



宏观研究

【粤开宏观】“十五五”时期中国财政政策展望：财政政策转型的必要性与可能路径

2025 年 05 月 27 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：晁云霞

电话：

邮箱：chaoyunxia@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】化债成绩、挑战及建议——基于对 2025 年地方化债部署的分析》
2025-05-20

《【粤开宏观】关税冲击的宏观时滞与微观分化——4 月经济数据解读》2025-05-19

《【粤开宏观】中美互降关税：为何要降？还有哪些没解决？未来会如何？》
2025-05-12

《【粤开宏观】本轮物价低迷与前两轮有何不同：特征、原因和应对》2025-05-11

《【粤开宏观】新一轮一揽子金融政策：重现 924 及增量举措》2025-05-07

摘要

自 2008 年以来，本轮积极财政政策实行了长达 17 年之久，积极财政政策的内涵和特点也逐渐发生了变化，及时总结积极财政政策的效果、分析当前财政政策存在的不足，并指出未来财政政策可能的转型方向具有重要意义。我国积极的财政政策有力地促进了稳增长、惠民生和防风险，发挥了财政作为国家治理的基础和重要支柱的作用。但积极财政政策仍存在一些不足，亟待转型优化以释放更大的政策效力。

（本文发表于《清华金融评论》2025 年第 3 期。）



目 录

一、积极财政政策的实施效果.....	3
（一）有力地应对了外生冲击、促进了经济稳定.....	3
（二）有效地激发了经济长期高质量发展潜力.....	3
（三）增强了对社会民生的兜底保障作用.....	3
（四）较好地防范了系统性财政风险.....	3
二、积极财政政策需要进一步解决的问题.....	3
（一）强调当期财政平衡，可能影响中长期财政经济风险.....	3
（二）应对中长期经济发展挑战的系统性、有效性有待提高.....	4
（三）大规模减税降费政策的效果边际递减，宏观税负亟待稳定.....	4
（四）财政支出结构有待进一步优化，重供给轻需求、重投资轻消费、重企业轻居民的倾向依然存在.....	5
（五）财政政策在稳定预期和强化预期管理方面的作用有待增强.....	5
三、积极财政政策转型的五个方向.....	5
（一）财政政策理念由平衡财政转向功能财政，必要时打破 3%赤字率约束.....	5
（二）财政政策目标在实现短期经济稳定的同时，更加注重系统应对中长期挑战.....	5
（三）由注重收入政策转向以支出政策为主，推动收入政策从数量规模型转向效率效果型.....	6
（四）支出端政策要进一步优化结构，转向供给需求并重、企业家庭并重、投资消费并重.....	7
（五）更好地发挥财政稳定预期的作用，改“积极财政政策”为“扩张性财政政策”.....	7



一、积极财政政策的实施效果

（一）有力地应对了外生冲击、促进了经济稳定

本轮积极财政政策实施以来，成功应对了 2008 年全球金融危机、2020 年新冠疫情等外生冲击，确保我国经济总体平稳运行。2008—2010 年，以扩大政府投资、实施结构性减税为主的积极财政政策在供需两端发力，使我国经济保持在 9.9% 的平均增速，而同期的世界经济平均增速仅为 1.7%。2020 年以来，我国在全球经济变局、国内经济新旧动能转换、疫情冲击等多重考验下，以大规模减税降费和支出结构优化为主的积极财政政策持续发力，对减轻企业负担、改善居民预期、恢复微观主体信心等发挥了重要作用。2020—2023 年，我国经济平均增速为 4.7%，仍远高于同期世界经济平均增速的 2.3%。

（二）有效地激发了经济长期高质量发展潜力

中国经济从高速增长转向高质量发展阶段以来，以基础设施建设等公共投资拉动经济增长的传统模式面临挑战，财政政策向科技创新、绿色发展等领域倾斜，显著地激发了经济增长新动能，提升了经济长期高质量发展的潜力。

（三）增强了对社会民生的兜底保障作用

近年来，我国财政支出结构持续优化，教育、医疗卫生、就业支持、社会保障等领域的政策力度不断加大，从建设财政和吃饭财政逐步走向民生财政。根据财政部数据，2023 年我国农村最低生活保障水平比 2017 年提高了 73.3%，城市低保平均标准提高了 45.4%。2013—2023 年期间，全国一般公共预算民生相关支出（按教育、社会保障和就业、卫生健康、住房保障加总）规模平均增速为 8.5%，明显高于一般公共预算支出的 7.0%；上述民生支出占一般公共预算的比重从 2013 年的 35.1% 上升至 2023 年 40.7%。

（四）较好地防范了系统性财政风险

我国财政政策在保持积极有为、不断提质增效的同时，也愈加重视对财政风险尤其是政府债务风险的防范，守住不发生系统性财政风险的底线，为国家长治久安提供坚实保障。随着 2024 年末一揽子地方政府隐性债务置换政策的出台，以及地方政府持续推动城投公司压降融资成本 and 市场化转型等，地方政府化债压力和地方政府隐性债务风险将得到进一步缓解。

二、积极财政政策需要进一步解决的问题

（一）强调当期财政平衡，可能影响中长期财政经济风险

我国积极财政政策实施过程中，平衡财政理念影响较深。平衡财政泛指在一定的财政赤字规则下对财政收支进行综合平衡的财政政策理念，而功能财政更加强调为实现财政职能而确定财政政策，即根据国家宏观调控需要和社会公共需求合理确定财政支出和财政赤字的财政政策理念。我国赤字率常年不超过 3%（仅有少数特殊年份有所突破）是平衡财政理念的一种体现。

一方面，平衡财政下经济发展需求的资金难以得到满足，财政政策执行层面逐渐形成了“控赤字、扩专项债和隐性债务持续增加”的模式，加大了隐性政府债务风险的防



控化解难度。另一方面，经济的可持续发展是财政可持续的前提。若在 3%赤字率约束下的财政平衡并不足以有效地进行逆周期调节从而使经济及时走出泥潭，不足以防范系统性风险从而保障经济社会发展安全，那么即使不突破 3%赤字率也难以保证财政的可持续性。

（二）应对中长期经济发展挑战的系统性、有效性有待提高

第一，中长期财政运行紧平衡形势将持续，尤其是地方财政收支矛盾仍然存在。一方面，新旧动能转换、房地产市场低迷、减税降费等导致财政收入增收困难，土地财政转型紧迫性加大；另一方面，民生支出、付息支出等支出压力不减，上级政府多目标考核、民生提标扩围等加剧了支出刚性。部分地方政府以投资拉动经济增长的发展思路没有根本改变，从而进一步推升债务风险的隐患仍然存在。这种情况下，财政政策既要加力提效稳定经济发展，又要避免盲目扩张、加剧政府债务风险。

第二，财政政策对数字经济的适应性仍有待提高。数字经济占比逐步提高并将在未来成为主导，是大势所趋。平台经济、零工经济等新业态、新模式、新税源不断涌现，灵活就业人员规模庞大，同时数字经济也带来不少潜在风险。例如，随着人工智能、数字化替代的逐渐普及，可能会出现新的技术性失业；收入可能向少数科技巨头企业的所有者集中，传统行业从业人员收入下降等。目前，我国税收政策对新业态的适应性仍显不足，造成部分税收流失和社会不公；同时，财政支出政策对数字经济发展可能带来的失业、收入分配恶化等风险的应对仍有待加强。

第三，财政政策应对人口老龄化挑战的系统性有待加强。随着婴儿潮一代陆续退出劳动力市场，同时受生育观念变化、医疗卫生条件飞速改善等因素的影响，我国人口老龄化速度快于大多数发达国家。“未富先老”将对我国财政体系带来三个方面的明显冲击。一是医疗、养老、社会保障等基本公共服务需求不断增长，财政支出刚性不断上升；二是养老保险体系的完善慢于人口老龄化，财政对社保基金补助规模连年攀升；三是劳动人口规模减少，消费和投资活力减弱，将导致财源扩张逐渐受限。

第四，财政政策应对外部冲击的能力还有待提升。随着全球进入“特朗普 2.0 时期”，全球贸易摩擦日益升级，全球产业链重塑、地缘政治冲突风险上升。外部风险上升，可能对我国经济带来一定冲击，财政政策需要内外兼顾，以稳定国内经济发展大局。

（三）大规模减税降费政策的效果边际递减，宏观税负亟待稳定

在连续减税降费十余年之后，我国减税降费的效果边际递减。收入端的减税降费政策对缓解企业和居民现金流压力有一定效果，但在企业和居民信心不足的情况下，难以转化为有效的投资和消费，对经济的提振作用有限。

大规模减税降费带来的直接后果是宏观税负持续下行，政府负债率上升。2024 年，全国一般公共预算收入占 GDP 的比重已降至 16.3%，较 2013 年下降了 5.1 个百分点，再继续下降或不利于国家宏观调控和国家财政安全。同时，在财政支出刚性程度上升、难以大幅削减的情况下，收入减少将导致政府债务增加，但分母端的经济总量增长有限，政府负债率将上升，这将压缩我国财政空间，不利于财政可持续。

随着数量型减税降费政策效应的边际递减，收入端政策的结构性问题逐步显现。由于大规模、普惠性的减税降费政策较多，导致国民经济关键领域和重点环节的税收政策精准性不足。部分减税降费政策存在“一刀切”倾向，对不同规模、行业和生命周期阶段的企业缺乏精细化分类支持。例如，初创型科技企业可能比成熟的高新技术企业更需要政策的支持。



（四）财政支出结构有待进一步优化，重供给轻需求、重投资轻消费、重企业轻居民的倾向依然存在

当前直接作用于供给端、企业端的财政政策较多，包括给企业补贴、税费减免以及招商引资过程中各种优待政策，但是作用于需求端和居民端的政策较少，容易导致供需失衡和需求不足。而在需求端内部，财政支出侧重于通过政府投资稳增长，提振消费的力度和效果还有待加强。目前，医疗、教育、养老、住房保障的覆盖面和保障水平与居民期待仍有差距，还存在一定的制度障碍导致居民不敢消费、不愿消费和不能消费，财政政策在提高消费能力和消费意愿、增加供给与需求匹配程度等方面仍有较大发力空间。

（五）财政政策在稳定预期和强化预期管理方面的作用有待增强

预期对经济运行的作用愈发凸显，中央经济工作会议提出要加强预期管理。财政政策除了在传统意义上扩张需求和优化供给上产生作用外，有必要更好地发挥其稳定预期的作用。一方面，此轮积极财政政策已持续 17 年之久，市场难以从每年相似的政策表述中准确理解和识别政策信号，“积极”二字难以传递出财政政策的扩张属性，改善预期、提振信心的作用有限。另一方面，随着时间的延长，我国财政政策的“积极”的内涵实际上已发生了改变，从最初的扩张性政策转向侧重于主动作为和相机抉择。财政紧平衡以及化债压力之下，部分地区的财政政策表面上“积极”但实际上是紧缩的。这使得市场主体更加难以识别真正的财政政策取向，最终影响积极财政政策的执行效果。

三、积极财政政策转型的五个方向

（一）财政政策理念由平衡财政转向功能财政，必要时打破 3% 赤字率约束

我国经济发展的基本面有望保持稳中向好，超大规模市场、经济韧性强等有利条件将进一步释放，但人口规模减少、城镇化放缓、全球贸易摩擦升级等内外部因素将掣肘经济发展。2024 年 12 月召开的中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列于九项重点任务之首。财政政策的当务之急仍是维护经济稳定，尤其是通过拉动国内需求实现供需再平衡。

在经济增速放缓、财政增收困难的情况下，积极财政政策要想保持一定力度，就需要通过更多地举债来融资，这需要打破既有的财政理念，由平衡财政向功能财政转变，在必要时打破 3% 赤字率的约束。财政政策的基本功能之一是发挥逆周期调节作用以维护经济稳定，有效的财政政策不应该受到 3% 的赤字率约束。一方面，突破 3% 的赤字率不是要放弃财政纪律，财政纪律约束的主要力量在于完善的财政管理制度、规范的法律程序和严格的问责制度。欧美发达国家在应对国内外经济波动时都曾多次突破这一界限。美国联邦政府在疫情期间（2020—2022 财年）的赤字率平均高达 10.9%。另一方面，短期内提高赤字率，有助于更快推动经济回升，避免拖累中长期经济增长，从而实现经济的可持续发展。将发展置于更为核心的位置，是实现财政可持续性的关键。

（二）财政政策目标在实现短期经济稳定的同时，更加注重系统应对中长期挑战

站在更长期的角度，人口老龄化、数字经济、逆全球化等中长期挑战要求财政政策要统筹短期发展与中长期风险，财政政策目标在熨平经济波动的同时更加注重系统性防



范中长期风险。

第一，提高债务促进经济发展的效能，防范化解地方政府债务风险。债务规模并不是风险累积的关键，债务是否被合理、有效地运用才是问题的根本。换言之，若快速增加的债务没有被运用于能够激发经济增长潜力、有利于中长期社会发展的领域，那么债务风险爆发只是时间问题。如果增加的债务形成了优质资产，提高了经济运行效率，这就是好的债务。一是要将融资方式与投资需求相匹配，选择合适的融资方式，形成国债、地方一般债和地方专项债各司其职的债务格局，适当提高国债占比有利于缓释地方债务风险并加强中央宏观调控能力；二是要尊重政府投资边际收益率递减客观规律，逐步减少对专项债的过度依赖，促进债务期限结构与投资收益周期相匹配；三是要合理分配债务额度，强化项目绩效管理，动态优化专项债投向领域，提升债务资金使用效率。

第二，实施中期财政规划，加强财政中长期可持续性评估与监测。目前的预算制定过程以年度预算为主，较少涉及中长期财政收支预测及债务可持续性评估，这导致相关部门难以准确把握和监控财政政策实施后的财务后果。不少国家的实践表明，基于中长期财政规划和债务可持续性评估的财政政策实践，有利于增强财政纪律、加强问责、优化支出结构和降低政府债务风险。此外，实施中长期财政规划和债务评估还有利于跨周期预算平衡、平滑代际债务负担。实施中长期财政规划需要完善配套的预算管理制度，例如实施资本预算和债务预算。

第三，积极应对数字经济带来的潜在风险。当前中国经济正处于发展阶段转变与数字经济替代工业经济的转型期，财政政策既要呵护和支持相关领域发展，也要需要提前谋划、妥善应对相关风险。一是增强税收体系对新业态的匹配程度，防止税收流失和产生新的社会不公；二是加强社会保障体系建设，做好人工智能趋势下技术性失业人群的民生保障托底工作；三是加大和优化教育与培训投入，加快促进劳动力技能转型，以适应数字经济需求，同时促进人力资本积累；四是加强居民收入分配调节，弥合城乡数字鸿沟，促进区域、城乡均衡发展。

第四，积极应对人口老龄化趋势。加强养老保险的全国统筹，合理设计城乡居民和城镇职工基本养老保险缴费与待遇享受机制，确定年度合理涨幅。完善基本养老服务体系，鼓励家庭养老、社区养老、商业养老等多元化养老服务形式，加大对托底性养老服务基础设施的建设与运营投入，加强对低收入老年群体的基本养老服务保障。

第五，防范外部风险，增强经济韧性。财政政策要致力于构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。一方面，增强自身经济韧性与供应链安全。供给端，要加大对关键技术和产业的财政支持力度，加快突破卡脖子领域，合理运用财政资金引导产业链关键环节本土化，保障供应链安全；需求端，要全方位扩大国内需求，减少对国外市场的依赖，增强经济韧性。另一方面，对于可能的外来冲击提前做好应对准备。灵活运用出口退税、关税政策对冲国际贸易摩擦影响；加强“一带一路”等区域合作机制，拓展多元化市场，分散地缘政治风险。

（三）由注重收入政策转向以支出政策为主，推动收入政策从数量规模型转向效率效果型

考虑到当前宏观税负已经偏低，不可再大幅下降，应实施有增有减的结构性减税降费，加大收入端政策对国民经济关键领域和重要环节的支持力度。宏观税负稳定是应对经济波动和各种外生冲击、实施社会管理、落实各项国家重大战略任务的财力基础。未来不宜再出台大规模减税降费政策，应在落实好既有的减税降费政策和保持宏观税负基本稳定的基础上，进行结构性调整与优化，更加追求政策的精准性和效率效果，推动减



税降费从数量规模型走向效率效果型。其一，应清理不必要的税收优惠，提高关键领域和重要环节（例如科技创新、小微企业、鼓励生育等）的税收优惠政策的精准性；其二，选择对普通居民影响不大、但有利于推动绿色发展、缩小贫富差距的税种进行税负的结构调整；其三，根据经济发展状况及时研究探索新税源，例如研究探索数字资产税、碳税等。

相较而言，有效需求不足的情况下，财政支出政策更加直接有效。一是政府消费和投资是社会有效需求的一部分，直接增加总需求；二是部分财政支出可以转化为企业和居民收入，刺激需求增加；三是财政支出具有乘数效应，可以带动更多的民间投资和消费。因此，为进一步激发有效需求、巩固经济回升向好态势，我国财政政策的优化重点应转向以支出端政策为主、收入端政策为辅。

（四）支出端政策要进一步优化结构，转向供给需求并重、企业家庭并重、投资消费并重

支出政策要更多地从作用于供给和企业端，转向需求和家庭端，给特定家庭群体发放补贴以及提高家庭部门的社会福利水平。支出政策要从投资为主转向消费与投资并重。党的二十大报告明确提出“增强消费对经济发展的基础性作用和投资对优化供给结构的关键作用”。投资与消费是并重的，两者共同构成经济循环的有机整体。一方面，优化政府投资方向。未来政府投资要与人口流动挂钩，满足流动人口的生产、生活需求；与人口结构挂钩，加大高质量养老服务设施供给；与安全挂钩，加大老旧小区、城市地下管网、防洪设施等的更新改造力度；与激发经济增长潜力挂钩，更多支持信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施等新型基建。另一方面，加力提振消费。例如，强化民生领域投入，增加对特殊人群（青年失业群体、城乡低收入群体、多子女家庭等）的补贴，加大养老、医疗财政投入，增加教育、保障性住房等支出。

（五）更好地发挥财政稳定预期的作用，改“积极财政政策”为“扩张性财政政策”

从当前宏观经济形势出发，建议将狭义赤字率（基于一般公共预算）提高到 4.0%，以释放稳增长强烈信号，从而稳定预期、扩大总需求并缓解地方财政压力；同时，根据公共投资需要实事求是地确定专项债规模。

明确当前财政政策“积极”的内涵，必要时将“积极财政政策”的表达改为“扩张性财政政策”，以传递更加明确的信号。我国整体政府债务负债率偏低，且当前我国名义利率持续下行，政府举债成本不断下降，为实行扩张性财政政策进一步打开了空间。理论上，当有效的财政政策能够使经济增长保持在高于实际利率的合理区间，长期看不必过于担心债务的可持续性问题，债务风险也只有在经济实现平稳发展的前提下才能逐步化解。

当前时代政策宣传和信息传递更加准确和高效，财政政策转型的利大于弊。1998 年提出积极财政政策而非采用扩张性财政政策的提法，主要考虑到政策转变的突然性（在这之前实行的是适度从紧的财政政策）和微观主体的接受度，避免对经济造成过大冲击，后在 2008 年应对全球金融危机时沿用了这一提法。继续采用“积极财政政策”的提法可以维持政策调控的灵活性，避免政策频繁转向，但也增加了政策理解成本。当前市场主体对经济形势和财政政策效果的认知更加全面、客观，鲜明地提出扩张性财政政策非但不会引起较大的冲击，反而可以传递更加鲜明的信号，有力提振市场主体信心。

需要指出的是，扩张性财政政策的短期属性更明显，应随着经济形势的变化及时调



整或淡出。中长期财政政策应根据宏观调控和社会发展的需要合理确定实际赤字率水平，逐步采用（基于全部财政收支的）全口径赤字和赤字率。



分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com