

宏观经济分析师

崔 永

010-6627 6583

cuiyong@cjis.cn

邢微微

010-6627 6923

xingweiwei@cjis.cn

相关研究报告

崔永、邢微微：《房地产与进出口、货币信贷交相辉映-2009 年 9 月份房地产数据简评》，中投证券中国宏观经济点评报告，2009 年 10 月 19 日。

崔永、邢微微：《进出口同比增速差距还将扩大-2009 年 9 月进出口数据点评》，中投证券中国宏观经济点评报告，2009 年 10 月 15 日。

崔永、邢微微：《房地产投资：政府投资的接力者》，中投证券中国宏观经济季度报告，2009 年 10 月 12 日。

邢微微：《经济活力增强，通胀预期上升——二季度经济回顾与展望》，2009 年 07 月 2 日。

邢微微：《低利率下经济复苏加快——2009 年下半年国内经济报告完》，2009 年 06 月 21 日。

邢微微：《2009 年年度报告-09 年中国经济有望筑成“U”型底》，2008 年 12 月 01 日。

宏观点评

政府可能会大幅压缩“铁公基”投资

——2009 年 9 月份财政收支数据点评

根据日前公布财政收支数据，我们认为，全年财政收支形势依然不容乐观，政府部门在第四季度可能会大幅压缩“铁公基”方面投资支出，以期将财政赤字率控制在 3% 左右。

主要观点：

根据日前公布的前三季度财政收支数据，尽管财政收入延续了今年下半年以来的较好增长态势，但是财政支出也依然保持高位增长，因此，依然保留之前我们关于全年财政收支形势总体上不容乐观的基本判断，并进一步认为政府部门今年第四季度可能会大幅压缩“铁公基”方面投资支出，以期将财政赤字控制在 3% 左右的水平之上。

虽然财政收入快速增长局面在 9 月份得到了延续。受到服务业发展火爆、非税收入大幅增长、成品油税费改革以及卷烟消费税提高等因素的影响，9 月份财政收入同比增速依然高达 33%。至此，前三季度，财政收入累计增速继 8 月份扭转了持续 7 个月的负增长局面之后，继续提高到 5.3%，比 1-8 月份累计增速提高了 2.7 个百分点。

但是财政支出增速在 9 月份也出现爆发性反弹。受到铁路、公路、机场、水利等方面经济建设型财政支出以及环境保护、农林水事务、医疗卫生、教育科技等方面公共财政型财政支出等两方面财政支出增长较快的带动，9 月份财政支出继续保持较高增长。当月同比增速大幅反弹到 32.9%，比上月提高 15.5 个百分点，尤其是中央本级支出增长较快，达到 46.2%。至此，前三季度，财政支出累计增速再次提高到 24.1%，继续保持较高增长。

这样一来，全年财政赤字率突破 3% 的可能性依然很大。按照前三季度的财政收入增长情况以及年初的财政预算支出计划，我们推算出全年的财政赤字率会达到 4.7% 左右。不过，考虑到非税收入以及消费税的进一步增长，全年财政收入实现两位增长还是有可能的，对应的财政赤字率为 3.5% 左右（这也是我们在之前在季报中给出的预测）。而如果政府部门要通过继续提高财政收入的方式将全年财政赤字率降到 3% 以下，就必须将全年财政收入增速由前三季度的 5.3% 提高到全年的 14.5%。不过，如果政府在第四季度不大规模出卖土地或者国有股份，似乎很难指望财政收入在短短三个月之内有这么大的提高。

因此，政府部门可能会在第四季度大幅度压缩“铁公基”方面投资支出，以期将财政赤字率控制在 3% 左右。目前，财政支出正向环境保护、农林水事务、医疗卫生、科技教育、社会保障等领域倾斜，压缩这方面投资的可能性较小。而占比较大的行政管理费用方面支出短期内也很难压缩。除此之外，只有铁路、公路、机场、港口、码头、桥梁等经济建设支出方面还有一定的压缩空间。

关键数据

2009 年 10 月 16 日，财政部公布了 9 月份财政收支数据，具体情况如下：

财政收入上涨较快。9 月份当月，全国财政收入同比增长 33%。其中，中央本级收入同比增长 37.8%；地方本级收入同比增长 27.9%。

前三季度累计，**全国财政收入同比增长 5.3%**。其中，中央本级收入同比增长 9.8%。财政收入中的税收收入同比增长 2.2%；非税收入同比增长 33.1%。

前三季度累计，财政收入增长较快的项目主要有：消费税（同比增长 79.1%）、营业税（同比增长 13.6%）、车辆购置税（同比增长 4.4%）、个人所得税（同比增长 4.1%），除此之外，企业所得税（同比下降 0.4%），国内增值税（同比下降 2.4%），进口货物增值税和消费税（同比下降 8%）、关税（同比下降 26.7%）、证券交易印花税（同比下降 59.6%）。此外，外贸出口退税同比增长 16%，也相应减少财政收入。

财政支出压力依旧很大。9 月份当月，全国财政支出同比增长 32.9%。其中，中央本级支出同比增长 46.2%；地方本级支出同比增长 29.6%。

前三季度累计，**全国财政支出同比增长 24.1%**。其中，中央本级支出同比增长 22.6%；地方本级支出同比增长 24.5%。

前三季度累计，除了交通运输等方面经济建设支出增长较快之外，环境保护、农林水事务支出、医疗卫生、科学技术、城乡社区事务、教育、社会保障和就业支出等方面公共财政型支出都有较大增长。

其中，交通运输支出同比增长 66.3%；环境保护支出同比增长 56.4%；农林水事务支出同比增长 51.2%；医疗卫生支出同比增长 30.5%；科学技术支出同比增长 28.7%；城乡社区事务支出同比增长 25.9%；教育支出同比增长 17.7%；社会保障和就业支出同比增长 17.7%。**上述重点支出增加额占同期财政支出增加额的 70%左右。**

简要评论

财政部日前公布了前三季度财政收支数据，尽管财政收入延续了下半年以来的较好增长，但是财政支出也依然保持较高增长。因此，我们依然保留之前我们关于全年财政收支形势总体上不容乐观的基本判断，并进一步认为政府部门今年第四季度可能会大幅压缩“铁公基”方面投资支出，以期将财政赤字控制在 3%左右的水平之上。

虽然财政收入快速增长局面在 9 月份得到了延续。

受到营业税以及非税收收入大幅增长、成品油税费改革以及卷烟消费税提高等因素的影响，9 月份财政收入同比增速依然高达 33%。至此，前三季度，财政收入累计增速继 8 月份扭转了持续 7 个月的负增长局面之后，继续提高到 5.3%，比 1-8 月份累计增速提高了 2.7 个百分点（图 1）。从财政收入当月同比增速来看，9 月份财政收入的月同比增速也已经超过 1997 年以来的平均增速，并有望继续上升（图 2）。

图 1：9 月份财政收入累计增速继续创年内新高

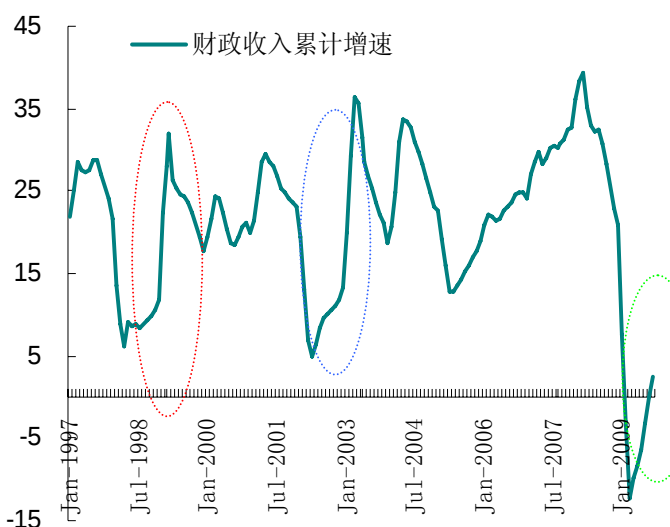
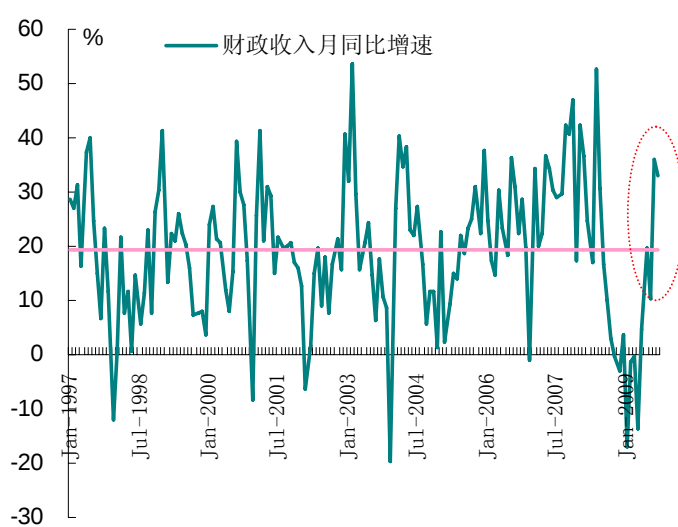


图 2：9 月份财政收入月同比增速已经超过历史平均



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

但是财政支出增速在 9 月份也出现爆发性反弹。

受到铁路、公路、机场、水利等方面经济建设型财政支出以及环境保护、农林水事务、医疗卫生、教育科技等方面公共财政型财政支出等两方面财政支出增长较快的带动，9 月份财政支出继续保持较高增长。9 月当月财政支出同比增速大幅反弹到 32.9%，比上月提高 15.5 个百分点，尤其是中央本级支出增长较快，达到 46.2%。至此，前三季度，财政支出累计同比增速再次提高到 24.1%，依然处于历史高位增长（图 3）。

按照当前的中国政府预算体制，每年的第四季度尤其是 12 月都是财政支出的高峰。在财政预算体制没有发生改变的 2009 年，第四季度的财政支出压力同样较大，因此未来三个月之内，财政支出有望继续保持较高增长（图 4）。

图 3：9 月份财政支出增速依然处于历史高位

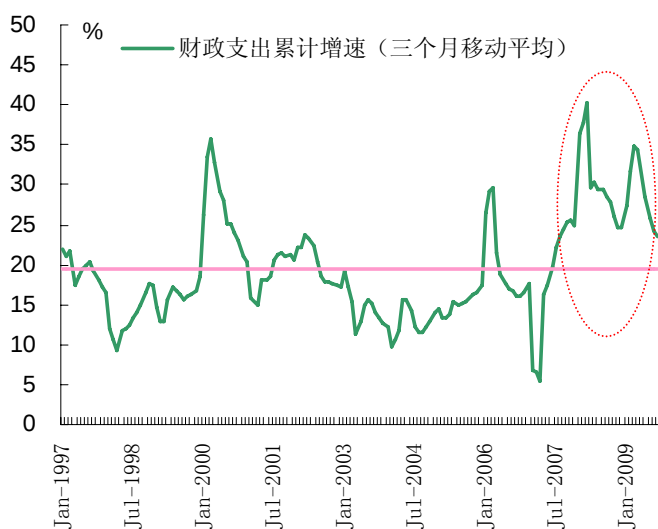
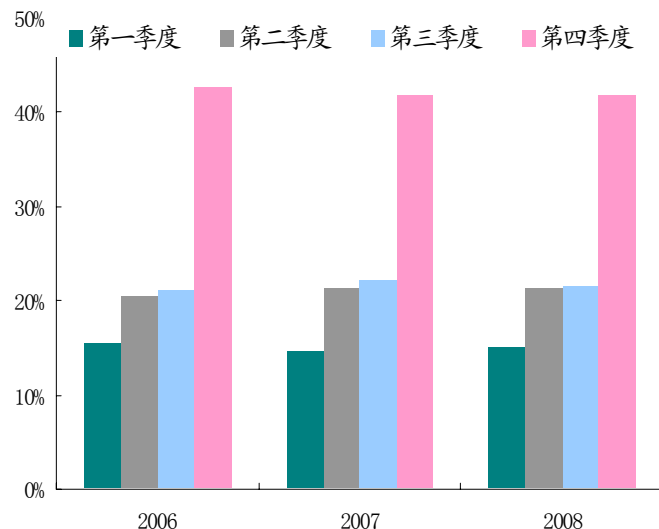


图 4：9 月份之后的财政支出压力会进一步加大



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

这样一来，全年财政赤字率突破3%的可能性依然很大。

按照前三季度的财政收入增长情况以及年初的财政预算支出计划，我们推算出全年的财政赤字率会达到4.7%左右。不过，考虑到非税收收入以及消费税的进一步增长，全年财政收入实现两位数的增长还是有可能的。对此可以通过历史经验给出。

根据相同经历时期的历史经验，东南亚金融危机之后的1998年，财政赤字累计增速曾由年初的0.7%提高到全年的14.2%；而科技股泡沫破裂之后的2002年，财政赤字率曾由3.4%提高到全年的15.4%。并且当年都曾在短短三个月左右的时间之内实现5个百分点左右的提高。这意味着，今年财政收入累计增速有望在未来三个月之内突破两位数的增长（图5）。按照历史经验，全年财政收入累计增速有望达到11.5%左右，对应的财政赤字率将为3.5%左右（这是我们在之前在中国宏观经济季报中给出的预测，当时我们没有给出具体的推理过程）。

而如果政府部门要通过继续提高税收收入或者非税收收入等方式将全年财政赤字率降到3%以下，就必须将全年财政收入增速由前三季度的5.3%提高到全年的14.5%（图6）。不过，目前来看，如果政府在第四季度不大规模出卖土地或者国有股份，没有任何迹象表明，财政收入在短短三个月之内有这么大的提高。

图 5：全年财政收入累计增速有望突破两位数

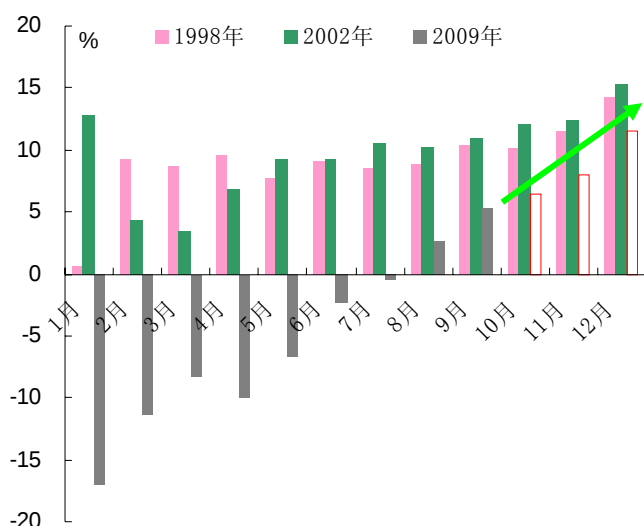
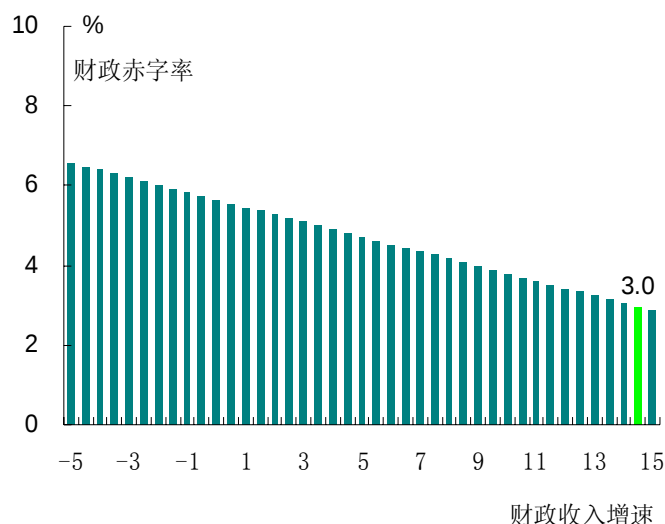


图 6：财政收入达到14.5%财政赤字率才能降到3%



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

对此，我们在之前在《房地产：政府投资的接力者中》（中国宏观经济季报，2009年10月12日）中已经提出，政府的过度负债行为可能会引发通货膨胀预期而导致居民部门大幅降低储蓄，同时抛售人民币资产，进而引发经济问题。加之，政府决策层一直对政府尤其是地方政府各种隐性负债深表担心，决策层难以想象且无法估量一向崇尚储蓄和节俭的中国居民是否会对政府的这种过度负债行为做出剧烈反应。因此，即便居民最终会容忍政府的这种冒进行为，政府部门反而可能无法容忍这种情况出现，进而不会轻易将财政赤字率推高到超过3%国际警戒线的水平。

因此，政府部门可能会在第四季度大幅度压缩“铁公基”方面投资。

政府正积极推进公共财政转型，压缩公共服务型财政支出的可能性较小。当前，财

政支出正向教育科技、医疗卫生、环境保护、社会保障等公共服务领域倾斜。主要表现在：前三季度环境保护支出、医疗卫生支出、科学技术支出、城乡社区事务支出、教育支出、社会保障和就业支出等大都继续保持 20% 以上的高位增长（图 7）。因此，政府为防止财政赤字率突破 3% 的警戒线，压缩该类财政支出的可能性较小。

而短期内占比较大的行政管理费用方面支出也很难压缩。进入 21 世纪以来，政府行政管理费用占财政支出的比重一直维持高位，我们估算的 2006 年之后的数据表明，政府行政管理费用占财政支出的比重最近几年还呈现加速态势，由于 2009 年政府为刺激内需需要雇佣大量人力物力，因此预计该数据今年很难降低（图 8）。

因此，预计政府部门可能会在第四季度大幅度压缩“铁公基”方面投资，以期确保财政赤字率不会过高偏离政府年初设想的 3% 左右的财政赤字率。因为除了上述财政支出之外，只有铁路、公路、机场、港口、码头、桥梁等经济建设支出方面还有一定的压缩空间。

图 7：前三季度公共型财政支出大都保持 20% 以上增长

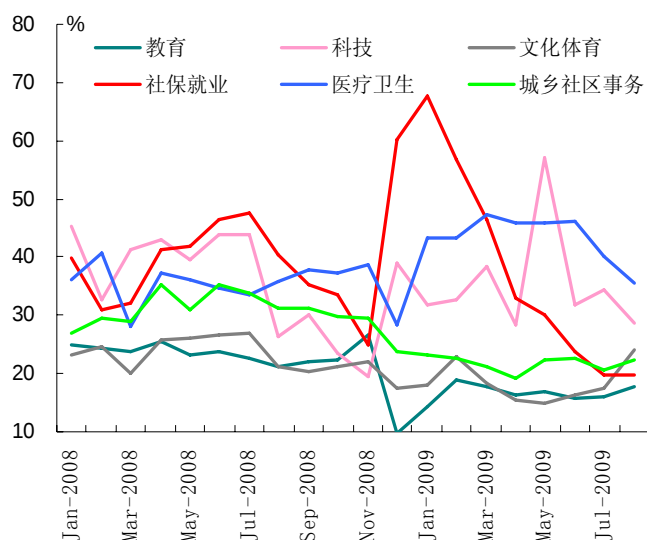
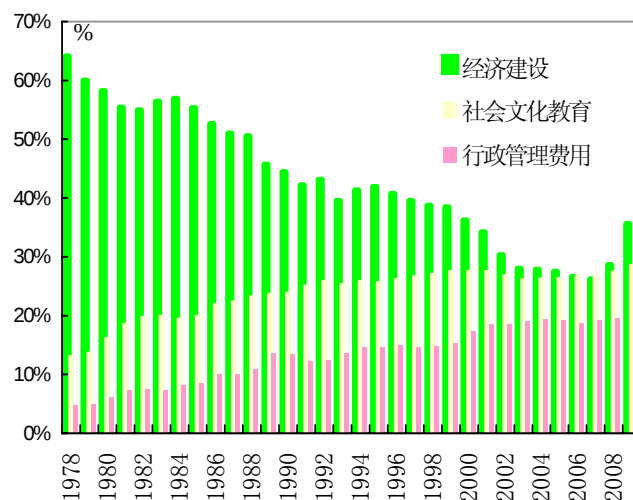


图 8：财政短期内缩减行政管理费用的可能性较小



资料来源：CEIC、国家统计局、中投证券研究所

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

崔 永, 中投证券宏观经济分析师, 中国人民大学经济学院经济学博士生, 先后就职于中国人民银行营业管理部(2004 年 8 月至 2007 年 5 月)和中国人民银行货币政策司(2007 年 6 月至 2009 年 8 月), 2009 年 9 月加盟中投证券。有三篇论文见于国内权威学术期刊《经济研究》,《经济研究》匿名审稿人。曾获中国金融学会第八届全国优秀论文评比二等奖、中国人民银行 2006 年重点课题评比三等奖、中国人民银行 2007 年“金融调控与经济发展”青年论文评比一等奖和三等奖、中国人民银行 2007 年“中国金融稳定报告”专题写作评比一等奖、中国人民银行 2008 年重点课题评比优秀奖等多项省部级奖励。并先后两次参加国际货币基金组织在 IMF 中国大连培训基地以及 IMF 新加坡培训学院举办的“宏观经济管理与调控”以及“宏观经济分析与诊断”培训班。

邢微微, 中投证券宏观经济分析师, 金融学硕士。主要研究覆盖国内经济走势, 央行货币政策及人民币汇率。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券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。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 8 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434