹⁵ Feldstein, M., 2011, The Effects of Taxes on Economic Growth and the Role of Tax Policy in Addressing the Federal Budget Deficit. *Journal of Economic Perspectives*, 25(3), 1-14.

¹⁶ Blanchard, Olivier J., 2019, Public Debt and Low Interest Rate, *American Economic Review*, 109(4): 1197-1229.

Tanzi (1985, IMF Staff Papers) 根据美国 1960 年至 1984 年的数据发现, 财政赤字与利率正相关。¹⁷Easterly 和 Rebelo (1993, JME) 利用横截面数据和历史数据发现, 高政府预算盈余始终与经济增长正相关。¹⁸Fischer (1993, JME) 认为, 预算赤字是总体宏观经济不稳定的表现, 不利于经济增长。¹⁹

Reinhart 和 Rogoff (2010, AER) 认为, 公共债务与 GDP 之比高于 90% 与经济增长下降相关, 在发达经济体和新兴经济体都是如此。²⁰

Checherita-Westphal 和 Rother (2012, European Central Bank WP) 根据 1970 年以来 40 多年 12 个欧元区国家的数据, 发现如果债务占 GDP 的 90%到 100%, 甚至是 70%到 80%, 政府债务会对长期增长产生负面影响。²²

当然, 也有一些研究支持债务促进经济长期增长的观点。很明显, 新加坡政府把个人公积金账户的资金借过来, 投资世界各地, 获得利润, 这样的债务就对经济发展有利。

2.2.4 最优债务规模

诺奖得主布坎南认为政府债务往往并不是用于投资, 而是用于当代人的消费, 却将还债的负担推给后代, 因此, 最优的政府债务应该是零。他曾竭力推动美国政府立法平衡财政预算 (Tempelman 2007)。²³ 布坎南认为, 政府债务为债权人提供了投资的机会, 债权人可以得到利息, 债务到期时得到本金, 没有任何伤害, 然而政府债务对未来的偿债人是负担。布坎南认为, 公共选择理论最基本的预测

¹⁷ Tanzi, V., 1985, Fiscal Deficits and Government Debt in Industrial Countries. *IMF Staff Papers*, 32(4), 538-551.

¹⁸ Easterly, W., & Rebelo, S., 1993, Fiscal Policy and Economic Growth: An Empirical Investigation. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 417-458.

¹⁹ Fischer, S., 1993, The Role of Macroeconomic Factors in Growth. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 485-512.

²⁰ Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S., 2010, Growth in a time of debt. *American Economic Review*, 100(2), 573-578.

²¹ Herndon, Ash, 和 Pollin (2014, Cambridge EJ) 发现 Reinhart 和 Rogoff 的数据处理和研究方法存在问题, 并进一步分析发现早期结果不成立。具体来说, 债务高于 90% 的国家的增长率与债务低于 90% 的国家类似, 为 2.2%, 不是 Reinhart 和 Rogoff (2010, AER) 发现的 -0.1%。

²² Checherita-Westphal, C., & Rother, P., 2012, The impact of high government debt on economic growth and its channels: An empirical investigation for the euro area. European Central Bank Working Paper Series, No. 1398.

²³ Tempelman, Jerry H. (2007), James M. Buchanan on public-debt finance, *The Independent Review*, 11(3), 435-449.

是，如果缺失道德和宪法约束，民主体制将通过发债，而不是税收，为一部分消费融资，导致支出率超过预算平衡的要求。

Aiyagari, S. Rao 和 Ellen R. McGrattan(1998)指出，从好的方面看，政府债务通过提供平滑消费的额外手段，增加了家庭的流动性（包括金融账户中的债券、股票、现金和银行支储蓄）；从成本方面看，债务带来的未来的税收具有反向的财富分配和激励效应。此外，政府债务通过更高的利率挤出资本，并降低人均消费。²⁴ 使用美国经济数据对模型进行参数化，他们发现最佳政府债务与 GDP 比率的估算值为 66%，这也是战后美国政府债务与 GDP 的水平。在许多时候，美国政府债务占 GDP 的比重实际上低于最佳值。目前美国政府债务已经超过 GDP 的 100%了。

欧盟设定财政赤字警戒线为 GDP 的 3%；政府债务警戒线为 GDP 的 60%。

2.2.5 经济衰退时，无论债务高低，政府都应该发行债务刺激经济

政府债务的增加在多大程度上限制了可用于对抗衰退的财政空间呢？一些经济学家认为，尽管债务太高不好，但是在经济衰退时，政府还是应该发债，使用扩张性财政政策。

Perotti (1999) 发现，高债务占 GDP 比率会限制财政乘数的强度，扩大政府支出在债务或赤字水平较低时具有凯恩斯效应，而在相反情况下则没有；但税收冲击影响的类似转变的证据不太有力。²⁵

DeLong 和 Summers (2016) 认为，扩张性财政政策在金融危机后严重的经济衰退中发挥着重要作用，扩张性政策可以改善财政状况并降低债务占 GDP 比率，尤其是在利率较低的情况下。²⁶

²⁴ Aiyagari, S. Rao & McGrattan, Ellen R., 1998. The optimum quantity of debt, *Journal of Monetary Economics* 42(3), 447-469.

²⁵ Perotti, Roberto. 1999. "Fiscal Policy in Good Times and Bad," *Quarterly Journal of Economics*, 114(4): 1399-1436.

²⁶ DeLong, J. Bradford, and Lawrence H. Summers. 2012. "Fiscal Policy in a Depressed Economy," *Brookings Papers on Economic Activity* (Spring): 233-297.

Auerbach 和 Gorodnichenko (2017) 对一些发达国家数据分析后, 发现扩张性政府支出不会导致债务占 GDP 比率或借贷成本持续上升, 尤其是在经济疲软时期; 事实上, 疲软经济中的财政刺激措施可以改善财政可持续性。他们还发现, 当债务与 GDP 比率上升时, 这种影响会被削弱。他们认为, 这一研究结果不应被解释为无条件呼吁政府扩大支出以应对恶化的经济, 利用率不高的桥梁、“宠物”项目和其他浪费性支出可能会抵消反周期财政政策的任何好处。²⁷²⁸

2.3 部分国家债务状况

过去人们看到的都是发展中国家的严重的债务问题, 现在情况大不相同。2008 年金融危机以来, 许多发达国家的政府债务大幅增长, 尤其是许多欧洲国家和美国。2020 年的疫情更是雪上加霜, 使这些国家的债务状况更糟。例如, 希腊政府债务占 GDP 的比重从 2007 年的 113% 到 2020 年 236.7%, 意大利从 110.2% 到 183.1%, 葡萄牙从 80.5% 到 157.1%, 西班牙从 42.4% 到 148.1% (见图 1a); 英国从 53.2% 到 151.2%, 法国从 75.9% 到 145.6%, 德国从 66.5% 到 78.4% (见图 1b); 美国从 64.51% 到 131.91%, 日本从 153.13% 到 246.63% (见图 1c)。

目前, 欧美国家都在尽力降低债务, 没有一个国家在鼓吹增加政府债务。从 2020 年到 2023 年, 这些国家的政府债务普遍下降, 但仍然很高。发达国家中, 挪威的债务占 GDP 的比重一直较低, 2023 年为 49.8%; 德国的债务占 GDP 的比重 2023 年下降到 64%, 接近欧盟的减债目标。二战时美国联邦政府的债务曾经到 GDP 的 120% 以上, 战后致力于降低债务, 1981 年降低到 30.51%; 2007 年为 61.46% 左右, 只是在 2008 年危机后债务才急剧增长, 疫情期间达到顶峰; 特朗普竞选口号是“让美国再次强大,”2024 年 11 月 6 日, 特朗普在再次当选美国总统后也提到要减少政府债务。

²⁷ Auerbach, A. J., & Gorodnichenko, Y., 2017, Fiscal policy, income distribution, and economic growth: Insights from empirical analysis. *Journal of Economic Literature*, 55(4), 1499-1565. <https://doi.org/10.1257/jel.20161372>

²⁸ “宠物”项目指出于决策者个人喜好而没有必要的项目。

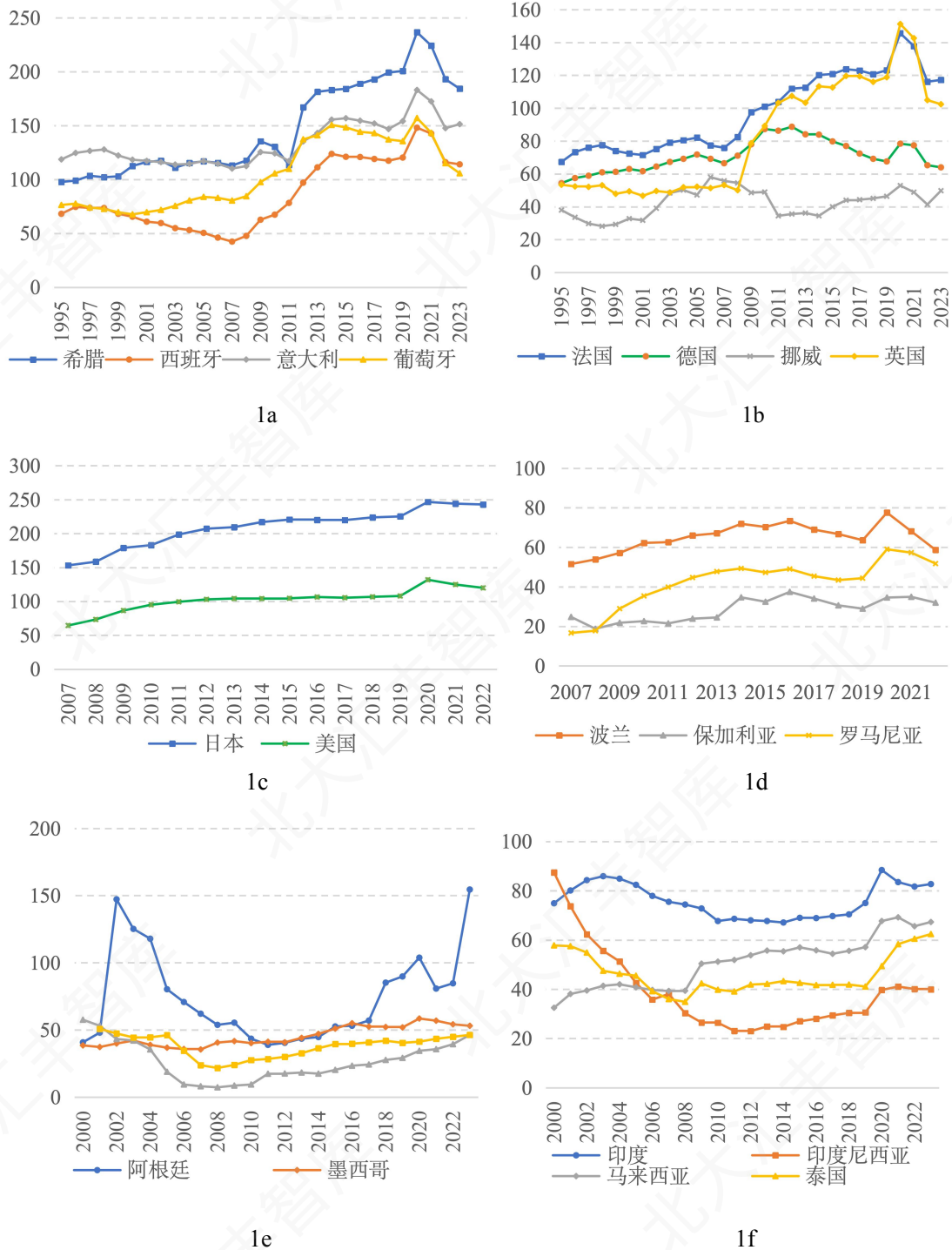


图 1. 部分国家政府债务占 GDP 的比重

Sources: 图 1a-1d 的资料来自 OECD, OECD Data Explorer, <https://data-explorer.oecd.org/> 政府债务是广义政府债务 (General government debt: the gross debt of the general government)
图 1e-1f 的资料来自 IMF, General government gross debt percent of GDP, https://www.imf.org/external/datamapper/GGXWDG_NGDP@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/ARG/MEX/NGA/MOZ/TZA/ZWE/IND/IDN/MYS/THA

发展中国家的政府债务占 GDP 的比重也在危机中增加，但大部分发展中国家的政府债务比发达国家低得多。例如，波兰政府债务占 GDP 的比重从 2007 年的 51.56% 到 2020 年 77.58%，保加利亚从 16.69% 到 59.02%，罗马尼亚从 24.78% 到 34.6%（见图 1d）；阿根廷政府债务占 GDP 的比重从 2007 年的 62.1% 到 2020 年 103.8%，墨西哥从 35.5% 到 53.1%，尼日利亚从 8.1% 到 34.5%，坦桑尼亚从 23.8% 到 41.3%（见图 1e）；印度政府债务占 GDP 的比重从 2007 年的 75.5% 到 2020 年 88.4%，马来西亚从 39.3% 到 67.7%，泰国从 36% 到 49.4%，印度尼西亚从 36% 到 39.7%（见图 1f）。疫情后，有的发展中国家的债占 GDP 的比重不降反升，例如阿根廷，泰国，尼日利亚和坦桑尼亚。尤其是阿根廷，其政府债务占 GDP 的比重从 2022 年的 84.7% 上升到 2023 年的 154.5%！债务危机是许多国家挥之不去的阴影。

3. 保持债务与 GDP 比率不变的财政赤字规模：一个简单而有效的法则

前面讲过，定义财政可持续性的一个直接方法就是，债务与 GDP（或国民收入）的比率在较长时期内保持稳定或下降。这里给出一个保持债务与 GDP 比率不变的财政赤字规模的一个简单的法则。²⁹

3.1 法则的推导

假设 B 为债务， ΔB 为债务增加额，即赤字额， Y 为名义 GDP， g 为名义 GDP 增长率。那么， $b = B/Y$ 为债务占 GDP 的比重，也叫负债率； $x = \Delta B/Y$ 为赤字率。假定 b 不变，那么，对 $b = B/Y$ 求微分就可得保持负债率 b 不变的赤字率，即

$$x \equiv \frac{\Delta B}{Y} = bg \quad (4.1)$$

²⁹ 这个公式的推导在我多次研讨会和多年的讲课中提到。例如，“财政赤字与政府债务研究前沿”北大国家发展研究院学术与政策系列研讨第七场《公共经济学与政策展望》，2021 年 12 月 13 日。这是个静态的公式，可以用作长期分析。有许多动态财政可持续公式。

保持债务与 GDP 比率不变的赤字率, x , 等于债务与 GDP 比率 b 乘以名义 GDP 增长率 g 。我们通常说的经济增长率是真实 GDP 增长率。假定真实 GDP 增长率为 γ , 那么名义 GDP 增长率就约等于真实 GDP 增长率加上通货膨胀率 π , 即

$$g = \gamma + \pi$$

这样, 公式 (4.1) 就成为

$$x = b(\gamma + \pi) \quad (4.2)$$

可见, 经济增长率十分重要。经济增长率高, 保持债务占 GDP 的比重不变的赤字率就可以高。经济增长率提高了, 在赤字率不变的, 债务占 GDP 的比重就会下降。这叫做依靠增长化解债务。

另外, 像经济增长一样, 通货膨胀可以化解债务。赤字率不变, 通货膨胀率增加, 债务占 GDP 的比重就会减少。

这个简单公式描述了赤字率、债务占 GDP 比重和名义经济增长率之间的长期关系。

3.2 欧盟财政赤字和政府债务的警戒线

很多人不知道欧盟债务和赤字上限是如何制定的。其实, 公式 (4.2) 也可以解释欧盟当年的制定的债务和赤字上限。1992 年, 欧共体 (European Communities) 通过马斯垂克条约 (Maastricht Treaty), 1993 年生效, 同时成立欧盟 (EU)。该条约建议欧盟成员国: 政府财政赤字占 GDP 的比重不超过 3%; 政府债务占 GDP 的比重不超过 60%。

欧盟设定的债务占 GDP 比率为 $b = 60\%$, 赤字占 GDP 比率为 $x = 3\%$ 。如果这样, 按我们推出的公式 (4.2), $x = b(\gamma + \pi)$, 就有

$$3\% = 60\% * (\gamma + \pi)$$

也就是说，在警戒线下，只要名义经济增长率 $(\gamma + \pi) = 5\%$ ，债务占 GDP 的比重就不会增加。这里名义增长率，约等于实际增长率加上通货膨胀率。

3%和60%到底从哪里来的吗？开始时，大家只想到限制赤字。据说1981年，法国财政部长想要一个具体数额来限制各部门的预算要求，有个下级官员就拍脑袋说出3%财政赤字率。在马约的谈判过程中，德国人提及，德国宪法允许财政赤字达到公共投资的规模，后者曾是GDP的3%(Article 115 in the German Basic Law until 2009)。这就是3%的来历。³⁰

那么，60%是怎么来的呢？长期以来，人们认为周期性平衡预算时合理的，衰退时政府财政赤字，积累债务，经济高涨时财政盈余，偿还债务。这样长期的债务-GDP比率就是零。1980年代，发达国家的政府债务都在增长。1990年，欧共体(European Community)12个成员国的债务占GDP比重大约达到60%。看起来不能再高了。

当时，有人也提到3%和60%的内部原理。如果GDP名义增长率为5%，3%的真实增长率加上2%的通货膨胀率，这样在3%的财政赤字下，债务占GDP的比重60%就不会再提高。这里的3%是平均的赤字率。这个原理与我们前面推出的公式完全一致。

在1992年马斯垂克条约第12条协议(Protocol No 12)中，财政赤字占GDP的3%和政府总债务占GDP的60%作为欧洲经济和货币联盟成员国 (European Economic and Monetary Union) 的上限，或者参考值(reference value)。然而，在2005年的欧盟稳定与增长公约[European Union(EU) Stability and Growth Pact (SGP)]中，欧盟委员会制定中期预算目标，不仅没有改变3%和60%这两个上限，60%还得到更加重视，提出2035年债务占GDP比率达到60%。在2012年欧盟达成的《经济货币联盟稳定、协调与治理条约》(Treaty on Stability, Coordination and

³⁰ Priewe, Jan, 2020, Why 3 and 60 per cent? The rationale of the reference values for fiscal deficits and debt in the European Economic and Monetary Union, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention* 17 (2), 111–126.

Governance in the Economic and Monetary Union)的财政条款里，仍然坚持这两个标准，并提出债务占GDP比重超过60%的国家，每年减少债务的5%，2060年欧盟实现债务占GDP比重到60%的目标。看来欧盟视这两个上限如金科玉律。

也有一些人认为，3%和60%的规则是没有道理的，3%的赤字率来自60%的债务率，这两个要求应该从欧盟条约产生的法律条文中去除。

3.3 欧盟财政可持续的指标³¹

欧盟多年来用两个财政可持续性缺口指标，来度量各成员国财政可持续性面临的挑战，或者说，使负债率达到既定目标所需要的财政盈余。这两个指标不断被修改。2023年设定的第一个指标 S_1 是使得2070年债务占GDP比重为60%每年所需的财政盈余(European Commission, 2024)，包括支付因人口老龄化而产生的任何额外支出。³² 2009年设定的第一个指标 S_1 是使得2060年债务占GDP比重为60%每年所需的财政盈余(European Commission, 2009)。

第二个指标是在无限期内实现财政平衡的可持续指数指标 S_2 ，定义为：从现在开始到债务为零，每年固定的应该改善的结构性基本财政盈余占GDP的比重。第二个指标是满足永久政府预算约束的每年所需的财政盈余，包括支付因人口老龄化而产生的任何额外支出。根据普遍使用的定义，如果未来财政基本盈余的现值等于当前债务水平，即如果满足跨期政府预算约束 (Intertemporal budget constraint, IBC)，则财政政策在长期内是可持续的。让我们将 S_2 定义为确保满足 IBC 的即时和永久一次性财政调整。该指标适用于评估面对老龄化成本的长期财政可持续性。

S_1 和 S_2 之间的差异是评估公共财政可持续性时考虑的时间范围长度不同。 S_1 和 S_2 等缺口指标的值表示为确保财政可持续必须对财政政策进行的永久调整

³¹ 推导过程见附录 1.

³² European Commission, Debt Sustainability Monitor 2023, Institutional Paper 271, March 2024.

的幅度。这两个指标都仅仅是在跨期预算约束的基础上推导出来的，其中没有涉及到优化问题。

3.4 简单法则在美国的应用

著名公共财政学家，哈佛大学教授，原里根总统经济委员会主席，美国国家经济研究局主席马丁·费尔德斯坦 (Feldstein, 2016) 在讨论美国政府赤字和债务时，实际上也用到这个法则 (公式 (4.2))。他说，美国联邦政府债务占 GDP 的比重过去十年几乎翻倍，到了 75%。当时的赤字率 (赤字占 GDP 比重) 为 3%，名义 GDP 增长率为 4% 左右，这样，债务占 GDP 的比重可以维持在 75%，即 $3\% = 75\% * 4\%$ 。他认为，应该扭转债务占 GDP 比重上升的趋势。这要求缩减赤字占 GDP 的比重。如果未来名义 GDP 的增长率仍然为 4%，把赤字占 GDP 的比重砍到 2%，债务占 GDP 的比重就会慢慢下降到 50%，即 $2\% = 50\% * 4\%$ 。³³ 费尔德斯坦的这些简单的计算，都是与我们上面推出的公式相吻合的。

著名投资人巴菲特在 2011 年接受 CNBC 采访时说，“我可以在五分钟内消除赤字，你只需通过一项法律，规定任何时候赤字超过 GDP 的 3%，所有现任国会议员都将失去连任资格。”可见人们还是认可 3% 的赤字红线的。

欧盟设定的债务占 GDP 的比重也被广泛接受。例如，美国著名公共财政学家奥尔巴赫在研究财政可持续时，把末期的债务占 GDP 的比重设在 60%

(Auerbach and Gorodnichenko, 2017)。³⁴ 遗憾的是，美国联邦政府债务在疫情之后大大增加了。

4. 中国的财政赤字、债务与财政可持续性

4.1 中国财政赤字

中国政府每年都有预算，有时预算与决算差别很大，所以决算赤字与预算赤

³³ Feldstein, Martin. “Dealing with Long-Term Deficits.” *The American Economic Review*, vol. 106, no. 5, 2016, pp. 35–38.

³⁴ Auerbach, Alan J. & Yuriy Gorodnichenko, 2017, *Fiscal Stimulus and Fiscal Sustainability*, NBER Working Papers 23789.

字也不一样。中央政府有赤字，地方政府也有赤字。如果仅看中央政府的赤字，人们可能会低估中国财政政策的扩张性。然而，如果我们把中央和地方政府的赤字结合起来，总赤字就高得惊人。³⁵ 表 1 显示 1952-2023 年中国一般公共预算收入、支出及财政赤字。

改革开放前的绝大多数年份，一般公共预算赤字占 GDP 的比重都比较小，很多年份还有财政盈余，但 1959 年和 1960 年例外。1959 年赤字占 GDP 的比重为 3.88%，1960 年为 4.86%。改革开放后的 1979 年赤字率高，为 3.3%，直到亚洲金融危机的其他年份赤字率都较低。

如果我们把中央和地方政府的赤字加起来，总赤字就高得惊人。地方政府财政赤字占 GDP 的比重 1997 年为 0.44%，2000 年为 1.62%，2005 年为 2.48%，2009 年为 9.03%。这样，1997 年赤字总额占 GDP 的比例就为 1.17%，2000 年为 4.11%，2005 年为 3.69%，2009 年为 11.26%!

图 2 仅仅展示我国从 1952 到 2023 年的一般公共预算赤字。2018 年一般公共预算赤字占 GDP 的比重为 4.08%，2019 年为 4.91%，2020 年为 6.19%，2021 年为 3.75%，2022 年为 4.70%，2023 年为 4.59%。

财政赤字会抬高政府债务，影响财政可持续性。政府债务分为显性债务和隐性债务（主要是城投债），显性债务分为一般债务和专项债务。

表 1 1952-2023 年中国一般公共预算收入、支出及财政赤字

年份	GDP (亿元)	一般公共预算收入(亿元)	一般公共预算支出(亿元)	一般公共预算赤字(亿元)	一般公共预算赤字/GDP(%)	地方政府财政赤字/GDP(%)	总财政赤字/GDP(%)
1952	679.1	173.9	172.1	-1.8	-0.27		
1953	824.4	213.2	219.2	6.0	0.73		
1954	859.8	245.2	244.1	-1.1	-0.13		
1955	911.6	249.3	262.7	13.4	1.47		

³⁵ 地方政府赤字/GDP=(当年度的地方政府债务 - 上一年的地方政府债务 - 债务利息支付)/GDP; 银行平均贷款利率用于计算利息支付。地方政府债务最早可以推到 1997。2015 年后，地方政府可以有赤字，归入一般公共预算赤字，所以，我们就不再单独计算地方政府财政赤字了，尽管地方政府还在发放隐性债务，真实的赤字要比一般公共预算赤字大。

1956	1030.7	280.2	298.5	18.3	1.78		
1957	1071.4	303.2	296.0	-7.2	-0.67		
1958	1312.3	379.6	400.4	20.8	1.59		
1959	1447.5	487.1	543.2	56.1	3.88		
1960	1470.1	572.3	643.7	71.4	4.86		
1961	1232.3	356.1	356.1	0.0	0.00		
1962	1162.2	313.6	294.9	-18.7	-1.61		
1963	1248.3	342.3	332.1	-10.2	-0.82		
1964	1469.9	399.5	393.8	-5.7	-0.39		
1965	1734.0	473.3	460.0	-13.3	-0.77		
1966	1888.7	558.7	537.7	-21.0	-1.11		
1967	1794.2	419.4	439.8	20.4	1.14		
1968	1744.1	361.3	357.8	-3.5	-0.20		
1969	1962.2	526.8	525.9	-0.9	-0.05		
1970	2279.7	662.9	649.4	-13.5	-0.59		
1971	2456.9	744.7	732.2	-12.5	-0.51		
1972	2552.4	766.6	765.9	-0.7	-0.03		
1973	2756.2	809.7	808.8	-0.9	-0.03		
1974	2827.7	783.1	790.3	7.2	0.25		
1975	3039.5	815.6	820.9	5.3	0.17		
1976	2988.6	776.6	806.2	29.6	0.99		
1977	3250.0	874.5	843.5	-31.0	-0.95		
1978	3678.7	1132.3	1122.1	-10.2	-0.28		
1979	4100.5	1146.4	1281.8	135.4	3.30		
1980	4587.6	1159.9	1228.8	68.9	1.50		
1981	4935.8	1175.8	1138.4	-37.4	-0.76		
1982	5373.4	1212.3	1230.0	17.7	0.33		
1983	6020.9	1367.0	1409.5	42.5	0.71		
1984	7278.5	1642.9	1701.0	58.1	0.80		
1985	9098.9	2004.8	2004.3	-0.5	-0.01		
1986	10376.2	2122.0	2204.9	82.9	0.80		
1987	12174.6	2199.4	2262.2	62.8	0.52		
1988	15180.4	2357.2	2491.2	134.0	0.88		
1989	17179.7	2664.9	2823.8	158.9	0.92		
1990	18872.9	2937.1	3083.6	146.5	0.78		
1991	22005.6	3149.5	3386.6	237.1	1.08		
1992	27194.5	3483.4	3742.2	258.8	0.95		
1993	35673.2	4349.0	4642.3	293.3	0.82		
1994	48637.5	5218.1	5792.6	574.5	1.18		
1995	61339.9	6242.2	6823.7	581.5	0.95		
1996	71813.6	7408.0	7937.6	529.6	0.74		
1997	79715.0	8651.1	9233.6	582.5	0.73	0.44	1.17
1998	85195.5	9876.0	10798.2	922.2	1.08	1.39	2.47

1999	90564.4	11444.1	13187.7	1743.6	1.93	1.32	3.25
2000	100280.1	13395.2	15886.5	2491.3	2.48	1.62	4.10
2001	110863.1	16386.0	18902.6	2516.6	2.27	1.95	4.22
2002	121717.4	18903.6	22053.2	3149.6	2.59	2.37	4.96
2003	137422.0	21715.3	24650.0	2934.7	2.14	2.14	4.28
2004	161840.2	26396.5	28486.9	2090.4	1.29	2.30	3.59
2005	187318.9	31649.3	33930.3	2281.0	1.22	2.48	3.70
2006	219438.5	38760.2	40422.7	1662.5	0.76	2.67	3.43
2007	270092.3	51321.8	49781.4	-1540.4	-0.57	2.67	2.10
2008	319244.6	61330.4	62592.7	1262.3	0.40	2.26	2.66
2009	348517.7	68518.3	76299.9	7781.6	2.23	9.03	11.26
2010	412119.3	83101.5	89874.2	6772.7	1.64	2.96	4.60
2011	487940.2	103874.4	109247.8	5373.4	1.10	2.19	3.29
2012	538580.0	117253.5	125953.0	8699.5	1.62	4.92	6.54
2013	592963.2	129209.6	140212.1	11002.5	1.86	1.77	3.63
2014	643563.1	140370.0	151785.6	11415.6	1.77	8.03	9.80
2015	688858.2	152269.2	175877.8	23608.6	3.43		
2016	746395.1	159605.0	187755.2	28150.2	3.77		
2017	832035.9	172592.8	203085.5	30492.7	3.66		
2018	919281.1	183359.8	220904.1	37544.3	4.08		
2019	986515.2	190390.1	238858.4	48468.3	4.91		
2020	1013567.0	182913.9	245679.0	62765.1	6.19		
2021	1149237.0	202554.6	245673.0	43118.4	3.75		
2022	1210207.0	203703.5	260609.2	56905.7	4.70		
2023	1260582.0	216795.4	274622.9	57827.5	4.59		

资料来源：财政部，《中国财政年鉴》（1992，1994，2013，2022）；国家统计局，《中国统计年鉴》（2000-2024）；审计署，《全国地方政府性债务审计结果》，2011年第25号公告，6月27日；及2013年第32号公告，12月30日。

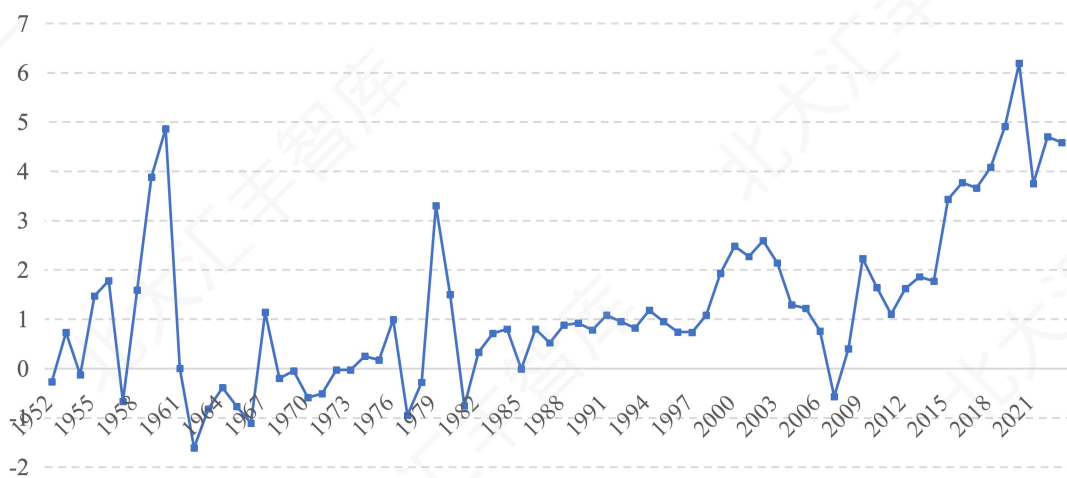


图2 中国一般公共预算赤字占GDP的比重 1952-2023

资料来源：表1。

4.2 中央和地方政府显性债务

财政赤字和债务利息的积累就是政府债务。表 2 显示 2005-2023 年间中央政府的债务。这个期间，中央政府债务占 GDP 的比重从 2005 年的 17.41% 到 2023 年的 23.82%。中央政府的债务规模并不大。

表 2 2005-2023 年中央政府债务

年份	国内 债务	国外 债务	国内债务 /GDP(%)	国外债务 /GDP(%)	国内外债 务/GDP(%)
2005	31848.59	765.52	17.00	0.41	17.41
2006	34380.24	635.02	15.67	0.29	15.96
2007	51467.39	607.26	19.05	0.22	19.28
2008	52799.32	472.22	16.54	0.15	16.69
2009	59736.95	500.73	17.14	0.14	17.28
2010	66987.97	560.14	16.25	0.14	16.39
2011	71410.80	633.71	14.59	0.13	14.77
2012	76747.91	817.79	14.25	0.15	14.40
2013	85836.05	910.86	14.78	0.15	14.63
2014	94676.31	979.14	14.76	0.15	14.92
2015	105467.48	1132.11	15.37	0.16	15.54
2016	118811.24	1255.51	16.05	0.17	16.22
2017	133447.43	1322.72	16.26	0.16	16.42
2018	148208.62	1398.79	16.45	0.16	16.62
2019	166032.13	2005.91	16.76	0.20	16.96
2020	206290.31	2615.56	20.35	0.26	20.61
2021	229643.71	3053.58	19.98	0.27	20.25
2022	255591.55	3101.21	21.22	0.26	21.48
2023	296979.22	3346.28	23.56	0.27	23.82

数据来源：国家统计局(2023, 2024)及财政部（2022）。

表 3 和表 4 分别展示 1996-2013 年和 2014-2023 年地方政府债务余额。可见地方政府债务占 GDP 的比重从 1996 年的 3.34% 增加到 2013 年 6 月底的 17.44%。从 2014 年开始，政府开始公布一般债、专项债和城投债。2014 年，一般债务占 GDP 的比重为 14.65%，专项债为 9.29%，城投债为 28.60%；2023 年，一般债务占 GDP 的比重为 12.59%，专项债为 19.73%，一般债务和专项债加起来为 32.32%，城投债为 57.24%。

表 3 中国地方政府债务 1996-2013 (亿元,%)

年度	测算的地方 债务总额	官方公布的地 方政府债务增 长率 (%)	地方财政 收入	GDP	债务占 GDP 比 率 (%)	债务占地方财 政收入的比率 (%)
1996	2399.3		3746.92	71813.6	3.34	64.03
1997	2994.8	24.82	4424.22	79715	3.76	67.69
1998	4438.3	48.2	4983.95	85195.5	5.21	89.05
1999	5917.2	33.32	5594.87	90564.4	6.53	105.76
2000	7888.8	33.32	6406.06	100280.1	7.87	123.15
2001	10517.3	33.32	7803.3	110863.1	9.49	134.78
2002	14021.7	33.32	8515	121717.4	11.52	164.67
2003	17712.2	26.32	9849.98	137422	12.89	179.82
2004	22374	26.32	11893.37	161840.2	13.82	188.12
2005	28262.9	26.32	15101	187318.9	15.09	187.16
2006	35701.6	26.32	18304	219438.5	16.27	195.05
2007	45098.3	26.32	23573	270232.3	16.69	191.31
2008	55687.4	23.48	28650	319244.6	17.44	194.37
2009	90169	61.92	32603	348517.7	25.87	276.57
2010	107174.9	18.86	40613	412119.3	26	263.89
2011	124107.4	15.8	52547	487940.2	25.36	236.18
2012	158858.4	28	61078.29	538580	29.5	260.09
2013	201489.6	26.84	69011.16	592963.2	33.98	257.45

资料来源：GDP 和地方政府收入数据来自国家统计局（2020,2022）。2011 年以前的债务数据是基于国家审计署（2013）的数据进行计算的，2012 年的债务数据来自于国家审计署（2013）。

表 4 2014-2023 年地方政府债务余额情况(亿元,%)

年份	合计	一般债务	专项债务	城投债	一般债务 和专项债 /GDP	一般债 务/GDP	专项债 务/GDP	城投债 /GDP
2014	154074.3	94272.4	59801.9	184068.4	23.94	14.65	9.29	28.6
2015	147568.37	92619.04	54949.33	224955.1	21.42	13.45	7.98	32.66
2016	153557.59	98312.88	55244.71	270353	20.57	13.17	7.4	36.22
2017	165099.8	103631.79	61468.01	324520.1	19.84	12.46	7.39	39
2018	184618.67	110484.51	74134.16	366596.8	20.08	12.02	8.06	39.88
2019	213097.78	118670.79	94426.99	439424.4	21.6	12.03	9.57	44.54
2020	256610.77	127393.4	129217.37	531283.7	25.32	12.57	12.75	52.42
2021	304700.49	137706.81	166993.68	614773.6	26.51	11.98	14.53	53.49
2022	350652.91	143961.67	206691.24	677190.9	29.11	11.95	17.16	56.21
2023	407372.93	158687.48	248685.45	721564.6	32.32	12.59	19.73	57.24

资料来源：GDP 来自国家统计局，2024，《中国统计年鉴》；一般债务和专项债数据来自财政部，《中国财政年鉴》，2023；财政部，《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》，2024 年 3 月 5 日。城投债数据来自 Choice 数据库，月度地方政府债券发行和债务余额情况。

4.3 地方政府专项债

许多国家的地方政府有一定的独立性。除中央政府发行债券外，地方政府也可以发行债券。通常，地方政府的债务分为一般性债务、专项债务。一般性债务（General bonds）为了弥补财政赤字而发行的债券，筹措的资金用于一般公共预算支出，要用一般公共预算收入（主要是税收）来偿还。地方一般债的增加规模和地方财政赤字相当，少量的差额主要来自外债转贷。³⁶ 专项债券也称为收益债券（Revenue bonds）是为了筹集资金建设某专项工程而发行的债券，用于专项基础设施建设，用项目收入来偿还，不列入财政赤字。

根据国发[2014]43号、财预[2016]155号等文件，专项债是省级（省、自治区、直辖市）政府作为发行主体，在全国人大或其常委会批准的专项债务限额（余额限额和当年新增限额）内，发行的有偿还计划和稳定偿还资金来源的地方政府债券，债券发行后的资金用于公益性资本支出而不是经常性支出。例如，2022年地方政府专项债券重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程，铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水等。

市县级政府的专项债由省级政府在限额内代为发行并由省级财政部门按照转贷协议拨付市县级财政部门。

专项债务收入（通过发行专项债筹措的资金）、安排的支出、还本付息、发行费用纳入政府性基金预算管理。

2024年新增地方政府专项债务限额39,000亿元，比上年增加1,000亿元，支持地方加大重点领域补短板力度。中央政府发行10,000亿元超长期特别国债，不计入赤字，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

这些年来，地方政府发行了大量的专项债，用于专项工程的建设。这些专项工程是否能够带来足够的收益，是个很大的悬念。资料显示，2024年上半年，

³⁶ 外债转贷款，是指境内机构（转贷款债权人）从境外借用直接外债后，向境内其他机构（转贷款债务人）转手发放的贷款。

专项债发行很缓慢。如果这些工程不能产生足够的收益，部分专项债就得靠一般税收来偿还。这样，一部分新增的专项债就应该算作财政赤字，总的财政赤字就非常大了。例如，2024 年新增地方政府专项债务限额 3.9 万亿元，与全国财政赤字 40,600 亿元相差不多。

在实际考察中，一些地方政府反映，在地方上，有利可图的或收益足以弥补成本的公共基础项目已经不多。中央政府规定，专项债提供融资的建设项目收益应该覆盖本息 1.1 倍以上，那就是回报率大约要到 10%。在现实中，这种基础设施建设项目很稀少，因为基础设施往往带有公共品的性质，我国也利用基础设施来扶贫，基础设施的价格往往压得很低，这样，公共基础项目的回报就大打折扣。

所以，一些地方不愿意发行地方专项债，但是迫于上级政府要求刺激经济发展的压力，不得不发。另外，专项资金不能跨年度使用，专项债资金下达后，要求形成工程量的时间太短。由于地方政府并不确定未来自己能够得到的专项债数额，很难为项目的实施预作准备。中央规定，地方政府获得专项债需要有 20% 的自有资金，这也让地方政府为难。还有，事后的追责会使地方政府官员十分紧张，影响他们的积极性。目前，专项债存在大量资金闲置，大量的专项债及特别国债并未转化为当年的实际投资，并未发挥刺激经济增长的作用。

可以想象，专项债的偿还将来是大问题。不如将一部分不能带来收入的、将来要靠一般公共预算收入偿还的专项债算成财政赤字，公开透明，这样，赤字就高了，那些认为赤字不高的人也就不惦记了。

没有计入财政赤字的还有特别国债。例如，2023 年底中央财政增发 1 万亿元特别国债，转移支付给地方政府，而债券发行、资金拨付、项目端申报等均需要时间，形成实际投资支出将在 2024 年。那么，按照权责发生制的会计原则，这就应该记为 2024 年的赤字。但是，2024 年的赤字里也没有算上这笔债务，所以这笔财政赤字就被埋没了，这是不应该的。2024 年政府又决定增发 1 万亿元超长期特别国债，也不反映在赤字里。这样，债务在增加，赤字却看起来不大。

中国政府还发行再融资债券，置换债券。再融资债券主要用于偿还到期政府债券本金。例如，我国曾经发行特殊再融资债券置换 2015 年之后违规举债造成的隐性债务，使政府隐性债务减少，显性债务增加。

总之，把没有足够收益、需要一般公共预算收入偿还的专项债和长期国债计入我国财政赤字，我国的财政赤字就要大得多，财政是无法持续的。2024 年安排的赤字率为 3%，如果专项债都需要一般公共预算收入来还，那么地方专项债引起的财政赤字也有大约 3%，这样，总赤字率就达到 6%。可以预见，若不加约束，显性政府债务会继续快速增加，政府债务占 GDP 的比重也急剧增加。

4.4 地方融资平台债务

除显性债务之外，地方政府还有大量隐性债务。一般公共预算收入和基金收入远不能满足地方政府主导的基础设施投资资金需求，大量的基建资金需要由预算外的自筹资金来支撑。属于自筹资金范畴内的资金主要是有地方政府背景的城投公司发放的城投债。为了吸引市场化投资者为基础设施投资提供资金，城投公司必须为投资者提供较高的收益率，同时地方政府有时不得不通过各种方式向城投公司提供隐形担保。目前，地方政府隐性债务大都来自地方政府出资或者注入土地等设立的城投公司。

2008 年欧美金融危机爆发后，中国政府曾经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。此后城投平台不断扩展，债务规模大大扩张。

资料显示全国城投公司债务余额 2010 年为 76,020.9 亿元，占 GDP 的比重为 18.33%；2022 年为 677,190.9 亿元，占到 GDP 的 56.27%；2023 年为 721,564.6 亿元，占到 GDP 的 57.24%。

各地城投债的规模差别很大。2023 年浙江城投债占 GDP 的比重为 124.65%，四川 119.62%，重庆市 90.88%，江苏 89.96%，江西 85.38%，贵州 76.03%，天津市 74.22%，广西 71.53%，甘肃 65.47%，湖南 62.22%，山东 60.21%，陕西 59.54%。

然而，一些省份，城投债占 GDP 的比重很低，2023 年辽宁城投债占 GDP 的比重 5.36%，青海为 7.87%，黑龙江为 8.74%，内蒙古为 10.32%，海南为 10.36%，宁夏为 11.74%，广东为 20.3%，上海为 23.27%。³⁷

如果把城投公司的债务算进来，那么中国政府的债务大得多，财政赤字也会大大提高。比如，加上融资平台的债务，中国政府的债务 2023 年就占到 GDP 的 113.38% (=56.14%+57.24%)。

城投公司的债务有多少是地方政府的隐性债务，这仍然是个谜。最近财政部公布的隐性债务为 14.3 万亿。不清楚这都是来自融资平台的隐性债务，还是包括其它的隐性债务。这个数目大大低于融资平台的总债务。

5. 中国财政可持续性

保持债务率不变的赤字率 $x = b(\gamma + \pi)$ 。下面看看这几年赤字率是否保证了财政可持续。

2022 年末，中央财政国债余额占 GDP 的比重为 21.47%，地方政府债务余额占 GDP 的比重为 29.11%，政府总债务余额占 GDP 的比重为 50.58%。2023 年中央和地方预算为赤字 38,800 亿元，赤字率 3%。实际上，2023 年的 GDP 增长率为 5.2%，通货膨胀率只有 0.2%。这样，保持财政可持续的赤字率为 $x = b(\gamma + \pi) = 50.58\% * (5.2\% + 0.2\%) = 2.73\%$ 。因为赤字率大于 2.73%，所以总债务余额占 GDP 的比重就增加了。

2023 年末，中央政府债务达到 300,325.5 亿元，地方政府债务为 407,372.93 亿元，包括一般债务余额 158687.48 亿元、专项债务余额 248685.45 亿元；GDP 为 1,260,582 亿元。这样，中央政府债务占 GDP 的比重就是 23.82%，地方政府债务占 GDP 的比重就是 32.32%，全国政府债务占 GDP 的比重就是 56.14%。

³⁷ 数据来源：Choice 数据库

2024 年，赤字率按 3% 安排，全国财政赤字规模 40,600 亿元，比上年年初预算增加 1,800 亿元，其中，中央财政赤字 33,400 亿元，地方财政赤字 7,200 亿元。新增地方政府专项债务限额 3.9 万亿元，比上年增加 1,000 亿元，支持地方加大重点领域补短板力度。发行 1 万亿元超长期特别国债，不计入赤字，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

2024 年经济增长率为 5%，通货膨胀率为 0.2%。那么，保持财政可持续的财政赤字率

$$x = b(\gamma + \pi) = 56.14\% * (5\% + 0.2\%) = 2.92\%。$$

在讨论财政可持续时，还得弄清楚在哪些债务占 GDP 的比重上持续。加上隐性债务，现有的债务占 GDP 的比重已经达到 67.48%。这样，这个债务规模可持续的最高财政赤字率就是

$$x = b(\gamma + \pi) = 67.48\% * (5\% + 0.2\%) = 3.51\%。$$

财政是否可在负债率为 67.48% 的情况下持续，就要看 2024 年的赤字率了。官方的赤字率为 3%。如果实际赤字率真是这样，负债率就不会提高，财政就可持续。

如果将专项债增加导致的增加的赤字算上，当赤字率超过 3.51% 时，那么，债务占 GDP 的比重就会增加，财政就不可持续。如果 2024 年底的债务占 GDP 的比重增加了，那么，财政就不可在现有的负债率下持续。

问题是，政府想要债务率持续在什么样的债务规模下？如果想要债务持续在 GDP 的 60% 的规模上，名义 GDP 增长率能维持在 5%，那么财政可持续的赤字率就只能是 3%。这就又回到了欧盟的警戒线。

如果想要债务持续在 GDP 的 70% 的规模上，名义增长率能维持在 5%，那么财政可持续的赤字率就可以是 3.5%。如果想要债务持续在 GDP 的 80% 的规模上，名义增长率能维持在 5%，那么财政可持续的赤字率就可以是 4%。以此类推，目标负债率越高，赤字率就可以更高。然而，如前所述，债务总是要还的，过高的负债率对长期经济发展不利。当然，最优负债率（债务占 GDP 比重）是个值得研究的问题。

在国际上，政府往往有增加赤字和债务的冲动，但是经济学家和业界一般都主张缩小赤字和政府债务的规模。例如，近几个月来，桥水基金的雷·达利奥和摩根大通首席执行官杰米·戴蒙等知名金融人士都表达了对美国创纪录的国家债务的担忧。一般来说，学术界和业界都反对高额政府债务。

在中国正相反，许多金融界人士和学者在提倡增加政府赤字和债务，而财政部则显得很谨慎。这可能与政府发债目的有关，中国发债一般为了投资，发达国家一般为了解决民生问题。金融界人士希望政府发债可以理解，学者也鼓动政府发债就让人吃惊了。谨慎是应该的，我国政府债务尤其是地方债务偏高，如果财政赤字规模不削减，财政就不能在目前的负债率下持续。

6. 如何保持中国财政可持续?

上面只是讨论了一种财政可持续的规则。另一种规则就是布兰查德 (Blanchard, 1990) 提出的，所有未来的公共收入必须足够高，以覆盖所有未来的公共支出和迄今为止积累的公共债务，也就是欧盟可持续指数 S_2 ，即政府未来必须有财政盈余，足以偿还现有的债务及利息，这样才能保证财政可持续。这里探讨中国预算思想的演化，以及当前和未来政府可采取的维持财政可持续的策略。无论哪一种可持续原则，都是要求政府尽量缩小财政赤字。

6.1 中国财政预算思想演进

财政预算思想决定财政预算行为。从古到今，中国财政预算思想经历了追求财政盈余、预算平衡略有结余、周期性平衡预算、大规模利用债务、以及财政可持续等阶段。

6.1.1 古代的预算理念--追求财政盈余

我国从夏朝代建立起世袭制国家权力制度，统治者将自己的权力传给自己的子孙后代，直到被推翻为止。在世袭制度下，当权者打江山、坐江山，并希望子孙后代永远坐江山。所以，保江山是一切行动的目标。

在这种制度下，统治者力图使国库充裕，好给后代留下资产。所以，统治者在财政方面希望有结余，不希望有赤字。百姓希望统治阶级少挥霍，也希望在税收不变的情况下，财政有盈余。政治家们当然也就推崇财政赢余。所以，财政赢余乃众望所归。

例如，汉代政治家戴圣就主张，政府每年的支出应该等于过去 30 年政府的年平均财政收入。如果是这样，即使遭遇旱涝灾害，人民也不会挨饿，皇帝也可以每顿食肉，纵情声乐；如果国库储备只能支撑九年，那么国库储备就不足；如果国库储备只能支撑六年，那么这个国家就有危险；如果储备少于三年，那么国家会灭亡。³⁸显然，戴圣主张政府节约开支，保持足够的国库储备。

古代政府也从事基础设施建设（例如，秦朝时修建秦直道、修长城），用的都是当时的人力物力，惠及后代。现代，建设基础设施，一般要举债，用未来的资源。

6.1.2 现代预算法的引入-预算规范化

中国从清末开始就开始接受西方的观念，正式编制预算。1910 年清政府编制了国家 1911 年的预算。然而，第一个预算没有执行完毕，清朝就灭亡了。民国成立后也编制预算方案。那时候，战乱不断，国家预算大部分年份都有赤字。不仅中央政府举借内外债，地方政府也举借内外债。

1932 年 9 月，国民政府颁布了中国第一部《预算法》。该法共九章，详细规定了预算的编制、批准、执行和监督。该法以美国预算法为蓝本，并在建立储备基金等方面有所调整。1937 年，预算法进行了修订，将财政年度周期从 7 月 1 日至 6 月 30 日改为 1 月至 12 月。1938 年，新颁布的预算法实施细则颁布，为预算执行提供更详细的指导。这些法律和法规为中国现代预算制度奠定了基础。

抗日战争爆发后，国民政府取消了地方政府发行债务的权利，只有中央政府可以发行债务。抗日战争和国共内战时期，政府财政赤字巨大，除了货币化以外，也发行了大量政府债务。由于通货膨胀率高，大多数政府债务都是以美元、黄金和稻谷计价的。最后，国民党统治结束。

³⁸ 戴圣：《礼记》，王学典译，哈尔滨：哈尔滨出版社，2008 年。

6.1.3 收支平衡略有结余的预算理念

中华人民共和国 1949 年成立后，经济千疮百孔，百废待举。中央政府发行内债和外债，弥补国内储蓄的不足。内债包括“人民胜利折实公债”等，外债主要是向苏联借的债，部分用于经济建设，部分用于抗美援朝战争。赫鲁晓夫上台后，批评斯大林，实行经济改革，中苏意识形态产生分歧，并在 20 世纪 60 年代中期彻底决裂。中国在 3 年灾难后极其困难的情况下拼力偿还苏联债务，到 1965 年还清所欠苏联的所有外债，同时还清内债。1969 年，政府宣布中国成了“既无内债也无外债”的国家。从那时起，政府坚持“收支平衡，略有结余”的预算理念。此后 20 多年，虽不时有财政赤字，但都货币化了。

6.1.4 周期性平衡预算及不允许地方政府发行债务

1978 年，中国开始改革开放，政府放弃无内外债的预算理念。但是，偿还债务的痛苦仍挥之不去，有赤字就向人民银行透支，将赤字货币化，政府债务很少；个别年份，如 1985 年，还有财政盈余。

1994 年，政府通过了《中华人民共和国预算法》，明确规定中央政府应尽力在长期内平衡预算；地方政府应平衡年度预算，不得发行债券。

6.1.5 大规模发行债务

1993 年 11 月，中国共产党十四届三中全会提出建立社会主义市场经济体制，使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用；要求中央财政赤字不再向银行透支，而靠发行长短期国债解决。发债的大门从此敞开。

世界上所有市场经济国家都发行债务。权力约束小，领导人有任期的政府，往往倾向于只考虑短期或任期内的经济增长政绩，包括抬高赤字规模，发行债务等等。一些国家也实行领导人任期制，但是有制约机制，领导人很难为所欲为。但在危机时，这些国家也大量发债。

1997 年，亚洲金融危机爆发，中国政府开始实行扩张性财政政策，政府债务开始快速增加。1995 年中央政府国内债务占 GDP 的比重为 5.38%，2000 年为 12.98%，2005 年为 17%，2010 年为 16.25%，2015 年为 14.76%，2019 年为 16.76%，

2020 年为 20.35%，2022 年为 21.12%。³⁹ 2023 年中央政府国债占 GDP 的比重为 23.82%。这只是中央政府的债务，是公开透明、受到约束的。

在同一时期内，地方政府债务大大增加，许多是不公开透明的隐性债务，例如向银行借款，项目工程欠款等等。

6.1.6 地方政府债务发行合法化

2014 年，政府修改了《预算法》，允许地方政府从 2015 年起发行有限的债务，用于偿还隐性债务，以及公共基础设施建设。从此地方政府债务迅速增加。2023 年地方政府显性债务占 GDP 的比重为 32.32%。2023 年，地方融资平台债务占 GDP 的比重达到 57.68%，加上显性债务总债务达到 GDP 的 90%。地方政府债务已经成为中国经济的一大隐患。

6.2 当前经济形势与财政对策

过去十多年来，中国经济增长的确呈现放缓趋势。2010 年经济增长率为 10.6%，2015 年为 7%，2017 年为 7%。2018 年开始的中美贸易战，特别是 2020 年开始的新冠疫情，严重影响了中国经济增长。2020 年中国经济增长率为 2.2%，2021 年为 8.5%，2022 年为 3%，2023 年为 5.2%，2024 年为 5%。

据国家统计局数据，2024 年，全国居民人均可支配收入比上年同期实际增长 5.1%，其中，城镇居民人均可支配收入实际增长 4.4%；农村居民 6.3%。全国居民人均消费支出比上年同期实际增长 5.1%；城镇居民人均消费支出实际增长 4.5%，农村居民 5.8%。从统计数据看，形势一片大好，并不需要大规模的财政刺激。

据海关统计，2024 年，我国货物贸易进出口总值 43.85 万亿元，同比增长 5%。中国外贸经受住多重挑战，规模再创历史新高。其中，出口规模达到 25.45 万亿元，同比增长 7.1%；进口 18.39 万亿元，同比增长 2.3%。

但是，官方的另一些数据显示，我国经济面临种种挑战。首先，房地产市场

³⁹ 林双林，《中国财政：改革，挑战与对策》，北京大学出版社，2025 年 3 月。

交易量和价格继续下降。2024年，全国房地产开发投资比上年下降10.6%；其中，住宅投资76040亿元，下降10.5%。2024年，新建商品房销售面积比上年下降12.9%，其中住宅销售面积下降14.1%。新建商品房销售额下降17.1%，其中住宅销售额下降17.6%。2024年末，商品房待售面积比上年末增长10.6%，其中，住宅待售面积增长16.2%。

其次，通货紧缩压力仍然存在。国家统计局数据显示，2024年，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨0.2%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降2.2%，降幅比上年收窄0.8个百分点。

第三，青年就业仍然压力很大。国家统计局数据显示，2024年全国城镇调查失业率平均值为5.1%，比上年下降0.1%。国家统计局10月22日公布，9月不包含在校生的16—24岁劳动力失业率为17.6%，仍在较高的水平上。这可能也包括结构性失业。

第四，我国面临供给大于需求的问题，需要增加需求。需求分政府支出需求、企业投资需求和居民消费需求。地方政府显性债务大，地方融资平台债务更高，增加政府支出需求难度很大。目前，企业投资需求不高，尤其是民营企业投资积极性不高。2024年，全国固定资产投资（不含农户）比上年增长3.2%，其中，民间固定资产投资下降0.1%。

居民消费需求也低。消费除了受可支配收入影响外，还受到预期和财富效应的影响。预期收入少、预期支出大，房价下降、股市波动，都会影响消费。与其他国家比较，消费在我国经济中所占比重显著偏小。中国最终消费占GDP的比重2023年为55.6%，远远低于法国的78.8%，德国的74.3%，日本的75.4%，印度的70.7%，以及美国的81.3%。⁴⁰

另外，我国在国际上也遇到挑战。美国和欧盟向中国商品提高关税，中美之间的经济纠纷和其他方面争议还远没有结束，其中一些属于长期的问题。

⁴⁰ World Bank, 2025, Final consumption expenditure (% of GDP), <https://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.TOTL.ZS>, Accessed February 16, 2025.

前面讨论过，若经济真的进入衰退，那不管债务多高，都要增加赤字和债务，实行扩张性财政政策，刺激经济，度过难关。如果没有进入衰退，就没有必要大规模刺激。其实，我国面临的很多问题，不是短期问题，不是靠短期财政大刺激可以解决的。

增加需求是我国面临的重大问题，应该提高一些结构性政府支出。一是加大教育支出。我国在本世纪初基本实现了九年免费义务教育，二十多年来我国经济已经发生了翻天覆地的变化，实行从幼儿园到高中阶段的免费教育已经刻不容缓。目前，政府财政性经费已经占到幼儿园和高中阶段总教育经费的 72%，需要增加的政府支出并不多，在目前基础上，全国财政性教育经费从目前占 GDP 的 4.0% 增加到 4.3% 就可以实现十三年免费教育，财政完全可以承受。二是增加公共品的提供。所有人都可以使用公共品，所以公共品的效益很高。另外，提供公共品可以扶贫，因为穷人最需要公共品。例如，我国应该增加公共图书馆。在美国，公共图书馆非常普遍，不仅借书，而且给孩子们借各种玩具。还有，我国可以增加青少年公共体育运动场地和设施，广泛开展体育运动，促进青少年全面发展。三是增加社会保障支出。例如，增加农民养老金，增加农民医疗保险补助。这些民生性政府支出不仅可以直接增加政府需求，而且会带动民众的消费需求。

另外，我国也可以通过降低企业税负，增加企业特别是民营企业的投资需求。

6.3 如何保持财政可持续？

上面讨论了保持债务占 GDP 的比率在长时期内保持稳定或下降情况下的规则。在这种规则下，不要求零赤字，只要赤字不大，财政就可持续。一些债务过高的国家的痛苦经历为我们提供了前车之鉴。

我国面临的很多问题不是短期问题，是结构性问题，不是靠短期财政大刺激可以解决的。前面讲过，结构性赤字可能由人口结构变化（例如，老龄化）或者财政体制不完善（例如，税制和政府支出规模和结构不合理）等因素引起。为了降低结构性赤字，我国需要税制和政府支出结构性改革。

6.3.1 谨慎举债进行基础设施建设

中国政府目前还是希望通过基础设施建设投资拉动经济增长。在大量举债进行基础设施建设时，必须进行仔细的成本效益分析，确保投资的收益大于投资成本。有些收益是社会性的，即具有公共产品性质，这就需要一般公共预算收入来支持，政府必须确保有足够的公共预算收入。否则，就要缩小项目规模，或者取消项目。日本为基础设施建设而增加赤字、扩大债务的教训必须汲取。

降低政府行政支出。例如，精简机构，缩小地方公务员队伍，减少行政支出；减少形象工程支出、减少利用率不高的基础设施的支出、减少浪费等等。

在支出方面，中国需要加大公共品和社会保障方面的支出，减少政府行政开支。

6.3.2 改革税制，消灭结构性赤字

要使财政可持续，就得减少赤字规模。一般情况下，财政是应该平衡的。结构性赤字是由于经济结构变化引起的赤字，而不是因为经济衰退而引起的赤字。例如，人口下降了，劳动力减少了，个人所得税可能减少；人均寿命提高了，养老保障支出必须提高，政府支出增加了。这些结构性赤字要通过税制改革来解决。

一、应该设立财产税。个人财产税是对自有房屋、车辆、船只等征收的税。所有发达国家和许多发展中国家都征收个人财产税。美国 1920 年代初期，财产税收入占政府总收入的 45% (Wallis, 2000)。2020 年美国的财产税收入占美国税收总额的 10.17%，法国为 7.63%，英国为 8.39%，日本为 6.56%。总体而言，发达国家的财产税收入高于发展中国家。中国只对企业的房产和个人所有的租赁房产征财产税。因此，财产税收入非常少。财产税被认为应当是地方政府的稳定收入来源。

二、应该设立遗产税和赠与税，调节收入分配，避免社会阶层的固化。许多国家还征收中国不征收的其他税种，包括遗产税（对死亡时的财产转让征收）、赠与税（对个人在世期间进行的转让的财产征收）和资本利得税（对个人或公司出售的投资品的增加值征收）。中国也应该考虑征收这些税。

三、征收地方零售税。增值税是中国最大的税种。增值税在每个生产环节都是从生产者和进口商那里征收的。而中国的消费税是对某些选定的商品征收的，但也是从生产者和进口商处征收。目前，没有企业的地方就没有增值税。一些主要依靠农业的地区的绝大部分财政支出要靠中央转移支付。设立零售税后，无论产品在哪里生产，只要在当地卖，地方政府都能获得税收。这样，地方政府盲目吸引生产性企业的积极性也就降低了。零售税是美国许多州政府的重要收入来源，即使没有生产企业的地区财政状况也很健康。

四、增加消费税。对那些过分包装、浪费材料，制造垃圾、污染环境的产品课以重税，或者列入消费税课税项目。另外，应该设法利用税收和罚款政策，打击通过网络销售的那些粗制滥造，浪费资源，欺骗消费者的垃圾产品，提高中国产品质量，提高民众的生活质量。

五、合理制定地方公共服务品价格。我国是从计划经济过来的，过去工资很低，大家都不富裕，所以公共服务品（如水、电、气）的价格的压得很低，需要国家补助。我国经济已经发生了翻天覆地的变化，收入水平普遍提高，贫富差别加大。在这种情况下，在实行低价补助已经不适宜了。应该提高价格，让提供公共服务的企业能够收支平衡，不要亏损。至于帮助低收入者，可以通过其他方式。

6.3.3 完善社会保障制度

人口老龄化将对我国财政可持续性带来极大的挑战。我国需要健全社会保障制度，包括养老、医疗、教育、住房等。社会保障问题主要实际上是“老”和“少”的问题。前面提到国家提供从幼儿园到高中的免费教育问题，也提到提高农民养老老金的问题，这里不再赘述。

人口老龄化，会导致养老保障账户和医疗保障账户入不敷出。在城镇养老方面，我们应该降低养老保障总支出，偿还个人账户的债务，即做实个人账户，并且设立养老保障储蓄基金。为降低总支出，要缩小养老金的差别，降低养老金高收入者的养老金增长速度。

应该增加农村老人养老金，同时鼓励农村居民为个人账户多储蓄。2024年

农村老人的最低养老金每月只有 123 元，远远大于世界银行设定的贫困线。这代农民年轻时没有迁徙自由，在没机械化设备的情况下终日劳作，为国家交公粮，卖购粮，做出很大贡献。现在同年龄的城里工人拿着几千元的退休金，而他们的养老金少的可怜，他们是最弱势的群体。同时，政府鼓励农村居民为个人账户多储蓄，以减少政府养老支出负担。

在医疗保障方面，应该推行养老保险支付方式的改革，实行总额预算和按病种付费等先进的支付方式，严格控制医疗开支，防止债务的出现和积累。

青年人的住房问题也不可小觑。目前，房地产市场供给过剩，价格下降，为年轻人解决住房问题提供了机会。地方政府应该提供更多的廉租房，解决部分人的住房问题。

6.4 实现经济长期增长的潜力，防止通货紧缩

经济增长很重要，债务不变，经济增长了，债务占 GDP 的比重就会降低。债务增长了，但 GDP 的增长更快，这样债务占 GDP 的比重也会降低。这里要强调的是长期经济增长。只考虑短期不行，短期内经济增长快，短期过后增长变慢，这样长期经济增长就会慢。所以，我国应该致力于长期经济增长。

一般来说，经济增长快的时候，债务占 GDP 的比重往往低。例如，日本 1970 年政府债务占 GDP 的比重还不到 10%；美国二战时政府债务占 GDP 的比重 120% 以上，到 1981 年降到 30.51%，2000 年为 54.55%，2007 年为 61.46%。当然，通货膨胀也会降低债务占 GDP 的比重。

经济增长依赖于投资、劳动力增长、人力资本积累、技术水平提高等等。为了经济增长，财政体制要有利于以上生产要素的提高。应该千方百计调动企业，尤其是民营企业的投资积极性。也应该吸引外资。投资增加了，经济增长了，劳动者收入会增加，国家税收就会增加，赤字就会减少，债务率就会下降。

为调动企业的投资积极性，应该给企业减负。一是降低企业所得税。我国企业所得税占税收的比重是世界上最高的国家之一。据 OECD 统计，2021 年，法

国企业所得税占总税收的比重为 5.61%，德国为 6%，美国为 6.06%，丹麦为 8.33%，英国为 8.48%，日本 13.07%，中国为 20.24%。⁴¹ 二是减少各种收费和罚款。2024 年 1-9 月，全国税收收入 131,715 亿元，同比下降 5.3%；非税收入 31,344 亿元，同比增长 13.5%。可见，地方政府为了弥补税收收入在增加企业和个人税收意外的负担。应该防止向企业乱收费、多收费，以及乱罚款。

财政可持续公式里，用的是名义经济增长率，不是统计局公布的实际经济增长率。名义增长率约等于实际增长率加上通货膨胀率。可见，通货膨胀可以化债，通货紧缩会加重债务负担。所以，我国要谨防通缩。

总之，通过缩小支出规模，改革支出结构，改革税制，避免过度扩张性财政政策，致力于经济发展，避免通缩，我国才能实现财政可持续。

⁴¹ OECD, Corporate Tax Statistics 2024, July 11, 2024. <https://www.oecd-ilibrary.org/>

附录 1 欧盟财政可持续的指标

欧盟多年来用两个财政可持续性缺口指标，来度量各成员国财政可持续性面临的挑战，或者说，使负债率达到既定目标所需要的财政盈余。这两个指标都是仅仅在跨期预算约束的基础上推导出来的，其中没有涉及到优化问题。我国地方政府政府债务重，也可以根据当地实际情况建立类似的指标来维持地方财政可持续，故此，现将欧盟指标及其推导展示如下。

1. 限期实现财政目标的指标 S_1

2023 年设定的第一个指标是，使得 2070 年债务占 GDP 比重为 60% 每年所需的财政盈余 (European Commission, 2023)。

财政可持续指数 S_1 定义为，从 $t_0 + 1$ 年开始到 t_1 年，可以使债务占 GDP 的比重在 t_2 年达到目标值，每年固定的应该有结构性基本财政盈余占 GDP 的比重。

t = 年份 t ; t_0 为开始长期预测的前一年，基准年; $t_0 + 1$ 为长期预测的第一年; t_1 为财政调整末期; t_2 为债务达标的年份; t_3 为长期预测的最后一年 (例如 2070); 这里 $t_0 < t_1 < t_2 < t_3$ 。

ΔPI_t : 相对于基准年 t_0 的财产收入变化。

CC_t : 政府基本财政盈余的周期性组成部分 (仅在最初几年相关。根据定义，从长期来看，该部分为零，因为随着产出缺口的缩小，该部分也会消失)

D_t : 第 t 年债务占 GDP 比重;

PB_t : 第 t 年结构性基本财政盈余与 GDP 之比;

$\Delta PB_t \equiv PB_t - PB_{t_0}$: 相对于基期 t_0 的结构性基本财政盈余的变化，代表在财政收入没有变化的情况下，因为年龄而引起的财政支出的变化;

$\Delta A_t \equiv A_t - A_{t_0}$: 相对于基期 t_0 , 年龄有关的因素引起的支出的变化

$\Delta A_t, t > t_0$.

$SPB_t = PB_t - CC_t + one-offs_t$: 结构性基本财政盈余与 GDP 的比率, 即扣除一次性措施和其他临时措施后的周期性因素调整后的结构性基本财政盈余。

r : 名义利率与名义 GDP 增长率之间的差异, 即 $1+r = \frac{1+R}{1+G}$, 其中 R 和 G 分别为名义利率和名义增长率。

如果 $1+r$ 随时间而变化, 那么, 我们定义以下积累因子, 把 s 年 1 名义单位转化为它在 v 年的值:

$$\alpha_{s,v} = (1+r_{s+1})(1+r_{s+2}) \dots (1+r_v)$$

$$\alpha_{v,v} \equiv 1$$

债务占 GDP 的比重的动态变化公式:

$$D_t = (1+r_t) D_{t-1} - PB_t \quad (1)$$

反复代入,

$$D_{t+1} = (1+r_{t+1}) [(1+r_t) D_{t-1} - PB_t] - PB_{t+1}$$

$$D_{t+2} = (1+r_{t+2}) \{ (1+r_{t+1}) [(1+r_t) D_{t-1} - PB_t] - PB_{t+1} \} - PB_{t+2}$$

...

$$D_T = D_{t-1} \alpha_{t-1,T} - \sum_{i=t}^T PB_i \alpha_{i,T} \quad (2)$$

债务占 GDP 的比重的变动依赖于最初的债务, 增长的利息 (去除增长因素), 以及基本财政余额从 t 年到 T 年的变化。基期为 $t-1=t_0$ 。

因此，债务比率的路径由初始债务比率、应计利息（扣除增长）和从 t 到 T 的初级余额路径决定。

S_1 指标为结构性基本财政盈余与 GDP 比率，即每年固定的应该有的结构性基本财政盈余占 GDP 的比重。这是到第 t_1 年（2070 年）将债务比率提高到 GDP 的 60% 所必需的。

除了考虑调整初始跨期预算状况和债务水平的需要外，它还纳入了在目标日期之前因人口老龄化而产生的任何额外支出。

$PB_{t=t}$ 年结构性基本财政盈余与 GDP 之比；

基本财政盈余的变化因此由以下公式给出：

$$PB_i = SPB_{t_0} + S_1 - \Delta A_i + \Delta PI_i + CC_i, \quad i > t_0$$

(3)

使用 (2)，债务比率目标 D_{t_1} 可以写成：

$$D_{t_1} = D_{t_0} \alpha_{t_0;t_1} - \sum_{i=t_0+1}^{t_1} (PB_i \alpha_{i;t_1})$$

(4)

将 (3) 代入 (4) 可得出：

$$D_{t_1} = D_{t_0} \alpha_{t_0;t_1} - \sum_{i=t_0+1}^{t_1} (SPB_{t_0} + S_1) \alpha_{i;t_1} + \sum_{i=t_0+1}^{t_1} ((\Delta A_i - \Delta PI_i - CC_i) \alpha_{i;t_1})$$

(5)

经过一些简单的操作后，我们可以把 S_1 分解为以下主要部分：

$$S_1 = \frac{D_{t_0}(\alpha_{t_0;t_1} - 1)}{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (\alpha_{i;t_1})} - \underbrace{SPB_{t_0}}_A - \frac{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (\Delta PI_i \alpha_{i;t_1})}{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (\alpha_{i;t_1})} - \frac{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (CC_i \alpha_{i;t_1})}{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (\alpha_{i;t_1})} + \frac{D_{t_0} - D_{t_1}}{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (\alpha_{i;t_1})} + \frac{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (\Delta A_i \alpha_{i;t_1})}{\sum_{i=t_0+1}^{t_1} (\alpha_{i;t_1})} \quad (6)$$

其中 (A) 为初始预算状况(Initial Budgetary Position) (即与稳定债务的基本平衡之间的差距 the gap to the debt-stabilizing primary balance) ; (B) 为达到债务目标

所需的额外调整 (the required additional adjustment due to the debt target) ; (C) 为老龄化成本所需的额外调整(the additional required adjustment due to the costs of ageing)。

2. 无限期实现财政平衡的指标 S_2

财政可持续指数 S_2 定义为, 从 $t_0 + 1$ 年开始到债务为零, 每年固定的应该改善的结构性基本财政盈余占 GDP 的比重。

S_2 指标的推导:

第二个指标是满足永久政府预算约束的每年所需的财政盈余。根据普遍使用的定义, 如果未来财政基本盈余的现值等于当前债务水平, 即如果满足跨期政府预算约束 (Intertemporal budget constraint, IBC), 则财政政策在长期内是可持续的。让我们将 S_2 定义为确保满足 IBC 的即时和永久一次性财政调整。该指标适用于评估面对老龄化成本的长期财政可持续性。

由于 S_2 指标是参考跨期政府预算约束定义的, 我们首先讨论在债务动态标准模型中 IBC 成立需要哪些条件。

根据 (2), 任何一年末的债务与 GDP 比率 $t > t_0$ 由以下公式给出:

$$D_t = D_{t_0} \alpha_{t_0,t} - \sum_{i=t_0+1}^t (PB_i \alpha_{i,t}) \quad (7)$$

D_{t_0} 是长期预测一年之前的总债务占 GDP 的比重, PB_t 结构性基本赤字(支出减去收入, 不包括政府债务利息)。重新排列上述公式, 并将两边折现为时间 t_0 值, 我们得到初始期间的债务比率:

$$D_{t_0} = \left(\frac{D_t}{\alpha_{t_0,t}} \right) + \sum_{i=t_0+1}^t \left(\frac{PB_i}{\alpha_{t_0,i}} \right) \quad (8i)$$

假设时间范围无限 ($t \rightarrow \infty$), 我们得到:

$$D_{t_0} = \lim_{t \rightarrow \infty} \left(\frac{D_t}{\alpha_{t_0,t}} \right) + \lim_{t \rightarrow \infty} \sum_{i=t_0+1}^t \left(\frac{PB_i}{\alpha_{t_0,i}} \right) = \lim_{t \rightarrow \infty} \left(\frac{D_t}{\alpha_{t_0,t}} \right) + \sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{PB_i}{\alpha_{t_0,i}} \right) \quad (8ii)$$

等式 (8ii) 右边的两个极限都不存在, 或者如果其中一个存在, 则另一个也存在。

让我们定义债务可持续性的无庞氏游戏条件 (也称为截止条件), 即债务的折现现值 (在长期或无限期内) 将趋于零:

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \left(\frac{D_t}{\alpha_{t_0,t}} \right) = 0 \quad (9i)$$

条件 (9i) 意味着渐近地, 债务比率不能以等于或高于 (用增长调整后的) 利率的速度增长; 如果通过发行新债务 (即庞氏游戏) 系统地支付债务和利息, 就会发生这种情况。

将无庞氏博弈条件 (9i) 与 (8ii) 相结合, 可以得到跨期预算约束, 该约束表明, 如果未来基本余额的现值折现等于债务比率的初始值, 则财政政策是可持续的。

$$D_{t_0} = \sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{PB_i}{\alpha_{t_0,i}} \right) \quad (9ii)$$

另一方面, 将跨期预算约束 (9ii) 代入 (8ii) 可推出无庞氏游戏条件。这表明无庞氏游戏条件 (9i) 和 IBC (9ii) 实际上是等价的。

假设跨期预算约束通过永久性的一次性财政调整得到满足, 其规模由 S_2 给出, 从 $t_0 + 1$ 开始, 我们可以写出:

$$PB_i = SPB_{t_0} + S_2 - \Delta A_i + \Delta PI_i + CC_i \quad \text{其中 } i > t_0 \quad (10)$$

然后, 跨期预算约束 (9ii) 变为

$$D_{t_0} = \sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{SPB_{t_0} + S_2 - \Delta A_i + \Delta PI_i + CC_i}{\alpha_{t_0,i}} \right) \quad (9iii)$$

这里, 将方程 (10) 与方程 (9ii) 结合起来, 将基本财政盈余与 GDP 的比率 PB_t 重新表示为所需的年度额外努力 S_2 和与基准年 t_0 相关的年龄相关成本变化 (以及财产收入和周期性成分的变化)。

根据级数收敛理论, 式 (9ii) - (9iii) 中的级数收敛的必要条件是, 基本盈余额有界限, 且无限期利率, r , 为正。后者相当于修改后的黄金法则, 即名义利率超过实际增长率, 即 $\lim_{t \rightarrow \infty} r_t > 0$ 。

经过一些重新排列后, 我们可以把 S_2 分解为以下两个部分:

$$S_2 = \frac{D_{t_0}}{\sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{1}{\alpha_{t_0;i}} \right)} - \underbrace{\text{SPB}_{t_0} - \frac{\sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{\Delta P_{i,l} + CC_l}{\alpha_{t_0;i}} \right)}{\sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{1}{\alpha_{t_0;i}} \right)}}_A + \underbrace{\frac{\sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{\Delta A_i}{\alpha_{t_0;i}} \right)}{\sum_{i=t_0+1}^{\infty} \left(\frac{1}{\alpha_{t_0;i}} \right)}}_B \quad (11)$$

其中 (A) 是初始预算状况，即与债务稳定基本余额的差距；以及 (B) 由于老龄化成本而需要进行的额外调整。



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、任颀、魏炜、林双林。



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

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