

证券研究报告

2012 财政政策“积极”程度分析（续）

钟伟

平安证券首席经济学家

北京师范大学金融研究中心主任

中国社科院金融中心研究员

金融 40 人论坛核心成员

我们通过对财政预决算赤字、新增财政收入以及国库现金余额的考察，发现次贷危机以来，仅就财政论财政，财政政策总体保持中性并略显积极，但积极的力度正在不断弱化，财政政策并未大起大落。上述结论和2008年第四季度以来宏观经济的跌宕起伏大相径庭，因此，局限于就财政论财政，不能充分反映宏观调控和结构转型的力度。

在实践中要对财政政策的姿态作出判断，需要考虑其他更多的因素。我们列举两个显而易见的事实，一是财政赤字的货币化，二是财政赤字的隐性化。当然也还存在财政补贴的企业化，以及财政政策日益严重的挤出效应。我们发现，跳出财政论财政，作为次贷危机应急期的扩张性财政政策，已在加速退出，财政政策和货币政策、中央财政和地方财政之间的政策协调变得更为困难，财政政策也尚未担当结构调整的主要工具。总体看，2012年的财政政策将呈中性偏紧。

财政政策对资本市场的影响也在持续弱化，这体现在缺乏明显的产业政策和行业轮动，国内和国际市场之间，国内不同产业之间，回归到有估值优势和稳定财务回报预期的价值蓝筹阶段。

■ 财政赤字的货币化：银行信贷的政策性扩张和收缩，结果显示总量政策被作为结构政策误用，弊多利少。

通常来说，财政赤字的货币化是指央行通过发行钞票以直接购买国债等方式为财政赤字融资，比如美国的量化宽松政策，以及欧洲中央银行为解决欧债危机迟早要采取的宽松政策。尽管中国的《预算法》规定央行不能向财政直接透支，但如果一国的商业金融机构直接执行政策性指令，以其信贷扩张和融资扩张直接取代财政赤字或者政策性银行的扩张，这就是财政赤字的货币化，并且这种货币化比央行直接向财政透支更糟糕。第一，财政政策的货币化，意味着货币政策独立性的进一步弱化，对经济金融的长期稳健构成挑战；第二，财政政策的货币化，意味着结构调整的迟缓，货币和信贷政策本质上均无法取代财政政策“调结构”的功能；第三，财政政策的货币化，可能导致公共财政体制改革动力的弱化，以及政策性金融机构的边缘化。

财政赤字的货币化在中国并不鲜见。1997年东亚危机之后，中国实施积极财政政策，部分表现为财政赤字，部分表现为银行不良资产，此后5年才获得化解银行体系不良资产的良机。2003年底国有银行通过外汇注资实施股改上市，在相当程度上也属于财政赤字的货币化。2008年次贷危机以来的积极财政政策，最突出的特点是，“积极”姿态并不直接表现为财政赤字规模的放大，而是表现为银行信贷的急剧扩张，我们可以从4万亿经济刺激计划中的财政出资比例，以及随后的近10万亿信贷扩张中看出这一点。或者说，次贷危机之后，如果加总通过货币化渠道的赤字，我们才能更真实地看到财政政策空前的积极程度，次贷危机后的两年，考虑货币化的财政赤字，宏观调控姿态是非常积极的，而此后的紧缩力度也较之财政政策所传达的紧缩力度更激烈。

我们试图估算近三年来信贷扩张中财政的赤字化规模。估算的方法是，首先假定为满足正常的经济增长需要新增多少信贷，然后看实际的新增信贷超出多少，这超出的部分可大致认为是财政赤字货币化的规模。估算方法有两种，一种假设货币政策是相机抉择的，信贷增速 = GDP增速 + GDP平减指数；另一

种假设货币政策是简单规则的，信贷增速依据经济增长和通货膨胀的长期趋势线稳定增长。基于保守的想法，我们使用简单货币政策，假定在经济高速增长期，为满足正常经济增长需要信贷增速为15%（2001-2008年，信贷年均增速为15%），可以看出，2009年常态需要新增信贷4.6万亿，实际新增信贷9.6万亿，当年财政赤字货币化的规模约为5万亿，2010、2011年财政赤字货币规模分别为1.96万亿、0.29万亿（参见表1）。结合2012年货币政策的基本姿态，略高于8%的GDP增速和3%-4%之间的CPI，决定了2012年新增信贷大约略高于8万亿元，财政赤字的货币化力度持续收缩。

表1 财政赤字货币化规模的估算（单位：万亿）

	贷款余额	新增贷款	按 15% 增速计算的新增贷款	财政赤字货币化规模
2009	39.97	9.63	4.55	5.08
2010	47.92	7.95	6.00	1.96
2011	54.79	7.48	7.19	0.29
合计		24.37	15.80	7.33

资料来源：Wind，平安证券研究所

简单的结论是：次贷危机以来，起伏较大的货币政策。很大程度上被作为起伏不大的财政政策的替代品使用，但作为总量政策的货币政策，和作为结构政策的财政政策，彼此不能完全替代。这在短期导致增长和通胀的波动，在中期导致结构调整的迟缓，在长期导致经济金融系统性风险的上升。

■ **财政赤字的隐性化：地方政府债务压力不断扩张和恶化，结果显示考虑财政隐性债务，财政政策2010年之前大起，2011年明显滑落。财政赤字的货币化和隐性化有一定程度的交叉重叠。**

财政赤字的货币化，反映了中央部委之间政策协调和搭配的难度，而财政赤字的隐性化，则反映了中央和地方、基层政府之间财力和事权分配的困境。地方政府债务总量随刺激政策而急剧放大，却无法随紧缩政策而温和收敛的不对称性，使经济下行和宏观紧缩期间，地方财政压力尤其严峻，并逐渐成为无法回避的问题。

理论上，按照1994年的《预算法》第28条规定：地方各级预算按照量入为出、收支平衡的原则编制，不列赤字。事实上，地方政府的财政赤字或者盈余客观存在。从总体来看，地方政府的债务余额自1997年以来一直保持高速增长，年均增速在20%以上，尤其是亚洲金融危机后的1998年、以及次贷危机后的2009年，债务扩张的速度分别达到48.2%、61.92%（参见图1），但从2010年开始地方政府债务扩张的急速下滑。2009、2010年地方政府债务余额分别为9万亿、10.7万亿，新增债务分别为3.5万亿、1.7万亿，占GDP的比重分别为10.3%、4.2%，这一数字远远大于显性化的财政预算或决算赤字率。

从上世纪80年代开始，地方债务问题主要隐性化为信托机构的融资和债务问题。90年代开始，地方政府进行了投融资体制创新，相继建立了一些隶属于地方政府的投融资平台。将原属于财政拨款的项目拿到银行去贷款融资，以缓解资金不足的问题，但1998年之后，和房地产相关的土地出让及相关税费，很大程度上成为财政赤字隐性化的主要方式。2008年11月实施积极财政政策以后，地方政府通过投融资平台进行融资步伐明显加速。2009年，地方融资平台贷款从4.33万亿迅速扩张到7.38万亿，增速超过70%（参见图2）。同样的，2010年，增速急速下滑。由于2011年有2万多亿元贷款到期，而新增贷款不多，再考虑一些贷款展期，估计2011年年末平台贷款余额同比略微增长。2009、2010年，地方融资平台新增贷款分别为3.05万亿、1.09万亿，占GDP的比重分别为8.9%、2.7%。

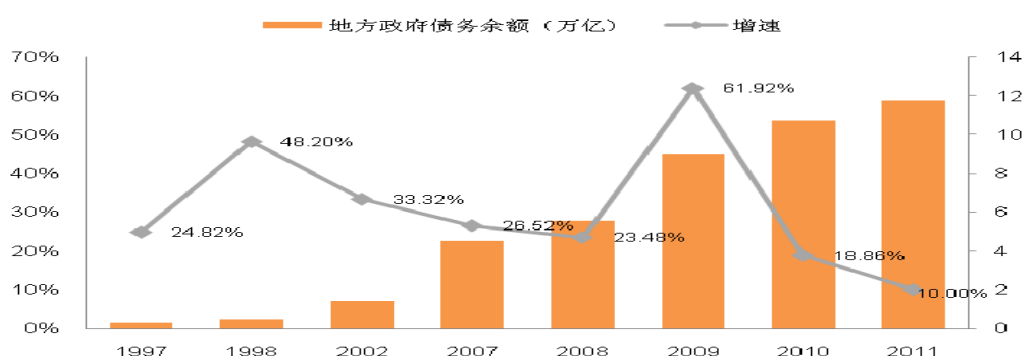
地方举债，尤其是通过地方融资平台举债大多依赖土地、基础设施、甚至地方政府的非经营性资产为抵

押物，土地出让收益是地方政府的主要新增财力之一。图3显示，2009、2010年，全国土地出让成交总价款分别为1.59、2.7万亿，增速分别为63.4%、70.3%。2011年，由于房地产市场的急剧调整，土地出让收益增速大降。

简单的结论是：如果考虑财政赤字的隐性化，从地方政府债务余额、地方融资平台贷款、土地出让金这三个指标来看，2009、2010年的财政政策的姿态相当积极，财政支出急剧扩张，而2011年则迅速萎缩。

需要指出的是，财政赤字的货币化与财政赤字的隐性化，这两者之间是存在重叠的。根据我们前面的估算，2009、2010年两年，财政赤字的货币化规模大致为7.7万亿，而这两年地方债务余额增加5.2万亿，地方融资平台贷款增加4.1万亿，因此财政赤字的货币化与隐性化两者的重叠部分规模较大，但是我们没有能力去甄别财政赤字货币化和隐性化的边界。结合2012年地方财政收支的基本趋势，假定中央政府可接受的GDP增长底线在7.5%左右，假定仍然只有极少量的省级政府2012年界定的增长目标在个位数，假定房地产调控延续和市政债发行规模有限扩张，那么地方财政赤字的规模仍将加速恶化。

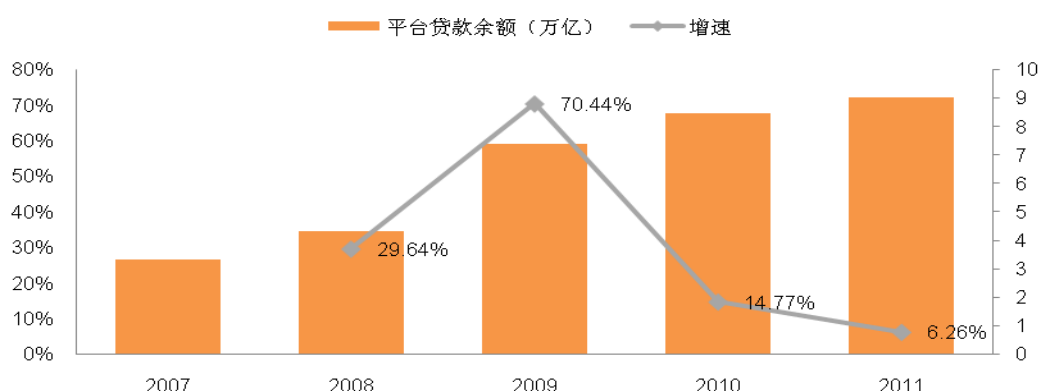
图1 地方政府债务余额及其增速



资料来源：国家审计署，平安证券研究所

说明：1997-2009年债务余额数据根据国家审计署披露的2010年数据以及往年增长数据倒推；2011年为估计数，假定增长10%；2002年增长率为1998年至2002年年均增长率，2007年增长率为2002年至2007年年均增长率。

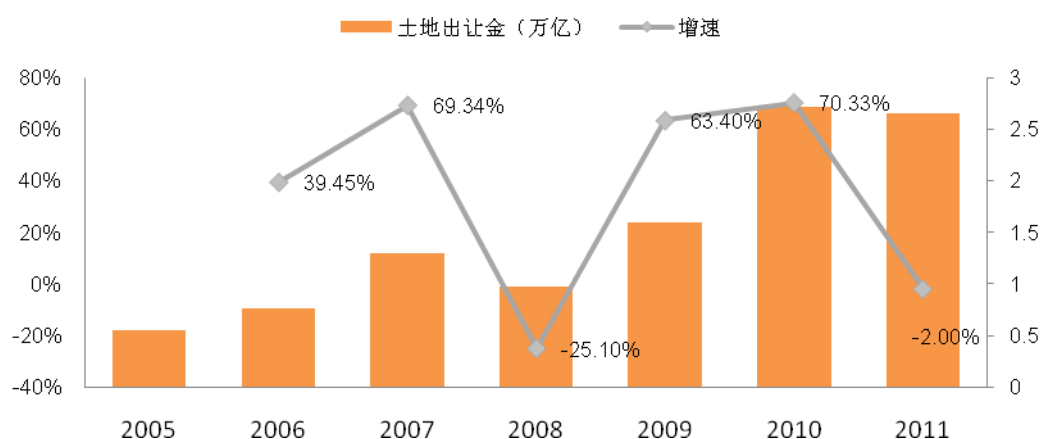
图2 地方融资平台贷款余额



资料来源：公开资料，平安证券研究所

说明：2011年为估计数。

图3 全国土地出让金



资料来源：CEIC，平安证券研究所

说明：2011 年为估计数。

■ 财政补贴的企业化和财政政策的挤出效应也值得关注，对财政政策的姿态和绩效难以评估。

通过上述分析，我们看出，仅就财政轮财政，次贷危机前后，财政政策的基本姿态是中性偏扩张，但扩张力度在弱化。如果考虑财政赤字的货币化、隐性化，那么财政政策的波动性很大，导致增长和通胀也同步大幅波动，结构调整的成效则尚不显著。此外，财政政策在次贷危机后，还呈现了另外两个特点，一是财政补贴的企业化，二是财政政策的挤出效应逐渐显露。

所谓财政补贴的企业化，是指相对于补贴终端消费者和中低收入阶层，投入生产和流通环节的财政补贴增长较快。次贷危机后，积极财政政策令人关注的特色，是包括出口退税补贴、新能源补贴、汽车家电补贴、菜篮子补贴、农村义务教育补贴等等，这些财政补贴的大部分，被补贴到了相关企业和地区，补贴给了生产和流通环节，对最终消费环节和中低收入群体的直接补贴效果明显弱化。其真实的积极意义因此打很大的折扣。上述诸项补贴，可能都不如在通胀预期上升时，恢复保值贴补措施，对居民储蓄予以保值补贴的力度更大更清晰有效。我们可以清晰地看到，受到可支配收入增长的制约，扣除CPI之后的居民实际消费增长，在次贷危机前后波动不大。

所谓所政政策的挤出效应，体现在公共部门对私人部门的挤出，国有垄断部门对非垄断部门和民营部门的挤出，体现在中央对地方的挤出，政府和企业投资对居民消费的挤出等诸多方面，限于篇幅，我们不再展开。改革开放初期的“政府搭台，企业唱戏”似乎有向“企业搭台，政府唱戏”演化的征兆。可以肯定的是，一个财权和事权分配有利于己的中央政府，其改革自身的动力和压力总是相对较小和更缺乏长期目标。

结合三种衡量财政政策姿态的计算结果，并考虑财政赤字货币化和隐性化两大修正因素，我们对过去三年财政政策姿态的总体结论是：2009和2010年度，财政政策比我们想象得更积极，而在2011年度，尽管政府仍然是宣示性的积极财政政策，但事实上是中性偏紧的，而且其紧缩力度比我们想象的要大得多。由于在中期内未见财政政策和货币政策的有效搭配，中央和地方政府的分税制框架不会有明显转折，对房地产持续、高强度度的调控下，未见有何新兴产业可贴补其增长贡献缺口，财政政策紧缩的时间及其后果难以预料。

■ 展望 2012 年的财政政策：整体中性偏紧，结构失衡加剧。

2011年12月份中央经济工作会议对2012年财政政策的定调是继续实施积极的财政政策。我们认为，2012年的财政政策整体可能是中性的，结构上失衡可能加剧。

自2011年开始，应对次贷危机时期的非常积极的财政政策已经开始退出，我们预计2012年会进一步退出，主要表现为：财政赤字以及赤字率相对于2011年进一步下降，难以观察到明显的减税措施；地方债务增速低于20%；地方融资平台贷款增速个位数甚至负增长；财政政策尚难以政策性金融机构或贴息政策为主渠道，取得明显的结构调整效果。

结合资本市场的走势，我们倾向于认为，2012年财政政策对资本市场的影响相对较弱，更严厉的财政紧缩余地已经非常小。没有鲜明的产业政策也没有明显的行业轮动。货币和信贷政策、资本市场的监管放松，以及针对中国的资本流动状况，可能对市场的影响更显著。在宏观调控延续和估值修复充分的大背景下，资本市场已经经历了充分调整，但调整的时间和幅度有可能比预期更长、更大。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257
