

署名人: 邢微微

S0960511020009

010-63222923

xingweiwei@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

国内宏观经济政策周报

NO.20111102

11、12 月份财政支出的规模和投向

主要要点:

■ 财政政策调整的空间和领域

- **11、12 月财政总支出总额在 3 万亿左右。**前 10 月全国财政收入实现超收 1131 亿元, 全年预算超收在 1.4~1.5 万亿, 11、12 月份全国财政预算支出 2.27 亿元, 预算收支中安排 7000 亿中央赤字, 因此, 11、12 月份财政支出总金额在 3 万亿左右。从 1-10 月份平均每两个月的财政支出为 1.55 万亿, 11、12 月份财政支出较之超额增加将近 1.5 万亿
- **11、12 月份财政拨款月均在 8000 亿左右。**用 11、12 月份财政支出的总规模减去财政收入估算财政拨款项, 这两个月财政拨款的总金额将达到 1.68 万亿, 平均每个月通过财政存款渠道投放 8000 多亿元的流动性

■ 货币政策微调信号更加明确

- **央行主要通过公开市场操作和信贷管理进行预调微调。**一年、三年期央票利率相继下行, 三年期央票操作暂停, 后续不排除通过逆回购释放流动性。综合考虑外汇占款、公开市场操作因素的影响, 政府存款年末集中投放将使商业银行流动性改善, 增加央行在微调过程中信贷调控的空间
- **央行四周三度释放微调信号, 着手平衡通胀与经济增长的关系。**上周一年期央票利率 28 个月以来首次下调, 充分显示央行通过对央票供求关系的调整影响流动性, 引导资金面相对宽裕的意图。自央行于 10 月 20 日下调三年央票发行利率, 到暂停三年央票发行, 再到下调一年央票利率, 央行四周时间内三度释放微调信号, 在通胀回落趋势明确后, 货币政策着手平衡通胀与经济增长之间的关系。未来央行还将主要依靠数量型政策工具进行市场调节, 不排除年内下调存款准备金率可能, 预计时点会在十二月中旬中央经济工作会议后

■ 风险提示:

- 经济增速进一步下滑, 企业盈利恶化

%	9 月	10 月
工业增加值	13.8	13.2
城镇固定资产投资	24.9	24.9
社会消费品零售	17.7	17.2
CPI	6.1	5.5
PPI	6.5	5.0
出口增速	17.1	15.9
进口增速	20.9	28.7
贸易顺差 (亿美元)	145	170
贷款 (亿元)	4700	5868
贷款增速	15.9	15.8
M2 增速	13	12.9

相关报告

《税制改革破冰收入分配结构调整》

2011-11-08

一、财政政策调控的空间和领域

前 10 个月，我国财政累积盈余 1.33 万亿，从目前财政收支的情况来看，11、12 月份财政支出力度增大确定无疑。

1、11、12 月财政总支出总额在 3 万亿左右。1-10 月全国财政收入已超过全年预算，实现超收 1131 亿元。按照保守、中性、乐观三种情形对 11、12 月份的财政收入增速及总额进行估计，全年预算超收在 1.4~1.5 万亿。按照年初预算，全年财政安排的支出为 100220 亿元，前十个月全国完成财政支出 77559.6 亿元，11、12 月份全国财政还需要支出 22660.4 亿元。财政预算内 22660 亿元的支出任务，加上 1.4~1.5 万亿的超收收入，再减去预算收支中安排的 7000 亿中央赤字¹，11、12 月份财政支出总金额在 3 万亿左右（表 1），这还没有加上中央预算稳定调节基金调入的 1500 亿资金。

表：11、12 月份财政支出及财政拨款情况

单位：亿元

情形分析	增速假设	11、12 月财政收入	全年财政预算超收	11、12 月预算支出	11、12 月财政支出总额	11、12 月财政拨款投入流动性
保守	8%	13155.1	14286.1	22660.4	29946.5	16791.4
中性	10%	13398.8	14529.8		30190.2	
	12%	13642.4	14773.4		30433.8	
乐观	15%	14007.8	15138.8		30799.2	

资料来源：财政部、中投证券研究所

2、11、12 月份财政支出超额增加 1.5 万亿左右。我国往年的四季度，特别是 11、12 月份都呈现明显的赤字化。四季度财政赤字的产生有结算、结转等因素，根据往年的经验此规模至少在 1 万亿。从 1-10 月份预算支出的情况来看，平均每两个月的财政支出为 1.55 万亿，11、12 月份财政支出相较前 10 个月将超常增加 1.5 万亿。

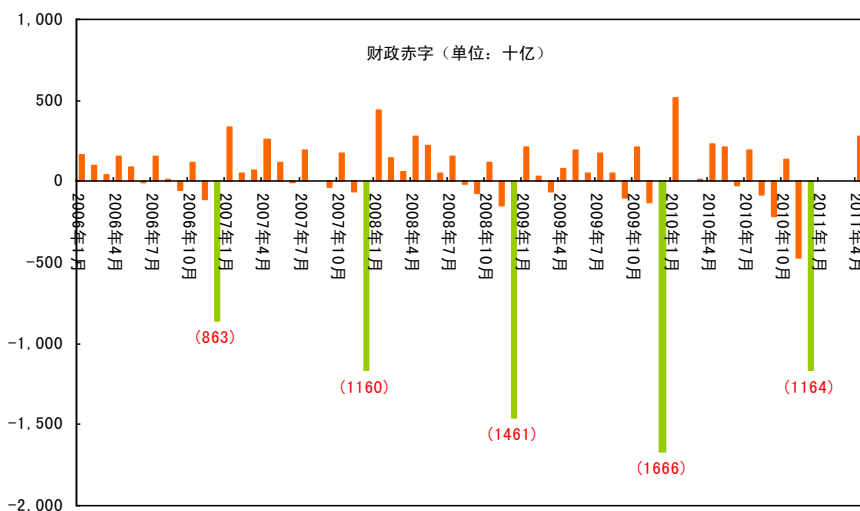
3、11、12 月份财政拨款月均在 8000 亿左右。11、12 月份财政支出的总规模减去这两个月的财政收入即是财政拨款项。照此测算，11、12 月份财政拨款的总金额将达到 1.68 万亿，平均每个月通过财政存款渠道投放 8000 多亿元

¹全国财政收入 89720 亿元人民币，加上从中央预算稳定调节基金调入 1500 亿元，可安排的收入总量为 91220 亿元，支出 100220 亿元。全国财政收支差额 9000 亿元，其中，中央财政赤字 7000 亿元，财政部代理发行地方政府债券 2000 亿元。

的流动性。

4、11、12 月份财政支出的主要投向领域。前 10 个月我国财政收入的超常增长和财政盈余的累积增强了财政政策的调控弹性。目前，财政政策还主要是通过结构调整和定向宽松，加大对民生、第三产业等领域的投入支持。从 1-10 月份全国财政支出主要项目情况来看，财政支出增速最快的是住房保障支出，其他依次是医疗卫生、城乡社区事务、农林水事务、社会保障和就业以及教育支出，从预算完成情况来看，从低到高依次是农林水事务（70.40%）、教育（74.80%）、医疗卫生（82.7%）、社会保障和就业（84%）、城乡社区事务（85.50%）、住房保障（102.70%）。因此，我们预计 11、12 月份财政支出的主要投向领域是农林水事务。日前，财政部部长助理胡静林就表示，要把支持水利改革发展作为公共财政投入的重点领域，把加强农田水利等薄弱环节始终放在突出位置，加快推进农田水利基础设施建设步伐²。

图 1：从历年经验来看，财政赤字多发生在四季度



资料来源：wind 资讯，中投证券研究所整理

二、货币政策微调信号更加明确

目前，央行主要通过公开市场操作和信贷管理进行预调微调。从公开市场操作来看，一年、三年期央票利率相继下行，三年期央票操作暂停，后续不排除

²财政部部长助理胡静林在财政部、水利部联合召开的第三批全国小型农田水利重点县建设启动会议上如上表示

斥通过逆回购释放流动性。商业银行总规模在 8900 亿元分六批上缴的存款保证金 11 月份将到期，需密切关注此部分保证金的存缴情况。综合考虑外汇占款、公开市场操作因素的影响，政府存款年末集中投放将使商业银行流动性改善，增加央行在微调过程中信贷调控的空间。

表 1: 人民银行以价格（利率）招标方式发行央行票据情况

时间	名称	发行量	期限	发行价格	参考收益率
11 月 10 日	2011 年第八十七期央行票据	20 亿元	3 个月	99.22 元	3.1618%
11 月 8 日	2011 年第八十六期央行票据	100 亿元	1 年	96.55 元	3.5733%

数据来源：中国人民银行，中投证券研究所

表 2 正回购操作情况

时间	期限	交易量	中标利率
11 月 8 日	28 天	300 亿元	2.8%

数据来源：中国人民银行，中投证券研究所

表 3: 近期央行公开市场业务回笼资金情况(亿元)

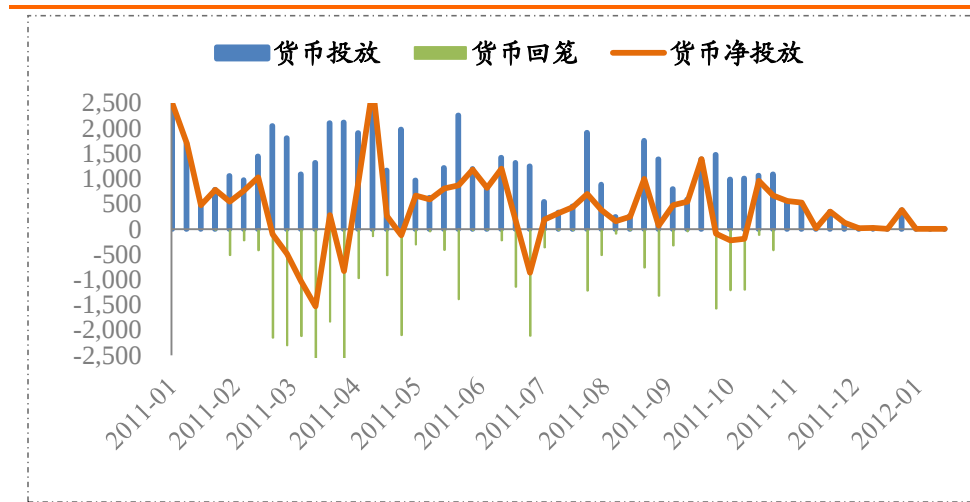
时间	央票到期量	正回购到期量	央票发行量	正回购操作量	净回笼量/净投放量
11/5-11/11	390	700	120	300	670
10/29-11/4	520	550	110	--	960
10/22-10/28	410	600	200	1000	-190
10/15-10/21	490	500	310	900	-220
10/8-10/14	1480	--	370	1200	-90
10/1-10/7	1390		--	--	1390
9/24-9/30	290	300	40	--	550

数据来源：中国人民银行，中投证券研究所

注：+表示净投放-表示净回笼

1、公开市场连续第二周净投放。上周公开市场操作通过两期常规央票、一次正回购操作共回笼资金 420 亿元。其中，一年期央票发行量 100 亿元，与上周持平；三个月期央票发行量 20 亿元，比上期增发 10 亿元。上周央行进行一次 28 天 300 亿元的正回购。上周公开市场到期资金 1090 亿元，实现资金净投放 670 亿元，连续第二周净投放。

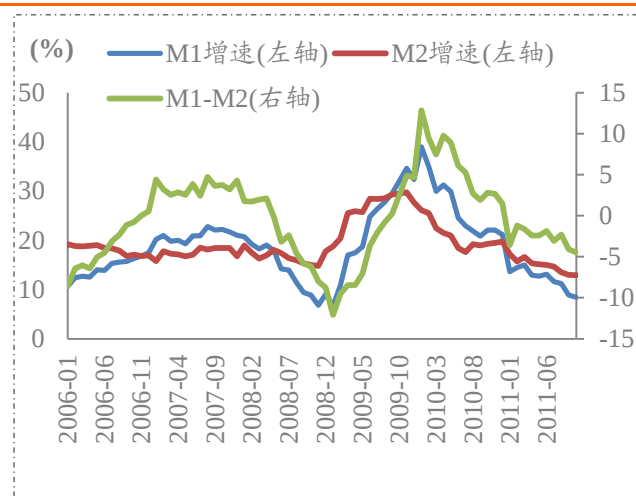
图 2：公开市场连续第二周净投放



资料来源：CEIC，中投证券研究所整理

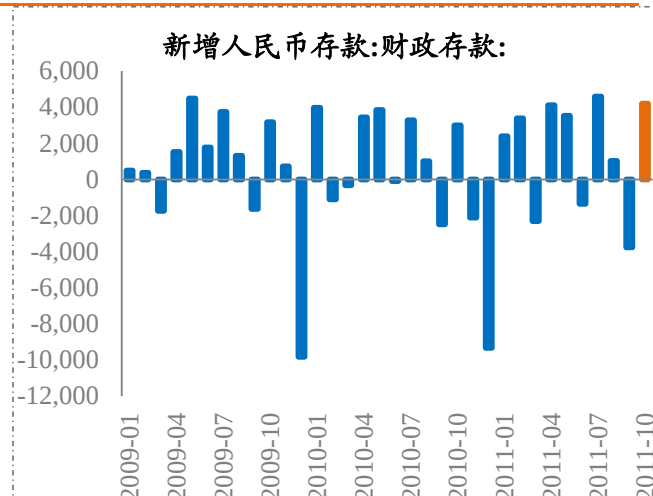
2、一年期央票利率下行，央行四周三度释放微调信号。上周，一年期央票利率意外较前一周下降 1.07 个基点，这是一年期央票 28 个月以来首次下调，这充分显示了央行通过对央票供求关系的调整影响流动性，引导资金面相对宽松的意图。自央行于 10 月 20 日下调三年央票发行利率，到暂停三年央票发行，再到下调一年央票利率，央行四周时间内三度释放微调信号，在通胀回落趋势明确后，货币政策正在着手平衡通胀与经济增长之间的关系。未来央行还将主要依靠数量型政策工具特别是公开市场进行市场调节，财政存款年末集中投放改善商业银行流动性，增加央行信贷调控的空间，不排除年内下调存款准备金率可能，预计时点会在十二月中旬中央经济工作会议后。

图 3: 货币增速继续下滑, 新增信贷规模超预期



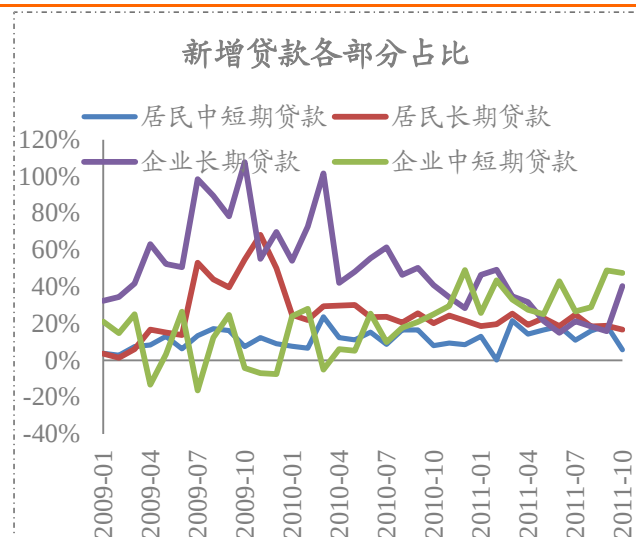
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 4: 财政存款增加 4190 亿元, 主要表现为季节性因素



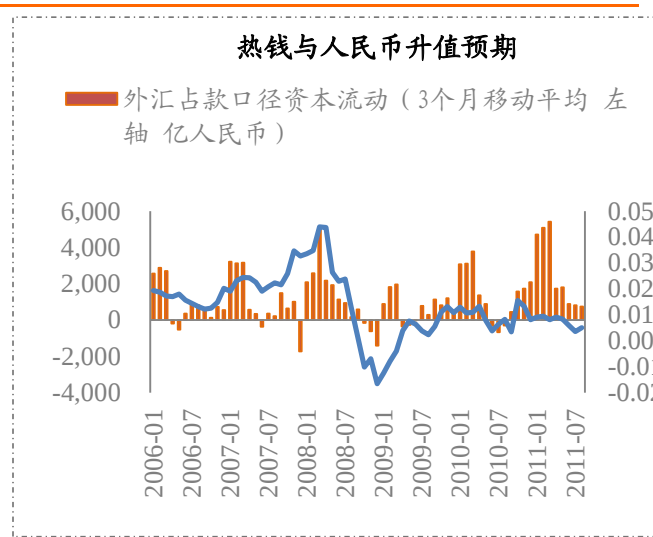
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 5: 企业长期贷款增幅明显



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 6: 出口增速下降、人民币升值预期减弱或导致外汇占款进一步下降



资料来源: CEIC、中投证券研究所

投资评级定义

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 $\pm 10\%$ 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

研究团队简介

邢微微，中投证券宏观经济分析师。中国人民大学经济学硕士，5 年证券从业经验，研究主要覆盖国内经济、货币与财政政策

张捷，中投证券研究所宏观研究员，中国社会科学院金融学博士。在《财经研究》、《南开经济研究》等国内外期刊上发表论文数篇，研究成果在 2008 年度证券业协会学术课题评选中获一等奖，目前研究领域涵盖海外经济、国内宏观、产业政策等

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务 中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际 大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434