

2026 年 7 月 27 日



总量研究

财政紧平衡：界定、结构变化与经济联动

——财政政策专题研究系列之十七

要点

界定：把财政收支放回名义经济的参照系

我们设定名义 GDP 增速为 g ，广义财政收入和支出增速分别为 r 、 e ，以两个增速差 $r-g$ 、 $e-g$ 划分四象限，再以年度收支增长压力 $e-r$ 作二级判别。得到两种类型的财政紧平衡，合称为“广义紧平衡”。“显性紧平衡”（第四象限）： $r < g$ 且 $e > g$ ，是最直观、最严格的“紧平衡”。“隐性紧平衡”： $r < g$ 且 $e < g$ （第三象限）但 $e > r$ ，财政支出压低仍无法覆盖收入缺口。

识别：2005 年以来，“财政紧平衡”从周期性现象固化为结构化状态

22 个年度中广义紧平衡合计 11 年、占 50%：显性 5 年，隐性 6 年。四组证据显示周期→结构的切换：频率抬升且不再回落；收入端周期摆动消失；增速差均值系统性下台阶；缓冲清零：“扩张宽裕”年数由 3 年递减至 0，财政再无积累财力的窗口期。

解释：收入份额塌陷是结构化的根源，土地是主因

收支相对名义经济的位置整体下移： $r-g$ 、 $e-g$ 分别由 2005-2011 年的+6.3pct 降至 2021-2025 年的-6.1、-4.4pct，压力来源由“支出主动加力”切换为“收入基础塌陷”。

广义财政收入增速于 2021 年阶段性见顶后呈下降趋势。2021-2025 年，土地出让收入累计下降 52.3%，占比由 29.9%降至 14.7%，且经由专项债资本金、城投现金流和涉地税收产生乘数式传导。税收弹性缺失使收入无法自我修复（2021-2025 年税收收入年复合增速仅 0.5%，2026 年预算勉强回到 2023 年峰值）；非税收入 2024 年冲高后退潮，“补位”具有脆弱性。

联动：季度视角下紧平衡与经济表现（2016Q1-2025Q4）

以当季口径逐季判别：40 个季度中广义紧平衡 23 季、占 57.5%（显性 15 季+隐性 8 季）；2021Q4 是结构切换点，此后 17 个季度中紧平衡占 14 季，仅存例外均由一次性因素驱动，修复窗口基本消失。三个规律：

规律一：“显性紧平衡”是经济减速的应激反应： g 平均较上季回落 1.0pct，其后一季企稳 0.4pct，财政脉冲能短暂止住经济增速下跌但不足以逆转趋势；

规律二：“隐性紧平衡”对应较低的经济增长水平（ g 均值仅 5.2%）与近零经济动量，呈“低位自锁”状态，打破需中央加杠杆等外生力量；

规律三：“财力修复”对应的经济高增长（ g 均值为 10.5%）多为基数与一次性收入制造的“好看的陷阱”，其后一季 g 平均回落 2.9pct。

2025 年形态独特：Q1-Q3 在赤字率 7%-10%的高位平台上连续三季“显性紧平衡”；Q4 退入“高赤字、弱脉冲”的“隐性紧平衡”；

2026 年预算对应的年度判别重回“显性紧平衡”（ $e-g$ 仅+0.16pct，压力主要在收入端）。

4、风险提示

政策效果不及预期引发市场波动；对政策框架理解偏差引致的对政策不合理预期。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001
010-58452066
zhang_xu@ebcn.com

分析师：李枢川

执业证书编号：S0930521040004
010-58452065
lishuchuan@ebcn.com

目 录

前言	4
1、“财政紧平衡”的界定与类别	4
1.1 关于“财政紧平衡”概念的梳理	4
1.2 “财政紧平衡”的界定：四象限与二级判别	5
2、2005 年以来“财政紧平衡”的识别与解释	7
2.1 数据整理与统计	7
2.2 2005 年以来我国“财政紧平衡”：从周期性现象转为结构化状态	11
2.3 我国财政紧平衡从周期性现象转为结构化状态的解释	13
3、从季度数据看财政紧平衡与经济表现之间的联动	18
3.1 2016 年以来季度财政平衡状态判别	19
3.2 财政平衡状态与季度经济的联动	21
4、风险提示	22

图表目录

图表 1：四象限的条件、命名和判别	6
图表 2：2005-2025 年我国经济名义增速情况	7
图表 3：从名义经济增速看我国经济演变阶段.....	7
图表 4：2005 年以来我国广义财政收入和支出增速整体特征	9
图表 5：2005 年以来我国广义财政收支增速情况	10
图表 6：2005 年以来我国广义财政收入和支出增速阶段特征	11
图表 7：2005-2026 年我国财政平衡的四象限分部情况.....	11
图表 8：2005 年以来我国广义财政收入和支出增速阶段特征	11
图表 9：财政紧平衡的相关表现.....	12
图表 10：三个指标差值的分阶段均值情况.....	14
图表 11：财政收入增速相对经济名义经济增速的偏离情况	14
图表 13：2022 年以来我国广义财政收入与峰值（2021 年）的差率.....	15
图表 14：2010 年以来我国税收、非税和土地出让收入的绝对值情况.....	16
图表 15：2010 年以来我国税收、非税和土地出让收入在广义财政收入总占比情况	16
图表 16：2021 年至 2026 年广义财政收入变化的分项贡献.....	17
图表 17：2010 年至 2026 年土地出让收入的演变情况.....	18
图表 18：2016 年以来各季度经济增速和财政收支增速对照情况	19
图表 19：2016 年以来逐季财政平衡状态判别.....	19
图表 20：赤字率、财政脉冲与经济表现.....	21
图表 21：分状态的经济表现：增长水平与前后动量	21



前言

财政政策是当前宏观政策体系中的重要抓手。财政平衡是观察财政政策设计和实施的重要视角。当前，我国财政政策保持积极取向，同时更加重视支出效率、债务可持续和跨周期安排，财政整体呈现“紧平衡”态势。在本篇报告中，我们将主要探讨一下内容：

- 1) “财政紧平衡”的界定；
- 2) 2005年以来我国财政平衡状态的识别和阶段划分；
- 3) 我国“财政紧平衡”从周期性现象转为结构化状态的原因；
- 4) 近10年来我国“财政紧平衡”与经济表现之间的联动。

1、“财政紧平衡”的界定与类别

1.1 关于“财政紧平衡”概念的梳理

2026年全国“两会”时期，财政部部长蓝佛安在出席十四届全国人大四次会议经济主题记者会上回答记者提问时表示，“当前，我国经济已经由高速增长转向高质量发展阶段，国内外环境也更趋复杂严峻。一方面，财政收入增长承压；另一方面，国家建设、民生保障等刚性支出需求不减，财政呈现紧平衡态势”。

那么，何为“财政紧平衡”？在这次记者会上，蓝部长对紧平衡的解释需关注两个方面：一方面是财政收入增长承压，另一方面则是国家建设、民生保障等刚性支出需求不减。从这两个关注点来看，“财政紧平衡”的政策口径大致概括为：“财政紧平衡”是财政收入增长能力和可用财力相对于刚性、重点及逆周期的财政支出需求偏弱，需要强化融资、统筹和支出调整才能实现年度及中期平衡的财政运行状态。

学术研究中，与“财政紧平衡”最接近的概念是财政压力。比较常见的测度是财政收支缺口的相对水平，即： $(\text{财政支出}-\text{财政收入})/\text{财政收入}$ 。财政收支缺口的相对水平越大，政府面临的财政压力即越大。

上述准定义和测度，可以回答“当前财政收支缺口有多大”问题，但不容易回答以下问题：

- 1) 财政收入是否跟上了经济税基；
- 2) 财政支出是否相对于经济扩张；
- 3) 财政压力是因为主动加大支出，还是因为收入下降；
- 4) 财政支出已经放缓后，财政压力是否仍在恶化；
- 5) 同样的财政收支缺口，是周期性压力还是结构化压力。

应对上述问题，需要对“财政紧平衡”的界定找一个更准确的坐标系。

1.2 “财政紧平衡”的界定：四象限与二级判别

要更好更准确观察“财政紧平衡”，需要结合当时的经济状况，让经济运行状态成为观察的坐标系。这是本篇报告提供的视角。

我们对“财政紧平衡”研究的出发点，是把财政收入和财政支出放回名义经济增长的参照系。我们设定名义 GDP 增速为 g ，广义财政收入增速为 r ，广义财政支出增速为 e 。之所以选择名义而不是实际经济增速，是因为财政收入和支出均以现价金额计量，税基、企业利润、工资、进口金额、土地和资产交易价格都会受到价格水平影响。若仅与实际 GDP 比较，会在平减指数明显变化时误判财政汲取能力和支出强度。

我们需要测算两个增速差：

- 1) 财政收入相对名义经济的增速差 $r-g$ ；
- 2) 财政支出相对名义经济的增速差 $e-g$ 。

这两个差值的正负，分别对应财政收入占名义 GDP 比重（下文简称“财政收入份额”）和财政支出占名义 GDP 比重（下文简称“财政支出份额”）的大致变化方向。

两个增速差会形成四种状态（这里称之为“四象限”）：

- 1) 第一象限是 $r>g$ 且 $e>g$ ，可称为“双升型扩张平衡”：财政收入和支出增速都快于名义经济，收入/GDP 和支出/GDP 倾向同时上升，政府在经济中的资源动员和支出份额均扩大；
- 2) 第二象限是 $r>g$ 且 $e<g$ ，可称为“财力修复型平衡”：财政收入份额提高而支出份额下降，是四种状态中财力改善最清晰的一种；
- 3) 第三象限是 $r<g$ 且 $e<g$ ，可称为“双降型收缩平衡”：财政收入和支出增速都慢于名义经济，财政份额整体收缩，但其中既可能是主动压支出实现平衡，也可能是收入更弱、支出虽被动压低仍无法消除压力所致；
- 4) 第四象限是 $r<g$ 且 $e>g$ ，可称为“显性紧平衡”：财政收入份额下降，财政支出份额上升，收入基础弱化与支出责任扩张同时发生，是最直观、最严格的“财政紧平衡”。

四象限分析框架的价值，在于它把“财政紧平衡”的判别从赤字率或收入增速等单指标判断，转化为财政收支份额相对变化的判断。需要关注的问题是，单纯的四象限判别仍有不足，因为处于同一象限时，财政收支的压力可能完全不同。如 2014 年和 2024 年都属于第三象限，2014 年收入增速比支出增速高 0.5pct，是收缩中的平衡修复；2024 年支出增速却比收入增速高 4.6pct，但支出已经低于名义经济增速，只是收入下降更快，属于压低支出仍未解除的财政紧张状态。

因此，在四个象限外，我们还增加了第二个判别量，即年度收支增长压力 $P=e-r$ ，也就是财政支出增速减去财政收入增速：

- 1) $P>0$ 表示支出增长快于收入增长，年度收支缺口（支出总规模减去总收入规模）趋于扩大；
- 2) $P<0$ 表示支出增长慢于收入增速，年度财政收支压力趋于缓解。

P 这个指标与四象限承担不同功能： $r-g$ 和 $e-g$ 判断财政收入、支出相对于经济的升降方向， $e-r$ 判断财政收入能否覆盖支出。三个指标结合在一起，可以给出更精确的概念：

- 1) 狭义紧平衡是第四象限： $r < g$ 且 $e > g$ ，即财政收入增速低于名义经济增速、财政支出增速高于名义经济增速。相较来说，这个类型特点明显，我们可以归类为“紧平衡”的显性状态或者直接称之为狭义紧平衡。
- 2) 当财政在收支两端增速都慢于经济增速，但收入端下降更快时，即 $r < g$ 、 $e < g$ 但 $e > r$ ，我们可以认定为“紧平衡”的隐性状态。这类状态在第三象限，属于第三象限中的一种情况。
- 3) 两类财政状态，可以合称为“广义财政紧平衡”。归纳来看，可以看到“紧平衡”最突出的特点是：财政收入偏弱时，财政支出仍维持在高水平；当财政支出增速高于经济名义增速时，归为“显性紧平衡”；财政支出增速虽然低于经济名义增速，但仍高出同期财政收入增速，则归为“隐性紧平衡”。

根据上述分析，本报告将“财政紧平衡”的最终界定为：广义财政收入增速低于名义经济增速，导致财政收入份额下降，同时财政支出增速高于收入增速，新增财政支出不能由新增财政收入充分覆盖，需要依靠债务、调入资金、转移支付或压缩其他支出实现年度平衡的状态。其中，财政支出增速高于名义经济增速的状态是“显性紧平衡”；财政支出增速支出低于名义经济增速但仍高于财政收入增速的状态是“隐性紧平衡”。

从上述界定可以里看到，“财政紧平衡”和“财政扩张”并非反义词。第四象限的财政状态意味着财政在收入增速弱于名义经济增速的情况下仍维持支出强度，政策取向可能是积极的，但财力约束最明显；第三象限中的“隐性紧平衡”则可能意味着财政政策扩张意愿仍在，但受到收入、债务、项目或现金流约束，财政支出无法跑赢名义经济。前者是“扩张中的紧”，后者是“收缩中的紧”。因此，评价财政政策不能简单地支出增速高就是宽松、支出增速低就是紧缩，也不能把赤字扩大直接等同于财力宽裕。财政政策的方向与财政部门的资源约束是两个维度：政策可以积极，而预算运行仍然紧张；支出可以放缓，但收支压力仍可能恶化。

另外，从会计关系看，“紧平衡”的核心是财政收入份额下降与对支出的覆盖不足同时存在。 $r < g$ 意味着财政收入相对于名义经济的弹性低于 1，若持续发生，财政收入/GDP 比重会趋势下降。 $e > r$ 意味着财政支出相对财政收入形成了超额增长，需要通过赤字、债务、调入资金、结转结余、资产处置或上级转移支付弥补；若仅发生一年，可能是财政政策主动进行逆周期调整；若连续多年，则会累积为债务、付息、存量资金消耗和地方财政压力。

图表 1：四象限的条件、命名和判别

象限	条件	命名	财政份额方向	“紧平衡”判断
I	$r > g, e > g$	双升型扩张平衡	收入/GDP 与支出/GDP 均上升	扩张性财政，不列入“紧平衡”类别
II	$r > g, e < g$	财力修复型平衡	收入/GDP 升、支出/GDP 降	否
III	$r < g, e < g$	双降型收缩平衡	收入/GDP 与支出/GDP 均下降	$e > r$ 时为“隐性紧平衡”
IV	$r < g, e > g$	显性紧平衡	收入/GDP 降、支出/GDP 升	“显性紧平衡”

资料来源：光大证券研究所整理；注：我们设定名义 GDP 增速为 g ，广义财政收入增速为 r ，广义财政支出增速为 e

2、2005 年以来“财政紧平衡”的识别与解释

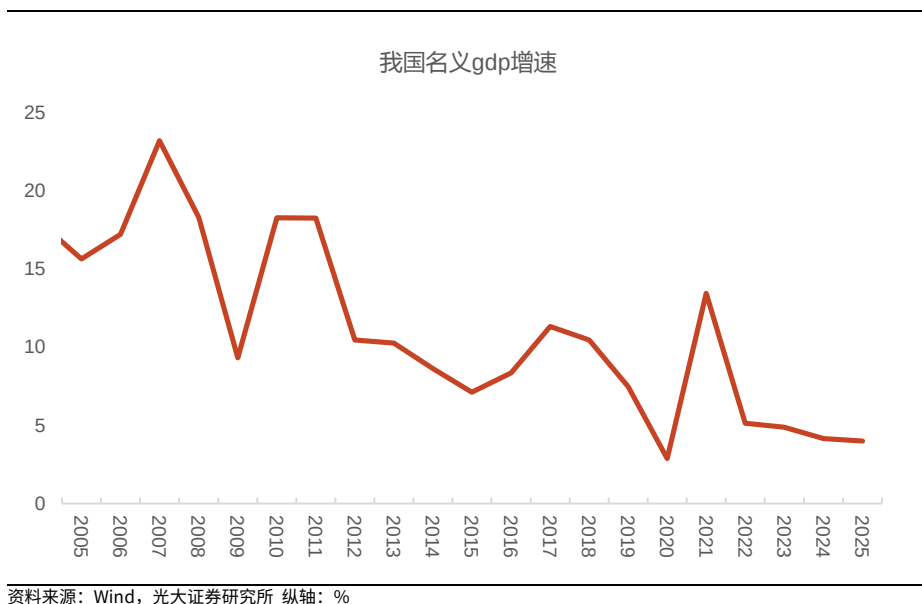
2.1 数据整理与统计

我们要区分“财政紧平衡”状态的不同阶段，需要 3 组年度数据序列：名义经济增速、财政收入增速和财政支出增速。对于这三组数据，我们逐个分析和整理。

1) 名义经济增速。名义经济增速数据的获取相对比较容易，通过 GDP 现值进行同比即可。

整体来看，2005-2025 年，我国名义经济增速整体呈现“高位扩张--波动回落--中速换挡--疫情扰动--低位运行”的演变特征。2005-2025 年均值约为 10.9%，最高点出现在 2007 年，为 23.2%；最低点出现在 2020 年，为 2.9%。近 20 年来，我国名义经济增速的中枢已经明显下移，早期两位数高增长逐步转向近年 4%-5%左右的低位平台。

图表 2：2005-2025 年我国经济名义增速情况



图表 3：从名义经济增速看我国经济演变阶段

阶段	时间	平均增速	主要特征
高速扩张	2005-2008 年	18.6%	名义增速长期处于高位，2007 年达到 23.2% 的峰值，经济规模快速扩张。
波动回落	2009-2011 年	15.3%	2009 年降至 9.3%，随后 2010-2011 年快速反弹至 18% 左右，波动明显
换挡降速	2012-2019 年	9.3%	增速中枢由两位数附近下移至 7%-10% 区间，2017-2018 年有短暂回升。
疫情扰动	2020-2021 年	8.2%	2020 年降至 2.9%，2021 年反弹至 13.4%，主要体现低基数与阶段性修复。
低位平台	2022-2025 年	4.5%	增速稳定在 4%-5% 左右，2025 年为 4.0%，显示名义经济扩张动能偏弱。

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2) 广义财政收支数据。这块的数据获取相对复杂，主要是因为我国的预算核算体系并不是一开始就非常齐备健全的，国家预算经历了持续不断地改革才形成当前的四本预算核算体系。

当前，我国预算核算由四本预算账本构成，即一般公共预算、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。四本预算账本基本将与国家财政活动相关的收支数据纳入其中。

一般公共预算。一般公共预算存在的时间最长，从 1950 年开始既有所谓的国家财政。对于这块预算的称呼，至 2010 年以前，通常的称呼均为“国家财政”，并分别进行收支的核算。2010 年，这部分预算被改称为“全国公共财政”，并一直持续到 2013 年。2014 年，伴随着《预算法》的修订，这部分预算的被固定称之为“一般公共预算”。在历年的财政年鉴中，有一个“国家财政收支总额及增长速度（不包括国内外债务部分）”，统计的即为这部分的预算收支情况。例如，按照《2010 年财政年鉴》，2009 年我国全国财政收入总额为 68518.3 亿元，而“国家财政收支总额及增长速度（不包括国内外债务部分）”中 2009 年财政收入的数据即为 68518.3 亿元。

政府性基金预算。很长时间以来，我国预算并不健全，大量的财政资金游离在预算之外。1991 年，国务院发布《国家预算管理条例》，一方面征收国家预算调节基金充实预算内资金，另一方面，则将国有企业收入从财政收入中剥离，以匹配企业作为自主经营、自负盈亏的主体的要求。1994 年《预算法》颁布，开始持续规范预算外资金。1996 年《国务院关于加强预算外资金管理的决定》颁布。其主要内容包括：禁止将预算资金转移到预算外；将部分预算外资金纳入财政预算管理；加强收费、基金管理；严格控制预算外资金规模；预算外资金要上缴财政专户，实收收支两条线管理；加强预算外资金收支计划管理；严格预算外资金支出管理，严禁违反规定乱支挪用等等；1996 年财政部印发《政府性基金预算管理办法》，规范政府性基金管理。2002 年，财政部将公布保留的 33 项基金全部纳入预算管理。2006 年 12 月，国务院发布《关于规范国有土地使用权出让收支管理的通知》，首次明确土地出让收支的管理问题，规定从 2007 年 1 月起，国有土地出让收入全部缴入地方国库，支出一律通过地方基金预算，实行彻底的“收支两条线”管理。2008 年，彩票收益金等纳入基金预算管理。2010 年 9 月，为加强政府性基金管理，财政部发布《关于印发〈政府性基金管理暂行办法〉的通知》，要求政府性基金收支纳入政府性基金预算管理，并对预算管理作了全面的规定。对于这部分资金的规模，在历年财政年鉴中，有一个统计数据“预算外资金收支总额及增长速度”，其中，收入数据的统计始自 1952 年，支出数据的统计则始自 1982 年，统计截至时间为 2010 年。另外，我国从 2008 年才开始发布政府性基金预算的收支数据。但这两部分数据之间有一定的差异。例如，根据“预算外资金收支总额及增长速度”统计数据表，2010 年我国预算外资金收入和支出分别为 5794.4、5754.7 亿元；而我国 2010 年政府性基金预算的收支则分别为 36785.0、33951.2 亿元；两者差距较大。所以“预算外资金收支总额及增长速度”这一统计数据并不能与政府性基金预算划上等号，且从 2010 年其与政府性基金预算表现出来的巨大收支差距来看，在 2010 年以前，我国可能仍有一定规模的财政收支数据并没有纳入到公开的统计数据中来。

国有资本经营预算。我国从 2010 年才开始发布国有资本经营预算的收支数据，且 2010-2011 年只有中央部分，2012 年才开始发布中央和地方两部分。考虑到这部分资金规模相对于一般公共预算和政府性基金预算来说，规模相对比较小，因此我们使用 2012 年以来这部分预算的数据，并以 2012 年的数据反推 2010 和 2011 年数据。

社会保险基金预算。社会保险基金预算是根据国家社会保险和预算管理法律法规建立、反映各项社会保险基金收支的年度计划。2013 年，财政部首次向全国人大报送社会保险基金预算。在预算体系中，社会保险基金预算单独编报，与一般公共预算和国有资本经营预算相对独立、有机衔接，社会保险基金不能用于平衡公共财政预算，但一般公共预算可补助社会保险基金。这部分预算收支规模不小，但与前三本预算主要核算政府收支活动有一定的差距。本篇报告，我们没有将这部分数据纳入到财政的收支数据中来¹。

对于广义财政收支年度序列的处理：

1) 2010 年以后的数据。从上述梳理可以看出，2010 年以后，我国四本预算账本中的一般公共预算、政府性基金预算和国有资本经营预算，这三本预算账本已基本齐备，而我们统计的“广义财政”主要包含的即是这三本预算账本。因此，2010 年以后的广义财政收支数据，均是这三本账本的合计数据。

2) 2010 年之前数据。2004 年至 2010 年这一时期，一般公共预算和政府性基金预算账本这两本预算账本数据齐备，考虑到这两本预算账本收支在前三本预算中占据绝对比重，因此我们以一般公共预算和政府性基金预算账本这两本预算账本数据的合计数作为这一时期的广义财政收支数据。

从数据表现来看，2005-2025 年期间，我国广义财政收入、支出增速整体呈现由高位扩张向低位运行转变的特点。

图表 4：2005 年以来我国广义财政收入和支出增速整体特征

指标	2005-2025 年均值	最高值	最低值	波动特征
广义财政收入增速	11.1%	2007 年：39.3%	2022 年：-6.1%	波动更大
广义财政支出增速	12.8%	2010 年：34.0%	2021 年：-1.3%	相对更平滑

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

数据表现：

1) 收入端情况。从财政收入的演变来看，我国财政收入增速大致经历了从高速增长到低速增长、再到近年来部分年份负增长的演变过程。

A、2005-2011 年，财政收入增速整体处于高位。2006 年、2007 年、2010 年我国财政收入增速超过 25%，其中 2007 年达到 39.3%的峰值。这一阶段收入扩张较快，财政收入弹性较强。

B、2012-2019 年，财政收入增速明显换挡。2012 年财政收入增速降至 6.7%，2015 年进一步降至 0.3%，说明收入增长中枢已经显著下移。2017-2018 年曾有阶段性修复，分别为 13.3%和 10.6%，但并没有恢复到前期高增长水平。

C、2020 年及之后收入端压力更加明显。2020 年财政收入增速仅 0.8%，2022 年降至-6.1%，为全期最低值。2024 年、2025 年分别为 -1.9% 和 -2.2%，显示近年广义财政收入增长偏弱，甚至出现持续收缩压力。

2) 支出端情况。从支出端来看，我国广义财政支出增速也呈下行趋势，但支出端比收入端更具稳定性。

¹ 上述分析参考了我们于 2025 年 5 月 29 日发布的报告《我国财政政策调控的演变再观察：目标和约束——财政政策专题研究系列之十六》。

A、2005-2011 年，我国财政支出增速基本维持在 20%以上，2010 年达到 34.0%的高点。这一阶段财政支出的扩张力度较大，与收入高速增长及财政政策相关。

B、2012-2019 年，财政支出增速逐步回落到个位数或低两位数区间。2012 年为 9.7%，2014 年为 6.8%，2016 年为 7.5%。2017-2019 年有所抬升，分别为 12.4%、14.1%和 9.6%，在收入增速持续下降的背景下，财政支出仍保持一定扩张力度。

C、2020 年以后，财政支出增速整体进入低位运行。2020 年，财政支出仍维持在 10.1%的较高增速，2021 年出现-1.3%的负增长，但随后恢复为正，2022-2025 年分别为 3.6%、1.3%、2.6%、3.5%。这表明支出端虽然明显降速，但仍维持正增长，财政支出刚性较强。

3) 收支两端整体表现。从 2005-2025 年财政收支整体表现来看，我国财政支出增速平均高出收入增速约 1.7pct，说明广义财政支出扩张总体上快于收入。收入端对经济周期、土地出让、价格和企业盈利变化更敏感，因此波动幅度更大；支出端则具有一定刚性和逆周期调节特征，整体下行但相对平缓。

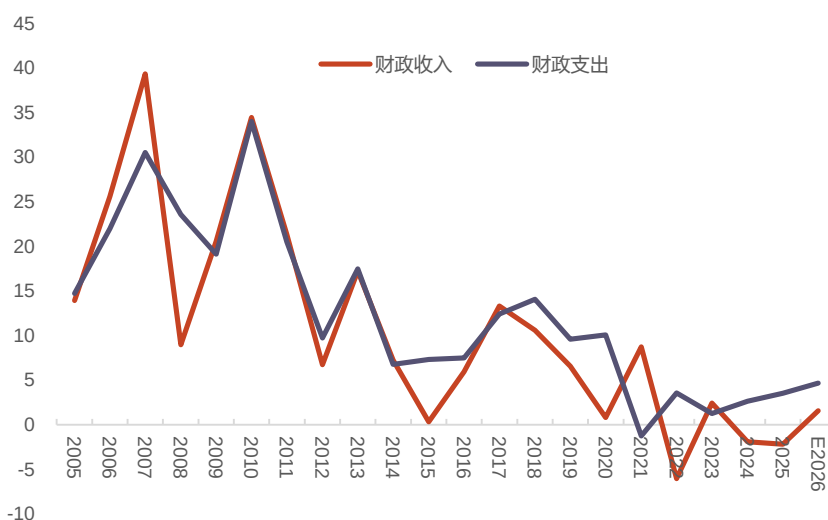
财政收支比较方面，两者关系可以概括为：前期基本同步，后期支出增速持续高于收入增速。

A、2005-2011 年，财政收入和支出增速都处于高位，均值接近，收入增速均值为 23.4%，支出增速均值约 23.5%，收支扩张相对匹配。

B、2012 年以后，财政支出增速开始高于收入增速。2012-2016 年收入增速均值约 7.5%，而支出增速均值为 9.7%；2017-2019 年收入增速均值约 10.2%，支出增速均值约 12.0%；2023-2025 年收入增速均值为-0.6%，支出增速均值为 2.5%。说明近年广义财政收支之间的扩张速度差距有所扩大。

尤其是 2024 年和 2025 年，收入增速连续为负，而支出增速仍保持正增长，分别达到 2.6%和 3.5%，意味着财政收支平衡压力上升，收入端修复不足，而支出端仍需要保持一定强度。

图表 5：2005 年以来我国广义财政收支增速情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：1) 纵轴单位为%；2) 2005-2025 年是实际值，2026 年为预算数。

图表 6：2005 年以来我国广义财政收入和支出增速阶段特征

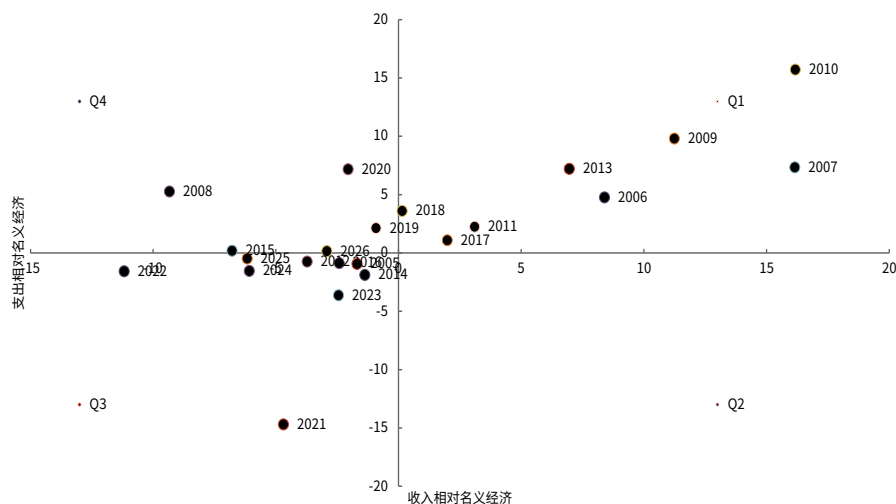
阶段	时间	收入增速均值	支出增速均值	阶段特征
高速扩张	2005-2011 年	23.4%	23.5%	收入、支出同步高增，财政扩张能力较强
换挡回落	2012-2016 年	7.5%	9.7%	收入增速明显下台阶，支出仍保持较快增长
阶段性修复	2017-2019 年	10.2%	12.0%	收支增速有所回升，但未恢复前期高位
疫情扰动	2020-2022 年	1.2%	4.1%	收入波动加大，支出保持一定逆周期支撑
低位运行	2023-2025 年	-0.6%	2.5%	收入增长乏力，支出低速正增长，收支压力加大

资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2.2 2005 年以来我国“财政紧平衡”：从周期性现象转为结构化状态

按照整理出来的数据和定义，我们整理了从 2005 年至 2026 年 22 个历史年度的情况。

图表 7：2005-2026 年我国财政平衡的四象限分部情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：1) 2005-2025 年为实际值，2026 年为预算数；2) 横轴、纵轴分别为广义财政收入增速与名义经济增速差值、广义财政支出增速和名义经济增速差值，单位均为 pct。

图表 8：2005 年以来我国广义财政收入和支出增速阶段特征

年份	财政收入与名义经济增速差 (r-g)	财政支出与名义经济增速差 (e-g)	财政支出与财政收入增速差 (e-r)	基础象限	二级状态	广义紧平衡
2005	-1.7	-0.9	0.8	III 双降型收缩平衡	支出快于收入	隐性紧平衡
2006	8.4	4.8	-3.6	I 双升型扩张平衡	收入不慢于支出	否
2007	16.2	7.3	-8.8	I 双升型扩张平衡	收入不慢于支出	否
2008	-9.3	5.3	14.6	IV 显性紧平衡	支出快于收入	显性紧平衡
2009	11.2	9.8	-1.4	I 双升型扩张平衡	收入不慢于支出	否
2010	16.2	15.7	-0.4	I 双升型扩张平衡	收入不慢于支出	否
2011	3.1	2.3	-0.8	I 双升型扩张平衡	收入不慢于支出	否
2012	-3.7	-0.7	3.0	III 双降型收缩平衡	支出快于收入	隐性紧平衡
2013	7.0	7.2	0.2	I 双升型扩张平衡	支出快于收入	否

2014	-1.4	-1.9	-0.5	III 双降型收缩平衡	收入不慢于支出	否
2015	-6.8	0.2	7.0	IV 显性紧平衡	支出快于收入	显性紧平衡
2016	-2.4	-0.9	1.6	III 双降型收缩平衡	支出快于收入	隐性紧平衡
2017	2.0	1.1	-0.9	I 双升型扩张平衡	收入不慢于支出	否
2018	0.1	3.6	3.5	I 双升型扩张平衡	支出快于收入	否
2019	-0.9	2.1	3.1	IV 显性紧平衡	支出快于收入	显性紧平衡
2020	-2.1	7.2	9.2	IV 显性紧平衡	支出快于收入	显性紧平衡
2021	-4.7	-14.7	-10.0	III 双降型收缩平衡	收入不慢于支出	否
2022	-11.2	-1.6	9.6	III 双降型收缩平衡	支出快于收入	隐性紧平衡
2023	-2.4	-3.6	-1.2	III 双降型收缩平衡	收入不慢于支出	否
2024	-6.1	-1.5	4.6	III 双降型收缩平衡	支出快于收入	隐性紧平衡
2025	-6.2	-0.5	5.7	III 双降型收缩平衡	支出快于收入	隐性紧平衡
2026	-2.9	0.2	3.1	IV 显性紧平衡	支出快于收入	显性紧平衡

资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：1) 2005-2025 年为实际值；2026 年为预算数。2) 前 3 列单位为 pct。

从上图可以看到：

- 1) 2005-2026 年的 22 个完整历史年度中，“显性紧平衡”共有 5 年，分别是 2008、2015、2019、2020、2026 年；
- 2) 2005-2026 年的 22 个完整历史年度中，“隐性紧平衡”共有 6 年，分别是 2005、2012、2016、2022、2024、2025 年；
- 3) 二者合计 11 年，占历史样本的 50%。这说明“财政紧平衡”并非罕见的危机状态，而是过去二十年中出现频率占一半的财政运行状态。更重要的是，“紧平衡”的表现形式发生了变化：2008 年和 2019-2020 年是“显性紧平衡”，财政支出跑赢名义经济而财政收入落后；2022 年及 2024-2025 年更多表现为“隐性紧平衡”，财政支出增速也低于名义经济增速，但财政收入更弱，财政支持力度受到约束而财力压力仍然存在。
- 4) 从整体来看，我国“财政紧平衡”的状态，整体从此前的周期性状态转为结构化状态。我们以五年作为一个周期，可以清晰的看到这个变化。

图表 9：财政紧平衡的相关表现

指标	2005-2009	2010-2014	2015-2019	2020-2024	2025-2026
“广义紧平衡”年数 (占比)	2 年 (40%)	1 年 (20%)	3 年 (60%)	3 年 (60%)	2 年 (100%)
其中： 显性/隐性	1 / 1	0 / 1	2 / 1	1 / 2	1 / 1
“扩张宽裕”年数	3 年	2 年	1 年	0 年	0 年
r-g < 0 的年数	2/5	2/5	3/5	5/5	2/2
r-g 阶段均值 (pct)	+5.0	+4.2	-1.6	-5.3	-4.6
e-g 阶段均值 (pct)	+5.3	+4.5	+1.2	-2.8	-0.2
e-r 阶段均值 (pct)	+0.3	+0.3	+2.8	+2.4	+4.4
r-g 正负切换次数	3 次	3 次	2 次	0 次	0 次

资料来源：光大证券研究所整理 注：1) 2005-2025 年为实际值；2026 年为预算数

我们从四组数据都可以看到，“财政紧平衡”从周期性向结构化转变：

一是“紧平衡”的频率抬升且不再回落。“广义紧平衡”年数占比由前两个五年的 40%、20%升至后两个五年的 60%、60%，2025-2026 年达到 100%；前两个阶段“紧平衡”年份全部是孤立单年（前后被“扩张宽裕”年包围），后期则出现 2019-2020 年连续两年、2024-2026 年连续三年的粘性区段（单年受冲击可以自愈是周期，连年不退是结构）。

二是收入端的周期摆动消失。2005-2009 年和 2010-2014 年 $r-g$ 在五年内各发生 3 次正负切换，呈现典型的“冲击-修复”的周期形态；2020 年以后切换次数降为 0， $r-g$ 连续为负，波动中枢下行并稳定在负值区间。

三是增速差均值系统性下台阶。2005 至 2024 年期间的 4 个五年， $r-g$ 均值由 +5.0pct $\rightarrow$ +4.2pct $\rightarrow$ -1.6pct $\rightarrow$ -5.3pct，单调下行且 2015 年后未回正； $e-g$ 同步由 +5.3pct 降至 -2.8pct，说明支出增速已被压到名义经济增速以下，但 $e-r$ 均值反而由约 +0.3pct 升至 +2.4pct 以上，且 2025-2026 年达 +4.4pct。这种压财政支出增速也压不平收支缺口的情况，正是“隐性紧平衡”结构化的量化证据。

四是缓冲状态清零。“扩张宽裕”（指的是“财政收入、支出增速均高于名义增长，且收入增速不慢于支出增速”）年数由 3 年、2 年、1 年递减至 0，2020 年以后财政再无积累财力的窗口期，“财政紧平衡”失去了周期性修复的对冲机制。

归纳来看：前两个五年，紧平衡是危机年份的孤立事件（低频、单年、事后快速修复）；后两个五年，则变成了常态运行区间（高频、连续、财政收入与名义经济增速差的均值为负、无“扩张宽裕”年对冲），且压力来源由“支出主动加力”（ $e-g$ 高企）切换为“收入基础塌陷”（ $r-g$ 深负， $e-g$ 也为负但 $e-r$ 仍为正）。

另外，处于第一象限不能直接等同于财政宽松，更不能直接排除财政紧张。历史上处于第一象限的样本中，2006、2007、2009-2011 和 2017 年属于“扩张宽裕”年，收入增长不慢于支出；2013 和 2018 年属于“扩张偏紧”年，支出增长略快或明显快于收入。第二象限在 2005-2025 年的历史样本中没有出现。第三象限出现了 9 年，是样本中最常见的基础象限，其中 2005、2012、2016、2022、2024 和 2025 年为“隐性紧平衡”，2014、2021 和 2023 年为收缩修复。

2.3 我国财政紧平衡从周期性现象转为结构化状态的解释

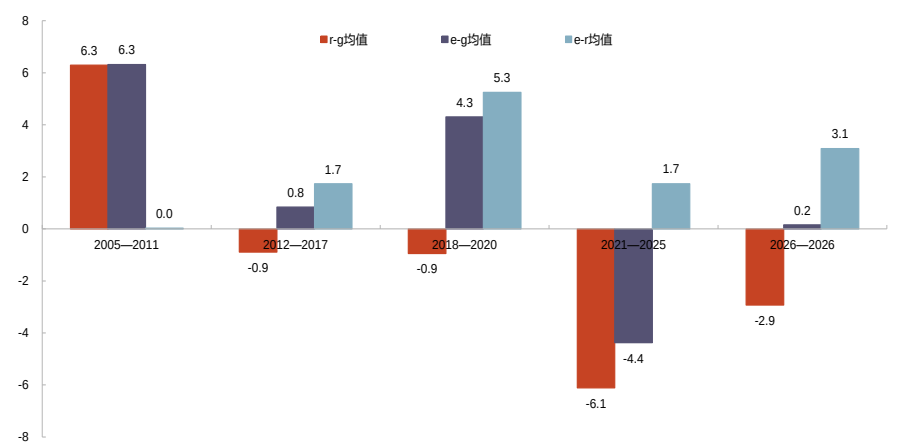
我们从以下几方面解释，为何我国财政紧平衡会从周期性现象转为结构化特征。

第一原因，“财政紧平衡”首先表现为财政收支相对名义经济的增速发生了阶段性下移。

2005-2011 年， $r-g$ 和 $e-g$ 均值均为 6.3pct，财政收支增速总体快于名义经济增速；2012-2017 年分别降至 -0.9pct 和 +0.8pct，财政收入增速首先跌破名义经济增速；2018-2020 年为 -0.9pct 和 +4.3pct，支出份额上升而收入份额下降，阶段性压力最强；2021-2025 年进一步降至 -6.1pct 和 -4.4pct，收入和支出增速均慢于名义经济增速，但收入增速下降更快。由“支出扩张快于收入”转向“收入弱化、支出被动压低”，是近年紧平衡结构变化的核心。

下图展示的分阶段各指标差值的均值，直观展示了这一中枢的下移：收入柱（红）由显著正值一路降至深度负值；支出柱（深蓝）在 2018-2020 年逆势抬升后同样转负；平衡压力柱（浅绿）除首个阶段外始终为正。

图表 10：三个指标差值的分阶段均值情况

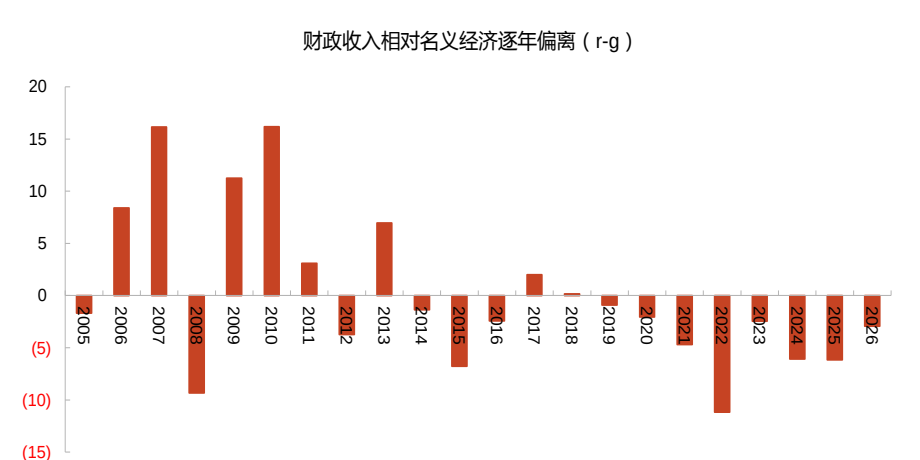


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：1) 2005-2025 年为实际值；2026 年为预算数；2) 纵轴单位为 pct。

第二个原因是财政收入弹性出现持续下降。我国财政收入增速高于名义经济的年份为 2006、2007、2009-2011、2013、2017 和 2018 年；收入低于名义经济的年份则包括 2005、2008、2012、2014-2016 以及 2019-2026 年。2019-2026 年，我国连续 8 年 r-g 为负，说明收入份额的弱化出现了较强的持续性。

2013 年以前 r-g 的正负交替仍然频繁且正向峰值很高（2007、2010 年均超过 16pct），2019 年以后 r-g 再未回到零轴以上，2022 年-11.18pct 的差值为样本内最大负偏离。收入弹性下降既可能来自于经济结构的变化，也可能来自于政策的主动让利。服务业、新经济和小微企业收入占比提高后，税收形成方式与传统工业、地产和进口环节不同；减税降费、增值税改革、留抵退税等政策降低了企业当期负担，也会使财政收入增速在短期内低于名义经济增速。造成“财政紧平衡”并非单纯的征管不足，而是稳定增长和培育税源之间的政策选择以及受当期预算的约束。

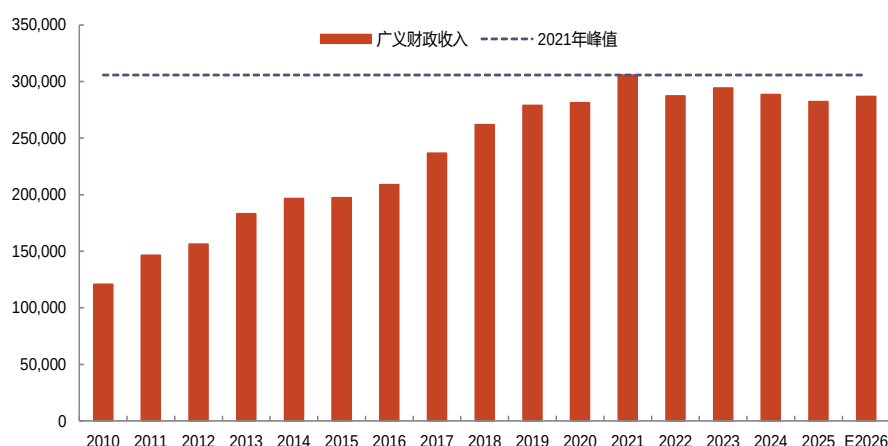
图表 11：财政收入增速相对经济名义经济增速的偏离情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：1) 纵轴单位为 pct；2) r 为财政收入预算增速，g 为名义经济目标增速；3) 2005-2025 年为实际值；2026 年为预算数。

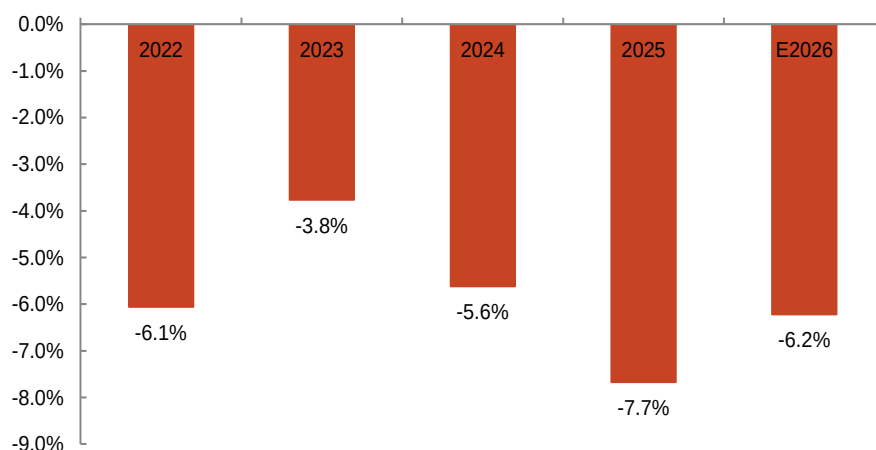
从广义财政收入本身的表现来看，我国广义财政收入峰值出现在 2021 年，为 30.57 万亿元。此后再未回到峰值：2022 年 28.72 万亿元（较峰值 -6.1%）、2023 年 29.42 万亿元（较峰值 -3.8%）、2024 年 28.86 亿元（较峰值 -5.6%）、2025 年 28.23 亿元（较峰值 -7.7%）。2026 年按照预算则是 28.67 万亿元（较峰值 -6.2%）。2023 年一度修复至峰值的 96.2%，但随后两年较峰值的差距再度走阔，2025 年缺口为达到峰值以来最大，绝对水平仅略高于 2020 年（28.12 万亿元）、大体相当于 2019—2020 年的量级，即财政收入总量倒退约五至六年。若 2026 年的预算兑现，广义收入连续第五年低于峰值，即便较 2025 年有所修复（较 2025 年+1.6%）也仅回到 2024 年读数的附近，仍未收复 2022 年首次下台阶的失地。

图表 12：2010 年以来我国广义财政收入体量和峰值情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；纵轴：亿元；注：2026 年为预算数

图表 13：2022 年以来我国广义财政收入与峰值（2021 年）的差率



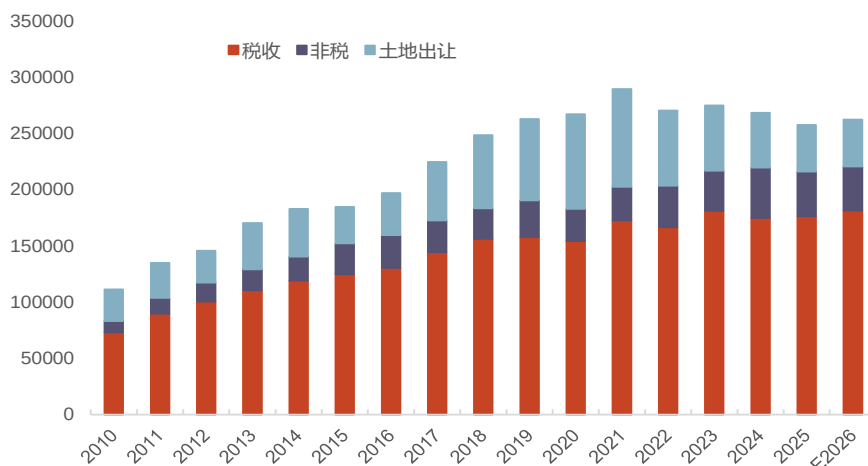
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2026 年为预算数

接下来的问题自然是，是什么导致了广义财政收入的持续难以回到峰值？这要从财政收入的结构入手。前文提到，我国广义财政收入大致是一般公共预算收入、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入三者之和，由于国有资本经

营预算收入相较前两者小不少，因此，广义财政收入则主要是一般公共预算和政府性基金预算收入之和。我国的一般公共预算收入，可以分解成税收收入、非税收入；而土地出让收入则是政府性基金预算收入的最重要一项。因此，要想观察财政收入的结构变化，可以观察重点观察这三者的变化情况。

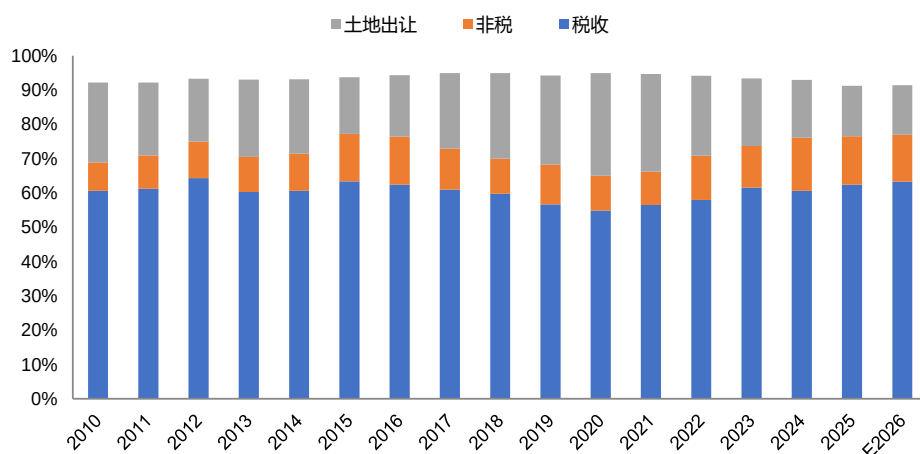
从下述图表可以看到，2010-2025 年，税收收入、非税收入与土地出让三项合计占广义财政收入的比例稳定在 91-95%之间，在广义财政收入中占据主导。

图表 14：2010 年以来我国税收、非税和土地出让收入的绝对值情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；纵轴：亿元；注：2026 年为预算数

图表 15：2010 年以来我国税收、非税和土地出让收入在广义财政收入总占比情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；注：2026 年为预算数

三项收入本身的波动则更为显著：

1) 税收收入占比近年来的回升主要是“被动回升”。税收收入占比最高在 2012 年，为 64.4%。此后至 2020 年，则持续下降（2020 年占比为 54.9%）；2020 年后整体持续回升，2025 年占比 62.5%，2026 年预计占比 63.3%，基本回到峰值水平。2025 年税收收入占比已高于 2010 年，但同期税收绝对额（17.6 万亿元）仍较 2023 年峰值下降 2.3%；税收收入占比上升的主

要原因是土地出让收入降低造成的分母收缩，而非税收自身的扩张。2026 年税收预算值是 18.15 万亿元，若兑现将略超 2023 年峰值（+0.2%），但也仅是回到三年前的水平。

2) 土地出让收入则经历了明显的从“单边上行”到“深度回落”的过程。土地出让收入占广义财政收入的比重由 2010 年的 23.4% 升至 2020 年 29.9%；但 2021-2025 年该比重持续回落 15.2pct 至 14.7%，不仅抹平此前十年的份额扩张，还创出 2010 年以来的新低。

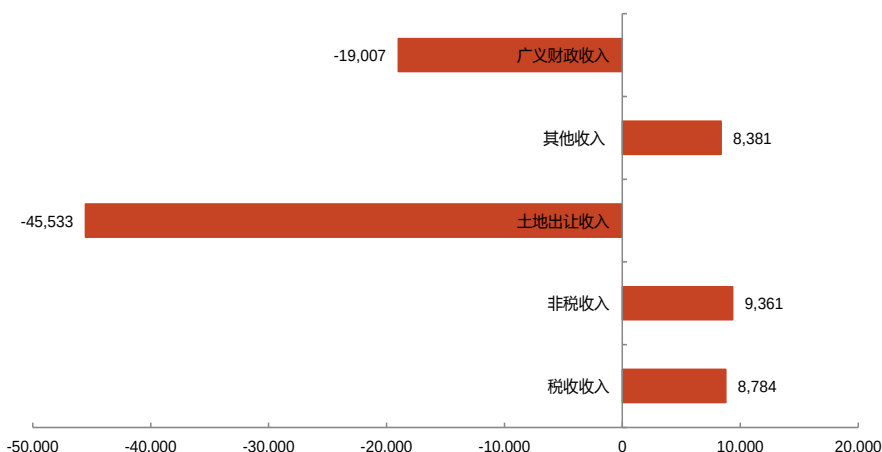
3) 非税收入占比的“补位-退潮”在 2024-2025 年上演。非税收入占比在 2024 年冲高至 15.5% 的历史新高后，2025 年非税收入同比下降 11.3%，占比则回落至 14.1%。若按照 2026 年预算，其占比将进一步降至 13.7%。上述现象说明，罚没、资产处置等一次性收入难以持续，通过非税收入补位具有一定的脆弱性。

我们进一步量化财政收入弱化的根源。

首先是土地出让收入。2021-2025 年土地出让收入降幅接近广义财政收入降幅的两倍。

我们以财政收入峰值年 2021 年为基期。从 2021 年到 2025 年（实际执行情况）广义财政收入减少 23454 亿元。分项看：土地出让收入由 87051 亿元降至 41518 亿元，减少 45533 亿元，相当于总降幅的 194%；税收收入仅增加 3628 亿元，四年年复合增速约 0.5%；非税收入增加 9863 亿元。如果以 2026 年预算情况来看，2026 年广义财政收入较 2021 年时的峰值仍少 19007 亿元，土地出让收入的降幅占总降幅的比例升至 240%，税收收入（+8784 亿元）和非税收入（+9,361 亿元）与其他收入（+8,381 亿元）三项正贡献合计 26526 亿元，仍不足以填平土地留下的缺口。下图可以清晰的看到，从 2021 年到 2026 年，广义财政收入的下台阶基本是土地出让收入单项造成的。

图表 16：2021 年至 2026 年广义财政收入变化的分项贡献

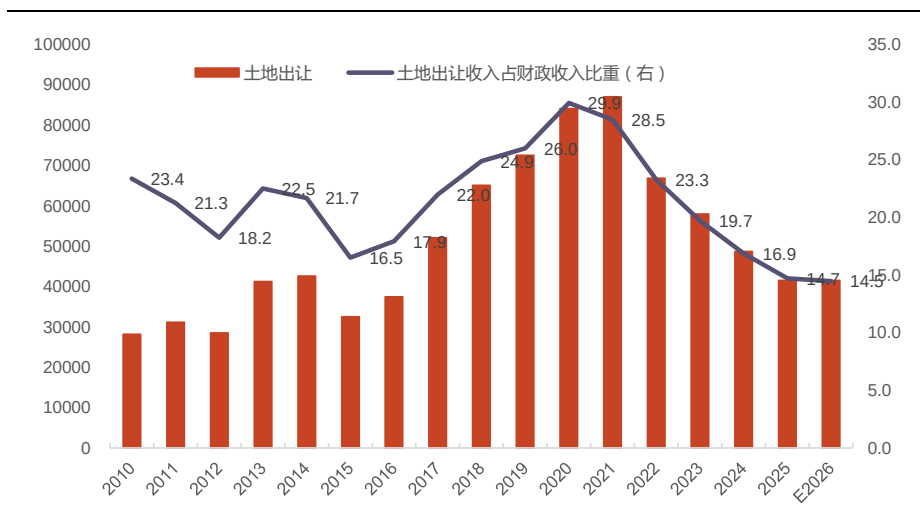


资料来源：Wind，光大证券研究所 注：单位为亿元；2021 年为实际执行情况，2026 年为预算安排情况。

土地出让收入是财政收入弱化的主因，且已确认为趋势性而非周期性下行。2025 年土地出让收入 41518 亿元，连续第四年负增长（2022 年-23.2%、2023 年-13.2%、2024 年-16.0%、2025 年-14.7%），较 2021 年峰值累计下降 52.3%；占广义财政收入的比重由 2020 年的 29.9% 降至 2025 年的 14.7%。土地出让收入的下行还有乘数效应：它同时削弱专项债项目资本金、

城投现金流和土地相关税收（契税、土地增值税等），使收入端冲击向税收和债务端传导。

图表 17：2010 年至 2026 年土地出让收入的演变情况



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：左轴单位为亿元，右轴单位为%；2026 年为预算安排。

其次是税收收入。如果说土地出让收入下降决定了财政收入下台阶的深度，税收收入弹性缺失则导致了收入无法自我修复。2021-2025 年税收收入的年复合增速仅为 0.5%，同期名义经济仍保持正增长，税收收入弹性显著低于 1。原因包括：大规模留抵退税与减税降费直接压低当期入库（2022 年税收收入同比下降 3.5%）；PPI 阶段性同比负增长压缩了以现价计征的增值税和企业所得税税基；房地产链条相关税种随土地市场同步走弱；经济结构向服务业和新经济迁移过程中传统税源规模下降。2023 年税收收入冲高至 18.11 万亿元的历史峰值后，2024 年回落 3.4%，2025 年仅回升 0.8%至 17.64 万亿元。2026 年预算值是 18.15 万亿元，若兑现也只是勉强回到 2023 年水平。

第三是非税收入。非税收入曾是 2022-2024 年最强的正贡献项：2024 年达到 44730 亿元的历史新高，较 2021 年增长 50.0%。但非税收入中的国有资源资产有偿使用收入、国企利润上缴和罚没收入具有一次性或顺周期挤压属性，冲高后自然退潮；非税收入占比的阶段性抬升本身就是税收和土地两大常规财政收入渠道不足的镜像。2025 年非税收入退潮叠加土地收入续降，正是当年广义财政收入较峰值差距扩大的直接原因。

3、从季度数据看财政紧平衡与经济表现之间的联动

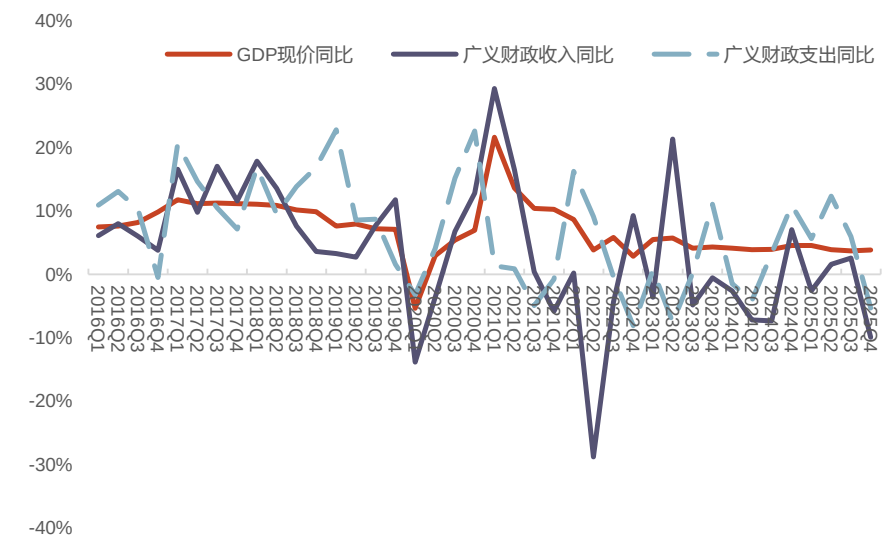
前文中，我们使用年度数据通过名义经济增速、财政收入增速、财政支出增速之间的联系，区分了不同的财政状态，更加精细的界定了何为“财政紧平衡”。这部分，我们通过季度数据，来进一步阐述在财政政策实际执行过程中，“财政紧平衡”如何影响经济，经济表现又如何影响财政平衡状态，以回答“经济与财政如何联动”的问题。

3.1 2016 年以来季度财政平衡状态判别

我们先统计了 2016 年以来各季度财政平衡状态。测算思路与年度情况类似，不同之处是季度财政平衡状态使用的是当季值，如当季名义经济增速，当季财政收入增速、支出增速等。另外，我们还定义了两个变量：

- 1) 当季赤字率，指当季广义财政支出与收入的差值除以当季现价 GDP；
- 2) 财政脉冲，指当季赤字率的同比差值。

图表 18：2016 年以来各季度经济增速和财政收支增速对照情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图表 19：2016 年以来逐季财政平衡状态判别

季度	r-g	e-g	e-r	象限	平衡状态	当季赤字率	财政脉冲
2016Q1	-1.4	3.4	4.8	IV	显性紧平衡	-1.9%	1.2
2016Q2	0.4	5.4	5.1	I	扩张偏紧	2.7%	1.5
2016Q3	-2.1	2.2	4.3	IV	显性紧平衡	5.6%	1.1
2016Q4	-6.0	-10.3	-4.3	III	收缩修复	7.2%	-1.9
2017Q1	4.8	8.8	4.0	I	扩张偏紧	-1.0%	0.9
2017Q2	-1.4	3.5	4.9	IV	显性紧平衡	4.1%	1.4
2017Q3	5.8	-0.8	-6.6	II	财力修复	4.1%	-1.5
2017Q4	0.4	-4.0	-4.4	II	财力修复	6.0%	-1.3
2018Q1	6.8	5.8	-1.0	I	扩张宽裕	-1.3%	-0.3
2018Q2	2.7	-1.4	-4.1	II	财力修复	3.0%	-1.1
2018Q3	-2.6	3.7	6.2	IV	显性紧平衡	5.7%	1.6
2018Q4	-6.3	7.0	13.3	IV	显性紧平衡	9.4%	3.5
2019Q1	-4.4	15.2	19.5	IV	显性紧平衡	4.3%	5.6
2019Q2	-5.2	0.6	5.8	IV	显性紧平衡	4.7%	1.7
2019Q3	0.5	1.5	1.0	I	扩张偏紧	6.0%	0.3
2019Q4	4.6	-5.5	-10.2	II	财力修复	6.7%	-2.8
2020Q1	-8.5	2.1	10.6	IV	显性紧平衡	7.9%	3.5
2020Q2	-6.5	1.2	7.7	IV	显性紧平衡	6.9%	2.2

2020Q3	1.3	9.7	8.4	I	扩张偏紧	8.6%	2.6
2020Q4	5.9	15.7	9.8	I	扩张偏紧	9.9%	3.3
2021Q1	7.7	-20.3	-28.0	II	财力修复	0.1%	-7.7
2021Q2	2.8	-12.8	-15.6	II	财力修复	2.4%	-4.5
2021Q3	-10.0	-15.3	-5.3	III	收缩修复	6.2%	-2.4
2021Q4	-16.1	-11.1	5.0	III	隐性紧平衡	10.2%	0.2
2022Q1	-8.5	7.6	16.0	IV	显性紧平衡	4.5%	4.4
2022Q2	-32.7	5.3	37.9	IV	显性紧平衡	12.7%	10.3
2022Q3	-10.2	-6.2	4.0	III	隐性紧平衡	6.7%	0.5
2022Q4	6.4	-10.9	-17.3	II	财力修复	5.3%	-4.9
2023Q1	-9.1	-4.8	4.3	III	隐性紧平衡	5.4%	0.9
2023Q2	15.6	-13.3	-28.9	II	财力修复	5.9%	-6.8
2023Q3	-9.0	-3.9	5.0	III	隐性紧平衡	7.4%	0.8
2023Q4	-4.9	6.7	11.6	IV	显性紧平衡	8.3%	3.0
2024Q1	-6.7	-5.6	1.1	III	隐性紧平衡	5.4%	0.0
2024Q2	-11.1	-8.0	3.1	III	隐性紧平衡	6.1%	0.2
2024Q3	-11.3	-0.6	10.7	III	隐性紧平衡	9.4%	1.9
2024Q4	2.5	6.4	3.9	I	扩张偏紧	9.6%	1.4
2025Q1	-7.2	1.0	8.2	IV	显性紧平衡	7.3%	1.9
2025Q2	-2.3	8.5	10.8	IV	显性紧平衡	8.6%	2.5
2025Q3	-1.1	2.3	3.4	IV	显性紧平衡	10.1%	0.8
2025Q4	-13.8	-9.2	4.6	III	隐性紧平衡	9.8%	0.2

资料来源：Wind，光大证券研究所整理；注：除赤字率外，其余指标的单位为 pct

可以发现：

1) 从 2016Q1 至 2025Q4 一共 40 个季度，广义“财政紧平衡”（显性 15 季+隐性 8 季）合计 23 季、占 57.5%，修复类窗口自 2021Q4 后基本消失，仅存的 3 个非紧平衡季度均由一次性因素驱动。2021Q4 可能是结构性的切换点。2021Q4 之前的 23 个季度中六种状态轮动出现、修复类窗口占 8 季；2021Q4 以来的 17 个季度中紧平衡季度占 14 季，且例外全部由一次性因素驱动。

2) 平衡状态与赤字率的“边际变动”（财政脉冲）几乎一一对应，当季 e-r 与脉冲的相关系数高达 0.99，“显性紧平衡”季度的财政脉冲也显著为正（均值 +3.0pct）、“财力修复”季度的财政脉冲显著为负（均值 -3.8pct）；

3) “显性紧平衡”是经济减速的应激反应（g 平均较上季回落 1.0pct，其后一季企稳 0.4pct），“隐性紧平衡”对应较低的经济增长水平（g 均值仅为 5.2%）与近零经济动量，呈“低位自锁”形态，“财力修复”季度的经济高增长（g 均值为 10.5%）则多为基数与一次性收入制造的统计幻象，其后一季 g 平均回落 2.9pct；

4) 2025Q1-Q3 连续三季显性紧平衡发生在赤字率 7%-10% 的高位平台上，同等财政脉冲对名义经济增速的拉动已几乎不可见，2025Q4 即退入“高赤字、弱脉冲”的“隐性紧平衡”。

图表 20：赤字率、财政脉冲与经济表现

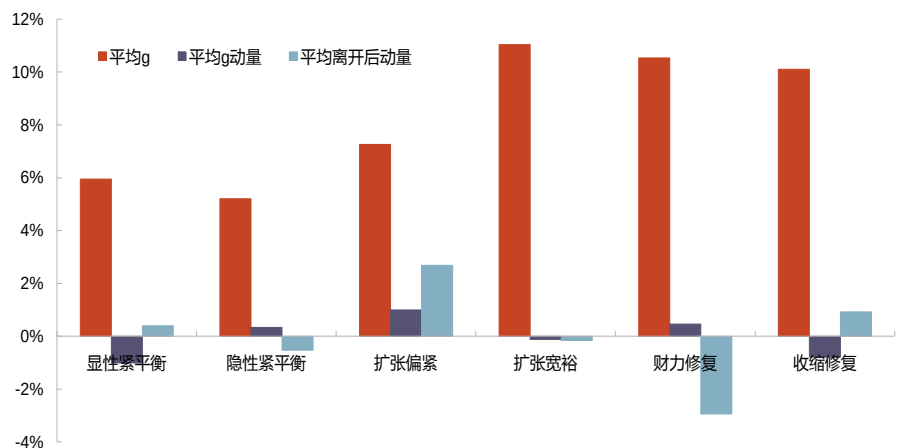
状态	次数	平均当季赤字率	平均财政脉冲(pct)	平均 g	平均 g 动量 (较上一季, pct)	平均 g 动量 (较下一季, pct)
显性紧平衡	15	6.6%	3.0	5.9%	-1.0	0.4
隐性紧平衡	8	7.5%	0.6	5.2%	0.3	-0.5
扩张偏紧	6	6.0%	1.6	7.3%	1.0	2.7
扩张宽裕	1	-1.3%	-0.3	11.0%	-0.1	-0.2
财力修复	8	4.2%	-3.8	10.5%	0.5	-2.9
收缩修复	2	6.7%	-2.2	10.1%	-0.8	0.9

资料来源：光大证券研究所整理

3.2 财政平衡状态与季度经济的联动

我们使用两个维度观察经济表现：当季名义增速 g ； g 的前后动量：进入时动量（本季 g 减上季 g ）与离开后动量（下季 g 减本季 g ），即以当季为中心对比前后两个季度。下图给出分状态结果。

图表 21：分状态的经济表现：增长水平与前后动量



资料来源：Wind，光大证券研究所

结合上图和“赤字率、脉冲与经济表现”统计表，可以发现如下三条规律：

规律一：“显性紧平衡”是经济减速的应激反应，且财政脉冲有温和的短期止跌效果。进入“显性紧平衡”的季度，名义经济增速平均较上季回落 1.0pct（典型如 2020Q1、2022H1），财政支出逆周期加力使 e-g 转正；其后一季动量由负转正，即“显性紧平衡”季度往往对应名义经济增速的阶段性企稳。这说明，财政脉冲式扩张能短暂止住经济增速的下跌，但幅度温和，不足以逆转趋势：2019 年与 2025 年的财政脉冲过后，名义经济增速仍在缓慢下台阶。

规律二：“隐性紧平衡”往往对应较低的经济增长水平而非最陡的经济减速段。其 g 的均值仅 5.2%，进入与离开动量均接近零，说明名义经济增速向下并不是“急坠”而是“低位钝化”：经济弱导致财政收入更弱，财政收入弱迫使财政支出压低，财政支出压低使财政无力提供脉冲，名义经济增长因此失去弹性，形成低水平自锁。打破自锁需要外生力量（中央加杠杆、收入端政策）而非等待自发修复。

规律三：“财力修复”状态的经济高增长多为“好看的陷阱”。其平均 g 较高（10.5%）、但离开后动量高达-2.9pct：2019Q4、2021H1、2023Q2 的财政收入高增全部由低基数、退税回补或一次性收入驱动，出现在名义增长的局部峰值上，随后名义经济增速大幅回落。

4、风险提示

- 1) 政策效果不及预期引发市场波动。
- 2) 对政策框架理解偏差引致的对政策不合理预期。

行业及公司评级体系

评级	说明
行业及公司评级	买入 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼