

宏观经济报告

中国经济

2009 年宏观经济年度报告

2008 年 12 月 8 日

宏观策略报告

本报告的独到之处

- 全面比较了当前经济形势与历次世界危机
- 深度研究了积极财政政策的历史与国际经验
- 数量测算了减税和增支对经济和行业的影响

相关研究报告

成本传导能力与行业景气

08/09/13

能源价格波动、通货膨胀与行业景气

08/07/29

通货膨胀对行业景气的影响

08/06/06

宏观经济分析师：任泽平

2 年证券从业经验。清华大学数量经济学博士后，中国人民大学国民经济学博士，中国投入产出学会副秘书长、理事
 电话：010-82254206
 E-mail:renzp@guosen.com.cn

宏观研究组：

杨建龙 任泽平 林松立
 西 鹏 邢 波

固定收益研究组：

皮 敏 张 旭

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

积极财策助力中国再渡难关

● 本轮经济调整幅度将比 98-01 年那次更惨烈，但调整和恢复的时间也会更快

相对于 93-01 年的长周期调整，本轮经济调整将是一次中周期调整，从外部对内部冲击这一因素看，本轮调整更似上轮调整的后半段即 98-01 年，98 年是我们的出口对手倒下了，08 年是我们的出口对象倒下了，目前国内经济比 98 年好，国外环境比 98 年差，因此本次调整将上轮调整更惨烈，但是调整和恢复的时间也会更快。

● 未来 10 年中国仍能保持高速增长

相对于 92 年的日本，我国仍具后发优势，产业升级步伐加快，成功概率也大，重大技术创新风险也不存在，美国 1929 年的经济危机后扩张性财政政策成功提振美国经济，百年后这一手法将助力中国成功转型。

● 2009 年国家将减税 3 千亿、发债 6 千亿，全年 GDP 增长 8.8%

从宏观税负来看，我国当前具备一定的减税空间，预计政府明年可能减税 3000-5000 亿元。从债务规模来看，当前具备较大的发债空间，预计明年可能新增发行中长期建设国债 6000 亿元，未来 2 年新增国债发行合计将超过万亿。货币政策：预计还有 54 基点降息空间，存款准备金率至少 4 个点下调空间。增支和减税效应合计，2009 年综合拉动 GDP 增长 2.8 个百分点。假设 2009 年 GDP 增长的惯性下滑为 6%，考虑积极财政政策因素，2009 年 GDP 增速预计为 8.8%。

表：扩张性财政政策及其效果（具体效果需待政府公布更详细的投资分配计划）

政策手段	力度(万亿)	拉动 GDP 金额 (万亿)	拉动 GDP 增长 (百分点)
减税	0.3	0.15	0.5
增支	2	3.27	2.3
合计	2.3	3.42	2.8

● 行业上应围绕基建，关注先导，但应避免投资幻觉和 GDP 幻觉

增值税转型受益的行业主要是资本密集度高、资本流转快的行业，但是减税的影响大大小于增支。

积极财策只能缓解不能改变趋势，因此要避免“投资幻觉”和“GDP 幻觉”，2009 年宏观经济和大部分行业景气整体继续向下。唯基建主题值得重点关注，基建投资拉动效果（具体测算见正文）明显的主要是建筑、建材、钢铁、能源和采掘行业。这些行业的业绩压力会得到缓解。09 年底~10 年初关注地产和汽车两大先导行业是否启动。

内容目录

第一部分 积极财政政策实施的背景：内忧外患不改英雄本色	2
一、积极财政政策启航：世界的危机&中国的机遇	4
1、与 98 年东南亚金融危机相比：惨烈的调整，较快的恢复	4
2、与日本 90 年代相比：中国只相当于日本 70-80 年代，路还远	5
3、与美国 29 大萧条相比：积极财策重振美国经济，百年后助力中国	8
二、前事不忘，后事之师：历史借鉴与国际经验	10
1、扩张性政策是经济下滑的承重墙？降落伞？止痛药？	10
2、扩张政策渡中国 98 难关	11
3、它山之石：美国、日本、香港扩张政策的经验	13
第二部分 09 年积极财策展望：减税 3 千亿，发债 6 千亿，GDP 增长 8.8%	14
一、政策空间有多大：7 千亿减税空间，1 万亿发债空间	15
二、政策力度有多大：3 千亿减税，4 万亿投资启动	17
三、政策效果有多大：支撑 GDP 增长 8.8%	19
第三部分 行业影响：围绕基建，关注先导	21
一、增值税转型：资本密集度高的行业受益	21
二、财政投资：紧紧围绕基建，关注先导行业筑底	22
结论	24

图表目录

图 1: 1993-2001 年和 2008 年经济冲击的比较.....	5
图 2: 日本 1951-2007 年经济增速.....	6
表 1: 中日政府公共投资乘数比较.....	6
表 2: 中日产业结构比较.....	7
图 3: 日本 1990 年产业结构.....	7
图 4: 中国 2005 年产业结构.....	7
图 5: 中日人均工资对比.....	8
图 6: 中日人均 GDP 对比.....	8
图 7: 大萧条期间的实际 GDP 变化 1927~1940.....	9
图 8: 大萧条期间的失业率 1929~1940.....	9
图 9: 大萧条期间私人部门的投资变动 1929~1940.....	9
图 10: 大萧条期间的 M1 1929~1940.....	9
表 3: 大萧条对美国的影响.....	9
表 4: 大萧条对人民生活的影响 (in billions of US dollars).....	9
表 5: 扩张性政策列表.....	11
表 6: 积极财政政策手段及其作用机理.....	11
图 11: 1998-2009 年我国宏观调控政策演变.....	12
表 7: 1998-2004 年积极财政政策回顾.....	12
图 12: 1997-2004 年投资与消费变化.....	13
图 13: 1997-2004 年进出口变化.....	13
图 14: 1929-2007 美国经济增长与财政政策演变.....	14
表 8: 我国减税和发债空间测算.....	16
图 15: 存贷款利率.....	17
图 16: 存款准备金率.....	17
表 9: 2009 年各类投资计划项目、额度及受益行业.....	18
表 10: 八大部委办局举措一览表.....	18
图 17: 各地方政府举措一览图.....	19
图 18: 1979-2007 年我国投资乘数和税收乘数.....	20
图 19: 1979-2007 年我国居民边际消费倾向和平均消费倾向.....	20
表 11: 扩张性财政政策及其效果 (具体效果需待政府公布更详细的投资分配计划) ...	20
表 12: 各行业资本密集度.....	21
图 20: 国民经济各行业投资乘数.....	22
表 14: 2009 年 2 万亿投资的拉动金额与拉动效果.....	23

第一部分 积极财政政策实施的背景：内忧外患 不改英雄本色

2009 年中国宏观经济的主题：“通货紧缩、次贷余波和扩张政策”。通货紧缩和次贷余波是我们明年面对的内外压力，扩张政策则是我们的应对之策。

明年通货紧缩的典型特征将是需求紧缩和产品价格回落，并伴随库存增加、企业盈利下滑、失业率上升等。

明年次贷余波的影响意味着全球金融危机将进一步向实体经济传导和扩散，主要发达经济体可能面临较长时期的调整。

内外交困之下，我国扩张性宏观调控政策的手段、力度和效果将成为未来几年最为关键的问题。

一、积极财政政策启航：世界的危机&中国的机遇

目前，无论国际还是国内，无论主流经济学界还是证券市场，通常把当前全球所面临的危机称为百年一遇，认为包括我国在内的全球经济将面临长期衰退，并与 1997 年东南亚金融危机、1992 年日本经济危机甚至美国 1929 年大萧条相比。

历史不会简单重演，下面我们将用数据和事实来说明我国当前所面临的困难与上述三大危机的异同。

1、与 98 年东南亚金融危机相比：惨烈的调整，较快的恢复

- 98 年是我们的出口对手倒下了，08 年是我们的出口对象倒下了
- 现在国内环境比 98 年好，国外环境比 98 年差
- 本次调整将比上一轮调整要惨烈，但是调整和恢复的时间也会更快

1992 年邓小平同志南巡以后，引发中国新一轮投资热潮，1993 年 GDP 增长达到 14%，固定资产投资，同时通胀也出现高涨 CPI 同比增长 14.7%，PPI 同比增长 27%，经济出现过热。

1993-1997 年中国经济内部进行调整，经济增长由 14% 调整到 9.3%，经济成功实现软着陆，同时经济出现通缩迹象，CPI 同比增长 2.8%，PPI 负增长 0.3%。

1997 年我国经济自身调整已经比较充分，这时再叠加上东南亚金融危机的外部冲击，因此延长了我国经济调整的时间。一直到 2001 年我国在内外需带动下，经济走出低估重新抬头。

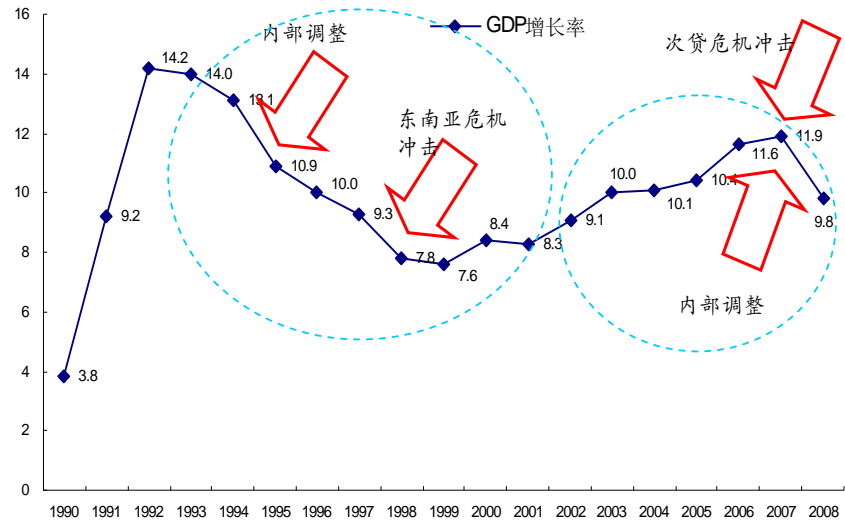
因此，1993-1997 年的 5 年调整期为我国自身调整阶段，1998-2001 年的 4 年调整期为我国受外部冲击的延长调整阶段，两个阶段合计，我国经济上一轮调整了 9 年之久。

如果说 1993-2001 年我国经济调整为内外压力先后作用的结果，2007 年开始的这次调整则为内外部压力同时作用的结果（次贷危机 2007 年 5 月份显现，我国实体经济 2007 年 10 月份开始向下），这也就决定了本次调整将比上一轮调整要惨烈得多，无论是宏观还是微观，但是调整和恢复的时间也会快于上一轮。

形势对比：现在国内环境比 98 年好，国外环境比 98 年差。98 年是我们的

出口对手倒下了，98年后中国国际地位大大提高。现在是我们的出口对象倒下了，因此我们当前面临的外部环境更严峻，但如果中国能够再次成功渡过难关，中国的世界地位将大大上升，下一轮高增长周期值得期待。

图 1: 1993-2001 年和 2008 年经济冲击的比较



资料来源：国家统计局 国信证券经济研究所

2、与日本 90 年代相比：中国只相当于日本 70-80 年代，路还远

- 导致日本陷入衰退的政府投资拉动能力减弱、产业升级乏力、后发优势消失、重大技术创新风险等因素尚未成为中国主要问题。
- 未来 10 年中国仍能保持高增长。

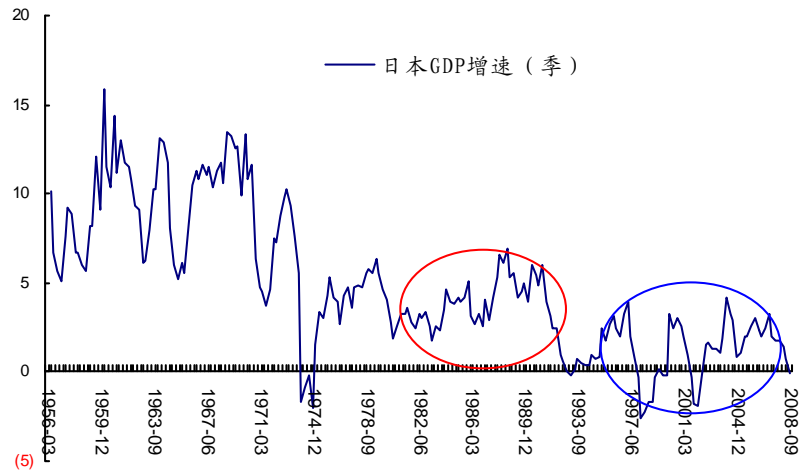
第一，从政府投资对经济增长的带动效果来看，2000-2007 年中国公共投资乘数^①与日本 1970-1980 年的相同，在 1.5 附近，政府公共投资对经济增长的带动效应仍然很强，而且日本在 1980-1990 年经济仍然保持了强劲的增长。

值得注意的是，日本在 1990 年经济危机爆发（房地产泡沫破裂）前后投资乘数已经下降到 1 附近，说明日本在危机爆发前后居民由于收入水平提高，尤其是收入预期下降和失业预期上升，出现了边际储蓄倾向大幅上升，边际消费倾向大幅下降的明显迹象，从而使得政府支出对社会支出的带动能力大大减弱。

因此，从中日投资乘数的比较来看，中国当前的政府投资对经济增长的带动效应仍然很强，而且未来 10 年仍能保持较好的带动效果，与 1990 年前后的日本不具可比性。

①关于中国公共投资乘数的测算详见本系列报告的第二部分

图 2: 日本 1951-2007 年经济增速



资料来源: 国家统计局 国信证券经济研究所

表 1: 中日政府公共投资乘数比较

年份	日本	中国
1951-1971	2.27	
1955-1965	1.75	
1966-1982	1.47	2.78
1983-1992	1.32	1.89
1993-1994	1.04	1.63
1995-1997	0.76	1.90
1998-1999	0.54	2.16
2000-2007		1.49

数据来源: 日本经济企划厅、中国统计年鉴

第二, 从产业结构高度化的角度, 根据我们建立的“中国中长期产业结构发展趋势预测模型”^①的结果显示, 中国 2005 的产业结构跟日本 1980 年前后的产业结构相似度最高, 也就是日本产业结构的高度化程度超过中国 25 年。

1990 年日本排在前列的行业主要是服务业和汽车机械类高端制造业, 而 2005 年中国采掘业和基础重化工制造业则占了很大比重。这说明 1990 年前后日本的产业结构呈现明显的“软化”和服务化特征, 日本 1990 年经济危机前后其产业结构高度化程度已经达到世界先进水平, 经济发展阶段处于后工业化水平。而相应地, 我国目前仍处于重化工中期的发展阶段, 第三产业占 GDP 的比重为 40%, 第二产业占 GDP 的比重为 49%, 因此我国的产业升级潜力仍很巨大, 与 1990 年的日本不可比。

^① 国信证券公司项目“中国中长期产业结构发展趋势预测模型”由杨建龙和任泽平主持, 林松立、李宁、西鹏、宋瑞礼、刑波等参与建设, 主要研究未来 20 年我国产业结构变迁和产业升级的趋势。

表 2: 中日产业结构比较

排序	日本 1990 年行业增加值比重 (%)	中国 2005 年行业增加值比重 (%)
1	房地产和商业服务	其他服务业
2	批发及零售贸易	农业
3	建筑业	批发和零售业
4	社区、社会及个人服务业	运输仓储业
5	生产者的政府服务	建筑业
6	运输仓储业	房地产业
7	金融保险业	金融保险业
8	食品、饮料、烟草	电力、热力的生产和供应业
9	饮食及酒店业	黑色金属冶炼及压延加工业
10	非电力机械	住宿和餐饮业
11	农业	石油和天然气开采业
12	电力、燃气及水	食品加工和食品制造业
13	造纸及纸制品业	其他化学原料及化学制品制造业
14	汽车制造业	纺织业
15	金属制品业	煤炭开采和洗选业

数据来源: 《日本 1990 年投入产出表》, 《中国 2005 年投入产出表》, 国信证券经济研究所。

图 3: 日本 1990 年产业结构

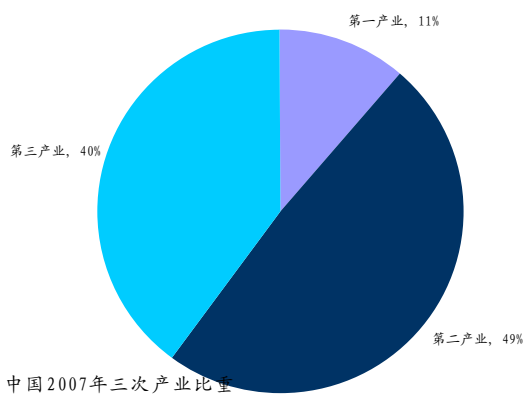
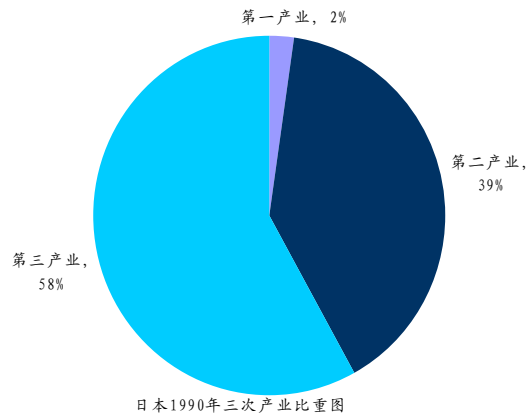


图 4: 中国 2005 年产业结构



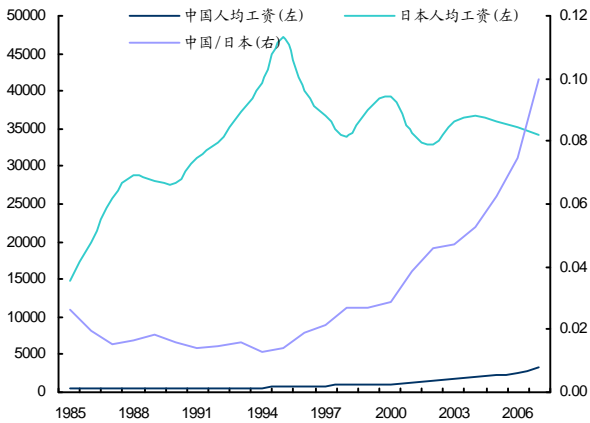
资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

第三, 从后发优势的角度, 日本 1992 年工资水平是我国 2007 年的 10 倍。日本 1992 年劳动力工资为 33260 美元/人.年, 中国 2007 年职工工资 3413 美元/人.年。

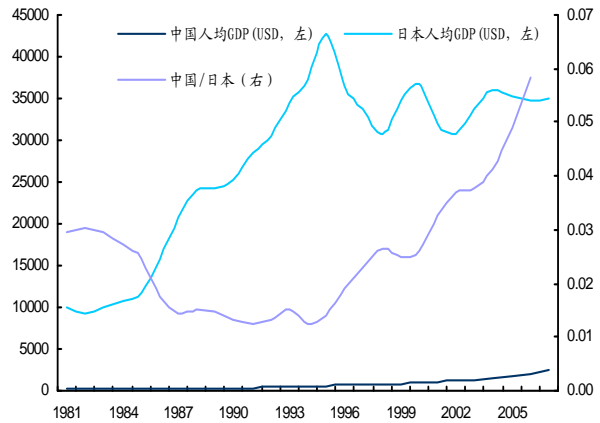
与美国相比, 2002 年制造业工人平均时薪: 美国 21.11 美元, 中国 0.64 美元, 美国是中国的 33 倍。

图 5：中日人均工资对比



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 6：中日人均 GDP 对比



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

最后，可能也是最重要的，日本 1992 年的经济危机与其自身的问题有很大关系。日本在 80 年代末追赶上英美发达国家以后，跻身富国俱乐部，面临产业升级的巨大压力，日本主攻的机器人、高清电视、精密仪器等技术与当时世界范围内以信息化为主导的技术革新和产业升级路径相背离，10 多年来日本一再错失了全球信息化浪潮的主声浪，日本经济陷入长达 16 年的迷失之路。

而中国当前经济发展阶段无论从产业结构、技术进步还是人均 GDP 水平，仍处于追赶阶段，如果能够充分利用后发优势，完全有可能避免技术革新和经济发展战略风险。

结论：无论从政府投资对经济增长的拉动能力、产业结构高度化程度、后发优势、重大技术创新风险等角度，当前中国面临的形势与 1990 年前后的日本显著不同，未来 10 年中国经济仍具备巨大的成长潜力。

3. 与美国 29 大萧条相比：积极财策重振美国经济，百年后助力中国

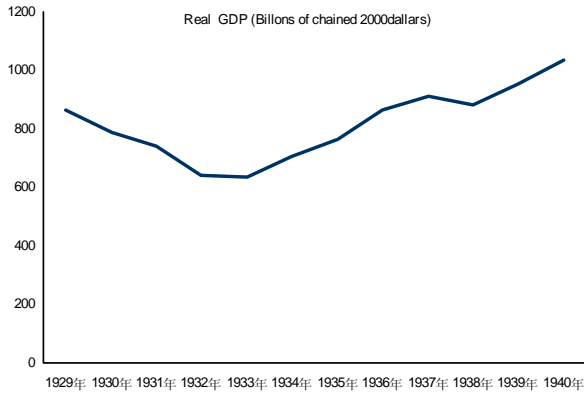
- 100 年前没有凯恩斯主义，没有积极财政政策
- 罗斯福新政重振美国经济，积极财政政策起源

1929 年之前主张自由的市场经济，政府对经济不予干预。

1929-1940 年美国大萧条时期回顾

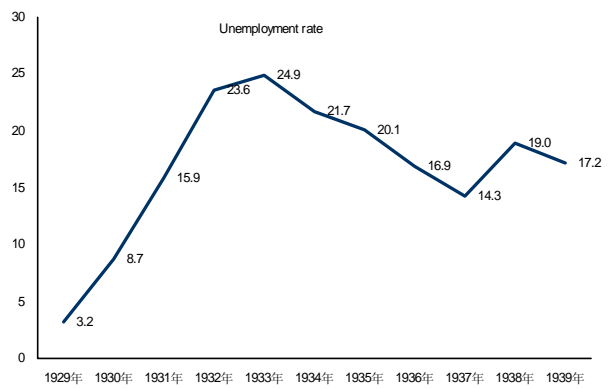
20 世纪 20 年代末期，美国爆发了史无前例的经济危机。1929 年至 1933 年美国实际 GDP 相比 1929 年下降了 29%。GNP 亦下降近 30%，失业率从 3% 上升到 25%，要知道二战后 1982 年的失业率也不过 11%。与此同时名义工资 1933 年相对于 1926 年下降了 20.6%。而道琼斯指数从 1929 年 8 月 380.33 跌至 1929 年 6 月的 42.84，跌去 88.7%。国民信心遭遇重创，私人部门的投资巨幅下降，1932 年私人部门的投资下降了 83.6%。可见大萧条重创经济，人民生活水平急剧降低。

图 7:大萧条期间的实际 GDP 变化 1927~1940



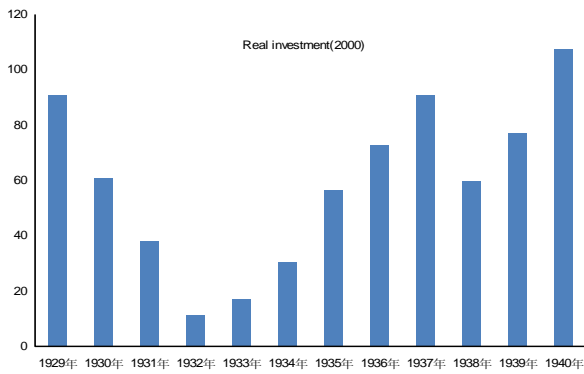
资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

图 8:大萧条期间的失业率 1929~1940



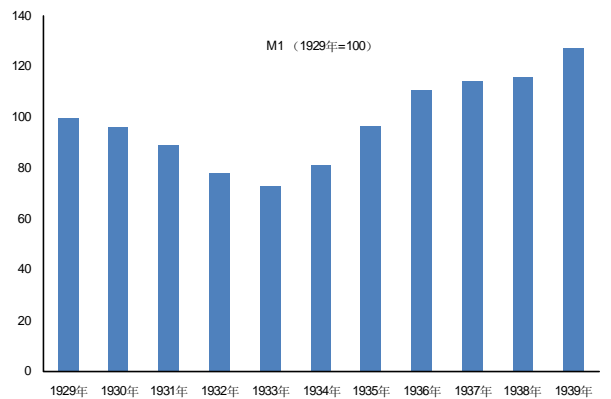
资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

图 9: 大萧条期间私人部门的投资变动 1929~1940



资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

图 10: 大萧条期间的 M1 1929~1940



资料来源:《宏观经济学》(多恩布什、费希尔),国信证券经济研究所

表 3: 大萧条对美国的影响

	1929	1933
Banks in operation	25,568	14,771
Prime interest rate	5.03%	0.63%
Volume of stocks sold (NYSE)	1.1 B	0.65 B
Privately earned income	\$45.5B	\$23.9B
Personal and corporate savings	\$15.3B	\$2.3B

数据来源: Historical Statistics of the United States, pp. 235, 263, 1001, and 1007.

表 4: 大萧条对人民生活的影响 (in billions of US dollars)

	1929	1933
Food	\$19.50	\$11.50
Housing	\$11.50	\$7.50
Clothing	\$11.20	\$5.40
Automobiles	\$2.60	\$0.80

Medical care	\$2.90	\$1.90
Philanthropy	\$1.20	\$0.80
Value of shares on the NYSE	\$89.00	\$19.00

数据来源：Historical Statistics of the United States, p. 319.

1929~1940 年美国大萧条的原因：大萧条催生凯恩斯主义和财政政策

对 1929 年至 1940 年美国大萧条的解释主要分为两派，一派是以凯恩斯为代表的解释，二是以弗里德曼为代表的解释。凯恩斯 30 年代出版了《就业、利息和货币通论》，对大萧条做了完整的解释。这部不朽的名著当前依然成为利用财政政策干预经济的理论基石。凯恩斯认为大萧条的主要动因在于投资机会的减少和投资需求的下降引起的，在这种情形下，政府没有通过扩张的财政政策抵消私人部门需求的不足，从而造成了 30 年代的大萧条。凯恩斯认为私人经济具有内在的不稳定性，放任其不管会引起经济的巨大波动。因此政府不应当太过看重平衡预算，而应当视经济周期进行财政政策的合理利用，防止经济的大起大落，熨平经济增长曲线。凯恩斯对大萧条的解释直接指导了罗斯福实施扩张的财政政策。

1963 年弗里德曼和施瓦茨出版《美国货币史》。书中指出美国政府防止银行倒闭的失败以及 1930 年~1933 年货币供应量的减少加剧了大萧条的危害。因此他们认为美联储对 30 年代大萧条应该承担主要责任。

综合各种学派，《美国经济史新编》作者杰拉尔德·冈德森认为 30 年代的大萧条主要是因为：

- 真实利率太高；由于大萧条期间物价水平是负的，虽然名义利率比较低，但实际利率很高。
- 货币供应量大幅减少；由于大量银行倒闭，有研究表明因此货币供应量减少了 1/3。而 Fed 没有有效的调高货币供应量。
- 在英国宣布放弃金本位制后，美国为支持美元，提高了联邦贴现率，进一步减少了货币供给量

罗斯福新政 (New Deal)

1932 年，罗斯福接替胡佛成为美国第 32 任总统以后，开始采取各种措施振兴经济。新政可以用 3R 和两个“百日”来概括。3R 即：“Recover”，“Relief”和“Reform”。第一个“百日”为 1933 年 3 月 9 日—6 月 16 日。主要目的是为复兴经济，采取的措施包括维持银行信用，美元贬值，保护农产品价格等。期间通过的 15 项法案中，有 1/3 涉及金融领域，包括《紧急银行法》。第二个“百日”始于 1935 年 5 月，目的是扩大国内需求。采取了兴建民生工程，进行税制改革，保护工人利益等措施。

综上，我们判断中国未来面临的是一次中周期的调整，调整时间为 3 年左右，到 2010 年经济具备见底回升的可能。即使全球经济不景气，中国经济的相对增长率也会保持在较高水平上，因此未来 10 年中国仍能保持高速增长，制约历史上赶超国家继续保持经济高速增长诸多关键因素，比如后发优势消失、产业升级乏力、重大技术创新风险等，在我国未来 10 年内将不会成为主要问题。

二、前事不忘，后事之师：历史借鉴与国际经验

1、扩张性政策是经济下滑的承重墙？降落伞？止痛药？

扩张性宏观调控政策是指通过财政收支活动、货币调节活动、收入分配活动、产业调整活动等手段来增加和刺激社会总需求，与之相对应的是紧缩性政策和中性政策。

扩张性宏观调控政策按照政策手段可以划分为扩张性财政政策、扩张性货币政策、扩张性收入政策和扩张性产业政策等。在经济衰退背景下，由于货币政策存在流动性陷阱，收入政策受居民收入谨慎预期限制，产业政策受企业利润下降预期制约，而只有政府主导的扩张性财政政策通过乘数效应能够发挥较大作用，因此一般政府在实施扩张性宏观调控政策时往往以扩张性财政政策为主导，并辅以扩张性的货币、收入和产业政策。

扩张性财政政策主要通过增支、减税进而扩大赤字的方式实现，这些政策手段发挥效应的原理分别是投资乘数、税收乘数、政府购买乘数、转移支付乘数等。

表 5: 扩张性政策列表

财政政策	财政收入政策	税收	增值税转型
			上调所得税起征点
			上调出口退税率
		收费	清理减免各种收费
	财政支出政策	利润	下调国企利润上缴比例
		债	国债、地方债
货币政策	利率	基建支出	铁路、桥梁、保障性住房等
		转移性支出	补贴
	存款准备金	降息	
		下调	
公开市场操作	放松信贷		
收入政策	信贷控制和窗口指导		
	社会保障		
	减税		

数据来源：国信证券经济研究所

表 6: 积极财政政策手段及其作用机理

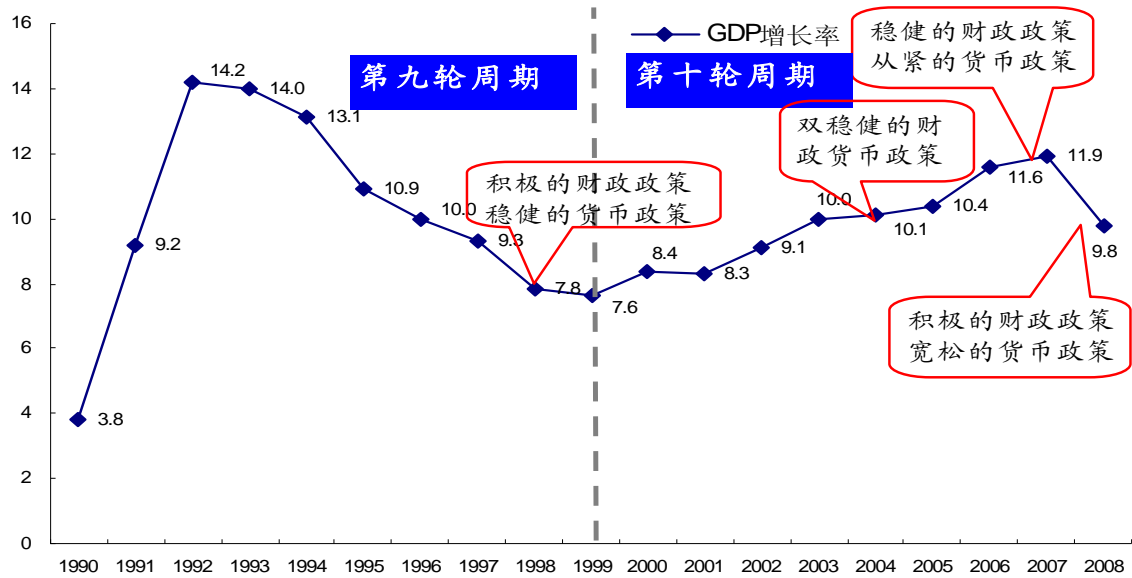
政策手段	作用机理
基础建设投资	投资乘数
政府购买	政府购买乘数
转移支付	转移支付乘数
减税	税收乘数

数据来源：国信证券经济研究所

2、扩张政策渡中国 98 难关

1998 年，亚洲金融危机爆发，我国开始实施积极的财政政策和稳健的货币政策；从 2004 年始，我国实行“双稳健”的财政、货币政策；之后由于国内经济形势的变化，2007 年中央经济工作会议明确提出，2008 年实施稳健的财政政策和从紧的货币政策；今年下半年，鉴于国内外经济形势继续恶化，开始实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。

图 11: 1998-2009 年我国宏观调控政策演变



资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

1998 年亚洲金融危机爆发后, 我国连续 7 年实施了积极财政政策, 同时伴以稳健的货币政策, 以扩大内需拉动经济增长。

1998 年的积极财政政策, 让中国成功应对了亚洲金融危机。如今实施积极的财政政策, 中国能否成功应对全球次贷危机值得关注。

(1) 1998-2004: 内忧外患, 积极财政政策启航

1997 年亚洲金融危机爆发波及中国, 使中国出口增长减缓, 出口增幅下降, 实际利用外资下滑, 引发国内投资下降和消费需求减少并进而形成对整个经济的冲击。在国内外双重紧缩性因素使经济增长形势十分严峻的情况下, 为避免经济增长陷入收缩期, 中央决定实施以增发国债、增加财政支出为主要内容的宏观调控政策, 即积极财政政策, 以带动民间投资、促进社会消费和扩大出口潜力。

表 7: 1998-2004 年积极财政政策回顾

年度	阶段	政策手段与力度
1998	正式启动积极财政政策	当年增发 1000 亿元长期国债并配套 1000 亿元银行贷款用以加强基础建设, 主要用于农林水利、交通通信、城市基础设施、城乡电网、国家直属储备粮库建设。 调整税收政策, 分批提高了一些大宗出口产品的退税率。 过清理整顿乱收费 727 项, 减轻企业和社会负担 370 多亿元。
1999	经济形势继续严峻, 继续实施积极财政政策	增发国债共 1100 亿元, 用于各项固定资产投资 发行期限 30 年的 2700 亿元特别国债充实国有商业银行资本金 调整部分税种税率, 进一步提高出口退税率以鼓励出口, 通过降低固定资产投资方向调节税和国产设备投资部分抵免企业所得税。 增加预算单位职工工资、提高下岗职工等低收入人员的最低生活保障水平和企业离退休人员待遇等共增加支出 540 多亿。
2000	继续保持积极财政政策实施力度	全年共安排了 1500 亿元长期建设国债主要用于基础设施建设、国有企业技术改造、西部大开发、生态环境建设及科教事业发展。 停征固定资产投资方向调节税。
2001	继续保持积极财政政策的稳定性	增发 1000 亿元建设国债和 500 亿元支持西部开发的特种国债
2002	维持积极财政政策的连续性	继续发行国债 1500 亿元, 降低金融保险营业税等, 提高社会保障程度, 继续支持农村税费改革

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

2003	经济自主增长机制已经得到增强，积极财政政策逐渐淡出	政府投资以外的各主体投资占到投资总额的 80%，居民消费价格首次由负转正，通缩阴影逐渐散去，外需拉动强劲，积极财政政策开始进入收缩阶段，全年国债安排使用 1400 亿元，同时，继续调整国债支出结构，加大公共支出。
2004	积极财政政策开始转型，进一步缩小国债规模	全年只安排 1100 亿元(后调减为 900 亿元)，同时，减少生产性固定资产投资支出和加大公共社会保障方面的支出。
合计	实施积极财政政策的七年间共发行长期建设国债约 9000 亿元，同期银行发放国债项目配套贷款 2 万多亿元，直接拉动投资约 4 万亿元。	

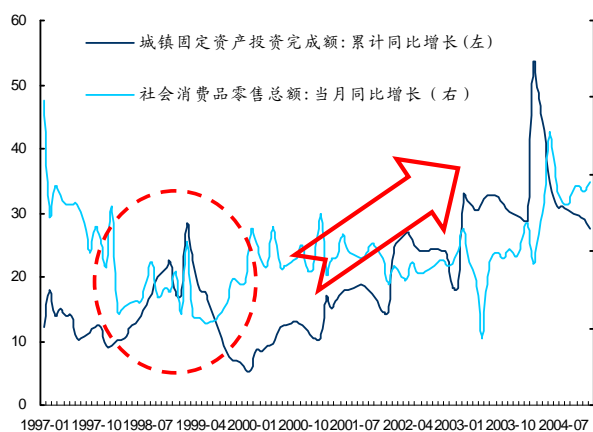
数据来源：国家统计局，财政部，国家税务总局，国信证券经济研究所

(2) 1998-2004 年：积极财政政策功不可没

积极财政政策的实施使国民经济在面临内外紧缩的条件下避免了经济衰退，实现了持续平稳的增长。

1998—2004 年年均全社会固定资产投资增长速度达到 14.2%，对于在外部市场低迷形势下保持适度的经济增长起到了极为关键的作用。据测算，国债建设资金年均拉动经济增长为 1.5 到 2 个百分点。1998 年我国经济增速 7.8%，如果没有积极财政政策的支持，我国经济增速将下降到 6% 以下的水平，因此积极财政政策对我国成功抵御经济危机起到了关键作用。

图 12：1997-2004 年投资与消费变化



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 13：1997-2004 年进出口变化



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

3、它山之石：美国、日本、香港扩张政策的经验

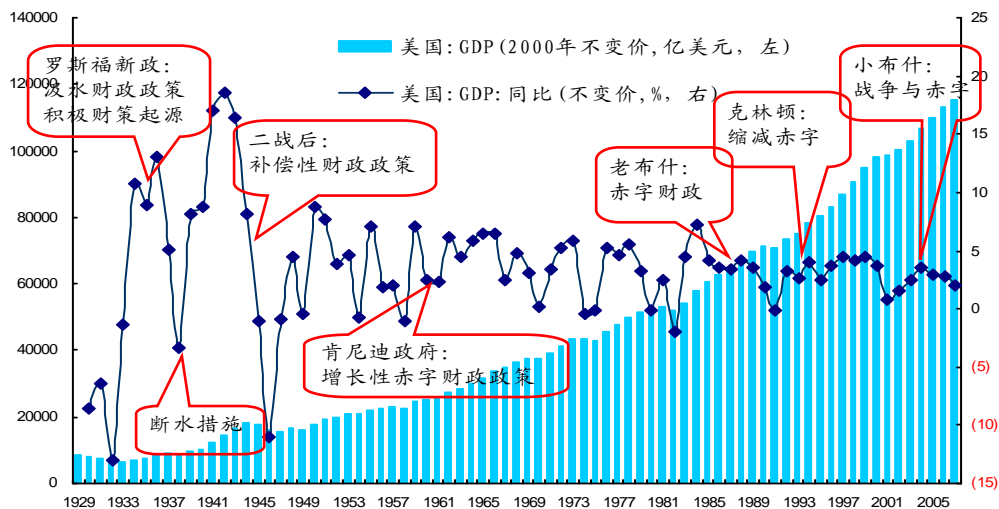
美国的积极财政政策一般认为开始于罗斯福新政时期，1935 年开始采用“汲水财政政策”，一次性向经济注入大量资金，希望达到启动市场进而启动投资与消费的目的。积极财政政策不但可以短期内调控经济，熨平经济周期，长期内还可以通过公共资本存量的积累与人力资本的增加来提高经济均衡增长率，并且保证经济持续增长。美国、日本与香港积极财政政策的运用提供了很多经验和教训。

第一，在实施积极财政的扩张性财政政策时，政府支出应更多投资于公共资本与人力资本领域，而不是用于消费与转移支付。美国克林顿政府时期，实施积极财政的内容就包括加大基础设施投资，加大对儿童、教育和培训的支出，增加科学与研发费用支出，鼓励高科技发展等。这些财政政策的实施一方面保证了美国经济高增长、低通货膨胀的发展；另一方面使美国经济长期增长和经济结构调整成为可能。日本与香港特区实施积极财政政策时也都强调投资于基础设施领域，但没有像美国那样强调人力资本的投资，从长远增长来看，经济均衡增长率会低于美国。

第二，实施积极财政政策时，把握好政策力度。美国 30 年代采取一次性大规模增加公共支出的办法来刺激经济增长，结果以失败而告终，说明实施积极财政政策要有一个过程，决不是一旦大规模政府投入就可以解决的事情。日本 1995 年实施扩张性财政政策，1995—1996 年经济保持一定增长，桥本政府认为经济已经恢复增长势头，开始实施紧缩性财政政策，随之而来的就是经济增长的陡然下滑。因此，实施积极财政政策时，为保持经济平衡长期增长，要掌握政策力度和持续时间。

第三，实施积极财政政策时，注意赤字政策的负面影响。财政稳定性的制约是实施积极财政政策的限制条件之一，虽然国债资金用于公共资本投资，对长期增长具有正效应，但国债资金必定是要偿还的，一旦国债的还本付息直接影响财政的稳定性，那么所谓的正面效应也就不复存在。美国的财政实践说明了这一点，战后扩张性财政政策的长期实施造成巨额财政赤字的积累，挤占民间投资，提升了利率，严重阻碍了美国经济发展；日本同样如此。

图 14：1929-2007 美国经济增长与财政政策演变



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所

第二部分 09 年积极财策展望：减税 3 千亿，发债 6 千亿，GDP 增长 8.8%

面对通货紧缩和次贷余波的内外压力，2009 年我国宏观调控政策的基调将是：以积极的财政政策和宽松的货币政策为主，配合以收入政策、产业调整政策等。

这里要回答几个关键问题：政策手段有哪些（已在第三部分做了回答）？政策空间有多大？对经济增长影响有多大？对哪些行业有影响？可能的政策风险是什么？

一、政策空间有多大：7 千亿减税空间，1 万亿发债空间

(1) 积极财政政策的空间

A、衡量减税空间：

宏观税负=税收收入/GDP，衡量一国的整体税负水平，发展中国家的比重一般在 20%-30%（数据证明），发达国家的比重更高。在我国，1998 年这一比重为 11%，宏观税负偏低，因此当时不具备减税空间；而最近 10 年来这一比重迅速上升，2007 年达到 18.3%，预计 2008 年将达到 20.4%。

因此当前具备一定的减税空间。如果 2009 年将宏观税负降到 18%，则具备 7000 亿元的减税空间。如果宏观税负降到 19%，则具备 3800 亿元的减税空间。

B、衡量发债空间：

财政赤字率=财政赤字/GDP，衡量一国的财政赤字风险程度，按照国际上通行的马约标准，赤字率 3%一般设为国际安全线（警戒线），发展中国家一般为，发达国家一般为（数据证明）。2006 年我国财政赤字率为 0.78%，2007 年我国为财政盈余，财政盈余率为 0.7%，，预计 2008 年财政赤字率达到 0.28%（考虑第四季度的 1000 亿中央投资），我国当前具备较高的赤字空间和发债空间。与国际安全线相比我国赤字空间为 8500 亿元，如果 2009 年将财政赤字率提高到 1%，则我国赤字空间为 6200 亿元。

赤字依存度=财政赤字/财政收入，衡量一国的财政赤字风险程度，国际标准一般为 15%。2006 年我国赤字依存度为 4.1%，2007 年我国为财政盈余年度，预计 2008 年赤字依存度为 1.27%（考虑第四季度的 1000 亿中央投资），如果按照国际标准我国财政赤字空间为 8500 亿元，如果 2009 年将赤字依存度提高到 5%，则我国赤字空间为 6200 亿元。

国债负担率=债务余额/GDP，衡量一国的债务规模，按照马约标准，国债负担率 60%一般设为国际安全线（警戒线）。2007 年我国国债负担率为 21.4%，预计 2008 年为 19.7%，不仅大大低于发达国家，而且低于大多数发展中国家，因此我国未来几年具备较大的发债空间。如果 2009 年国债负担率提高到 22%，我国具备 7200 亿元的国债发行空间。

债务依存度=国债发行额（债务收入）/财政支出，衡量一国财政支出对债务收入的依赖程度，国际公认的标准一般是控制在 20%以内。在中国，这一指标有两种计算口径：国家财政的债务依存度=国债发行额（债务收入）/全国财政支出，中央财政的债务依存度=国债发行额（债务收入）/中央财政支出，2007 年我国国家财政的债务依存度为 15.4%，低于国际标准，而中央财政的债务依存度为 27.5%，已高于国际标准。预计 2008 年这两个指标为 12.5%和 23.5%，分别低于或接近国际标准。一般来说，国家财政的债务依存度是一个更为全面、综合地反映一国举债潜力的指标，当前中央财政债务依存度偏高的局面，与现时体制因素（不允许地方政府举债等）和政府财力分散程度（大量的预算外政府性资金不在债务依存度指标的分母中反映）关系很大，因此可以适当允许地方发行建设公债。如果 2009 年全国债务依存度为 14.8%，我国具备 7100 亿元的发债空间。

偿债率=债务偿还额/财政收入。不超过 10%。

综合考虑衡量我国债务规模的各项指标，2009 年我们认为政府有 6000 亿元的新增中长期建设国债空间，未来几年我国有 1 万亿以上的发债空间。考虑到我国 2008 年 GDP 和财政收入规模相当于 1998 年的 3.4 倍和 6.3 倍，因此 2009 年 6000 亿元发债规模只相当于 1998 年 1500 亿元的发债规模。

表 8: 我国减税和发债空间测算

%

	宏观税负	财政收入	税收占	国债	债务依存度		财政赤字率	赤字依存度
	税收占 GDP	占 GDP 的比重	财政收入的比重		负担率	全国	中央	
1990	15.1	15.7	96.1	4.8	6.4	19.9	0.8	4.8
1991	13.7	14.5	94.9	4.9	8.3	30.0	1.1	7.0
1992	12.2	12.9	94.6	4.8	12.3	47.0	1.0	6.9
1993	12.0	12.3	97.8	4.4	8.2	39.8	0.8	6.3
1994	10.6	10.8	98.3	4.7	19.6	39.1	1.2	9.9
1995	9.9	10.3	96.7	5.4	22.1	46.4	1.0	8.5
1996	9.7	10.4	93.3	6.1	23.3	50.5	0.7	6.7
1997	10.4	11.0	95.2	7.0	26.1	57.1	0.7	6.3
1998	11.0	11.7	93.8	9.2	35.3	77.9	1.1	8.5
1999	11.9	12.8	93.3	11.8	30.4	68.6	1.9	13.2
2000	12.7	13.5	93.9	13.1	29.3	66.6	2.5	15.7
2001	14.0	14.9	93.4	14.2	25.8	56.9	2.3	13.3
2002	14.7	15.7	93.3	16.1	26.9	57.1	2.6	14.3
2003	14.7	16.0	92.2	16.6	25.5	52.9	2.2	11.9
2004	15.1	16.5	91.5	16.1	24.3	47.7	1.3	7.3
2005	15.7	17.3	90.9	15.7	20.8	42.6	1.2	6.7
2006	16.4	18.3	89.8	14.8	22.0	43.4	0.8	4.1
2007	18.3	20.6	88.9	21.4	15.4	27.5	-0.7	-3.5
2008 (F)	20.2	21.8	92.9	19.7	12.5	23.5	0.3	1.3
国际标准 (警戒线)	20-30			60	20		3	15
2009 (F)	19			22	14.8		1	5
2009 年政策空间	1.2			-2.3	-2.3		-0.7	-3.7
2009 年政策规模 (亿元)	3799			7164	7100		6230	6193

数据来源: WIND, BLOOMBERG, 国家统计局, 国信证券经济研究所

结论: 从宏观税负来看, 我国当前具备**一定**的减税空间, 如果将宏观税负降到 **18%**, **2009 年**存在 **7000 亿元**的减税空间, 我们预计政府明年可能减税 **3000-5000 亿元**。

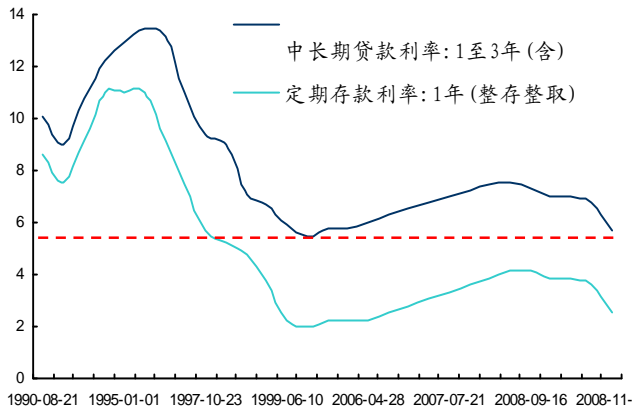
从债务规模来看, 我国当前具备**较大**的发债空间, 综合考虑我国的发债空间和明年刺激经济的力度, **2009 年**我国可能新增发行中长期建设国债 **6000 亿元**, 未来 **2 年**新增国债发行合计将超过**万亿**。

(2) 宽松货币政策的空间: 54 个基点降息, 4 个百分点准备金率下调

我们此前曾预计我国贷款基准利率有至少 126 个基点的降息空间, 存款利率有至少 162 个基点的降息空间, 存款准备金率具有至少 5 个点的下调空间。

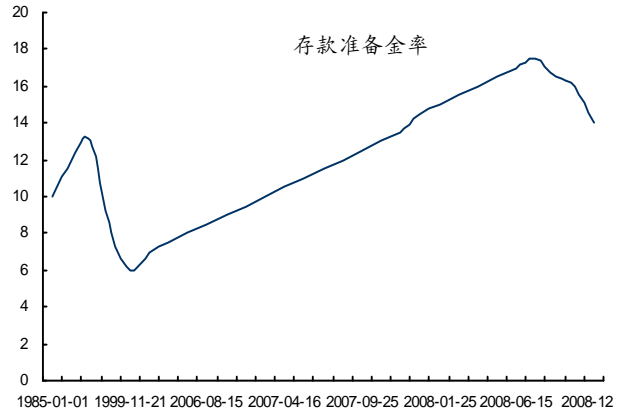
经过 11 月 26 日的大幅降息和调低存款准备金率以后, 我们预计未来还有 **54 个基点**的降息空间, 存款准备金率具有至少 **4 个基点**的下调空间。

图 15：存贷款利率



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 16：存款准备金率



资料来源：WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

二、政策力度有多大：3 千亿减税，4 万亿投资启动

减税：

(1) 增值税转型，2009 年减轻企业负担 1233 亿元；

(2) 提高出口退税。自 2008 年 12 月 1 日起，进一步提高部分劳动密集型产品、机电产品和其他受影响较大产品的出口退税率。这次调整总共涉及 3770 项产品，约占全部出口产品的 27.9%。取消部分钢材、化工品和粮食的出口关税，降低部分化肥出口关税并调整征税方式

(3) 提高个税起征点，可能会提高到 3000 元，有利于刺激消费扩大内需。

(4) 清理各项收费。财政部、国家发展改革委发出通知，决定自 2009 年 1 月 1 日起，在全国统一取消和停止征收 100 项行政事业性收费。此次取消和停征的行政事业性收费项目涉及教育、劳动就业、人才流动、执业资格、工程建设、外贸出口、药品生产、家禽养殖、农业生产等多个领域，总的减免金额约 190 亿元。连同自 2008 年 9 月 1 日起停征的集贸市场管理费和个体工商户管理费约 170 亿元，今年以来国家采取的减费措施可直接减轻企业和社会负担约 360 亿元。

增支：

(1) 根据国务院的启动内需计划，到 2010 年底约投资 4 万亿元，其中中央投资 1.18 万亿，带动地方和社会投资 2.28 万亿。今年四季度先增加安排中央投资 1000 亿元，明年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4000 亿元。

(2) 十大措施：

- 一是加快建设保障性安居工程；
- 二是加快农村基础设施建设；
- 三是加快铁路、公路和机场等重大基础设施建设；
- 四是加快医疗卫生、文化教育事业发展；
- 五是加强生态环境建设；
- 六是加快自主创新和结构调整；

- 七是加快地震灾区灾后重建各项工作;
- 八是提高城乡居民收入;
- 九是在全国所有地区、所有行业全面实施增值税转型改革,鼓励企业技术改造,减轻企业负担 1200 亿元。
- 十是加大金融对经济增长的支持力度。

表 9: 2009 年各类投资计划项目、额度及受益行业

投资项目	金额 (亿元)	受益行业
保障性住房	3000	建筑、钢铁、建材
能源基础设施项目	1000	建筑、钢铁、建材、能源
民航基础设施建设	1250	建筑、钢铁、建材、航空
农村基础设施建设	200	建筑、钢铁、建材
重点项目建设和农副产品收购	1000	建筑、农业
公路、航道、港口、铁路及其他	13550	建筑、钢铁、建材、机械设备
2009 年合计	20000	

数据来源: 国家各部委办局, 国信证券经济研究所

(3) 已经核准审批固定资产投资项目: 总计 5000 亿元。确定了中央财政地震灾后恢复重建基金的具体安排方案, 以中央财政地震灾后恢复重建基金 3000 亿元为主导。核准自宁夏中卫经 11 个省(区、市)至广州、香港的西气东输二线项目东段工程, 总投资 930 亿元。核准总投资 955 亿元的广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程。审批了总投资 174 亿元的新疆生产建设兵团玛纳斯河肯斯瓦特、贵州省黔中、江西省峡江等水利枢纽工程和内蒙古 巴彦淖尔、安徽省池州九华山等一批民用机场项目。

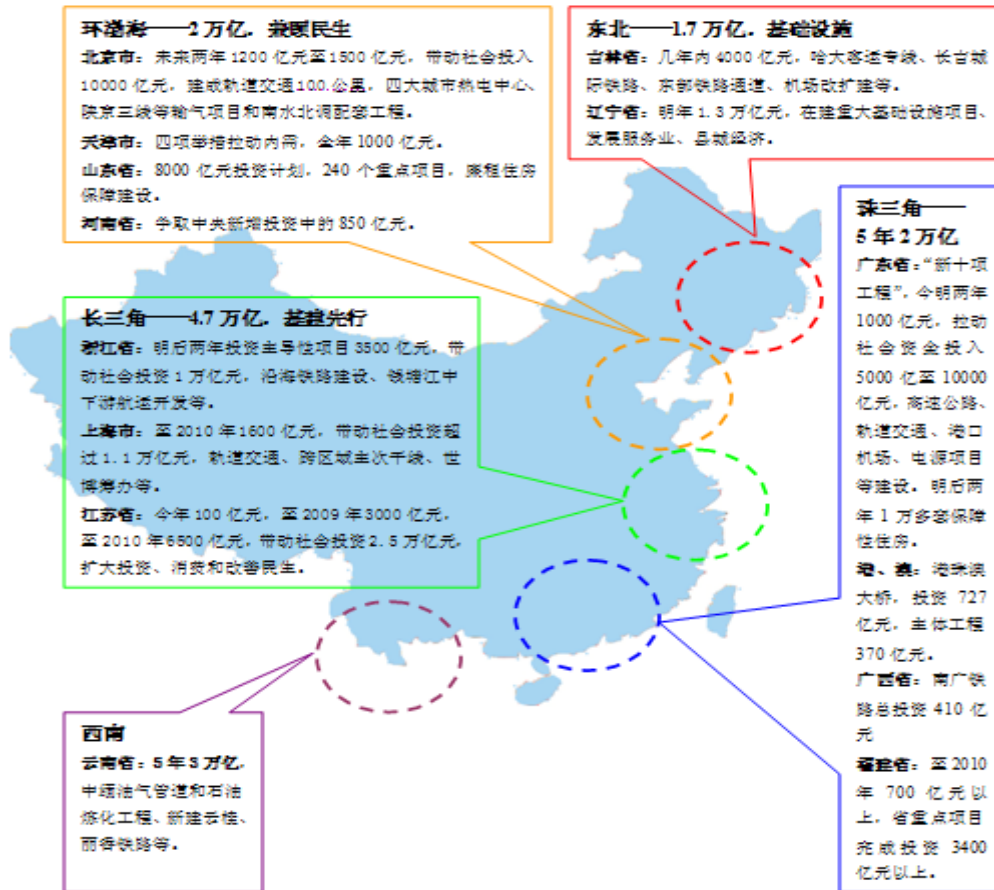
表 10: 八大部委办局举措一览表

	资金	投向	目标	功效
住建部	今后 3 年, 中央财政将投资 9000 亿元, 其中今年资金投入超过 1000 亿元。	用于廉租住房、经济适用住房建设和棚户区改造。	2009 至 2011 年, 将增加 200 多万套的廉租住房、400 多万套的经济适用住房, 220 多万户的林业、农垦、矿区的棚户区得到改造。	3 年解决 747 万户低收入家庭住房困难, 全国 1000 万低收入住房困难家庭的住房问题基本得到解决。
国家能源局	超过 2000 亿元。	年内将有一批能源基础设施项目开工建设。	广东阳江核电工程和浙江秦山核电厂扩建工程, 宁夏中卫经 11 个省(区、市)至广州、香港的西气东输二线项目东段工程, 新疆生产建设兵团玛纳斯河肯斯瓦特、贵州省黔中、江西省峡江等水利枢纽工程。	大大增加清洁能源比重, 调整能源结构, 增强能源安全保障能力, 填补西南地区无炼油厂的空白。
国家民航局	今年在建投资规模为 1000 亿元, 到 2010 年, 投资规模将达到 2500 亿元。	干线和支线机场等民航基础设施建设。	今年重点支持昆明、重庆、南宁等西部新建和改扩建干线机场等, 明年计划新开工成都、西安、广州的等枢纽和干线机场工程等。	为扩大内需提供基础设施保障。
国家发改委	今年新增 1000 亿元中央政府投资。	优先安排符合投向并可以迅速形成实物工作量的在建项目。	加大投资力度, 加快建设速度, 并及时启动符合条件的新开工项目。	进一步扩大内需, 促进经济平稳较快增长。
交通运输部	未来一年投资 1 万亿元。	公路、航道、港口。	预计高速公路 4000 亿-5000 亿元, 农村公路 2000 亿元, 沿海港口 700 亿元, 内河航道及港口 200 亿元。重点加快京沪高速铁路、石家庄至武汉等一批客运专线建设, 包头至西安铁路扩能等煤运通道项目以及贵广、南广等资源开发性西部干线铁路建设。	

水利部	今年第四季度中央新增200亿元加快水利基础设施建设。	投向农村、水库、大型灌区。	50亿元用于农村饮水安全工程，解决1519万农村人口的饮水安全问题；30亿元用于前期工作完善的320座大中型病危水库的除险加固；30亿元用于粮食生产省208处大型灌区的续建配套与节水改造等。	主要解决涉及民生和保障国家粮食安全的水利问题。
央行	预计今年新增人民币贷款将超过4万亿元。	1000亿元贷款投向重点项目建设和农副产品收购。	确保金融体系流动性充足，及时向金融机构提供流动性支持。	为进一步扩大内需提供信贷保证。
财政部	增值税转型改革。	全国所有地区、所有行业的企业。	允许企业抵扣新购入设备所含的增值税，同时，取消进口设备免征增值税和外商投资企业采购国产设备增值税和退税政策，将小规模纳税人的增值税征收率统一调低至3%，将矿产品增值税税率恢复到17%。	企业减负1233亿元。

资料来源：国信证券经济研究所

图 17：各地方政府举措一览表



资料来源：国信证券经济研究所

三、政策效果有多大：支撑 GDP 增长 8.8%

(1) 减税

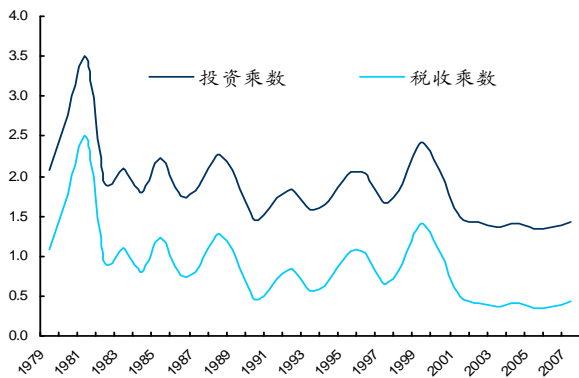
将已经公布的减免税费措施效果合计，2009年总体减税规模在3000亿^①元以上。我国税收乘数0.5，则减税措施拉动2009年GDP增长0.5个百分点。

(2) 增支

2007年考虑投资对居民消费带动效应的我国短期投资乘数为1.42，也就是1元投资将带动1.42元的GDP。

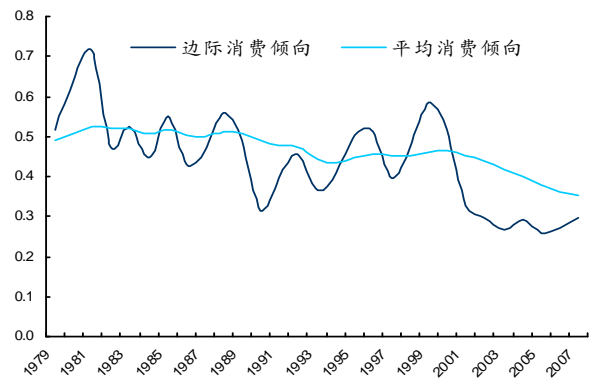
从投资乘数变化趋势来看，自1979年以来整体呈下降趋势，从80年代的2.5下降到90年代的1.8，进而下降到2007年的1.4，投资的带动效果在明显减弱，主要原因是改革开放30年来，我国居民的边际消费倾向下降了近一半。

图 18: 1979-2007 年我国投资乘数和税收乘数



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

图 19 :1979-2007 年我国居民边际消费倾向和平均消费倾向



资料来源: WIND 国家统计局 国信证券经济研究所

从1992-2007年建立GDP和居民消费的回归方程，得到居民边际消费倾向为0.335。我国近年总量投资乘数 $K=1.503$ 。由于本次投资主要是基础设施建设，因此本报告采用建筑业投资乘数1.63。

4万亿要区分为两部分，第一部分是新增投资，对GDP“增长”产生贡献；第二部分是在建投资，是已有工程的延续，不属于增量部分。根据已经公布项目的估计，4万亿投资中占主要部分的保障性住房、农村水利基础设施建设、道路桥梁建设等，大约有1/5左右为新增投资，也就是2009年的2万亿元投资约有4千亿元为新增。

据此4万亿投资将带动6.54万亿GDP，如果2009年投资2万亿，将带动3.27万亿GDP，拉动GDP增长2.3个百分点。考虑到由于我国近几年经济长期处于高位运行，很多重大项目搁置或延期，地方政府投资积极性长期被压制，因此2009年投资规模将基本与2008年持平。

- 增支和减税效应合计，2009年综合拉动GDP增长2.8个百分点。
- GDP增长预测：假设2009年GDP增长的惯性下滑为6%，考虑积极财政政策因素，2009年GDP增速预计为8.8%。

表 11: 扩张性财政政策及其效果（具体效果需待政府公布更详细的投资分配计划）

政策手段	减税	增支	合计
力度(万亿)	0.3	2	2.3
拉动GDP金额(万亿)	0.15	3.27	3.42
拉动GDP增长(百分点)	0.5	2.3	2.8

数据来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所

^① 根据国家发改委副主任穆虹公布，2009年我国计划减少税费3000亿元。

第三部分 行业影响：围绕基建，关注先导

一、增值税转型：资本密集度高的行业受益

自2009年1月1日起，在全国所有地区、所有行业推行增值税转型改革。经过10多年的讨论，5年的试点，增值税改革终于正式启动。

受益的行业主要是缴纳增值税的、资本密集度比较高的、资本流转比较快的行业。因此，决定行业受益程度的主要是资本密集度和资本流转速度。

行业资本密集度=行业累计固定资产净值/行业总产出，也即行业每一单位产出所需要的固定资本，是衡量行业是否资本密集型行业的主要指标。资本流转速度一般采用固定资产折旧率或折旧速度。

表 12：各行业资本密集度

排序	行业	资本密集度
1	水的生产和供应业	1.62
2	电力、热力的生产和供应业	1.05
3	燃气生产和供应业	0.74
4	石油和天然气开采业	0.73
5	炼焦业	0.49
6	肥料制造业	0.46
7	煤炭开采和洗选业	0.46
8	船舶及浮动装置制造业	0.42
9	酒精及饮料酒制造业	0.38
10	化学纤维制造业	0.35
11	造纸及纸制品业	0.35
12	医药制造业	0.33
13	黑色金属冶炼及压延加工业	0.30
14	其他非金属矿物制品业	0.30
15	铁路运输设备制造业	0.26
16	其他交通运输设备制造业	0.25
17	有色金属冶炼及压延加工业	0.24
18	橡胶制品业	0.24
19	其他化学原料及化学制品制造业	0.24
20	印刷业和记录媒介的复制业	0.23
21	玻璃及玻璃制品制造业	0.23
22	纺织业	0.23
23	通信及其他电子设备制造业	0.23
24	农药制造业	0.22
25	其他饮料制造业	0.21
26	烟草制品业	0.20
27	汽车制造业	0.20
28	其他专用设备制造业	0.19
29	石油及核燃料加工业	0.18
30	有色金属矿采选业	0.18
31	仪器仪表制造业	0.18

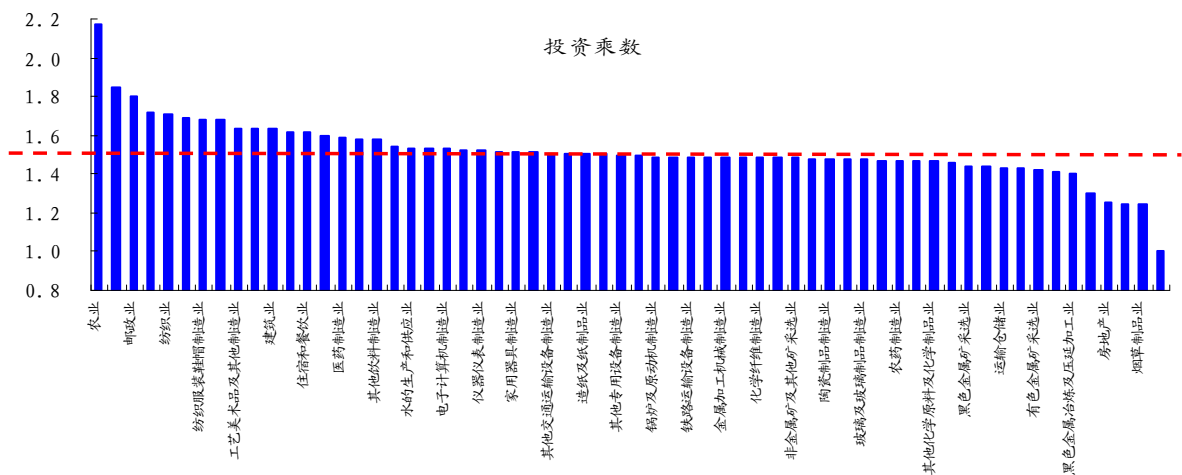
32	黑色金属矿采选业	0.17
33	塑料制品业	0.17
34	其他电气机械及器材制造业	0.16
35	食品加工和食品制造业	0.16
36	金属加工机械制造业	0.14
37	其他通用设备制造业	0.14
38	非金属矿及其他矿采选业	0.14
39	陶瓷制品制造业	0.14
40	木材加工及家具制造业	0.14
41	文教体育用品制造业	0.13
42	农林牧渔业专用机械制造业	0.12
43	金属制品业	0.12
44	家用视听设备制造业	0.12
45	家用器具制造业	0.12
46	纺织服装、鞋、帽制造业	0.11
47	电机制造业	0.11
48	锅炉及原动机制造业	0.11
49	工艺美术品及其他制造业	0.10
50	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	0.10
51	文化、办公用机械制造业	0.07
52	电子计算机制造业	0.06
53	废品及废料	0.02

数据来源：《中国统计年鉴》，《中国投入产出表》，WIND，国信证券经济研究所

二、财政投资：紧紧围绕基建，关注先导行业筑底

本报告将采用结构式投资乘数模型测算政府投资对行业的拉动效应。

图 20：国民经济各行业投资乘数



资料来源：《中国投入产出表》，《中国统计年鉴》，国信证券经济研究所

对受益行业而言，明年主要看积极财政政策的增支部分，2万多亿的投资对行业的影响大大超过3千亿元的减税效果。因此我们重点计算明年新增固定资产投资对行业的影响。

2009年2万亿投资对各行业的拉动效果较为显著主要有：建筑业、石油和天然气开采业、非金属矿及其他矿采选业、金融保险业、农业、其他非金属矿物制品业、煤炭开采和洗选业、房地产业、黑色金属矿采选业、烟草制品业、批发和零售业、陶瓷制品制造业、有色金属矿采选业、水的生产和供应业、仪器仪表制造业、电力热力的生产供应业、黑色金属冶炼及压延工业等。

2万亿投资将拉动4000万吨钢铁、1.41亿吨煤炭。

表 14：2009 年 2 万亿投资的拉动金额与拉动效果

排名	行业	拉动金额 (亿元)	行业	拉动效果 (%) 拉动金额*100 /2005 年行业总产出
1	建筑业	5153	废品及废料	31.0
2	农业	4264	石油和天然气开采业	19.3
3	其他服务业	3215	建筑业	12.9
4	运输仓储业	1789	非金属矿及其他矿采选业	11.8
5	批发和零售业	1671	金融保险业	11.6
6	电力、热力的生产和供应业	1312	农业	10.8
7	其他非金属矿物制品业	1203	其他非金属矿物制品业	10.8
8	金融保险业	1195	煤炭开采和洗选业	10.6
9	石油和天然气开采业	1102	房地产业	9.5
10	房地产业	978	黑色金属矿采选业	9.5
11	黑色金属冶炼及压延加工业	963	烟草制品业	9.1
12	其他化学原料及化学制品制造业	859	批发和零售业	8.6
13	煤炭开采和洗选业	776	陶瓷制品制造业	8.5
14	住宿和餐饮业	686	有色金属矿采选业	8.1
15	食品加工和食品制造业	542	水的生产和供应业	7.9
16	石油及核燃料加工业	484	仪器仪表制造业	7.8
17	金属制品业	446	运输仓储业	7.3
18	废品及废料	380	邮政业	6.7
19	有色金属冶炼及压延加工业	325	电力、热力的生产和供应业	6.5
20	其他电气机械及器材制造业	311	住宿和餐饮业	6.1
21	其他通用设备制造业	308	炼焦业	5.2
22	塑料制品业	291	酒精及饮料酒制造业	5.2
23	烟草制品业	289	玻璃及玻璃制品制造业	5.1
24	非金属矿及其他矿采选业	268	其他化学原料及化学制品制造业	4.8
25	纺织业	267	其他服务业	4.7
26	木材加工及家具制造业	257	燃气生产和供应业	4.4
27	通信及其他电子设备制造业	234	黑色金属冶炼及压延加工业	4.3
28	汽车制造业	222	石油及核燃料加工业	4.3
29	造纸及纸制品业	210	木材加工及家具制造业	4.3
30	医药制造业	181	金属制品业	4.2
31	纺织服装、鞋、帽制造业	177	肥料制造业	4.0
32	仪器仪表制造业	164	医药制造业	3.7
33	玻璃及玻璃制品制造业	160	造纸及纸制品业	3.7

34	黑色金属矿采选业	158	工艺美术品及其他制造业	3.5
35	其他专用设备制造业	157	有色金属冶炼及压延加工业	3.5
36	陶瓷制品制造业	135	农药制造业	3.5
37	家用器具制造业	133	塑料制品业	3.4
38	工艺美术品及其他制造业	131	印刷业和记录媒介的复制业	3.4
39	有色金属矿采选业	127	其他电气机械及器材制造业	3.3
40	酒精及饮料酒制造业	121	食品加工和食品制造业	2.9
41	印刷业和记录媒介的复制业	102	家用器具制造业	2.7
42	肥料制造业	102	橡胶制品业	2.7
43	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	90	其他通用设备制造业	2.5
44	水的生产和供应业	77	其他饮料制造业	2.4
45	橡胶制品业	75	纺织服装、鞋、帽制造业	2.4
46	电子计算机制造业	63	金属加工机械制造业	2.3
47	炼焦业	61	其他专用设备制造业	2.1
48	其他交通运输设备制造业	57	其他交通运输设备制造业	2.0
49	邮政业	44	皮革、毛皮、羽毛(绒)及其制品业	1.9
50	其他饮料制造业	43	铁路运输设备制造业	1.7
51	化学纤维制造业	43	汽车制造业	1.7
52	锅炉及原动机制造业	41	纺织业	1.7
53	金属加工机械制造业	37	通信及其他电子设备制造业	1.7
54	电机制造业	32	锅炉及原动机制造业	1.6
55	家用视听设备制造业	32	电机制造业	1.5
56	燃气生产和供应业	32	化学纤维制造业	1.5
57	文教体育用品制造业	27	文教体育用品制造业	1.3
58	农药制造业	25	家用视听设备制造业	1.3
59	农林牧渔业专用机械制造业	14	船舶及浮动装置制造业	1.2
60	铁路运输设备制造业	13	农林牧渔业专用机械制造业	1.1
61	船舶及浮动装置制造业	11	文化、办公用机械制造业	0.6
62	文化、办公用机械制造业	11	电子计算机制造业	0.5
合计		32675	平均	6.0

资料来源：《中国投入产出表》，《中国统计年鉴》，国信证券经济研究所

结论

1、从日美和我国自身的经验来看，积极的财政政策只能在一定程度上缓解宏观经济趋势下滑的剧烈程度，而无法改变经济周期性下滑的内在趋势。2009年宏观经济和大部分行业景气整体继续向下。积极财政政策至少可以支持2年以上中国经济，等待内需和外需的改善，重点关注先导性的房地产和汽车行业筑底。

2、不能简单与97年那次的扩张性政策周期对比，当前我国的财政收支情况要优于上次好，而国际环境要比上次差，因此政策力度可能会比上次大。

3、减税对经济 and 行业的影响大大小于增支，因此 2009 年宏观经济和行业景气围绕基建主题。基建投资拉动效果明显的主要是建筑、建材、钢铁、能源和采掘行业。只有部分行业受基建拉动明显，业绩压力得到一定缓解；大部分行业受基建拉动效果不明显，业绩下滑趋势将会继续。因此明年存在结构性的行业机会。

4、要避免两个幻觉：

第一要避免“投资幻觉”：某一行业与基建投资相关不一定存在行业有机会，因为实际拉动效果可能并不显著。

第二要避免“GDP 幻觉”：明年经济保持 8.8% 的增长并不意味着企业盈利状况好转，因为明年经济增长动力将主要来自于政府投资，而消费和出口会继续恶化。

5、可能的风险

- 国际环境的不确定因素，金融危机的进一步发展；
- 投资对消费的挤出，政府投资对社会投资的挤出；
- 政府投资对经济增长的带动效应在减弱，从 90 年代初开始我国的投资乘数呈下降趋势；
- 经过上一轮的扩张性政策，我国基础设施比较完备，投资的边际效应在减弱；
- 政府投资带动社会投资的能力减弱，企业投资的主要动力来自利润预期，98 年正是因为企业预期不好，导致政府基础建设投资短期带动固定资产投资冲高后迅速回落，不具备可持续性。这次扩张性政策的启动显然吸收了 98 年的经验，开始减税和增支并举，但目前来看减税规模偏小，会影响政府投资对社会投资和居民消费的带动效应。

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所

经济研究所所长 传播与文化、社会服务业首席分析师 廖绪发	副所长 姚鸿斌	副所长、石油化工行业首席分析师 李晨
副所长、首席金融工程分析师 葛新元	首席策略分析师 汤小生	首席经济顾问 杨建龙
钢铁有色金属行业首席分析师 郑东	IT行业首席分析师 肖利娟	交通运输行业首席分析师 唐建华
造纸行业首席分析师 李世新	房地产行业首席分析师 方焱	汽车与汽配行业首席分析师 赵雪桂
电力设备行业首席分析师 彭继忠	批发和零售贸易行业首席分析师 胡鸿轩	纺织品与服装行业首席分析师 高芳敏
基础化工行业首席分析师 邱伟	医药行业首席分析师 贺平鸽	家电行业首席分析师 王念春
通信行业首席分析师 严平	电力行业高级分析师 徐颖真	建筑与建材行业高级分析师 杨昕
有色金属行业资深分析师 黄安乐	医药行业资深分析师 丁丹	机械行业资深分析师 余爱斌
固定收益资深分析师 皮敏	交通运输行业资深分析师 孙菲菲	社会服务行业资深分析师 李君
宏观经济资深分析师 林松立	金融衍生品资深分析师 董艺婷	金融工程分析师 王军清
房地产行业分析师 陈林	银行业分析师 谈焱	银行业分析师 黄飙
保险行业分析师 武建刚	证券信托行业分析师 王一峰	宏观经济分析师 任泽平
IT行业分析师 王俊峰	食品饮料行业分析师 黄茂	策略分析师 崔嵘
纺织品与服装行业分析师 方军平	有色金属行业分析师 李洪冀	批发和零售贸易行业分析师 吴美玉
房地产行业分析师 区瑞明	航空运输行业分析师 黄金香	农业行业分析师 张如
基金分析师 杨涛	传播与文化行业分析师 陈财茂	

国信证券经济研究所机构销售部

机构销售部总经理 盛建平 shengjp@guosen.com.cn (021) 68864592	机构销售部副总经理 万成水 wancs@guosen.com.cn (0755) 82133147	机构销售部销售副总监 王晓健 wangxj@guosen.com.cn (010) 82252615
机构销售部销售副总监 刘宇华 liuyh@guosen.com.cn (0755) 82130818	机构销售部销售副总监 王立法 wanglf@guosen.com.cn (010) 82252236	机构销售部高级销售经理 黄胜蓝 huangsl@guosen.com.cn (021) 68866011
机构销售部高级销售经理 马小丹 maxd@guosen.com.cn (021) 68866025	机构销售部高级销售经理 谭春元 tancy@guosen.com.cn (010) 82259782	机构销售部销售经理 郑毅 zhengyi@guosen.com.cn (021) 68866205
机构销售部销售经理 邵燕芳 shaoyf@guosen.com.cn (0755) 82133148	机构销售部销售经理 刘塑 liusu@guosen.com.cn (021) 68866236	机构销售部销售经理 祝彬 zhubin@guosen.com.cn (0755) 82133456