



大公国际：评级视角解读——更加积极的财政政策助力提升财政体系韧性

国际合作部 何岩浩

2025 年 3 月 18 日

2025 年“两会”定调实施更加积极的财政政策，财政赤字率参照 4.0% 安排，新增 11.86 万亿元政府债务规模。我们认为，中国扩大财政赤字率至更具弹性的目标区间具有充分的空间——中央政府杠杆率低位、政府净金融资产高位、融资成本低位。同时，当前实施更加积极的逆周期财政政策也是必要的，从评级视角看，经济发展的内生动力是财政可持续性的根本保障，更加积极的逆周期财政政策既是应对短期经济下行压力的必要举措，更是推动经济结构转型、培育新质生产力的战略考量，使中国在经济高质量发展中实现财政系统的韧性进化。

一、实施更加积极的财政政策具备充裕的空间。

首先，财政赤字率目标应根据国家具体情况而定，且中国财政赤字率低于平均水平。目前，财政赤字率标准通常来自 1992 年签署的《马斯特里赫特条约》里规定的 3.0% 的水平，但一方面该标准是为了建立统一货币，以保障欧洲共同体国家经济货币财政的趋同，避免差距过大，另一方面其适用的国家经济发展水平较高。因此，该标准在国际层面的适用性不高，且在欧元区国家层面中也并未严格遵守。我们认为，财政赤字率目标设定上，应参考该国经济社会发展需要、财政资源、财政支出方向和效能以及国家长期发展目标等，不能仅仅看赤字率、赤字规模。2025 年，中国财政赤字率参照 4.0% 的水平安排，即在数字上打破“常规”，寻求中国特色财税理论创新，以自身发展需要设定合理目标。同时，根据 IMF 估计数据显示，2025 年发达国家、新兴市场和发展中经济体财政赤字率分别为 4.5% 和 5.5%，且随着全球经济下行压力加大，各国政府更多采用逆周期财政调节作为支撑经济的重要手段，相比之下，中国 2025 年财政赤字率并不算高。

其次，中国中央政府杠杆率低位和金融资产高位使更加积极的财政政策具备充裕的空间。一方面，截至 2025 年 1 月，央行国债托管数据显示国债余额为 34.1 万亿元，中央政府债务负担率约为 25.3%，对比全球主要国家中央政府仍处于较低水平，使其具备充足的加杠杆空间。从国债和地方债增量来看，2016-2023 年之间，地方政府债务增量高于国债增量，2024 年中央政府和地方政府债务增量相当，中国政府加杠杆的主力变为中央政府，通过中央政府“加杠杆”来帮助地方政府“稳杠杆”。另一方面，考虑到 2025 年两会批准的新增政府债务规模



和此前批准的地方债务置换规模，粗略估计 2025 年底政府债务总量约为 96.0 万亿元，约占 GDP 的 66.5%，仍明显低于 IMF 预测的美国、日本以及欧盟等主要经济体同期分别约 124.1%、245.7%和 83.2%的债务负担率水平。同时，考虑到中国政府债务此前大部分投向资本支出领域，形成了大批有效资产，并持续产生正的现金流。根据中国社会科学院国家资产负债表研究团队编撰的《中国国家资产负债表 1978—2022》，2022 年中国广义政府部门净金融资产为 109.3 万亿元，中国政府庞大的金融资产规模也为政府大规模举债提供有力保障。

最后，适度宽松货币政策下的低融资成本为逆周期财政政策提供了充裕的融资空间。2025 年 3 月，政府工作报告提出“实施适度宽松的货币政策，适时降准降息”，这是近 10 余年来货币政策基调首次由“稳健”转为“适度宽松”，因此即使大规模发行专项债、超长期特别国债，财政的融资成本也相对较低。2024 年，中国政府利息支出占一般公共预算支出比例为 4.5%，尽管 2025 年政府存量债务规模增加，但在未考虑 2025 年融资成本下降的情况下，仅参照 2024 年平均融资成本计算的 2025 年政府利息支出占一般公共预算支出比例约为 5.0%左右，也较 IMF 数据显示的同期发达国家、新兴市场和发展中经济体的 6.0%和 18.9%要低，大规模的逆周期财政政策并没有显著增加利息支付负担，也保障了充裕的融资空间。

二、更加积极的财政政策“标本兼治”，短期对冲经济困难和挑战，长期重塑经济结构，有助于形成财政可持续的正向循环通路。

短期来看，逆周期财政政策可以有效对冲经济面临的困难和挑战。2024 年 9 月以来，中国政府推出促进消费和投资的政策措施，抵住了 2024 年二季度、三季度以来经济运行压力加大的局面，顺利实现全年经济发展预期目标。从以往国际机构对中国经济增长预期来看，存在普遍低估的现象。以 IMF 为例，虽 2024 年根据形势对中国经济增长予以上调，但四次发布的中国增速预期均值为 4.8%，整体来看还是较实际值偏低。回溯穆迪和惠誉对中国主权信用评级展望给予下调时，给出的 2024 年经济增速分别为 4.0%和 4.5%，较中国实际经济增速出现明显偏差。这表明中国经济虽面临来自内外部形势的不利影响，但中国政府积极释放政策空间，成功应对了经济面临的困难和挑战，且中国经济增长是在全球经济增长下行的背景下，也为稳定全球经济带来积极贡献。2025 年，在国内形势趋稳但国际形势愈发复杂的情况下，财政政策释放更加积极的信号，继续在“惠民生、促销费、增后劲”等重点领域加强保障，并在超长期特别国债的支持下，继续加



快“两重”“两新”政策落地，有效释放投资和消费需求，相信在中国政府一以贯之的战略定力下，2025年可以完成全年5%的经济增长目标。

长期来看，更加积极的财政政策有助于重塑经济结构。中国经济正处在换挡期，一方面由于当前中国正在逐步突破“中等收入国家”向“高收入国家”迈进，不同发展阶段所依赖的经济动能存在差别，这就需要财政政策重点向培育新动能倾斜，另一方面中国宏观经济理念创新，新时代中国经济已从高速增长阶段转向高质量发展阶段，发展方式正由要素投入驱动型向创新驱动型转变。在此基础上，2024年底中央政治局会议首提“加强超常规逆周期调节”，今年政府工作报告提出2025年实施“更加积极的财政政策”，体现了中国高层领导经济工作的政治智慧，重塑中国经济结构，为中长期经济发展构建可持续的增长动能。

第一，财政支出向消费边际倾斜带动经济拉动率长期向消费转型。改革开放以来，中国三大需求结构拉动率逐步由投资转向消费，尤其是党的十八大以来，消费对经济增长的拉动作用日益突出，成为经济增长的主导因素。消费在中国经济增量中的贡献大幅上升，标志着中国经济进入一个新的转折点。根据国家统计局最新国民经济和社会发展统计公报数据显示，截至2024年中国境内住户存款152.2万亿元，较上年增加10.4%，具备极大的消费潜力。2025年，中国政府计划发行1.3万亿元超长期特别国债，其中用于消费品以旧换新的资金规模较上年翻番至3000亿元，同时增量财政支出在增加养老金、医保、育儿补贴等民生保障方面发力，以完善社会保障体系。今年政府工作报告中，将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”作为2025年首要任务，也体现出财政支出方向向消费领域边际倾斜，将通过形成完善的保障体系、增强消费能力等方面实现长期扩大内需的目的。中长期来看，这将充分释放国内大市场、14亿人口的消费潜力，并且伴随中国进入“高收入国家”，中国经济将转型进入“收入提升—消费增长—经济上升”的新阶段，消费也将成为带动中国经济稳步增长的基本盘。

第二，地方政府化债进展良好，缓解风险的同时释放新增投资空间。首先需要明确，中国政府目前的化债工作长期是有利于经济增长的。近期，受到土地财政转型和高债务杠杆的影响，中国地方政府投资扩张能力受到制约，这也是中国经济下行压力加大的一个主要原因。2024年中国政府推出最大力度的地方政府隐性债务化解方案，在2024-2028年期间通过发行政府债券合计置换10万亿元隐性债务。一是隐性债务置换并不涉及新增债务，只是将隐性债务显性化，这将



使政府债务管理更加透明化和规范化,也可以使国际社会对中国债务有更加科学的评估和认知;二是显性债务周期长、成本低,也使得地方政府债务风险不断下降;三是地方政府债务置换将腾挪出重点领域投资空间,以促进科技、绿色等领域发展,在促进经济平稳增长的同时谋划高质量转型方向。

第三,财政政策引导经济结构向创新引领的新质生产力转型,为经济的持续发展提供强大内生动能。2025 年政府工作重点任务之一是“因地制宜发展新质生产力,加快建设现代化产业体系”,财政投入也将围绕支持培育新质生产力,建设现代化产业体系持续加大投入,其中一般公共预算支出中科学技术支出 1.2 万亿元,还将设立国家创业投资引导基金,带动地方资金、社会资本近 1 万亿元,税收上继续给予高新技术企业税收优惠。新质生产力的核心在于以科技创新为引领突破传统要素依赖,以全要素生产率大幅提升为核心标志,是未来先进生产力的代表。财政政策作为国家战略转型的核心杠杆,正通过系统性制度设计与资源倾斜,推动经济结构向创新驱动的新质生产力跃迁,为高质量发展注入可持续的内生动能。纵观人类历史上几次重要的创新革命,财政政策均发挥着重要作用,因此在世界主要国家都在寻找科技创新突破口的当下,中国财政提前发力布局,为创新驱动战略提供充足财力保障,抢占未来经济科技发展的先机,对加快形成以创新驱动的新质生产力具有重要支撑作用,这也为中国经济长期高质量发展提供信心和保障。

三、评级的视角来看,经济发展才是财政可持续的“第一性原理”。

评级视角来看,债务是以未来可创造财富的现值为基础的,若未来财富创造无法保障,债务也就如同无源之水。历史经验表明,主权债务不可持续的本质多是经济转型滞后的结果,表面是长期财政失衡导致债务积累,实则是经济结构僵化导致财富创造能力萎缩。财政可持续并非简单的“收支平衡”或“债务可控”,本质而言取决于一国经济能否通过结构与效率升级,持续创造财富,并与财政形成正向循环通路,从根本上消解债务压力。因此,经济发展的内生动力是财政可持续性的“第一性原理”。

而实现经济发展的内生动力的关键,在于财政政策与经济发展模式的协同演进。这体现在财政资源的运用上,将财政资源配置向科技创新、人力资本、制度创新等领域倾斜,虽无法直接转化为当期财政收入,但通过提升生产要素的质能,在长期构筑更具竞争力的经济结构,使经济走向“全要素生产率驱动”的高质能可持续发展之路。当创新成为推动经济体价值创造的主导力量时,将会激活经济



系统造血功能，单位产出的财政贡献率将显著提升，形成“经济高质量发展—税源保障—财政持续”的正反馈循环。

中国近年来的财政理论与实践正是基于财政与经济的共生逻辑。中国财政政策跳出传统收支平衡框架，着力构建“创新支出-结构升级-税基优化”的传导机制，财政收入端和支出端均向创新型、知识密集型领域持续发力，推动生产要素从传统部门向绿色经济、数字技术、人工智能等新质生产力领域稳步迁移。这种将财政资源嵌入经济价值系统创造的架构，使中国在经济高质量发展中实现财政系统的韧性进化。

报告声明

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。