

署名人: 李云洁

S0960511020013

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

参与人: 张捷

S0960110090084

010-63222925

zhangjie1@cjis.cn

地方债系列专题报告之一

地方政府债务治理与我国经济增长驱动力转换

投资要点

- 地方政府债务是影响未来 2-5 年经济运行的重要因素
 - 未来 2-3 年地方政府债务面临偿债高峰期。2014 年后地方政府资金缺口逐步增大, 2015 年以后, 地方政府将出现绝对资金缺口, 根据债务率计算的债务负担来看, 2012、2013 年是地方政府债务负担最沉重
- 地方政府债务问题掣肘经济增长模式转变
 - “十二五”期间, 我国经济呈现与地方政府债务治理相伴的投资减速以及经济增速运行中枢下降。2008 年金融危机前, 我国高强度的投资扩张外部支撑因素是欧美经济体举债消费模式下的需求增长, 内部因素是我国经济部门之间的财富输送和转移。2008 年金融危机后, “高投资-高出口”的转化链条受阻, 房地产泡沫以及通货膨胀的迅速发展使隐形抽税机制失速, 信贷高速增长导致的地方政府债务激增作为高投资的原因和结果折射的是政府主导的公共投资驱动的经济增长模式难以为继
 - 房地产调控政策的持续性、土地财政与地方债务问题。房地产价格上涨是我国家庭部门两大隐形抽税机制之一, 房地产不去泡沫化, 家庭经济部门向公共、投资部门的财富输送机制就无法切断
- 地方政府债务问题与我国 2012 年经济运行特点
 - 地方债、货币供给的内生途径与 2012 我国政策走向。2003 年以后, 政府主导的投资扩张成为我国货币创生的主体, 地方债务、通货膨胀是货币超发这枚硬币的两个面。货币创造被遏制必然要求地方政府债务的“增量控制”, 地方政府债务的大规模“存量”使货币内生创造受限, 2012 年央行信贷管控能力的自主性增强。财政具有货币创造功能, 2012 年财政政策大幅放松的空间和可能性都不大, 但整体表现得更为积极
 - 债务问题、外部需求泡沫与 2012 我国经济运行。“十二五”期间经济运行中枢在调结构的主动减速过程中也将被动下降, 出口和投资对经济贡献率降低, 消费对内需的拉动作用增强要求财富转移机制切断
 - 从地方政府债务看我国中期经济增长路径。我国经济增长路径短期靠投资, 中长期看核心实施一以分配调整促进增长以及自主创新上的产业结构升级。2012、2013 年, 地方债务问题的凸显迫使我国经济增长路径从短期向中长期增长转换步伐加快, 2012 年将主要是通过结构性减税推进分配调整, 以此促进增长动力向消费的转换和过渡

风险提示:

- 欧债危机演化失控, 我国地方“增量”债务膨胀

相关报告

2012 年中国总出口及产品展望

2011-10-14

2012 年国内经济年度报告——经济三季度见底 通胀或反复

2011-12-08

目 录

一、 地方政府债务是反危机刺激政策的“后遗症”.....	5
二、 地方政府债务是影响未来 2-5 年经济运行的重要因素.....	6
2.1 地方政府债务总水平、债务率以及存量结构	6
2.2 未来 2-3 年地方政府债务面临偿债高峰期.....	9
2.3 持续性房地产调控政策施压地方土地财政	11
三、 地方政府债务问题掣肘经济增长模式转变.....	11
3.1 地方债务与我国经济增长驱动因素的转换	11
3.2 房地产调控政策的持续、土地财政与地方债务问题	13
四、 地方政府债务问题与我国 2012 年经济运行特点.....	15
4.1 地方债、货币供给的内生途径与 2012 我国政策走向	16
4.2 债务问题、外部需求泡沫与 2012 我国经济运行	20
4.3 结构性减税、隐形抽税机制替代与居民消费增长	21

图 表

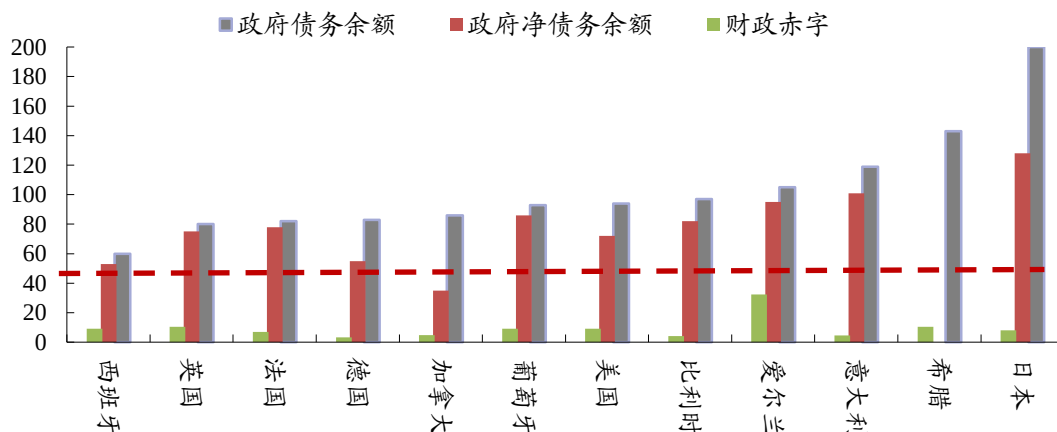
图 1: 部分国家债务风险指标 (占 2010 年 GDP 百分比)	5
图 2: 我国地方政府债务天量式增长	5
图 3: 政府负有偿还、担保责任债务约为 9 万亿.....	7
图 4: 地方融资平台中政府负有责任的约为 4 万亿.....	7
图 5: 公益性、基础设施占支出 86.54%.....	7
图 6: 市县级融资平台公司占 82%风险较大	7
图 7: 地方政府债务现存的举债结构	9
图 8: 从借款来源看银行贷款占 79.01%.....	9
图 9: 土地出让金下滑影响地方收入增长	9
图 10: 目前债务中 2011 年到期的占 24.5%	10
图 11: 2011、2012 地方债务还本付息压力最大.....	10
图 12: 2012、2013 年地方政府债务负担最沉重.....	10
图 13: 2011-2015 地方地方政府资金缺口越来越大	11
图 14: 我国实际投资平均增速运行中枢在 2008 年金融危机后提高.....	12
图 15: 政府主导的公共投资的资金来源主要是信贷和财政收入.....	12
图 16: 在此轮经济周期中, 投资率的上升和消费率下降成为显著特征.....	13
图 17: 通货膨胀是我国家庭部门的隐形抽税机制.....	14
图 18: 今年 9、10 月份土地出让金大幅下降.....	15
图 19: 土地出让收入与财政收入之比超过 32.6%	15
图 20: 40 大中城市与一线城市住宅销售下滑加快.....	15
图 21: 房地产贷款占比大幅下降, 但高于 08 年.....	15
图 22: 税负、财政收入的高速增长成为我国财富部门输送的显性机制.....	16
图 23: 我国金融功能的财政化始终体现得较为明显.....	17
图 24: 广义货币与基础货币差额的增速与固定资产投资实际增速表现出同步性.....	17
图 25: 我国广义货币 (M2) 与信贷差额逐年增大	18
图 26: 2003 年以后我国高投资向高出口转化受阻, 投资和净出口差额逐步增大.....	19
图 27: 预计 2012 年我国财政赤字率将有所上升.....	19
图 28: 明年上半年 CPI 预计 4%上下, 降息可能性小	19
图 29: 从 2010 年开始的新开工项目数减少预示投资增速下降.....	20
图 29: 2012 前三季度 GDP 逐季回落	21
图 30: 2012 年 CPI 水平将出现明显回落	21
图 31: 2010 年最终消费对 GDP 的拉动下降.....	21
图 32: 2010 年最终消费对 GDP 的贡献率降低.....	21
图 33: 未来五年我国消费品市场规模比“十一五”期末翻番	22
图 35: 我国 2015 年将迎来服务业的拐点	23
图 36: 我国第三产业就业比重已超过第二产业.....	23

表格 1: 2011 年经济预测..... 错误!未定义书签。

一、地方政府债务是反危机刺激政策的“后遗症”

2011 年，“小猪五国”、美国主权债务危机此起彼伏，日本、法国等也都面临巨重的债务循环压力。根据 DECD 公布的数据，除澳大利亚、丹麦、瑞典、芬兰等少数国家外，其他的发达国家政府债务余额/GDP 都过 60% 的警戒线¹。

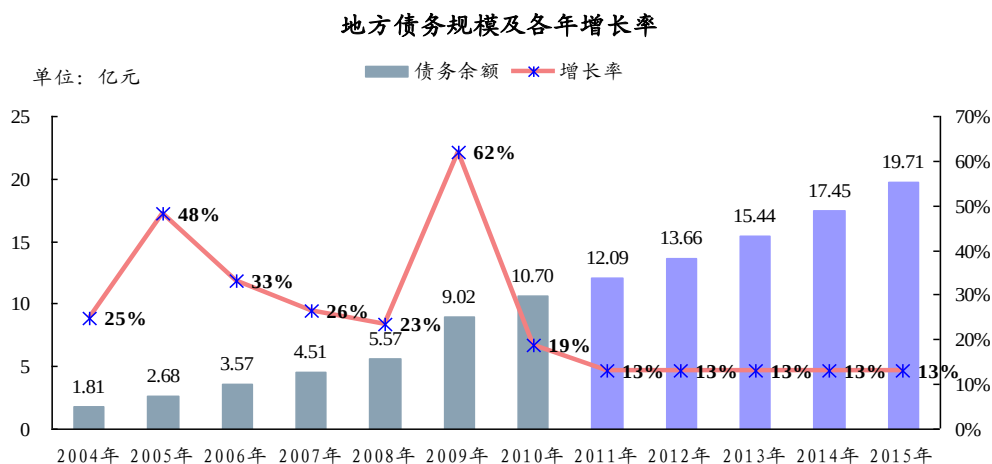
图 1：部分国家债务风险指标（占 2010 年 GDP 百分比）



资料来源：IMF、欧盟统计局、中投证券研究所

2011 年，我国地方政府债务规模激增、潜在风险较大等问题也逐步暴露。与发达国家不同，我国地方政府债务问题产生的根本原因是分权式财税体制的弊端。1994 年我国分税制改革后，地方政府隐性债务不断增长，20 世纪 90 年代末，地方政府纷纷开始建立地方融资平台以解决地方发展中的资金瓶颈问题。

图 2：我国地方政府债务天量式增长²



资料来源：CEIC、中投证券研究所

¹ 数据截止到 2010 年

² 2011 年后为我们的预测数字

我国地方政府债务与欧美主权债务危机有着相同的现实背景。2008 年金融危机爆发后，各国政府用超强力度的财政扩张政策刺激经济，导致 2010 年以来世界各主要经济体财政风险急剧上升。我国以地方融资平台为代表的地方政府债务规模的迅速扩张也是在 2008 年以后。2009、2010 年，新增银行贷款大量流向地方政府投融资平台，2009 年地方债务由 2008 年底的 5.56 万暴增至 9 万亿，2010 年，即使基础设施项目贷款收缩，地方政府债务余额仍增长了 18.86%。从现实原因来看，我国地方政府债务的债务问题也是反危机刺激政策的“后遗症”，未来 2-5 年地方政府的债务问题成为我国经济运行的重要风险因素。

二、地方政府债务是影响未来 2-5 年经济运行的重要因素

2.1 地方政府债务总水平、债务率以及存量结构

地方政府融资平台包括地方政府组建的不同类型的城市建设投资公司、城建开发公司、城建资产经营公司等不同类型的公司，主要分为省级、地市级和县级三类，地方政府通过财政补贴、隐性担保、信用增级等方式对其债务承担直接或间接的偿付责任。地方政府的债务包括地方融资平台债务和地方政府的直接债务两部分，从债务类型看，包括银行贷款、融资平台发行的企业债以及财政部代理地方政府发行的地方债。由于统计口径不一和透明度不高，各部委对当前地方政府的债务规模亦有不同的说法（表 1）。

表 1：地方投融资平台的债务规模

公布单位	具体数额
银监会	截至 2010 年 6 月末，地方融资平台贷款约 7.66 万亿元人民币，其中，按公司化运作、有独立和稳定第一还款来源、项目现金流能够覆盖偿还本息的贷款约有 2 万亿元，占比 27%；截至 2010 年末，全国地方融资平台公司贷款余额约 9.09 万亿元，占全部人民币贷款的 19.16%。
审计署	截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 10.71 万亿，其中：政府负有偿还责任的债务 6.71 万亿，占 62.6%；政府负有担保责任的或有债务 2.33 万亿，占 21.8%；政府可能承担一定救助责任的其他相关债务 1.66 万亿，占 15.6%。

资料来源：中投证券研究所整理

按照审计署的数据来看，截至 2010 年底，全国地方政府性债务余额 10.7 万亿中，政府负有偿还和担保责任的或有债务总计是 9.05 万亿，占 84.4%，而政府可能承担一定救助责任的债务 1.66 万亿，占 15.6%，地方融资平台公司政府性债务余额中，有 80%由政府负有偿还、担保责任，总计 3.95 万亿左右。

图 3：政府负有偿还、担保责任债务约为 9 万亿

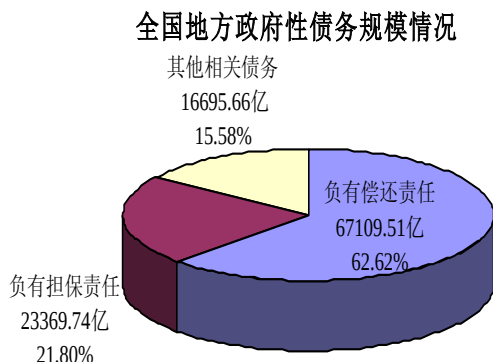


图 4：地方融资平台中政府负有责任的约为 4 万亿

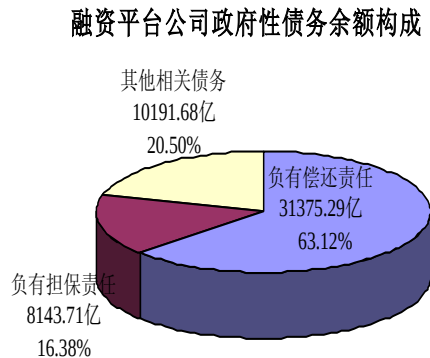


图 5：公益性、基础设施占支出 86.54%

2010 年底全国地方政府性债务余额已支出投向情况

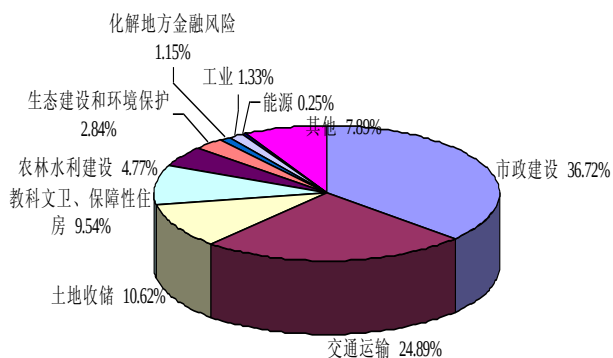
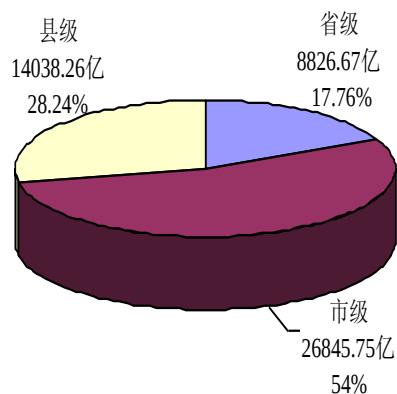


图 6：市县级融资平台公司占 82% 风险较大

融资平台公司政府性债务余额层级构成



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

部分县级政府负债率过高。截止 2010 年底，有 78 个市级（占比 19.9%）和 99 个县级（占比 3.56%）政府负有偿还责任债务的债务率超过 100% 的警戒线。另外，由于地方债务主要集中在基础设施等前期投入大、现金流回收期长的项目，“举旧还新”使地方债务的资金链蕴含较多风险。初步匡算，2010 年底，地方政府性债务余额中举旧还新的债务大概在 7000-10000 亿左右，占比是 6.54%-9.35% 左右。

对于地方政府债务的衡量，还可以通过债务率这个指标。一般来说， $\text{债务率} = \text{政府性债务余额} / \text{当年地方政府收入}$ ，警戒线为 100%。地方政府收入的统计有不同的口径³，我们使用政府可支配收入：政府可支配收入 = 一般预算收入 + 政府性基金 + 上级补助收入（税收返还收入 + 上级转移支付）。

2010 年末全国地方本级财政收入 4 万亿元，加上中央对地方税收返还和转

³如政府收入=预算收入+ 预算外收入 + 制度外收入；全口径地方财政收入=地方财政总收入 + 基金收入 + 关税+ 车辆购置税 + 出口货物退税；地方财政总收入=一般预算收入（税收收入+非税收入）+ 上划中央四税收入，按财政部的意见，地方财政收入就是指地方财政一般预算收入

移支付收入 3.2 万亿元，地方财政收入总量达 7.3 万亿元，就整个债务规模来看占比是 147%。这里，地方财政收入尚未考虑到地方政府的基金收入，2010 年地方政府性基金本级收入 3.3 万亿。若加上基金收入，则地方政府的可支配收入达到 10.5 万亿，涉及政府代偿的地方债务余额占可支配收入的比率为 86%。政府基金收入的变化影响地方政府债务率，我国有土地出让金收入占比达到 88%，土地出让金的波动是影响地方政府债务率的重要变量。

表 2：债务余额占地方收入的比率

项目	金额（万亿）	项目	金额（万亿）
地方本级收入	4	财政部代发地方债	0.4
中央转移支付	3.2	地方债务余额	10.7
基金收入	3.3		
其中：土地出让金	2.9		
可支配收入	10.5		
涉及政府代偿的地方债务余额		9.05	
涉及政府代偿地方债务余额/可支配收入		86%	

数据来源：中投证券研究所

银监会的数据显示，截至 2010 年 6 月末，地方融资平台贷款的 7.66 万亿元中，有独立和稳定第一还款来源⁴、项目现金流能够覆盖偿还本息的贷款约有 2 万亿元，占比 27%；50%贷款为需依靠政府收入作为还款来源的贷款；余下约 23%（约为 1.53 万亿元）部分则为存在风险的贷款。

截至 2010 年 11 月末，地方融资贷款余额的 9.09 万亿元，占人民币贷款的 19.16%，根据平台公司自身现金流覆盖贷款本息比率分别按 100%以上、70%至 100%之间、30%至 70%之间、30%以下，将全部贷款分为“全覆盖、基本覆盖、半覆盖、无覆盖”四大类。

表 3：平台贷款新增风险资产

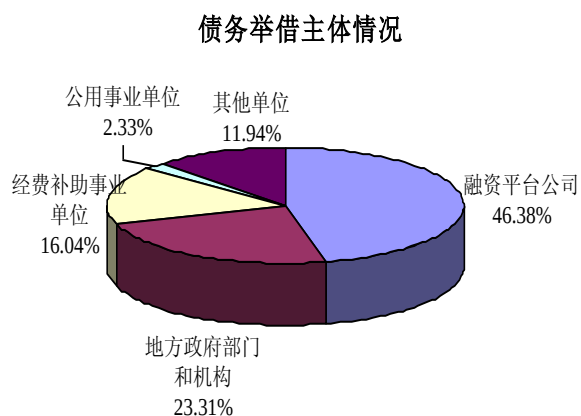
	贷款余额	占比	风险权重	折算风险资产	新增风险资产
全覆盖	51100	56.23%	100%	51100	0
基本覆盖	22100	24.29%	140%	30940	8840
半覆盖	7663	8.43%	250%	19158	11495
无覆盖	10000	11.05%	300%	30000	20000
半覆盖、无覆盖合计	17663	19.48%	278%	49158	31495
合计	90863	100%	144.46%	131198	40335

数据来源：新闻稿整理，中投证券研究所

从地方债务的存量结构来看，46.38%为融资平台公司，而将近 80%是银行贷款。从银监会的统计数据来看，地方政府中半覆盖和无覆盖的贷款总计 1.77 万亿存偿还风险，占人民币贷款 3.73%，合计风险资产是 4.91 万亿，对银行业的新增风险资产是 3.15 万亿左右，这都将影响银行的资本消耗、拨备计提等。我们按照较为保守的估计，即半覆盖、无覆盖的贷款余额中有 10%的违约，即 1500-2000 亿的坏账，这将使银行的不良贷款率上升 0.4 个百分点左右。

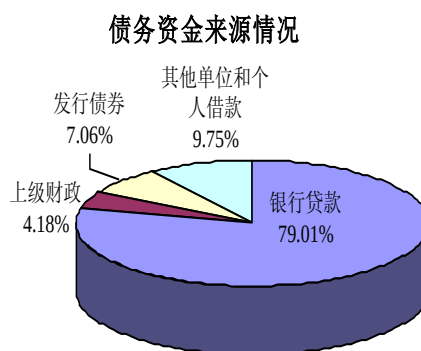
⁴所谓有第一还款来源是指，借款人依靠自身生产经营所产生的现金流足够偿还贷款

图 7：地方政府债务现存的举债结构



资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

图 8：从借款来源看银行贷款占 79.01%



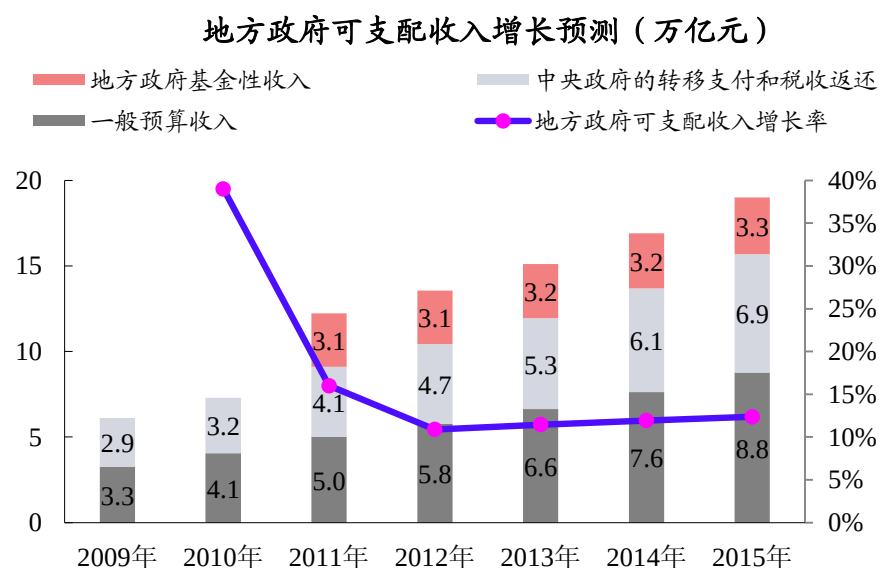
资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

2.2 未来 2-3 年地方政府债务面临偿债高峰期

由于 2011、2012 年将有大量过去的贷款到期，这两年地方政府还本压力最大。地方政府贷款中 54% 的期限在 5 年以上，2011 年到 2015 年期间，大量地方债将进入还本付息期，按照审计署披露的数据，2010 年底地方政府性债务余额中，2011、2012 年到期偿还的占 24.49% 和 17.17%，2013 年至 2015 年到期偿还的分别占 11.37%、9.28% 和 7.48%，2016 年以后到期偿还的占 30.21%（图 9）。

对于我国地方财政收支以及债务负担未来状况，我们通过模型进行了预测。首先，我们预测地方可支配收入的增长。计算公式是：地方可支配收入=地方财政一般预算收入+中央政府转移支付和税收返还+地方政府基金性收入=地方财政一般预算收入+中央财政收入* α +国有土地出让金收入+地方政府其他基金性收入。这里， α =中央政府转移支付和税收返还/中央财政收入。中央财政和地方财政收入分别用过去 5 年的平均增长率进行预测。若房地产调控政策持续，假设 2011 年土地出让金收入下降 15%，2012-2015 年均下降 5%。

图 9：土地出让金下滑影响地方收入增长

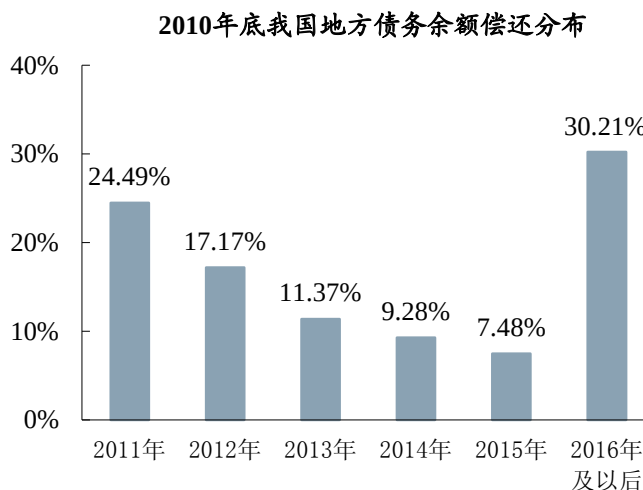


资料来源：审计署、EDB、中投证券研究所

支出方面，考虑到“十二五”期间地方政府民生支出的增长，假设未来5年地方财政支出增速略高于00-07年，为24%⁵。

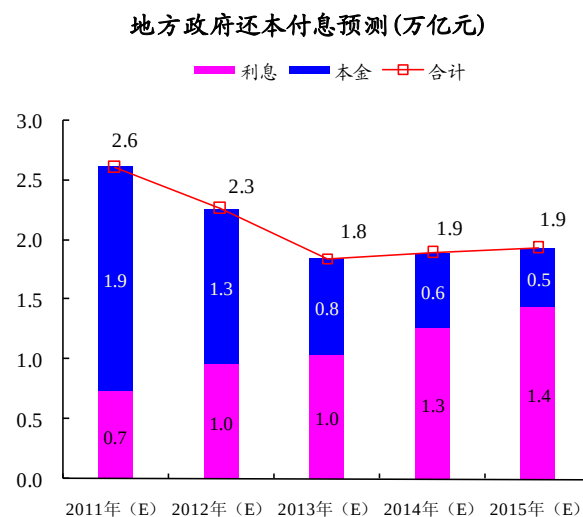
假设地方债务按照10%速度增长，在2015年以后偿还（即新增债务没有还本压力）。利率按照当年5年期金融机构贷款利率，2011-2015年假设分别为7.05%、6.80%、7.30%、7.30%、7.30%，根据年底的债务余额计算出每年需要还本付息金额。

图 10：目前债务中 2011 年到期的占 24.5%



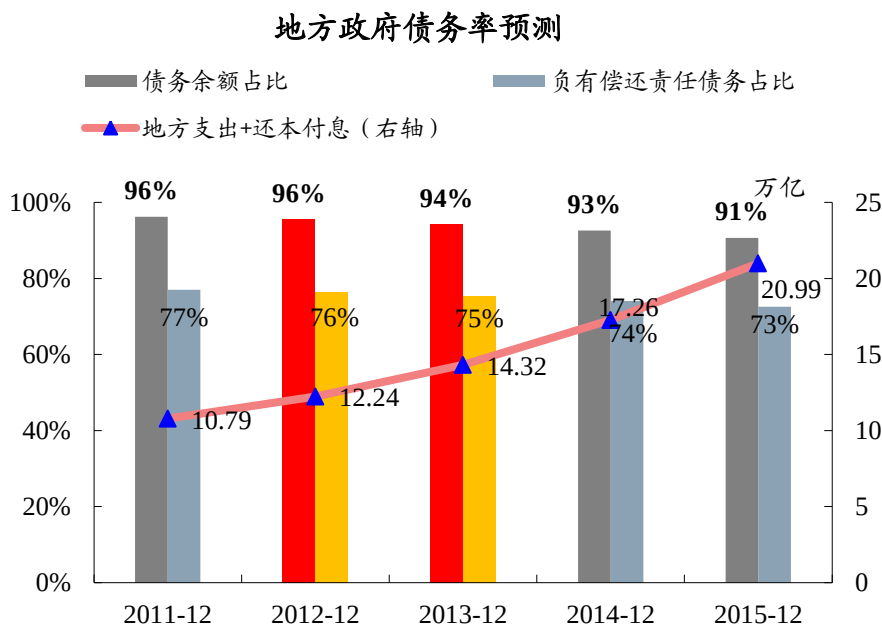
资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 11：2011、2012 地方债务还本付息压力最大



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 12：2012、2013 年地方政府债务负担最沉重

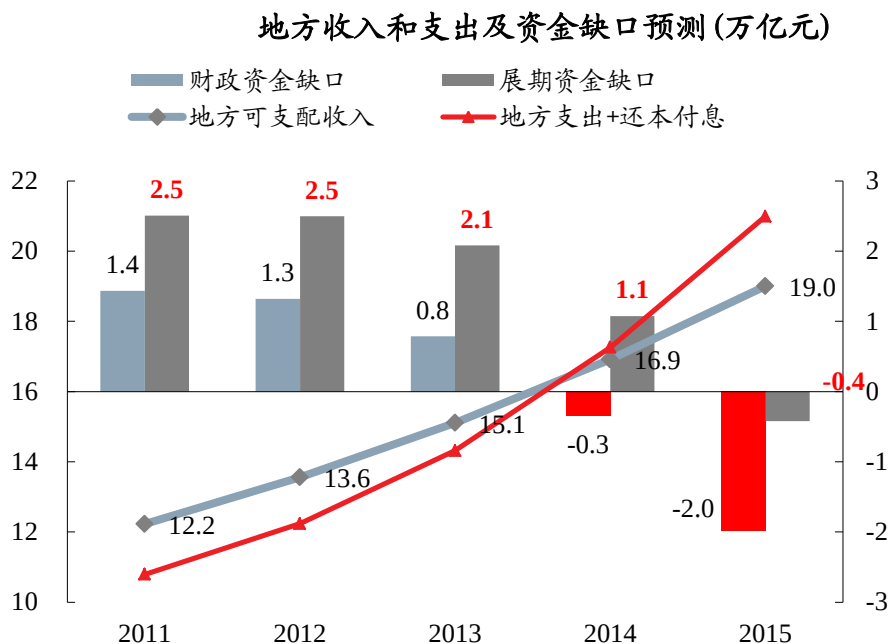


资料来源：CEIC、中投证券研究所

⁵ 实际上考虑到“十二五”期间地方政府民生支出的增长，这是对地方财政支出增加相对保守的估计

从图 10 中我们可以看出，从债务分布上来看，政府负有偿还责任的债务在 2012 年和 2013 年到期较多，这直接导致地方政府这两年还本付息压力较大，2012 年、2013 年我们预计的数字分别在 2.80 万亿和 2.27 万亿。从资金缺口来看（地方可支配收入-地方支出-还本付息），2014 年后地方政府的资金缺口逐步增大，即使考虑到借新还旧，即部分资金缺口可由银行新增信贷进行弥补，2015 年后，地方政府将会出现绝对资金缺口（地方可支配收入+新增债务融资-地方支出-还本付息）。根据债务率计算的债务负担来看，如果按照地方政府负有偿债和担保责任债务估算债务规模，地方政府债务率达到 80% 以上，2012、2013 年是债务负担最沉重的。

图 13: 2011-2015 地方地方政府资金缺口越来越大



资料来源：CEIC、中投证券研究所

2.3 持续性房地产调控政策施压地方土地财政

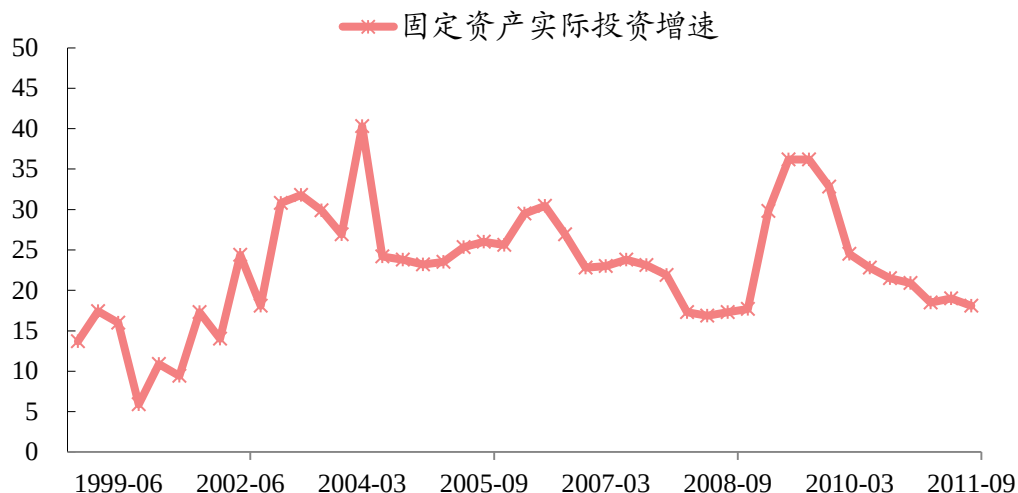
2010 年，土地出让金占地方可支配收入 27%。在地方政府负有偿还责任的债务中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务占 23.79%，达到 2.55 万亿元，土地收入下滑将导致地方政府还本付息困难和压力显著增加。今年前三季度，在房地产的持续调控政策下，我国土地市场呈现流拍率上升、溢价率下降的态势，这导致地方政府土地出让收入大幅锐减。130 个城市今年 1-10 月的土地出让金收入与 10 年同期相比降 12%，其中住宅用地降 18%，四季度以及明年，房地产开发商的资金压力加大，销供比下降会带动土地溢价率和平均地价进一步下滑，2011、2012 年地方政府土地出让金收入将会整体大幅下降，土地出让金的下滑抑制地方政府可支配收入的增长，使地方政府明后年面临更严重的偿债压力。

三、地方政府债务问题掣肘经济增长模式转变

3.1 地方债务与我国经济增长驱动因素的转换

2008 年金融危机之前，我国经济增长模式呈现“高投资、高出口”的特征，投资和出口成为驱动我国经济增长的双轮。1994 年至 2002 年间与 2003 年至 2010 年间，我国实际投资平均增速（剔除固定资产投资价格指数）从 11.9% 增加至 23%，放大近一倍。

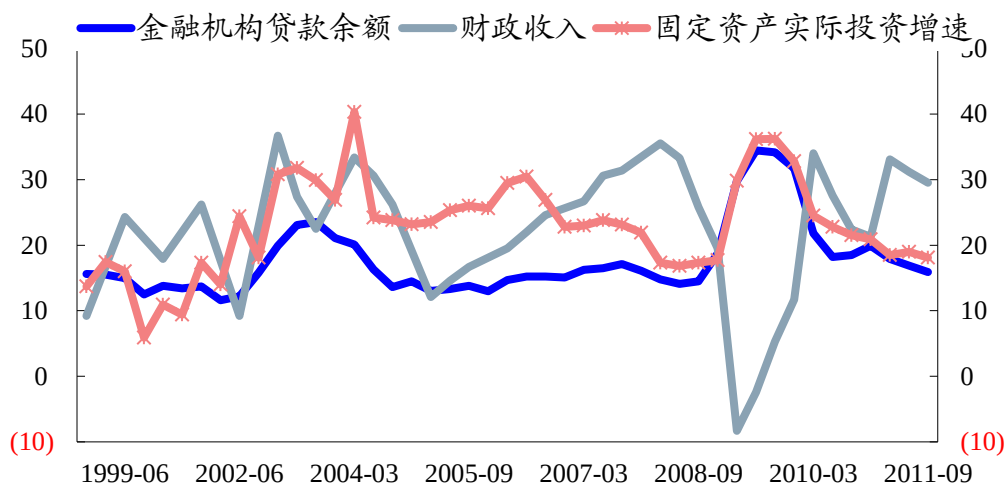
图 14：我国实际投资平均增速运行中枢在 2008 年金融危机后提高



资料来源：CEIC、中投证券研究所

欧美经济体高福利、举债消费模式所支撑的需求泡沫为我国投资的过剩产能提供市场，高投资引致的剩余产能问题很大程度上被“高出口”缓解，因此，“高投资”与“高出口”并行。从国民经济账户来看，储蓄（国民产出 - 消费）= 净出口 + 投资，“高投资、高出口”的背后是我国居民的高储蓄以及随之而来的低消费。

图 15：政府主导的公共投资的资金来源主要是信贷和财政收入



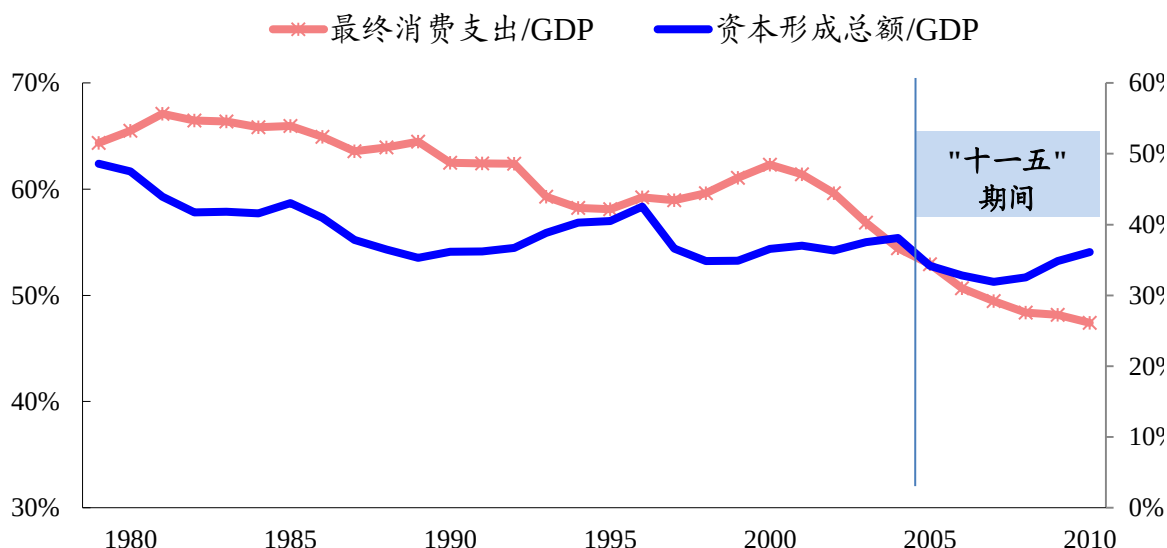
资料来源：CEIC、中投证券研究所

我国高强度的投资扩张外部支撑因素是欧美经济体举债消费模式下的需求增长，而内部因素是我国经济部门之间的财富输送和转移。我国投资很大程度是政府主导的公共投资，其资金来源一是信贷，二是财政收入。我国长时间将利率锁定在低于维克塞尔-自然率的水平，导致家庭等部门通过信贷向投资部门的资金输送，政

府收入增长的背后是企业 and 家庭等私人部门承担的高宏观显性和隐形税负，政府主导的公共投资将土地出让作为融资机制，家庭等私人部门被房地产泡沫和通货膨胀隐形抽税，为投资的持续增长提供补贴。

2008 年金融危机后，欧美主要经济体的需求基础被改变，危机后三年间，投资成为驱动我国经济增长的主导因素，2003 年以来，我国的投资率上升了 11%，投资率有五个百分点的增幅是在 2009 年至 2010 年间完成。这背后的支撑因素依然是信贷的高速增长、房地产泡沫以及通货膨胀。但是，2010 年以后主权债务危机以及财政削减计划使外部需求基础的改变更加深化，“高投资-高出口”的转化链条受阻，房地产泡沫以及通货膨胀的迅速发展使隐形抽税机制失速，信贷高速增长导致的我国地方政府债务激增作为我国高投资的原因和结果随之凸显，地方债务问题折射的是金融危机后三年我国政府主导的公共投资驱动的经济增长模式的难以为继。

图 16: 在此轮经济周期中，投资率的上升和消费率下降成为显著特征



资料来源：EDB、中投证券研究所

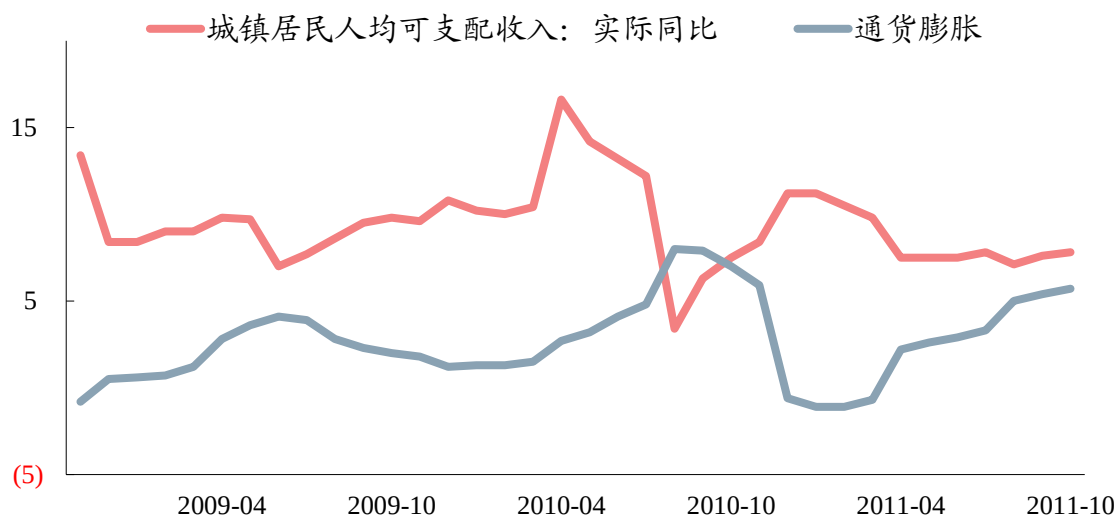
从 2012 年开始的整个“十二五”期间，我国经济将呈现与地方政府债务治理相伴的投资减速以及经济运行中枢下降，地方政府的债务问题也成为我国经济运行的重要风险因素。这是因为，地方政府债务一旦出现资金链条断裂问题可能导致系统性风险。明后年地方政府进入偿债高峰期，我国经济面临较大风险因素，一是银行资产趋于恶化；二是地方政府投资下降拖累经济，极端情况下可能出现系统性风险。这是因为从债务循环链条来看，一旦出现地方政府债务危机，银行呆坏账等不良贷款激增；偿债压力加重地方政府对土地财政的依赖，房地产调控政策难以为继；地方政府压缩预算开支，就业减少、经济增长放缓；地方政府和银行债务最终由中央财政买单增加我国整体信用风险。

3.2 房地产调控政策的持续、土地财政与地方债务问题

房地产价格上涨是我国家庭部门两大隐形抽税机制之一，房地产不去泡沫化，我国家庭经济部门向公共、投资部门的财富输送和转移机制就无法切断，

从而就无法根本完成经济的去“房地产化”以及经济增长驱动力的转换。此外，房地产问题关乎民生和社会稳定，因此，这就决定此轮房地产政策调控较之前几次房地产调控更加坚决和持久，此轮房地产调控将呈现长期化特征。

图 17：通货膨胀是我国家庭部门的隐形抽税机制

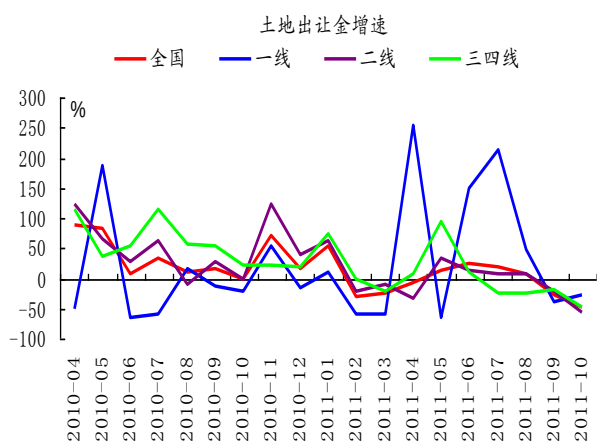


资料来源：CEIC、中投证券研究所

目前，房地产的调控政策进入攻坚阶段，地方政府对土地财政的依赖以及地方政府债务却成为重要掣肘，直接关系到房地产调控政策持续性、房地产价格下跌幅度以及房地产投资增速。

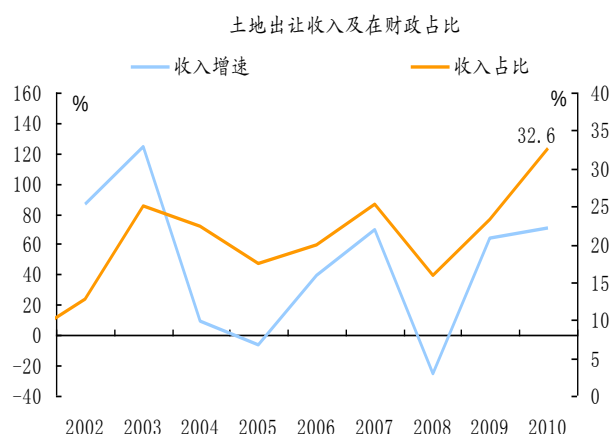
土地是地方财政收入的命脉，在我国地方政府的可支配收入中，国有土地使用权出让金是重要组成部分，2010 年，土地出让金占 2010 年地方可支配收入 27%，在地方政府负有偿还责任的债务中，承诺用土地出让收入作为偿债来源的债务占 23.79%，达到 2.55 万亿元。一旦房地产价格“硬着陆”，土地出让金下滑将使地方政府面临较严重的债务负担和资金还本付息压力导致地方政府资金链断裂、陷入债务危局。目前，地方财政高度依赖土地、房地产，地方财政状况关系地方政府还本付息能力，地方政府债务影响银行资产质量的链条，短期内房价大幅下降将打破财政、金融系统的脆弱平衡，因此房价调整将是一个缓慢、持续的过程。

图 18: 今年 9、10 月份土地出让金大幅下降



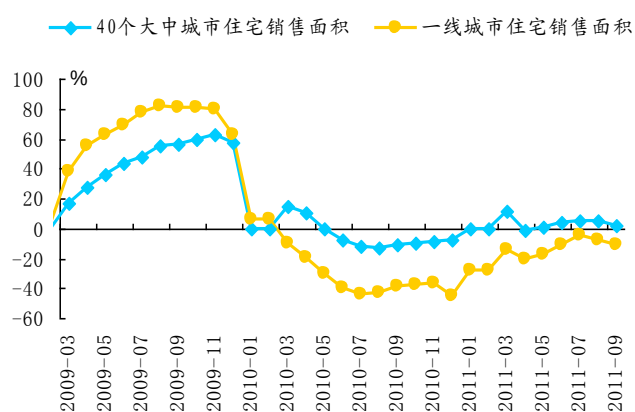
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 19: 土地出让收入与财政收入之比超过 32.6%



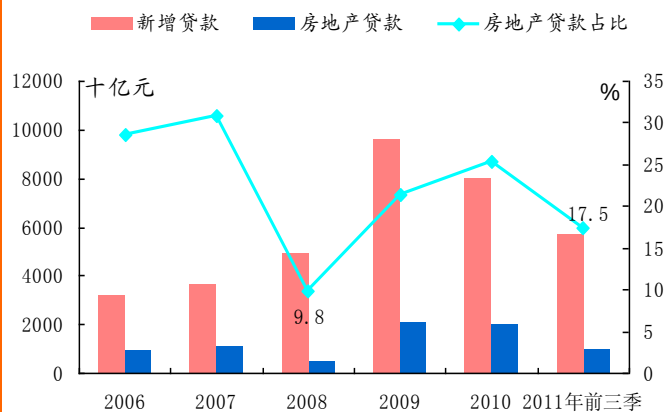
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 20: 40 大中城市与一线城市住宅销售下滑加快



资料来源: CEIC、中投证券研究所

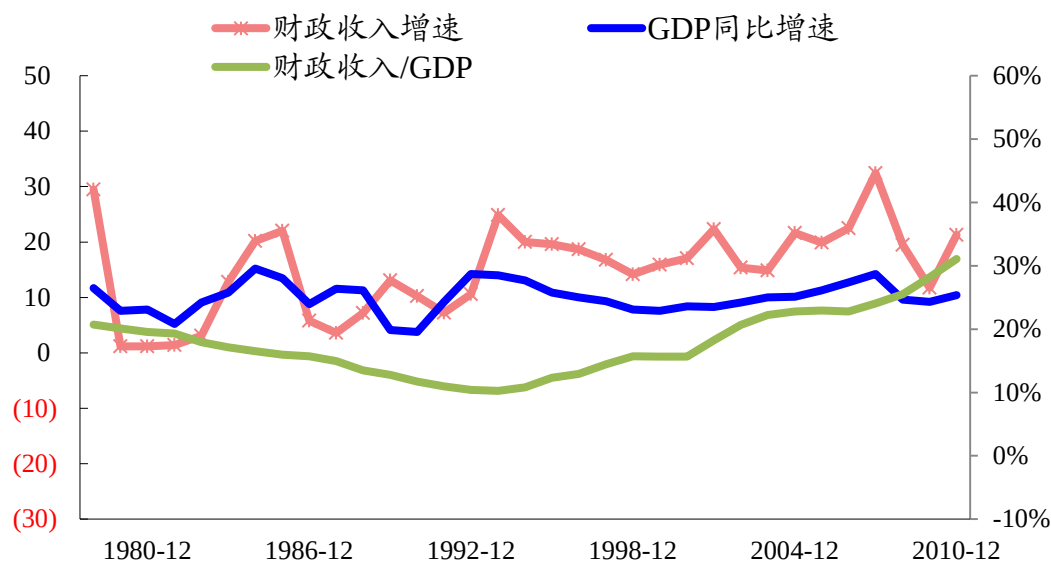
图 21: 房地产贷款占比大幅下降, 但高于 08 年



资料来源: CEIC、中投证券研究所

由于地方政府债务掣肘, 此轮房地产调控将以房价稳中有降为目标, 争取用 3-5 年的时间, 使房价回归社会基本可承受的水平, 从而给地方政府债务问题的治理预留出时间和空间。在此过程中, 政府将着力推进两项工作, 一是地方政府新的融资渠道的建立, 二是地方政府新的收入来源的增长, 相对应的就是地方政府自主发债以及中央和地方分税制的调整。这两项体制性的改革在 2012、2013 年地方政府巨大的资金和还本付息压力下将超乎寻常地推进。

图 22: 税负、财政收入的高速增长成为我国财富部门输送的显性机制



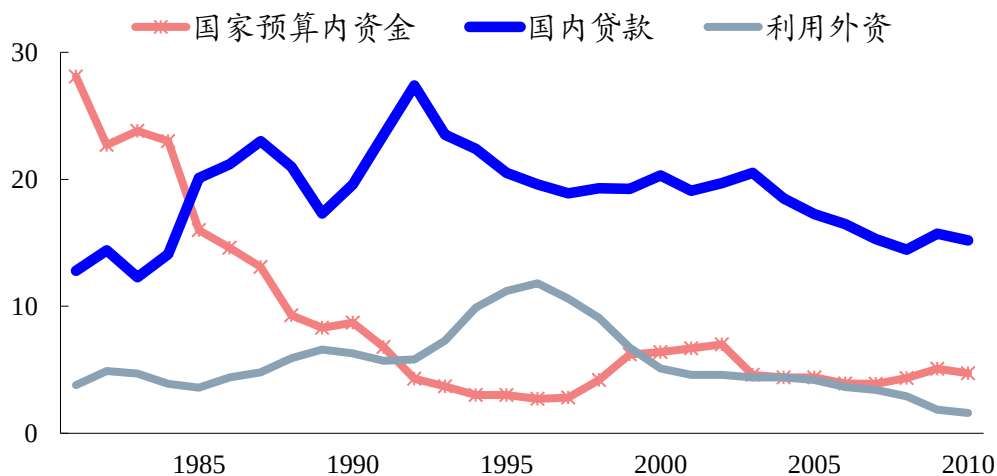
资料来源: CEIC、中投证券研究所

四、地方政府债务问题与我国 2012 年经济运行特点

4.1 地方债、货币供给的内生途径与 2012 我国政策走向

房地产泡沫、通货膨胀是私人部门的两大隐形抽税机制，货币超发是二者的直接因素。货币供应量的增加可以用公式 $\Delta M2 = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{信贷} - \Delta \text{财政存款}$ 表示，忽略财政存款，我国的货币供给主要通过两个渠道：外汇占款的增加和信贷投放，这对应我国货币供给外生和内生两种方式：一是外生方式，即央行向商业银行吞吐基础货币，这主要是由于外汇占款增加导致；二是内生方式，即信贷投放，这主要是政府主导的高投资下的信贷扩张，其中最主要的是政府主导的“供地融资”，从这个角度看政府成了货币创造的内生主体。

图 23: 我国金融功能的财政化始终体现得较为明显

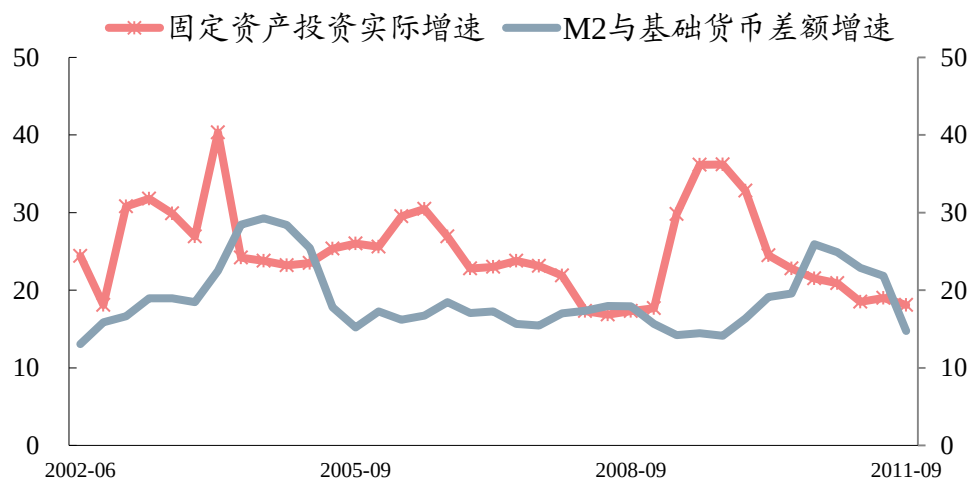


资料来源: EDB、中投证券研究所

实际上,货币供给的内生和外生途径有着内在的联系,根本决定因素还是我国“高投资、高出口”经济增长模式。央行以基础货币向商业银行换汇源于外汇储备的高速增长,这始于“高投资、低消费”导致的高出口。从内生途径来看,高投资背后的支撑因素是信贷扩张。

近 10 年,伴随的“高投资、高出口”增长,央行以基础货币向商业银行大手购汇构成货币之水的源泉,政府主导的供地融资放大注入金融体系的货币流量,二者共同导致我国经济增长的“超货币”化,加重房地产泡沫、通货膨胀这两大隐形抽税机制。

图 24: 广义货币与基础货币差额的增速与固定资产投资实际增速表现出同步性



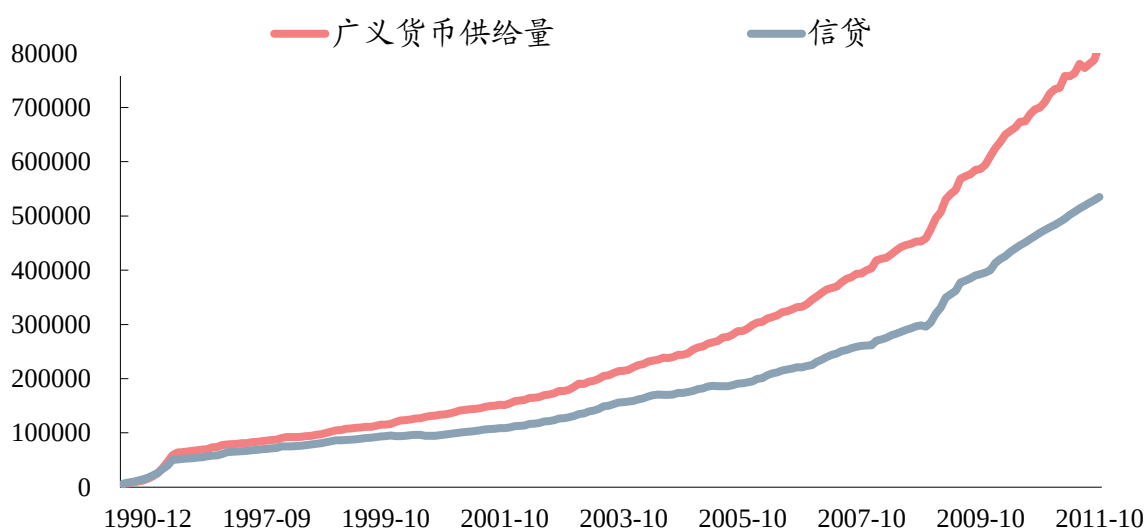
资料来源: EDB、中投证券研究所

在此轮经济周期中，即 2003 年以后，政府主导的投资扩张成为我国货币创生的主体。这从我国货币供给具有明显的内生性可以看出。2003 年以后，广义货币 M2 减去基础货币（高能货币）的差额的增速与固定资产投资实际增速表现出高度的同步性。货币供给的内生性在 2009 年~2010 年中表现的更为明显。我国基础货币从 12.9 万亿元增加到 18.5 万亿元，净增 5.6 万亿元，2009 年、2010 年基础货币增速是 11.4%、28.7%，而广义货币增速却分别是 28.7%、19%，这说明，在大规模的基础设施投资扩张下，2009 年内生途径成为我国货币创造的主动力⁶。

我国地方政府和部门掌握着“土地”这一被银行视为最值得信赖的抵押物，事实上也就掌握了货币创造权，房地产泡沫使得“供地融资”这一渠道得以持续。货币的内生渠道实际就是地方政府主导的公共投资扩张导致的信贷投放增加，因此，从这个角度看，地方债务、通货膨胀是货币超发这枚硬币的两个面。

从供地融资主导的货币创造内生渠道来看，货币创造被遏制必然导致地方政府债务的“增量控制”，而地方政府债务的大规模“存量”以及相关问题也使得货币内生创造受限，货币表现出更加应有的外生特性，我们预计 2012 年货币政策中信贷管控能力的自主性增强，与今年相比应该更加宽松。

图 25：我国广义货币（M2）与信贷差额逐年增大



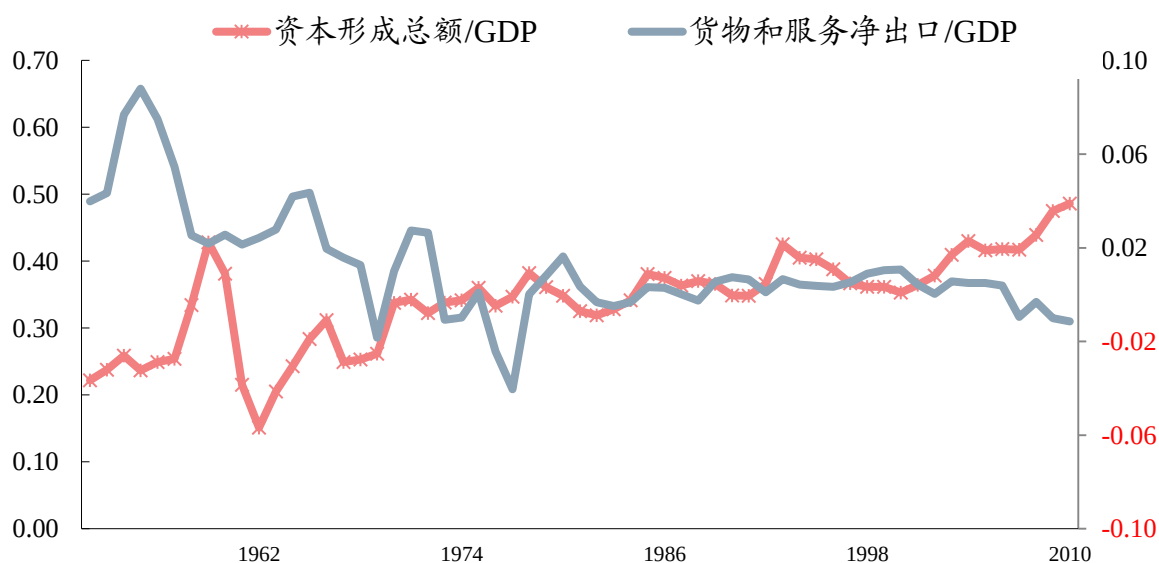
资料来源：EDB、中投证券研究所

同样，从货币创造的内生途径来看，财政具有货币创造功能。这是因为货币内生的主体是政府经济活动的扩张，试图在财政大规模扩张的状态下控制信贷和通货膨胀，从操作层面上是不兼容的，因此，2012 年财政政策像 2008 年大幅放松的空间和可能性都不大，2012 年我国财政政策整体表现得更为积极。这种积极主要体现在三个方面：一是继续进行结构性减税，这是在房地产、通

⁶2010 年中期以后，广义货币 M2 减去基础货币（高能货币）的差额的增速锐减，投资增速降幅不大，这主要是因为大量非传统信贷信用供给的扩张，其中，在央行统计的社会融资总量中，信贷外的信用供给所占比例高达 47%。

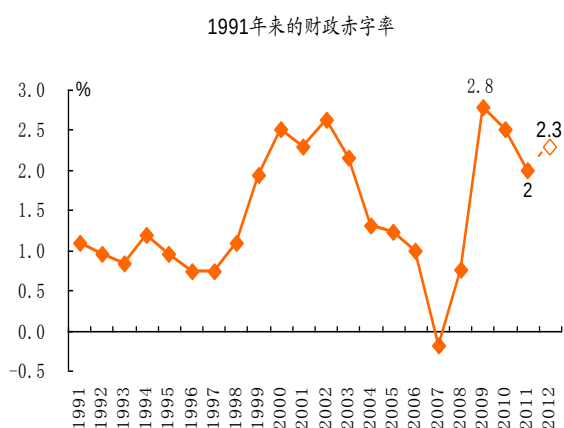
货膨胀这两种隐形抽税机制作用下，直接宏观税负减免，进而减少家庭等私人部门向公共投资部门的财富输送；二是加大对重点领域的投资，财政收入的高速增长和央行信贷管控自主能力的增强为其提供保证，相应明年的财政赤字也将比今年多；三是在财政政策的投向上，地方债务问题决定大规模的基础设施建设几无可能，基础设施建设主要是地区性、局部性的，主要集中在中西部地区，此外，财政政策主要的投资领域将是保障房、民生工程、小微企业财税支持等。

图 26：2003 年以后我国高投资向高出口转化受阻，投资和净出口差额逐步增大



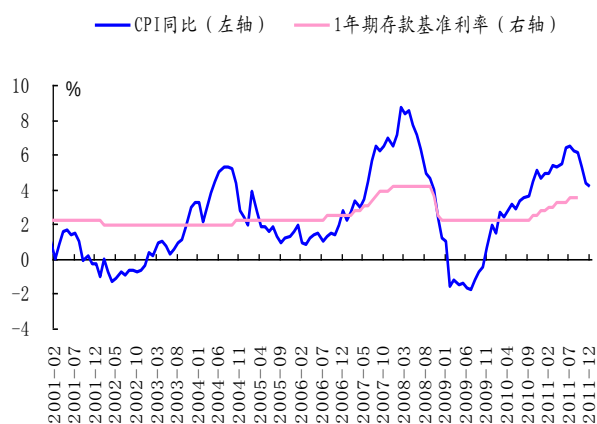
资料来源： EDB、中投证券研究所

图 27：预计 2012 年我国财政赤字率将有所上升



资料来源：CEIC、国家统计局 中投证券研究所

图 28：明年上半年 CPI 预计 4% 上下，降息可能性小

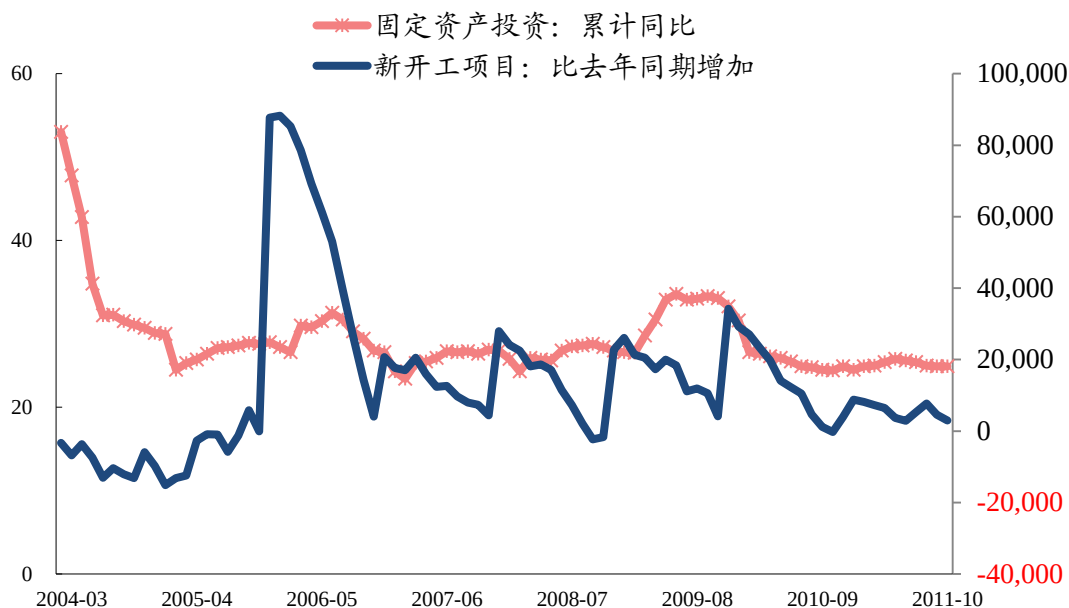


资料来源：CEIC 国家统计局 中投证券研究所

4.2 债务问题、外部需求泡沫与 2012 我国经济运行

金融危机前，我国高投资向高出口的转换由于欧美等主要经济体举债消费模式下的需求泡沫为投资的过剩产能提供外部市场得以持续。2008 年的金融危机使得之一基础发生改变，危机后投资成为我国经济的主导驱动因素，投资率的上升在这三年间发展到极致。相应的，2010 年开始，欧美的主权债务危机以及财政赤字削减计划使得外部需求基础改变更为深化，财政支出空间压缩，结构调整乏力导致私人部门需求不能完全接替公共需求，这导致未来我国出口承压，进而“高投资-高出口”的转化链条断裂，在我国投资率发展到极致、地方债务问题制约的背景下，出口增速下降导致投资增速下滑是一个必然趋势。

图 29：从 2010 年开始的新开工项目数减少预示投资增速下降

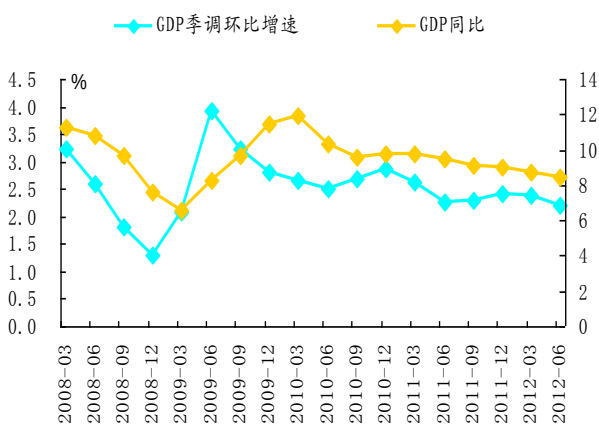


资料来源：Wind，中投证券研究所

因此，我们预计“十二五”期间整个经济运行中枢在调结构的主动减速过程中也将被动下降，出口和投资对经济的贡献率降低，消费对内需的拉动作用必须增强，这就要求财富转移机制的切断，相应地就是通过结构性减税降低私人部门的显性宏观税负，并尽力控制房地产泡沫、通货膨胀这两大隐形抽税机制。

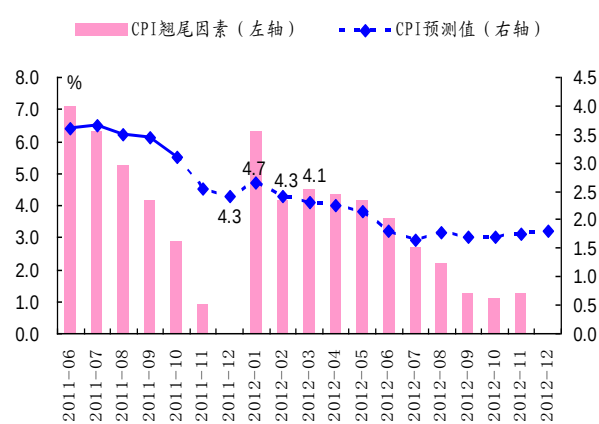
2008-2011 年三年间，我国投资的高速增长得益于以信贷为主要载体的资金输送以及房地产泡沫下的供地融资和通货膨胀下的税负高增长，2012 年、2013 年地方债务进入集中偿付期，地方政府债务扩张空间受限导致投资增速下滑将逐步体现，这叠加了房地产调控带来的投资增速下滑。我们预计，2012 年我国经济将呈现“前低后高”的走势，经济在明年前三季度将逐季回落，四季度见底回升可能性较大，各季度同比增速分别在 8.5%、8.3%、8%与 8.6%。

图 30: 2012 前三季度 GDP 逐季回落



资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

图 31: 2012 年 CPI 水平将出现明显回落



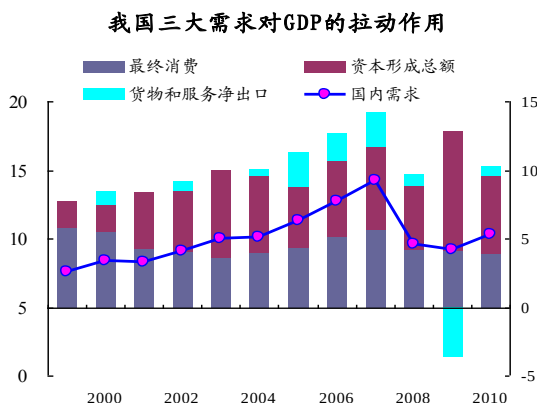
资料来源: CEIC 国家统计局 中投证券研究所

4.3 结构性减税、隐形抽税机制替代与居民消费增长

从需求侧来考虑,我国经济增长路径短期靠投资,中长期看核心实施一以分配调整促进增长以及自主创新上的产业结构升级。2012、2013 年,地方债务问题的凸显迫使我国经济的经济增长路径从短期向中长期增长转换的步伐加快,2012 年将主要是通过结构性减税开始分配调整,以此促进增长动力从投资向消费的转换和过度。

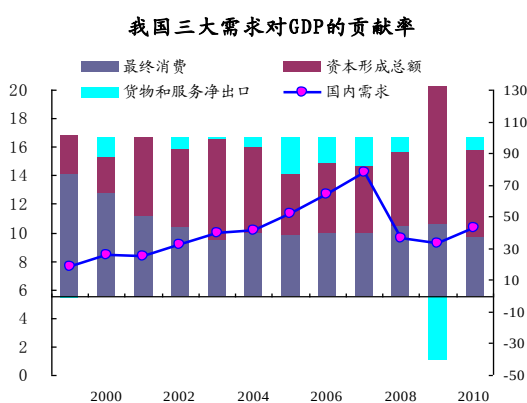
近十年,我国消费增速整体呈现逐步抬升态势,2008 年后,随着政策刺激效应的消退,消费增速有明显趋缓迹象,我国消费增长的内生动力仍不足,表现出显著的“政策刺激”依赖性。

图 32: 2010 年最终消费对 GDP 的拉动下降



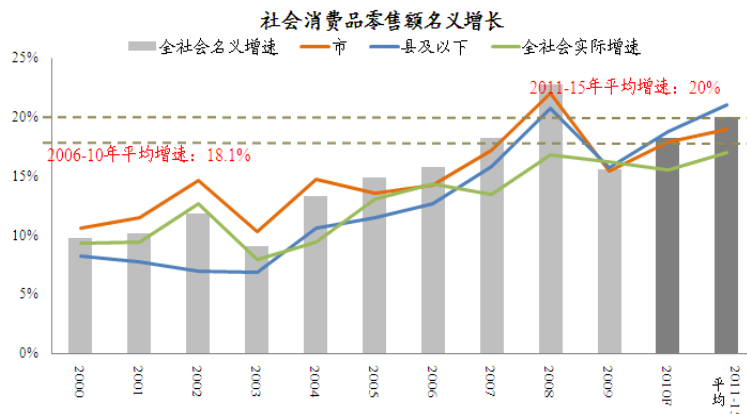
资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 33: 2010 年最终消费对 GDP 的贡献率降低



资料来源: CEIC、中投证券研究所

图 34: 未来五年我国消费品市场规模比“十一五”期末翻番



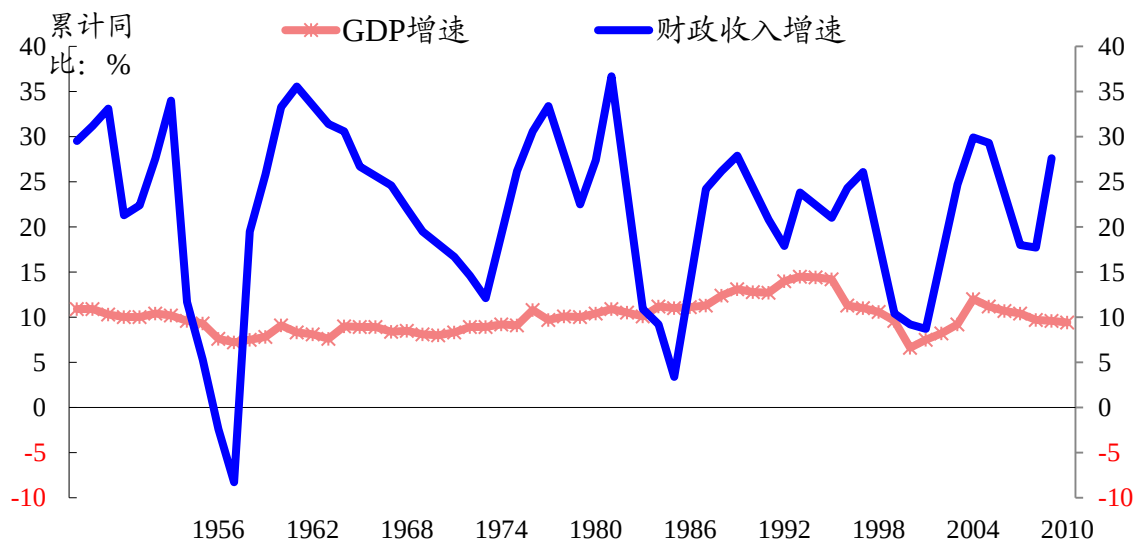
资料来源：CEIC，中投证券研究所

1. 以税制改革为切入点促进增长中的分配调整

居民消费的增长根本上取决于收入水平和购买力的提高。收入是消费的最强约束，这可以用如下消费函数阐释： $C=f(\text{当期收入}, \text{远期收入}, \text{其他})$ ，居民的收入增长以及收入增长预期是消费增长的触发点和基础。

我国财富分配向政府与企业倾斜的问题较为严重，劳动报酬在初次分配中的比重偏低。普通劳动者收入偏低，增长偏慢，抑制了中低收入者的消费意愿，导致消费不足、供需失调。

图 34: 我国财政收入增速一直以来均高于 GDP 增长



资料来源：CEIC，中投证券研究所

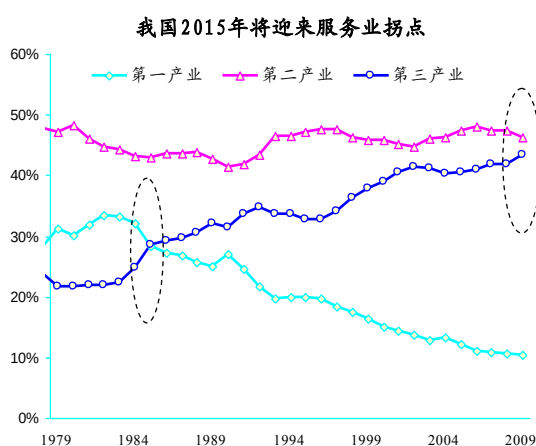
2004 年我国提出收入分配改革，至今政府已出台涉及提高劳动报酬、提高居民财产性收入、降低个人所得税、降低社保缴款和提高社会补助等几方面的政策。2010 年温总理在政府工作报告中着重提出要改革收入分配制度，坚决扭转收入差距扩大的趋势。2011 年，我国收入分配改革实施的落脚点放在税制改革上，包括个人所得税起征点提高、营业税改增值税以提高间接税比重等。税制改革破冰收入分配结构调整，“十二五”期间我国收入分配改革一揽子方案将以税制改革为标志和序曲。

2011 年底，一系列结构性减税的财税政策出台，从更深层次的政策含义来看，我国“提高直接税比重、间接税实行统一增值税、逐步推行消费型增值税”的税制改革路线凸显，以税制改革为切入点推进收入分配改革，促进内需、特别是消费需求的的政策思路日渐清晰。

（1）提高直接税比重，降低中低收入阶层税收负担

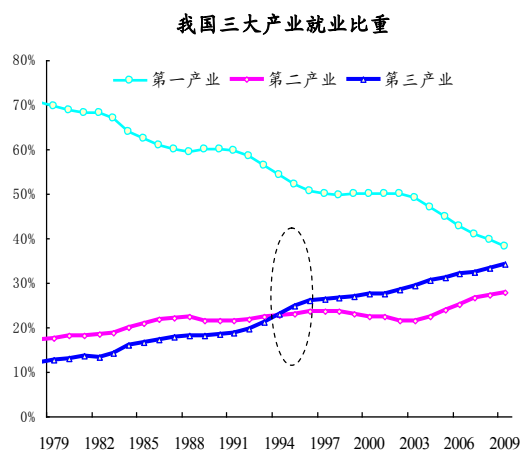
我国税收收入中，增值税、消费税、营业税、关税等间接税大约占 70%。间接税具有累退性，即纳税人的税负随着收入增加变小，导致大部分税收由中低收入者承担，因此，提高直接税比例将逐步调节我国中低收入阶层税收负担。结合我国 9 月 1 日开始实行的个人所得税起征点上调，以税制改革破冰收入分配结构调整日益明晰。

图 35：我国 2015 年将迎来服务业的拐点



资料来源：CEIC、中投证券研究所

图 36：我国第三产业就业比重已超过第二产业



资料来源：CEIC、中投证券研究所

（2）深化增值税制度改革，以服务业发展拉动就业

服务业具有较高的就业弹性系数，第三产业就业占比在 95 年前后就已经超过第二产业，发展以服务业为代表的第三产业是以就业带动居民收入提高进而促进消费增长的产业基础。未来五年，我国服务业的 GDP 占比将持续提高，预计 2015 年将首次超过工业。

营业税改增值税试点扩围将逐步改善重复征税、税收负担过重，税负向消费者转嫁等问题，促进服务业的发展。目前，《关于在上海部分服务业试点征收增值税的办法》已经由财政部完成草案，有望在年底前出台。我们

预计服务行业的增值税试点将很快向全国推开。由于服务业具有较高的就业弹性，我国通过税制改革促进服务业的发展的重要政策思路就是以此拉动就业，促进我国城乡居民收入的增长

2. 2012 年消费培育和扶持政策的主要着眼点是改善商贸流通环境

2012 年如果经济下滑明显，大规模投资与基础设施建设的空间和可能性都不大，投资的主要领域是以保障房为代表的民生建设、新兴产业、服务业、以及中西部基础设施。居民消费培育和扶持的刺激政策主要着眼点还是以增值税、消费税调整为重点，改善商贸流通环境。

这主要包括建立和完善现代流通网络，加强市场流通体系的建设，降低流通环节的交易费用和成本等。2011 年，我国将推进增值税的改革和营造良好消费环境结合起来，将增值税的调整作为降低流通环节费用和成本的重要手段，2012 年我国增值税改革试点将加快推开，并结合消费税调整进一步促进商贸流通环境改善。

消费型增值税从全社会的角度来看，增值税相当于只对消费品征税，其税基总值与全部消费品总值一致，增值税的税率调整将降低流通环节的成本，降低消费者的税收负担和消费成本，从而为我国居民的消费增长营造良好的市场流通环境。在消费型增值税的试点逐步推开后，通过增值税的税率调整将是改革的一个可能方向。

消费税调整促进高端消费增长。消费税是具有合理引导消费和间接调节收入分配功能的一个税种。我国消费税从 1994 年开始征收，2006 年进行过一次大规模调整。随着我国居民消费结构和消费水平的变化，实施新一轮消费税调整势在必行。

消费税调整是我国通过税制改革营造良好消费环境的重要思路。对消费品的消费税率进行调整，这是我国消费税改革的一个组成部分，消费税的调整将降低消费者消费成本，扩大消费需求，进口消费税调整有望明年先行。

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

研究团队简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖我国宏观经济和西方经济研究

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, 擅长政策的分析和把握

免责条款

本报告由我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。

中国中投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