下载日志已记录，仅供内部参考

政策半月谈
（第 2 期）

证券分析师

程强
资格编号：S0120524010005
邮箱：chengqiang@tebon.com.cn
卢柯源
资格编号：S0120526060001
邮箱：luky3@tebon.com.cn

研究助理

何明洋
邮箱：hemy@tebon.com.cn

相关研究

为何当前财政金融协同如此重要？
——财政金融协同系列报告一

投资要点：

- **为何当前财政金融协同受到高度重视，甚至有望成为本轮一揽子增量政策的核心抓手？为何说财政金融协同并非权宜之计，而是战略之举？我们认为，财政金融协同既是财政政策发力方式不断演进的必然结果，也是当前我国经济财政条件变化调整下的现实选择。过去十余年，我国财政政策始终围绕经济运行的主要矛盾不断调整目标和工具，作用范围也由财政收支逐步拓展至企业现金流、债务管理、风险分担和资源引导等多个方面。现阶段，我国稳增长、防风险、促发展等目标任务更趋系统多元，对于宏观经济治理的系统性、精准性、有效性等方面均提出了更高要求，传统仅依靠财政直接支出或金融总量扩张等单一手段开展宏观调控的方式，政策效果边际递减的趋势愈发突出，实现既定政策目标的难度和成本持续加大。因此，更好发挥财政与金融的协同效应，将财政部门的政策引导、风险承担等功能，更好与金融机构的资金供给、项目筛选、持续管理等能力进行匹配和联动，在当前阶段便显得尤为必要和迫切。**

- **2014—2016 年，经济增速换挡与产能消化压力并存，财政政策由传统“政府增支”转向助力“企业减负”。**这一阶段，消费、投资等需求增速持续放缓，但前期形成的供给能力仍在释放，PPI 同比连续 54 个月为负，2015 年规模以上工业企业利润下降 2.3%，民间投资增速也由 2014 年的 18.1%降至 2016 年的 3.2%。宏观税负总体不高，但税收较多在生产和流通环节征收，社会保险缴费等支出又具有一定刚性，企业在利润和现金流承压时对税费负担的感知更加敏感。为扭转上述趋势，财政政策在扩大赤字和公共支出的同时，全面推开营改增并实施综合降成本，政策作用由政府支出端进一步延伸至企业利润和现金流。

- **2017—2019 年，宏观杠杆率较快上升带来的风险逐步显现，政策重点进一步转向“稳杠杆、防风险”。**这一阶段，企业债务与地方融资相互交织，并通过银行贷款、信托和资管产品等渠道与金融体系连接。2017 年开始，金融监管、资管新规和地方债务管理同步加强，企业和地方融资行为逐步规范，我国宏观杠杆率增幅由 2016 年的 12.9 个百分点收窄至 2017 年的 3.8 个百分点，2018 年则转为下降 0.3 个百分点。在杠杆率快速上升势头得到遏制后，政策又开始兼顾合理融资需求，通过专项债券、银行信贷等规范渠道支持实体经济，财政金融协同逐步承担规范融资与稳定增长两项任务。

- **2020 年以来，财政通过主动扩表加大逆周期调节力度，政策由应对短期冲击转向统筹稳增长、化风险和促发展。**这一阶段，疫情冲击下私人部门活动逐步收缩，财政同时面临收入减少与支出需求增加的“双重约束”，2020 年财政赤字、抗疫特别国债和专项债券集中扩张，政府部门承担了更多支出和融资责任。此后，应急性措施有所退出，但专项债、财政直达机制和政府债务工具继续用于逆周期调节。随着房地产市场调整削弱“土地财政—融资平台—基建投资”等传统经济循环，地方财政又面临存量债务偿还和新增发展资金不足并存的问题。政策一方面通过大规模债务置换缓解偿债压力，另一方面更多运用中央财政赤字、超长期特别国债和规范的地方政府债券支持发展，财政政策的作用范围由弥补短期需求缺口进一步拓展至化解存量风险和支持增量发展。

- **当前之所以尤其需要财政金融协同，核心在于以有限财政资源更好应对结构性、差异化的融资需求和发展困境。**（1）土地财政和融资平台推动经济发展的传统模式逐步弱化，亟需通过财政承担部分成本和风险，**撬动更大规模的金融资源**；（2）经济运行的“K 型”分化特征愈发突出，亟需将财政确定的政策方向与金融机构的市场

下载日志已记录，仅供内部参考

化筛选结合起来，**进一步提高政策资金配置精度**；（3）贷款利率已经降至低位，但不同主体分别面临资金成本、抵押增信、融资期限和风险承担等不同约束，亟需**更好匹配差异化政策工具**；（4）存量债务同时连接财政与金融资产负债表，也需要债务人与债权人**共同参与风险化解工作**。2026 年，财政金融协同促内需专项资金和中央金融企业增资分别从融资需求端和供给端发力，表明财政金融协同正在由局部工具配合，逐步发展成为统筹增量空间拓展与存量风险化解的重要政策方式。

- **风险提示：国内需求修复不及预期；财政金融协同政策落地及传导效果不及预期；地方债务化解及融资平台市场化转型进度不及预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 我国经济发展的主要矛盾不断变化，财政政策的目标与工具随之持续调整 5
1.1. 2014—2016 年：经济进入新常态，财政政策更加注重减税降费 5
1.1.1. 前期扩张形成的产能需要消化，企业面临“价格下降、成本刚性”的挤压 .5
1.1.2. 宏观税负不算高，为什么企业仍然感觉税费负担较重？ 6
1.1.3. 针对企业利润和现金流压力，财政政策由传统“政府增支”转向助力“企业减负” 7
1.2. 2017—2019 年：宏观杠杆率快速上升势头得到遏制，财政政策更加注重稳杠杆、防风险 8
1.2.1. 杠杆问题具有明显的结构性，风险主要集中在企业和地方融资领域 9
1.2.2. 2017—2018 年加强金融监管和地方债务管理，宏观杠杆率快速上升势头得到遏制 10
1.2.3. 稳杠杆基础上，政策开始兼顾合理融资需求 10
1.3. 2020 年以来：财政主动扩表，政策更加注重统筹稳增长、化风险和促发展 ... 11
1.3.1. 财政主动扩表，逆周期调节由应急应对转向常态化运用 11
1.3.2. 2024 年以来逆周期调节进一步加力，政策同时面向存量化债与增量发展 12
2. 为什么今天尤其需要财政金融协同？ 13
2.1. 后土地财政时代地方财力受到约束，财政金融协同能够撬动更大规模的金融资源…… 14
2.2. 经济运行的“K 型”分化特征愈发突出，财政金融协同能够进一步提高政策资金配置精度… 14
2.3. 贷款利率已经降至低位，但不同主体面临的融资约束并不相同，财政金融协同能够更好匹配差异化政策工具 14
2.4. 存量债务同时连接财政与金融资产负债表，需要债务人与债权人共同参与风险化解…… 15
3. 风险提示 15

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：PPI 同比自 2012 年 3 月起连续 54 个月为负 6
图 2：2015 年企业营业压力有所上升 6
图 3：营改增机制梳理 8
图 4：国际金融危机后，我国宏观杠杆率较快上升 9
图 5：2020 年政府债务工具的使用规模明显扩大 11
图 6：房地产市场调整弱化了土地财政机制 12
图 7：财政金融协同的现实必要性 13
图 8：不同融资主体面临不同的约束 15



下载日志已记录，仅供内部参考

近年来，我国财政与金融之间的协同联动明显增强。从地方债务置换到政府投资基金，从贷款贴息、融资担保到消费金融支持，财政政策越来越多地借助金融工具放大政策效果，金融资源配置也更加注重财政资金和政策目标的引导。财政金融协同正在从部分领域的政策工具组合，逐步发展成为统筹稳增长、防风险、调结构等多重政策目标的重要方式和手段。

财政与金融之间的配合由来已久，但其重要性在不同发展阶段并不相同。为何当前财政金融协同受到高度重视，甚至有望成为本轮一揽子增量政策的核心抓手？为何说财政金融协同并非权宜之计，而是战略之举？**本文将从我国财政政策定位与发力方式的历史演进入手，观察不同时期经济运行的主要矛盾如何变化，以及财政政策的目标、工具和作用方式如何随之调整，由此理解当前财政金融协同重要性显著上升的内在逻辑。**

1. 我国经济发展的主要矛盾不断变化，财政政策的目标与工具随之持续调整

改革开放以来，我国财政政策的定位和发力方式，始终随着经济发展阶段的变化而不断调整。从支持经济建设，到逐步建立公共财政体系，再到亚洲金融危机、国际金融危机后更加积极地运用财政政策进行逆周期调节，财政政策的功能由保障政府运行和支持经济建设，逐步拓展至稳增长、调结构、保民生等多个领域。2014 年以后，随着经济发展进入新阶段，财政政策进一步围绕经济运行中的主要矛盾调整政策重点和工具组合。

1.1. 2014—2016 年：经济进入新常态，财政政策更加注重减税降费

2014 年前后，我国经济由此前的高速增长转入中高速增长，经济增长进入换挡期。2003—2011 年，我国实际 GDP 多数年份保持两位数或接近两位数增长；2012 年增速降至 7.9%，2014—2016 年进一步由 7.5%回落至 6.8%。**这一轮增速换挡既反映了长期高速增长后发展条件的变化，也受到国际金融危机后内外需求调整的影响。**一方面，经过 30 多年高强度、大规模开发建设，部分传统产业逐步趋于饱和；人口老龄化程度加深、农业富余劳动力减少，要素投入对经济增长的驱动作用有所减弱。另一方面，国际金融危机后全球总需求恢复偏弱，出口对经济增长的拉动有所放缓；国内前期投资扩张形成的供给能力仍在释放，传统产业供给逐步超过需求。

1.1.1. 前期扩张形成的产能需要消化，企业面临“价格下降、成本刚性”的挤压

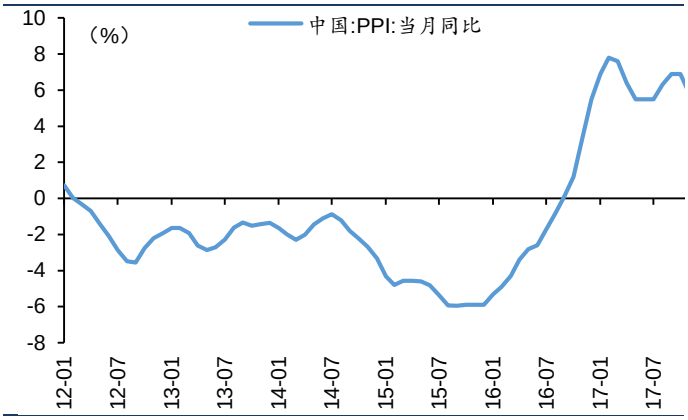
上述供需变化首先反映在工业品价格上。2014—2016 年，我国工业生产者出厂价格分别下降 1.9%、5.2%和 1.4%；从月度数据看，PPI 同比自 2012 年 3 月起连续 54 个月为负，直至 2016 年 9 月才重新转正。价格下降主要集中在石油和天然气开采、煤炭、钢铁、有色金属等上游和传统行业，反映出前期扩张形成的产能需要较长时间消化。以 2015 年 12 月为例，石油和天然气开采、黑色金属冶炼、石油加工、煤炭开采和有色金属冶炼五个行业，合计影响 PPI 同比下降约 3.7 个百分点，占当月 PPI 总降幅的 63%左右。

工业品价格下降进一步压缩了企业的收入和利润空间，而成本调整相对较慢，

下载日志已记录，仅供内部参考

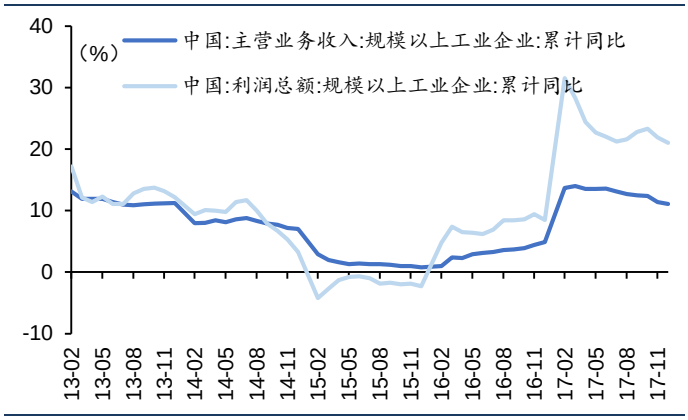
企业经营压力随之上升。2015 年，规模以上工业企业主营业务收入仅增长 0.8%，利润总额下降 2.3%，主营业务收入利润率为 5.76%。其中，国有控股企业利润下降 21.9%，采矿业利润下降 58.2%，上游和传统行业受到的影响更为明显。同期，规模以上工业企业主营业务成本仍增长 0.8%，与主营业务收入增速相同，每百元主营业务收入中的成本达到 85.68 元；城镇私营单位就业人员平均工资也保持 8.8%的名义增长。产品价格下降并未带动主要成本同步下降，企业利润空间因而受到挤压。

图 1：PPI 同比自 2012 年 3 月起连续 54 个月为负



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2015 年企业营业压力有所上升



资料来源：Wind，德邦研究所

与企业盈利承压相伴，民间投资增速明显放缓。民间固定资产投资增速由 2014 年的 18.1%降至 2015 年的 10.1%，2016 年进一步降至 3.2%。在产品价格下降、盈利空间收窄的情况下，企业对税费、人工和融资等综合成本更加敏感，降低实体经济企业成本逐步成为政策需要回应的重要问题。

1.1.2. 宏观税负不算高，为什么企业仍然感觉税费负担较重？

在企业综合成本中，税费是财政政策能够直接调节的重要部分。随着企业收入和利润承压，企业对减轻税费负担的诉求也更加突出。然而，**从总体水平看，2014—2016 年我国宏观税负并不算高。**按照一般公共预算中的税收收入占 GDP 比重计算，2015 年我国宏观税负为 18.13%，2016 年进一步降至 17.47%。国际货币基金组织按照可比口径测算，2015 年我国税收收入约占 GDP 的 20%，远低于同期 OECD 国家 34%左右的平均水平。由此形成了一个看似矛盾的现象：**宏观税负总体不高，企业为什么仍然感觉税费负担较重？**要解释这一问题，还需要进一步观察税费支出相对于企业收入、利润和现金流的压力，以及税费在不同经济主体之间的分布。

宏观税负与企业税费负担之间的差异，首先来自我国的税收结构。2015 年，国内增值税、营业税和企业所得税收入分别为 3.11 万亿元、1.93 万亿元和 2.71 万亿元，三项合计占全国税收收入的 62%左右；同期个人所得税收入为 8618 亿元，仅占全国税收收入的 6.9%。这意味着我国税收更多在商品生产、流通和企业所得形成过程中征收，企业是主要的申报和缴纳主体。增值税等流转税的最终经济负担可以在企业、消费者和产业链上下游之间传导，不能全部视为企业最终承担，但税款的申报、缴纳和资金周转首先发生在企业环节。因此，即使全国税收收入占 GDP 的比重不高，企业生产经营过程中直接面对的税种和缴费项目仍然较多。

下载日志已记录，仅供内部参考

企业反映的“税费负担”，范围也比宏观税负指标中的税收更加广泛。一般公共预算税收收入不包括社会保险缴费、住房公积金，也不包括政府性基金、行政事业性收费以及部分经营服务性收费，但这些项目都会形成企业实际的资金支出。世界银行与普华永道发布的《Paying Taxes 2016》按照 2014 年税费制度，对一家拥有 60 名员工的标准化中型企业进行测算：中国企业承担的税收和强制性缴费相当于商业利润的 67.8%，其中雇主承担的劳动税费和强制性缴费相当于商业利润的 48.4%，利润税和其他税收分别为 10.9%和 8.5%。这一测算基于特定企业模型，不能代表我国所有企业的平均负担，也不能与税收收入占 GDP 的宏观指标直接比较，但其构成反映出，社会保险等强制性缴费是企业综合税费负担的重要来源。

增值税与营业税并存，也增加了部分企业的实际税收成本。2016 年全面推开营改增以前，服务业主要缴纳营业税。营业税通常按照营业额征收，上一环节已经缴纳的税款不能在下一环节抵扣；制造业企业购买服务所包含的营业税，也不能作为增值税进项税额抵扣。由此，服务业内部以及制造业与服务业之间的抵扣链条被分割，同一项商品或服务在不同交易环节可能被重复征税。企业外购服务越多、产业链分工越细，这一问题越容易转化为实际经营成本。

1.1.3. 针对企业利润和现金流压力，财政政策由传统“政府增支”转向助力“企业减负”

2014—2016 年，积极财政政策的力度持续加大：全国财政赤字由 2014 年的 1.35 万亿元增加至 2015 年的 1.62 万亿元，2016 年进一步增加至 2.18 万亿元；赤字率相应由 2.1%提高至 2.3%和 3.0%。财政支出和政府投资仍是稳定经济增长的重要手段，但财政扩张的实现方式开始发生变化。**2016 年政府工作报告明确提出，适度扩大财政赤字“主要用于减税降费”**，意味着积极财政政策在增加政府支出的同时，也开始通过减少政府收入，将更多资金留在企业部门。

减轻企业负担的政策在 2014—2015 年逐步扩围。2014 年，营改增试点进一步覆盖铁路运输、邮政和电信等行业，并对生物医药、专用设备、铁路船舶航空航天、计算机通信等六个行业实施固定资产加速折旧。2015 年政府工作报告进一步提出实施“结构性减税和普遍性降费”：小型微利企业减半征收企业所得税的年应纳税所得额上限先由 10 万元提高至 20 万元，随后提高至 30 万元；固定资产加速折旧政策也扩展至轻工、纺织、机械、汽车等领域。与直接给予企业财政补贴相比，这些政策主要通过减少当期应纳税额、允许企业提前确认成本等方式，降低企业资金流出并改善现金流。

2016 年全面推开营改增，是这一阶段减税政策的核心。此前的营改增主要覆盖交通运输、邮政、电信和部分现代服务业，建筑业、房地产业、金融业和生活服务业仍然缴纳营业税。自 2016 年 5 月 1 日起，上述四个行业全部纳入增值税征收范围，所有企业新增不动产所含增值税也被纳入抵扣范围。改革由局部行业试点扩展至货物和服务全覆盖，增值税抵扣链条由此基本贯通。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：营改增机制梳理

对比项目	营业税	增值税	营改增的减负机制
计税基础	主要按照营业额征税	按照销项税额减去进项税额计算	征税基础由全部营业额转向企业新增价值
上一环节税款	通常不能抵扣	符合条件的进项税额可以抵扣	减少产业链不同环节的重复征税
跨行业交易	服务业税款难以进入制造业抵扣链条	货物与服务统一纳入抵扣体系	打通制造业与服务业之间的抵扣链条
企业投资	购入不动产所含税款难以抵扣	新增不动产所含增值税可以抵扣	降低企业扩大投资和更新改造的税收成本

资料来源：国家税务总局，经济日报，人民日报，中华人民共和国中央人民政府，中华人民共和国财政部，德邦研究所绘制

营改增的减税作用因此不仅来自税率调整，更重要的是改变了计税方式。企业购入原材料、设备和服务时支付的进项税可以从销项税中扣除，产业链越长、专业化分工越深入，抵扣机制减少重复征税的作用越明显。2016 年全面推开营改增预计减轻企业和个人负担 5000 多亿元，实际降低企业税负超过 5700 亿元，并实现各行业整体税负只减不增。

减负范围也由税收进一步扩展至企业承担的各类缴费。2016 年，18 项行政事业性收费的免征范围由小微企业扩大至所有企业和个人，一批政府性基金被取消、停征或归并；企业职工基本养老保险单位缴费比例超过 20%的地区降至 20%，符合条件的地区可以阶段性降至 19%，失业保险总费率则阶段性降至 1%—1.5%。同年出台的《降低实体经济企业成本工作方案》又将政策范围扩展至融资、人工、用能、物流和制度性交易等成本，企业减负由单项税制改革逐步形成综合性的降成本政策组合。

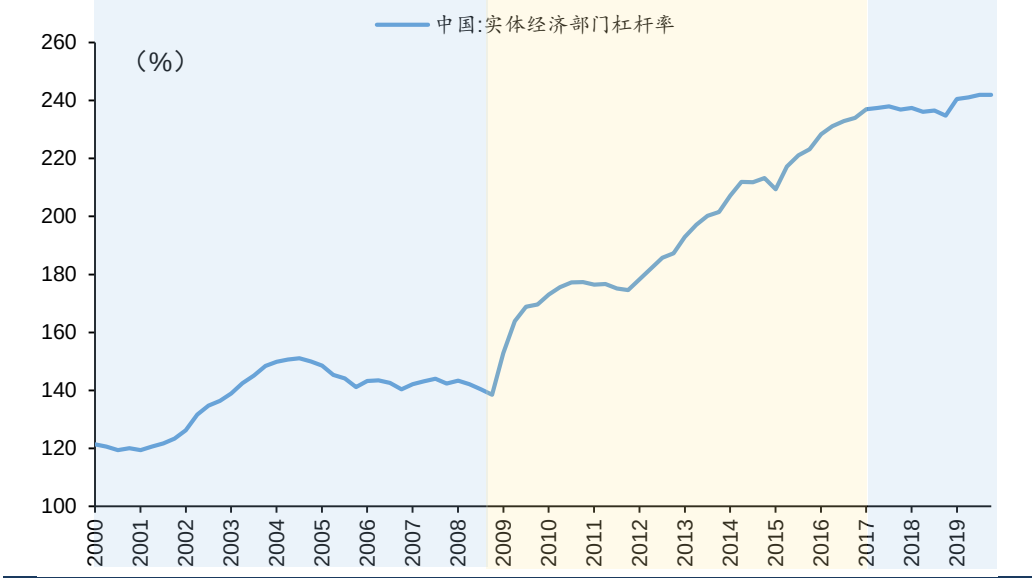
2014—2016 年，积极财政政策仍通过扩大赤字、增加公共支出稳定总需求，同时更加注重通过减税降费将资金留在企业内部。**财政政策的传导方式由政府直接形成需求，进一步拓展至改善企业利润和现金流、稳定企业投资意愿。财政政策由此开始从宏观总量调节深入企业生产经营环节，为此后更加注重市场主体纾困和结构性调节奠定了基础。**

1.2. 2017—2019 年：宏观杠杆率快速上升势头得到遏制，财政政策更加注重稳杠杆、防风险

国际金融危机后，投资和信用扩张推动我国宏观杠杆率较快上升。为应对外需下降和经济增速放缓的压力，基建、房地产和企业投资规模持续扩大，银行贷款以及信托、委托贷款等非银行融资共同为投资提供资金。债务融资在稳定需求、支持经济增长的同时，也使实体经济债务余额增长快于经济总量。2008—2015 年我国宏观杠杆率累计上升 86.2 个百分点，平均每年上升超过 12 个百分点；2016 年又上升 12.9 个百分点。随着经济由高速增长转向中高速增长，债务仍需按照既定期限还本付息，前期债务扩张形成的偿付压力逐步积累。如何控制宏观杠杆率继续较快上升、防止债务风险向金融体系传导，开始成为 2017 年以后宏观政策面临的重要问题。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：国际金融危机后，我国宏观杠杆率较快上升



资料来源：Wind，德邦研究所

1.2.1. 杠杆问题具有明显的结构性，风险主要集中在企业和地方融资领域

宏观杠杆率的上升并非均匀分布在各部门，债务主要集中在非金融企业部门。2016 年末我国宏观杠杆率为 257%，其中非金融企业部门杠杆率达到 166.3%，相当于总体杠杆率的近三分之二。尽管非金融企业杠杆率在连续 19 个季度上升后于 2016 年末首次出现下降，但在主要经济体中仍处于较高水平。我国企业融资长期以银行贷款等债务融资为主，投资规模扩大较容易转化为企业负债；从企业内部看，债务又较多集中于国有企业和部分传统行业，企业部门内部的债务负担同样存在明显分化。

地方融资风险则主要集中在融资平台等相关主体。2016 年末，我国地方政府债务余额为 15.32 万亿元，地方政府债务率为 80.5%，低于国际通行的 100%—120%警戒区间，地方政府债务风险总体可控。**但在规范地方政府债务管理过程中，融资平台公司等主体的融资风险仍然存在。**按照现行制度，自 2015 年 1 月 1 日起融资平台公司新增债务依法不属于地方政府债务，由企业按照市场化原则承担；与此同时，部分融资平台承担公益性项目建设或运营任务，经营性现金流和自身“造血”能力相对不足，部分债务偿还又较多依赖财政性资金。因此，纳入限额管理的地方政府债务风险总体可控，与融资平台等相关主体的融资风险仍需防范并不矛盾。

企业债务与地方融资之间还存在一定交叉。地方融资平台本身通常属于国有企业，其借款既计入企业部门杠杆率，又具有支持地方投资和公共项目建设的功能；银行贷款、信托融资等则将企业和地方融资形成的债务转化为金融机构资产。一旦企业经营现金流下降或地方偿债能力减弱，风险便可能沿着融资和担保关系向金融体系传导。宏观杠杆率背后的风险因而具有明显的结构性，重点集中在非金融企业和地方政府相关融资链条。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2.2. 2017—2018 年加强金融监管和地方债务管理，宏观杠杆率快速上升势头得到遏制

针对企业和地方融资链条中不断积累的债务风险，2017 年以后宏观政策进一步将稳杠杆、防风险放在更加重要的位置。2017 年 7 月召开的全国金融工作会议提出推动经济去杠杆，将国有企业降杠杆作为重中之重，同时要求严控地方政府债务增量。2018 年，政策进一步转向结构性去杠杆，重点控制企业部门特别是国有企业债务，并加强对高负债企业的资产负债约束。与此前主要通过扩大信用支持经济增长相比，这一阶段更加注重控制债务扩张速度和防范风险在不同市场、机构之间传递。

金融监管从资金供给端压缩了无序加杠杆的空间。此前，一些资金通过银行理财、同业业务、信托计划等渠道在金融机构之间多层嵌套，既拉长了融资链条，也使底层资产和实际风险承担主体难以识别。2017 年以后，金融监管逐步加强对同业、理财和表外业务的规范。2018 年 4 月出台的资管新规统一同类资产管理产品监管标准，有效防控金融风险，引导社会资金流向实体经济，更好地支持经济结构调整和转型升级。随着通道业务受到约束，金融机构借助表外和资管产品扩张信用的空间收窄，资金在金融体系内部循环形成的杠杆也随之下降。

地方债务管理则重点约束融资平台和政府购买服务等变相融资行为。2017 年，财政部等部门先后出台文件，要求地方政府不得违法违规为融资平台公司提供担保，不得以政府购买服务名义变相举债，并进一步厘清地方政府与融资平台公司的责任边界。全国金融工作会议同时提出严控地方政府债务增量，实行终身问责、倒查责任。地方基础设施建设仍可通过地方政府债券等规范渠道获得资金，但融资平台、政府投资基金和政府购买服务等工具受到更严格约束，地方融资由过去多种主体分散举债逐步转向更加规范、透明的债务管理。

在金融监管加强、地方融资行为规范以及名义经济增速回升等因素共同作用下，宏观杠杆率快速上升的势头得到遏制。2016 年我国宏观杠杆率上升 12.9 个百分点，2017 年增幅收窄至 3.8 个百分点，2018 年则转为下降 0.3 个百分点。宏观杠杆率由此前连续较快上升转为基本稳定，表明债务余额的增长速度已逐步与经济总量增长相匹配。不过，这一变化主要体现为杠杆率增幅得到控制，企业和地方融资领域已经积累的债务存量仍然较大，防范化解债务风险仍将是一项长期任务。

1.2.3. 稳杠杆基础上，政策开始兼顾合理融资需求

随着宏观杠杆率快速上升势头得到遏制，政策开始更加注重稳增长与防风险之间的平衡。2018 年下半年，国务院常务会议提出积极财政政策要更加积极、稳健货币政策要松紧适度，保持社会融资规模适度和流动性合理充裕；年底召开的中央经济工作会议在继续坚持结构性去杠杆的同时，进一步提出强化逆周期调节。政策并未放松对债务风险的约束，而是更加注重把握去杠杆的力度和节奏，避免融资过快收缩影响实体经济的合理融资需求。

财政政策也开始通过更加规范的政府融资渠道支持经济增长。2019 年，地方政府专项债券安排规模由上年的 1.35 万亿元提高至 2.15 万亿元，并允许专项债券作为符合条件的重大项目资本金，鼓励金融机构按照市场化原则提供配套融资。

下载日志已记录，仅供内部参考

2019 年我国宏观杠杆率上升 6.1 个百分点，但仍明显低于此前水平。**财政金融协同由此开始同时承担规范融资与稳定增长两项任务：既要控制债务无序扩张、防范风险积累，也要通过政府债券、银行信贷等规范渠道保持对实体经济的合理资金支持。**

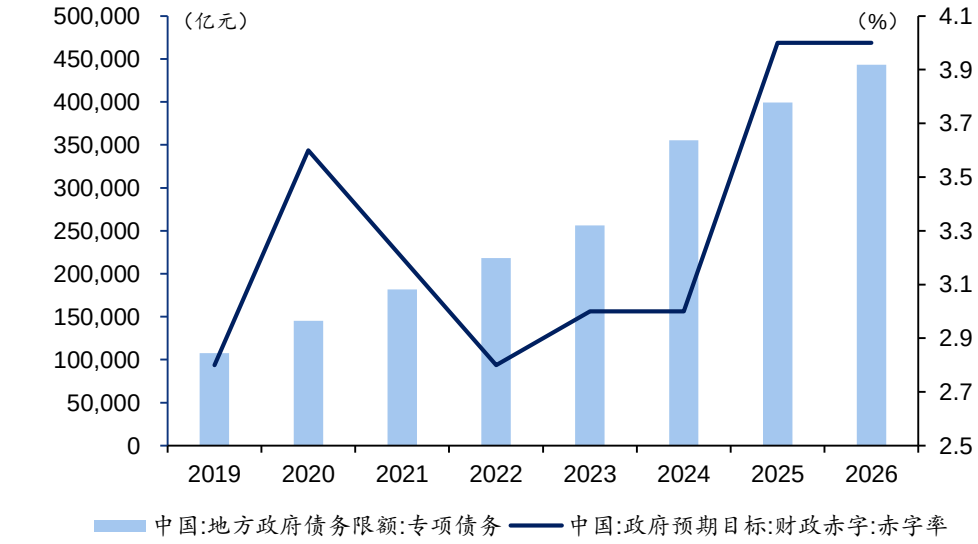
1.3. 2020 年以来：财政主动扩表，政策更加注重统筹稳增长、化风险和促发展

2020 年初暴发的新冠疫情对生产和需求同时形成较大冲击。受停工停产、人员流动受限和消费场景减少等因素影响，2020 年一季度我国实际 GDP 同比下降 6.8%，固定资产投资下降 16.1%，社会消费品零售总额下降 19.0%。**企业经营和居民消费受到冲击的同时，财政运行面临收入减少与支出需求增加的双重压力。**2020 年，全国一般公共预算收入下降 3.9%，其中税收收入下降 2.3%；同期一般公共预算支出仍增长 2.8%，与疫情防控直接相关的公共卫生支出增长 74.9%，社会保障和就业支出增长 10.9%。在企业和居民支出意愿下降的情况下，政府部门需要继续保障防疫、就业和基本民生支出，并通过公共投资和转移支付弥补私人部门需求缺口。财政政策承担的任务由控制债务扩张和规范融资，阶段性转向稳定经济运行、保障基本民生和支持市场主体。

1.3.1. 财政主动扩表，逆周期调节由应急应对转向常态化运用

为保障必要支出，2020 年政府债务工具的使用规模明显扩大。2020 年，财政赤字率由 2019 年的 2.8%提高至 3.6%以上，财政赤字规模达到 3.76 万亿元，比上年增加 1 万亿元；同时发行 1 万亿元抗疫特别国债，地方政府专项债券额度由 2.15 万亿元提高至 3.75 万亿元。新增财政赤字和抗疫特别国债形成的 2 万亿元资金全部转给地方，并通过直达机制下沉至市县基层。财政收入下降并未带来政府支出的同步收缩，政府部门通过增加负债承担了更多支出和融资责任。

图 5：2020 年政府债务工具的使用规模明显扩大



资料来源：Wind，德邦研究所

随着经济活动逐步恢复，2020 年的应急性财政措施在 2021 年有所退出。2021 年我国实际 GDP 增长 8.6%；财政赤字率由 2020 年的 3.6%以上降至 3.2%左右，财政赤字规模减少至 3.57 万亿元，并不再发行抗疫特别国债。不过，地方

下载日志已记录，仅供内部参考

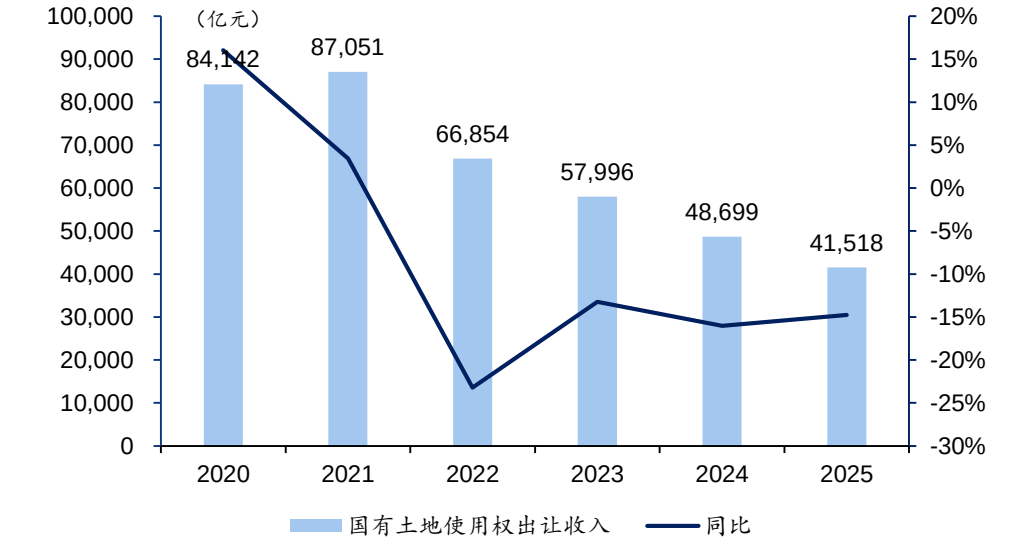
政府专项债券仍安排 3.65 万亿元，财政资金直达机制也由应急措施转为常态化制度。财政政策力度适度回调，但政府部门稳定经济和保障基层运转的作用得到保留。

此后，财政政策继续根据经济运行变化调整发力力度和工具组合。2022 年，财政政策通过实施 2.46 万亿元增值税留抵退税改善企业现金流，并将专项债与政策性开发性金融工具结合，支持重大项目建设。2023 年四季度，中央财政增发 1 万亿元国债并全部通过转移支付安排给地方，2023 年全国财政赤字率由 3.0%提高至 3.8%左右。**财政政策由疫情期间的集中应急扩张，逐步转向财政赤字、政府债券、转移支付和政策性金融工具相互配合，财政扩表也逐步成为常态化的逆周期调节方式。**

1.3.2. 2024 年以来逆周期调节进一步加力，政策同时面向存量化债与增量发展

房地产市场调整带来的影响由财政收入端进一步传导至地方投资和融资机制，过去“土地财政—融资平台—基建投资”的地方发展循环逐步弱化。2022 年国有土地使用权出让收入下降 23.3%，2023 年进一步下降 13.2%，2024 年又下降 16.0%。过去，地方政府通过土地出让获得收入，融资平台依托土地资产和地方财政支持筹集资金，再将资金投入基础设施和片区开发；基础设施改善区域开发条件，又为后续土地出让和产业导入提供支撑。随着土地收入持续减少，地方政府可用于项目建设的财力下降，融资平台获得财政支持和新增融资的能力也受到影响。

图 6：房地产市场调整弱化了土地财政机制



资料来源：Wind，德邦研究所

土地收入和新增融资减少，但前期形成的债务仍需按照既定期限还本付息，地方财政因而同时面临存量债务偿还与增量发展资金不足的问题。部分地方需要将较多资金用于偿还债务和保障基层“三保”，能够直接投入新项目的财力相应受到挤压；与此同时，地方隐性债务监管持续加强，继续依靠融资平台扩大债务融资的空间受到约束。**地方财政面临的主要矛盾由一般性的收支缺口，进一步转向存量债务需要化解、传统融资渠道受到约束与新增发展资金不足并存。**

存量端，大规模债务置换着力缓解地方政府集中偿债压力。2024 年 11 月，

下载日志已记录，仅供内部参考

全国人大常委会批准增加 6 万亿元地方政府债务限额，分三年用于置换存量隐性债务；加上从 2024 年开始连续五年每年从新增专项债券中安排 8000 亿元用于化债，以及 2029 年及以后按原合同偿还的 2 万亿元棚户区改造隐性债务，地方化债资源合计达到 12 万亿元。债务置换的重点在于调整债务结构，将部分期限较短、利息负担较重的隐性债务转为期限较长、成本较低的地方政府债券，从而降低地方政府当期还本付息压力，减少债务支出对基本民生和项目建设资金的挤占。

增量端，政府债务工具更多用于补充地方传统发展循环弱化后形成的资金缺口。2024 年，我国发行 1 万亿元超长期特别国债，重点支持“两重”建设和“两新”工作；地方政府专项债券发行规模提高至 3.9 万亿元，继续支持重大项目建设。2025 年财政赤字率提高至 4%左右，超长期特别国债和地方政府专项债券规模分别增至 1.3 万亿元和 4.4 万亿元，全年新增政府债务总规模达到 11.86 万亿元，比 2024 年增加 2.9 万亿元。政府融资结构逐步由地方土地财政和融资平台主导，转向更多运用中央财政赤字、超长期特别国债和规范的地方政府债券。

财政政策由此开始同时承担两方面任务：**一方面通过债务置换修复地方政府资产负债表，防止存量风险继续积累；另一方面通过中央加杠杆和规范的政府债券融资支持投资、消费与产业发展。**政策重点也由扩大政府支出，进一步拓展至调整存量债务关系和引导增量资金配置，财政金融协同的重要性随之上升。

2. 为什么今天尤其需要财政金融协同？

回顾过去十余年，财政政策始终根据经济运行中的主要矛盾调整政策重点和发力方式。企业经营承压时，财政政策更加注重减税降费；宏观杠杆率较快上升后，政策重心转向规范融资和防范风险；疫情冲击下，财政通过主动扩表加大逆周期调节力度；地方传统发展循环弱化后，财政政策又开始同时处理存量债务与增量发展问题。财政政策的调整既表现为力度变化，也表现为作用范围由财政收支逐步拓展至债务管理、风险分担和资源引导。

我们认为，财政金融协同既是财政政策发力方式不断演进的必然结果，也是当前我国经济财政条件变化调整下的现实选择。随着财政政策承担的任务更加多元，如何在既定财政资源下提高资金使用效能，并使政策支持更好适应不同主体的实际需要，变得更加重要。财政部门负责确定政策方向、安排公共资金并承担必要的政策成本，金融机构则能够提供更大规模的资金，并开展项目筛选和风险管理。二者协同，可以进一步拓展财政政策的作用范围。

图 7：财政金融协同的现实必要性



资料来源：德邦研究所绘制

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1. 后土地财政时代地方财力受到约束，财政金融协同能够撬动更大规模的金融资源

如前文所述，随着土地财政及融资平台推动发展的传统模式逐步弱化，地方能够直接用于新增项目和产业发展的资金受到约束，但稳投资、促消费和培育新动能的资金需求并未同步减少。在财政收支平衡压力加大的情况下，财政政策既需要增加必要投入，也需要提高有限资金的使用效率。财政金融协同为此提供了新的发力方式。**与财政直接承担全部资金投入相比，财政通过承担部分政策成本和风险，改善项目与融资主体的风险收益条件，从而撬动更大规模的金融资源。**财政资金的作用由直接形成支出，进一步拓展至引导金融资源，政策支持范围和资金使用效率随之提高。

2.2. 经济运行的“K 型”分化特征愈发突出，财政金融协同能够进一步提高政策资金配置精度

当前经济运行的改善并未均匀扩散至各个环节。2026 年 1—7 月，规模以上工业增加值同比增长 5.3%，社会消费品零售总额增长 1.2%，固定资产投资下降 6.7%，生产端表现仍强于消费和投资需求。结构上，高技术产业投资增长 5.0%，房地产开发投资下降 19.2%，新动能与传统动能之间同样存在明显差异。经济总量保持增长的同时，不同领域的景气程度、投资回报和资金需求已经明显分化。

在这种情况下，**普遍增加资金供给难以保证各类主体同步改善。**不同产业所处的发展阶段不同，同一行业内部企业的技术能力、市场订单、项目收益和偿债能力也存在差异。政策既要识别符合扩大内需、科技创新和产业升级方向的领域，也要判断具体项目是否具有真实资金需求和持续经营能力，资金投向的精准性变得更加重要。

财政部门能够根据宏观政策目标确定支持方向，但难以仅通过预算管理持续掌握大量企业和项目的经营变化；金融机构拥有企业信用、交易记录和项目现金流等微观信息，但其资金投向也会受到抵押条件和风险收益要求约束。**二者协同，可以将财政确定的政策方向与金融机构的市场化筛选结合起来，把宏观政策目标进一步落实到具体项目和市场主体，提高政策资金的配置精度和使用效果。**

2.3. 贷款利率已经降至低位，但不同主体面临的融资约束并不相同，财政金融协同能够更好匹配差异化政策工具

当前社会融资条件总体较为宽松，2026 年 6 月新发放企业贷款利率约为 3.0%，较上年同期下降约 20 个基点。但融资成本下降并未带来各类主体融资需求的同步扩张。2026 年 1—7 月，民间固定资产投资下降 9.4%；同期住户贷款减少 8271 亿元，而企事业单位贷款增加 11 万亿元。**较低的贷款利率与明显分化的融资需求并存**，说明当前部分主体面临的问题已经难以简单归结为资金供给不足或者融资成本过高。

不同融资主体面临的主要约束指向融资过程中的不同环节。有的主体拥有相对稳定的经营和现金流，但对资金成本较为敏感；有的企业缺少抵押物和信用记录，融资难点主要在于风险识别和信用增级；科技创新企业和重大项目投入周期

下载日志已记录，仅供内部参考

较长，则需要与其回报期限和风险特征相匹配的长期资金。消费和服务业涉及的经营主体与居民数量众多、单笔融资规模较小，对政策覆盖方式也提出了不同要求。

图 8：不同融资主体面临不同的约束

融资主体	主要约束	适用协同工具
科技创新企业	周期长、风险高、抵押物少	政府投资基金、财政股权投资
中小企业	融资成本高、增信不足	财政贴息、融资担保、风险补偿
重大项目	资金规模大、回收期限长	专项债资本金、政策性金融工具、银行贷款
消费和服务业	主体分散、单笔规模小	消费贷和经营主体贷款贴息

资料来源：德邦研究所绘制

财政金融协同能够根据不同主体在资金成本、抵押增信、融资期限和风险承担等环节面临的约束，选择财政资金介入的方式，匹配财政贴息、融资担保、风险补偿、政府投资基金等差异化政策工具。财政部门负责确定支持方向并承担适当的政策成本，金融机构则结合具体主体的经营状况和偿付能力配置资金。二者协同，可以提高政策工具与实际融资约束的匹配程度，使资金支持更加有效。

2.4. 存量债务同时连接财政与金融资产负债表，需要债务人与债权人共同参与风险化解

地方政府及融资平台形成的债务，在债务人一端表现为地方财政和平台企业的偿付压力，在债权人一端则形成银行贷款、债券等金融资产。部分项目公益性较强、经营回报周期较长，其偿债来源既取决于项目自身现金流，也与地方财政支持能力有关。地方偿债能力发生变化，因而会同时影响财政支出空间和金融机构资产质量。**在这一结构下，持续依靠融资滚动偿还债务，会占用新的财政和金融资源，并延长风险暴露时间**；融资过快收缩则可能造成项目资金链紧张，进一步影响债务偿还和金融资产质量。存量风险化解需要统筹偿债责任、债务期限、融资成本和项目现金流，在缓解当期偿债压力的同时，维持必要项目的合理融资。

财政部门可以通过厘清债务责任、统筹偿债资源和调整债务结构，改善地方政府及融资平台的负债状况；金融机构则可以根据项目经营能力，参与债务重组、期限调整和后续融资安排。财政金融协同能够同时作用于债务人和债权人两端，降低存量风险对财政支出与金融资源的持续占用，为新增项目和产业发展释放资金空间。

2026 年以来的政策实践，进一步体现出财政金融协同由局部工具配合向融资供需两端共同发力拓展。需求端，中央财政安排 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，支持民间投资和居民消费，财政部初步测算，千亿级财政资金可以支持惠及万亿级信贷；供给端，9 月 6 日，8 家中央金融企业集中公布合计 3600 亿元增资计划，财政部将发行 3000 亿元特别国债予以支持，以增强金融机构的资金供给和风险承担能力。**前者通过财政资金引导金融资源流向具体项目和市场主体，后者通过补充资本提高金融机构的资金承载能力。**由此，财政金融协同的作用进一步覆盖资金放大、精准配置、差异化支持和风险防范等多个方面，成为当前统筹存量风险化解与增量资源配置的重要政策方式。

3. 风险提示

下载日志已记录，仅供内部参考

（1） 国内需求修复不及预期；

（2） 财政金融协同政策落地及传导效果不及预期；

（3） 地方债务化解及融资平台市场化转型进度不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

分析师与研究助理简介

程强，博士，CFA，CPA，德邦证券研究所所长、首席经济学家。

何明洋，经济学博士、理学硕士，德邦证券政策研究中心负责人。

卢柯源，硕士，德邦证券政策研究中心宏观经济研究员。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； **2. 市场基准指数的比较标准：** A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	**类 别**	**评 级**	**说 明**
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。
本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。
市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。
本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。
根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。