



2011.07.18

财政政策仅有结构性机会

——财政政策与经济增长研究专题

	吕春杰	汪进	姜超
	021-38676051	021-38674624	021-38676430
	lvchunjie@gtjas.com	wangjin008085@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
编号	S0880511010058	S0880110024648	S0880511010045

本报告导读：

本报告结合经济结构调整对财政政策进行分析。

摘要：

- 政策对经济周期至关重要，但财政政策对周期的指示作用一般不如货币政策，因为私人投资波动是影响经济周期的最重要因素，而利率又是决定私人投资变化的关键。因此在货币紧缩环境下，单纯依靠财政政策难以拉动经济增长。
- 当然，战时或遭遇流动性陷阱后财政政策效用较大，美国 30 年代后财政支出与经济正相关，或由于流动性陷阱后政府支出主导了经济的波动。但随着货币政策重要性日益增加，财政支出明显与周期逆行，并在拐点附近还有滞后。
- 70 年代全球遭遇供给瓶颈，要素价格上涨背景下各国寻求转型。美国 74 年后财政支出占 GDP 比重不断上升，但支出增速在几次衰退后的规律存在差异。
- 日本是当时转型成功的典范，其财政支出增速在 1974 后持续回落，和一般认为的紧货币松财政以促进经济转型的观点并不一致。这是因为支出增速还受通胀等因素影响，在供给瓶颈限制下，若不控制总需求、而期盼财政支出名义增速的攀升，反而会推高物价。韩国经验进一步印证了该结论。
- 当然，日本当时财政支出占 GDP 比重不断上升，该数据更能反映政策意图。通过对重点行业进行定向支持，财政政策也促进了转型。
- 近几年中国财政支出增速同样显现逆周期性和滞后性，和投资数据一样，它不应成为判断未来经济走势的关键指标。从长期看，其增速将难以大幅提高，但支出占 GDP 比重还有很大的上升空间。
- 对于今年而言，目前支出增速已经较高，未来受制于货币紧缩总量很难、也不需要加速上升。但从支出结构上看细分领域仍有机会，其中教育、社会保障，城乡社区、医疗卫生等民生领域最为受益，其次为基建投资中环保、水利等行业。

宏观研究团队

李迅雷

021 - 38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021 - 38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021 - 38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021 - 38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021 - 38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《刘易斯拐点后未必通胀》

2011.06.13

《上调电价对通胀影响有限》

2011.05.26

《协调失败与机制缺陷下的希腊悲剧》

2011.05.24

《中国产业升级的次序——进口替代专题研究》

2011.05.23

《猪肉价格上涨原因及影响分析》

2011.05.23

目 录

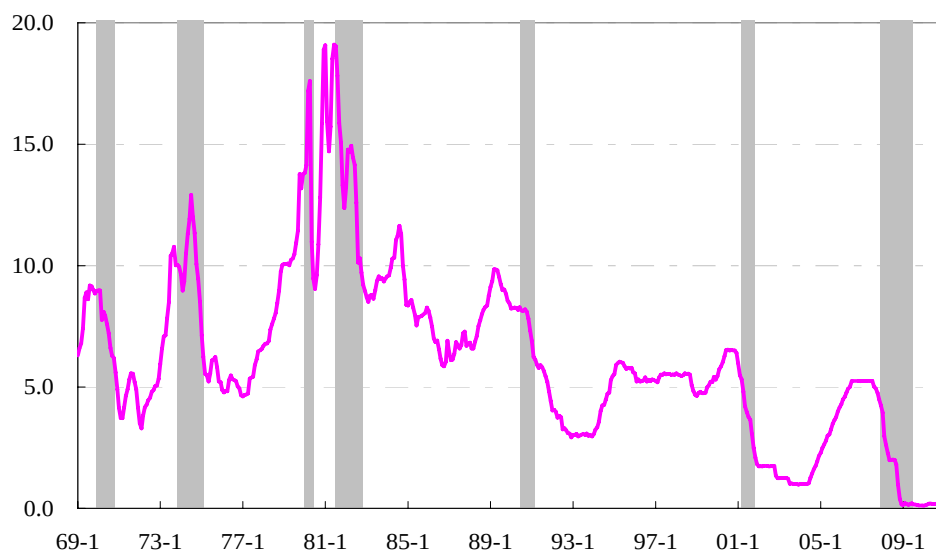
1. 政策影响经济周期	3
2. 财政效用不如货币	3
3. 从顺周期到逆周期	4
4. 美国财政支持转型	5
5. 占比意义大于增速	6
6. 中国支出增速难升	8
7. 结构分化民生受益	9

1. 政策影响经济周期

我们在《货币政策与经济周期》（2009.9.2）中就指出，在中央银行出现后，货币政策成为了决定经济周期的关键力量。以美国为例，每次衰退前利率都有上行，而衰退后利率则会下行刺激经济再度回升，货币政策与经济周期之间已经很难分清孰因孰果。

图 1 美国基金利率

单位：%



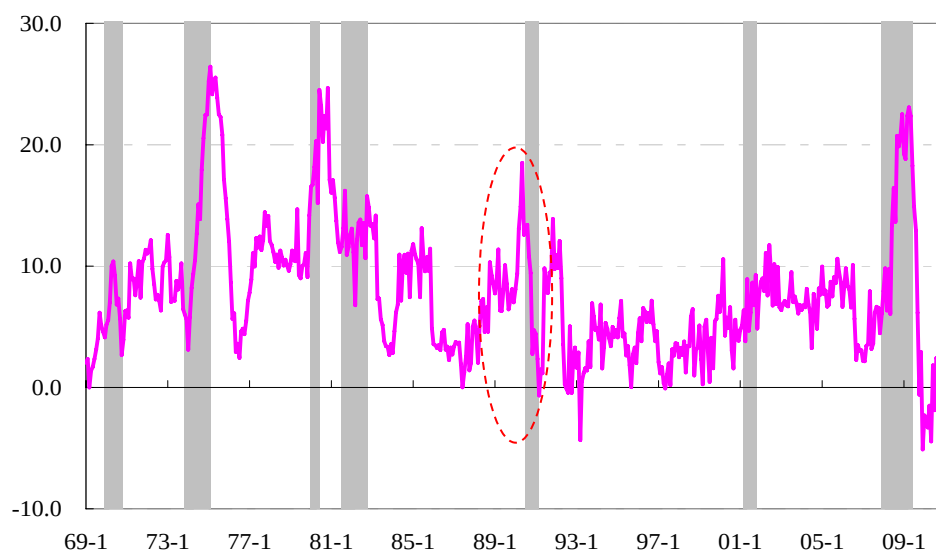
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

财政政策同样类似，在衰退后财政支出增速一般会有所上升。但是财政周期不如货币周期明显，例如上世纪 90 年代初衰退前，财政支出增速就不断上升，而衰退之后支出增速反而下降。

需要指出的是，财政政策包括支出和收入两方面，但收入增速波动较小，因此支出增速和两者增速差走势基本一致，一般情况下考察前者即可。

图 2 美国中央财政支出增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

注：财政支出增速为 6 月移动平均值，以下同。

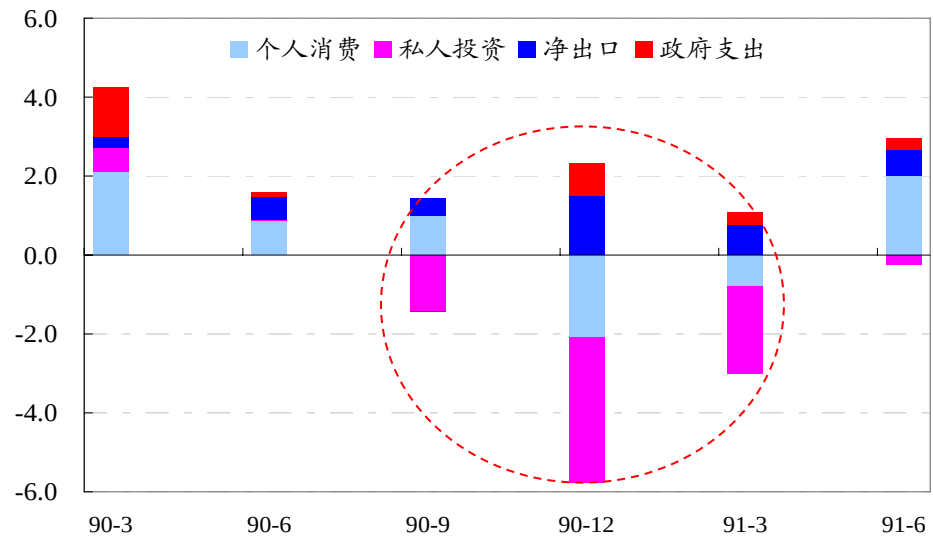
2. 财政效用不如货币

进一步考察美国 1990-1991 年各部门对实际 GDP 的贡献率，可以发现政府支出贡献基本一直为正。而经济还是在 90 年 7 月陷入衰退，主要源于私人投资大幅下

降，从而带动个人消费下滑。

图 3 美国各部门对实际 GDP 环比贡献率

单位：%

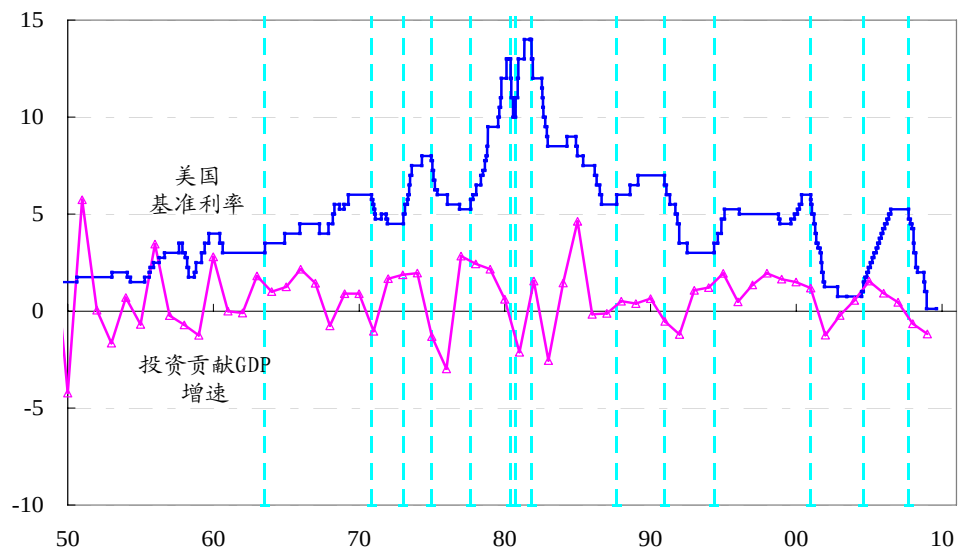


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

同样，80 年代初的二次探底时政府支出贡献也一直为正。因此一般而言，私人投资波动才是影响经济周期的最重要因素，而利率又是决定私人投资变化的关键，这也使得货币周期较财政周期更有意义。

图 4 美国基准利率和投资贡献 GDP 增速

单位：%



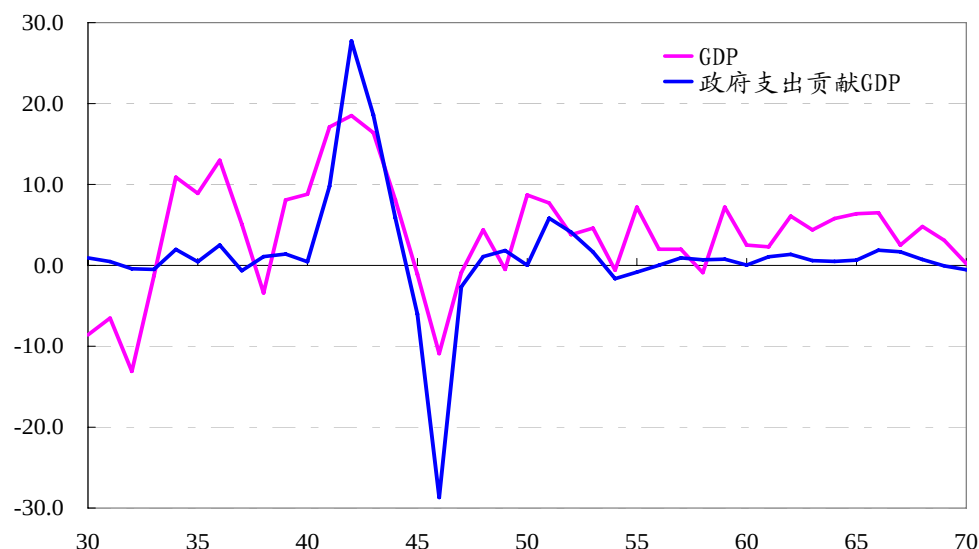
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

3. 从顺周期到逆周期

当然，财政政策并非一直不如货币政策。1942 年政府支出贡献 GDP 增速 27.7%，1946 年又拖累 GDP-28.7%，但战时经济过后财政政策的效用也明显减弱。此外和直观印象不同，美国早期政府支出和 GDP 增速还呈正相关关系，或许由于 1930 年大萧条后美国遭遇流动性陷阱，财政支出主导了经济的波动。

图 5 美国早期 GDP 和政府支出贡献 GDP

单位：%

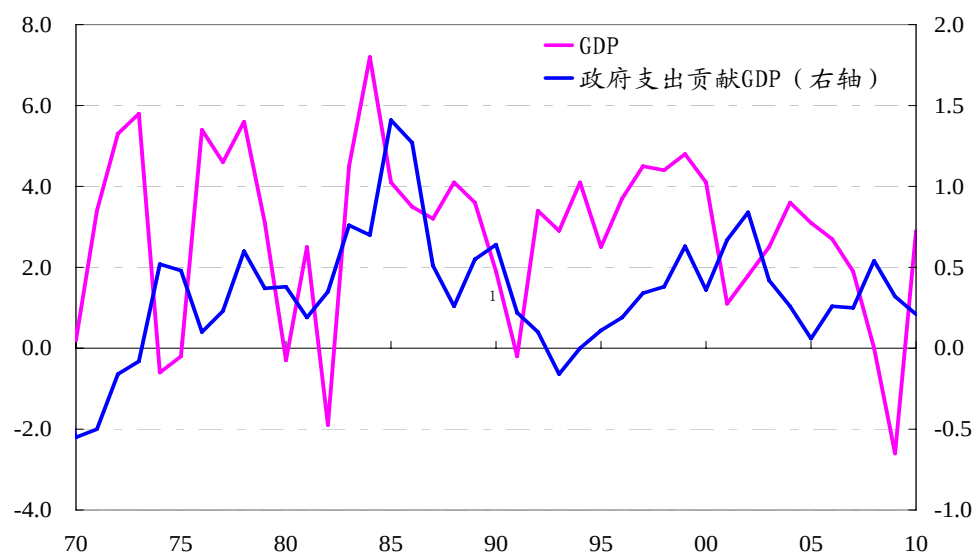


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

但随着货币政策重要性日益增加，政府不再单纯依靠财政支出刺激经济，因此财政政策开始显现其逆周期性，特别在 80 年代后。而在几次经济高点和低点拐点附近，政府支出贡献都有滞后。因此在货币紧缩环境下如果投资大幅下滑，单纯依靠财政政策难以刺激经济复苏。

图 6 美国后期 GDP 和政府支出贡献 GDP

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

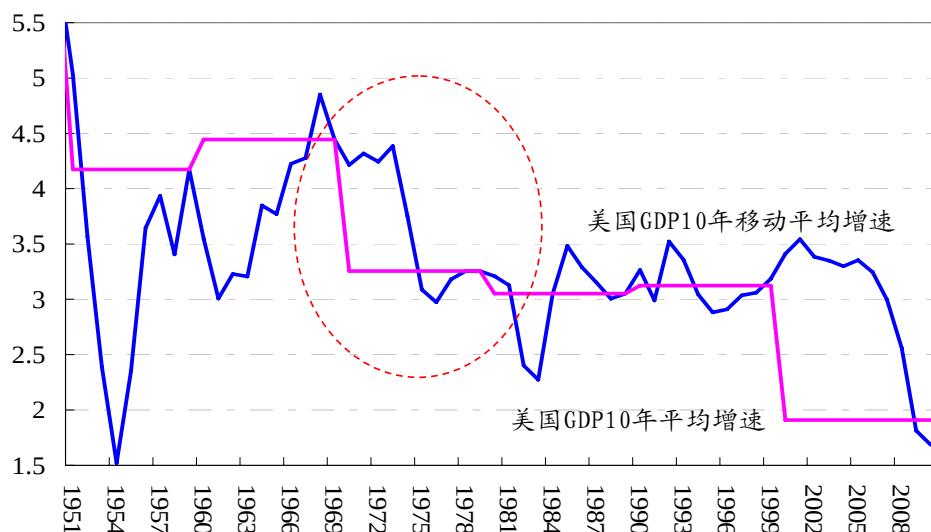
4. 美国财政支持转型

我们在中期报告《退一步海阔天空》（2011.6.7）中指出，中国目前正在经历劳动力和资源价格上涨，中游行业利润率受到明显挤压而无法启动投资，未来经济将经历持续的减速和转型。

而在美国也出现过类似的情况，受供给瓶颈影响生产要素价格暴涨，制造业利润率不断下滑，服务业占 GDP 比重也开始上升。经济转型也对应着经济减速，美国经济 1950、60 年代的平均增速接近 4.5%，到 70 年代以后只有 3% 左右，因此考察当时美国的财政政策也较有借鉴意义。

图 7 美国 GDP 增速

单位: %



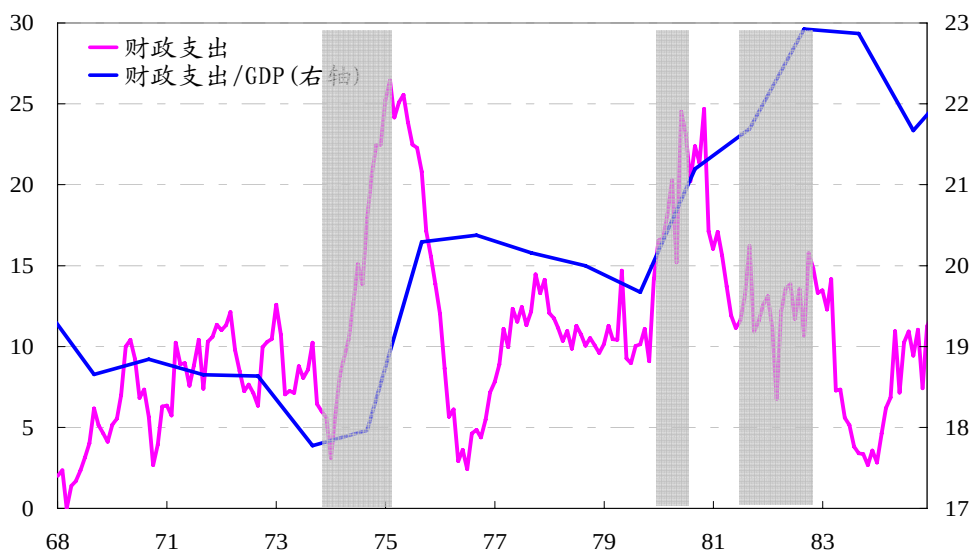
数据来源: 国泰君安证券研究, BEA (美国经济研究局)

第一次石油危机后, 美国财政支出占 GDP 比重不断上升, 和政府支出贡献 GDP 走势一致 (见图 6), 财政政策支持了结构调整。

但从支出增速看, 两次石油危机衰退开始后财政支出增速都上升, 80 年代初的二次探底时支出增速则还略有下降, 存在一定差异。

图 8 美国财政支出增速和支出占 GDP 比例

单位: %



数据来源: 国泰君安证券研究, CEIC

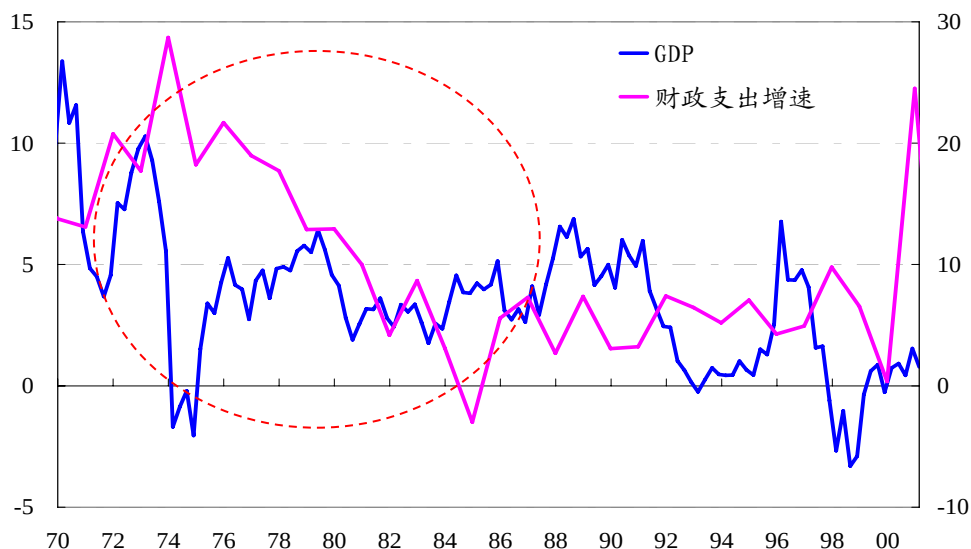
5. 占比意义大于增速

继续考察日本的情况, 它在第一次石油危机后同样遭遇高通胀, 但此后通过控制货币供应量增速、并积极进行结构调整, 通胀水平有效回落, 是当时转型最成功的国家之一。

日本财政支出增速在 1974-1985 年间持续回落, 和直观认为的紧货币松财政以促进经济转型的观点并不一致。

图 9 日本 GDP 和财政支出增速

单位: %



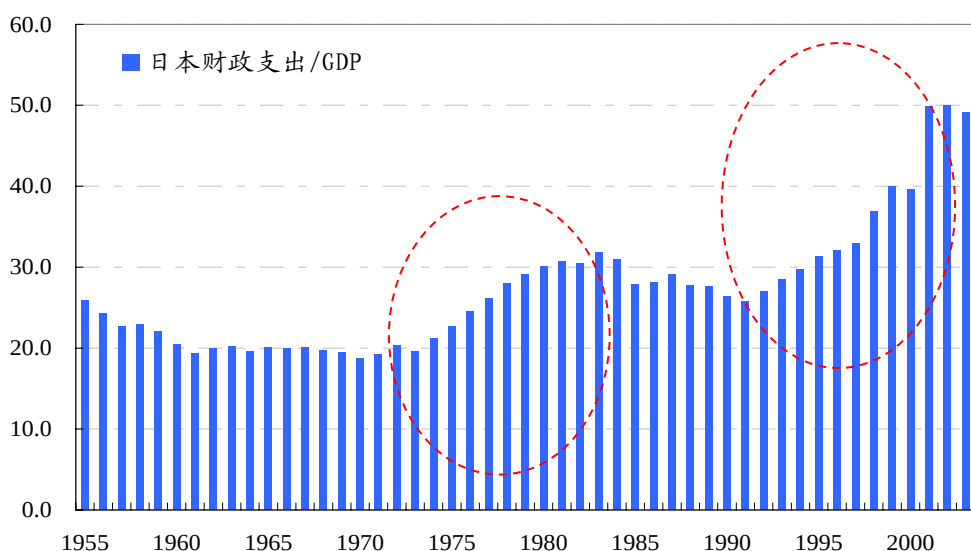
数据来源: 国泰君安证券研究, CEIC

这是因为财政支出的名义增速还受到财政收入和通胀等因素的影响, 由于日本有效控制了通胀, 因此支出增速不断下降。同样, 美国在两次石油危机后通胀仍较高, 但在 1982 年 CPI 持续回落, 这也造成了前后支出增速走势的差异。因此在供给瓶颈限制下, 如果不控制总需求、而期盼财政支出名义增速的攀升, 并不有利经济转型。

当然, 日本在 1974 年后财政支出占 GDP 的比例从 20% 上升至 30% 左右, 可见该数据更能显示政府意图。而这一比例再次上升时已是地产泡沫破灭、经济陷入持续衰退后。

图 10 日本财政支出/GDP

单位: %



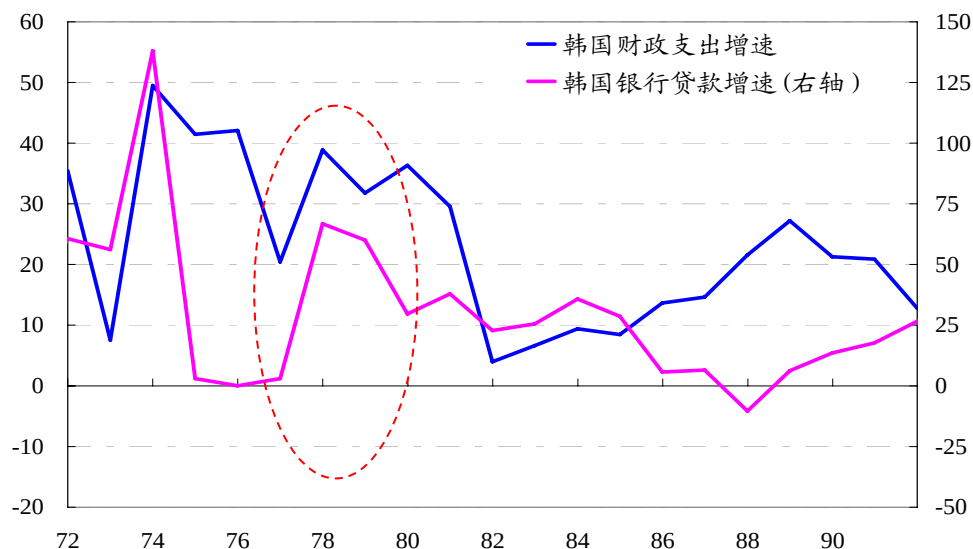
数据来源: 国泰君安证券研究, CEIC

韩国情况和美国类似, 在第二次石油危机后通胀仍然较高, 而它们在 70 年代中后期财政支出增速都维持高位。我们还不难发现, 财政政策的实现还需要银行体系的配合, 正是韩国 1978 年贷款增速的大幅上升为其后的高通胀埋下伏笔。

韩国经验进一步说明, 受制于高通胀而进行结构调整时, 需要紧缩货币和信贷, 此时财政支出的名义增速上升并非好事, 而仅需提高财政支出占 GDP 比例, 以对重点行业进行定向支持。

图 11 韩国财政支出增速和银行贷款增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

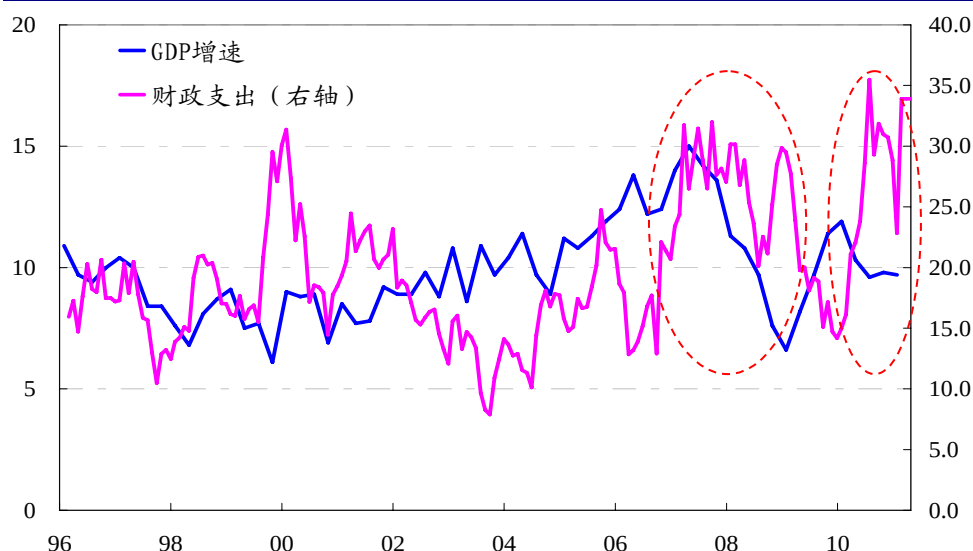
6. 中国支出增速难升

中国的财政支出增速在 00 年以前与 GDP 呈正相关，但在此后也开始反向相关，并且在高点和低点的拐点附近，支出增速还落后于 GDP 增速。其中，在 08 年时财政支出增速维持高位、10 年增速不断上行，GDP 增速却仍然不断下滑，而即使剔除通胀因素，当时支出的实际增速也并未下降。

因此和投资数据一样，财政支出增速也不应成为判断未来经济走势的关键指标。目前财政支出增速已经在近十年的高位。

图 12 中国 GDP 和财政支出增速

单位：%



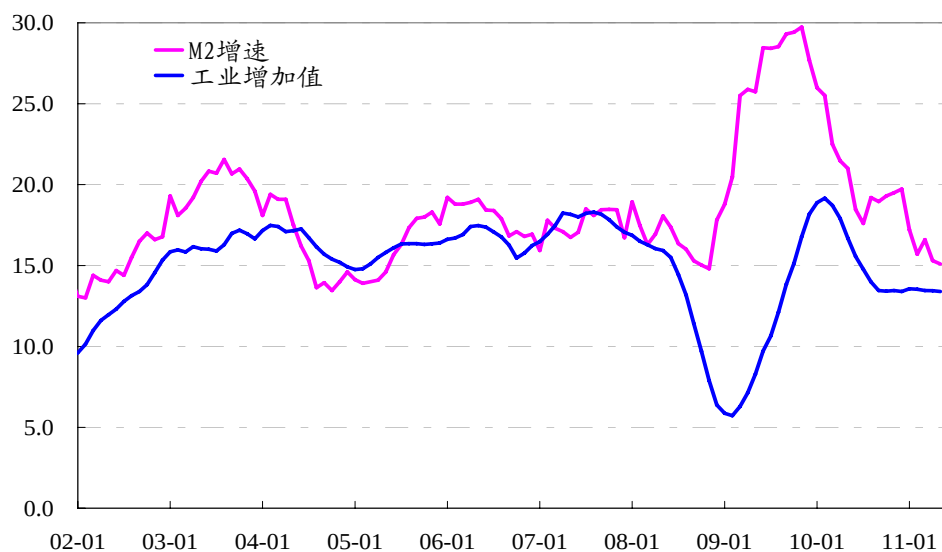
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

在中国单纯依靠财政支出同样很难拉动经济增长，而需要信贷的配合加大杠杆。从 M2 增速走势出发就不难解释为何 08 年和 10 年以来财政支出的扩张没有有效拉动经济增长。根据我们的预测，M2 增速 11 年内将持续回落，在此背景下财政政策对经济整体的拉动作用有限。

因此，目前财政支出增速已经较高，从历史和别国经验看其未来难以、也不需要继续加速。

图 13 中国 M2 增速和工业增加值增速

单位：%

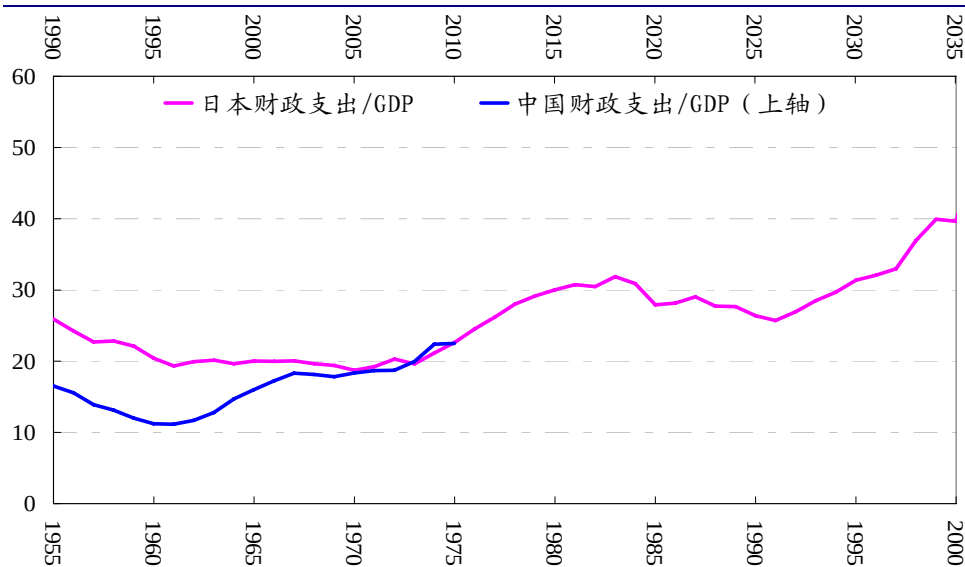


数据来源：国泰君安证券研究，统计局，央行

当然，如果从财政支出占 GDP 比重的视角看，中国财政政策未来还有很大的提升空间，而这也会有利于经济结构的转型。

图 14 中国财政支出占比与日本财政支出占比

单位：%



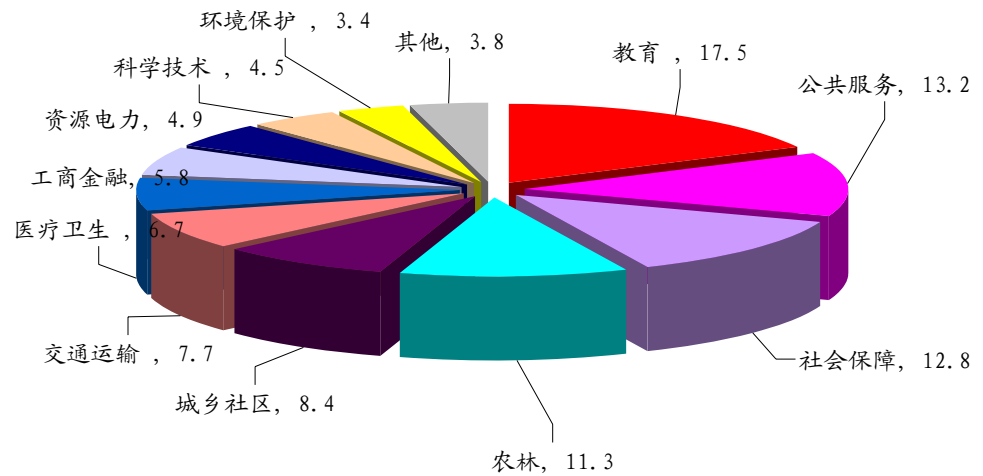
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

7. 结构分化民生受益

虽然财政支出整体增速很难突破，但结构依然值得关注，因为不同的支出其乘数效应也存在明显的差异。2010 年，教育、公共服务、社会保障等支出占比较大。

图 15 中国 2010 年财政支出结构

单位：%

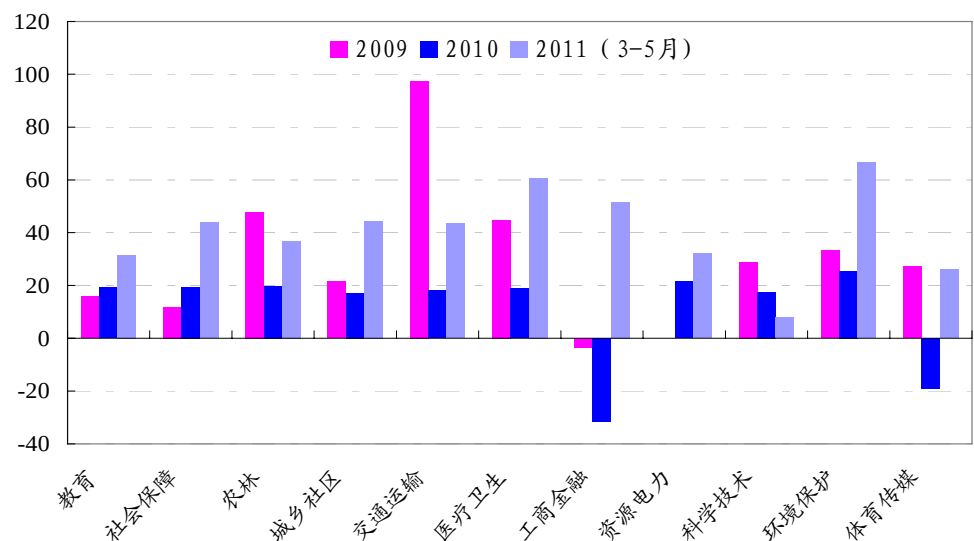


数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

财政部部长谢旭人表示，今年继续实施积极的财政政策，中央财政用于民生方面的支出约占中央财政总支出的 2/3。因此，从今年 3-5 月的财政支出分项增速看，教育、社会保障、城乡社区、医疗卫生等民生支出增速较快。如果政府扩大财政政策，这些领域仍然最先收益，但保障民生方面的财政支出对经济拉动作用有限，但有利于经济结构向服务业转型。

图 16 中国财政支出分项增速

单位：%



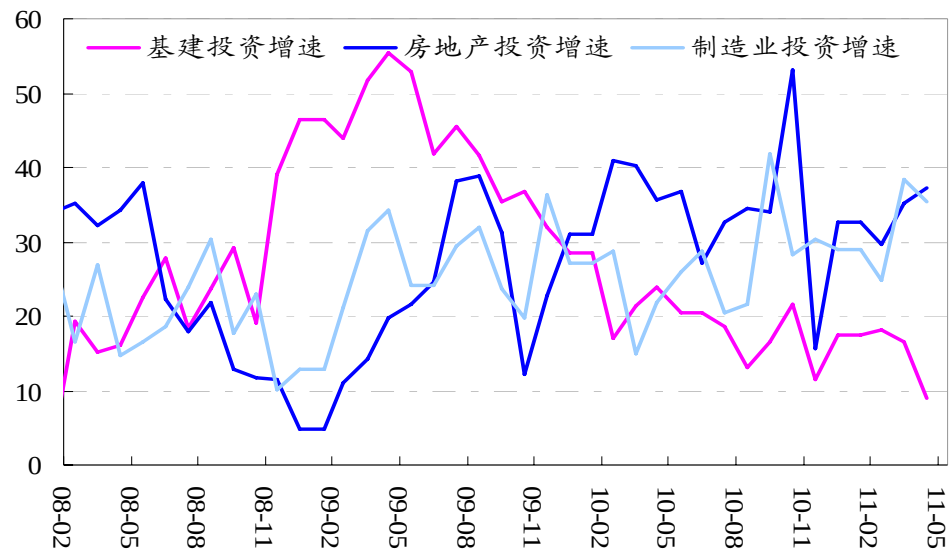
数据来源：国泰君安证券研究，CEIC

财政政策另外一个角度是通过投资来影响经济，与政府相关的投资主要集中在基建投资。11 年，投资的高增长由地产与制造业拉动，基建投资明显放缓。

受 2009 年以来两年 4 万亿投资的拉动，09 年基建投资增长最快，10 年由于 09 年的高基数效应，基建投资增长放缓，而 11 年以来，由于政府支出增长主要在民生领域，基建投资整体增长进一步放缓。

图 17 中国基建、房地产、制造业投资增速

单位：%

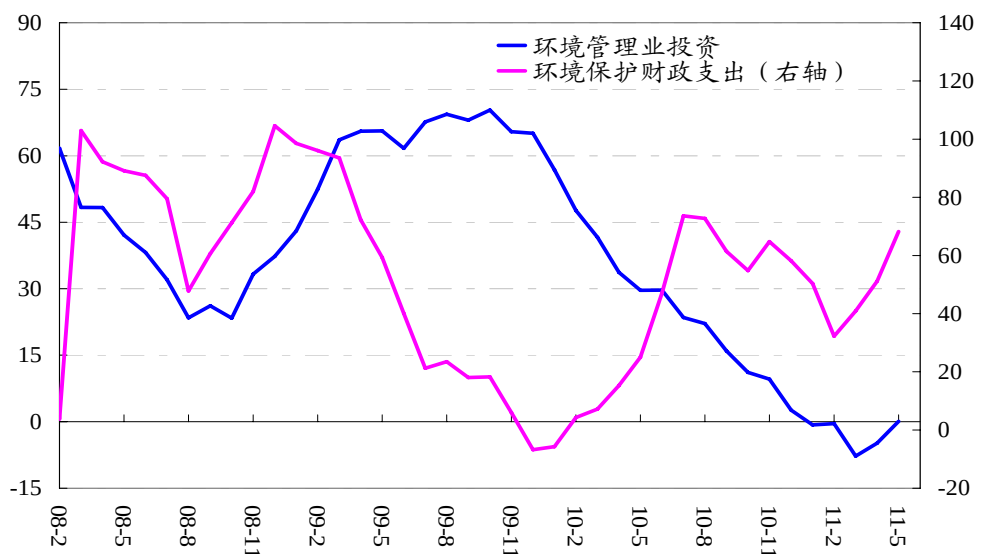


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

基建投资主要由电力热力、水利环境和交运投资构成。政府支出细项中与基建投资较为匹配的有农林水事务、环境保护和交运投资。在财政支出结构调整的背景下，环境保护财政支出增长仍将提升，环保投资有望进一步增长。

图 18 中国环境管理业投资、环境保护财政支出增速

单位：%

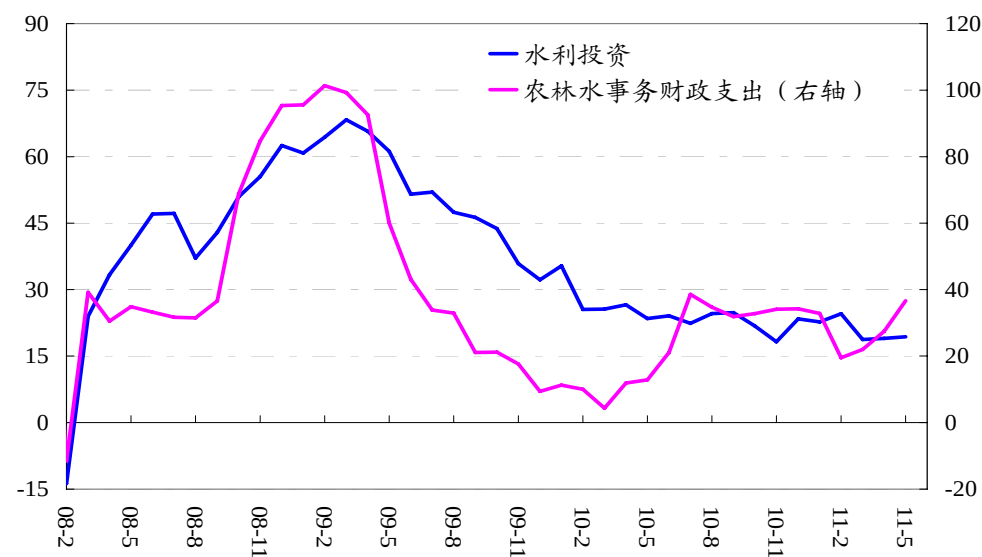


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

水利环境业固定资产投资在经历了 2009 年下半年至 2010 年上半年的高速增长后，增速已趋于回落。展望未来，根据 2011 年中央 1 号文件提出“力争今后 10 年全社会水利年平均投入比 2010 年高出一倍”的目标，在考虑到水利事务财政支出的增长，水利行业投资仍将持续增长。

图 19 中国水利投资、农林水事务财政支出增速

单位：%

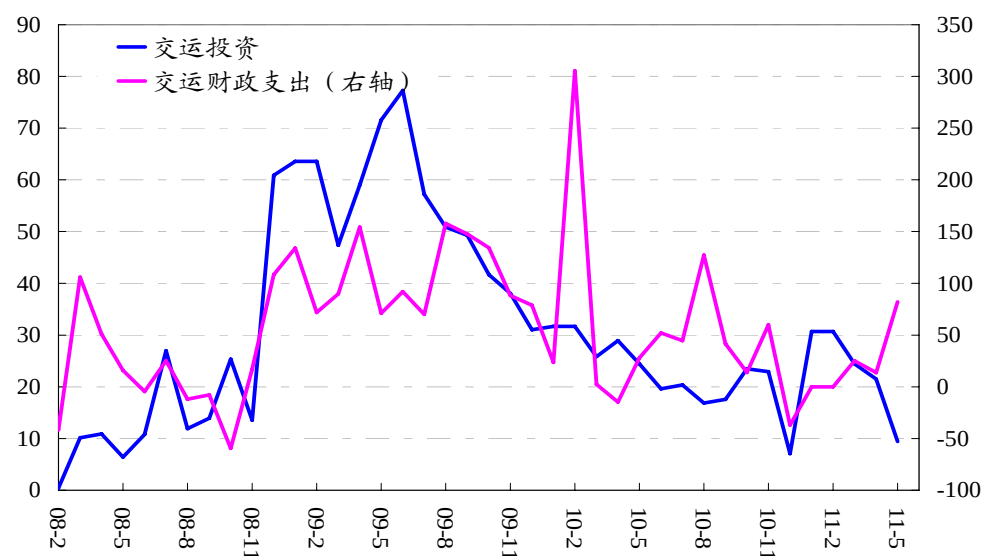


数据来源：国泰君安证券研究，统计局

尽管交运财政支出见低回升利好交运投资，但其增长仍具有不确定性。一方面，交运财政支出需要支付大量二级公路收费取消后增加的财政负担，另一方面今年公路铁路规划的放缓也制约交运投资。

图 20 中国交运投资、交运财政支出增速

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，统计局

因此综合来看，未来财政支出增速难以大幅提高，甚至会低于经济高速增长时期，但财政支出占 GDP 比重会持续提高，这也有利于经济结构转型。

对于今年而言，在货币紧缩环境下总量增速很难提升，但从支出结构上看细分领域仍有机会，其中教育、社会保障，城乡社区、医疗卫生等民生领域最为受益，其次为基建投资中环保、水利等行业。

作者简介:**吕春杰:**

执业资格证书编号: S0880511010058

电话: 021-38676051

邮箱: lvchunjie@gtjas.com

经济学硕士, 毕业于复旦大学, 2008 年 7 月加入国泰君安, 从事宏观研究。

汪进:

执业资格证书编号: S0880110024648

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

清华大学经济学学士/数量经济学博士; 2009 年 7 月加入国泰君安研究所, 从事宏观经济研究。

姜超:

执业资格证书编号: S0880511010045

电话: 021-38676430

邮箱: jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士; 现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名, 水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师, 08 年获第三名, 09、10 年获第二名。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		