CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第48期）

积极财政政策下的财政空间

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2022年5月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF宏观经济热点问题研讨会　第48期

积极财政政策下的财政空间

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

积极财政政策下的财政空间

报告人：秦聪

2022年5月25日

目 录

一、热点背景：积极+可持续=稳

二、热点聚焦：今年有多少财政空间可以期待

三、政策建议：如何“呵护”宝贵的财政空间

积极+可持续=稳

2008年

积极=稳

2020年

积极+可持续=稳

2022年

财政空间

1.1. 近十年中央经济工作会议对积极财政政策的表述

	时间	财政政策表述
中共中央政治局会议	2022年	要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。
中央经济工作会议	2021年	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。
	2020年	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。
	2019年	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。
	2018年	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。
	2017年	积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。
	2016年	财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。
	2015年	积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。
	2014年	积极的财政政策要有力度
	2013年	必须继续实施积极的财政政策。要进一步调整财政支出结构，厉行节约，提高资金使用效率，完善结构性减税政策，扩大营改增试点行业。
	2012年	实施积极的财政政策，要结合税制改革完善结构性减税政策。各级政府要厉行节约，严格控制一般性支出，把钱用在刀刃上。

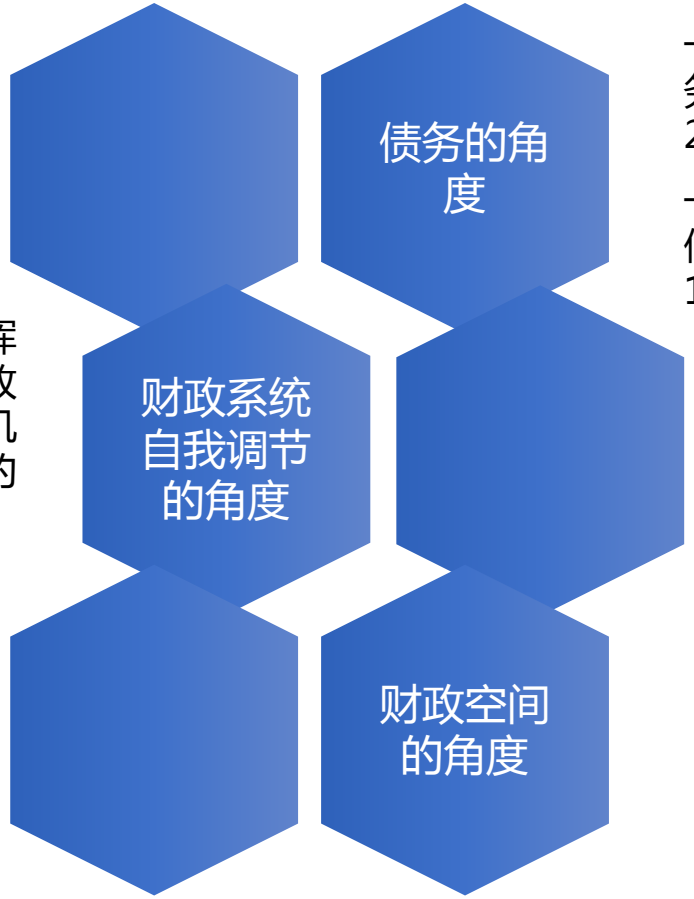
1.2. “热”而不“新”的“可持续”

从学术研究的“新”到政策研究的“热”

1 1985年：
Buiter等首次定义财政可持续性

2 2020年：
中央经济工作会议在积极财政政策相关要求中重点强调可持续的问题

1.2. “热”而不“新”的“可持续”



一是聚焦于政府的债务融资能力（Buiter，2002）；

一是聚焦政府的债务偿还能力（Wilcox，1989）

按照财政政策发挥作用的机制，财政政策可以分为相机抉择和自动稳定的财政政策（郭庆旺、赵志耘，2006）

广义来说，这也是从国家治理的角度来定义财政可持续性，将财政作为治理经济社会的手段。

1.3. 为什么要了解财政政策空间

- 长期来看，积极财政的政策效应边际递减。扩张和紧缩的财政政策本身就是短期的宏观政策，较长期的使用难免出现政策效应递减的情况。针对这一问题，我国已经采取了“肃故纳新”的办法——“肃故”主要指老的政策提质增效；“纳新”则是指政策包中不断有新政策的加入，比如从“减税降费”到“减税降费+增值税留抵退税”。

- 短期来看，2021年底召开的中央经济工作会议指出我国经济发展正面临着“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力的影响。为此，3月的预算草案已经将去年的结余资金安排到了减税、退税、增支等方面。财政部在5月17日召开的新闻发布会指出，年内将继续“抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。”

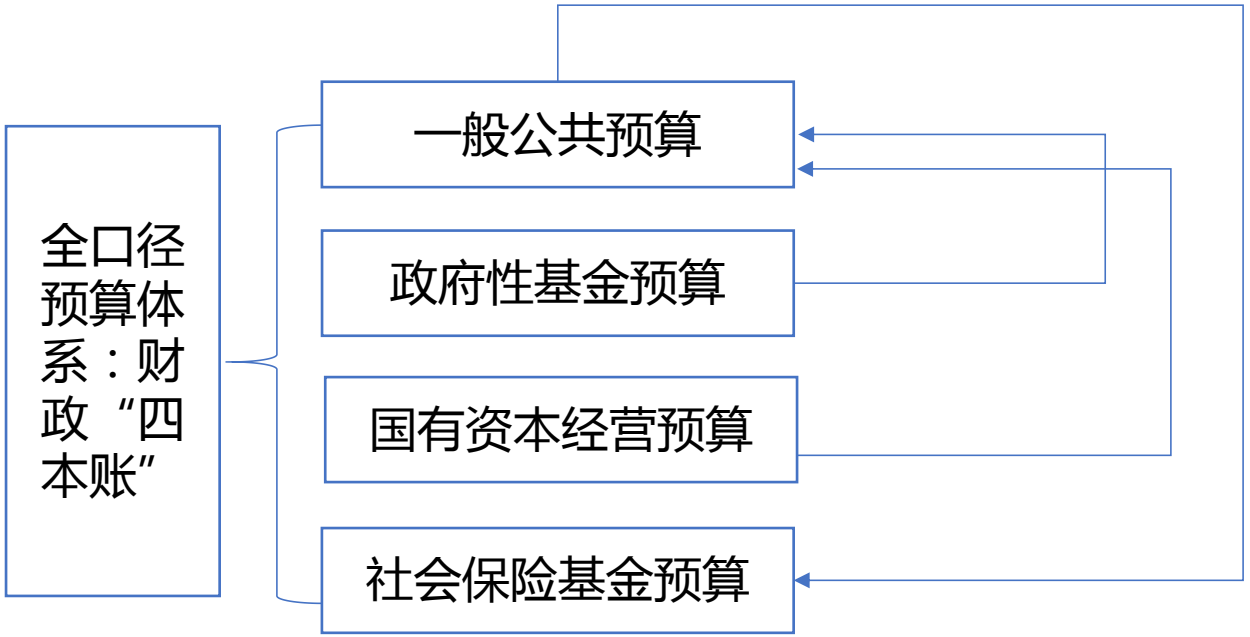
目 录

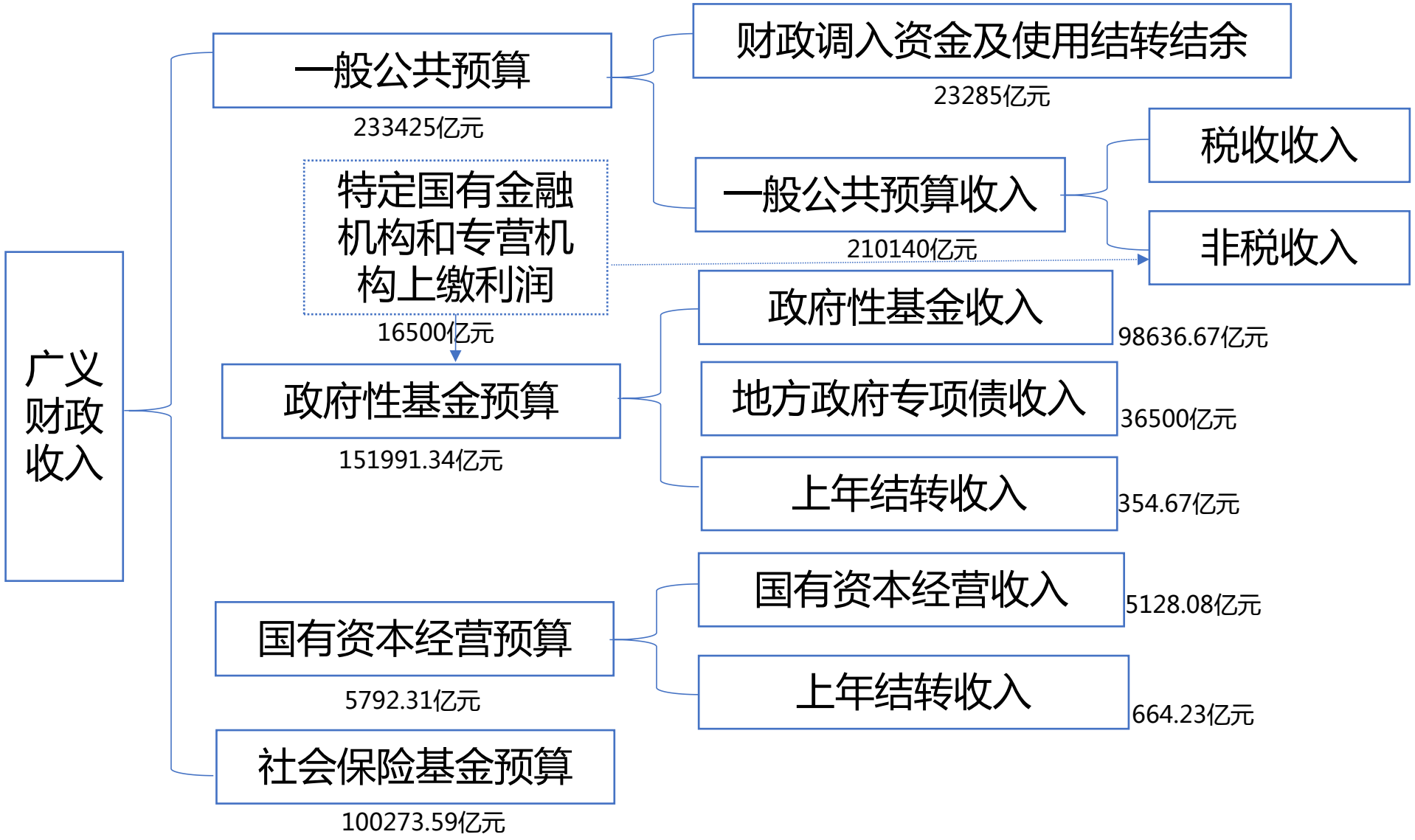
一、热点背景：积极+可持续=稳

二、热点聚焦：今年有多少财政空间可以期待

三、政策建议：如何“呵护”宝贵的财政空间

2.1. 我国的财政收支体系速览



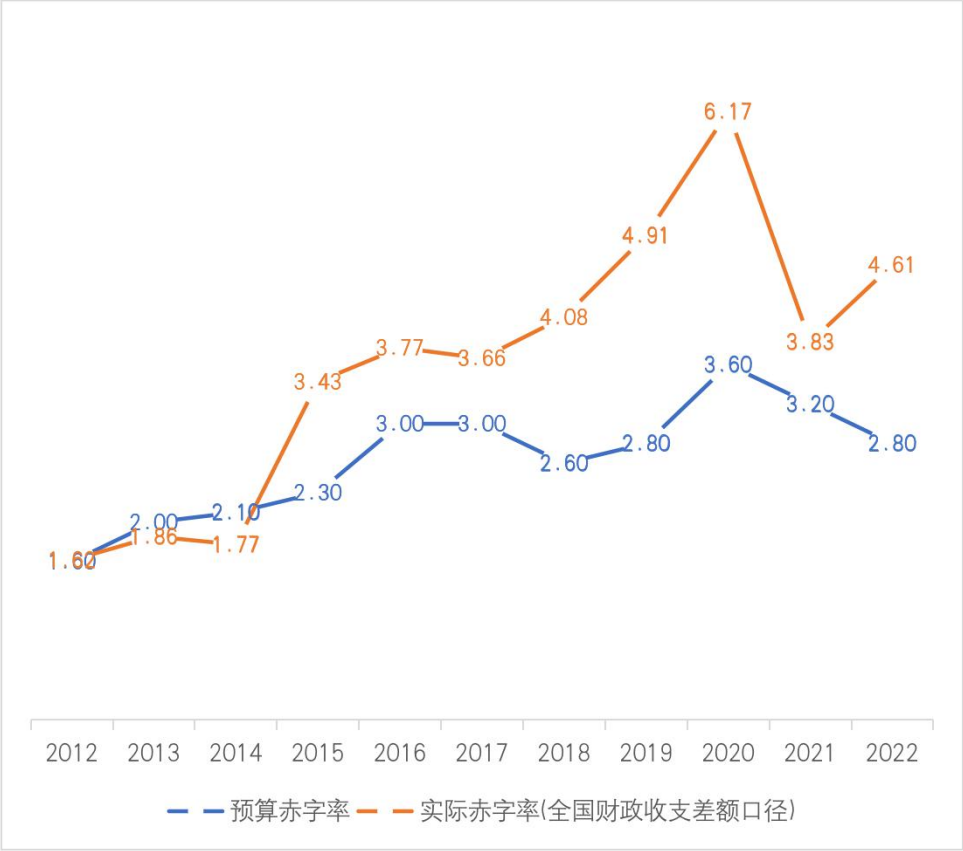


注：数字为2022年预算草案中的预算数

2.2. 预算内的空间和财政“家底”

- 第一，一般公共预算资金充裕，预算稳定调节基金可提供1000亿增量空间。
- 第二，政府性基金收入完成预算有压力，4000亿预留政策空间可能提前至今年释放，专项债提前发行空间在20000亿左右。
- 第三，国有资本经营预算收入规模小，难以提供增量空间。
- 第四，社会保险基金预算余额专款专用，不能够提供增量空间。
- 第五，预算内剩余的财政空间可能来自：（1）特定国有金融机构和央企结存利润仍有可上缴的存量；（2）各级财政盘活存量资产。

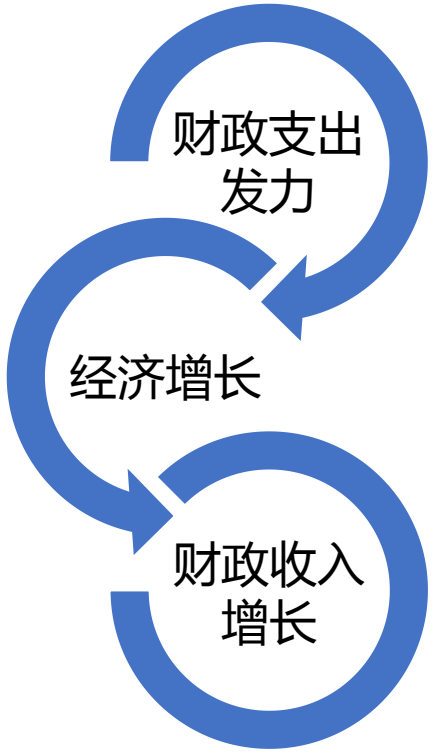
➢ 一般公共预算



- 一般公共预算资金充裕，地方政府财力有所保障。
  - ✓ **上一年度的结转。**2021年度一般公共预算和政府性基金预算“超收短支”。
  - ✓ **政策靠前发力。**中央财政专门安排支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付1.2万亿元，其中列入2022年预算的8000亿元已全部下达地方，并同步加大库款调拨力度。
  - ✓ **5月2日财政部副部长许宏才明确指出，当前的地方库款余额依然充足。**

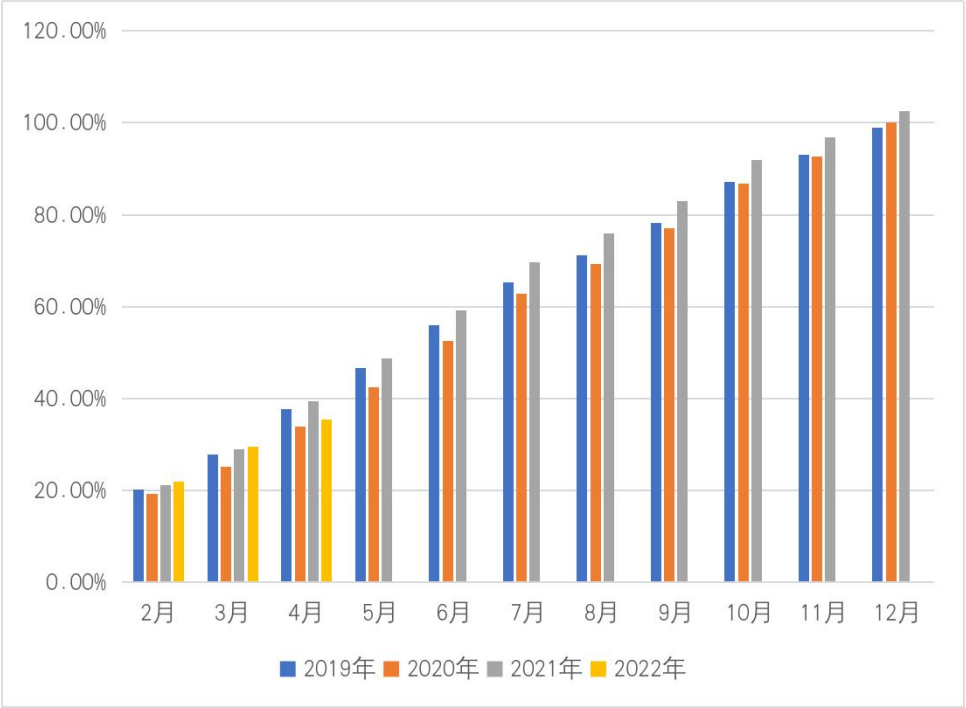
数据来源：wind，财政部

➢ 一般公共预算

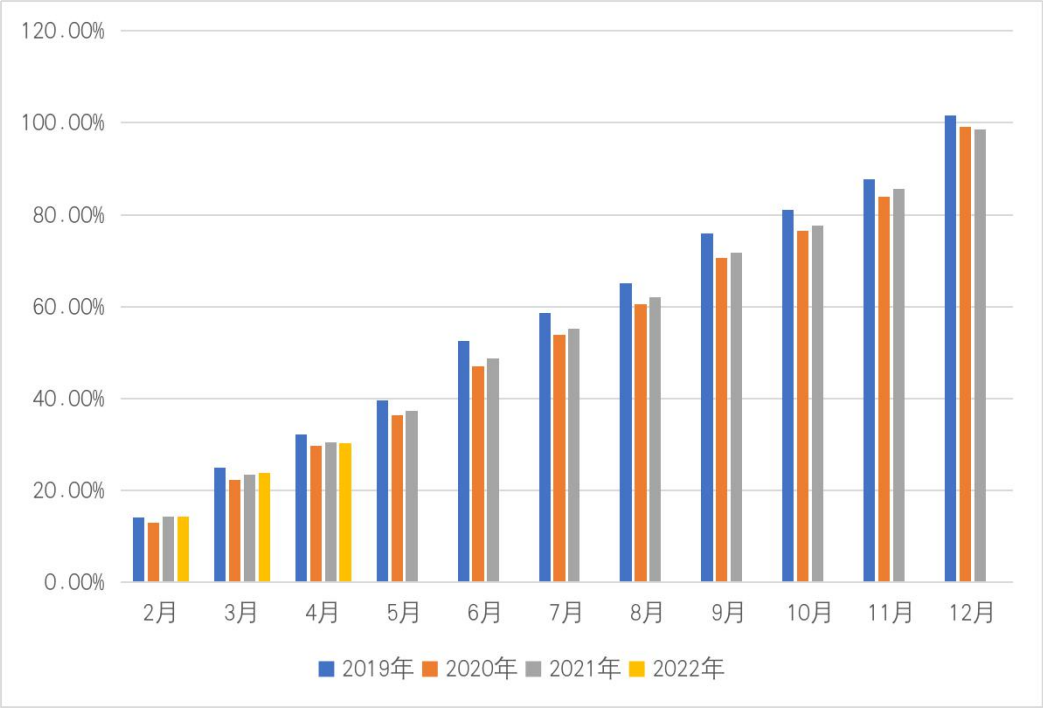


- 需要认识到经济发展和财政支出压力是暂时的，年内稳增长政策将有助于修复一般公共预算收入。
  - ✓ 4月份，受增值税留抵退税实施（主观因素）叠加经济下行（客观因素）的双重影响，一般公共预算收入锐减。
  - ✓ 中国经济保持稳定增长还有不少有力条件：一是前期受疫情影响地区复工有序进行；二是后续稳增长政策将陆续出台。

➢ 一般公共预算



一般公共预算收入完成进度



一般公共预算支出完成进度

年内一般公共预算支出空间剩余186192亿元

数据来源：wind

一般公共预算

- 全国一般公共预算支出大于收入的差额 = (全国一般公共预算支出 + 补充预算稳定调节基金) − (全国一般公共预算收入 + 全国财政调入资金及使用结转结余)

  支出总量

  收入总量

- 全国财政调入资金 = 中央财政调入资金 + 地方财政调入资金

- 中央财政调入资金 = 从中央预算稳定调节基金调入 + 从政府性基金预算调入 + 从国有资本经营预算调入

□ 中央预算稳定调节基金

	2018	2019	2020	2021	2022
①上一年度年末余额	4666.05	3763.99	5272.49	1131.31	3854.01
②本年度调入中央一般公共预算(调减项)	2130	2800	5300	950	2765
年初余额=①-②	2536.05	963.99	-27.51	181.31	1089.01
③本年度中央一般公共预算超收收入(调增项)	90.34			2011.8	
④本年度中央一般公共预算支出结余(调增项)	928.2	1269.16	1040.21	1529.1	
⑤中央政府性基金收入补充中央预算稳定调节基金（调增项）	36.99	36.89	60.64	34.79	
⑥中央财政结转资金(调增项)		3000			
本年度年末余额=①-②+③+④+⑤+⑥	3763.99	5272.49	1131.31	3854.01	

数据来源：历年预算草案；单位：亿元人民币

✓ 中央预备费

年份	实际支出	结余	主要支出用途
2017	60.7	439.3	大气污染成因与治理攻关
2018	17.48	482.52	支持地方加强非洲猪瘟防控
2019		500	
2020	146.41	353.59	洪涝灾害灾后恢复重建等方面
2021	400	100	洪涝灾害灾后恢复重建和种粮农民一次性补贴

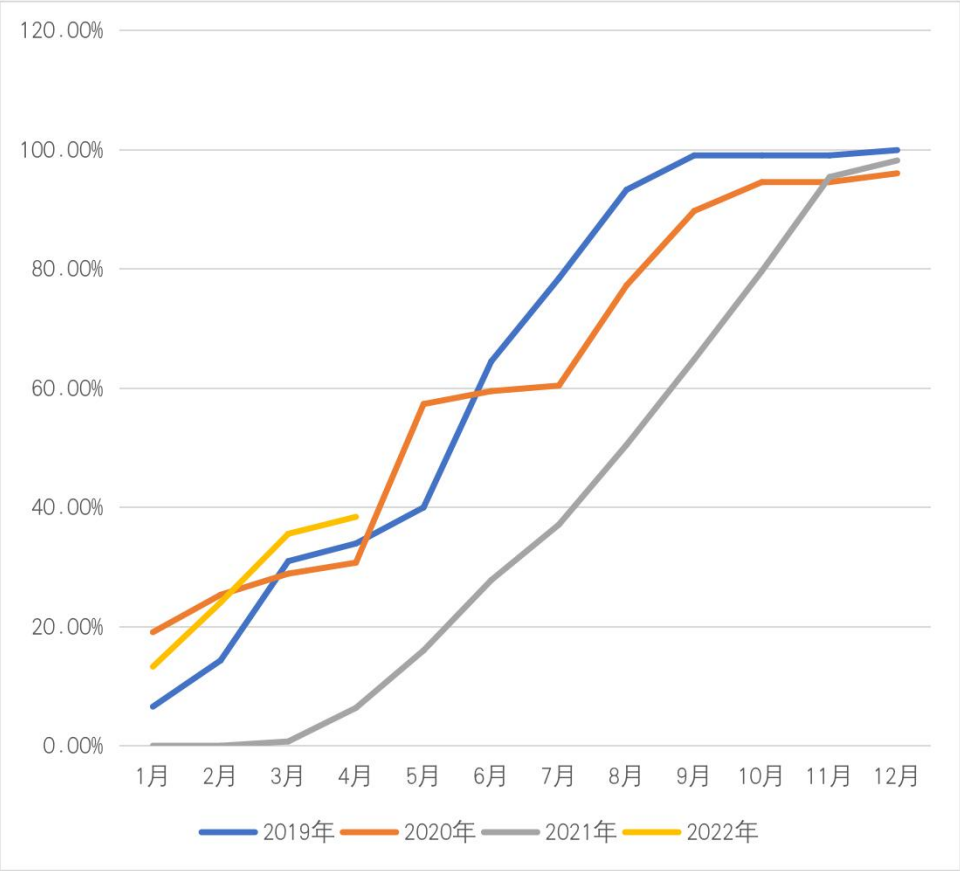
数据来源：历年预算执行情况；单位：亿元人民币

□ 地方结转结余资金余额

	2018	2019	2020	2021E	2022E
①上年末地方结转结余资金金额	9102	5717	2292	6599	18950.05
②当年使用地方结转结余及调入资金金额	12312	19003	17422	9779	10620
③地方政府性基金预算盈余调入	8364	14509	19812	20778	
④地方国有资本经营预算盈余调入	563	1069	1917	1352.05	
调入资金金额=②-③-④	3385	3425	-4307	-12351.1	
当年年末地方结转结余资金余额=①-(②-③-④)	5717	2292	6599	18950.05	8330.05

数据来源：财政部；单位：亿元人民币

➢ 政府性基金预算



◻ 后续操作是关键

- ✓ 前4月专项债发行节奏整体上快于过去3年的同期水平
- ✓ 4月当月的专项债发行节奏放缓
- ✓ 刘昆部长 ：“2022年积极财政政策要适当靠前发力”
- ✓ 许宏才副部长：“地方政府专项债券作为积极财政政策的一个重要工具，……提前下达专项债券额度，加快专项债券发行和使用进度，主要是为了尽早发挥对有效投资的拉动作用”

数据来源：wind

➢ 政府性基金预算

- 按照如下优先等级，谋划政府性基金预算增量空间
  - ✓ 第一，优先使用原本安排结转下年使用的政府性基金预算资金4000亿。
  - ✓ 第二，提前发行明年的专项债。
    - 按照当年新增地方政府债务限额的60%以内提前下达下一年度新增地方政府债务限额。那么，按照36500亿的60%计算，这个增量空间高达20000亿。
    - 提前发行下一年度专项债只是国务院获得自全国人大的一项阶段性授权，授权期限恰好到今年底。
  - ✓ 第三，作为特别时期行特别之策的政策工具，不排除发行特别国债的可能性，但是应该将其视为兜底的政策。

➢ 国有资本经营预算&社会保险基金预算

- 国有资本经营预算收入规模小，难以提供增量空间
  - ✓ 2022年全国国有资本经营预算收入总量为5792.31亿元，全国国有资本经营预算支出3520.19亿元，调入一般公共预算2272.12亿元。
- 社会保险基金预算余额专款专用，不能够提供增量空间

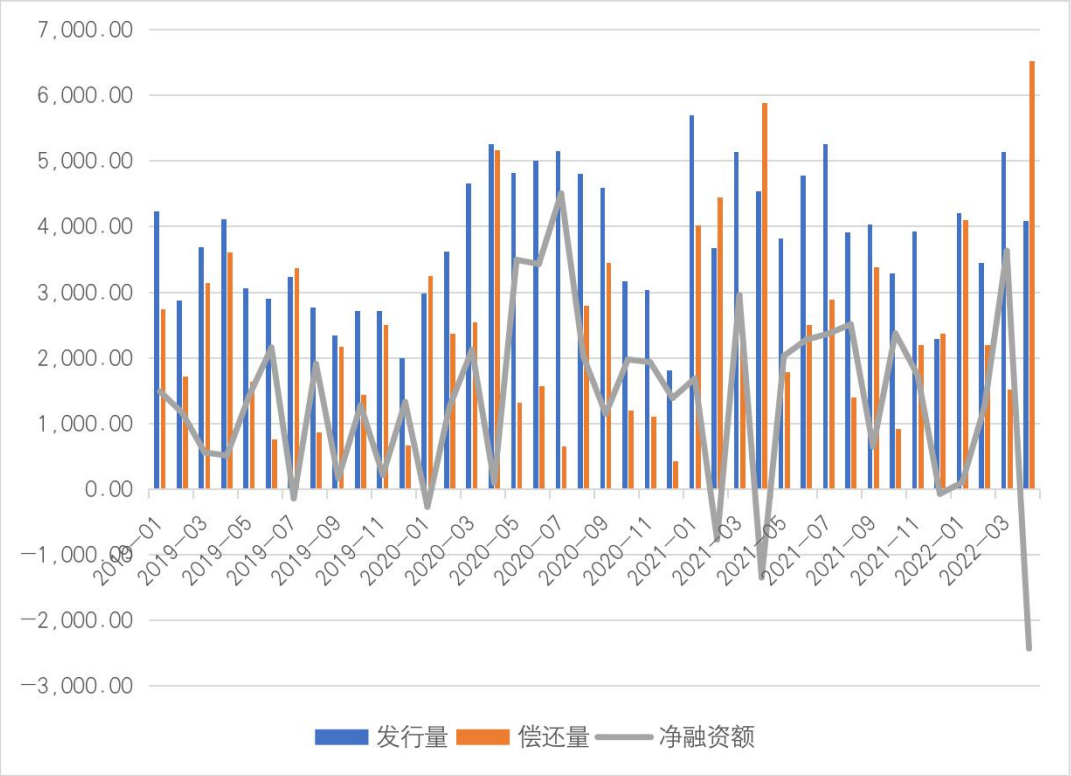
➢ 其他的财政空间

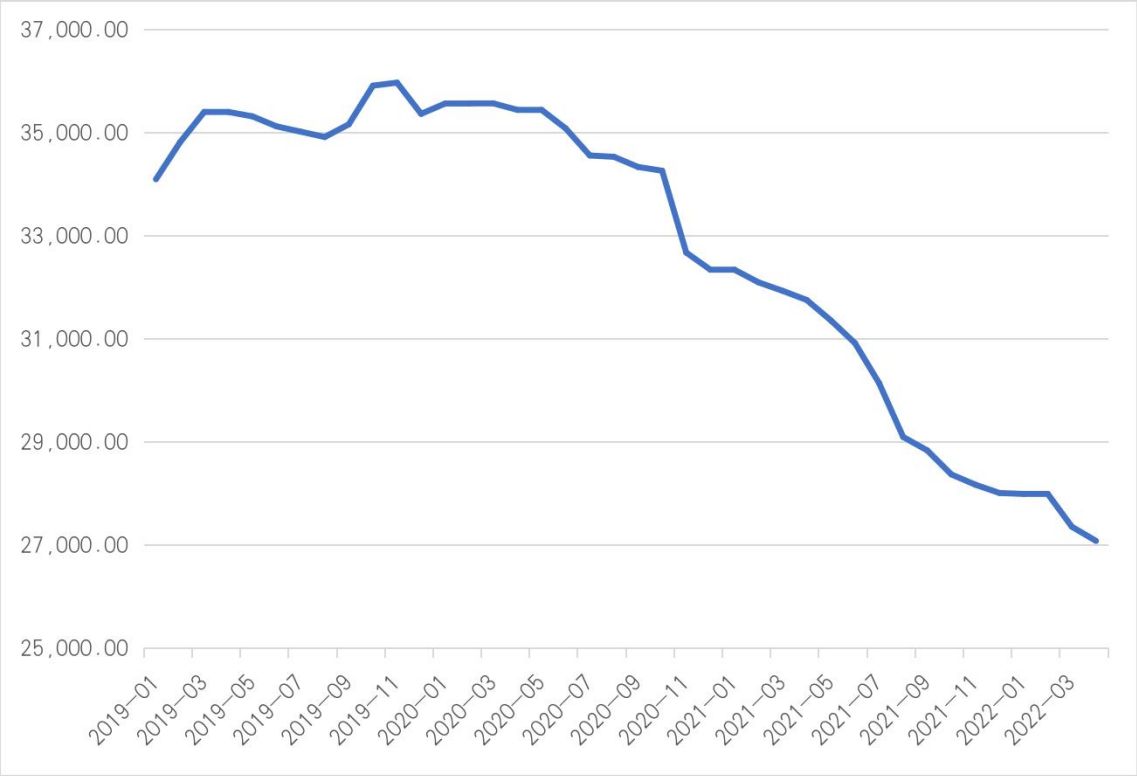
- 特定国有金融机构和央企结存利润仍有可上缴的存量。
  - ✓ 特定国有金融机构和央企利润上缴是国际通用做法
    - 2015年至2018年，这部分上缴利润被称为“部分国有金融机构和中央企业上缴利润”，列入一般公共预算收入当中的非税收入下面的“国有资本经营收入”科目。2019年，增设“特定金融机构和央企上缴利润”。
  - ✓ 假设央行外汇储备3×6.5=19.5万亿，对政府债权和商业银行债权13万亿，按照年收益2%计算，2020-2021年的利润为1.3万亿。按照1:0.3的上缴留存比例，至少还有5000亿的待上缴利润。
- 各级财政盘活存量资产也可发力。
  - ✓ 如果与2016年（近1900亿）持平的话，还有约2000亿空间。

➢ 今年还有多少的财政空间？

- 在不额外借债的情况下：财政的“家底“=9000亿（一般公共预算）+4000亿（政府性基金预算）+5000亿（上缴利润）+2000亿（盘活闲置资金资产）=18000亿
- 次年专项债额度提前下达，最多提供20000亿的空间

2.3. “准财政”和其他可能的期待





4月政策性银行债券净融资量创历史新低，预计全年还将有约1.4万亿的净融资额

若抵押补充贷款（PSL）再度发力，比照2019年的低水平，年内仍有2000亿以上的增量空间

数据来源：wind

目 录

一、热点背景：积极+可持续=稳

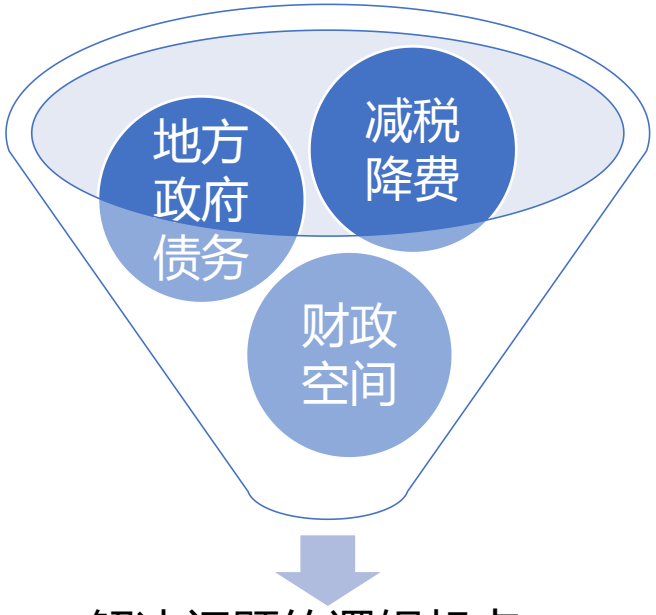
二、热点聚焦：今年有多少财政空间可以期待

三、政策建议：如何“呵护”宝贵的财政空间

3.1. 财政自身的建设

- 短期
  - 优化财政支出结构，提高财政支出效率
  - 盘活存量财政资金，提高税收征管水平
  - 加快转移支付拨付，保障地方支出能力
- 长期
  - 厘清政府与市场的边界
  - 理顺央地财政关系
  - 完善预算管理体系
  - 完善政府债务管理体系

➢ 优化财政支出结构，提高财政支出效率



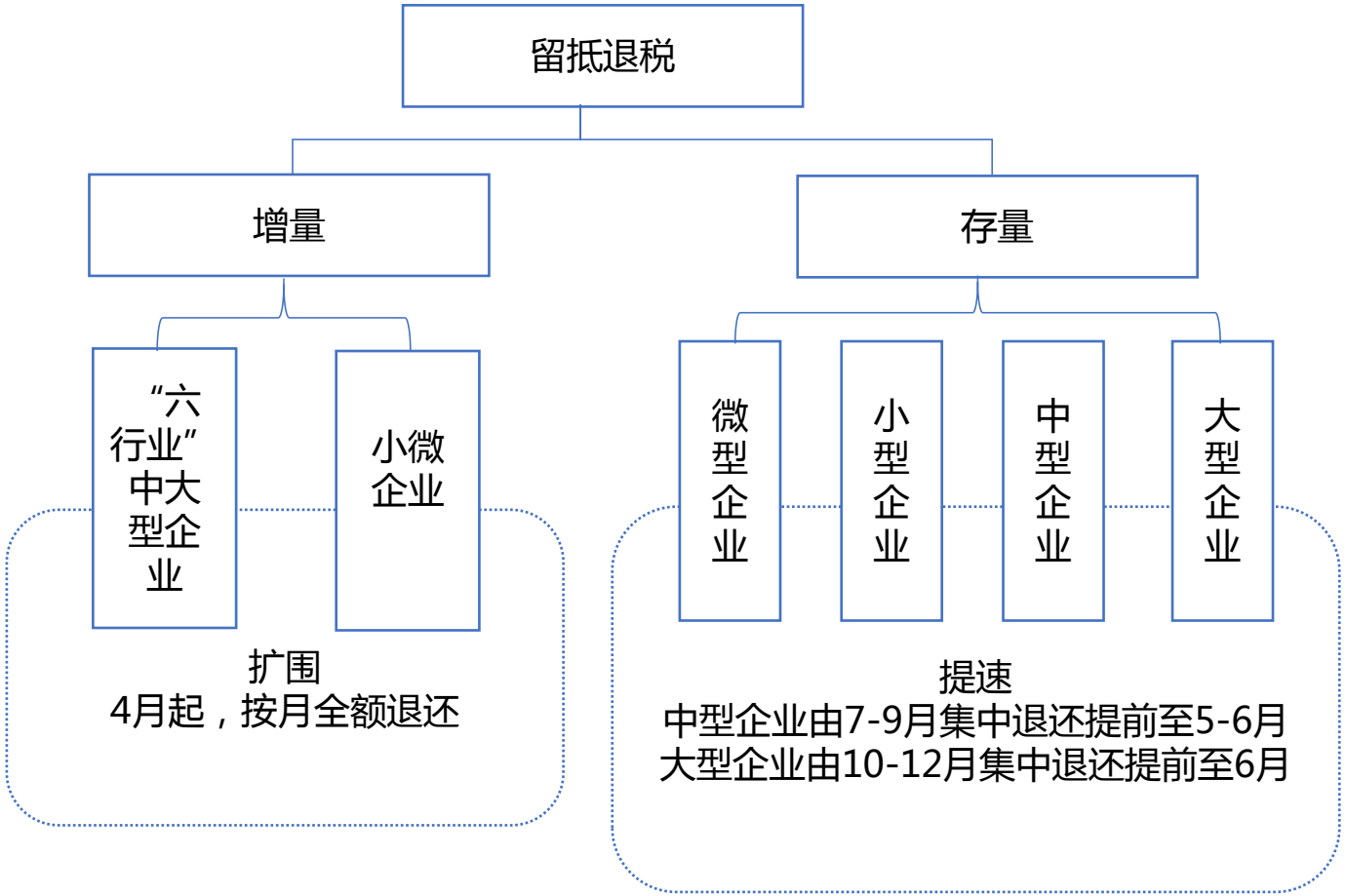
解决问题的逻辑起点：控支

✓ **应当在“保障底线、基建发力、聚焦短板”的思路下做好控支**

- 以保障“三保”支出为底线，在财政支出安排中优先考虑，切实保障基本民生、工资发放和机构运转；
- 确保基础设施投资规模处于合理水平，降低准入门槛，积极引入社会资本；
- 更多聚焦于乡村振兴、补短板和新基建等薄弱环节，提高支出效率和政策乘数效应。

➢ 盘活存量财政资金，提高税收征管水平

- ✓ 一方面，应继续清理闲置财政资金，地方政府应优先利用以往年度结余转存资金、国库库底资金和因项目改变尚未支出的已安排资金弥补自身财政缺口；
- ✓ 另一方面，应加大力度追缴以往年度未及时入库的存量资金，坚决清理违规财政专户资金。



➢ 加快转移支付拨付，保障地方支出能力

- ✓ 在有效控制转移支付规模过快增长的前提下，应适当增加一般性转移支付,特别是向受疫情影响和留抵退税压力较大以至于基层财政运转困难的地区倾斜；
- ✓ 对于中央交托事项，应确保专项转移支付资金拨付到位，实现项目实施主体与资金相匹配。

长期目标：“理顺两个关系，完善两个体系”

厘清政府与市场的边界

应进一步深化市场化改革，完善政府机构职能，使政府“既不失位也不越位”——可通过公开政府权力清单、责任清单及负面清单，严格划定并遵守政府与市场的权责边界，缓解经济运行对于政府及财政的过度依赖。与此同时，应推进事业单位改革，适当削减财政供养人口规模，控制政府支出规模，从根本上以制度改革创造长期财政政策空间。

理顺央地财政关系

进一步提高中央事权和支出责任；

进一步加强地方税体系建设，确定地方主体税种，增强地方收入自主权；

应进一步完善财政转移支付制度，增加一般性转移支付、减少专项转移支付,优化转移支付结构，提高转移支付资金分配的科学性和透明性。

完善预算管理体系

应优化完善预算管理体系，提升预算尤其是一般公共预算外的三本预算的规范性和透明度，建立健全四本预算的统筹协调机制，更好地发挥全口径预算体系的整体调控功能。

研究制定5年期滚动赤字管理体制，防范财政风险，进一步完善财政可持续发展机制。

完善政府债务管理体系

应当考虑着手编制政府资产负债表；

应进一步完善专项债管理制度

① 依据资金使用者，落实专项债的责任主体

② 健全地方债信用评级机制，鼓励个人和非金融机构认购

③ 逐步提高限额，满足地方政府“开前门”融资的需求

3.2. 政策之间的协调

- **最优的宏观调控效果一定来自于财政政策和货币政策间的有机协调。**
  - 短期内的政策态势还是要以积极的财政政策和边际宽松的货币政策为主。
  - 一是从政策逆周期调节的协调效果来看，积极的财政政策和边际宽松的货币政策能够更加有效地降低企业和家庭负担，激发市场活力，增强应对各种负面冲击的能力，避免经济持续下滑；
  - 二是从财政和货币政策当前各自的效力来看，在当前央行宽松货币政策边际效力递减严重的背景下，应加大财政政策的逆周期调节力度。
- **货币政策需要做好两方面的准备**
  - 第一，“准财政”可能导致货币扩张。
  - 第二，短期内可能会导致通胀和金融风险的积累。

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 中国宏观经济专题报告发布：积极财政政策下的财政空间

5 月 25 日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 48 期）于线上举行。**百度财经、网易财经、新浪财经、财经、WIND、凤凰网直播、南都直播、中国网、同花顺财经、搜狐财经、中证金牛座**等多家媒体平台线上直播，同时在线观看人数**逾五十万**人次。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席**杨瑞龙**主持，**聚焦“积极财政政策下的财政空间”**，知名经济学家**毛振华、冯俏彬、许云霄、李超、秦聪**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学国家发展与战略研究院副教授、中国宏观经济论（CMF）主要成员**秦聪**代表论坛发布 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、热点背景：积极+可持续=稳；

二、热点聚焦：今年有多少财政空间可以期待；

三、政策建议：如何“呵护”宝贵的财政空间。

一、热点背景：积极+可持续=稳

今年是我国持续实施积极财政政策的第 15 年。在此期间，“稳”字始终是财政政策的核心。不过，较**长时间实施积极的财政政策，叠加 2020 年以来的新冠疫情冲击，各界对积极财政政策可持续性的担忧不断增加。**在这一背景下，2020 年和 2021 年召开的中央经济工作会议丰富了积极财政政策的内涵，**要求财政政策不仅要保持积极的态势，同时要关注自身的可持续性**，籍此真正实现积极财政政策稳经济的“定海神针”的作用，

为当前宏观调控创造充足财政空间。

2012 年以来的历年中央经济工作会议都会特别提及积极的财政政策，根据当年的情况以及对下一年度的研判对积极财政政策内涵进行丰富，并提出新的要求。**2020 年关于积极财政政策的要求中第一次出现“可持续”的表述，并在次年的中央经济工作会议上再次提及。**在这一大前提下，2022 年中央政治局会议进一步提出创造有利的财政政策空间。从概念上讲，可持续和财政政策空间是一个问题的两个方面，可以一起理解。

近十年中央经济工作会议对积极财政政策的表述

	时间	财政政策表述
中共中央政治局会议	2022年	要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，努力实现全年经济社会发展预期目标，保持经济运行在合理区间。要加快落实已经确定的政策，实施好退税减税降费等政策。要抓紧谋划增量政策工具，加大相机调控力度，把握好目标导向下政策的提前量和冗余度。
中央经济工作会议	2021年	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度。实施新的减税降费政策，强化对中小微企业、个体工商户、制造业、风险化解等的支持力度，适度超前开展基础设施投资。党政机关要坚持过紧日子。严肃财经纪律。坚决遏制新增地方政府隐性债务。
	2020年	积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子。
	2019年	积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，坚决压缩一般性支出，做好重点领域保障，支持基层保工资、保运转、保基本民生。
	2018年	积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。
	2017年	积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。
	2016年	财政政策要更加积极有效，预算安排要适应推进供给侧结构性改革、降低企业税费负担、保障民生兜底的需要。
	2015年	积极的财政政策要加大力度，实行减税政策，阶段性提高财政赤字率，在适当增加必要的财政支出和政府投资的同时，主要用于弥补降税带来的财政减收，保障政府应该承担的支出责任。
	2014年	积极的财政政策要有力度
	2013年	必须继续实施积极的财政政策。要进一步调整财政支出结构，厉行节约，提高资金使用效率，完善结构性减税政策，扩大营改增试点行业。
	2012年	实施积极的财政政策，要结合税制改革完善结构性减税政策。各级政府要厉行节约，严格控制一般性支出，把钱用在刀刃上。

近年来，随着中央对于积极财政政策可持续性问题的重视，财政可持续逐渐成为政策研究中的热点；不过，从学术研究角度而言，这一概念由来已久，相关的研究成果也较为丰富。

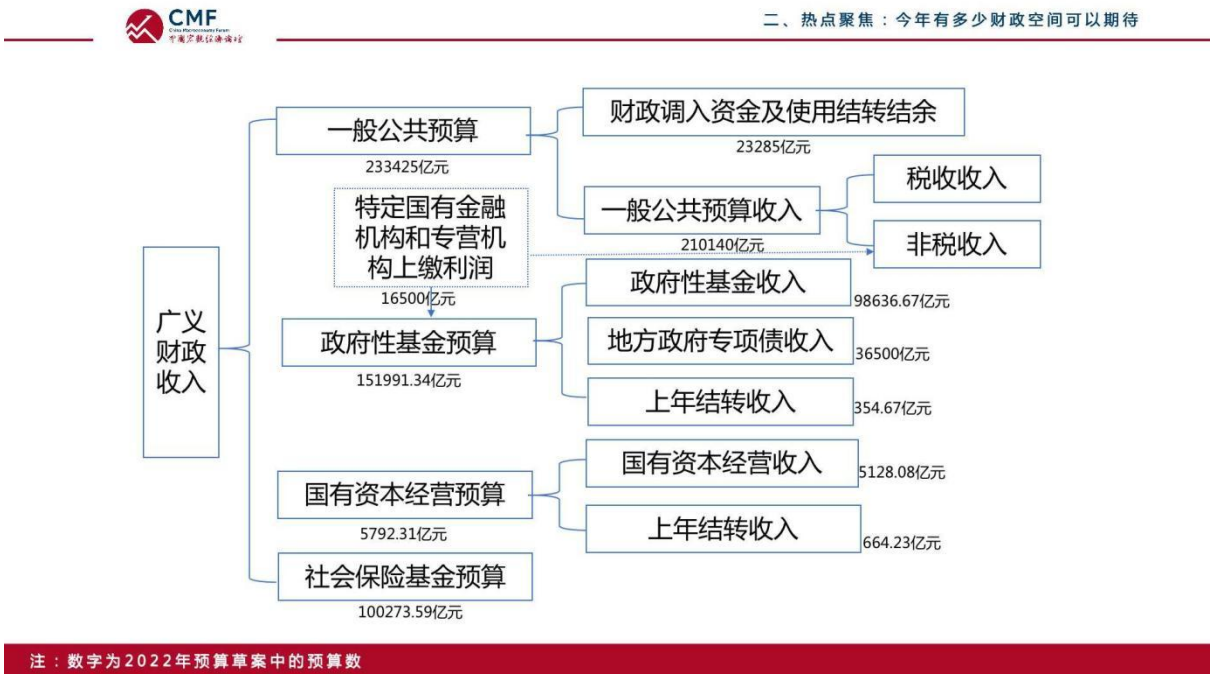
目前对于财政可持续的研究主要围绕三个角度展开：**首先，聚焦债务视角的研究将财政可持续定义为债务可持续——**若政府的债务可持续，则整个财政就是可持续的。**这类研究又可细分为关注政府债务融资能力的研究，以及关注政府债务偿还能力的研究。其次，聚焦财政系统自我调节角度的研究认为，**如果财政自动稳定器（内嵌在财政体系内的预设机制）的职能能够有效发挥，实现财政系统自我调节、熨平经济波动，那么财

政就是可持续的。**最后，聚焦财政空间角度的研究特别关注于经济下行时期财政自身能否保持足够韧性，**进而为宏观调控提供足够的政策空间。**结合政策实践，本次报告选取财政空间角度对财政政策可持续性进行分析。**

对财政政策空间的研究，从长期和短期两个角度而言都有重要意义。从长期来看，积极财政的政策效应边际递减。针对这一问题，我国既需要对老政策进行提质增效，也需要在政策包中纳入新的政策。从短期来看，在我国面临三重压力的背景下，3 月的预算草案已经将去年的结余资金安排到了减税、退税、增支等方面。**4 月份疫情对我国经济冲击明显，财政部门需要进一步谋划增量政策工具。有鉴于此，不论是长期还是短期，都需要财政提供较为充足的政策空间。在这一背景下，匡算我国财政政策空间十分必要。**

二、热点聚焦：今年有多少财政空间可以期待

我国的全口径预算体系，也就是财政“四本账”，具体包括一般公共预算、政府性基金预算、国有资本经营预算以及社会保险基金预算。一方面，这四本账具有相对独立性，另一方面账本间存在勾稽关系，可以实现跨账本的资金调配。



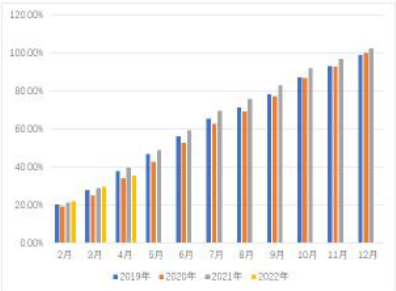
进一步，通过结合2022年的预算数据，可以发现其中的三大特征：第一，一般公共预算中不仅包括增量的税与非税收入，**还包括重要的调整项，即财政调入资金及使用结转结余。**第二，特定国有金融机构和专营机构上缴利润从一般公共预算中的非税收入划拨到政府性基金预算中，这不仅有助于提升这部分资金使用的灵活性，**也避免其拉低今年一般公共预算的预算赤字率，有利于稳定预期。**第三，相比于其他三本账，国有资本经营预算的规模较小。

对于财政政策空间的匡算，可以分为以下几个部分：

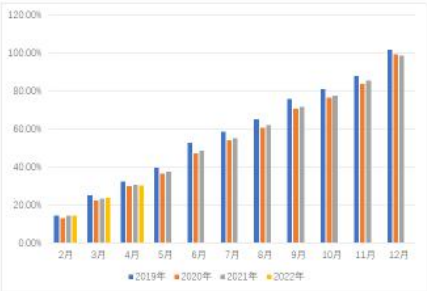
1、一般公共预算

2022年全国一般公共预算收入210140亿元，加上调入资金及使用结转结余23285亿元，收入总量为233425亿元；全国一般公共预算支出267125亿元。由此可以计算我国2022年预算赤字率为2.8%（**预算支出与收入总量差额/GDP**），低于去年的3.2%；但剔除调入资金及使用结转结余这一调整项，**实际赤字率为4.6%（预算支出与预算收入差额/GDP），高于去年的3.8%。**不过这并未影响到我国今年较好的预算开局和地方财力保障。一方面是因为2021年度一般公共预算和政府性基金预算“超收短支”；另一方面则是财政靠前发力，“中央财政专门安排支持基层落实减税降费和重点民生等转移支付1.2万亿元，其中列入2022年预算的8000亿元已全部下达地方，并同步加大库款调拨力度”，从而极大缓解了基层财政负担。

一般公共预算



一般公共预算收入完成进度



一般公共预算支出完成进度

年内一般公共预算支出空间剩余186192亿元

数据来源：wind

需要认识到一般公共预算收入与经济增长是紧密相连的：经济发展为一般公共预算收入提供了丰富的税基，而一般公共预算的完成也能给经济发展提供更大的支出空间，两者形成良性循环。而通过对比近年来的相关数据可以看出，**2022 年一季度一般公共预算收支完成进度快于去年，但 4 月份受疫情冲击较为明显。不过，相信后续“稳大盘”政策的陆续出台和执行将推动我国经济复苏，在支撑一般公共预算收入完成的同时也使得财政支出空间得到改善。**

中央预算稳定调节基金

	2018	2019	2020	2021	2022
①上一年度年末余额	4666.05	3763.99	5272.49	1131.31	3854.01
②本年度调入中央一般公共预算(调减项)	2130	2800	5300	950	2765
年初余额=①-②	2536.05	963.99	-27.51	181.31	1089.01
③本年度中央一般公共预算超收收入(调增项)	90.34			2011.8	
④本年度中央一般公共预算支出结余(调增项)	928.2	1269.16	1040.21	1529.1	
⑤中央政府性基金收入补充中央预算稳定调节基金（调增项)	36.99	36.89	60.64	34.79	
⑥中央财政结转资金(调增项)		3000			
本年度年末余额=①-②+③+④+⑤+⑥	3763.99	5272.49	1131.31	3854.01	

数据来源：历年预算草案；单位：亿元人民币

虽然保证今年的一般公共预算收入问题不大，但是出现去年超收短支的可能性较小。这也意味着一般公共预算所能提供的额外的增量主要来自调整项，也就是财政调入资金及使用结转结余，具体包括三个部分：**首先是中央预算稳定调节基金。**去年较好的经济情况为 2021 年的中央预算稳定调节基金留下了 3854 亿元的年末余额，在向一般公共预算划拨 2765 亿元后，今年的年初余额还剩余 1000 亿元的财政空间。

其次，**如果今年中央预备费没有支出，可能会有 500 亿的支出结余。所以中央层面的两项可能会有 1500 亿左右的政策空间，其中可能有 1000 亿元投入使用。**

地方结转结余资金余额

	2018	2019	2020	2021E	2022E
①上年末地方结转结余资金金额	9102	5717	2292	6599	18950.05
②当年使用地方结转结余及调入资金金额	12312	19003	17422	9779	10620
③地方政府性基金预算盈余调入	8364	14509	19812	20778	
④地方国有资本经营预算盈余调入	563	1069	1917	1352.05	
调入资金金额=②-③-④	3385	3425	-4307	-12351.1	
当年年末地方结转结余资金余额=①-(②-③-④)	5717	2292	6599	18950.05	8330.05

数据来源：财政部；单位：亿元人民币

相较于中央，地方结转结余资金余额更为充足。根据财政部公布的 2017 年年末数据推算，2021 年末地方结转结余资金余额在 19000 亿左右，在今年调入地方一般公共预算 10620 亿后，**还剩余 8000 亿左右的政策空间。**总体而言，**包含财政调入资金及使用结转结余在内的一般公共预算为我们提供了总计约 9000 亿的政策空间。**

2. 政府性基金预算

政府性基金预算为我们提供了宽广的谋划财政增量部分的机会，按照优先等级，可以逐步谋划三个层次的财政空间：

第一，优先使用原本安排结转下年使用的政府性基金预算资金 4000 亿。从今年的中央政府性基金预算和前段时间财政部许宏才副部长的讲话可以看出，这是最有可能实现的增量空间。**第二，**提前发行明年的专项债。按照当年新增地方政府债务限额的 60%以内提前下达下一年度新增地方政府债务限额。那么存在这样一种可能性，按照 36500 亿的 60%计算，这个增量空间高达 20000 亿。尽管大概率是服务于与明年政策的衔接，但仍有助于稳预期的实现。**第三，**作为特别时期行特别之策的政策工具，**不排除发行特别国债的可能性，但是应该将其视为兜底的政策。**

3、国有资本经营预算和社会保险基金预算

这两本预算可以提供的增量空间较小。对于国有资本经营预算而言，2022 年全国预算收入总量为 5792.31 亿元，本身收入规模就较小；加之其中的近百分之四十（2272.12 亿元）已经调入一般公共预算，进一步调拨的空间较小。而社会保险基金预算余额则是专款专用，不能用于创造增量空间。

4. 其他的财政空间

首先，**特定国有金融机构和央企结存利润仍有可上缴的存量。**据我们估算，在暂停上缴结存利润的两年内，央行至少积累了 1.3 万亿的结存利润。进一步结合央行今年上缴财政 1 万亿的情况，以及这部分占 1.65 万亿总上缴利润的比重，**特定国有金融机构和央企结存利润至少还有 5000 亿的待上缴空间。同时各级财政盘活存量资产也可继续发力，如果与 2016 年（近 1900 亿）持平的话，还有约 2000 亿空间。**

将以上数据估算总结，可以得出我们仍存在的财政空间。**首先是一般公共预算中的财政调入资金及使用结转结余 9000 亿元，其次是政府性基金预算中优先级最高的 4000 亿，最后是国有金融机构和央企利润上缴 5000 亿和盘存资金 2000 亿。估算下来，我国目前在不借助债务融资的情况下可以提供 1.8 万亿的政策空间。若次年专项债额度提前下达且年内发行，最多可再提供 20000 亿的空间，加总为 3.8 万亿的政策空间。**

除以上测算外，准财政和其他政策也给了我们期待空间。**一方面是政策性银行的债券净融资，**按照 2020 年和 2021 年前四个月的融资比例来看，今年剩下的 8 个月，我们还有 1.4 万亿的净融资额可以期待。**此外若抵押补充贷款（PSL）再度发力，**比照 2019 年的低水平，年内仍有 2000 亿以上的增量空间。

三、政策建议：如何“呵护”宝贵的财政空间

从短期看，要注重三个方面的改进：

第一，优化财政支出结构，提高财政支出效率。短期内呵护财政空间的逻辑起点在于“控支”，应当在“保障底线、基建发力、聚焦短板”的思路下首先做好控支工作。

第二，盘活存量财政资金，提高税收征管水平。一方面，应继续清理闲置财政资金，地方政府应优先利用以往年度结余转存资金、国库库底资金和因项目改变尚未支出的已安排资金弥补自身财政缺口；另一方面，应加大力度追缴以往年度未及时入库的存量资金，坚决清理违规财政专户资金。

第三，加快转移支付拨付，保障地方支出能力。在有效控制转移支付规模过快增长

的前提下，应适当增加一般性转移支付，特别是向受疫情影响和留抵退税压力较大以至于基层财政运转困难的地区倾斜。除此之外，对于中央交托事项，应确保专项转移支付资金拨付到位，实现项目实施主体与资金相匹配。

从长期看，要“理顺两个关系，完善两个体系”：

首先，应厘清政府与市场的边界，应进一步深化市场化改革，完善政府机构职能，使政府“既不失位也不越位”。**其次，要理顺中央与地方的财政关系，**在进一步提高中央事权和支出责任的同时，加强地方税体系建设，确定地方主体税种，增强地方收入自主权。

再次，在完善预算管理体系方面，提升预算尤其是一般公共预算外的三本预算的规范性和透明度，建立健全四本预算的统筹协调机制，更好地发挥全口径预算体系的整体调控功能。可以研究制定 5 年期滚动赤字管理体制。**最后，要进一步完善政府债务管理体系，**考虑着手编制政府资产负债表和完善专项债管理制度。

此外，最优的宏观调控效果一定来自于财政政策和货币政策间的有机协调。短期内的政策态势还是要以积极的财政政策和边际宽松的货币政策为主，而在这一政策导向下货币政策要预防财政政策带来的两大冲击：**一方面是“准财政”可能导致货币扩张，**比如 PSL 的放量导致的信贷扩张进而货币扩张；另外一方面是如果没有做好控支而又进行大量借债，可能会带来赤字货币化的压力，**进而导致通胀和金融风险的积累。**

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“地方债务空间、基建融资、特别国债与消费券的发放”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长**毛振华**指出 4 月份经济的超预期下跌给很多地方政府的财政状况带来了很大的挑战。**经济增长需要财政政策的支持，然而在当前经济背景下如何使用财政工具，更需要客观分析。**自 2008 年金融危机起我国进入了积极财政政策的运行轨道，但是与美国等发达国家相比，我国在财政政策工具种类、使用频率以及财政货币政策协

调方面仍有差距。此外，虽然今年一季度地方政府债务规模扩张明显，但是面对新冠疫情和俄乌冲突等国内外因素所带来的挑战，为实现全年经济增速达到 5.5%的既定目标，**我国的相关政策力度应该进一步加大。**考虑到我国政府信用较好，未来通过债务融资支持经济发展和民生救助还是很有必要的。

在特别国债和消费券问题上，**毛振华认为两者均有必要发放，特别是可以考虑由特别国债承担消费券发放成本。当然特别国债的用途不仅限于消费券，也可以用于基础设施建设、实体经济救助等方面。而在消费券的发放对象应为全体居民，且在这个过程中可以建立消费券捐赠机制；**总之要考虑好这一政策的公平性、可操作性和补充机制等问题。

国务院发展研究中心宏观经济研究部副部长**冯俏彬**表示经济下行使得各界增加了对财政政策的落实、未来储备以及稳定经济大盘的作用方面的关注，这甚至在某种角度上超过了货币政策。然而在分析这一问题时，首先要明确我们面临的问题及其演化。当前经济形势面临的两大变量为新冠疫情和俄乌冲突，而当前对我国经济扰动最大的因素就是新冠疫情。**假设只分析疫情对经济的冲击，那么未来有关部门的着力点应该放在既定政策的执行和提前实施上。**要考虑加快增值税留抵退税的进度，进一步释放政策空间。此外在地方专项债方面，可以提前发行并使用，形成实务工作量。最后要发挥好社会保障制度的自动稳定器作用。

如果未来国际形势变得更为复杂，要做好政策上的冗余，提前做好政策预案。在财政政策方面，如果国际环境朝着不利于我们的方向发展，那么除了短期应急之外，中长期还需要以我为主。总体而言，**应该做到“拉投资、稳出口、促消费、明预期”，**从而促进我国经济有序发展。

北京大学经济学院教授**许云霄**认为在稳增长重要性提高的政策背景下，**地方债作为很重要的逆周期调控工具，在未来政策中肯定要发挥很大的作用。**监管对专项债资金使用的一些新的要求，显示政策支持基建的力度会进一步加强。在出口加速下行、消费下滑明显、制造业景气度也有所降低的背景下，**基建投资是托底经济增长的重要抓手。**

提升基建增速的空间，重点在于配套资金。**而为了实现基建投资的增长目标，政府有必要对现有的基建融资结构进行调整，基本原则是政府尽可能的降低利息成本，设立用于投资项目相匹配的期限结构，为公益和准公益类的基建投资做好融资。**

总体看来，疫情冲击叠加稳增长的诉求，财政收入持续承压，短期内情况难言乐观。财政支出力度急需加大，**所以发行特别国债有必要性，也有它的合理性。**当然我们发行特别国债的主要目的从来不是简单的补充财力，更重要的是特别国债还有一些特别之处，比如专款专用、审议高效、不计入赤字等。尤其在疫情爆发等重大事件冲击下，特别国债可以优先考虑成为资金补充的高效工具。

在消费券问题上，**许云霄**指出，**数据表明消费券的发放提升了疫情背景下的消费市场，助力相关行业复苏，并对特定人群起到纾困帮扶的作用。**面临复杂的国内国际的情况，拉动内需非常关键，而消费券是目前启动消费的一个最有效的方法。政府通过大型的公共在线平台发放消费券，激发人们的消费欲望和消费能力，同时也能激发中小企业的信心。

浙商证券首席经济学家**李超**着重分析了地方债对财政空间的贡献、基建如何进一步发力以及如何看待消费券和特别国债。首先，预计 2022 年新增专项债、一般债和再融资地方债规模总计 7 万亿左右，这一体量还是相对较大的，也会在财政空间中发挥比较大的作用。其次在基建发力上，预计今年的基建增速在 7.8%的水平，总体比去年增速有所提升。这一方面是因为作为稳增长的抓手，疫情对其影响较小；另一方面，交通运输、农林水、城乡社区方面的预算均有不同程度的提升。

在特别国债的发行问题上，**李超**认为当前政府性基金收入下滑过快，此外卫生健康和社保就业需要增加相应的财政支出，**收支之间的缺口需要发行特别国债去弥补。鉴于目前的财政状况及以往经验，特别国债的规模不会特别大。**并且在用途方面，可能会聚焦稳定就业、支持常态化核酸检测等方面。此外消费券对于提升居民边际消费倾向、促进经济增长有着积极作用。**但是在消费券的发放上，可以以省为单位，因地制宜地开展。**

毛振华：建议继续加大积极财政力度，可择机发行特别国债

毛振华 中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席，中诚信集团董事长

以下观点整理自毛振华在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 48 期）上的发言

受疫情多点散发频发冲击，今年以来经济下行压力有所加大，4 月份部分主要宏观经济数据出现大幅回落。为保市场主体保就业保民生，财政政策仍需适当加大稳增长力度，在积极基调上进一步加码。

一、从稳增长、保就业的角度考虑，加大财政政策力度有必要性

今年政府工作报告提出 5.5%左右的预期增速目标，高于此前学术界多数预测的 2022 年 5%左右的经济增长水平，这与过去多数时期政府提出的预期增速目标一般低于民间预测数值的情况有所不同，或在一定程度上表明了政府提振市场信心的意图。然而，一季度经济运行出现了一些新变化，新冠疫情和俄乌冲突对经济产生冲击，尤其是新冠疫情超预期反复对经济增长、就业、居民收入和财政收入均带来较大压力。4-5 月份疫情仍在干扰北京、上海等经济重镇的经济修复，同时全国多地经济也均受到疫情反复所导致的直接或间接冲击，二季度经济仍面临持续下行压力。在上半年经济增长受到较大冲击情况下，如果仍要实现全年 5.5%左右的经济增长目标，这就意味着三、四季度的平均增速要达到 7%以上，难度较大，需要进一步加大稳增长力度。当然，随着情况的变化，GDP 经济增速可以实事求是适当调整，但当前就业压力突出，4 月份城镇调查失业率达到 6.1%，比 3 月份上涨了 0.3 个百分点，其中青年失业率高达 18.2%，保就业保微观主体已经成为当务之急。从这一角度来说，积极财政进一步加大力度有其必要性、迫切性。

二、从防风险的角度考虑，中央政府部门仍有一定加杠杆空间

长期以来我国相对克制的财政政策为当前财政政策加大力度预留了一定的空间。2008 年金融危机以来，我国总体实施了积极的财政政策，但不论是财政政策还是货币政策，我国均较为注重精准施策，相比西方国家，我国的财政政策依然是相对克制的。2020 年以来，虽然为对冲疫情冲击我国财政政策较往年相比已经加大了宽松力度，如疫情期间曾开展全国普遍性社保阶段性减免、财政赤字率破“3”、增加地方政府专项债发行规模、开展较大规模减税降费以及发行 1 万亿的抗疫特别国债等，但与西方发达国家采取的无节制、“直升机撒钱”式的量化宽松政策和激进的财政政策相比，我国宏观调控政策仍较为克制，这也为我国后续进行相关政策加码提供了空间和余地。

当前我国中央政府仍有一定的加杠杆空间。根据中诚信国际测算，不含隐性债务口径下，2021 年三季度我国国债和地方政府债务占 GDP 的比重为 45.62%，大幅低于 BIS 测算的同期美国、日本等发达经济体 3 位数的政府部门杠杆率水平，虽然 2021 年全年我国政府部门杠杆率小幅攀升至 46.63%，但仍远低于发达经济体政府部门杠杆率水平，也低于欧盟 60%的警戒线水平。同时考虑到分税制下我国中央与地方财政分权，事权更多在地方政府，且中央政府信用相对更好，综合考量下当前我国政府部门尤其是中央政府部门仍有加杠杆空间。

三、建议下半年择机发行特别国债，并将部分资金用于向全体居民发放消费券

有必要出台新的、力度更大的政策措施来应对当前的困难局面。2021 年底的中央经济工作会议结合彼时对经济形势的分析，已经对财政政策跨周期调控的具体工作进行了提前部署。12 月财政部向各地提前下达 2022 年新增地方政府债务限额 1.79 万亿元，其中一般债务限额 0.33 万亿元，专项债务限额 1.46 亿元，今年两会提出全年新增专项债券额度为 3.65 万亿。财政前置发力下，一季度地方政府债券发行 1.82 万亿，超过上年同期 2 倍，其中一般债发行 3626.39 亿元，专项债发行 1.46 万亿，发行节奏快于往年，且规模接近去年同期的 4 倍。从发行进度看，提前下达额度已于 5 月上旬发完，而与之相比，2021 年 3 月底新增专项债才开始发行，今年财政前置明显。但与此同时也

要看到，三重压力叠加“新冠疫情”以及“俄乌冲突”等事件影响下，经济面临的形势较 2020 年更加严峻，在此背景下，当前既要延续 2020 年时采取的政策比如适当提高财政赤字率等，同时也要出台新的、力度更大的政策措施。

政策工具选择上，可择机发行特别国债并将其中部分资金用于向全体居民无差别发放消费券。考虑到当前地方政府的财政收支压力较大，而且相较于地方政府发地方债，中央政府融资成本更低，且中央政府当前仍有加杠杆空间，因此建议择机发行特别国债。特别国债用途广泛，既可用于发放消费券也可用于基建投资。**疫情之下，需求收缩给小微企业和个体工商户带来明显冲击，部分民营企业和个体工商户处于“手停嘴停”的窘境。在此背景下，将中央财政发行特别国债获得的部分资金用于向居民发放消费券、鼓励居民消费具有必要性。需要注意的是，发放消费券的对象应为全体居民，而不应区分富裕程度发放。因为在实际操作过程中甄别富裕程度并非易事，并可能因此引发一些次生问题。但为了发挥消费券的最佳效果，在向全体居民发放消费券的过程中可以建立一个捐赠机制，鼓励部分不需要使用消费券的居民可将自身份额捐出，汇总成立基金用作其它救助计划。**

冯俏彬：财政空间不只是收支空间，还包括政策与改革空间

冯俏彬 国务院发展研究中心宏观经济研究部副部长

以下观点整理自冯俏彬在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 48 期）上的发言

一、根据俄乌冲突和国内疫情推断未来可能的三种情景

最近一段时间，因为经济下行的缘故，各方面对财政政策如何稳定宏观经济大盘非常关注，也提出了很多建设性意见。我们注意到 5 月 23 日国常会上推出 33 项 6 方面的具体措施，措施中第一大方面就是财政政策。所以可以感知到在当前宏观经济不稳、经济下行的局面下，大家对财政政策的期待比以前高很多，某种角度上甚至超过了货币政策。这当然有它一定的背景，也有它一定的价值。怎样发挥好财政政策在稳定宏观经济大盘上的作用，特别在当前的情况下，怎样把已经出的政策用好，怎样储备一些新政策，在稳定宏观经济大盘方面能够起到一定的效果，这是大家都在思考的问题。

首先要把现在面临的问题到底是什么，还有这个问题可能朝着什么样的方面演化搞清楚。**当前在分析经济形势时，大家主要考虑两个变量，国际考虑俄乌冲突影响，国内考虑疫情对经济的影响。**以此两方面看，基本可以推断出未来的三种情形。

第一种情形是俄乌冲突对我国暂时不发生比较大的影响，同时国内疫情形势有所好转，这是最好的一种情况。从目前看，一般认为俄乌冲突对世界格局的影响非常深远，但通过一系列复杂的机制传导到国内经济还需要时间。**目前这个因素对中国的影响还不是最大的，对经济运行最大的因素还是疫情的扰动。**所以，这可以称为第一种情形，也是最有可能出现的一种局面。

第二种情形就要用比较长的眼光看，要充分预判俄乌冲突可能对我国产生的影响，这个影响可能不一定是在今年，但是可能在一个可见的时间内。**换句话说我们今天用多**

大的力，要取决于我们对未来形势的预判和预期，要防止把现在能用的空间在现阶段一下子释放完。因此，要充分考虑俄乌冲突对世界格局的影响，对我国经济增长所面临的外部环境的影响，以及对国内经济实质性的如对物价、就业等方面的影响。

第三种情形，通过各方面的共同努力，在较长时间范围内俄乌冲突对我国不产生很大的影响，同美国的经贸关系趋于缓和，国内疫情基本控制住了，经济也基本恢复正常了，这种是我们最期待的一种情况。

二、应对第一种情景的政策思路是“提前实施，靠前用力”

假设出现了第一种情况，即暂时不考虑俄乌冲突对我们的影响，只是考虑国内情况。目前来讲，现在政府采用提前实施、靠前用力的方式，我个人是很赞成的。因为在去年的经济工作会议和今年两会上对 2022 年年度工作已经做出比较全面的安排。但是在 3 月份出现了预期之外的变化后，**要做的第一步不是急忙出台一些新措施和新政策，而是把已经考虑好的政策提前实施，这已经是国务院最近正在推动的一项工作**。这里面有几个方面：

1、加快增值税留抵退税的进度。5 月 23 日国常会上，在今年前确定了 1.5 万亿的增值税留抵退税的金额上，把增值税留抵退税的范围扩大到批发和零售行业，数额上增加了 1400 亿，这个数量不能说是特别大。但是要注意到历年积累下来的留抵退税的金额大于 1.5 万亿，如果有需要，这方面的空间还可以进一步释放。**所以，我们考虑到财政空间的时候，未见得一定体现在有多少财政支出，还有多少收入，这样一些累积的政策空间也是可以考虑在内的。**

2、地方政府专项债要求提前发行并提前用出去，形成实物工作量。一般情况下，谈到财政可持续性或者财政空间时，主要是谈两个空间。一是谈债务空间，有多大的发债空间，包括偿还能力。二是谈到赤字空间，还能不能提高赤字率，提高到什么程度。现在在债务方面，大家主要讨论地方政府专项债的问题。专项债今年金额考虑是 3.65 万亿，和去年持平，这个金额是很大的，从金额看是够的，主要问题是专项债有比较苛刻严格的现金流和未来收益的要求，地方反映不太好用。**所以一个可行的办法，是要讨**

论怎样让不好用的地方政府专项债好用起来，怎样扩大范围和适当放松一些条件，在这方面还有一定的挖掘空间。

3、要发挥好社会保障制度自动稳定器的作用。现在热议的发消费券需要钱，大家想到的空间就是通过特别国债的方式来体现，但是大家在讨论这个问题时似乎忘记了在宏观经济调控中有一套自动稳定器。要先用好这一套已经有的制度。比如现在对于低收入人群的救济，对困难群体的救济，在已有的社会保障和社会救助制度中，是有相应的科目和相应的资金保证。现在要做的是，这一套现成的制度怎样使它更有弹性，能及时、足额地把受到疫情冲击新增加的这些人包进来，使他们的基本生活能够得到保障。财政制度是很有连续性的一件事情，一旦创设出一个制度往往要存续很长的时间。**所以，要考虑先把已有的机制用足用好，如果实在应付不了新情况新问题再讨论要不要出台新的政策工具。**

三、第二种情况景下财政政策的目标和建议

放眼未来，要考虑到国际环境变得更严峻和复杂，不确定性更多，未来风险更大的情况。如果考虑到这种情况，就确实要做好政策上的冗余，提前做好政策预案。在财政政策上，除了再出台一些短期应急措施之外，还应有中长期方面的考虑，那就是以我为主，加快建设强大国内市场。**这种情况下，政策应对的目标是“拉投资、稳出口、促消费、明预期”，基本原则有三条**一是供需双侧用力，既在生产侧，也在需求侧，双侧用力；二是总量和结构并重；三是中期和中长期结合。具体可以做：

第一，**从总量型的减税降费转回到结构性的减税降费来**。目前我国以税收收入计算的宏观税负已经到达了 15.2%的历史新低，如果未来还有必要进行减税降费的话，**要考虑从总量型减税降费回到结构性的减税降费来，针对重点弱势群体、重点行业、重点领域，实施有针对性、政策导向目标比较明确的减税降费。**比如，对小微企业、个体工商户必要的时候甚至可以税费全免，降低部分进口关税以拉动国内关于进口商品的消费，出口退税方面也可以做一些工作，最近这几年一直做的研发费用的加计扣除的比例和范围都还有提高的空间。

第二，通过一些财政补贴和贴息贷款向受到疫情冲击的地区、行业、企业、家庭考虑一些“补血”类的政策。**“血”怎么补，也需要在技术上非常讲究，既要使它能够发挥效益，又要不产生比较明显的后遗症，还要形成“补血”之后自己生血造血的能力。**

第三，关于财政赤字率的问题。我们现在的名义赤字是 2.8%，实际上不止这个水平。但不管怎样，**相比世界上其他国家和主要经济体来说，我们的赤字率是较低的。**如果有必要可以考虑提高，也有比较大的空间，当然这要经过一系列复杂的程序。

第四，债务空间。从总债务水平看，到 2021 年底债务率 47%左右，国际公认比例 60%，从总水平来看我们也是有较好的债务空间的。特别是疫情后各个国家使用刺激性的财政金融政策后，全世界的债务水平都抬高了，相对来讲我们的债务水平较低。但是，债务的结构性问题比较突出，国债和地方债的结构不合理，一般债和专项债结构不合理，显性债和隐性债的结构不合理。**未来怎样通过调整结构使得它能够承担更大规模的债务总量，这方面是有余地可做的。**

第五，涉及到财政投资的问题。通过拉基建使我们渡过当前经济下行的难关，这是中央政治局已经确定的一个方向。但不管是政府投资还是财政投资，都不能包打天下。**政府投资要选择合适的方向和重点，比如前瞻性、基础性、公共性，在投资方向和投资项目上要进行审慎的选择。**这当中一定要给民间资本和社会资本留出空间来，这样才能以比较少量的政府投资的基金带动大规模的社会投资和民间投资一起去稳增长。

第六，关于税收的问题。目前来看，社会各界停留在比较多的减税降费上。但对我国的税收制度进行深入分析会发现问题不光是总量问题，它也有比较明显的结构问题。从现在的情况看，与预期和激励有关的机制存在着比较大的问题。换句话说，人们通过辛勤的劳动，通过知识技能的提高，能否得到相对来讲比较理想的激励，这方面目前来讲还可探讨。**我认为是要双向推进税改。一是加强对资本利得的税收征管，这方面很长时间是有缺失的。二是降低劳动所得的税收负担，形成勤劳致富、知识致富的正确激励。**这里面可以做的事情很多，包括扩大增值税所得范围，适当地降低边际税率，还有妥善处理好数字经济的相关税收问题。

第七，真正要使财政政策能够对经济增长长期起到作用，核心在于基本公共服务均等化。这当然是一个长期问题和老问题，不见得是短期就能考虑到的问题。

总体来讲，在讨论财政空间的时候，**不仅仅有数字上的空间，还有很大的政策上和改革上的空间，把这些空间综合在一起，可以在很大程度上增加对中国的经济增长、对中国财政实力的信心。**中国经济基本面没有变，中国财政实力仍然比较强大。**应对当前经济上遇到的困难，我们很多政策工具和政策方法可以用，但核心要辨别清楚当前面临的突出问题，还要结合未来的发展趋势来综合考虑。**

许云霄：稳增长背景下地方债、基建投资等财政政策将持续发挥重要作用

许云霄 北京大学经济学院教授

以下观点整理自许云霄在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第48期）上的发言

一、稳增长背景下地方债作为重要的逆周期调控工具将持续发挥作用

从经济数据看，今年第一季度，我国GDP同比增长4.8%，环比增长1.3%。但受上海和北京等很多地方疫情防控形势影响，经济发展面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力，保持经济平稳运行难度加大。同时，经济下行压力对财政收入增长形成制约，疫情形势变化更加大了财政收入增长的变数。**在稳增长重要性提高的政策背景下，地方债作为重要的逆周期调控工具将持续发挥作用。**

2022年《政府工作报告》确定今年地方政府新增债务限额为4.37万亿元，其中新增一般债限额0.72万亿元，新增专项债额度3.65万亿元。2021年底财政部提前下达2022年新增地方政府债务限额1.79万亿元。在稳增长要求下，2022年，地方债发行明显前置，一季度地方债共计发行1.82万亿。李克强总理在今年3月份召开的国常会上，要求2021年提前下达的额度5月底前发行完毕，2022年下达的额度9月底前发行完毕。以往年度，地方债发行高峰通常集中在6－8月，今年发行节奏则明显前置。今年一季度地方债累计发行规模达到1.82万亿，其中新增债1.57万亿，占到已下达提前批额度的88%，高于2019年和2020年同期的82%和83%。专项债资金到位后，相关贷款才能有序跟进，预计2022年政府发债的杠杆效应将比以往更快，以助力后续投资的扩张。

监管对专项债资金使用有一些新的要求，显示政策支持基建的力度会进一步加强。今年4月份以来，国务院各个部委会议和文件中，对于专项债资金使用提及非常多，主要可以总结为以下两大方面：**第一，合理扩大专项债使用范围，加大对于基建和公共项**

目的支持力度。第二，加强专项债配套融资的工作，主要集中在基建项目。

在今年 1-3 月末，财政部 1.2 万亿新增专项债主要用于项目开工，资金投向市政和产业园区的基础设施，交通基础设施和能源基础设施，以及城乡冷链物流基础设施总共四大类。明确为基建领域的规模有 6724 亿，占比达到了 54%。1-4 月份新增的专项债发行达到 1.4 万亿，提前批的 1.46 万亿的专项债额度接近发完。由于 6 月底之前要基本完成专项债的发行工作，意味着第二批 2.19 万亿的专项债主要集中在 5-6 月发行，单月发行规模将超过万亿。

二、基建投资是稳增长的重要抓手，应调整现有基建融资结构

自 2017 年以来，基建增速持续下行，表现低迷。从 2017 年的 15%左右下滑到 2021 年的 0.2%。纵观 2021 年之所以增长乏力，主要是因为受财政监管和资金等因素制约，政府推动基建的意愿不足。**在当前经济下行压力下，今年基建投资规模将高于去年。**

从拉动中国经济增长的“三驾马车”（投资、出口和消费）来看，今年稳增长的重任落在了投资上，尤其是基础设施投资。基于当前经济形势来看，消费和地产投资负增长、未来恢复情况有较大不确定性。

以房地产为例，在房地产投资方面，今年以来房地产调控政策已有放松，然而政策的松绑没有带来市场的回暖。3 月商品房销售面积同比下降 17.7%，较上期的下降 9.6%进一步恶化。**究其原因，一是在房价边际下降的情况下，居民的购房意愿偏弱。二是受疫情封控的影响，居民看房、购房受到限制，对商品房销售形成负面冲击。**而销售的疲弱加大了房地产投资资金来源的压力，限制了房地产投资的能力。另外，考虑到房地产企业信用风险较大，银行信贷仍趋于谨慎，信用债、境外债等外部融资渠道持续受阻，所以房地产投资的增速存在不确定性。

同时其他领域也困难重重，出口加速下行，制造业景气度也有所降低。**因此基建投资是托底经济稳增长的重要抓手，2022 年的基建是决定今年 GDP5.5%增长目标能否达**

成的关键一环。受益于财政支出力度加强，地方债提前下达，基建投资有希望保持较快增长。提升基建增速空间，重点在于配套资金，我国基建投资多数由地方政府通过地方融资平台推动。中央对地方政府的隐性债务治理，再加上去年下半年以来地方政府卖地收入减少，这两个因素使得地方政府的基建投资资金来源遇到较大困难，有些地方政府对于基建投资的积极性也在下降。此外，当前地方政府的基建投资当中，有较好现金流收益的项目很少，大部分项目的现金流收益不高。特别是城市公共管理设施类等具有公益性质的基建项目，这些项目符合经济社会发展的需要，在目前基建投资中的占比越来越高，但很难指望这些项目有盈利。这种低收益却具有明显公益特征的投资项目，也面临资金来源的问题。从现在基础设施投资的资金来源可以看出，一般预算支出、专项债、银行贷款、城投债等自筹资金的比例是逐渐提高的，这些资金的成本又是逐级增加的。换言之，越贵的资金用得越多。**所以，为了实现基建投资的增长目标，政府有必要对现有基建融资结构进行调整，基本原则是政府尽可能降低利息成本、用与投资项目相匹配的期限结构，为公益和准公益类基建投资做好融资。除了预算内的资金和专项债，可以多尝试财政贴息债券、政策性金融机构信贷等方式支持基建投资。**

三、发行特别国债和发放消费券的必要性与合理性

市场为什么关注特别国债发行？问题的起因在于预算收入存在缺口。全年预算支出=预算收入+债券发行收入+预算调节调入。现在的问题是，预算收入在大幅下滑，可能入不敷出。今年一般公共预算支出计划增长 8.4%，政府性基金预算支出计划增长 22.3%，整体力度较大。但在疫情之下，预算收入在减少，导致年初安排的支出难以落实。

从收入来看，当前财政收入压力加大。4 月财政数据来看，其中一般公共预算收入下滑 41.34%，主要是因为 4 月留抵退税规模较大，但剔除留抵退税后的增速也仅为-4.89%。

此外，我们前面提到地产市场景气度仍然低迷，土地及地产税收依旧是拖累，土地出让收入持续下降。按照目前 5 月全国疫情的态势，财政收入估计也难有明显起色。

从支出来看，防疫支出陡增。第一，常态化防疫增加额外财政支出。比如近期要求在大中城市建立“15 分钟核酸圈”，并考虑建设永久性方舱医院。第二，疫情导致财政在社会保障和就业方面的支出增加。中小企业、个体工商户在疫情封锁下受到的损失也较大，亟需财政救助，这些都增加了财政社会保障和就业支出的压力。财政收支矛盾加剧之下，发行抗疫特别国债的必要性上升。

总结来看，疫情冲击叠加稳增长诉求，财政收入持续承压，短期内难言乐观；财政支出力度亟待加大，所以发行特别国债有其必要性与合理性。当然，发行特别国债的主要目的从来不是简单补充财力，更多是因其具有“特别之处”：专款专用、审议高效、不计入赤字。尤其是在疫情暴发等重大事件冲击下，特别国债是可以优先考虑的较为高效的资金补充工具。

关于消费券问题，近日山东、浙江等多地开始尝试发放消费券，提振本地线下消费，还有些专门扶持餐饮、住宿、文旅行业的消费券的发放。此次各地政府发放的消费券种类，大多涵盖受疫情影响较严重的线下商超、餐饮、文娱、旅游。这些领域大多具有消费人群众多，消费总量较大等特点，经营商家也大多为线下中小商户。**数据表明，消费券的发放有力提振了疫情背景下的消费市场，助力了相关行业的复苏，并对特定人群起到纾困帮扶作用。**

在当下外部环境复杂的情况下，拉动内需非常关键，扩内需最核心的就是促消费。消费券是目前启动消费的一个最有效方法，也就是说，政府通过大型的公共在线平台来发放消费券，激发人们的消费欲望和消费能力，同时也能激发中小企业的信心。美国在 2020-2021 年的疫情大暴发期间，通过财政部向居民发放现金，不仅让美国民众直接获得超过两万亿美元以上的现金补贴，提高了居民储蓄率，而且拉动了居民的投资和消费。而我国主要的刺激经济的方法是减税降费，给企业复工复产创造条件，针对消费端的政策较弱。**建议我国财政部也可以考虑给各地政府发放的消费券来带动和刺激经济。**

李超：消费券发放应以地方财政为主，控制规模防通胀

李超 浙商证券首席经济学家

以下观点整理自李超在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 48 期）上的发言

一、预计2022年地方债发行规模在7万亿左右，2023年专项债或提前下达

2022 年预计地方债发行规模在 7 万亿左右。其中，新增专项债规模 3.65 万亿，和去年持平。新增一般债规模 7200 亿，再融资地方政府债规模有望达到 2.7 万亿左右（2022 年地方债到期 2.75 万亿，2021 年再融资比例 99.1%）。地方债占广义财政收入（一般公共预算收入+政府基金预算收入）占比达到 19%，显著低于 2021 年和 2020 年的 21.4%和 22.5%。若不考虑再融资，仅考虑新增地方债，2022 年占广义财政收入比重为 11.7%，低于 2021 年和 2020 年的 14.1%和 15.1%。

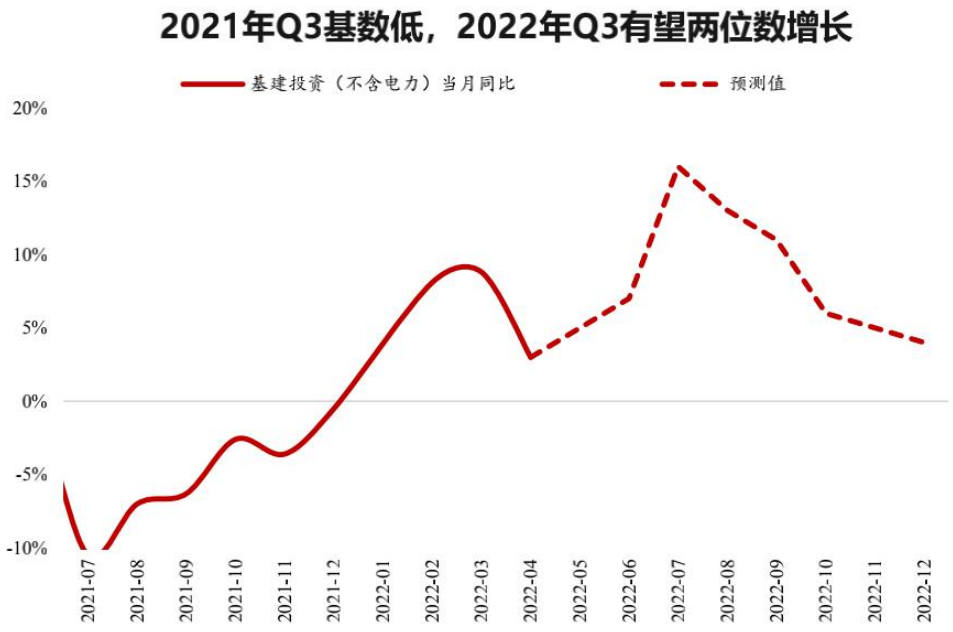
为维持经济基本面长期向好、保证宏观政策的持续性、连贯性并做好跨周期政策调节，我们认为 2023 年专项债大概率提前下达。预计 2023 年新增专项债规模或适当下降（再融资需求提升），提前下达比例与 2022 年的 40%较为接近，则 2023 年提前下达专项债规模将略低于 2022 年的 1.46 万亿。

专项债的提前下达并不等于提前发行，实际上是为明年一季度能够提前找好项目做准备。资金提前到位，能够有效快速地开展基础建设等方向的投资，有利于经济增长，它并不是指把明年的额度挪到今年来用。过去在 2018 年、2019 年、2021 年均出现过专项债提前下达的情况，时间多数在 12 月份，但 2019 年 9 月也曾更早下达了次年一部分的额度。**所以，我们预计 2023 年专项债提前下达也有可能性，但它重点解决的是 2023 年一季度的稳增长的问题，不是年内稳增长的问题。**

二、预计全年基建增速达到7.8%，政策发力强、疫情扰动小

我们预计今年基建增速是 7.8%的水平，总体比去年增速有所提升。作为稳增长的抓手，这是重要的政策发力点。**第一，疫情对基建的影响相对比较小。**在全国局部地区受到疫情冲击的背景下，基建投资保持较高增速，主因在于两点：一是受疫情冲击地区的基建投资占比较小，疫情扰动相对有限。二是非疫情区域抢施工预期是支撑基建保持较高增长的重要逻辑，非疫情区域学习效应较强，一方面提前预防疫情潜在冲击，另一方面积极“抢施工”避免未来可能因为疫情出现停工。**第二，推进现代化基建体系，着眼长远、兼顾当下。**2021 年中央经济工作会议定调稳增长后，基建作为重要的逆周期抓手，一季度实现 8.8%的快速增长。2022 年 4 月 26 日中财委明确提出推进现代化基础设施体系建设，对制度安排、资金保障、发力方向等方面进行细化要求，我们认为此举可以解读为着眼长远、兼顾当下的做法，前者是服务于中长期经济、产业发展，后者是应对短期三重压力和疫情冲击的托底之举。4 月 29 日政治局会议要求“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设”。

展望三季度基建增速，近年来极端自然灾害对基建投资的扰动偶有发生，特别是大规模强降雨、洪水台风等极端天气及自然灾害，可能通过冲击供应链或者扰动施工强度影响基建投资，例如 2021 年 7 月受河南洪水及大面积强降雨天气因素影响，基建当月同比仅为-10.5%。 根据中央气象台预测第三季度气象走势来看，极端自然灾害风险相对可控，远超历史平均水平的大规模强降雨概率也很低，我们预计 2022 年第三季度无需担心天气扰动基建。**在 2021 年第三季度的低基数下，预计 2022 年第三季度有望保持两位数以上增长。**



关于基建如何融资，我们先探讨一下它的来源问题，首先看政府资金预算安排大概是什么样的水平。今年一般公共预算支出规模提升，2022 年预算内基建资金规模提升，交通运输、农林水、城乡社区的预算支出规模分别达到 11331 亿、22169 亿和 19459 亿元，分别上涨 690 亿、1872 亿和 1643 亿元。财政发力带动政府性基金支出增加。2022 政府性基金预算支出 13.8 万亿，收入来源主要是卖地收入（预计 8 万亿）、新增专项债（3.65 万亿）和特定金融机构上缴利润（1.65 万亿）。当然由于政府性基金受到疫情，卖地收入的下降等等影响，这个缺口肯定通过专项债等等进行抵补。**在抵补过程中，财政头两本账发力的同时更多需要货币政策配合进行发力。**一般传统是准财政发力，要么是发债，要么是借银行贷款，现在虽然逐渐正规化，以专项债和一般债的形式发行，但总体发债之后作为资本金还是需要配套贷款的。今年基建领域的配套贷款仍然是商业银行宽信用的重要载体，这个载体在今年一季度也发挥了非常重大的作用。当前在宽信用层面也面临一些困境，未来也会有一些边际变化。比如观察棚改领域，过去 PSL 比较积极，但从 2019 年以来 PSL 余额没有再增加了，中央再贷款有可能有增加的可能性。

三、特别国债的两大主要用途：保就业、常态化核酸

我国在 1998 年、2007 年、2020 年发行特别国债，大概是十年发一次，所以叫做特别国债。但如果隔一年发一次特别国债，是不是频率过高了？全国人大每年通过的财政预算安排是具备严肃性的，不能轻易突破。但客观而言，今年经济形势比较特殊，首先是俄乌冲突，其次是疫情影响，使得经济面临一定压力，这会导致财政收支出现缺口。从预算收入的角度看，一般预算收入在 4 月份出现下滑，虽然有减退税原因，但也有疫情的影响，再加上卖地收入的不足，使得整个财政安排面临一定困难，另一端支出还要进一步加码，这个裂口可能就要通过适当扩大赤字来解决。就支出方向而言，正常情况下财政支出的大头是卫生健康和社保就业，一个疫情防控的支出，另一个是保障基层运转和企业不要裁员等问题。现在面临的问题是卖地收入不足，政府性基金收入下滑速度过快，尽管已有一些房地产放松的政策，但可能没有那么快见效，所以从这个角度财政仍然面临比较大的缺口。因此，存在通过发行特别国债去弥补缺口的可能性。

从体量的角度，市场也有一些猜度。2020 年我们发了 1 万亿的特别国债，预计今年发行特别国债的体量较 2020 年总体不会偏离太大。实际上，通过中央预算稳定调节基金和地方结余也能弥补一些缺口，所以目前没有必要发超大规模的特别国债。

关于特别国债的主要用途，第一个可以解决的关键问题是保就业。在我国这样一个劳动力生产要素优势非常明显的国家，如果大量给老百姓发钱，劳动参与率或出现明显下降，导致大家不愿意工作，这将对我国生产要素优势形成一定冲击。政策端，除了减退税降费、帮助企业降低融资成本等一系列的措施之外，也可以给不裁员的企业发放一定的补贴，相当于国家给工人发了工资。所以，疫情扰动加剧就业压力，亟待财政发力稳就业，特别国债有望推出，重点为企业纾困，缓解企业现金流，尽量避免企业裁员。

特别国债的第二个主要用途是常态化核酸检测。中央政治局会议已经给了总体基调坚持“动态清零”，但动态清零的方式方法和过去不同。过去因为病毒传播速度没有这么快，防控策略还是相对有效的。但现在因为奥密克戎传播速度过快，所以必然要用新的应对方法去动态清零。深圳尝试了一个比较好的策略，选择了带有预防性的常态化核酸检测，即在没有疫情时就开展两三天高频度的核酸检测，这和北京上海的应对型核酸检测有所不同。现在更多的城市已开始尝试常态化核酸检测。其中主要包含两方面的成本，一是居民的生活时间成本，目前从深圳实践看，深圳已通过小程序实时显示拥堵状况等方式对其进行优化，居民接受度较高；二是财政财务成本，耗费的体量比较大一些。

大规模的常态化核酸检测有助于恢复人的流动，但它确实也会带来比较大的财务成本。我们大致测算了一下，从 6-12 月份，按照 6-8 亿的人口匡算，大概需要耗费 6000-8000 亿的财务成本，具体而言主要存在三方面成本，核酸检测成本、建设各类采样点的成本和核酸检测运营成本，运营成本包括核酸检测采样员、分析员薪酬成本以及设备购置成本。**资金成本主要由预算内资金和医保基金承担，前者可以通过适当超支和中央预算稳定调节基金支持，后者则有较多空间，必要时可发行新一轮抗疫特别国债予以应对。**

目前已明确实施常态化核酸检测的省份和城市

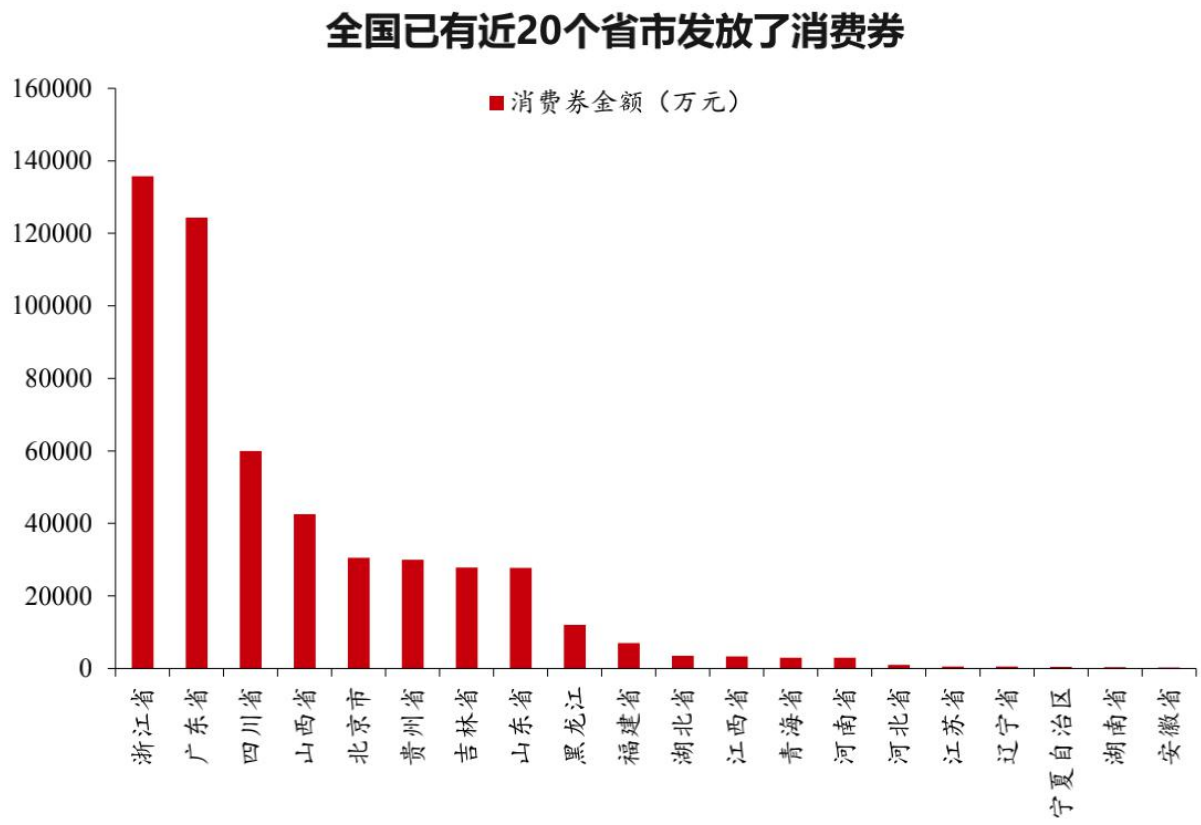
城市	实施日期	城市	实施日期
深圳市	2022/4/5	宁波市	2022/5/5
广州市	2022/4/9	南通市	2022/5/5
福州市	2022/4/9	大连市	2022/5/5
珠海市	2022/4/10	山东全省	2022/5/5
湖北全省	2022/4/11	苏州市	2022/5/6
沈阳市	2022/4/13	江西全省	2022/5/10
宜昌市	2022/4/25	合肥市	2022/5/10
上海市	2022/4/26	六安市	2022/5/11
芜湖市	2022/4/27	济南市	2022/5/12
长春市	2022/4/28	盘锦市	2022/5/13
杭州市	2022/4/28	太原市	2022/5/16
营口市	2022/4/29	义乌市	2022/5/16
白城市	2022/5/1	大同市	2022/5/20
北京市	2022/5/5		

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

四、发放消费券应把握“冗余度”，控制通胀预期

年初以来，全国已有 20 个省市先后发了总额超过 51 亿的消费券，消费券的发放额度也呈现出逐月递增的趋势，对促进地方经济增长发挥了积极作用。消费券的主要受益群体是居民，其边际消费倾向较强的，对消费有一定的带动，且通过发放消费券也可以

缓解一部分收入不足的问题。但发钱也可能导致储蓄率进一步上升，短期拉动消费的作用有限。



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所（数据截至5月23日）

4 月底的中央政治局会议提出要“把握政策提前量和冗余度”。“提前量”比较好理解，比如财政政策方面，强调加快财政支出进度增速，专项债提前发，尽快地形成实务工作量；货币政策方面，人民银行的再贷款的额度要加速用完。“冗余度”意指需求侧政策要注意刺激力度。在供需紧平衡的格局下避免强化通胀上行，特别是猪周期抬头和油价居高不下的背景下，9 月 CPI 或大幅上冲存在突破目标值风险。**大规模刺激总需求容易出现通胀的问题，因此发行全国消费券概率较小，更多是以地方为主因地制宜地开展。**

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：