

## 当务之急，改革财政政策

2023年9月

致富集团首席经济学家 肇越

13701028646

zhaoyue@chiefgroup.com.hk

### 摘要：

- 1、理论分析和各国财政实践表明，“赤字率 3%”和“债务率 60%”的主权债务危机临界标准是缺乏理论依据和实际经验证明的，对此应当重新认识。
- 2、只有破除“准预算平衡”的约束，才能解放财政政策的手脚，充分发挥财政政策逆周期调控的作用。从追求财政当年度的“准预算平衡”转变为实现财政的跨周期预算平衡。在经济周期中的低迷阶段通过加大赤字规模拉动经济，在经济繁荣甚至过热时期通过紧缩的财政政策实现财政盈余，这样力争在一个完整的经济周期中丰歉相抵实现财政收支平衡。
- 3、加大政府债务规模，充分发挥财政政策的第一推动力职能，是解决当前经济低迷的关键举措。在外需大幅萎缩，内部民间投资下滑的情况下，通过增加国债发行规模，实施积极财政政策，加大基础设施建设，是中国经济走出当前困境的最佳选择。

## 图表目录

图表 1: 美国联邦财政收入占同年度 GDP 比例 .....	4
图表 2: 中国中央财政收入占同年度 GDP 比例 .....	4
图表 3: 2020 年世界主要国家政府债务率 .....	5
图表 4: 全国财政收支差额口径赤字率 % .....	7
图表 5: 国家一般公共收支增长率 % .....	7
图表 6: 中央政府债务占 GDP 比重 % .....	9
图表 7: 中国宏观杠杆率 M2/GDP 的变化 .....	10
图表 8: 地方政府债务余额 (亿元) .....	11



今年上半年中国经济面临很大的压力。随着疫情管控的放开，社会经济活动逐渐恢复正常，尤其是居民消费已经基本接近正常水平。但是受到外需低迷、民间投资下降的冲击，总需求出现一定程度的压抑状态，受需求制约，今年第2季度中国GDP同比增长率下滑至4.80%。

如何破解当前的经济困境？为此，中央先后出台了多项政策措施。放开多个城市的房地产限购政策、鼓励民营经济发展、减税减费等等，这些政策有力地推动了经济的活跃。但是，要解决当前的经济面临的困境，首先要找到制约当前中国经济发展的关键问题，也就是卡住经济发展的“瓶颈”所在。这样才能打通经济运行的脉络，形成良性运行的局面。

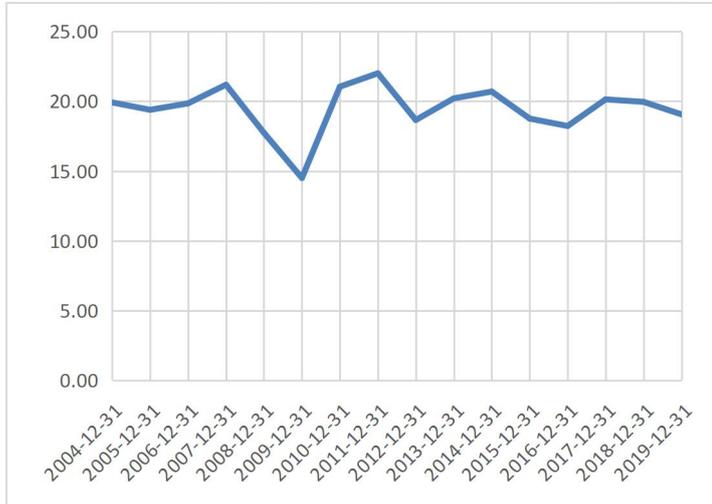
本文通过分析中国经济当前面临的问题，指出解决目前中国经济困境的当务之急是改革财政政策。首先，从理论和实际两个方面澄清对于中央财政“债务率上限”的误解。其次，在此基础上提出改变中央财政“准预算平衡”目标，以支持国家宏观经济稳定发展为中央财政的政策目标，真正实现宏观经济政策的逆周期调节功能。再次，财政政策的改变有助于纠正目前存在的很多方面的结构扭曲，改变全社会的债务结构，降低市场主体的债务负担，为中国经济的长期持续发展打下基础。最后，提出财政政策改革的建议。

## 一、中央政府债务率临界标准的国际比较研究

如何判断一个国家政府的合理化债务水平以及可能引发主权债务风险的临界水平？这一点不仅对于有效地控制国家债务风险具有很强的指导性，而且有助于更好地发挥财政政策的逆周期宏观调控作用。

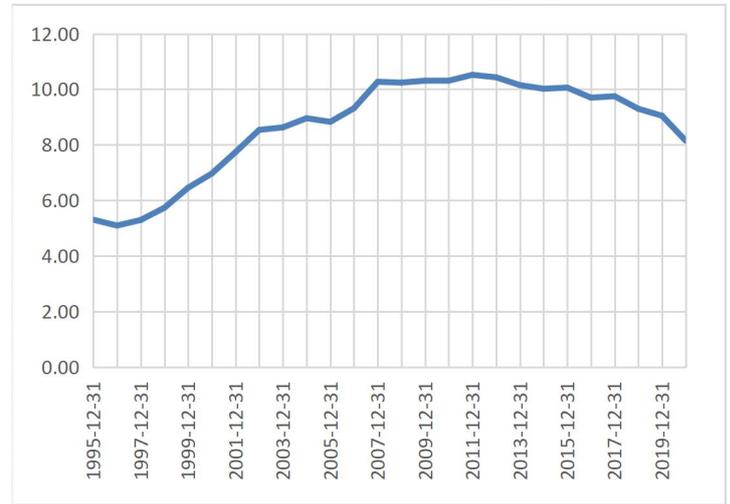
首先，不同国家合理的债务率水平不具备科学的可比性。一个国家政府的债务余额与这个国家的国内生产总值GDP有关联，但是没有必然联系。年度GDP是一个国家年度所新创造的全部商品和服务的市场价值综合。政府的财政收入只是一个国家GDP的一部分，各国由于税收制度差异，这一部分所占比例各有不同。美国联邦政府财政收入占同年度GDP的比例大致在20%左右，中国中央财政收入占同年度GDP的比例大致在8-10%之间。与财政收入的情况类似，各国的财政支出结构也不尽相同，因此，不同国家国债余额与GDP的比例在整体上不具备可比。

图表 1：美国联邦财政收入占同年度 GDP 比例



资料来源：美国统计局、致富研究院

图表 2：中国中央财政收入占同年度 GDP 比例



资料来源：国家统计局、致富研究院

其次，主权债务率超过 60%并不是债务危机的判断标准。事实上全世界很多国家的债务率都远远高于 100%。目前全球债务率最高的国家是日本，政府债务率达到 253%。从全球看，发达国家和东亚国家政府债务率的平均水平分别为 102% 和 92.4%。

图表 3：2020 年世界主要国家政府债务率

排行	国家	政府负债率 (%)	政府负债额 (亿美元)
1	日本	253	125789
2	希腊	181.1	3968
3	意大利	132.7	27498
4	新加坡	112.2	4052
5	美国	110.4	226253
6	法国	98.4	27038
7	西班牙	97.1	13845
8	加拿大	90.6	15505
9	英国	84.7	23958
10	巴西	77.3	14441
11	印度	71.7	19479
12	德国	60.9	24362

资料来源：各国政府数据整理、致富研究院

多年以来，很多研究文献都一直设定 60% 是中央政府债务率的警戒标准。考察这一判断标准的由来，从目前可以找到的文献来源中发现，最先提出政府债务率 60% 标准的是在 1992 年的《马约》。根据《马约》，欧盟关于主权债务率的 60% 标准，是对加入欧盟国家财政赤字趋同的一个要求，并不是用来判断主权债务违约风险的临界标准。

下述引文来自这些指标的原始出处《1992 年 2 月 7 日在马斯特里赫特签订的欧盟条约》（《Treaty on European Union, signed at Maastricht on 7 February 1992》），即马斯特里赫特条约。具体章节出处是关于“赤字的条款”（“PROTOCOL on the excessive deficit procedure”）

“Article 1 The reference values referred to in Article 104c (2) of this Treaty are （第一条 104c (2) 条款的有关数值）：

— 3% for the ratio of the planned or actual government deficit to gross domestic product at market prices; (政府预算或决算赤字与 GDP 的比率不得超过 3%);

— 60% for the ratio of government debt to gross domestic product at market prices.” (政府债务与 GDP 的比率不得超过 60%)。

上文提到的 104c (2) 条款的原文是：

“Article 104c (104c 条款)

1 .Member States shall avoid excessive government deficits (成员国应当避免过多的政府赤字)。

2. The Commission shall monitor the development of the budgetary situation and of the stock of government debt in the Member States with a view to identifying gross errors. In particular, it shall examine compliance with budgetary discipline on the basis of the following two criteria (欧盟将监督成员国的预算和债务余额情况，尤其是基于下面两项原则执行预算纪律的情况)：

(a) Whether the ratio of the planned or actual government deficit to gross domestic product exceeds a reference value, unless — either the ratio has declined substantially and continuously and reached a level that comes close to the reference value ; — or, alternatively, the excess over the reference value is only exceptional and temporary and the ratio remains close to the reference value (政府预算或者决算赤字与国内生产总值的比率超过一个参考值，除非这一比率已经实质性地、持续地下降，并且达到接近这一参考值的水平；或者这一比率只是意外的、临时的超出这一参考值，并且这一比率依旧接近这一参考值)；

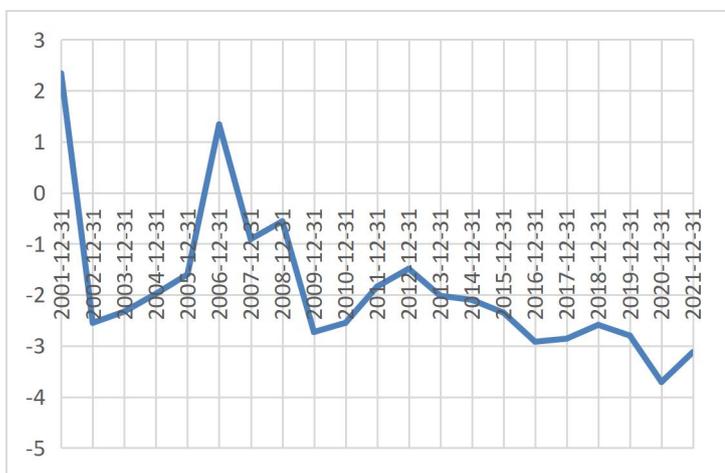
(b) Whether the ratio of government debt to gross domestic product exceeds a reference value unless the ratio is sufficiently diminishing and approaching the reference value at a satisfactory pace. The reference values are specified in the Protocol on the excessive deficit procedure annexed to this Treaty (政府债务余额与国内生产总值的比率超过一个参考值，除非这一比率已经充分地下降，并且以一个满意的速度接近这一参考值；参考值的具体数值将在本条约所附关于过量赤字条款中予以说明)。

## 二、中央政府债务率临界标准的国际比较研究

无论是财政政策，还是货币政策，作为国家重要的宏观经济政策，其主要目标都是实现国家宏观经济的可持续发展。具体而言，一个国家的宏观经济政策目标的制订往往是兼顾经济发展的多重目标：推动充分就业、保持物价稳定，并实现经济的稳定可持续增长。

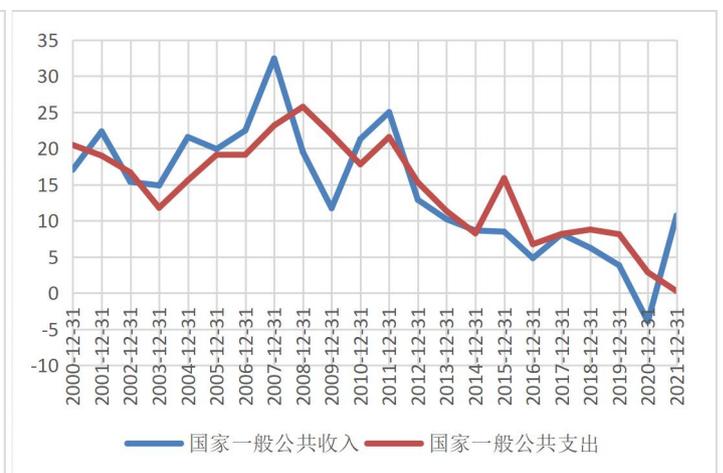
在我国财政政策的制定和实施中，有一项基本的原则就是要努力实现财政预算平衡或者“准预算平衡”。近20年中，除了2006年中国财政收支实现盈余之外，其他年份都存在一定程度的财政赤字，但是始终保持在3%之内。2020年受到疫情的冲击，赤字率有所扩大，全国财政赤字率达到3.71%，中央财政赤字率达到2.74%。

图表 4：全国财政收支差额口径赤字率 %



资料来源：国家统计局、致富研究院

图表 5：国家一般公共收支增长率 %



资料来源：国家统计局、致富研究院

我国财政政策之所以坚持“准预算平衡”的原则，主要的原因是担心政府债务率过高可能会带来财政危机，因此通过坚持“预算平衡”或者“准平衡”的原则，可以有效地控制政府债务水平。从财政收支平衡的角度上分析，当我们严格控制财政赤字率不能超过3%或者4%的约束条件下，财政支出很大程度受制于财政收入情况。因此，追求财政预算平衡尤其是当期预算平衡，导致财政支出取决于财政收入，多收多支，少收少支，财政政策实质上成为“顺周期的”操作工具，而不是实施逆周期调节的宏观经济政策。



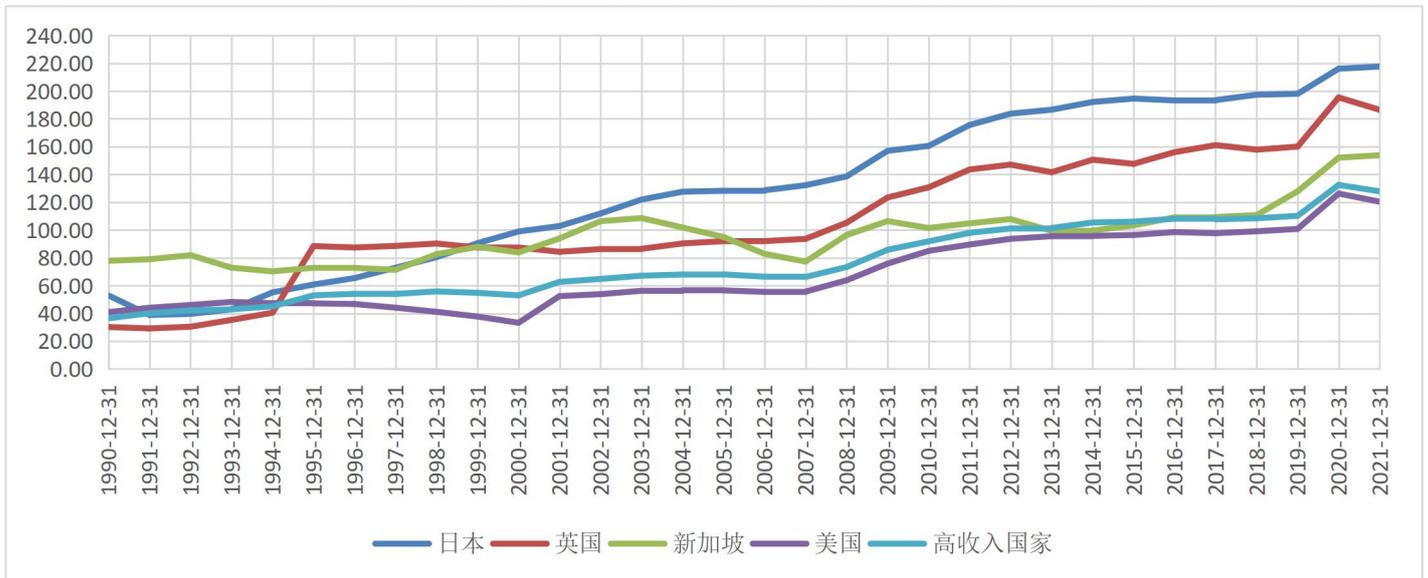
从图 5 中，我们看到在 2012 年之前，国家一般公共收入增长率保持在 20% 左右，与此相应国家一般公共支出的增长率也在 20% 左右；2012 年之后随着经济转型，国家一般公共收入增长率逐渐下滑至 5% 上下，与此同时，受到财政预算收入的约束，国家一般公共支出的增长率也随之下滑 6% 上下。可见，在“准预算平衡”的原则下，财政支出受制于财政收入的变动，成为顺周期的、被动的操作工具，没能很好发挥逆周期调节的宏观经济政策作用。近年来，我国财政学界也提出应当对此加以改革“长期以来，政府理财的核心是实现年度财政收支平衡，这就是所谓的‘平衡财政’。‘十四五’期间，要引入‘功能财政’的思想。所谓功能财政，就是不单纯以实现年度财政收支平衡为目标，而转以维护宏观经济稳定、社会稳定为主要目标，发挥好财政对于经济周期的逆向对冲作用，由注重年度平衡转为追求周期平衡，将推动经济社会的稳定、复苏、升级作为走出周期的根本出路”[“十四五”时期我国财政治理与 2021 年财政政策前瞻，《中国财政》2021 年第 02 期]。

“准预算平衡”的原则，忽略了债务主体的差异。对于居民家庭或者企业而言，以收定支，要实现持续经营必须保证经营主体的收支平衡甚至结余，否则就会出现亏空和流动性危机，升值导致债务违约和企业破产。但是，这一点对于具有货币发行权的主权国家是不可以简单套用的。如果一个主权国家如果具有独立的货币发行权，并且所欠债务也是以本币计价的，那么当国家政府无钱偿还债务时，一定选择增加货币发行来偿还债务，而不会选择违约破产。这是因为，即使仅从经济的角度来分析，那么债务违约带来的经济损失和政治动荡，都远远高于超发货币引发通货膨胀所带来的损失。

虽然历史上曾经出现过数次主权国家债务危机。例如，上一世纪的拉美债务危机和 2010 年希腊发生的主权债务危机。但是，我们进行仔细的分析就会发现：这些主权国家发生主权债务危机需要具备的两个基本前提：一个前提是主权债务国家所需偿还的债务是外币债务。例如，前述拉美债务危机中阿根廷等国家，所欠的债务主要是以美元计价的国际银团贷款，因此，当阿根廷等国家无法筹措外汇资金时，必然导致外债无法偿还，并进一步导致本币急剧贬值，从债务危机走向了货币危机；另一个前提是虽然主权国家债务的计价货币是本币，但是债务国家没有独立的货币发行权。2010 年希腊发生的主权债务危机就属此例。严格地说，作为欧元区成员的希腊，其本币就是欧元，但是，希腊并无欧元的独立发行权，因此它无法通过发行货币来偿还债务。

除了这两种情况，很多主权国家尽管债务率非常高，但是并没有发生主权债务危机。在下图中，截止 2021 年底日本的中央政府债务率 217.61%，英国、新加坡、美国的国家政府债务率分别达到 186.48%、153.80%、120.37%，高收入国家整体的国家政府债务率也达到 127.82%。数据充分显示，国家主权债务率 60% 的判断标准是没有依据的。

图表 6: 中央政府债务占 GDP 比重 %



资料来源：世界银行、致富研究院

### 三、重新思考财政政策的宏观经济定位

目前进一步实施积极的财政政策受制于中央财政赤字率和债务率约束，无法有效地发挥财政政策的逆周期调控作用。在经济相对低迷时期，拉动经济的政策措施只能转向其他途径。因此，积极财政政策的缺位给中国经济带来了各种扭曲。

#### 第一、财政政策的受困，迫使“货币政策财政化”。

在现代经济体系中，财政政策是最主要的宏观经济政策之一，尤其是在拉动经济走出低迷状态的阶段，财政政策的作用要比货币政策更有利、更有针对性。但是，一旦财政政策受制于“准预算平衡”原则，其结果不仅严重削弱财政政策的宏观经济调节作用，而且客观上造成“货币政策财政化”。

由于资金属性和作用机制的不同，积极财政政策在拉动经济走出低迷和推动经济结构调整方面，可以发挥货币政策难以实现的作用。例如，无论是西部大开发、支持小微企业这样的结构化政策支持，还是针对疫情冲击推出的拉动消费和投资这样的刺激性政策，财政政策应当成为宏观经济政策的主体部分。但是，由于经济处于相对低迷时期，财政收入受制于宏观经济状况，而财政政策又受制于“准预算平衡”的约束，难以通过加大国债发行规模的方式筹措足够的资金，因此，难以承担逆周期推动经济增长的宏观政策任务，只能依靠央行货币政策来进

行操作。例如，央行将大量资金投放用于支持小微企业、乡村振兴、绿色发展等政策性补贴方向，事实上造成“货币政策财政化”现象。在总量上，货币政策财政化也导致货币超发，引致流动性过多。1995年的货币供应量M2与GDP的比值仅为0.99，随后出现快速上升，到2003年就达到1.6；在2003年-2008年期间这一比值有所下降；但是2008年后再度出现快速上升。截至2022年底，这一比值已经达到2.2。

图表 7：中国宏观杠杆率 M2/GDP 的变化



资料来源：国家统计局、致富研究院

### 第二、财政“准预算平衡”的约束，封闭了减税减费的操作空间。

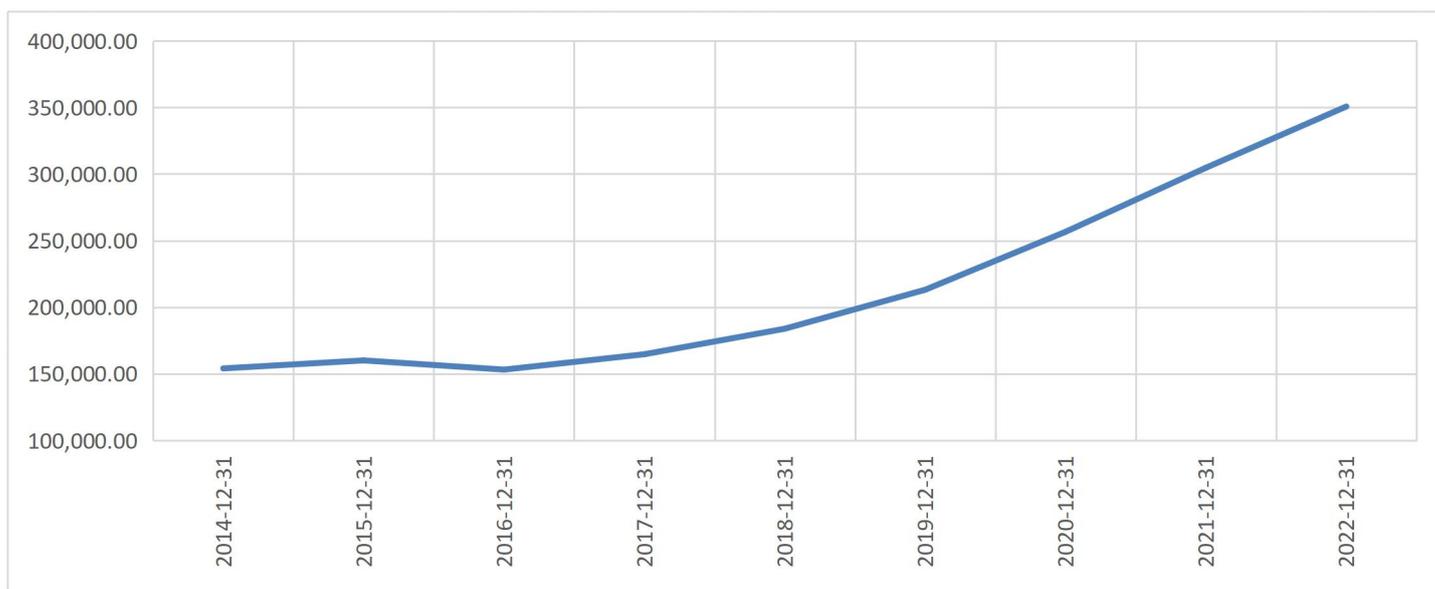
由于近年来，财政收支一直处于支出大于收入的赤字状态。因此，在这样的情况下，实施减税或者税收返还，将进一步减少财政收入。为了不突破“准预算平衡”的约束只能减少财政支出，这就势必导致财政政策进入收缩状态。

只有突破“准预算平衡”约束，增加中央财政的债务收入，才能为财政政策的减税减费打开空间，增加企业的活力和居民家庭的消费能力。根据中国财政部公布的数据，国家财政收入主要的来源是税收收入和非税收入。以2022年国家财政收支数据为例，全年国家财政收入为203649亿元，财政支出为260609亿元，当年赤字率已经达到4.71%。这就意味着，在财政紧约束的情况下，在现实中减税减费并没有太大的操作空间。在保证财政支出稳步增长的前提下，只有不断提高中央财政债务收入的占比才能为减税减费创造空间。

### 第三、中央财政受制于“债务率”和“赤字率”，地方债务急剧膨胀

由于中央财政增加支出的空间受到制约，无法有效地实施逆周期调控，只好将刺激经济的操作下移。通过放松对于地方政府增加负债的方式，鼓励地方政府筹措资金加大固定资产投资。其结果是，这些年地方政府债务、地方政府平台公司债务急剧上升。

图表 8：地方政府债务余额（亿元）



资料来源：国家统计局、致富研究院

## 四、结论与建议

1、理论分析和各国财政实践表明，“赤字率 3%”和“债务率 60%”的主权债务危机临界标准是缺乏理论依据和实际经验证明的，对此应当重新认识。

2、只有破除“准预算平衡”的约束，才能解放财政政策的手脚，充分发挥财政政策逆周期调控的作用。从追求财政当年度的“准预算平衡”转变为实现财政的跨周期预算平衡。在经济周期中的低迷阶段通过加大赤字规模拉动经济，在经济繁荣甚至过热时期通过紧缩的财政政策实现财政盈余，这样力争在一个完整的经济周期中丰歉相抵实现财政收支平衡。

3、加大政府债务规模，充分发挥财政政策的第一推动力职能，是解决当前经济低迷的关键举措。在外需大幅萎缩，内部民间投资下滑的情况下，通过增加国债发行规模，实施积极财政政策，加大基础设施建设，是中国走出当前困境的最佳选择。

## 参考文献

1、《1992年2月7日在马斯特里赫特签订的欧盟条约》(“Treaty on European Union, signed at Maastricht on 7 February 1992”)。

2、“十四五”时期我国财政治理与2021年财政政策前瞻,《中国财政》2021年第02期。

3、《财政:理论与实践》, [美] 理查德·A. 马斯格雷夫、佩吉·B. 马斯格雷夫。中国财政经济出版社。

## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：(1) 该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；(2) 该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富衛金融中心 11 樓	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 樓
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

