

财政支出将提速，财政政策仍有空间

证券分析师：高利
执业编号：S0360209120018

联系人：华中炜 王雪
Tel: 010—59370825
Email: huazhongwei@hczq.com

投资要点

- **2011 年依旧实施积极财政政策。**这体现在两个方面，一是财政赤字占 GDP 的比重维持高位，二是政府对经济的干预程度加强。因此虽然从上半年财政运行情况而言，收入偏快，支出偏慢，出现了财政盈余，但是在维持积极的财政政策的基调下，下半年财政支出将提速，全年将实现赤字目标。
- **积极的财政政策受到赤字占比的上限限制，财政支出的规模取决于 2 个指标，一是 GDP 增速，二是财政收入规模。**今年上半年经济保持平稳快速增长，财政收入同比增速大幅提高，为下半年财政支出扩张奠定了良好基础。
- **基于积极财政政策的定调和前 7 个月财政收支的实现情况，我们认为 8-12 月财政支出加速将是确定性事件。**通过情景分析，可以得出财政支出在保守、中性和乐观情况下的支出情况。保守情况下，假设财政支出/GDP 的比例则基本固定，则 8-12 月财政支出为 50998.9 亿元，较去年同期仅增 2.09%。全年财政支出 102384 亿元，增速为 14.2%。中性情况下，假设财政支出超预算，全年财政实际支出应该为预算数的 104.6%。以此计算出的财政支出为 104830 亿元，较去年增长 17.03%，增速与去年基本持平。其中 8-12 月财政支出为 53445.02 亿元，较去年同期增长 7%。乐观情况下，假设全年财政支出流量的分布情况与历史情况相同，大致可估算出 2011 年全年财政支出应为 111925 亿元，同比增速 24.95%。其中 8-12 月财政支出 60540 亿元，同比增加 21.2%。综上，**8-12 月财政支出提速的空间较大，最终实现的支出多少取决于经济运行情况，若经济运行良好，财政支出增速可能偏向于保守情况到中性情况；若经济下滑风险加大，财政支出增速将偏向于中性情况到乐观情况。**
- **根据中央财政支出的预算情况，根据中央财政支出与地方财政支出在不同项目中的占比情况，我们倒推出全国财政支出的预算情况。**以此为基础，我们认为教育支出和社会保障支出仍占据财政支出中的重要位置。但是农林水事务支出、环境保护支出等占比也较大，且 1-7 月，上述两项支出完成全年预算的比例依然很低，为完成全年预算，8-12 月支出增速将提高。
- **目前来看，下半年投资增速将缓慢下滑。在财政政策以保民生，调结构为主基调的情况下，投资增速的平稳回落是决策层所乐见的结果。**1-7 月财政盈余 15000 亿元，为实现全年赤字，8-12 月将加快支出，一旦经济出现大幅下滑空间，仍有使用财政政策进行对冲的空间。

相关研究报告

- 《防止超调、提高前瞻性为政策主调，短期再度提准的概率大为降低》
2011-08-15
- 《投资依然平稳，但后续动能趋弱》
2011-08-10
- 《区域性流动性风险正在积聚》
2011-08-06
- 《多重成本挤压，小企业艰难尾声，转型升级不易》
2011-08-06
- 《7 月 CPI、PPI 同创新高，未来有望平稳回落》
2011-08-09

目录

一、财政政策指向积极，支出增加仍有空间	2
（一）财政政策取向积极	3
（二）经济形势总体良好，财政支出有望提速	4
二、8-12月财政支出情况的情景分析	5
（一）假设全年财政支出/GDP的比例固定	5
（二）假设全年财政支出完成预算情况与历史情况相同	6
（三）假设全年财政支出流量的分布情况与历史情况相同	6
（四）赤字实现情况波动较大，不能作为推测基础	7
三、部分项目支出速度滞后，下半年提速概率大	8
四、投资增速将稳步下滑，财政政策尚存空间	10
（一）地方政府投资能力有所下降约束投资增速	10
（二）财政政策尚存空间	11

图表目录

图表 1 财政政策具有明显的逆周期性	3
图表 2 政府对经济的干预程度不断加强	3
图表 3 财政收入顺周期，财政支出逆周期	4
图表 4 上半年收快支慢，下半年支出提速	4
图表 5 财政支出/GDP比例	5
图表 6 假设全年财政支出/GDP的比例固定，财政支出增速较低	5
图表 7 年度财政支出决算数/预算数	6
图表 8 假设财政支出超预算，财政支出增速与去年持平	6
图表 9 财政支出安排前低后高	7
图表 10 假设全年财政支出流量的分布情况与历史情况相同，财政支出增速接近历史高位	7
图表 11 财政赤字完成数波动较大不易作为推测基础	7
图表 12 中央财政和地方财政的支出占比	8
图表 13 根据中央财政支出预算推断出全国财政支出预算情况	8
图表 14 部分财政支出项目下半年将大幅提速	9
图表 15 科教文卫事业财政支出增速将提高	9
图表 16 投资类支出增速将提高	10
图表 17 土地出让金支出多用于投资领域	10
图表 18 财政支出影响中央项目投资增速	11
图表 19 财政支出影响国有及国有控股企业投资增速	11
图表 20 计划新开工项目平均投资规模变大，意味着政府投资加强	12

表格目录

表格 1 财政支出规模估算	8
---------------	---

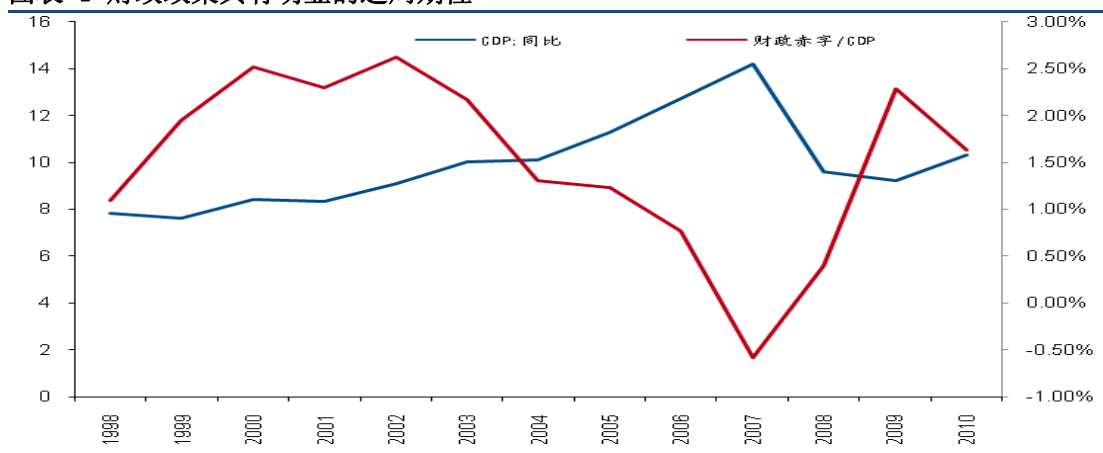
一、财政政策指向积极，支出增加仍有空间

（一）财政政策取向积极

自 2008 年 4 季度以来，受金融危机影响，我国开始实行积极的财政政策。这一政策的实施，至少体现在以下两个方面。

一是财政赤字占 GDP 的比重维持高位。可以看出，我国的财政政策具有典型的逆周期性，在 1998 年和 2008 年的大规模经济危机之后，财政赤字占比都曾大幅上升，并接近 2.5% 的临界值，而在经济过热的年份，如 2004-2005, 2007-2008，财政赤字则一度转为财政盈余。今年中央定调依然为，继续实施积极的财政政策，全年拟安排财政赤字 9000 万，赤字率 2%。就这一比例来看处于高位。因此，虽然从上半年财政运行情况而言，收入偏快，支出偏慢，出现了财政盈余，但是在维持积极的财政政策的基调下，下半年财政支出将提速，全年将实现赤字目标。

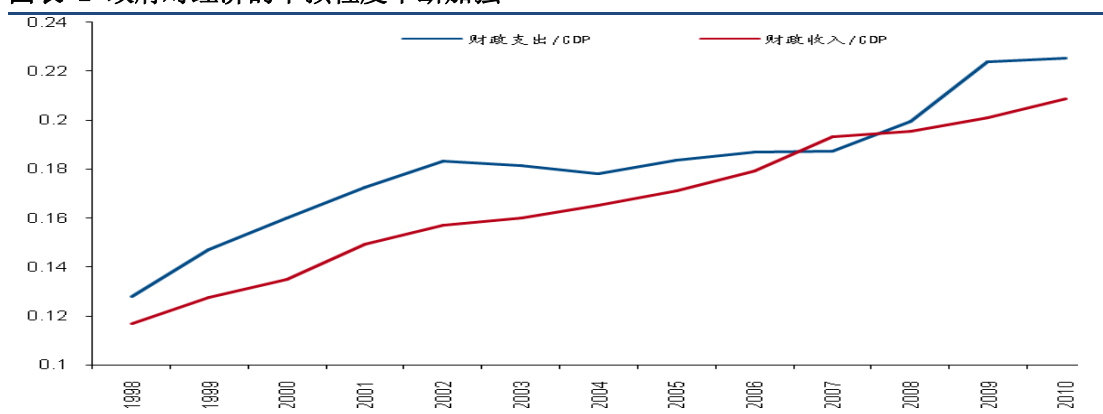
图表 1 财政政策具有明显的逆周期性



资料来源: WIND、华创证券

二是在积极财政政策推行期间，政府对于经济的干预增强。如果单单考察财政赤字占 GDP 的比例，并不能完全看出政府对于经济的影响程度。事实上，若分开考察财政支出和财政收入占比，可以发现，在经济衰退和复苏时期，政府干预程度大幅提高，而在经济过热时期，政府收支占 GDP 的比例则较为稳定。但是从 1998 年以来的长趋势来看，政府对于经济的干预程度正在不断提高。我们预期，若今年财政支出占 GDP 的比重大致与去年持平，且今年全年 GDP 增速 9.3%，CPI 为 5%，则名义 GDP 大致为 454894 亿元，财政支出为 102384 亿元，相比于全年预算数 100220 亿元，全年决算额/预算额大致等于 102%。

图表 2 政府对经济的干预程度不断加强

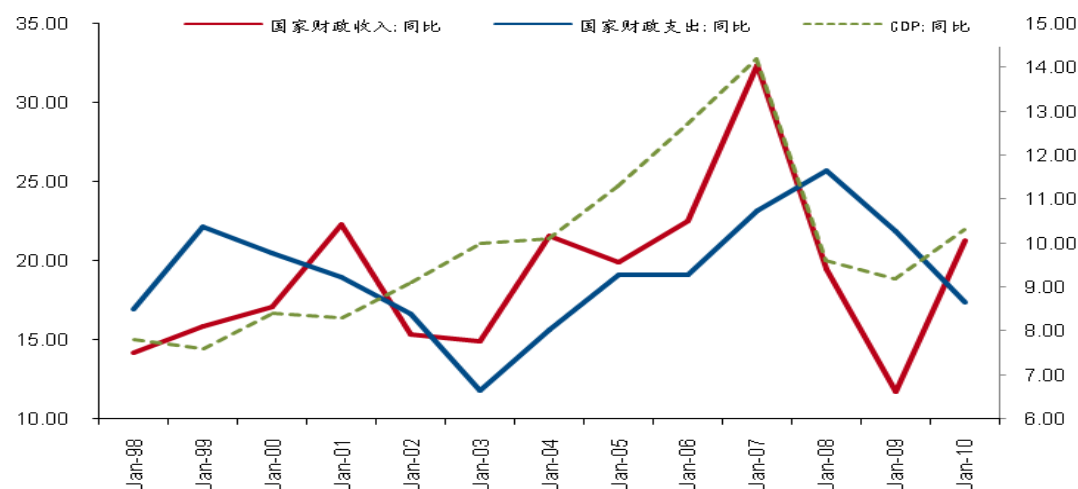


资料来源: WIND、华创证券

(二) 经济形势总体良好，财政支出有望提速

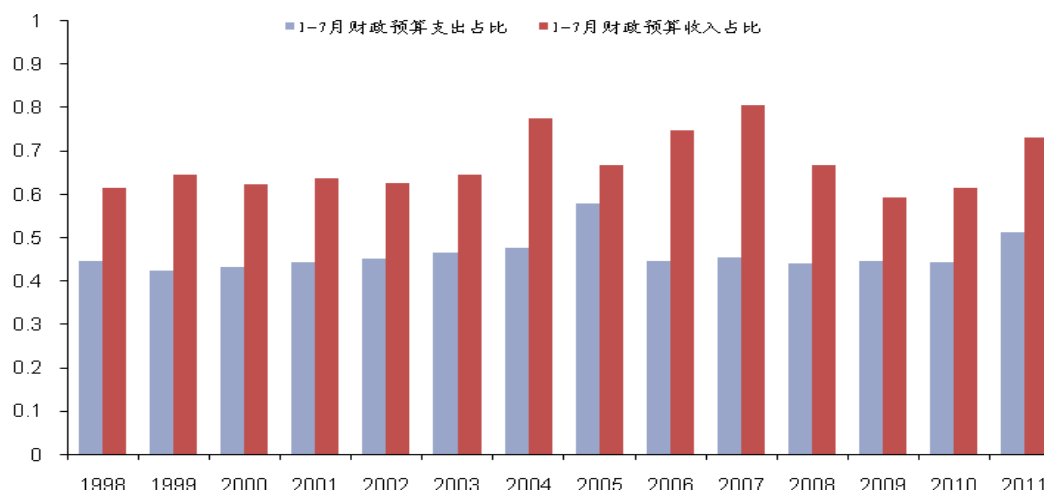
值得注意的是，虽然在理论上讲，积极的财政政策可以扩大支出规模，但是受到赤字占比的上限限制，财政支出的规模事实上取决于 2 个指标，一是 GDP 增速，二是财政收入规模。在经济增速较快的情况下，财政支出可以适当扩大。从历史数据可以看出，虽然 2008 年 4 季度以后，我国开始实行积极的财政政策，但是受制于经济增速回落和以此导致的财政收入增速下降，财政支出增速并未上升反而呈现同比回落的趋势。但是伴随着 2010 年经济的增速的企稳，财政收入也有所上升，财政支出同比增速有望止跌反弹。2011 年上半年来看，经济运行情况总体良好，财政收入大幅增加，自 7 月份已经实现 66739.9 亿元，比去年同期增加 15606.9 亿元，增长 30.5%，这为下半年的财政支出提速奠定了良好的基础。

图表 3 财政收入顺周期，财政支出逆周期



资料来源: WIND、华创证券

图表 4 上半年收快支慢，下半年支出提速



资料来源: WIND、华创证券

另外，从每年财政收支的流量情况来看，大体的趋势是财政收入上半年增速较快，下半年趋于回落；财政支出则刚好相反，上半年财政支出增长较慢，下半年为了完成预算则会出现加速。从历年 1-7 月的财政预算收支占比可以看出，上半年 7 个月的财政支出约占全年预算的 45% 左右，而财政收入则占全年预算的 70% 左右。因此下半年财政支出必将大幅提速，以完成全年的赤字要求。

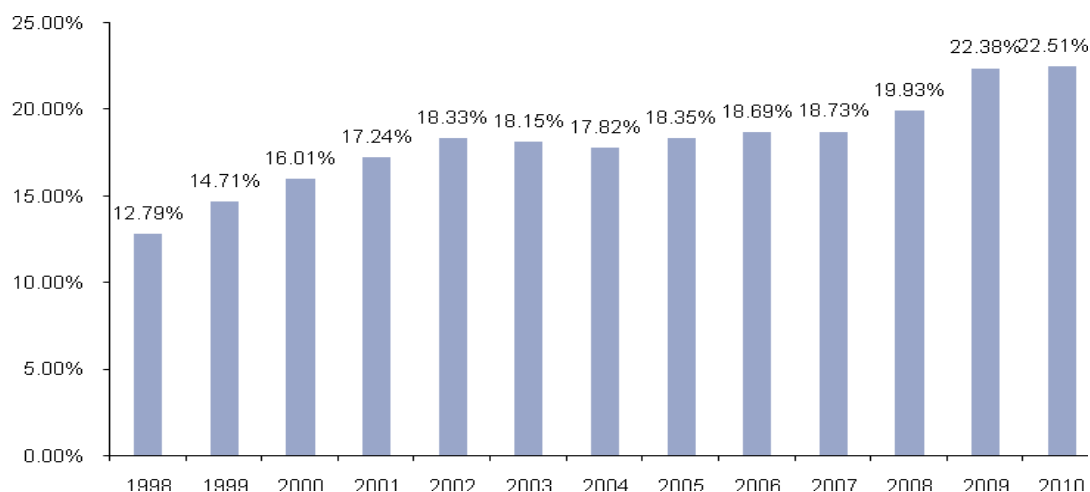
二、8-12 月财政支出情况的情景分析

基于积极财政政策的定调和前 7 个月财政收支的实现情况，我们认为下半年财政支出加速将是确定性事件。但是具体的支出数量和支出增速，则可能由于假设的不同而有所不同。在此我们根据历史经验，进行了简单的情景分析。

（一）假设全年财政支出/GDP 的比例固定

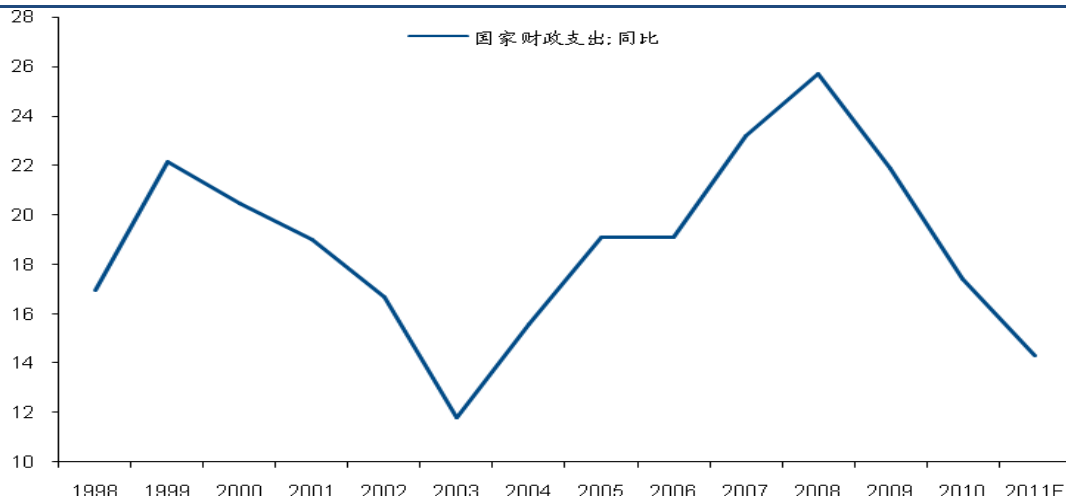
根据历史数据，可以看出在危机之后，政府推行积极的财政政策，导致财政支出/GDP 的比例显著上升，但是当经济趋于稳定增长后，财政支出/GDP 的比例则基本固定。我们假设，2011 年财政支出占 GDP 的比例与 2010 年基本持平，为 22.51%。2011 年全年 GDP 增速 9.3%，CPI 同比增长 5%，则 2010 年名义 GDP 为 454894 亿元，财政支出为 102384 亿元，相比于全年预算数 100220 亿元，全年决算额/预算额大致等于 102%。1-7 月财政支出为 51385.1 亿元，较去年同期增长 29.7%。因此 8-12 月财政支出为 50998.9，较去年同期仅增 2.09%。全年增速为 14.2%，远低于其他实施积极财政政策年份的财政支出增速。在这种情况下，财政支出很难发挥刺激经济的积极作用。

图表 5 财政支出/GDP 比例



资料来源：WIND、华创证券

图表 6 假设全年财政支出/GDP 的比例固定，财政支出增速较低

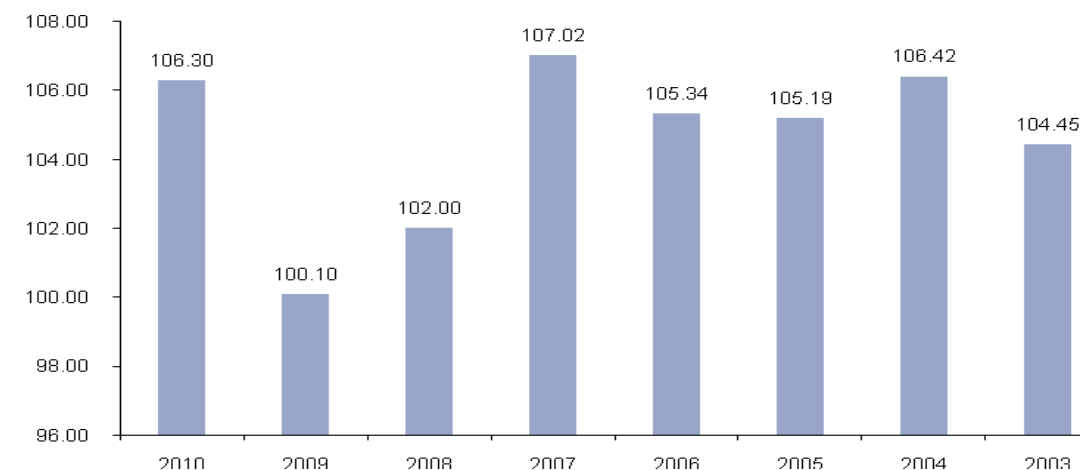


资料来源：WIND、华创证券

（二）假设全年财政支出完成预算情况与历史情况相同

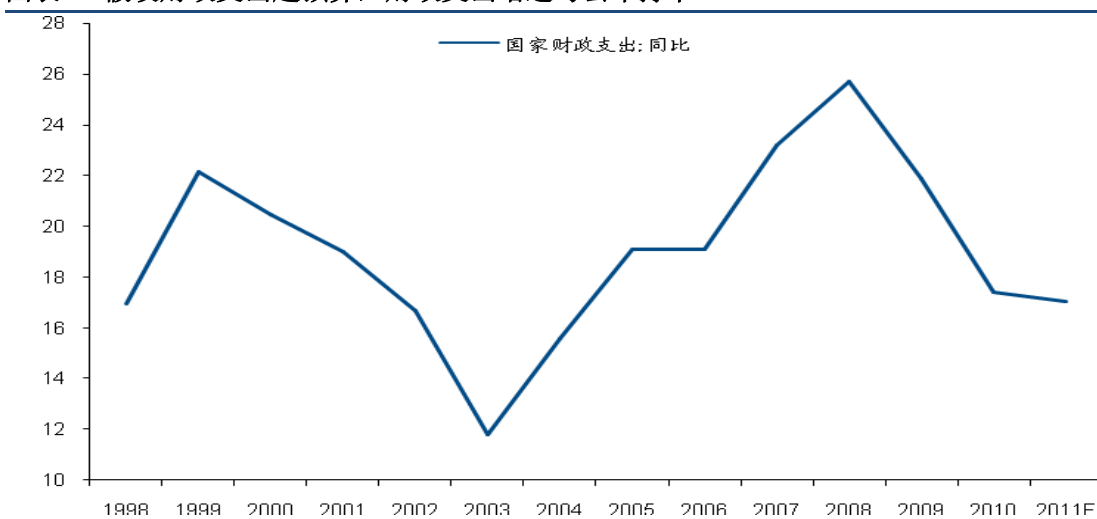
但是按照历史情况，财政支出往往会超预算完成，若今年财政支出继续超预算，则根据历史均值计算，今年的财政实际支出应该为预算数的 104.6%。以此计算出的财政支出为 104830 亿元，较去年增长 17.03%，增速与去年基本持平。其中 8-12 月财政支出为 53445.02 亿元，较去年同期增长 7%。

图表 7 年度财政支出决算数/预算数



资料来源: WIND、华创证券

图表 8 假设财政支出超预算，财政支出增速与去年持平

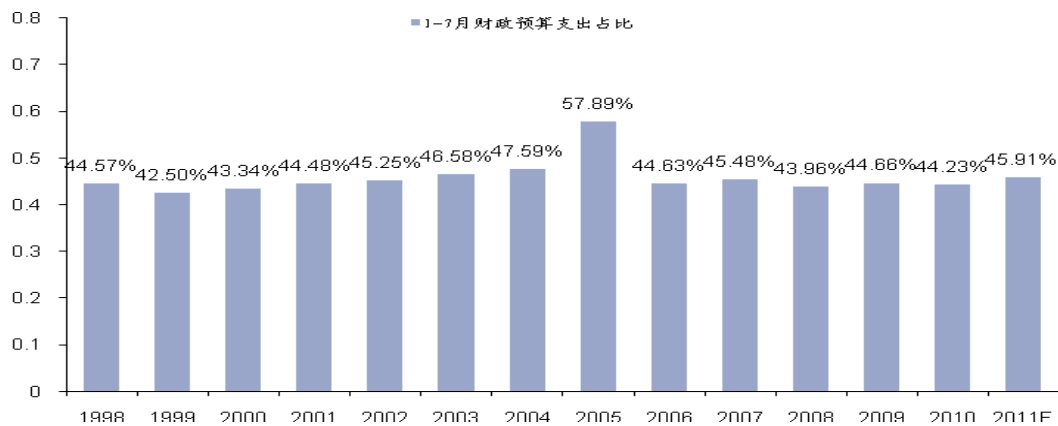


资料来源: WIND、华创证券

（三）假设全年财政支出流量的分布情况与历史情况相同

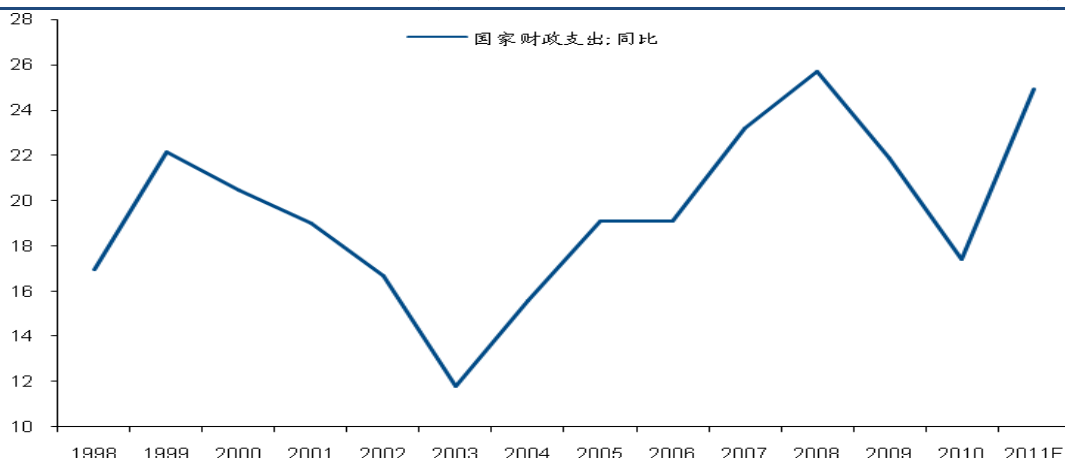
根据历史情况，财政支出在全年并非平均分配。一般上半年财政收入增加较快，而财政支出增加较慢，相反，进入下半年，项目审批后集中拨付，年底集中开销等导致财政支出增速加快。1-8 月财政支出占全年财政支出的比例往往不及 50%。若这一规律在今年得以继续，那么根据历史上 1-8 月财政支出占全年支出比重的平均值 45.91%，大致可估算出 2011 年全年财政支出应为 111925 亿元，同比增速 24.95%。其中 8-12 月财政支出 60540 亿元，同比增加 21.2%。这一增速与 1998 年及 2008 年危机过后的财政支出速度基本相同。若这一速度可以实现，则将对下半年的投资增速下滑形成支撑，并有效遏制经济下滑。

图表 9 财政支出安排前低后高



资料来源: WIND、华创证券

图表 10 假设全年财政支出流量的分布情况与历史情况相同, 财政支出增速接近历史高位

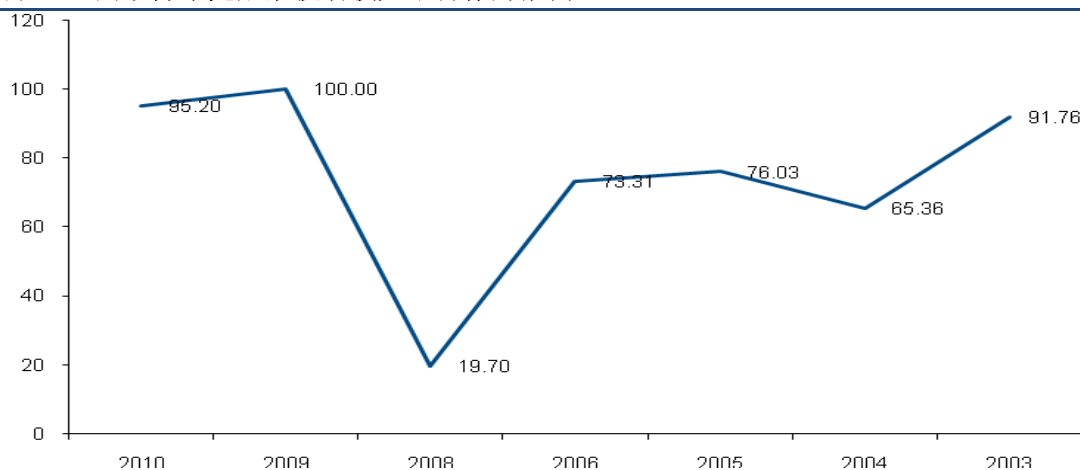


资料来源: WIND、华创证券

(四) 赤字实现情况波动较大, 不能作为推测基础

由于实行积极的财政政策, 今年预算赤字规模为 9000 亿元, 占 GDP 的比重为 2%左右。虽然我们可以通过预算赤字倒推财政支出规模, 但是由于年度预算赤字和决算赤字之间的关系并不稳定, 这一估算方法存在较大风险, 因此不能作为推测基础。

图表 11 财政赤字完成数波动较大不易作为推测基础



资料来源: WIND、华创证券

综上所述，我们认为全年财政支出的情况可能如下：

表格 1 财政支出规模估算

情景	财政支出 (亿元)	决算数/ 预算数	同比增速 (%)	8-12 月财政 支出 (亿元)	预测基础
保守	102384	102%	14.20%	50998.9	财政支出/GDP 的比例固定
中性	104830	104.60%	17.03%	53445.02	财政支出完成预算情况与历史情况相同
乐观	111925	111.60%	21.20%	60540	财政支出流量的分布情况与历史情况相同

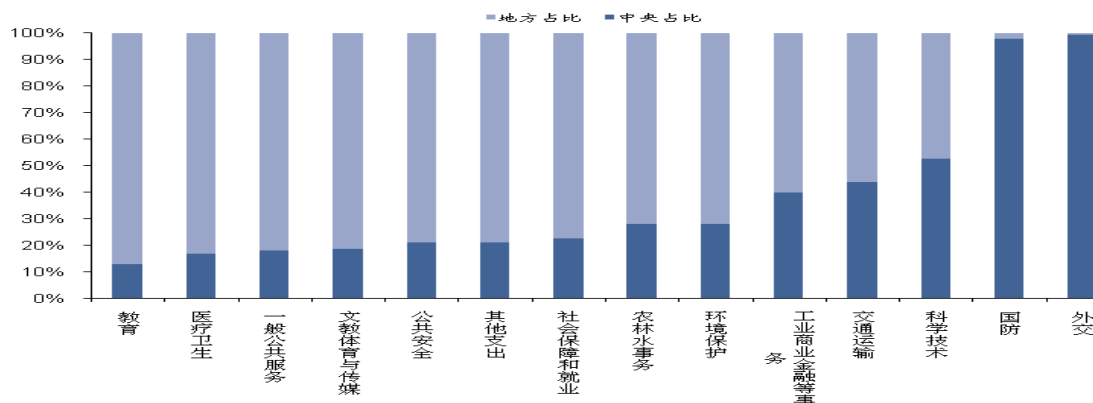
资料来源：WIND、华创证券

三、部分项目支出速度滞后，下半年提速概率大

由于每年的财政支出预算草案中仅仅列出了中央财政支出的细项数据，而没有明确列出地方财政支出预算的分项数据。但是在实际财政支出中，地方财政支出占比高达 60%到 70%，因此根据中央财政的支出进度，测算地方财政的支出进度，从而落实财政支出中分类项目的支出速度十分重要。

我们假定，今年中央财政支出与地方财政支出的比例与 2007 年之后的历史平均水平大体相同，那么分类项目的支出情况如下：

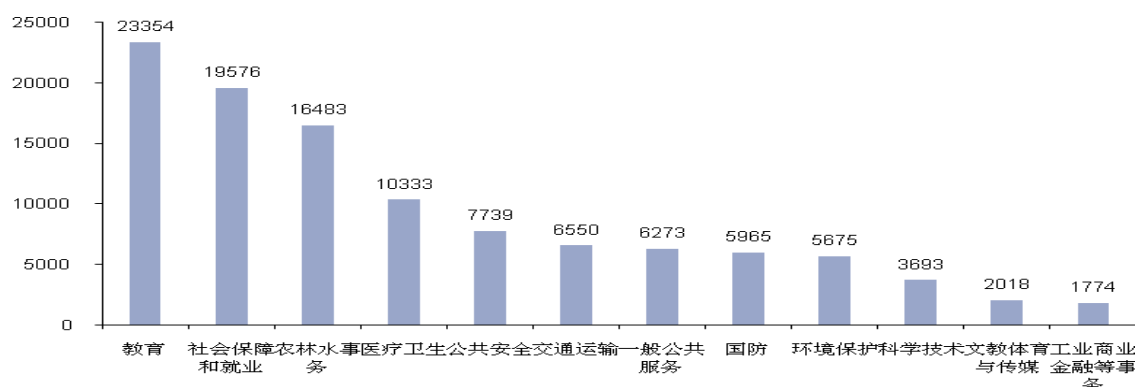
图表 12 中央财政和地方财政的支出占比



资料来源：WIND、华创证券

我们根据中央财政支出的年度预算数值，结合中央财政支出占比，反推出全国财政支出的年度预算数值，具体情况如下：

图表 13 根据中央财政支出预算推断出全国财政支出预算情况

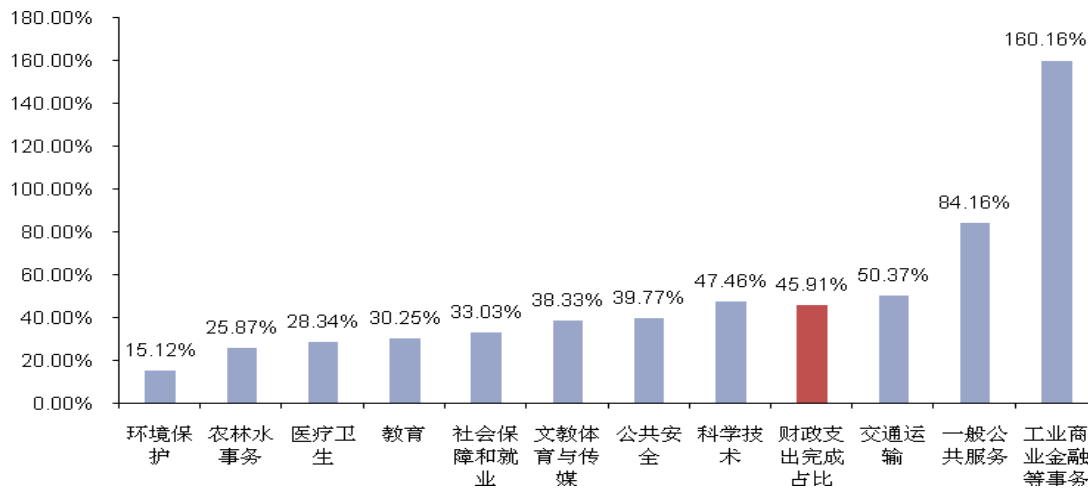


资料来源：WIND、华创证券

可见教育支出和社会保障支出仍占据财政支出中的重要位置。但是农林水事务支出预算支出数额也较大，由于在这一项支出中，农田水利设施建设占比较大，因此在相关领域将有较大规模的投资。此外，交通运输中有接近三分之二的比例用于基础设施建设，也将带动相关领域投资增加。此外，在环境保护方面，财政投资的力度也有所增强。

结合 1-7 月份分类项目的完成情况，可以看出，部分项目的支出进度较快，而仍有部分项目支出进度较慢，低于财政支出的总体速度，因此我们认为这些领域的财政支出在下半年将出现加速。

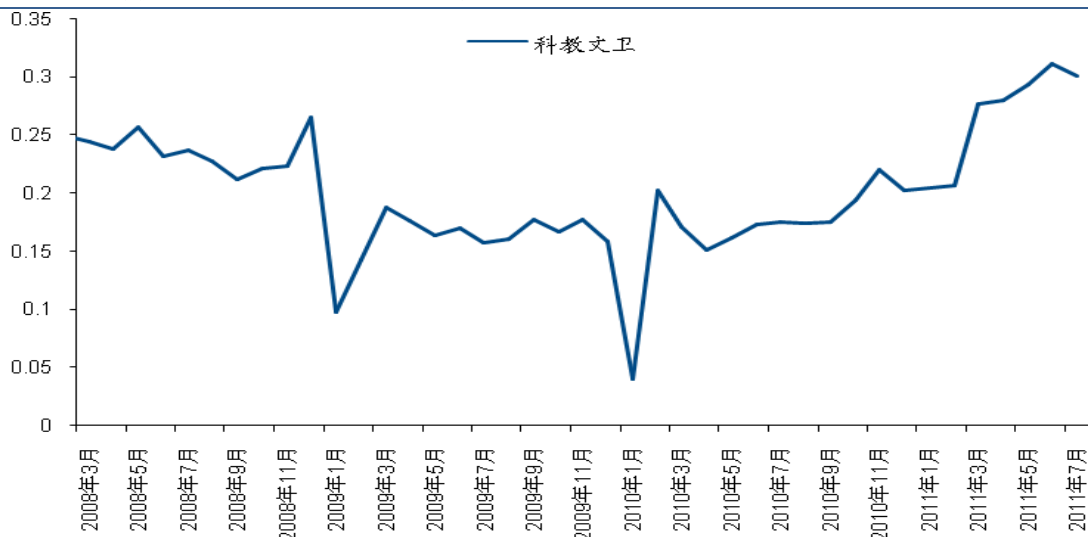
图表 14 部分财政支出项目下半年将大幅提速



资料来源: WIND、华创证券

根据粗略估算，环境保护、农林水事务、医疗卫生、交运、社会保障与就业、公共安全和科学技术等领域在 1-7 月的支出速度较低，按照往年情况，财政支出一般超预算完成，因此这些领域的支出在 8-12 月有可能出现加速。

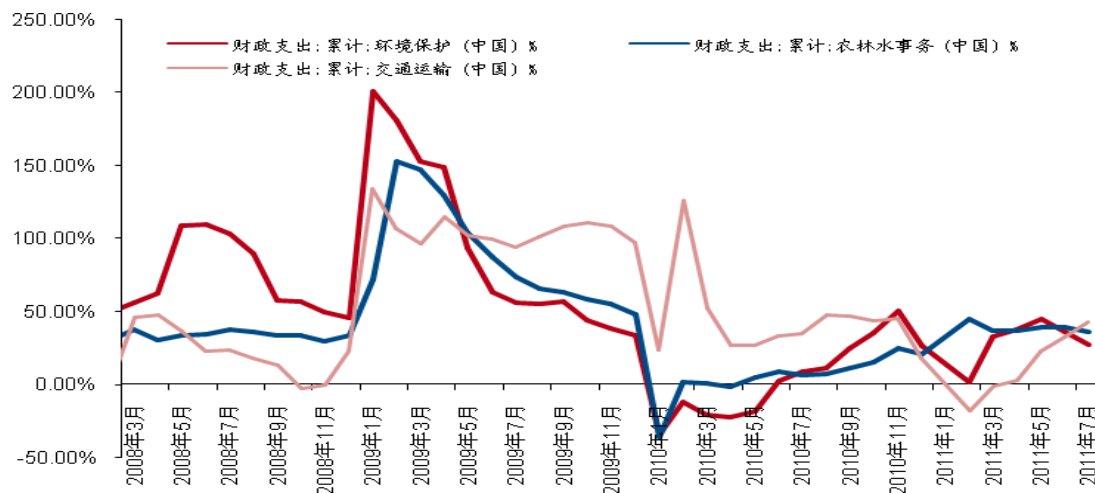
图表 15 科教文卫事业财政支出增速将提高



资料来源: WIND、华创证券

就科教文卫支出投资增速而言，其增速自今年以来出现了大幅提高，但是相较于预算，支出增速仍然偏低，下半年有望进一步加速。

图表 16 投资类支出增速将提高



资料来源: WIND、华创证券

偏投资性支出的环境保护, 农林水事务自年初以来增幅平稳, 1-7 月, 其支出完成全年预算的比例依然很低, 为完成全年预算, 下半年支出增速将提高。交通运输支出 1-7 月增速较快, 目前已经完成一半预算, 下半年增速将相对放缓。

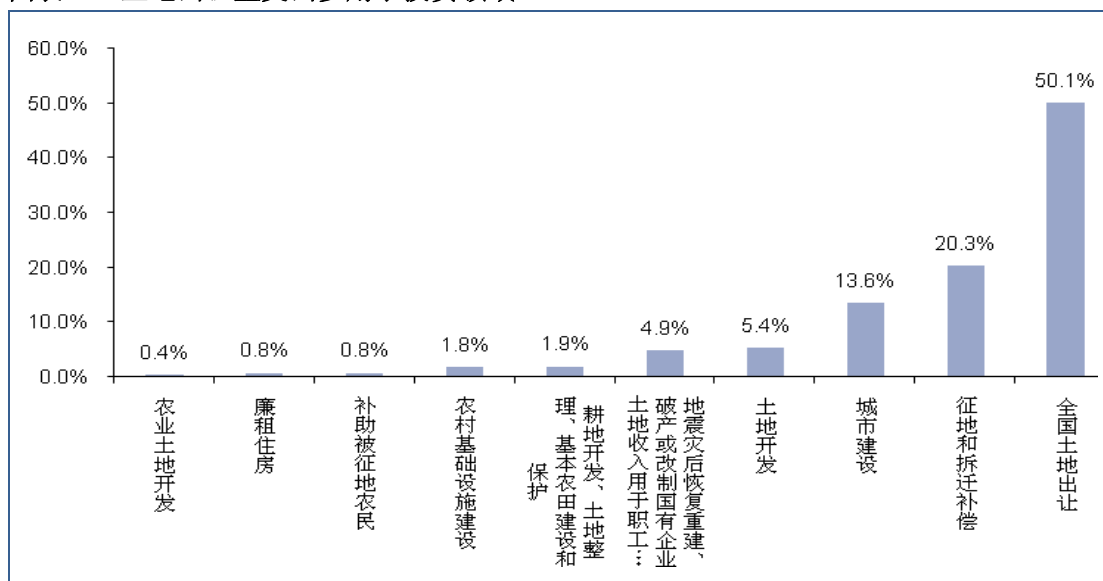
四、投资增速将稳步下滑, 财政政策尚存空间

(一) 地方政府投资能力有所下降约束投资增速

近期, 关于地方政府债务高企和土地出让收入减少的担忧, 助长了市场对于地方政府主导的投资下滑的担忧。我们认为, 在刺激政策退出后, 投资增速回归常态是正常趋势。投资增速将在未来平稳回落。

首先, 土地出让金收入大幅下降抑制了地方政府投资能力。土地出让金是地方政府重要的预算外资金来源, 且其使用方向偏向于投资领域。因此土地出让金收入大幅下降将导致地方政府在相关领域的投资下降。

图表 17 土地出让金支出多用于投资领域



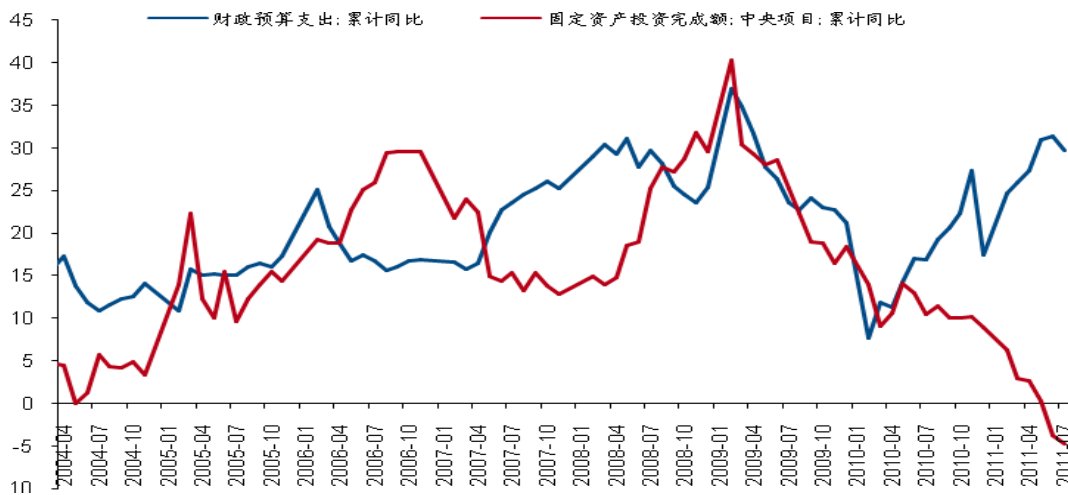
资料来源: WIND、华创证券

其次，地方政府债务高企制约了其杠杆运用，从而影响了新项目的投资。虽然之前在建项目的后续资金并未被切断，但是新开工项目和数量下降将导致投资在未来出现下滑。

（二）财政政策尚存空间

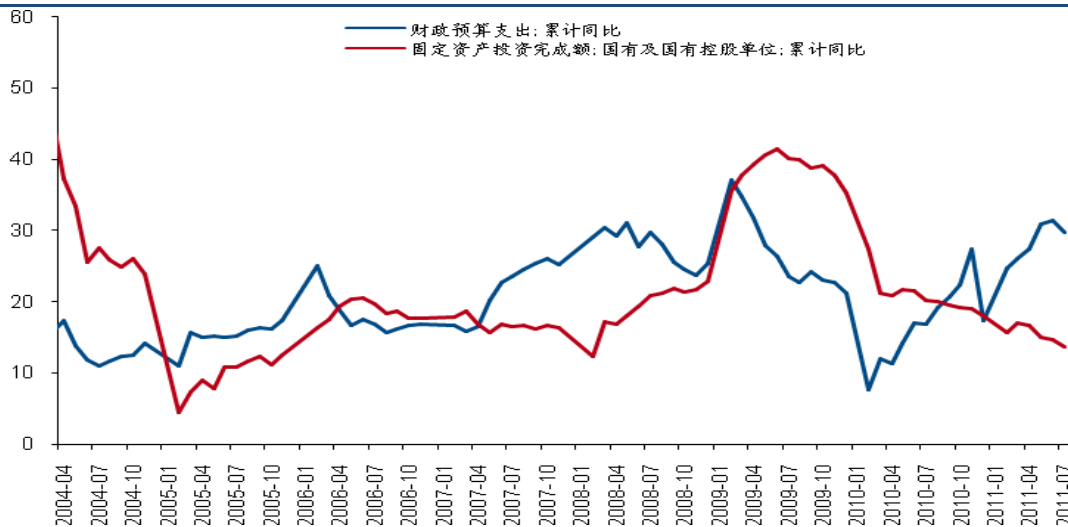
中央项目投资和国有企业投资受政策影响较大，因此政府支出增加能够有效影响中央项目投资和国有企业投资的增速。但是今年以来，中央项目投资和国有企业投资增速不断下滑，与此同时财政支出增速则不断上升，二者之间走势背离。我们认为这一现象产生的原因是项目审批通过后并未立即开工。下半年一旦经济下滑明显，这些未开工项目将及时开工。

图表 18 财政支出影响中央项目投资增速



资料来源: WIND、华创证券

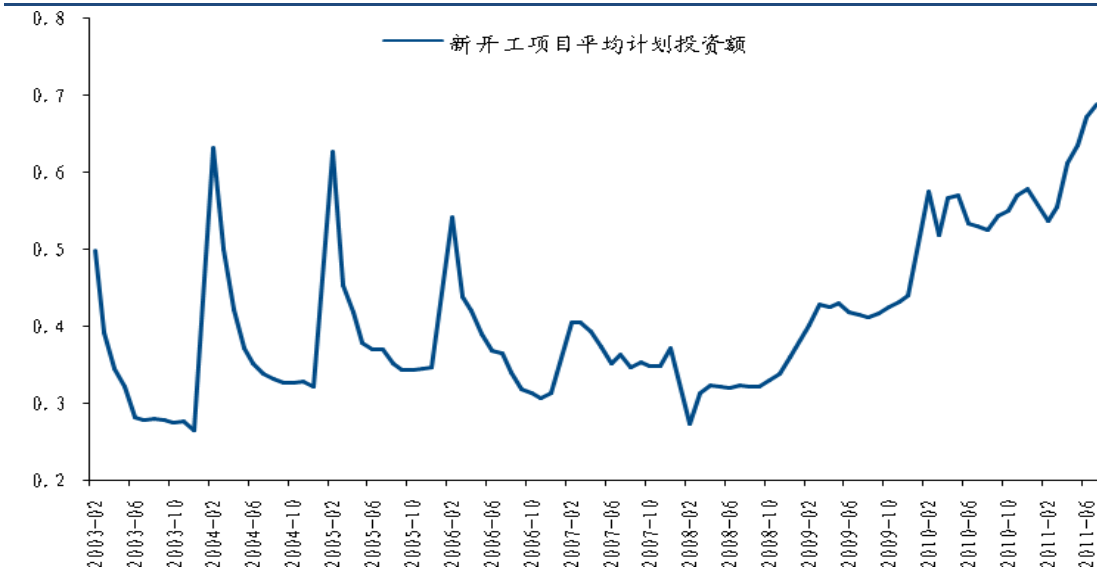
图表 19 财政支出影响国有及国有控股企业投资增速



资料来源: WIND、华创证券

同时，考察新开工项目个数和新开工项目计划投资额，可以发现，今年以来，新开工项目的平均计划投资额在不断上升。由于政府主导投资项目一般规模较大，这一现象意味着政府主导投资可能将在未来上升。1-7 月财政收支盈余已经达到 15000 亿，1 万 5000 亿，8-12 月将加快支出。虽然投资回落的趋势已经可以预见，但是一旦经济出现大幅下滑风险，政府可以通过加快计划新开工项目投产，加大财政支出力度来进行对冲。

图表 20 计划新开工项目平均投资规模变大，意味着政府投资加强



资料来源：WIND、华创证券

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层
邮编：100036
传真：010-59370801