



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

中国宏观金融

殷剑峰

王蒋姜 张旸

2025年9月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、全球数字资产、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、宏观杠杆率、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、保险业运行、机构投资者的资产管理等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。其中，“全球数字资产”“宏观杠杆率”报告保持季度发布（每季度结束后第二个月推出），其他领域报告调整为半年度发布（半年度报告于每年7月份推出，年度报告于下一年度2月份推出）。《NIFD季报》在实验室微信公众号和官方网站同时推出。

低利率时代

摘要

利率下行是一个持续了十年之久的现象。由于名义利率等于实际利率加上预期的通货膨胀率，因此，判断未来利率趋势需要分析实际利率和预期通胀等两个变量。经济中的均衡实际利率由资本边际报酬 MPK 决定，中国 MPK 自 2010 年开始就持续下降，至 2017 年已经低于大多数经济体。综合判断，未来的 MPK 乃至均衡实际利率将在低位继续徘徊，外部给予的通缩压力也将持续，利率可能在短期内继续下降，并在未来三年进入到某个更低的稳态水平。

非金融部门加杠杆的力度下降、甚至是去杠杆，对于金融部门的直接影响就是资产荒，这也意味着低利率的状况还将持续。2007 年以来，宏观杠杆率（非金融部门负债/GDP）的演进经历了三个阶段：第一，2007-2015 年，私人部门主导、广义地方政府跟进的大幅加杠杆；第二，2015-2020 年，广义地方政府主导、住户部门跟进的中等幅度加杠杆；第三，2020-2024 年，中央政府和地方政府主导的小幅加杠杆。未来三年的态势很可能会延续 2020-2024 年的主要特征，即杠杆率上升的幅度继续下降，中央和地方政府成为加杠杆的主力，而住户和城投企业停止加杠杆、甚至继续去杠杆。同时，由于产能过剩问题的影响，非城投企业可能会如 2015-2020 年那样，再次进入去杠杆阶段。

应对宏观杠杆率不断回落的低利率时代，政府持续加强逆周期调节力度，通过增加财政杠杆来稳定经济增长。随着人口结构的变化和人口红利的逐步消退，政府通过加大财政支出力度，将资源向民生领域倾斜，以缓解劳动力供给下降带来的经济压

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

- 殷剑峰
国家金融与发展实验室
副主任
- 王蒋姜
国家金融与发展实验室
特聘研究员
- 张旻
国家金融与发展实验室
特聘研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场
全球数字资产
人民币汇率
国内宏观经济
宏观杠杆率
中国宏观金融
中国金融监管
中国财政运行
房地产金融
债券市场
股票市场
保险业运行
机构投资者的资产管理

力。因此，政府加杠杆的力度和未来财政空间决定了财政政策职能的发挥。经过测算，预计 2025-2028 年财政总赤字规模为 12.9 万亿元-17.3 万亿元，每年需要新发行的债务融资规模分别为 8.1 万亿元、9.5 万亿元、10.7 万亿元。从赤字率来看，2026-2028 年赤字率持续上升，一般公共预算实际赤字率分别为 5.9%、6.4%、6.7%，两本账财政赤字率分别上升至 9.4%、10.1%、10.5%。随着地方政府在财政收支方面的矛盾日益突出，中央政府成为加杠杆主力。近年中央政府在宏观调控中展现出更强的主动性和灵活性，成为推动经济企稳的重要力量。一方面，中央政府通过发行国债和超长期特别国债的方式，持续加杠杆以稳定经济增长。另一方面，中央政府通过加大转移支付力度，为地方财政提供支持，从而缓解地方财政压力并促进区域协调发展。

目 录

一、长期的低利率时代	1
(一) 利率处于长久下行趋势	1
(二) 实际利率的决定因素	2
(三) 预期通胀的决定因素	4
二、低利率时代下的资产荒问题	7
(一) 非金融部门杠杆率的演进阶段	7
(二) 未来宏观杠杆率涨幅回落	10
(三) 应对“资产荒”的若干策略	11
三、政府部门加杠杆：财政赤字空间	12
(一) 财政收入与经济波动密切相关	13
(二) 逆周期调节需求攀升，支出刚性增长	18
(三) 总财政空间预测	22

一、长期的低利率时代

(一) 利率处于长久下行趋势

利率的不断下行并非短期现象，而是已经持续了十年之久。观察国债收益率的趋势线（图 1），大体从 2015 年开始，10 年期和 30 年期国债收益率就进入到下降通道。

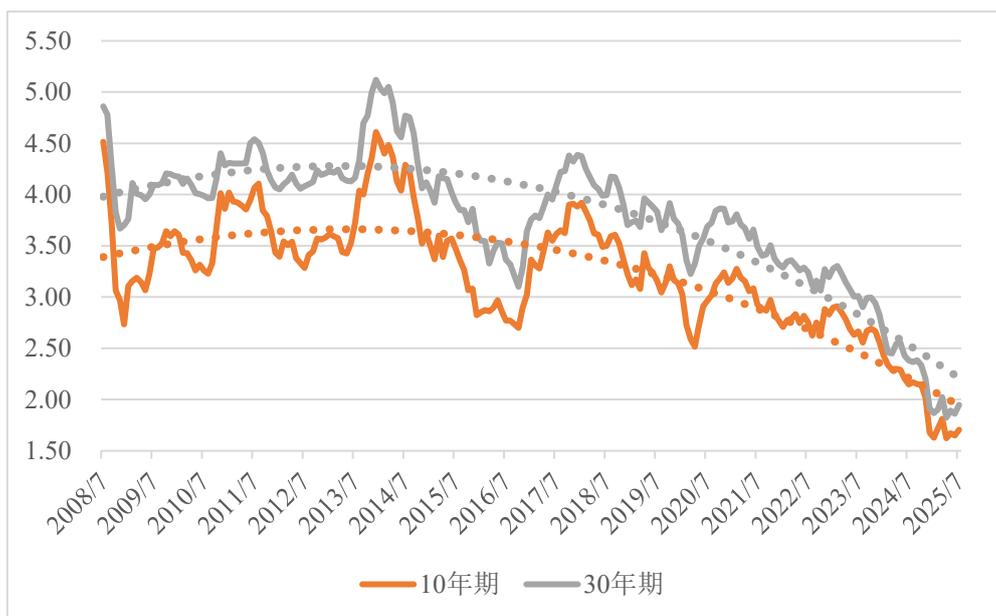


图 1 2008 年 7 月-2025 年 7 月国债收益率 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

利率下降起始于 2015 年并非偶然，因为这一年发生了好几件迄今依然有重大影响的事件，例如棚改货币化政策全面展开后的房价飙升、“开前门、堵后门”后广义地方政府债务的快速膨胀。其中有一个事件的影响可能还将持续十年甚至更久——人口负增长：2015 年劳动年龄人口达到峰值，从 2016 年开始，劳动年龄人口进入负增长阶段；2021 年总人口达峰，自 2022 年开始，总人口进入负增长阶段。

延续十年之久的利率下降趋势是否会维持，或者，利率会否长期保持在一个较低的水平？回答这个问题，需要将名义利率做一个拆解：

$$i = r + \pi^e$$

上式表示，名义利率 i 等于实际利率 r 加上预期的通货膨胀率 π^e ，这是一个近似的恒等式。根据这一等式可以简单推断：如果未来实际利率和预期通胀保持在

低位、甚至继续下行，则名义利率也将如此。

(二) 实际利率的决定因素

实际利率的决定因素是资本边际报酬（或资本边际产出，marginal product of capital, MPK）。如果实际利率小于 MPK，则增加 1 单位投资的边际收益超过了新增 1 单位融资的实际成本，经济中的投资不断增加，从而推动实际利率持续上升，直至两者相等；反之亦然。因此，一个经济体的均衡实际利率必然与 MPK 相等：

$$r = MPK$$

在一个标准的新古典模型中¹，MPK 取决于两个参数：

$$MPK = \alpha/\beta$$

其中， α 为资本对产出的贡献份额， β 为资本产出比，即： $\beta = K/Y$ 。当经济达到稳态时， β 又可以用投资率 ε 、人口增长率 n 、资本折旧率 δ 和劳动增进型技术的进步速度（或人力资本增长率） θ 等四个参数来表示：

$$\beta = \varepsilon/(n + \delta + \theta)$$

最终，MPK 乃至均衡实际利率的决定公式就是：

$$r = MPK = \frac{\alpha}{\beta} = \frac{\alpha \times (n + \delta + \theta)}{\varepsilon}$$

殷剑峰等人（2023）²曾经利用上述框架计算了全球 93 个国家在 1981 年到 2017 年之间的 MPK，并对 MPK 的影响因素进行了计量检验。研究结论与理论模型的预测一致：人口增长率越慢的国家，投资率越高的国家，MPK 越低。

¹ 有关模型介绍可以参见《成事在人：人口、金融与资本通论》或者任何一本《宏观经济学》教材。

² 殷剑峰，于志扬，2023：“中国的低人均资本存量与低资本边际产出之谜”，《金融评论》2023 年第 1 期。

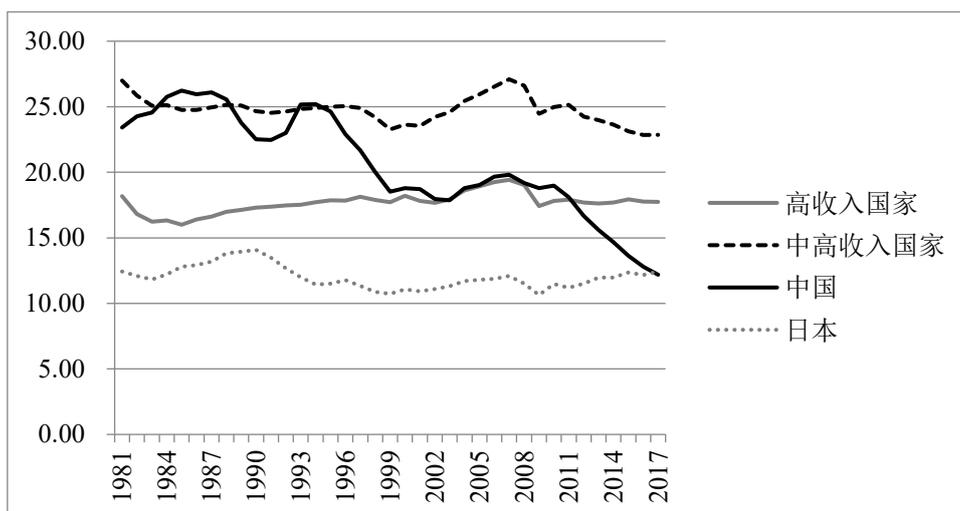


图 2 1981-2017 年部分国家的 MPK (%)

数据来源：殷剑峰等（2023）。

就中国的 MPK 而言，在 1981 年到 2017 年间经历了三个演化阶段（图 2）：第一，上世纪 80 和 90 年代初，中国的 MPK 与中高收入国家大体相同，远高于发达国家；第二，1993 年至 1998 年中国的 MPK 出现了第一次大幅下滑，此后至本世纪头 10 年，维持在高收入国家平均水平；第三，2010 年后，中国的 MPK 再次大幅下滑，至 2017 年已经与日本相当，在全球 93 个经济体中排名倒数。

要判断未来中国的 MPK 乃至均衡实际利率，需要对四个参数进行分析（折旧率一般不变，因而不考虑）：

第一，资本对产出的贡献份额 α 。从历史上看，每次通用技术革命（例如第一次和第二次工业革命）都会提高 α ，从而推动 MPK 和实际利率上升。人工智能技术正在带来一场新的通用技术革命。不过，在未来三年中，这场革命还不太可能全面展开。因此，可以认为 α 不会变化。

第二，劳动增进型技术的进步速度 θ 。在过去半个世纪，中国的劳动增进型技术进步显著，但是，除非有重大技术进步对劳动力进行赋能或者出现重大的教育体制改革，否则，在未来三年中不太可能出现进步速度的明显变化。因此，可以认为不会 θ 发生变化。

第三，人口增长率 n 。殷剑峰等（2023）的研究已经表明，人口增长率的持续下滑乃至人口负增长是中国 MPK 在 93 个国家中垫底的关键因素。由于当前中国妇女的总和生育率远低于维持人口总量的 2.1 水平，尚处于早期探索阶段的

生育补贴措施不太可能迅速扭转人口数量下滑的巨大惯性，可以判断，未来三年中国的总人口和劳动年龄人口依然保持负增长，这将继续成为拖累 MPK 的关键因素。

第四，投资率。殷剑峰等（2023）的研究还表明，过高的投资率是中国 MPK 垫底的又一个关键因素。投资率高的反面是消费率低，而高投资率、低消费率恰恰是过往三十年来中国经济的结构特征。未来三年，随着一系列刺激消费的政策出台，消费率可能会逐步提高。因此，消费率的提高和投资率的下降有可能成为推升中国 MPK 的一个因素，但 MPK 上升的幅度取决于政策力度。

综上，我们判断，未来三年中国的 MPK 乃至均衡实际利率即使能够稳定住，也将大概率保持在一个低水平。

（三）预期通胀的决定因素

预期通胀当然取决于人们的“预期”。这里假设人们预期未来的规则是“适应性预期”，即根据过去和现在的状态推断未来。在适应性预期规则下，三个关键因素决定了预期通胀：

第一，房价。由于住房在居民资产配置中占据了非常重要的地位，同时，房地产牵动了上下游广泛的产业链条，因此，房价的变动在很大程度上决定了总体物价水平。



图3 住宅价格同比 (%) 与核心 CPI 同比 (%，右轴)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

观察新建住宅价格、二手住宅价格与核心 CPI 的关系（图 3），自 2022 年 2 月二手住宅价格同比转为负值、2022 年 4 月新建住宅价格转为负值以来，核心 CPI 基本保持在 1% 以下。通常认为，低于 1% 的核心 CPI 就意味着通货紧缩。近期，随着房价调整出现了二阶拐点（下滑的速度开始放缓），核心 CPI 也有抬头的趋势。然而，中国存量住房数量庞大（图 4）：虽然自 2022 年开始，在施工住房套数不断下降，但是直至 2025 年依然有 4 千万多套施工住房，预计未来三年难以消化完成。因此，即使一线城市和部分二线城市房价可能止跌回稳，但整体性的供大于求不可能改变。

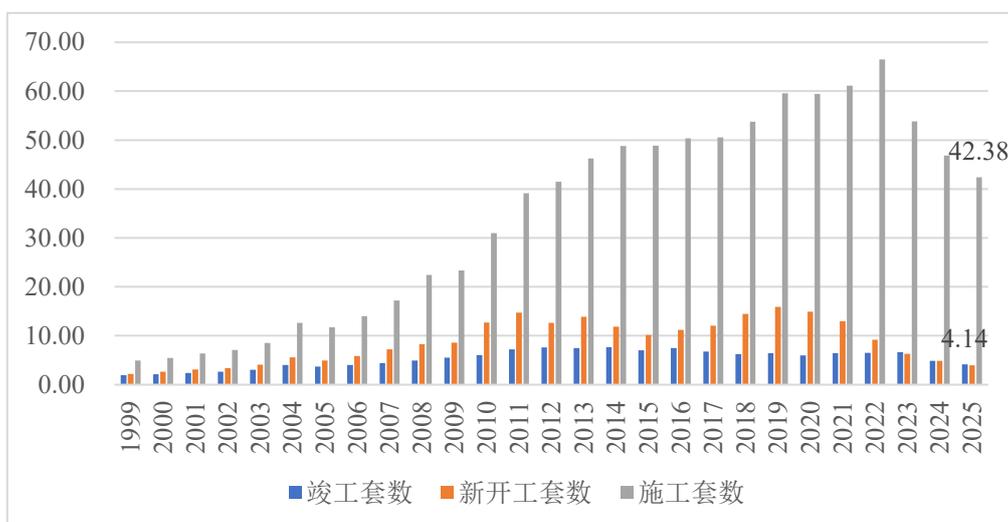


图 4 住房套数（百万套）

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

第二，制造业价格。中国是全球制造业规模最大的国家，工业（制造业和建筑业）占 GDP 的比重超过了 40%（高收入国家只有 23% 左右），因此，制造业的价格变动对总体物价水平影响巨大。

从近期两个关键指标看，制造业产能过剩和通缩压力依然巨大：PPI 自 2022 年 10 月到 2025 年 7 月已经连续 33 个月保持负增长，第二产业平减指数（第二产业名义增加值增速与实际增加值增速之差）自 2022 年四季度到 2025 年二季度已经连续 11 个季度负增长。我们知道，如果一个产业（或一个经济体）的名义增加值增速低于名义贷款利率，就意味着这个产业（或这个经济体）的新增收入无法覆盖贷款利息，其债务将会因此不断滚动上升，杠杆率将会发散扩张。这种状况正是以制造业为主的第二产业所面对的（图 5）：自 2022 年四季度以来，二

产名义增速都低于加权平均贷款利率。因此，第二产业的通缩压力要求名义利率继续下降。



图5 名义贷款利率与第二产业名义增加值增速 (%)

数据来源：CEIC，国家金融与发展实验室。

第三，外部环境。作为全球制造业规模最大的国家，中国同样也是全球对外贸易规模最大的国家，因此，外部环境对中国经济具有重大影响。而在外部环境中，作为全球出口规模最大的中国与作为全球进口规模最大的美国之间的关系又是关键变量。

中美关系对物价水平的影响可以从过去三十多年来耐用消费品的价格一窥究竟。自1994年确立了社会主义市场经济体制之后，中国开始全面参与到全球化进程。由于彼时美国对中国的“接纳”，形成了中国生产、美国消费的“中美国”关系。这种关系的直接结果就是，中美的耐用消费品价格几乎同时（中国于1995年、美国于1996年）开始下降。但是，从2019年特朗普1.0发作之后，中美进入脱钩进程。其结果就是，作为生产国的中国面临通缩压力，耐用消费品价格继续下降；而作为消费国的美国面临通胀压力，耐用消费品价格飙涨。中美脱钩是不是会持续？这个问题很难下定论。但是，可以肯定的是，中美关系不可能回到特朗普1.0之前的状况。因此，未来的外部环境对中国经济的影响一定是偏向通缩。

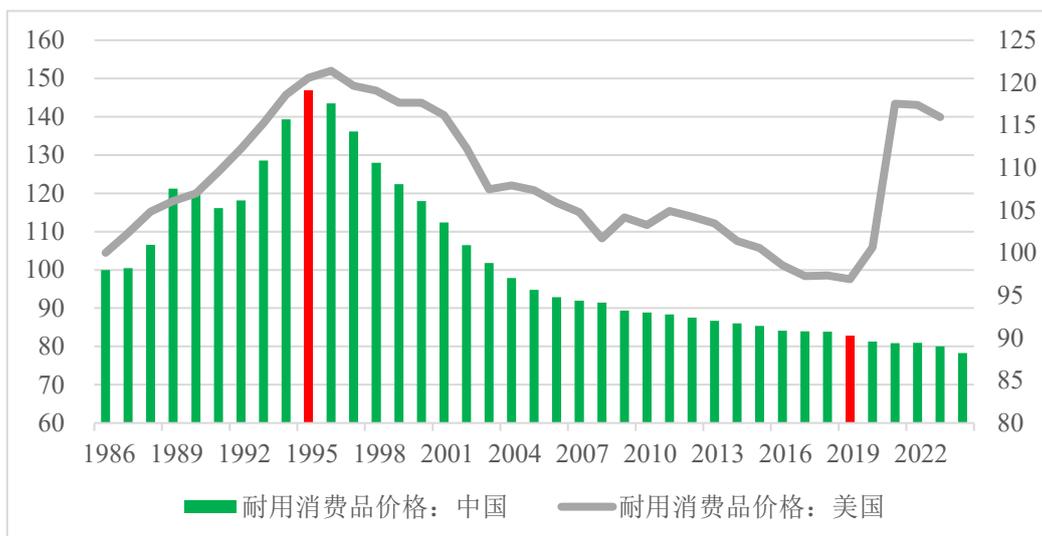


图 6 耐用消费品价格指数 (1986 年=100, 美国为右轴)

数据来源：CEIC，首席经济学家办公室。

综上，我们判断未来三年预期通胀依然保持在低位。结合前述关于均衡实际利率的判断，未来三年名义利率将会保持在低位，短期不排除继续下降的可能。

二、低利率时代下的资产荒问题

在全社会的信用供求体系中，金融部门是主要的信用供给方，非金融部门是主要的信用需求方。不考虑金融同业间的交易，金融部门的资产就完全对应着非金融部门的负债。如果非金融部门不愿意加杠杆、甚至是去杠杆，那么，金融部门就将面临资产荒。

(一) 非金融部门杠杆率的演进阶段

我们将中国的非金融部门拆分为五个子部门：在传统的住户、企业、中央政府、地方政府四部门框架基础上，将城投企业视为类政府部门独立核算，形成住户、非城投企业、城投企业、中央政府、地方政府五部门分析体系。其中，住户和非城投企业的负债可以视为广义私人部门负债，城投企业负债与中央和地方政府负债一起构成了广义政府负债，而城投与地方政府负债构成了广义地方政府负债。

可以看到（图 7），在宏观杠杆率中，私人部门负债构成了主体。例如，2024 年非城投企业杠杆率为 140%，住户部门杠杆率为 61%，合计 201%；在 91%的

广义政府杠杆率中，城投、中央和地方政府分别为 30%、35%和 26%，广义地方政府负债远超中央政府负债。

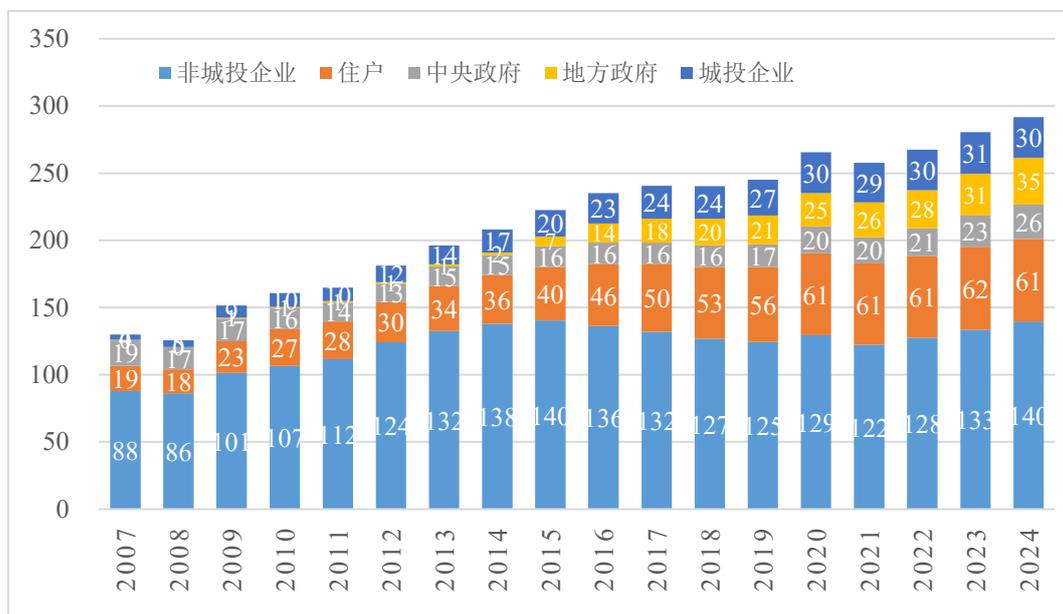


图 7 2007-2024 年中国宏观杠杆率 (%)

数据来源：国家金融与发展实验室。

从各个部门杠杆率的动态变化看，在 2007-2024 年间，中国宏观杠杆率的演进轨迹可以被清晰地划分为三个阶段（图 8）。

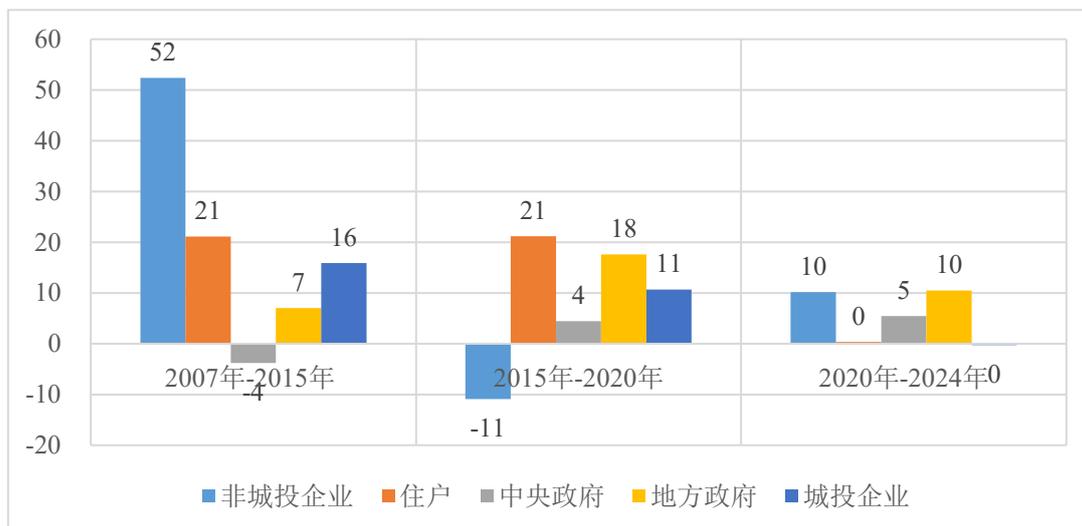


图 8 中国宏观杠杆率结构变化 (百分点)

数据来源：国家金融与发展实验室。

第一阶段是 2007 年至 2015 年“四万亿”刺激计划期间，宏观杠杆率快速扩

张，呈现出私人部门为主导、广义地方政府跟进的态势。

在此期间，中国宏观杠杆率从 2007 年的 130% 大幅攀升至 2015 年的 223%，增幅 93 个百分点。其中，非城投企业和住户部门的杠杆率分别上升 52 和 21 个百分点，合计 73 个百分点；城投和地方政府杠杆率分别上升 16 和 7 个百分点，合计 23 个百分点，而中央政府杠杆率下降了近 4 个百分点。这一轮加杠杆在稳定经济增长的同时，也催生了制造业产能过剩、城投平台隐性债务快速积累等结构性问题，为后续经济转型带来了挑战。

第二阶段是 2015 年-2020 年，宏观杠杆率继续攀升，但增幅回落。从加杠杆的部门看，土地财政模式促使房地产成为加杠杆的主要领域，呈现出广义地方政府为主导、私人部门中住户部门跟进的态势，而非城投企业进入去杠杆进程。

2015 年中央城市工作会议之后，棚改货币化等政策推动房地产市场开启了长达五年的上涨周期，有力推动了经济走出此前长达四年的通缩。然而，在财政方面，尽管采取了“开前门、堵后门”的策略以图控制地方政府债务，但实际上却既放宽了正规融资渠道，又未能有效阻止隐性债务的增长。在此期间，中国宏观杠杆率从 2015 年的 223% 升高至 2020 年的 266%，涨幅 43 个百分点。其中，住户（主要是按揭贷款）、地方政府、城投平台是加杠杆主体，核心逻辑都围绕房地产展开。与之相对的是，非城投企业在“三去一降一补”政策引导下开始去杠杆。这一阶段促进了以房地产为主的资产扩张，但也同时加剧了地方债务的风险积累，以及居民资产负债表的脆弱性。

第三阶段是 2020 年至 2024 年，宏观杠杆率增幅继续回落，其中，中央和地方政府成为加杠杆主体，城投企业和住户部门停止加杠杆，非城投企业在经历前一阶段去杠杆后开始加杠杆。

在全球供应链冲击叠加房地产市场深度调整等背景下，经济结构性矛盾日益凸显，居民内需疲软、信贷萎靡，经济自 2023 年二季度起陷入长期通缩。在此期间，中国宏观杠杆率从 2020 年的 266% 提高至 2024 年的 292%，涨幅为 25 个百分点。其中，地方政府、中央政府、非城投企业是加杠杆主体，而住户部门主要因房地产市场萎靡、城投平台主要因地方债务化解政策推进，其杠杆率均趋于停滞。

值得注意的是，在非城投企业杠杆率增长的 10 个百分点中，中长期贷款杠

杆率增长 17 个百分点，而短期贷款杠杆率未变化。这一现象背后主要是政策引导的定向信贷投放——2020 年以来，国家政策延续供给侧改革思路，引导资金流向“新基建”、绿色经济、高端制造业等中长期项目。同时，在经济不确定性环境下，银行也更倾向于向政策支持领域、国企和优质民企提供中长期贷款。

（二）未来宏观杠杆率涨幅回落

从当前经济形势看，未来三年中国宏观杠杆率可能延续 2020 年至 2024 年的主要特征，即宏观杠杆率涨幅回落，中央和地方政府成为加杠杆主体，城投企业和住户部门的杠杆率停滞。同时，值得特别关注的是，有可能出现类似于第二个阶段的特征，即非城投企业也会停止加杠杆、甚至再次进入去杠杆进程。具体来说，有以下几个判断：

一是宏观杠杆率涨幅回落。在 2007 年至 2024 年的三个阶段中，宏观杠杆率的涨幅依次是 93、43 和 25 个百分点。未来三年，由于包括住户和非城投企业在内的广义私人部门可能进入去杠杆进程，同时，广义政府部门加杠杆的幅度有限，宏观杠杆率的涨幅一定会低于 25 个百分点——可能只有 10 个百分点左右的涨幅。

二是住户部门的杠杆率停滞，甚至可能略微收缩。居民的负债主要就是银行贷款（图 9），其中，消费贷款和经营贷款的占比分别为 70%和 30%左右，短期消费贷款和中长期消费贷款的占比分别为 14%和 65%左右。一个基本判断是，未来三年全国房地产市场可能止跌、但不可能回暖，因此，占比 58%的中长期消费贷款（主要是按揭贷款）也不太可能增加。另一方面，如果外需收缩，在内需疲弱的状况无法改变的情况下，占比 30%的经营性贷款甚至会减少。

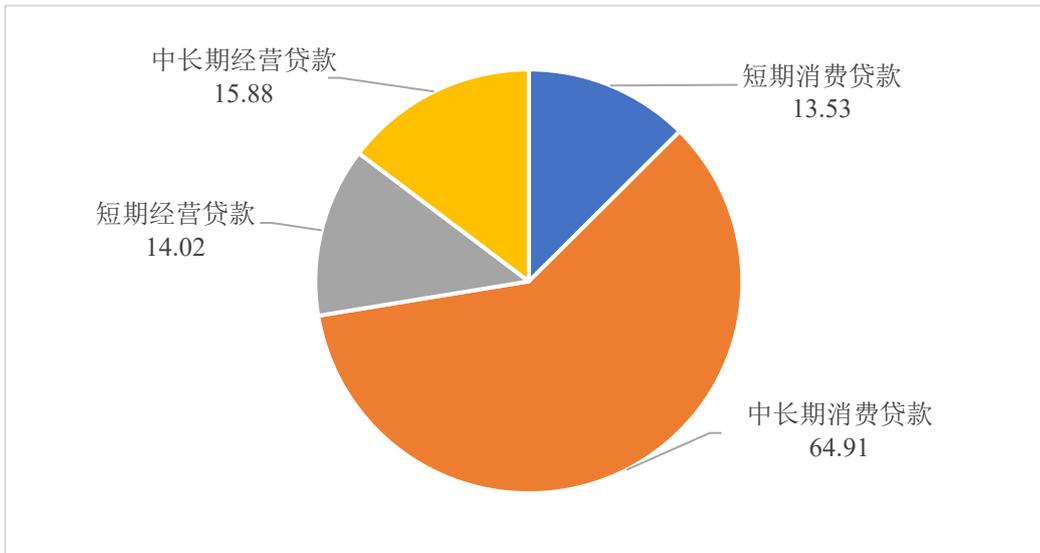


图9 住户贷款构成(%, 2022年二季度-2025年二季度)

数据来源：国家金融与发展实验室。

三是非城投企业部门的杠杆率停滞，甚至可能类似于上述 2015 年至 2020 年的第二阶段，再次进入去杠杆进程。做出这一判断的主要依据有两个：其一，未来三年全球的经济环境将继续保持动荡，制造业和外贸企业将会继续面临压力；其二，与 2015 年前的四年时间类似，耐用消费品 PPI 已经连续 29 个月（2023 年 2 月-2025 年 7 月）负增长。更为严峻的是，第二产业平减指数已经连续 11 个季度（2022 年四季度-2025 年二季度）负增长，这种现象在过去半个世纪从未发生。随着制造业产能过剩问题日趋严重，抑制“内卷”现象的唯一途径就是再来一次 2015 年的“三去一降一补”。

四是政府部门将成为加杠杆的主体，但包括城投企业的广义政府杠杆率上升幅度有限。为对冲经济下行压力，中央和地方政府将通过政策性金融、专项债等工具，重点支持民生改善、城市更新等领域投资。但是，作为一个整体，城投企业的杠杆率可能停滞、甚至继续去杠杆。以 2024 年与 2023 年数据为例（图 1），中央和地方政府杠杆率分别上升 3 和 4 个百分点，而城投杠杆率下降了 1 个百分点，整个广义政府部门的杠杆率只上升了 6 个百分点。

（三）应对“资产荒”的若干策略

由于非金融部门加杠杆力度非常有限，甚至整个广义私人部门将可能进入去杠杆阶段，未来三年包括银行业在内的整个金融部门将面临资产荒。同时，均衡

的宏观利率水平是由信用供给和信用需求共同决定的，由于信用需求萎缩，在信用供给一定的情况下，这就意味着低利率环境还将持续。

在资产荒的背景下，具备财政信用背书的政府类资产可能成为金融部门资产配置的首选。这些资产主要包括：一是国债和政策性金融债等无风险核心资产，是资产负债管理中的压舱石；二是地方政府发行的一般债和专项债，重点配置经济发达地区的新基建、民生类项目；三是央企及优质地方国企融资，包括具有行业垄断地位的基建能源类央企，以及财政实力强劲省份的高评级地方国企。在防范债务风险前提下，部分优质城投企业可能通过适度融资方式实现小幅加杠杆，从而成为银行业配置资产的重点。

在资产荒的背景下，人口持续流入地区的资产也变得愈发抢手。首先是核心城市基建项目，尤其是还款来源清晰、现金流覆盖充分、运营前景明确的项目。尽管上述资产收益率相对有限，但凭借其稳定的信用背书和较低的风险系数，在当前经济转型期能够满足商业银行“低风险、均收益”的配置选择。其次是核心城市适合年轻人居住的住宅项目。在人口持续向核心城市流动的过程中，过去十年间城市人口出现了显著的单亲家庭化的趋势，这为小户型公寓带来新的需求。

最后，应对资产荒需要寻找新的赛道。我们认为，以稳定币和资产代币化为基础的数字货币可能就是一个关键的赛道。如果能够率先取得创新突破，将能够以跨境业务的“点”带动其他所有业务的“面”，以中间业务收入的增加带动整个营业收入的增加。

三、政府部门加杠杆：财政赤字空间

在当前经济面临下行压力的背景下，应对宏观杠杆率不断回落的低利率时代，金融部分和私人部门“去杠杆”的同时，政府持续加强逆周期调节力度，通过适度增加财政杠杆来稳定经济增长。随着人口结构的变化和人口红利的逐步消退，政府通过加大财政支出力度，将资源向民生领域倾斜，以缓解劳动力供给下降带来的经济压力。因此，政府加杠杆的力度和未来财政空间决定了财政政策职能的发挥。

（一）财政收入与经济波动密切相关

1. 一般公共预算收入小幅增长

2025年1-6月一般公共预算收入累计完成11.6万亿元，累计增速-0.3%，完成年初预算的52.6%。一般公共预算收入与GDP实际增速表现出明显的趋同特征，根据2025年1-6月一般公共预算收入表现及历年收入变动情况，假定2025年6-12月一般公共收入同比增速为0，那么2025年一般公共预算收入预估完成21.9万亿元（为年初预算的99.8%）。

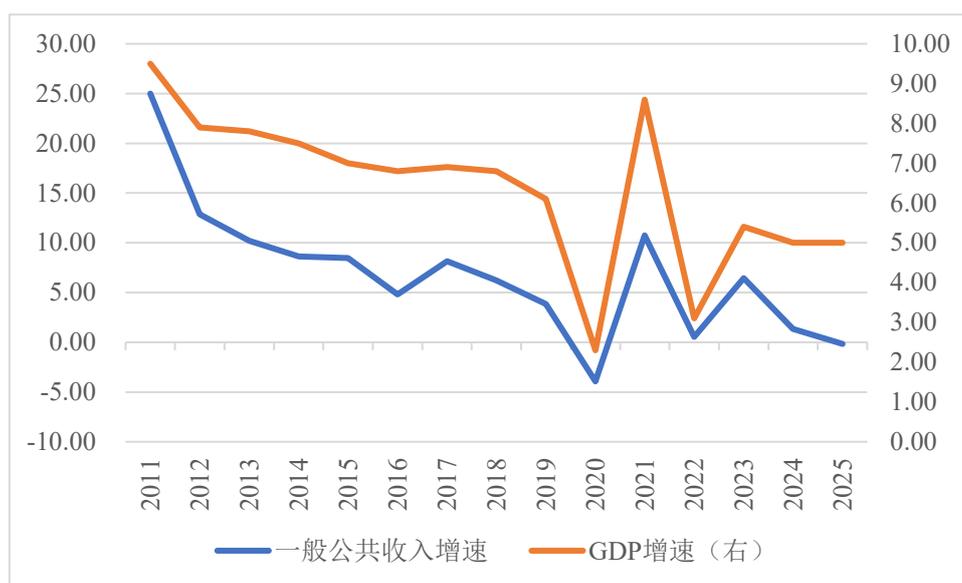


图 10 一般公共预算收入增速和 GDP 增速变动特征 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

一般公共预算收入包含税收收入和非税收入，其中税收收入为一般公共预算收入中的主要部分，2025年1-6月税收收入累计完成9.3万亿元，累计同比下降1.2%，在一般公共预算收入中的占比为80.4%（5年和10年均值为83%）。税收收入增速与PPI变动密切相关（图11），历史数据显示，2008-2009年、2011-2015年、2018-2020年PPI和税收增速同比下滑，2022年起税收收入增速与PPI变动开始不一致，进一步分析，主要原因在于逆周期政策调控背景下，税收收入受经济波动和政策调整双重影响，且政策调整的影响作用不断增加。

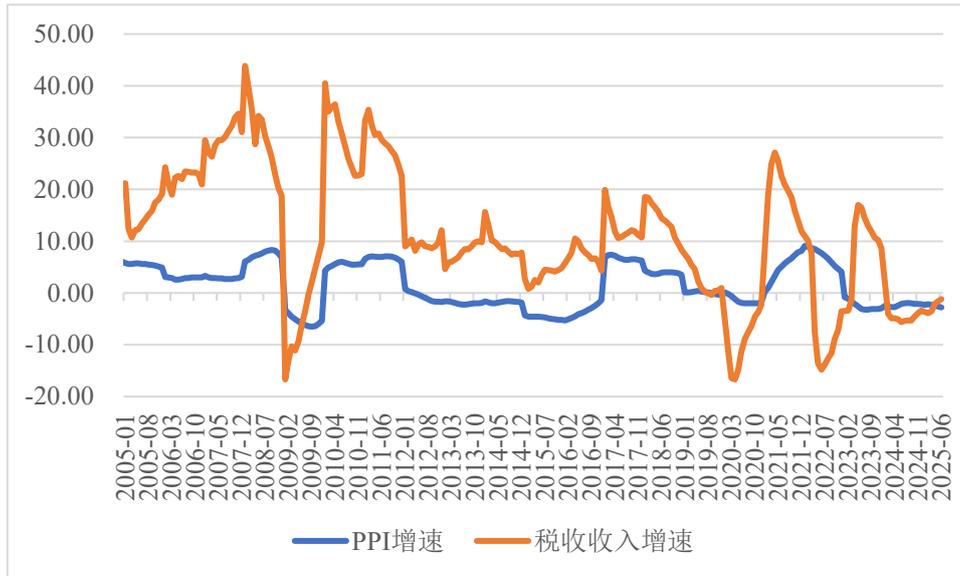


图 11 中国 PPI 增速和税收收入增速相关性 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

根据历年数据，分具体税种来看：（1）增值税和企业所得税在税收收入中的占比在不断增长，2025 年 6 月占比分别为 39.2%和 26.8%，也是受经济波动直接影响最大的两个税种，与产业结构调整、产业价格、工业制造业等企业的利润变动相关；（2）个人所得税和消费税占比均小幅增长，2025 年 6 月占比分别为 8.6%和 9.7%，受居民收入和政策调整影响较大；（3）房地产相关税种的比重呈现明显的增长趋势，自 2015 年起基本稳定在 10%左右，2025 年 6 月累计占比 10.5%。因此，根据不同税种在税收收入中的占比情况，在预测 2026-2028 年税收收入增速中，我们假定：

$$\text{税收收入} = \text{增值税} * 40\% + \text{企业所得税} * 25\% + \text{个人所得税} * 10\% + \text{消费税} * 10\% + \text{房地产相关税} * 10\% + \text{其他税} * 5\%$$

假定 2026-2028 年 GDP 目标增速为 5%，为方便计算，取 2020-2024 年平均增速为基准，增值税、企业所得税、个人所得税、消费税、房地产相关税平均增速分别为 3.6%、2.1%、7.3%、6.1%、-0.6%，则年度税收收入增速为 3.2%。

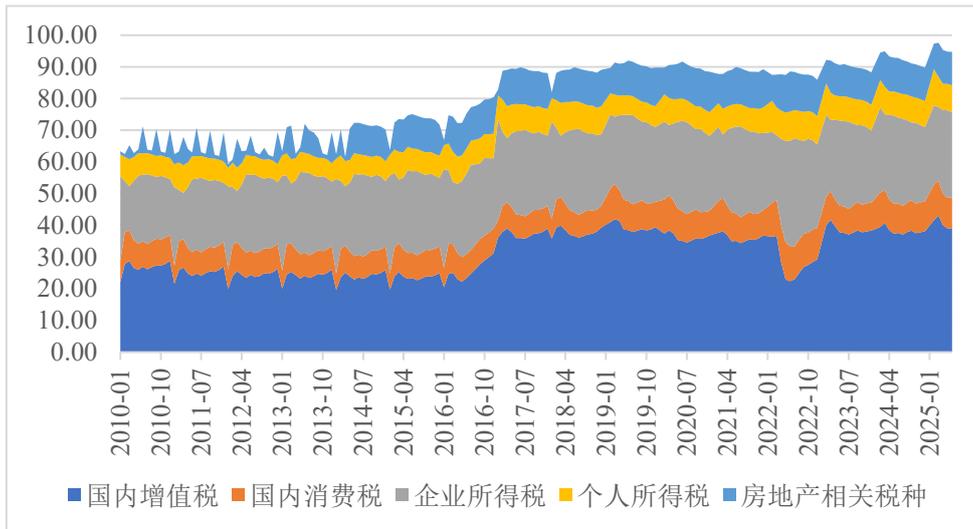


图 12 各税种在税收收入中的比重变化 (%)

数据来源：CEIC，WIND，国家金融与发展实验室。

非税收入作为财政收入重要的补充来源，主要包括行政事业性收费、国有资本经营收益以及罚没收入等，在财政体系中具有较强的灵活性和政策导向性，在经济下行、土地出让收入持续低迷的背景下，地方政府可能通过加大对企业主体的税费征缴力度来弥补财政收入的不足。自 2022 年起，税收收入和非税收入呈现此消彼长的态势，税收收入增速和非税收入增速变动趋势完全相反，2024 年 1 月-2025 年 6 月，税收收入和非税收入的负相关性越来越强（2024 年 1 月-2025 年 6 月平均相关系数为-2.7），以前文中计算的税收收入增速 3.2%为基础，可以计算预计非税收入增速为-8.6%。

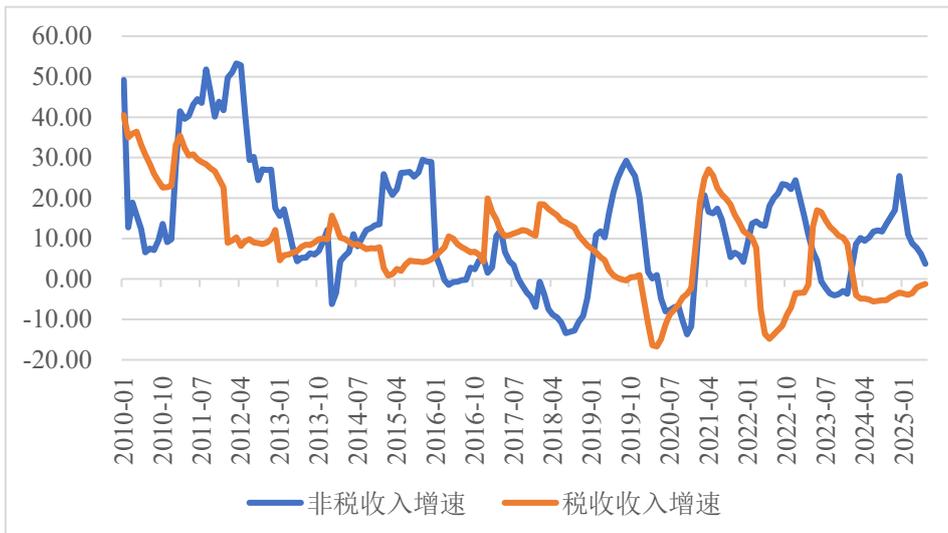


图 13 非税收入增速变动和税收收入增速相关性 (%)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

通过合并计算，2026-2028 年税收收入增速为 3.2%，非税收入增速为-8.6%，2025-2028 年一般公共预算收入预计分别为 21.9 万亿元、22.2 万亿元、22.5 万亿元、22.8 万亿元，增速分别为-0.2%、1.1%、1.3%、1.5%。

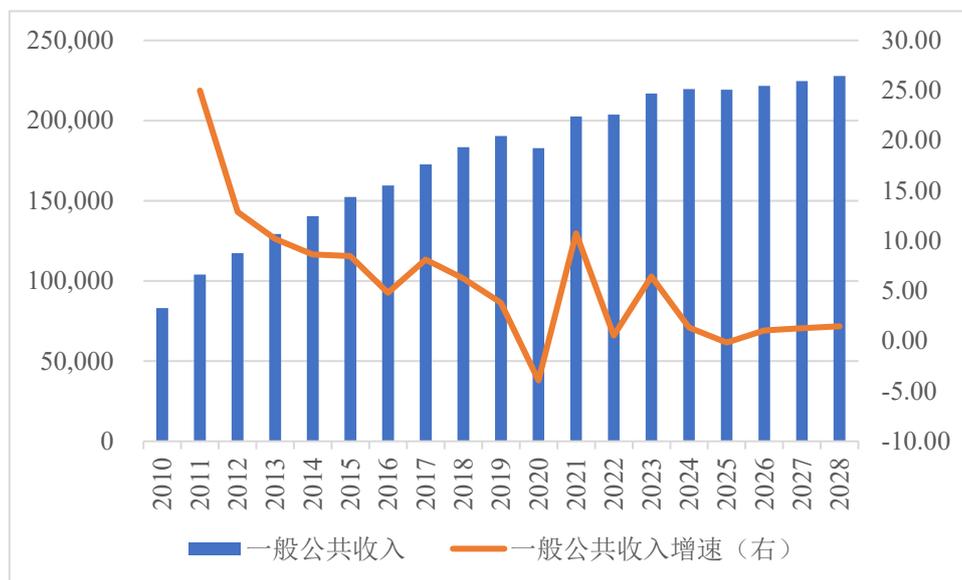


图 14 一般公共预算收入完成额和增速预估 (亿元, %)

数据来源：WIND，国家金融与发展实验室。

2. 政府性基金收入测算：缓降趋稳

政府性基金收入主要为国有土地出让收入，与房地产、土地市场密切相关。土地出让收入作为财政收入预测的重要组成部分，主要受土地供给规模、成交均价以及税费附加比例等因素影响。随着房地产市场调控政策的不断深化，土地成交均价呈现出区域分化趋势，一线城市因政策限制较多，土地供给和成交价格相对稳定，江苏、浙江、广东等经济强省 2024 年土地出让收入仍保持在 2700-7200 亿元，而三四线城市的土地市场则受到需求疲软和人口流出等因素的影响，土地供给和成交均价普遍下行，土地收入持续下滑，区域分化进一步凸显。

从历史数据来看，2015 年以来，我国土地出让收入经历了快速增长、高位震荡到持续回落的过程，2021 年峰值后，土地出让收入连续三年下降，2022 年因房地产深度调整降幅最大 (-23.1%)，2023-2024 年降幅稳定在 13%-14% 区间，下行态势趋于缓和。当前房地产市场仍处于“去库存、防风险”的调整阶段，房企资金压力持续加大，土地购置能力受限。2025 年地方政府土地供应数量维持在

每周约 1000 宗的水平，但需求端回暖乏力，导致土地成交溢价率偏低，直接影响土地出让收入规模。

未来三年土地出让收入预计会进入“缓降趋稳”新阶段。2025 年下半年地方政府明确推进“控量提质”策略，通过缩减土地供应总量、优化供地结构（增加保障性住房用地占比）稳定市场，“土储专项债重启+存量土地盘活”的组合政策，有助于缓冲收入下降对地方财政的冲击。基于 2022-2024 年土地出让收入降幅从 23.1%收窄至 14.0%的趋势，结合房地产市场边际改善预期，假定 2025 年 1-12 月政府性基金收入年末同比增速为上半年累计增速的平均值（-7.5%），土地出让收入增速为上半年平均增速（-12.3%），那么 2025 年政府性基金收入预计完成 5.7 万亿元（为年初预算的 91.9%），土地出让收入 4.3 万亿元（占比 74.4%）。假定 2026 年、2027 年、2028 年土地出让收入降幅进一步收窄，增速分别为-10%、-8%、-6%，那么 2026-2028 年土地出让收入规模分别为 3.8 万亿元、3.5 万亿元、3.3 万亿元。

自 2022 年起，政府性基金收入同比增速持续负增长，土地出让收入在政府基金收入中的比重也在不断下滑，土地出让收入依赖度（土地出让收入/政府性基金收入）2020 年达到峰值 90%以后开始快速下滑，2025 年 6 月已连续下降至 73.4%。随着“房地产新模式”推进，土地出让收入依赖度将逐步下降，未来三年可能是从“土地财政”向“多元财政”过渡的关键期，收入规模中枢下移或成长期趋势。假定 2026-2028 年土地出让收入依赖度下降至 71%、68%、66%，那么 2026-2028 年政府性基金收入预计完成 5.4 万亿元、5.2 万亿元、5.0 万亿元，增速分别为-5.7%、-3.9%、-3.2%。若后续房地产支持政策加码（如核心城市限购放松、房企融资环境改善），可能加速土地市场回暖，收入降幅或低于预期。

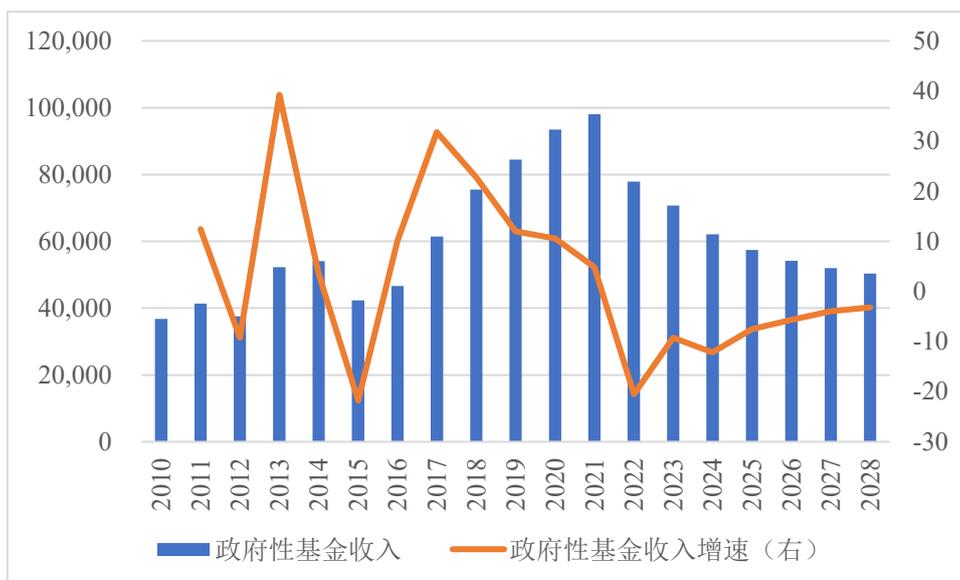


图 15 政府性基金收入完成额和增速预估 (亿元, %)

数据来源: WIND, 国家金融与发展实验室。

(二) 逆周期调节需求攀升, 支出刚性增长

1. 一般公共预算支出: 结构变动与刚性增长

2025 年 1-6 月一般公共预算支出完成 14.1 万亿元, 累计增长 3.4%, 完成年初预算的 47.6%, 整体进度较慢。结合历年一般公共预算支出的预算完成度, 假定 2025 年一般公共预算支出完成年初预算, 那么 2025 年一般公共预算支出增速为 4.4%。一般公共预算支出主要包含基础活动支出 (一般公共服务、外交、国防、公共安全等), 民生支出 (教育、社保就业、医疗、文化传媒与体育), 基建支出 (交通运输、节能环保、农林水事务、城乡社区事务), 科技支出, 债务付息支出和其他支出 (商业服务、住房保障、金融、粮食物资储备等)。

根据不同时期经济发展需求, 财政支出的重点方向也有不同的区别, 从历史数据可以看出, 民生支出和基建支出是财政支出的两大重点领域, 整体呈现以下特征: (1) 民生支出的占比不断上升, 2025 年上半年平均占比提升至 42.8%; (2) 基建支出先增后降, 2019 年占比提升至峰值 28% 之后步入下降趋势, 2025 年上半年平均占比下降至 20%; (3) 科技支出在支出中的占比变动不大, 占比基本稳定在 4% 左右; (4) 债务付息支出占比逐渐提升, 2025 年上半年债务付息占比已升至 4.7%; (5) 基础支出占比小幅缩减, 其他支出占比大幅减少, 基础支出和其他支出的总占比在不断缩小, 在 2016 年后逐步稳定在 30% 左右。

因此，预测一般公共预算支出，我们假定：

$$\text{一般公共预算支出} = \text{民生支出} * 40\% + \text{基建支出} * 22\% + \text{科技支出} * 4\% + \text{债务付息} * 4.5\% + (\text{基础支出} + \text{其他支出}) * 29.5\%$$

以此为基础，计算 2025 年不同财政支出项目的实际完成额（假定 2025 年完成年初预算 29.7 万亿元）。



图 16 一般公共预算支出项目结构占比 (%)

数据来源：CEIC，WIND，国家金融与发展实验室。

分具体项目来看，根据历史增长趋势和政策调整来计算各个支出项目的增速。以 2021-2025 年平均支出增速为参考基准，结合政策调整，最后以占比变动进一步核实调整。

(1) 民生支出。2021-2025 年民生支出平均增速为 5.2%，2025 年上半年同比增长 6.2%，结合近期民生方面财政政策持续加大力度，重点增强对“一老一小”服务的支持力度，包括推动普惠托育服务和社区支持的居家养老服务体系的建设。一是人口方面推出育儿补贴政策、免费学前教育等政策。实施育儿补贴制度，2025 年初步安排预算 900 亿元，对所有三岁以下儿童进行 3600 元/年的补贴，降低家庭生育养育成本；逐步推行免费学前教育，财政对幼儿园因免保育教育费产生的收入缺口予以补助。二是社保方面持续推进养老金上调政策，2025 年养老金再次上调 2%，城乡居民全国基础养老金月最低标准进一步提高，在 2024 年基础上再增加 20 元，2025 年上半年社保和就业支出同比增速已达 9.2%，是财政支

出结构中难以压缩的一部分。三是医疗方面提高基本公共卫生服务经费人均财政补助标准，加强免疫规划和传染病防控；城乡居民医保人均财政补助标准增加 30 元等。民生是政府提供公共服务和长期稳经济的核心支出，也是财政发挥逆周期调节的基石，未来将建立可持续发展的政策体系，结合经济发展需求，假定 2026-2028 年民生支出保持每年 6% 的增速。

（2）基建支出。传统基建支出增速和占比均在不断下滑，随着城市化率提高空间见顶、基础设施建设基本建成，交通运输支出增速自 2020 年起持续下滑，低碳政策背景下，节能环保支出增速波动较大，城乡社区事务和农林水事务为基建支出中的主要部分，2025 年两项支出均为负增长，且降幅不断扩大，结合 7 月的中央城市工作会议，聚焦于城市更新、基础设施升级、公共服务完善三大领域推动城镇化转型，可以补充部分基建支出的下滑，推进未来 3-5 年基建支出保持一定的增长。2021-2025 年基建支出的平均增速为 1.02%，因此假定 2026-2028 年基建支出保持 1% 的增长速度。

（3）科技支出。财政政策在支持科技金融体系建设和推动科技创新方面展现出明确的导向性，2025 年上半年科技支出增长 3.4%，中央本级 2025 年安排科学技术支出预算已达 3981.19 亿元，较上年增长 10%，地方政府也积极响应这一政策导向，支持多个前沿科技项目，充分发挥财政资金的引导效应提升企业的研发投入能力，同时增强区域创新生态系统的活力。财政政策在科技支出上的结构性调整，正逐步形成对创新发展的系统性支撑。2021-2025 年科技支出平均增速为 5.7%，在科技创新战略的大背景下，假定 2026-2028 年科技支出每年以 6% 的增速增长。

（4）债务付息支出。2025-2028 年为隐性化债高峰期，化债方式多采取特殊再融资债券置换存量隐性债务，同时财政收入乏力的背景下，债务融资已经成为支撑投资的主力，债务付息支出必然不断增长。2021-2025 年债务付息支出的平均增速为 6.4%，假定 2026-2028 年债务付息支出增速为 8%。

（5）基础支出和其他支出。国防、外交、公共安全为刚性支出，在国际环境动荡、国际经济环境不确定性较大的背景下，结合国家安全的战略背景，预计这部分支出依然会保持稳定增长的趋势，假定 2026-2028 年支出增速为 4%。

总的来看，2026-2028 年一般公共预算支出预计完成 31.0 万亿元、32.4 万亿

元、33.8 万亿元，支出增速分别为 4.4%、4.4%、4.5%。

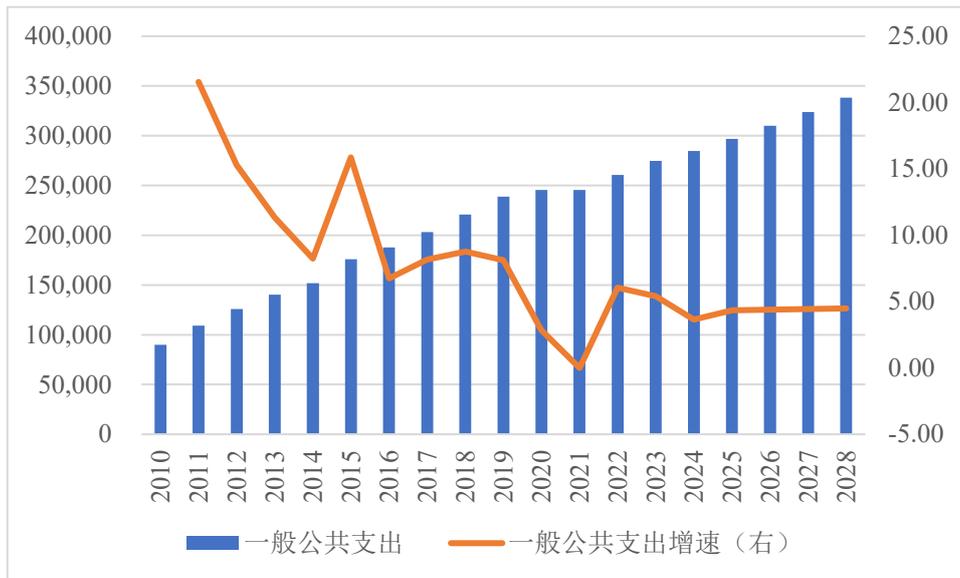


图 17 一般公共预算支出完成额和增速预估 (亿元, %)

数据来源：CEIC，WIND，国家金融与发展实验室。

2. 政府性基金支出：波动较大

政府性基金支出扩张主要源于专项债与特别国债发行扩容以及政策对重点领域的倾斜。2025 年 1-6 月政府性基金支出累计完成 4.6 万亿元，同比增长 30%，主要为中央政府性基金支出大幅增长带动。政府性基金支出增长逐渐由土地出让收入为主转变为债务支撑为主，从 2021 年土地出让收入开始大幅下滑后，房地产土地市场的持续低迷对支出空间形成了很大的制约，超长期特别国债、专项债扩围扩容等都为支撑基建支出发挥了重要的积极作用。

2025 年规模测算：政府性基金支出预估完成额=年初政府性基金预算支出*2019-2024 年预算平均完成度，计算可得 2025 年政府性基金支出预计完成 10.9 万亿元，增长 7.0%。

2026-2028 年政府性基金预算支出预估，需要从土地出让收入、专项债、特别国债三个方面进行考虑。

(1) 土地出让收入：根据前文政府性基金收入估算，2025-2028 年政府性基金收入预计完成 5.7 万亿元、5.4 万亿元、5.2 万亿元、5.0 万亿元。

(2) 特别国债：2025 年超长期特别国债规模达 1.3 万亿元（不包含 0.5 万亿元的补充银行资本金），2025 年超长期特别国债试点成功后，为支持“两重”

(重大战略、重点领域)和“两新”(新型基础设施、新型城镇化)项目,特别国债或常态化发行,用于科技创新、绿色转型等领域,补充政府性基金收入缺口。预计2026-2028年,超长期特别国债规模可能维持在1.5-2万亿元/年,假定2026-2028年每年发行超长期特别国债1.5万亿元、1.8万亿元、2万亿元。

(3)专项债:2025年专项债额度为4.4万亿元(其中0.8万亿元用于化债),考虑到2026-2028年为隐性债务化解阶段,部分地方政府化债压力缓解,专项债作为基建融资主力,预计2026-2028年专项债额度或增至4.5-5万亿元/年,剔除每年8000亿元的化债资金,可有3.7-4.2万亿元的资金用于重点支持保障性住房、城中村改造等民生项目。具体假定2026-2028年每年发行超长期特别国债3.7万亿元、4万亿元、4.2万亿元。

综合来看,不考虑结转结余资金的情况下,2026-2028年政府性基金支出预计完成10.6万亿元、11.0万亿元、11.2万亿元,增速分别为-2.2%、3.6%、2.2%。

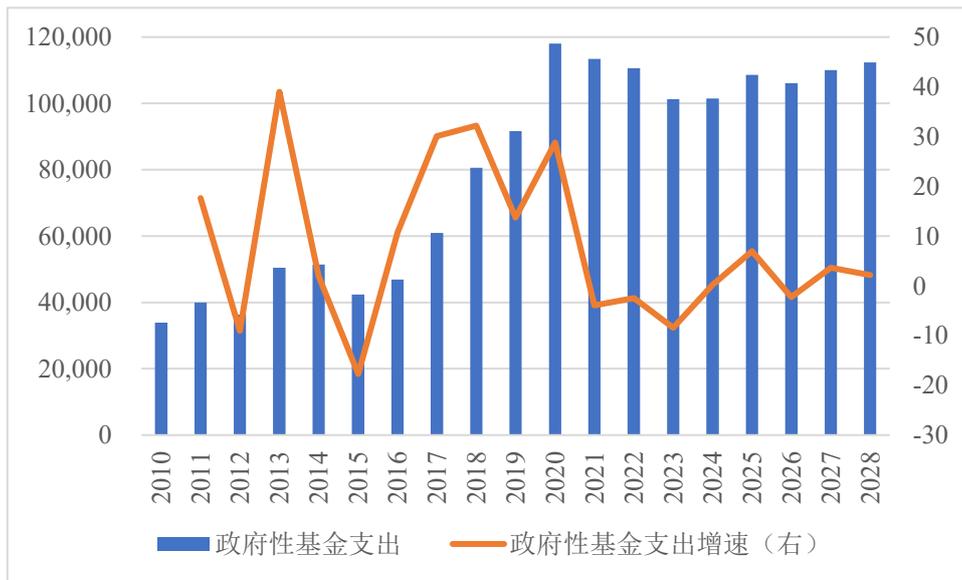


图 18 政府性基金支出完成额和增速预估 (亿元, %)

数据来源: WIND, 国家金融与发展实验室。

(三) 总财政空间预测

财政政策发挥积极效应促进经济稳定主要表现在一般公共预算和政府性基金预算两本账,在此,总财政空间主要以一般公共预算和政府性基金收支为主。根据前文计算,最后预测结果见表1、表2。

财政收入受经济波动影响,整体增长幅度较小。假定年度GDP目标增速为

5%，预计 2025-2028 年总财政收入空间为每年 26.6-26.8 万亿元，波动较小，总财政收入增速分别为-1.8%、-0.3%、0.3%、0.6%。财政支出的刚性增长约束和逆周期调节作用决定总财政支出持续增长。预计 2025-2028 年总财政支出为 40.6-45.1 万亿元，总财政支出增速分别为 5.1%、2.6%、4.2%、3.9%。

表 1 2025-2028 年财政收入预测结果（单位：亿元，%）

年份	预计完成额（亿元）			增速（%）		
	一般公共预算收入	政府性基金收入	总财政收入	一般公共预算收入	政府性基金收入	总财政收入
2025	219,355.00	57,408.41	276,763.41	-0.16	-7.54	-1.78
2026	221,715.26	54,150.54	275,865.80	1.08	-5.67	-0.32
2027	224,551.73	52,016.38	276,568.11	1.28	-3.94	0.25
2028	227,845.19	50,377.07	278,222.26	1.47	-3.15	0.60

表 2 2025-2028 年财政支出预测结果（单位：亿元，%）

年份	预计完成额（亿元）			增速（%）		
	一般公共预算支出	政府性基金支出	总财政支出	一般公共预算支出	政府性基金支出	总财政支出
2025	297,000.00	108,582.46	405,582.46	4.35	7.00	5.05
2026	310,073.22	106,150.54	416,223.76	4.40	-2.24	2.62
2027	323,844.15	110,016.38	433,860.53	4.44	3.64	4.24
2028	338,358.54	112,377.07	450,735.62	4.48	2.15	3.89

从赤字和债务空间规模来看，2025-2028 年财政总赤字规模分别为 12.9 万亿元、14.0 万亿元、15.7 万亿元、17.3 万亿元。2025 年官方赤字规模 5.66 万亿元，官方赤字率为 4%，假定 2026-2028 年官方赤字率保持 4% 不变，2026-2028 年官方赤字规模为 5.95 万亿元、6.25 万亿元、6.56 万亿元，每年需要新发行的债务融资规模分别为 8.1 万亿元、9.5 万亿元、10.7 万亿元。

表 3 2025-2028 年财政赤字和债务预测结果（单位：亿元）

年份	总财政收入	总财政支出	总财政赤字规模	官方赤字规模	债务融资规模
2025	276,763.41	405,582.46	128,819.04	56,600.00	72,219.04
2026	275,865.80	416,223.76	140,357.96	59,500.00	80,857.96
2027	276,568.11	433,860.53	157,292.42	62,500.00	94,792.42
2028	278,222.26	450,735.62	172,513.35	65,600.00	106,913.35

从赤字率来看，2026-2028年赤字率持续上升，一般公共预算实际赤字率分别为5.9%、6.4%、6.7%，两本账财政赤字率分别上升至9.4%、10.1%、10.5%。与IMF预测的政府赤字率相比，我们的估算结果较高，2022年起两本账赤字率高于IMF赤字率，主要为2027年和2028年相差较大，分析原因主要在于2027年、2028年预测过程中增速保持与2026年一致没有太大的变动，估计结果会产生一些差异。

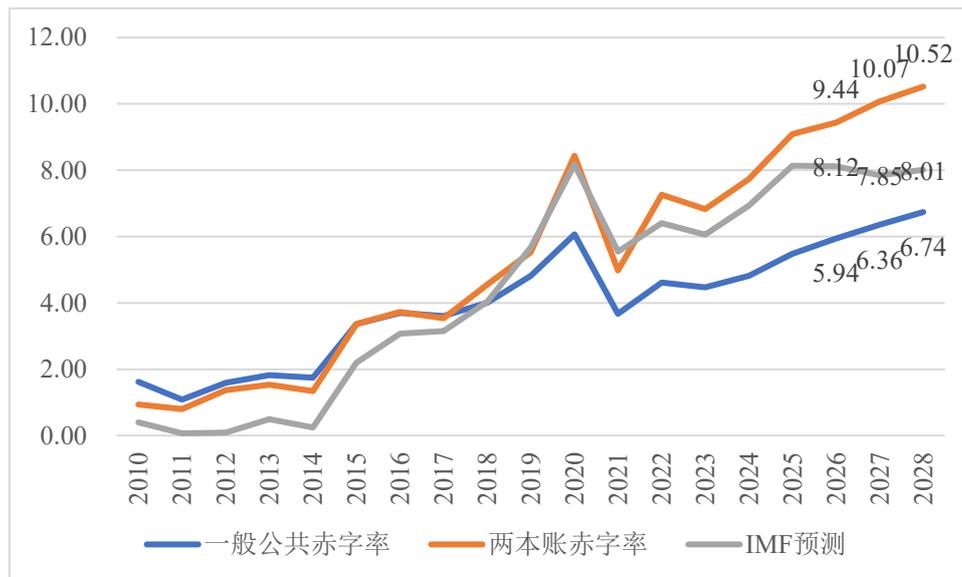


图 19 不同口径下的财政赤字率 (%)

数据来源：IMF 官网，CEIC，WIND，国家金融与发展实验室。

随着地方政府在财政收支方面的矛盾日益突出，中央政府成为加杠杆主力。近年中央政府在宏观调控中展现出更强的主动性和灵活性，成为推动经济企稳的重要力量。2025年中央政府明确提出实施“适度宽松的货币政策”和“更加积极的财政政策”，标志着宏观调控基调的重大转变。财政政策方面，中央政府提高赤字率，增加发行超长期特别国债和地方政府专项债券，以强化对重点领域的资金支持。同时，货币政策也将通过降准、降息等手段，为市场注入流动性，降低融资成本，从而更好地服务于实体经济。中央政府在宏观调控中的优势在于其政策制定的系统性和协调性，能够统筹财政与货币手段，形成政策合力。中央政府的加杠杆行为并非简单的扩张，而是围绕“稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险”目标展开的精准施策。

受制于地方经济复苏乏力和税收基础薄弱，地方政府在财政收支方面的矛盾

日益突出，在此背景下，中央政府通过发行国债和超长期特别国债的方式，持续加杠杆以稳定经济增长。2025年上半年，国债发行规模达到7.88万亿元，创历史同期新高，同比增长35.28%，同时，超长期特别国债的发行也呈现出加速态势，2025年计划发行规模为1.3万亿元，较2024年增加了3000亿元，截至9月18日，超长期特别国债的实际发行规模已达1.15万亿元，占全年计划的88.3%。另一方面，中央政府通过加大转移支付力度，为地方财政提供支持，从而缓解地方财政压力并促进区域协调发展。2025年上半年，中央对地方转移支付已下达9.29万亿元，占年初预算的89.8%，较上年同期提高了1.7个百分点。中央政府通过转移支付的手段，为地方财政注入大量资金，增强地方政府的财政能力。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。