

压力和梦想下的挣扎与转变—— 过渡期的中日财政比较

相关研究

报告要点

报告逻辑框架：本文显著的特点在于，我们花费了大量的篇幅对中日财政背景进行剖析，原因在于，所谓财政政策，在我们看来，更多的是一个结果，而不是导致经济发展与转变的原因，强调的是其必然性。更多关注了对于中日过渡期的理解，在这样的一个阶段所面临的压力与梦想，以及中日之间的过渡期工业化进程的差异。在理解了过渡的面对的问题后，再逐步展开对于预算内具体财政政策，措施和体制的讨论。

报告要点：内部压力与转变，我们强调了产业结构转型的必然性，从主导产业的变化，是从资本密集型“重化工”装备制造主导过渡到知识密集型低耗能的机械制造主导，同时，由于中日工业化进程的三大差异，原有的重化工主导的产业群，在过渡期，仍然有增长空间，即仍然有投资盈利的机会，中国的过渡期会经历更长时间，原有的重投资的增长模式还没到尽头。外部压力与转变，我们强调货币和财政政策对于国际收支和外汇储备政策的从属地位。在过渡期，面对升值压力和原有主导产业的相对过剩，有效需求不足，实行积极的财政政策，扩大内需有其必然性。

过渡期典型的特征是福利性支出的增长，财政支出结构的转变是现实压力下的必然选择，而不是简单的相机抉择。随着过渡期日本福利支出的扩大，73年后，日本居民储蓄率持续下降，促成了消费与积累之间的转化。

作为财政梦想的日本列岛改造计划与中国的区域振兴计划差异在于：中国目前仍然处于推进城市化加速的阶段，而处于城市化末期的日本强调的是城市化的再造，不同于列岛改造计划，基于我们前述对于中国未来增长空间的预期，中国区域振兴计划的部分目标是有实现的现实基础的，尤其是区域性的中心城市的崛起，这很可能进一步加剧人口和产业的区域集中。

日本的投融资体系独立于一般预算财政，较少受制于地方政府，而中国地方投融资平台，资金来源上的不独立，导致承担的责任不独立，容易产生中央和地方利益的博弈。

“重投资，轻消费”的增长模式蕴含了过渡期高通胀的必然性，中国工业化进程的特殊性决定了过渡期增长与通胀的反复博弈和扩散性。也决定了银行危机从而财政危机还只是处于担忧阶段，但秋后总算账的力量却在积蓄。

分析师：

李冒余

执业证书编号：S0490209080252

(8621) 68751829

limy@cjsc.com.cn

联系人：

李亚明

(8621)68751610

liym@cjsc.com.cn

正文目录

前言：过渡期的确立.....	7
主导产业的过渡：从资本密集型到知识密集型的必然性.....	9
主导产业的过渡：产出结构的变化.....	10
主导产业的过渡：出口结构的变化.....	12
主导产业的过渡：投资结构的变化.....	13
中日工业化进程的差异：旧主导产业生存空间的不同	14
人均大宗商品消耗的差异：中国的提升空间和资源约束.....	14
人口就业结构的差异：产业间劳动生产率差异	15
劳动力成本的差异：收入分化的动力仍然存在	17
国际收支均衡压力：赤字—黑字—赤字的转变	21
汇率均衡下低外汇储备制约的瓦解	22
过渡期日本财政的挣扎与转变	25
“小财政”的突破：从均衡走向扩大化	27
财政支出结构的转变：从高速发展到福利社会的过渡.....	31
中日财政梦想比较—列岛改造与区域振兴	38
列岛改造计划发表背景.....	38
列岛改造计划的思考：梦想和现实有多远.....	40
中日财政投融资比较.....	44
中央财政和地方财政的关系	44
日本财政投融资体系	47
中国地方投融资平台	51
中日财政投融资比较	57
未来发展趋势	61
通货膨胀 VS 日本列岛改造计划	63
列岛改造于通胀的意义.....	63
货币政策：通胀压力与升值压力间的抉择.....	64
恶性通胀的必然性	65
财政危机仅仅是个担忧.....	67
总结	69
过渡期的认识	69
内外压力和转变.....	69
财政政策总体与结构的转变	71
中日财政梦想比较.....	71
中日财政投融资比较	72

通胀与财政危机.....	72
本文的局限性	73
附录:	74
关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见	74
财政部关于进一步加强中央建设投资预算执行管理的通知	77
财政部关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知	78
关于坚决制止财政违规担保向社会公众集资行为的通知	80

图表目录

图 1: 日本实际 GDP 同比增速	8
图 2: 中国实际 GDP 累计同比增速	8
图 3: 日本投资/GDP	8
图 4: 经济学人关于中国固定资本形成的预测	8
图 5: 日本民间和政府投资与消费变化	8
图 6: 中国民间和政府投资和消费变化	8
图 7: 日本 74 年第三产业产值超过第二产业	11
图 8: 中国第二产业产值仍然居主导地位	11
图 9: 日本主要大类行业在 GDP 中的比重	11
图 10: 日本制造业中主要子行业产值比重	11
图 11: 中国主要产业产值在 GDP 中的比重	11
图 12: 中国制造业中主要子行业总产值比重	11
图 13: 日本出口结构的变化	12
图 14: 中国出口结构的变化	12
图 15: 中国制造业主要子行业固定资产投资占比	13
图 16: 日本人均生铁, 粗钢和铜产量	14
图 17: 中国人均钢铁和铜产量	14
图 18: 日本人均原油进口量	14
图 19: 中国人均原油消耗量 (进口+自产)	14
图 20: 日本家庭消费支出结构的变化	15
图 21: 日本三大产业就业人口结构变化	16
图 22: 中国三大产业就业人口结构变化	16
图 23: 日本三大产业间人均 GDP 之比	16
图 24: 中国三大产业间人均 GDP 之比	16
图 25: 日本家庭收入和企业利润的同比变化	17
图 26: 日本失业率	18
图 27: 日本全行业的劳动生产率	18
图 28: 日本部分城市相对全国平均工资的变化	18
图 29: 中国部分省份相对全国平均工资的变化	18
图 30: 日本不同规模的企业合同现金收入差异	19
图 31: 中国不同企业类型平均工资的差异	19
图 32: 日本居民, 企业, 财政收入占比变化	19
图 33: 中国居民, 企业, 财政收入占比变化	19
图 34: 日本 CPI 中农渔业和工业品价格指数同比增速	20
图 35: 中国农产品和工业品出厂价格指数	20
图 36: 日本国际收支经常账户余额	22
图 37: 中国国际收支经常项目余额	22
图 38: 日本进(出)口/GDP	22
图 39: 中国进(出)口/GDP	22
图 40: 日元汇率与贸易条件	24
图 41: 人民币汇率与贸易条件	24

图 42: 日本外汇储备 (百万美元)	24
图 43: 中国外汇储备 (10 亿美元)	24
图 44: 日本的投资/银行存款存量比	26
图 45: 中国固定资产投资/银行存款存量比	26
图 46: 日本家庭储蓄率和家庭房地产负债/家庭储蓄	26
图 47: 中国个人住房贷款总额/储蓄总额	26
图 48: 日本中央财政盈余 (赤字) /GDP	27
图 49: 中国财政收支差额/GDP	27
图 50: 日本财政支出和税收规模	28
图 51: 中国财政支出和税收规模	28
图 52: 日本中央财政支出 (含国债偿还) 同比	30
图 53: 中国财政支出与国债偿还总额同比	30
图 54: 日本国债依存度	30
图 55: 中国国债依存度	30
图 56: 国债负担率	31
图 57: 中国国债负担率	31
图 58: 日本经常性支出结构	32
图 59: 中国经常性支出结构	32
图 60: 日本中央财政一般性支出结构变化	32
图 61: 日本财政一般会计支出中社保关系费的结构变化	32
图 62: 日本 65 岁以上人口占比和人口出生率	33
图 63: 中国 65 岁以上人口占比和人口出生率	33
图 64: 日本厚生年金和国民年金支出/GDP	33
图 65: 中国养老保险支出/GDP	33
图 66: 日本厚生年金和国民年金支出之和/60 岁以上人口	34
图 67: 中国养老保险支出/60 岁以上人口	34
图 68: 日本财政一般会计支出中公共事业的结构变化	34
图 69: 日本财政投融资支出结构	34
图 70: 中国财政支出结构一 (截至 06 年)	36
图 71: 中国财政支出结构二 (截至 06 年)	36
图 72: 中国社保支出结构	36
图 73: 中央财政支出结构变化 (10 年为预算值)	36
图 74: 日本不同规模的城市人口占比	41
图 75: 日本城市, 乡村个数变化	41
图 76: 日本住宅和工业用地面积变化	41
图 77: 日本月度钢铁产量	41
图 78: 日本城市人口占比变化	42
图 79: 中国城市人口占比变化	42
图 80: 日本公路和铁路里程密度变化	43
图 81: 中国公路和铁路里程密度变化	43
图 82: 转移支付前日本中央和地方财收 (含债) 占比	44
图 83: 转移支付前中国中央 (含国债) 和地方财收占比	44
图 84: 考虑转移支付后的日本中央和地方支出比例关系	45

图 85: 中国中央本级财政和地方财政经常性支出占比	45
图 86: 日本国税和地税比较	45
图 87: 中国国税和地税比较	45
图 88: 日本地方财政收入构成	46
图 89: 中国地方财政收入构成	46
图 90: 日本中央财政支出占比	46
图 91: 中国中央财政支出构成	46
图 92: 日本地方政府长期债券和短期债券/经常性支出	47
图 93: 日本中央和地方债券和贷款金额	47
图 94: 日本财政投融资结构图	48
图 95: 日本财政投融资总额/中央财政一般会会计支出	50
图 96: 日本财政投融资总额/GDP	50
图 97: 中国地方投融资平台结构图	52
图 98: 已经公布的土地出让金规模	54
图 99: 日本财政投融资资金来源 (%)	58
图 100: 中国预算外收支与预算内收支比较	58
图 101: 日本私人 and 国有土地面积	59
图 102: 中国政策性银行年度新增贷款	59
图 103: 日本地价同比变化	63
图 104: 日本土地交易宗数变化	63
图 105: 日本房地产存货同比	64
图 106: 日本房地产开发长期贷款增速	64
图 107: 日本主要利率	67
图 108: 中国存贷款利率	67
图 109: 日本 M1 和 M2	68
图 110: 中国 M1 和 M2	68
图 111: 日本失业率	68
图 112: 日本工业产能利用率指数	68
图 113: 日本政府和民间实际投资增速	68
图 114: 中国房地产开发投资和贷款比重	68
图 115: 日本 CPI 和 PPI	69
图 116: 中国 CPI 和 PPI	69
表 1: 1973 年日本主要工业产品在世界上所占的地位	9
表 2: 日本主导产业的历史演变	10
表 3: 日本工业品输出的结构变化 (%)	12
表 4: 日本重要产业在工业新增投资的占比变化	13
表 5: 1961-1970 年主要资本主义国家的劳动生产率和劳动工资增长率	17
表 6: 减税额对自然增收额的比例	28
表 7: 过渡期的福利措施	31
表 8: 社会保障关系费规模 (%/GDP) 比较	35
表 9: 东京 70KM 城市半径人口密度分布 (人/平方公里)	43
表 10: 大阪 50KM 城市半径人口密度分布 (人/平方公里)	43
表 11: 日本财政投融资资金用途变化 (%)	49

前言：过渡期的确立

回顾 2009 年中国经济的复苏之路，我们观察到的是宽松货币政策下信贷创纪录的高增长，由此促动货币供给 M1 和 M2 同向高增长，推动以国企主导的投资全面增长。在这一系列增长的背后，积极的财政政策无疑扮演着幕后推手的作用，成为主导 2009 资源配置当仁不让的主角。主要表现在，一者，扩张性的财政投资需求，09 年国有及其控股企业的固定资产投资累计投资同比为 35.2%；而全部固定资产投资累计同比为 30.5%；其中，有三个方面的政策尤为突出，首先是对于房地产开发项目自有资金比例的下调，土地出让金缴纳的宽松，保障性住房的大幅增长，其次，新开工项目的迅猛扩张，为配合中央的积极财政政策，通过地方融资平台，大量的信贷资金进入，导致地方投融资平台信贷风险的积聚。再次，对于以低碳和物联网等新兴产业的支持。二者，扩张性的消费政策，主要是对于通过对生产企业和私人消费者以财政补贴的方式以促进消费需求，典型的表现居民购房的税费优惠政策，汽车下乡和家电下乡政策。整体性的财政扩张政策最终表现为财政赤字创历史新高，新增国债 1.79 万亿，为历史次高。

我们一直以来都以日本经济发展路径作为中国经济进步的参照物，认为当前中国的发展阶段类似于高速增长后期的日本，即 65 年-70 年间，处于从经济起飞阶段的后期，到走向成熟阶段的过程。2008 年的全球性危机带来的经济衰退堪比甚至超越 74 年的全球性危机，按照当时日本的发展趋势，从 75 年的复苏开始，经济从高速增长的轨道切换到了低速增长的路径。09 年时，我们曾经期待利用这样的一个历史性的契机，通过一系列的制度安排，中国能够实现增长方式的转变，但是，一年以来前所未有的宽松货币财政刺激下的中国经济，高速增长的势头并没有停顿的迹象，地产泡沫也是以一种前所未有的力度在膨胀，中国的发展路径已然偏离了我们原先的期待，并没有开启低速增长之路。自然，我们对于当前发展趋势的思考必须做出一定的调整，转变到对于过渡期的认识上来，即对应于日本的 71-74 年时期。

我们之所以认为中国当前的发展阶段仍然处于过渡期，即由高速增长切换到低速增长时期，并不仅仅是由于 GDP 还保持了 8% 以上的增速，这更是一个结果而不是原因，最主要的原因有两个。第一个是从主导产业变化的角度，类似于过渡期的日本，这一时期，新的主导产业还没有接过增长动力的接力棒，而旧的主导产业的势力还有增长空间，这样的增长空间一方面有赖于宽松货币政策对于民间投资的刺激和误导，另一方面，依靠的是政府扩大支出带来的需求。高速增长时期的日本，从战略的高度看，追求赶超欧美，寻求经济自立。遵循的主要策略是“贸易立国”，具体措施是通过引进消化先进技术，进而通过规模化的投资方式扩大生产，从而实现规模效益，形成以重化学工业为主的主导产业。利用相对低廉的劳动力成本和当时非常低廉的能源与铁矿石成本，再加上对于产品质量的苛求，形成强有力的国际竞争力，从而扭转持续的国际收支赤字，实现经济自立的同时，提高居民的收入和生活水平。对比日本，当前的中国倚重“重化工”投资的趋势并没有出现下降的迹象，且有加强的趋向，以电子机械为代表的低耗能的科技型产业尚不足以取代传统高耗能产业地位。低碳产业和物联网产业更是处于起步阶段，尚需政策的扶持。

第二个是从第一个派生而来，从积累和消费的关系角度，过渡期是一个完成从投资主导向消费主导的切换期。70 年代初的日本过渡期，在整个 GDP 的构成中，居民的消费占比从低点开始缓慢上升，同时，民间投资占比虽然仍在高位，但下降的趋势开始出现，截至 2009 年，中国的居民消费占比处在低谷，民间投资占比仍在上升，并没有出现下降的苗头，在可以预见的 2010 年，这个趋势不会改变。根据经济学人组织预测，中国高投资的现状可能要持续到 2015 年。而且，从当前的数据来看，我们并没有看到第三产业中的哪个部分在 GDP 中

的占比有上升的趋势，服务经济的落后，从另一个角度表明消费的低迷。

另外，与过渡期的日本相比，我们面临着类似的压力。这些压力来自自身增长的产业结构性矛盾；来自国际竞争力增强后，作为大国必然会面对的贸易摩擦，以及由此催生的本币升值压力；来自自然的约束与惩罚，旧有的追求规模效益的以重化工业为导向的产业结构带来的是资源消耗的快速增长，以及由此而来的资源品价格的大幅上涨，同时，环境的压力也在逼迫产业必须转型。后面我们将会详细讨论这些问题。

在 2010 年的春天，“保增长，调结构，防通胀”成为今年宏观政策目标，积极财政政策将继续实施，之所以要讨论中国的财政政策，主要是想关注去年以来的财政政策的可持续性与潜在的问题。同时对于未来可能的政策走向有所判断，当然，我们的判断不会只局限于财政问题，而是通过财政这样的一个窗口，希望能够对于中国宏观经济和结构性的矛盾有更多切实的理解和把握。

图 1：日本实际 GDP 同比增速

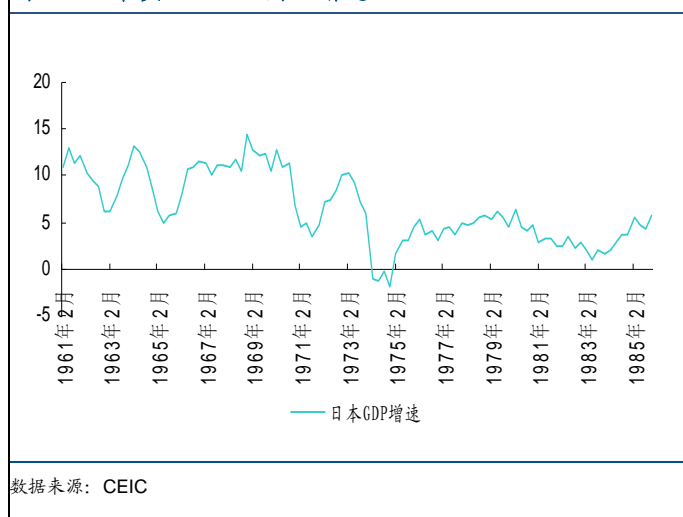


图 2：中国实际 GDP 累计同比增速

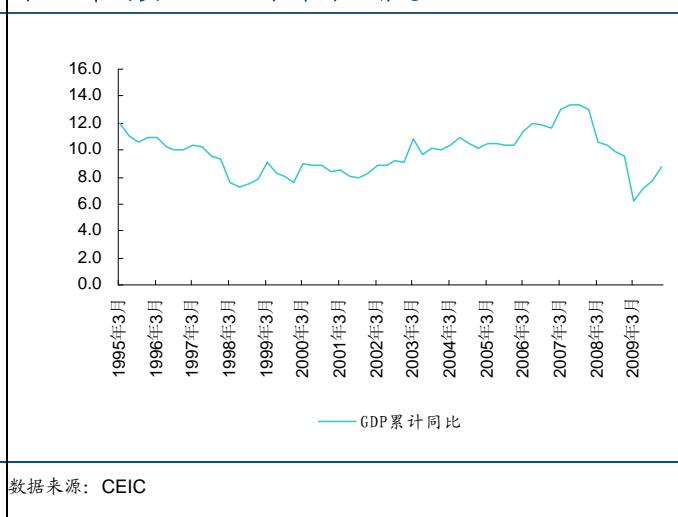


图 3：日本投资/GDP

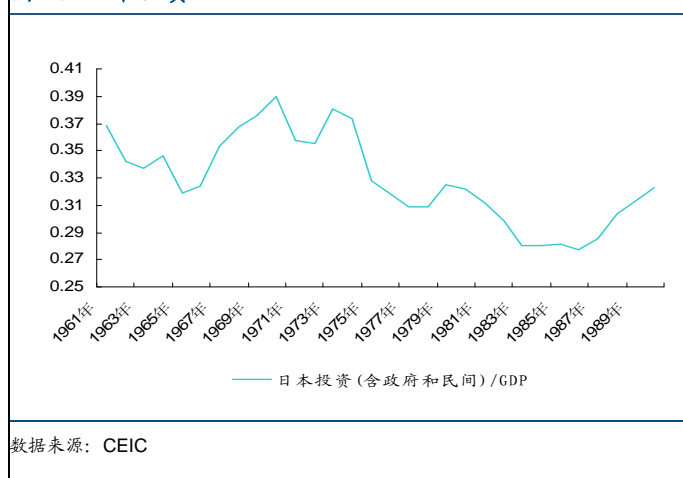


图 4：经济学家关于中国固定资本形成的预测

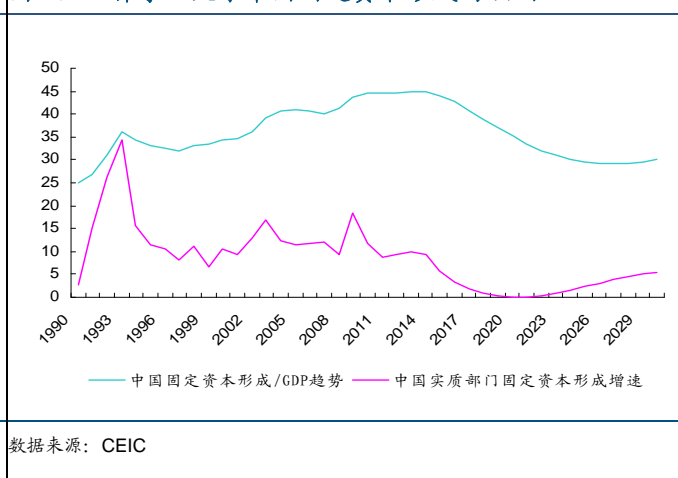
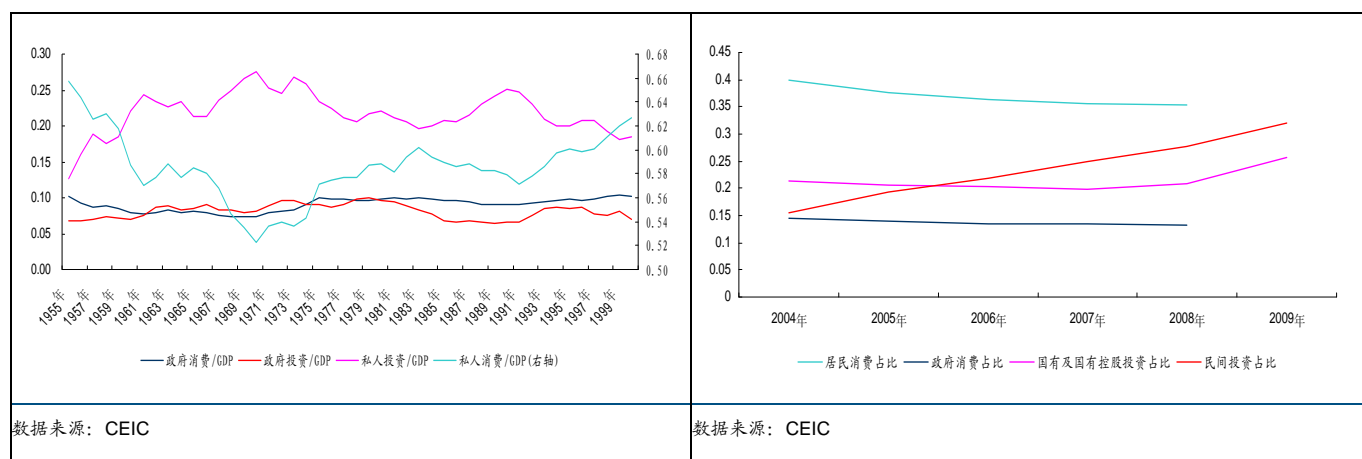


图 5：日本民间和政府投资与消费变化



图 6：中国民间和政府投资与消费变化





在对中国的财政问题讨论中，我们还是延续一贯的思路，即通过对比日本在过渡期的财政变化来展开对于中国财政问题的思考，任何国家的财政政策都不是孤立的，都是在特定发展阶段下的选择，因此，对于财政背景的分析成为本文重要的组成部分而不可或缺，对于财政背景的分析，我们将主要集中在当时所面对的发展压力上。在搞清楚了所面对的问题后，再逐步展开对于财政政策和措施的讨论。

在展开讨论的过程中，我们也必须注意中日财政的一些制度性差异，一者，我们能看到的统计数据基本上是预算内的收支，而对于预算外的收支和制度外收支却少有涉及。预算内赤字不允许货币化，但预算之外的赤字呢，虽然央行也不会为预算外的赤字直接买单。二者，中国目前的财政债务内涵，与国际通常意义的“公共部门债务”差距甚远，基于国有背景的银行系统的坏账风险与隐性养老保险债务在中国并没有考虑进去。

经济增长特点体现在当时特殊的宏观经济政策。在整个日本经济的高速增长期（1955-1970），宏观政策总体可以概括为，在国际收支及其他制度制约下实现增长率的极大化，增长是在遵循多种制约和规则的环境中实现的。而在过渡期，日本采取了积极的货币和财政政策，这些政策体现出日本当时面临的主要压力。一者，以列岛改造计划为代表，力图解决以往的产业结构矛盾，鼓励和扶持新兴节能低耗高附加值的产业。二者，力图维持内外均衡，改变持续国际收支黑字，转变到主要依靠内需（国内消费与投资）的增长来实现高速增长。三者，在货币政策上，流动性过少与“过量放款”并存的局面开始改变。四者，改变“经济大国，福利小国”，从而有利于内需的启动。日本在70年经济总量已经是世界第二，仅次于美国，经济增长的总体目标已经实现。在日本经济高速增长的后半期，环境改善和国民生活质量提高的问题日益受到重视。五者，力图维持“小财政，大财投”的财政收支策略。似乎看起来，日本的财政政策与凯恩斯主义相距甚远，其实不然。下面我们将分别从这些角度来讨论。

主导产业的过渡：从资本密集型到知识密集型的必然性

就总体经济规模，日本GDP在1966年超过法国，67年超过英国，68年超过西德，成为资本主义国家中第二大经济大国，至少在经济规模上，已经实现了赶超欧美的目标。就生产能力来看，过渡期的日本已经是众多工业品产量的领先者。

表 1:1973 年日本主要工业产品在世界上所占的地位

产品	粗钢	电力	水泥	橡胶	纸浆	化肥	小轿车	造船	电视机	合成纤维
世界位次	3	3	2	2	3	4	2	1	1	2

数据来源：长江证券研究部整理

日本高速增长结果之一是，在大部分的经济技术领域，基本消除了同欧美发达国家的差距，高速增长时期，日本将引进的技术通过大规模的设备投资迅速推广开来，以规模效应的形式大幅提高了劳动生产率，抵消了工资上涨的负面压力，保持了日本产品低成本的竞争优势。但是，这样技术吸收模仿的方式，在日本成为第二大经济体后，原有主导产业增长的空间已经不足以支撑高速发展。

以往依靠低劳动力成本和低廉原材料加工出口的一般机械，化工和钢铁这样的主导产业随着产能的过剩以及韩国等新兴经济体的崛起，竞争优势不再明显，从而导致了主导产业投资动力的放缓，表现为日本 71 年 GDP 增速的快速下降。过渡期，原来的主导产业在积极财政和货币政策刺激下仍然挣扎前行，而新的主导产业优势还没有显著的体现出来，日本原有重化工主导产业的退出，最终是以 73 年大宗价格暴涨下矛盾的集中爆发实现。

经过过渡期，高速增长时期担任主导产业的重化学工业，逐渐让位于“知识密集型产业”。实现从技术的吸收模仿到技术创新的转变，实际上是实现了产能过剩行业到新的增长动力的转变，工业新设备投资的重点，逐渐从以往原材料生产为中心的大型具有规模经济的产业，转移到以产品开发和加工为目的的机械产业系统的形成上。这种投资重点的转移，有两方面的原因，一者，这些行业盈利能力不再主要取决于规模，有利于减少人力成本的压力，二者，这些新兴产业本身适应了全球技术变革的要求，对于能源和原材料的节约以应对油价等原料价格的上涨，因此有着巨大的国内外需求增长空间。结果是，日本制造厂家逐渐将原有的重化工主导产业，钢铁，水泥，造船，石化等的生产基地的一部分转移到海外，在国内，则转向以计算机和电子学有关的所谓轻薄短小型产品领域，医药品等精密化学为代表的知识密集型产业。

表 2：日本主导产业的历史演变

时期	主导产业变迁
50 年代	化学、钢铁、电气机械、一般机械、运输机械（造船）
60 年代	运输机械（轿车）、一般机械、电气机械（家电）、化学、钢铁
70 年代	电气机械（电子计算机）、运输机械（轿车）、一般机械、化学
80 年代	电气机械（通信设备）、运输机械（轿车）、一般机械、化学

数据来源：BLOOMBERG, CEIC

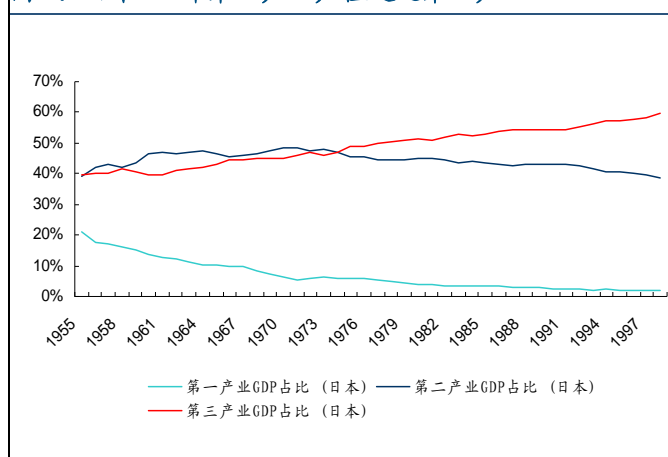
主导产业的过渡：产出结构的变化

产业结构的调整明显的体现在产出结构的变化上，在日本 GDP 构成中，制造业的占比在 70 年达到顶峰 37.5%，之后逐渐回落并在 75 年后降到了 30% 左右。制造业占比的快速下降，主要是由于制造业内部结构性的转变，一方面，70 年之后，化学工业，纺织工业和一般机械比重下降，但是，由于基本金属和交运机械的占比仍然处于上升的趋势，导致 71-73 年制造业的占比仍然保持在高位水平，而从 75 年开始，基本金属和交运设备先后出现下降从而导致了整体制造业占比的快速下降。另一方面，电气机械的占比在 75 年之后出现了明显的上升。在制造业占比下降的同时，第三产业中房地产的占比则从 70 年的 8.4% 上升到 75 年

的 8.8%，服务业从 10% 上升 11.7%，第三产业产值整体占比在 74 年超过第二产业，从此，二者的分化趋势显著。

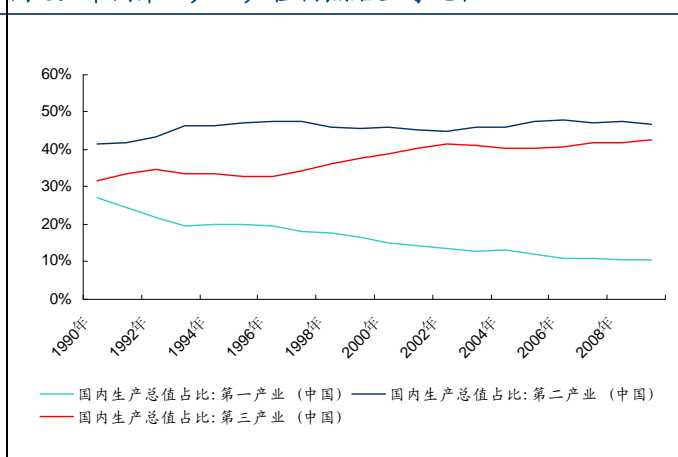
这种产业结构的变化给日本带来三个影响，一者，结构性萧条行业产业群的产生，实际上就是原有主导产业的萧条，主要包括炼铝业，平炉电炉炼钢，合成纤维，铁合金等高耗能的原材料加工业，要求其处理过剩产能，政府为处理过剩设备提供债务担保而设立专门基金；二者，出口结构的巨大变化及导致的贸易摩擦，机械出口成为主导；三者，工业投资额占比的变化，宏观物质资本的适应性上升，扩大生产所需要的投资，无论从物理上或是金额上，都只需要比以前更少量，这是日本投资占比下降来自产业结构变化的原因。

图 7：日本 74 年第三产业产值超过第二产业



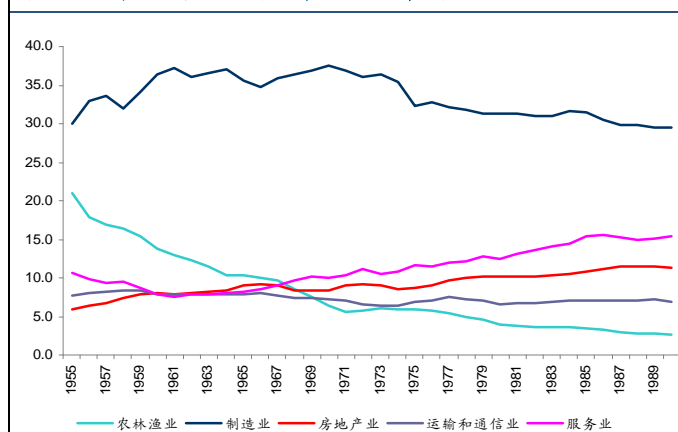
数据来源：CEIC

图 8：中国第二产业产值仍然居主导地位



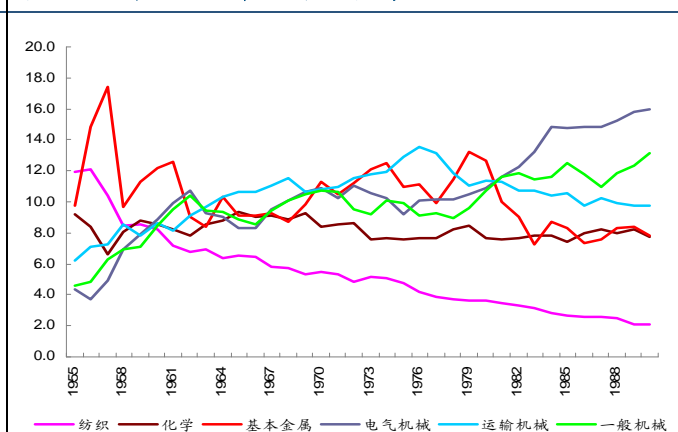
数据来源：CEIC

图 9：日本主要大类行业在 GDP 中的比重



数据来源：CEIC

图 10：日本制造业中主要子行业产值比重



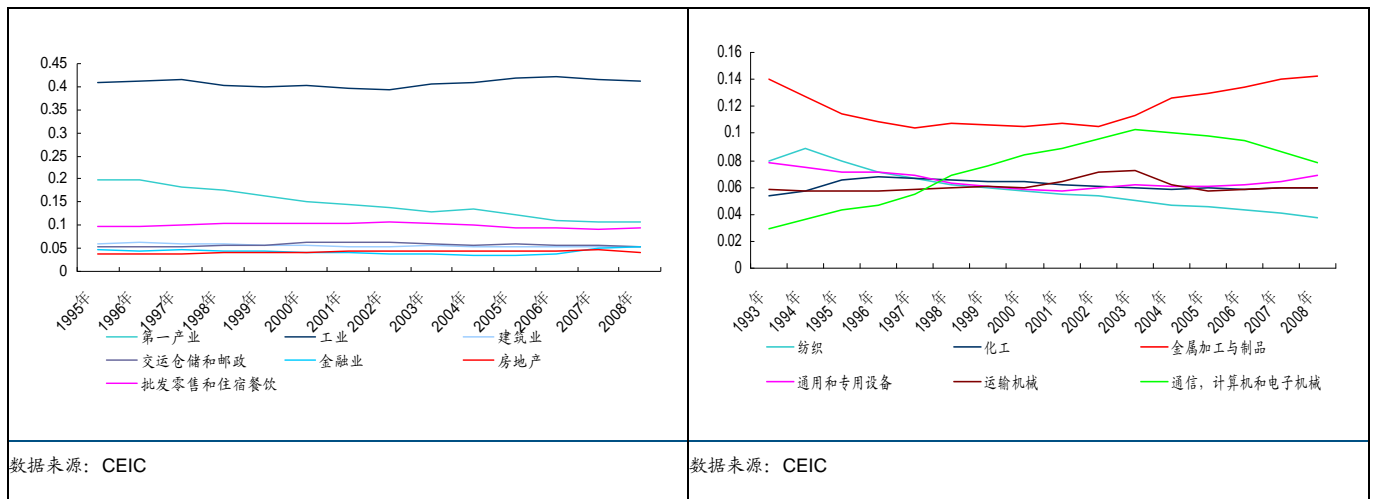
数据来源：CEIC

图 11：中国主要产业产值在 GDP 中的比重



图 12：中国制造业中主要子行业总产值比重





从产值结构的角度来看,与过渡期的日本相比,虽然,中国第三产业中并没有明显崛起的行业,日本在 74 年,第三产业产值占比超过第二产业。而中国第二产业仍然占据主导地位,并没有下降的趋势,但是,第三产业的产值占比与第二产业在接近的趋势却是明显的。再从制造业工业总产值的结构来看,金属加工与冶炼行业占比不但没有降低,而且成为比重最大的,达到 15%,而通信,计算机和电子行业的总产值占比却出现了明显的下滑态势,占比从 03 年的 10.2% 下降到 08 年的 7.7%。同时,化学原料与制品行业的占比则保持了稳定的比例,并没有出现下降。也即是说,中国“重化工”为主导的产业结构,从并没有发生明显的转变,而且在加强。这是中国高投资格局仍然可以持续的重要结果。

主导产业的过渡: 出口结构的变化

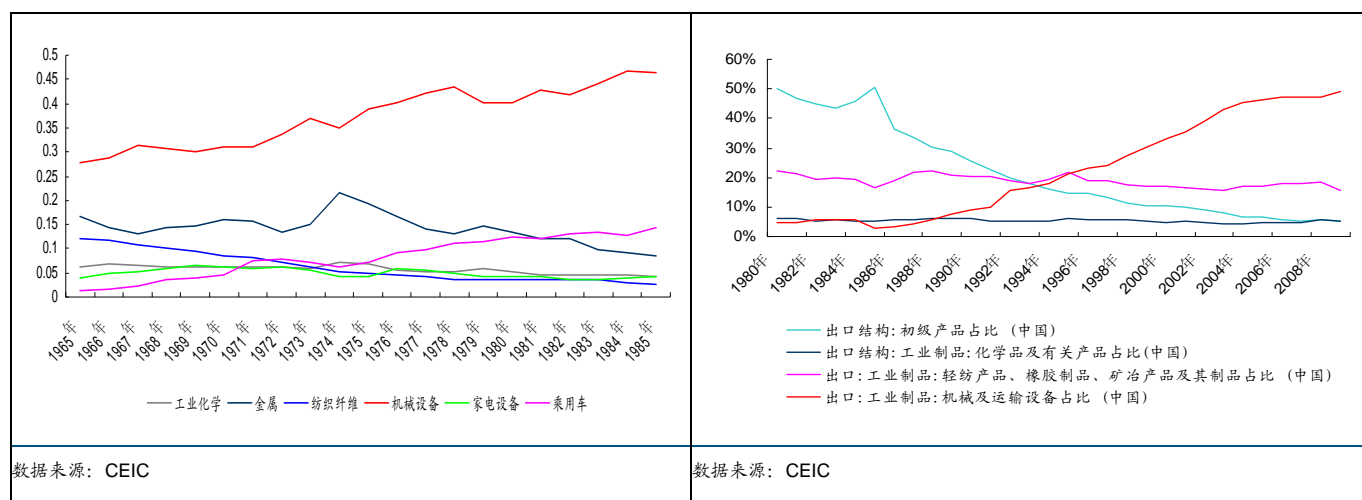
从出口额的结构的变化来看,中国机械及运输设备出口占比已经达到了 50%,而日本在 71 年时,机械设备和乘用车的出口占比为 38%,76 年时达到 50%,整体上升的趋势非常显著,日本出口结构的变化充分体现了日本主导产业的变动;日本在 71 年的化工出口占比为 6%,中国 2009 年为 5.2%;过渡期,日本出口占比变化最剧烈的是金属及其制品,虽然从更长的时间来看,这部分的占比是下降的,但是,从 72 年的 13% 上升到 74 年的 21%,主要得益与这一时期,金属价格的大幅上涨。而中国并不是一个加工出口金属的国家,金属主要还是以内需为主。虽然中国出口结构的变化并不能说明我们的主导产业已经发生了根本的转变,但是,至少表明这种转变正在发生。

表 3: 日本工业品输出的结构变化 (%)

日本工业品输出的结构变化 (%)								
	加工食品	纤维品	木制品	杂品	陶瓷	化学品	金属品	机械
1961-1965	3.6	21.8	1.5	8.4	3.8	10.1	18.2	32.6
1966-1970	2.4	14.1	0.8	6.8	2.5	12.7	18.1	42.6
1971-1975	1.2	8.6	0.5	4.2	1.4	13	17.9	53.2
1976-1980	0.7	5.3	0.2	3.3	1.2	9.8	14.4	64.9

数据来源: 长江证券研究部整理

图 13: 日本出口结构的变化	图 14: 中国出口结构的变化
-----------------	-----------------



主导产业的过渡：投资结构的变化

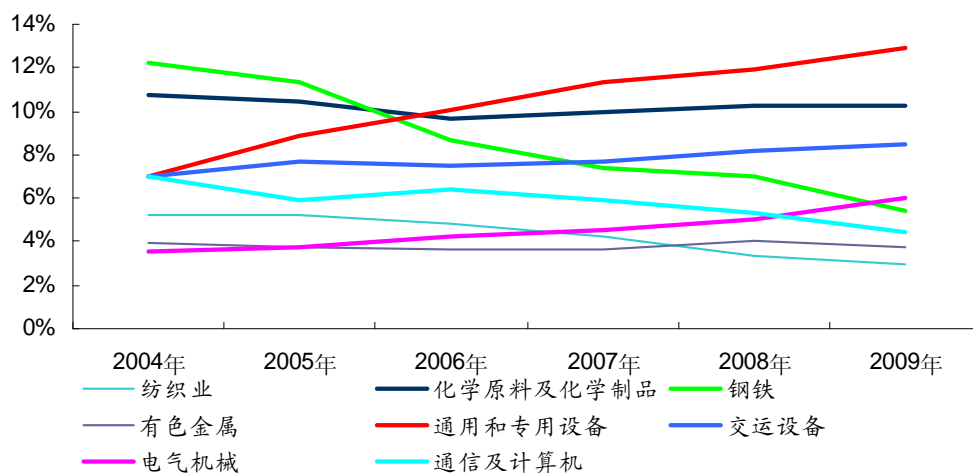
从投资结构的变化来看，过渡期前后日本新增投资中，化学和钢铁为代表的重化工业呈现明显的下降趋势，而机械设备的投资占比则稳步的上升。从制造业固定资产投资的结构变化来，更能印证我们对于中国产业结构正在转型的判断，固定资产投资增长显著的行业都集中在中游的机械制造行业，包括通用和专用设备，电气设备，交运设备。通信，计算机和电子设备，由于本身不属于重投资的行业，所以固定资产投资占比呈现了下降趋势。钢铁行业的固定资产投资占比是下降最快的，纺织其次。但是，化工行业的占比仍然保持平稳。

表 4: 日本重要产业在工业新增投资的占比变化

	食品、纤维	化学、钢铁	一般机械、电气、精密仪器
1955-1964 年平均	14	37.1	15.3
1965-1974 年平均	12.2	29	15.6
1975-1984 年平均	10.3	23.5	23.6

数据来源：长江证券研究部整理

图 15: 中国制造业主要子行业固定资产投资占比



数据来源: CEIC

中日工业化进程的差异: 旧主导产业生存空间的不同

人均大宗商品消耗的差异: 中国的提升空间和资源约束

衡量工业化进程的方式很多, 我们这里将通过人均大宗商品的消耗量来加以度量, 相比用城市人口占比得到的城市化率, 这样的度量更能体现一个国家工业化进程的实质。

当前中国的人均钢铁产量和铜产量还不足日本过渡期的一半。人均原油的消耗只有日本顶峰时期的 1/7, 如果仅仅从人均产量来看, 未来的增长空间仍然很大。这也是我们认为, 中国当前以重化工为主导的投资结构仍然可以维持较高增长的原因, 但是, 问题在与 70 年时的日本城市人口占比已经是 72%, 处于城市化进程的晚期, 而中国目前的城市化率也就 46.6%, 如果继续维持当前的增长方式, 钢铁产量年同比增长超过 15%, 5 年内就可以达到日本顶峰时期的水平, 5 年后的城市化率也只有 51%。如此看来, 我们认为, 尽管最终中国的人均钢铁产量很可能会达到甚至超过日本的水平, 但就目前来看, 问题在于产能的扩张已经超过了城市化的发展水平, 也就是说, 我们认为, 未来中国的钢铁产量在目前的基础上再扩大一倍也是相对确定的事, 目前的问题是产能的扩张相对城市化过快带来的产能相对过剩, 当然, 产能过剩的结论, 实际上大家早都看到了, 短期来看, 过剩的产能必然会压制钢铁行业的发展, 在淘汰过剩产能的政策指导下, 出现增长放缓是可能的, 但是, 在未来, 很可能还会面临产能紧张的阶段。

这里面隐含的另一个问题是, 中国当前的增长方式, 未来会面临非常严重的资源制约, 如果不出意料, 保守估计 10 年后, 中国的钢铁和原油产量在目前的基础上再扩大一倍, 将会对全球大宗商品的供需带来怎样的冲击呢, 因此, 从这个角度出发, 继续看好大宗商品的未来又有什么错呢。也就是说, 我们认为, 未来大宗的价格在目前的基础上再上涨 1 倍以上并不是什么不可能的事。同时, 增长方式的转变也将会变得刻不容缓, 以减少对于重化工业依赖的新兴产业必须尽快发展, 尤其是新能源产业。

图 16: 日本人均生铁, 粗钢和铜产量

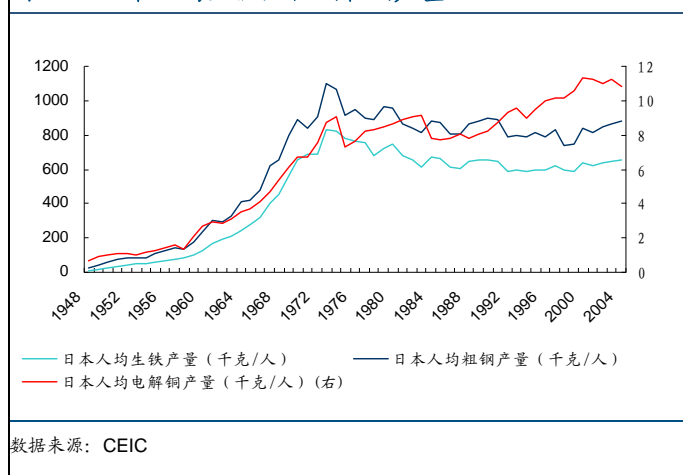


图 17: 中国人均钢铁和铜产量

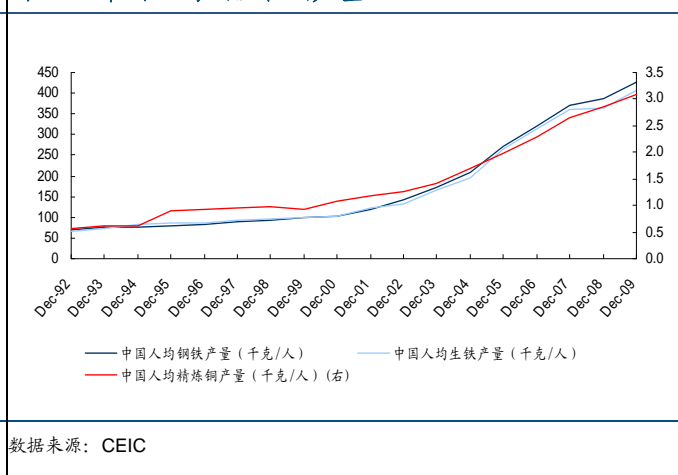
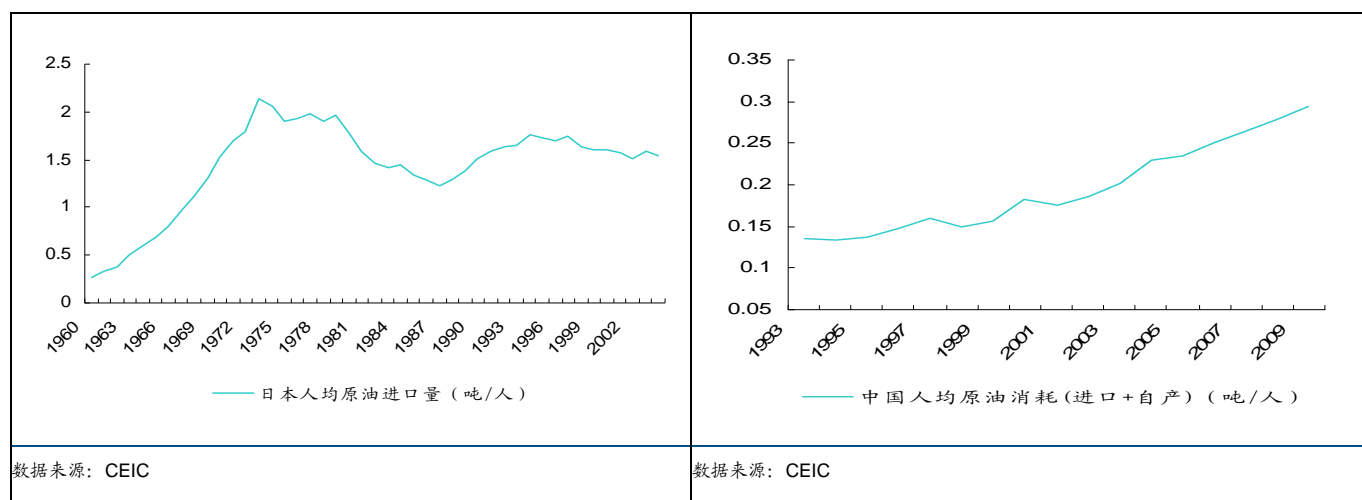


图 18: 日本人均原油进口量



图 19: 中国人均原油消耗量 (进口+自产)

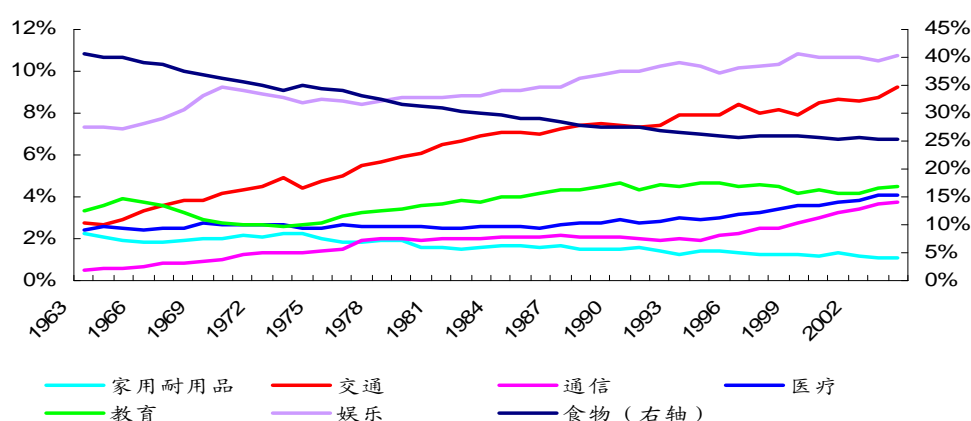




人口就业结构的差异：产业间劳动生产率差异

伴随产业结构的调整，日本三大产业的就业人数发生了明显的转移，从 1970 年到 1975 年，第三产业的就业人数大约增加了 300 万，第三产业中人数增长最快的是金融地产保险和零售餐饮，增加了 150 万人，在总就业人口中的比重从 70 年的 22.4% 上升到 75 年的 24.8%，其次是服务业，增长了 100 万人，占比从 14.7% 上升到 16.3%。第二产业增加了 135 万人，但制造业人口占比在 73 年达到顶峰的 27.4%，之后下降到 75 年的 25.7%，而第二产业中的建筑业占比则从 7.7% 上升到 9.2%。第一产业减少了 300 万人。这种向第三产业的转移，表明家庭开销和企业支出向与服务有关的行业转移：在家庭开支方面，教育，娱乐，医疗，交通的支出比例在增大，而企业则增加了在有关信息化的研发开支和市场调研推广费用，这种动向，被称为“服务经济化”，与过渡期为改善生活环境，提高生活质量而增加的公共服务支出有直接联系。

图 20：日本家庭消费支出结构的变化

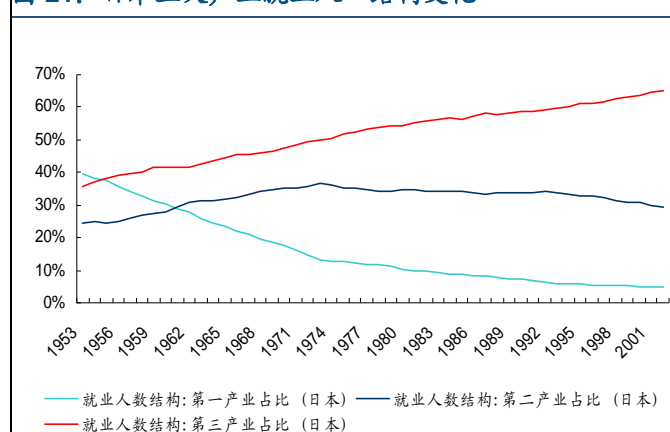


73 年的日本人口分布是个重要的转折点，与此相比，中国当前的就业人口中，从事第一产业的人口虽然在快速的下降，但占比仍达到了 40%，而相应产值占比只有 10.6%；而 73 年的日本人口与产值占比分别为 13.4% 和 6%；中国从事第二产业（制造业和建筑业）的人数占比达到了 27%，相应的产值占比为 47%；日本在 73 年这一比值分别为 36.6% 和 48%；

中国当前从事第三产业的人口为 33%，相应产值占比为 43%；而 73 年的日本分别为 50% 和 46%。我们会看到，相对于产值的差异，中国当前与转折时期的日本差异更多的体现在人口就业结构上。而人口就业结构的变化将会深刻影响产业间的生产效率。如果以 73 年的日本为参考，中国第二产业的产值占比也基本达到极致，而第二产业人口占比的增长仍有空间，这也意味着，未来第二产业生产效率将相对放缓。

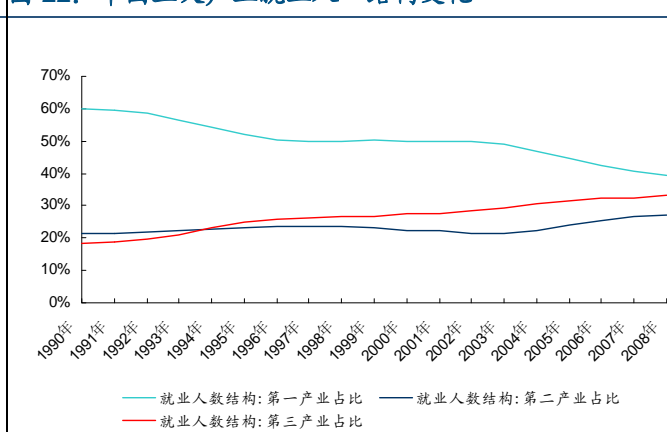
再从产业间人均产值（GDP）的变化来看，一者，75 年前的日本，人均产值是一个加速上升的时期，75 年之后增速放缓，这与整体 GDP 的放缓有关，而当前，中国各产业的人均产值仍然处于加速上升的阶段。二者，长期来看，日本产业之间人均产值之比并没有缩小的趋势，劳动生产效率的增速趋近，尽管中国在 2003 年后第二产业与第一产业人均产值之间的差距开始缩小，但仍然是日本的 2 倍，劳动生产率差异是非常显著的，第二产业的劳动生产率仍然是相对较偏大，这也意味着，一方面，第二产业投资增长仍然具有吸引力。劳动生产率在大类行业间的巨大差异也是支持当前主导产业继续高增长的重要原因，另一方面，农业劳动力供给的相对剩余仍将是未来很长一段时间的现实，劳动力的转移仍然是以从农村向城市的转移为主，还没有到了从城市向城市转移的时代。

图 21：日本三大产业就业人口结构变化



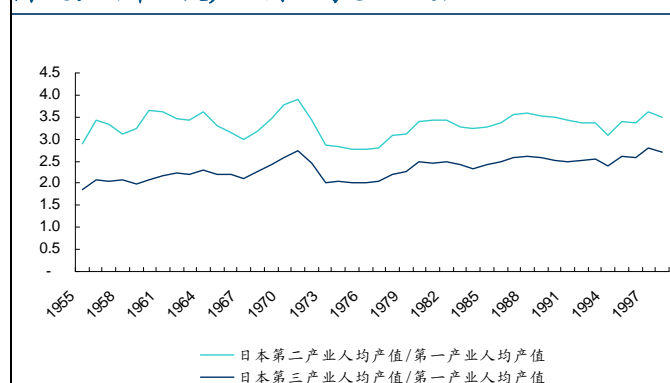
数据来源：CEIC

图 22：中国三大产业就业人口结构变化



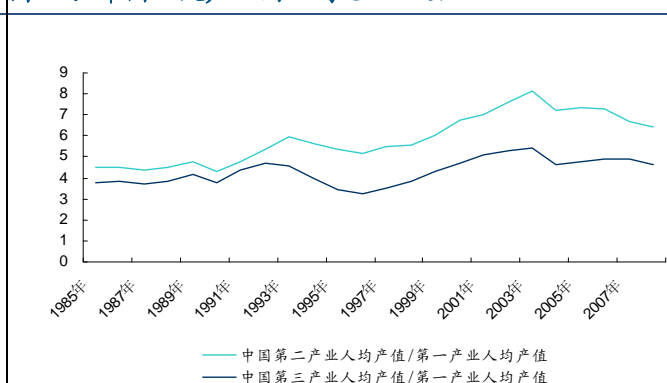
数据来源：CEIC

图 23：日本三大产业间人均 GDP 之比



数据来源：CEIC

图 24：中国三大产业间人均 GDP 之比



数据来源：CEIC

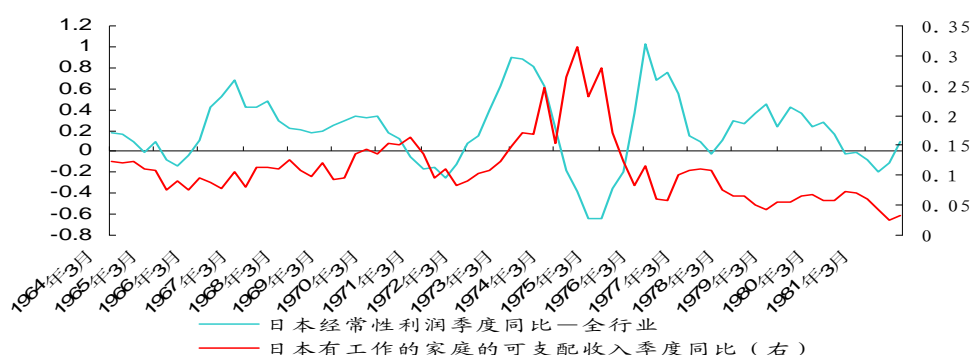
劳动力成本的差异：收入分化的动力仍然存在

日本林直道博士曾明确指出：“作为资本积累的源泉，对日本大企业迅速增长起决定作用的是日本固有的低工资和廉价的劳动力—高积累的背后是低工资。”日本财政收入中所得税尤其是工资所得税所占比重很大，自1965年以来不断增加，往往所得税税收超过法人税税收，使得居民的捐税负担不断提高。

在日本经济内部，同时存在着少数现代化的大型垄断企业和大量非现代化的中小企业。日本国民经济的这种结构状况非常突出，被称为“双重结构”。中小企业普遍处于低工资（一般为大企业的50%左右）、低劳动条件、低技术水平、低生产水平、低积累率状态。在双重结构中，中小企业不得不在大企业的支配和剥削下生存，导致中小企业生产率难以提高。

但是，高速增长后期带来了劳动力紧张的局面，日本劳动力人口中的完全失业率，最高在1955年达到2.5%，1970年是减少到1.2%。考虑到摩擦性失业，日本基本上是完全就业，劳动力的紧张自然引起工资的持续上涨，日本在60年代的劳动工资上涨了是发达国家中最高的（12.2%），只是由于日本劳动生产率的增速也是最高的（11.1%），所以劳动成本并不是最高的。到70年代中期，日本的工资水平已经不低于西欧国家的水平，为日本在75年之后，国内消费占比的增长提供了基础保证。低劳动力的成本优势在日本已经消逝，显然，劳动力的紧张与成本的上升，都在迫使日本原来主导产业竞争优势的丧失，必须寻找新的产业利润增长点。

图 25：日本家庭收入和企业利润的同比变化



数据来源：CEIC

表 5：1961-1970 年主要资本主义国家的劳动生产率和劳动工资增长率

	劳动生产率 (%)	劳动工资 (%)	工资成本 (%)
日本	11.1	12.2	1.1
美国	3.1	4.1	1.0
英国	3.2	6.4	3.2
西德	6.0	8.1	2.0
法国	6.4	8.8	1.6
意大利	6.4	8.7	2.2
加拿大	4.3	5.1	0.8

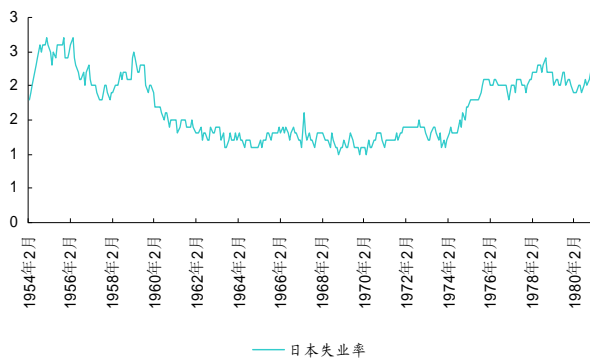
日：林直道：《怎样看日本经济》

同时，劳动力紧张和成本的上升，使日本经济的双重结构在迅速的瓦解，收入分化在缩小，65 年之后，日本不同规模的企业之间的工资差异基本稳定下来，小型企业和中型企业之间的差异基本消失，而大型企业和小型企业的相比则基本保持在后者的 1.3 倍。同时，不同城市之间的工资收入差异在 65 年之后也基本稳定下来，但是之后并没有趋同的趋势。劳动力的紧张，导致农村人口大量外流以弥补城市劳动力的不足，造成了农村的空心化，这一时期，是城市化进程最快的阶段。

工资的快速上涨，也是日本 CPI 在高速增长后期保持 5% 以上的重要原因，过渡期日本居民可支配收入增速一度达到 15% 以上，而且由于工资刚性的存在，因此成为 73 年恶性通胀的重要原因之一。

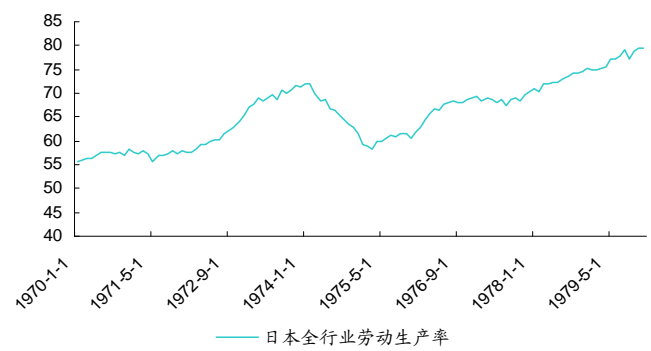
从劳动成本的角度来看，单纯的从工资收入变化的角度来看，中国国有单位的工资水平具有主导性的地位，国有单位与城镇集体单位的平均工资比基本稳定在 1.7: 1，并没有缩小的趋势，但是，股份制，合资企业等其他类型的单位工资与城镇集体单位平均工资趋近。再从区域工资的差异来看，中国当前平均工资差异呈现明显缩小的趋势，但是，根据日本的经验，地区的差异在缩小到一定比例后基本保持稳定。

图 26：日本失业率



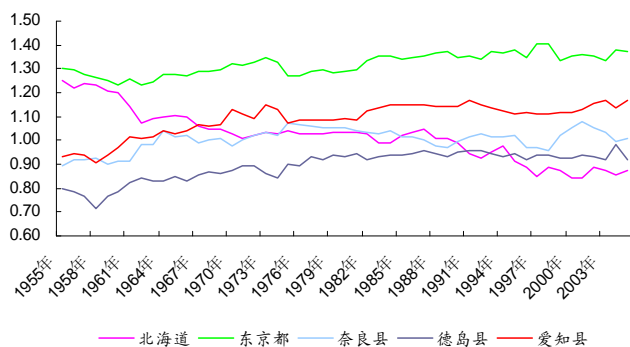
数据来源：CEIC

图 27：日本全行业的劳动生产率



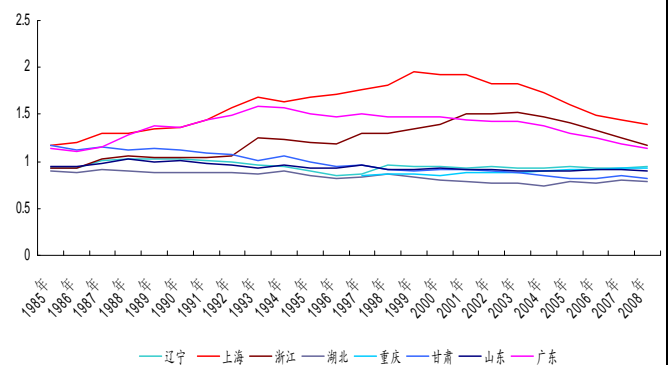
数据来源：CEIC

图 28：日本部分城市相对全国平均工资的变化



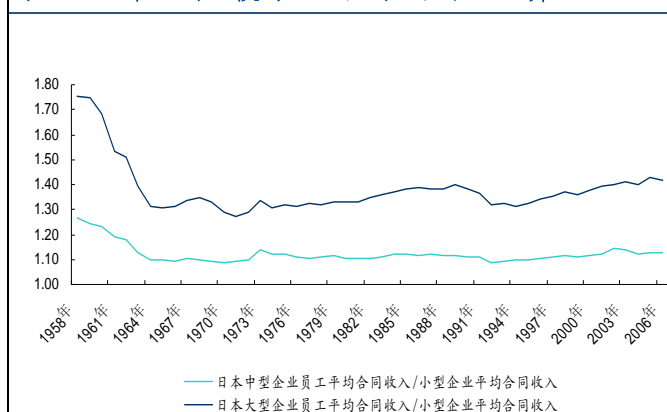
数据来源：CEIC

图 29：中国部分省份相对全国平均工资的变化



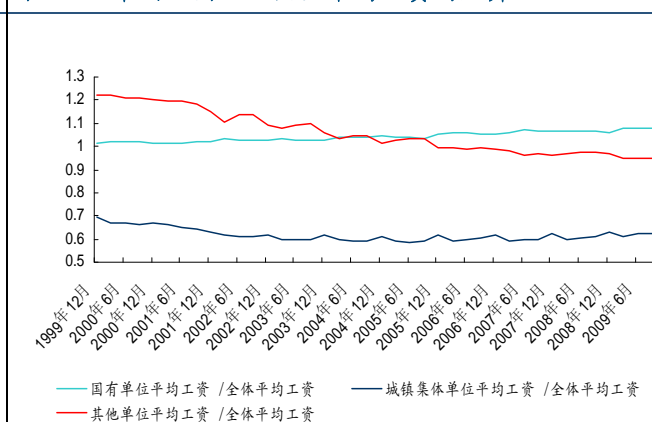
数据来源：CEIC

图 30: 日本不同规模的企业合同现金收入差异



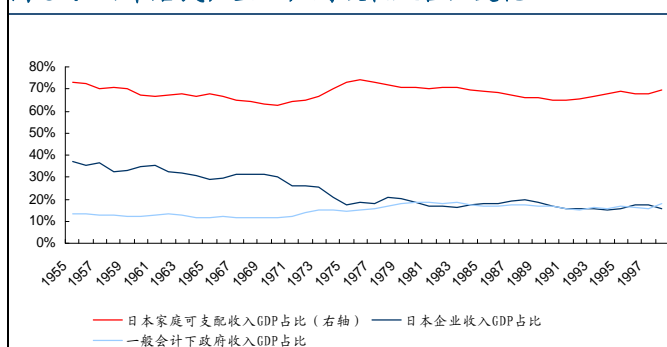
数据来源: CEIC

图 31: 中国不同企业类型平均工资的差异



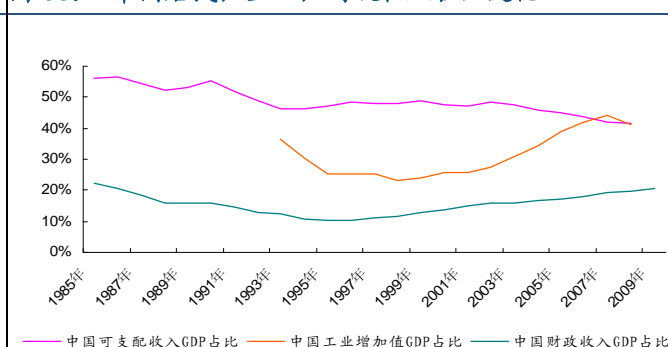
数据来源: CEIC

图 32: 日本居民, 企业, 财政收入占比变化



数据来源: CEIC

图 33: 中国居民, 企业, 财政收入占比变化



数据来源: CEIC

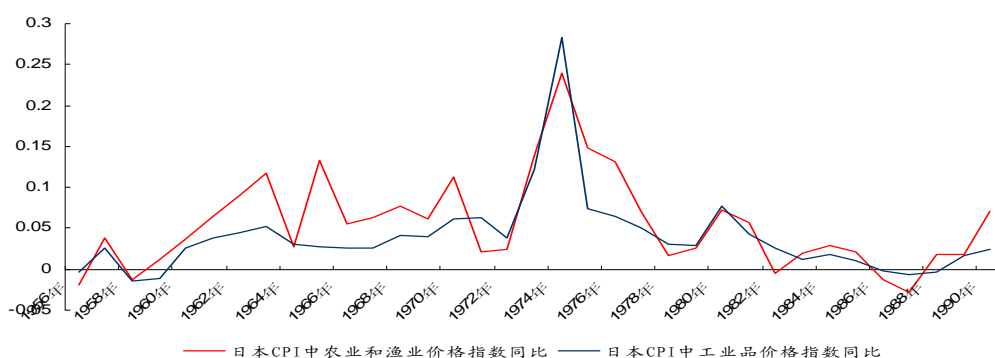
过渡期完成后, 日本居民可支配收入在 GDP 中的比重从 70 年的 64% 上升到 76 年的 75%; 而企业收入占比则从 32% 下降到 20%。日本收入平均化的结果是, 收入向居民倾斜。而中国目前的居民可支配收入的占比只有 40%, 并且还没有看到拐点的迹象, 反过来, 证明中国的收入分化并没有缓和。

这里我们关心的是, 劳动力的成本是否已经成为中国企业的真正压力。我们的判断依据如下, 首先, 城市化进程的巨大差异, 使得劳动力在中国远没有过渡期的日本紧张, 当时的日本基本实现了充分就业, 而我们显然不是充分就业, 这是根本的区别, 其次, 正是在这样的区别下, 才会有 2.3 亿农民工平均工资长期处于偏低水平, 往往是随着最低工资标准的变动而变动, 不仅如此, 制造业企业在压低基本工资的同时, 工人只能通过加班来实现收入的改善, 实际上是一种变相的强迫劳动。劳动法第三十一条: 用人单位应当严格执行劳动定额标准, 不得强迫或者变相强迫劳动者加班。用人单位安排加班的, 应当按照国家有关规定向劳动者支付加班费。这在一定程度上改善了农民工的地位, 但是还不足以根本上威胁到企业的成本压力。最后, 对于当前庞大的国有企业来说, 基本都是垄断性的行业, 享受着垄断利润, 不同于其他类型的企业, 工资收入只是员工总收入中的一部分, 其他的福利待遇和奖金

也是重要的收入来源，所以，实际的收入差异肯定远远不是 1.7: 1。而这部分人的成本相对垄断利润来说，更不会构成可以推动转型的压力。

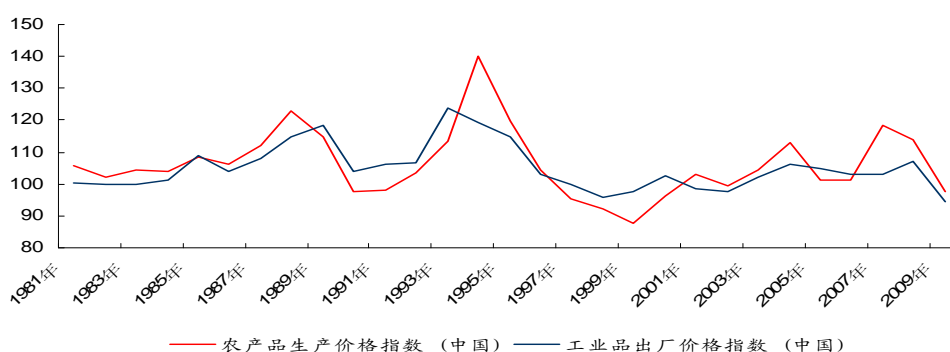
这里，中日有一个巨大的差异在于，在日本的高速增长期存在的一个通胀解释是，由于贸易品和非贸易品之间存在的生产效率差异，对于农产品这样主要的非贸易品部门要提高工资，只能通过提高产品价格来实现，而贸易品部门则可以通过生产效率的提高来弥补工资的上涨。但是，这里的关键在于，由于城市化进程的基本完成，农业人口也变得的相对紧张，正如前述，当前，中国一、二产业之间生产效率差异仍然很大，为何农产品价格未能更快的上升，其中重要的一个原因还是在于农业仍然有大量富余的劳动力，这些人的工资缺乏议价能力。实际上就是说，不是由于农产品价格低而压制了农民的收入，而是由于农民收入的提高缺乏动力而导致无法向农产品价格传递。城市化的进程将会改变这样的局面，但现在还没有看到这样的拐点，这也是中国之所以可以实行极度宽松的货币政策，而 CPI 还能控制在非常有限的幅度内的重要原因之一，也是我们可以继续维持高增长的动力之一。

图 34：日本 CPI 中农渔业和工业品价格指数同比增速



数据来源:CEIC

图 35：中国农产品和工业品出厂价格指数



数据来源: CEIC

因此，从劳动力成本可以调控的余地来看，这部分压力相对于过渡期的日本要小很多，造成两方面的影响，一方面，劳动力成本压力还不足以成为推动企业进行产业升级的重要因素，另一方面，更重要的是，我们认为，相对于日本在高速增长的后期，即 65 年就实现的收入差距缩小，二元结构基本消除，为后来的日本经济的转型奠定了基础，而我们当前是收入差异在扩大，二元结构依旧突出，这样的局面，并不利于我们向依靠内需的发展模式转变，这

也是政府决心改革收入分配制度的原因，但是这样的结构却是推动我们继续重化工主导的“重投资”模式的根本动力之一。而就目前的产业人口分布来看，日本农产品价格出现快速增长的时期是在 60 年之后，农业人口占比下降到 30% 之后，中国还有 10 年的路要走。

国际收支均衡压力：赤字—黑字—赤字的转变

在整个日本经济的高速增长期（1955-1970），宏观政策总体可以概括为，在国际收支及其他制度的制约下实现增长率的极大化。主要制约因素为维持 360 日元汇率、国际收支均衡、财政均衡、阻止租税负担率上升等，其规则为国际收支一旦出现赤字就立即紧缩金融。从以外汇储备为基轴的金融政策与维持“小财政”来看，日本遵循的是相当古典的规则，可以说高速增长时期的日本不存在凯恩斯主义，这是布雷顿森林体系内在的约束。而在过渡期，这些制度性的制约随着布雷顿森林体系的瓦解而开始瓦解，更是日本国内主导产业发展矛盾带来的结果。

伴随着日本出口结构的全面转变，即由劳动密集型纺织纤维制品转变为以高附加值的机械设备，日本价格相对低廉品质优良的工业品开始大量占据世界市场，国际收支赤字得到根本性的改善，68 年开始，日本实现了国际收支的经常性黑字，摆脱了“一旦出现国际收支赤字就必须紧缩金融”的恶性循环，为货币调控提供了回旋的余地，但是，正如上述，日本在整个过渡期，都是纠结于日元的升值恐慌，始终都没有放弃遏制国际收支黑字的努力。高速增长时期的日本不具有可以起缓冲作用的外汇储备，只有依靠紧缩金融，抑制国内景气来维持国际收支均衡，而在过渡期，在面对快速上升的国际收支黑字，日本不仅放松货币政策，同时，实施积极的财政政策来加以平衡。在 73-75 年，日本从黑字再次进入了赤字。

突破国际收支瓶颈的方法之一是引进外资，实现金融账户的顺差。但是，日本对外资的依存度是相对很低的，经济增长主要靠国内储蓄提供经费。不依存外资固然是因为国内储蓄率高，无需外资也能高速增长，但财政均衡被奉为原则，政府不考虑发行外债，民间企业规避外国资本支配企业，《外资法》本身也采取了有选择地引进外资的方针也起了一定的作用。

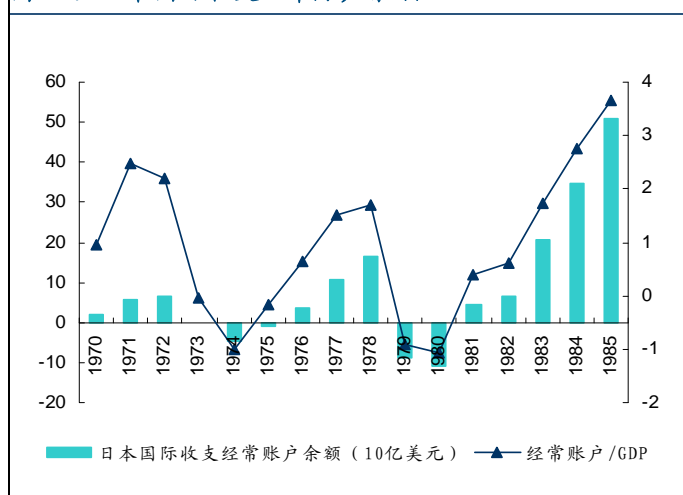
国际收支必须保持均衡是日本在高速增长时期进出口的严重制约，这种制约根本在于布雷顿森林体系的要求，国际贸易必须建立在以黄金支持的美元储备下，任何国家的贸易失衡都会受到布雷顿森林体系内在调节机制的约束，从而保持国际收支平衡成为日本实现出口增长从而经济增长的必然选择，是日本力图避免日元升值和规避外资依赖的结果。在整个 70 年代，日本的经常账户余额与 GDP 的比值，除了 71 年达到 2.5% 之外，基本都在 2% 以内。同时，贸易立国的思想支配着日本通产省的产业政策，扶植在品质和价格上具有充分国际竞争力的工业企业，即以进口替代来振兴出口，成为产业政策的重心所在，在获得国际竞争力后，再加入出口的行列。这样看上去，日本的高速增长是一个以出口带动的增长。

而实际上，日本高速增长的主导引擎是民间设备投资，而非出口。高速增长时期，随着人均实际国民收入的增长，日本的国内市场呈现超乎预期的扩大。国内各产业的发展首先以满足国内的有效需求为目标。随同所谓“重化学工业”的进行，生产迂回度不断提高，其结果是，经济内部派生需求所占比率增大。而且从长期来看，进出口在国民生产总值中所占的比率呈现下降趋势，从 1930-1939 年的平均 18.2% 下降到 1960-1970 年的 9.2%。日本经济整体依赖外贸的程度远没有今天的中国大，73 年之前，净出口占比除了 71 年略超 2% 外，其他年份都是小于 2% 的。

国际收支黑字的持续扩大，是过渡期的日本财政政策转型来自外部的原因。随着收支黑字的扩大和外汇储备的暴增，日本不得不放弃均衡汇率，但是，并没有放弃对于日元升值的担忧

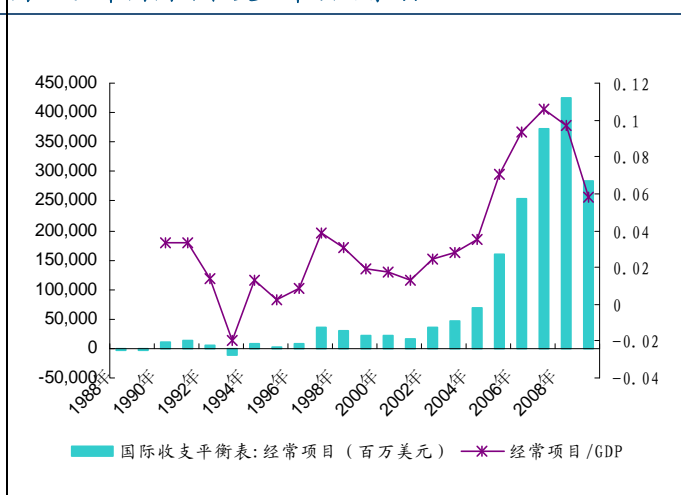
与挣扎。扩大内需，实施积极的财政政策成为外部压力下的必然选择。日本希望能够通过内需的增长来平抑经常项目的顺差，从而能减轻日元的升值压力，进一步提升日本的出口空间。实际上，日本在 73 和 74 年的进口占比确实实现了快速的上升，从 8% 上升到了 14%，但是这样的上升部分是由于大宗价格上涨造成的而不单是由于实际需求的增长。

图 36: 日本国际收支经常账户余额



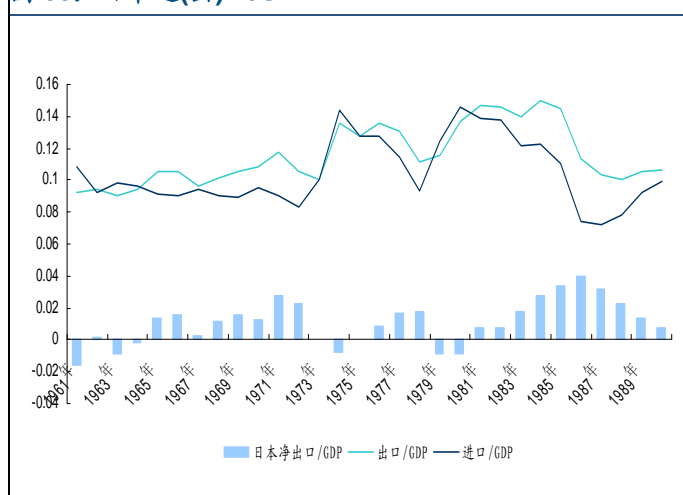
数据来源: CEIC

图 37: 中国国际收支经常项目余额



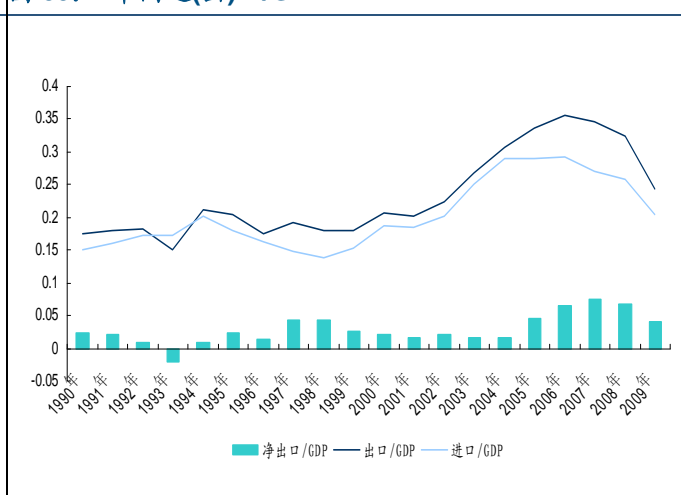
数据来源: CEIC

图 38: 日本进(出)口/GDP



数据来源: CEIC

图 39: 中国进(出)口/GDP



数据来源: CEIC

汇率均衡下低外汇储备制约的瓦解

实际上，这个问题，对于杜绝依赖外资的过渡期的日本来说，是国际收支平衡问题的硬币的另一面。在布雷顿森林体系下，维持国际收支均衡的首要任务是维持汇率的稳定。即维持 1 美元兑换 360 日元的汇率。高速增长时期的日本政府以维持这一汇率为前提进行活动。因此，国际收支一旦出现赤字，便严格实行货币政策的紧缩，并情愿承受由此产生的国内经济衰退。之所以会有这样的政策安排，也是服务于日本贸易立国的理念，日本必须保证有一定的外汇

储备用以原材料的采购，因此导致货币政策服务于汇率政策，成为调节日本对外贸易的重要手段。

日本在高速增长时期，与国际收支平衡相对应，力争保持最低限度的外汇储备。外汇储备政策遵循的主要原则是，不能超过 20 亿美元很多，如果有富余则用于放宽国内信用创造从而扩大国内经济活动；外汇储备如果开始减少便紧缩信用，降低国内经济活动水平，力图恢复国际收支均衡，进而恢复外汇储备。这种储备策略主要是为了实现国内经济高速增长这样一个中心目标。可以说正是因为外汇储备被控制在必要的限度，所以一旦减少，为了加以恢复，通过紧缩信用恢复国际收支的均衡便成为不可缺少的条件。这便导致了国内金融政策基本上由外汇储备的增减来决定的格局。

1960 年代末到 1970 年代初，日本国内的主流看法是，日本经济还很脆弱，日元升值会损害国内经济发展。对于欧美对日元低估的批评，日本政府相信可以通过国内政策措施缓解这些外部压力。

实际上，从 50 年代末期开始，以日元的购买力平价计算的汇率已经明显的升值了，只是由于在布雷顿森林固定汇率的体系下，日本缺乏自主提高日元汇率的行动以及存在对于日元升值的恐惧而维持现状，1971 年 8 月，尼克松总统彻底中断了美元和黄金的兑换承诺，同时单边向所有美国进口商品征收 10% 的进口附加税，这意味着其他货币对美元升值了 10%，带来了美元贬值的强烈预期和对美元的大量抛售，“尼克松冲击”使日元开始走上了升值之路。从 1971 年 7 月的 357 持续升值到 1973 年 3 月的 261，升幅达 38%，1973 年 3 月过度到浮动汇率制。在此期间为阻止本币持续升值采取缓和金融和扩大财政的措施，终于引起了剧烈的通货膨胀。

最初，日本银行不愿放弃 360 日元兑换 1 美元的汇率水平。但要维持这一汇率，日本政府最大的困难在于必须吸纳外汇市场上所有的超额美元供给，无论这些美元是来自贸易顺差、美元资本的流入还是国内金融机构抛售的美元资产。事实上，尽管日本当时对资本账户还保持严格管制，但在尼克松讲话后短短两周内，日本的外汇储备就因为吸纳美元而增长了 50%，由此导致基础货币供给新增 1.5 万亿日元（当时基础货币供给总规模为 24 万亿日元）。日本面临着货币供给失控和通货膨胀的严重威胁。正是在这样的威胁下，日元均衡汇率才得以打破。

随着均衡汇率政策的瓦解，日本外汇储备政策在 71 年前后也发生了显著的变化，实际执行中，日本在 71 年以前外汇储备基本控制在 20 亿美元左右，而在 71 年，消费和投资的增速下降明显，整体经济增速大幅下降，但是，71 年净出口增长显著，外汇储备猛增到 137 亿美元，与 GDP 的占比从不足 5% 上升到 18%，过渡期，外汇不足的局面已经不复存在，而外汇储备的暴增反而成为政府必须面对的压力，如上述，外汇储备的暴增对于日本过渡期的宽松货币政策的形成和恶性通胀的爆发有着不可推卸的责任。

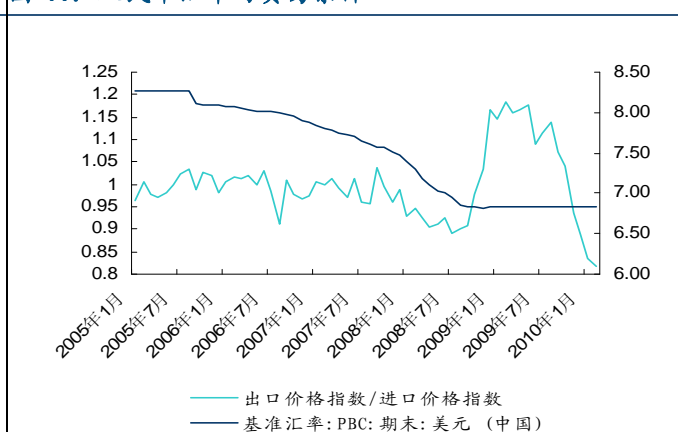
相比过渡期的日本，布雷顿森林体系的瓦解，大幅提高了全球贸易的自由度，今天的中国对外依赖程度更大，尽管 09 年出口占比已经大幅下滑，但也达到了 25%，经常项目黑字与 GDP 相比在 08 年达到 11%，在 09 年也达到了 6%，而过渡期日本不足 2.5%。按照日本的逻辑，人民币面临更大的升值压力，在面对升值压力下，日本力求国际收支的平衡，试图减少外汇储备，而中国则放弃以国际收支平衡为目标，相应让外汇储备持续增长，一方面，这自然带来外汇占款规模的膨胀，从而导致货币供给的宽松，国内投资需求的增长，以国内的需求的增长来实现国际收支平衡，另一方面，中国成为美国国债最大持有国，试图通过金融账户逆差来冲销经常账户的顺差，以实现总体的平衡，降低人民币升值压力。

一个问题是，过渡期的日本为何没有放任外汇储备的增长，一方面，布雷顿森里体系的内在调节要求，过多的外汇储备带来的通胀压力并不利于日本的出口，因此日本仍然是以恢复国际收支的平衡为追求目标，自然，外汇储备的增长有限；另一方面，还是取决于日本的贸易模式，即重化工主导的产业模式，原材料和能源等主要依赖进口，外汇储备的很大一部分是要用来购买这些东西的。日本在 80 年代后，外汇储备快速上升，不仅在于来自海外投资的增长，同时，国际原材料价格的相对平稳，产业结构的改变也是重要原因。而中国当前的来自海外直接投资规模远比过渡期的日本大，而且中国的出口产品原材料基本上以国内的供给为主，这应该是中国可以依赖此种方式的重要原因。

另一个问题是，过渡期的日本放任货币供给增长以试图恢复国际收支的方式，为何能爆发如此严重的通胀，而中国如此放任货币供给的增长，同样面对大宗商品的暴涨，为何并没有出现恶性的通胀。正如我们前述，问题仍然应该在于事物的内因，外因毕竟有赖于内因才能起作用的。即，我们提到的，由于城市化的巨大差异，在日本起作用的贸易品和非贸易品之间的生产效率的差异导致的通胀，在我们国家不能顺利的传导，主要是由于从事农业人口的收入水平增长非常有限，未能实现工资—价格压力的传导。实际上，在中国一直都存在着 M2 增速与 GDP 增速相差 10% 以上的困惑，这里的解释可能是一个重要原因吧。

图 40：日元汇率与贸易条件

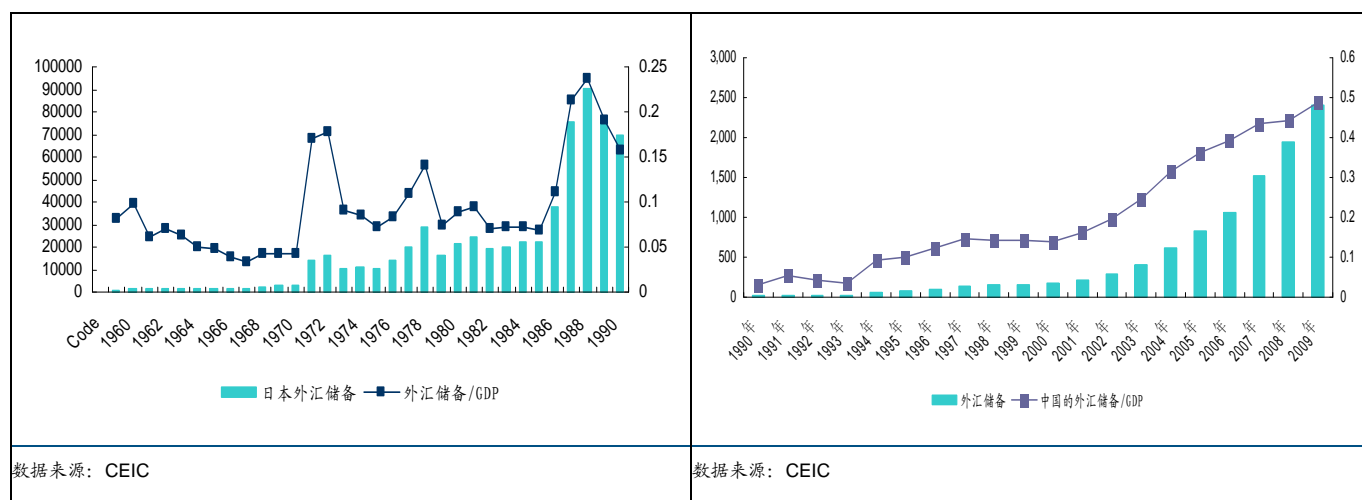

数据来源：CEIC

图 41：人民币汇率与贸易条件


数据来源：CEIC

图 42：日本外汇储备（百万美元）

图 43：中国外汇储备（10 亿美元）

过渡期日本财政的挣扎与转变

高速增长期的日本财政，从资金的运用方式来看，可以概括为“小财政，大财投”，即极力控制一般会会计下的政府收支，而通过有“第二预算”之称的财政投融资来向社会资本的累积倾斜，引导民间资本的形成，调节经济景气。而从支出结构来看，日本财政可以概括为“经济大国，福利小国”，在确保经济高速增长的同时，对于居民生活质量和生活环境的改善支出相对滞后。这样的财政格局，是日本经济以鼓励出口和投资为主导，尤其是投资为主导的经济增长方式下的选择，是古典主义财政思想的体现。

这里要特别讨论的是，日本为何在高速增长期采用相对保守的“小财政”模式而不是积极的财政政策。除了上述谈到的以出口和投资为主导以达到高速增长的目的外，要特别指出的是，不同与欧美发达国家，日本的面临的问题并不是有效需求的不足，日本国内以设备投资为主的民间投资需求持续旺盛，这样旺盛的原因，除了财政金融政策的扶持之外，更重要的在于，一方面，对于以赶超欧美为目标的日本来说，新技术的吸收和改造有巨大的空间，也就是说生产率的提高空间很大；从全球产业的承接转移来看，日本当时的劳动力成本具有优势，同时，在 73 年石油危机之前，全球大宗商品的原材料成本低廉。

另一方面，民间储蓄仍然是相对不足，而不是过剩。高速增长时期，是日本居民收入增长最快的时期，但是，“福利小国”的格局，使得日本居民消费占比处于持续下降的态势，从 55 年的 66%，一直下降到 70 年的 52%，而储蓄率处于持续上升的态势。同期，日本民间投资占比从 13% 上升到 27%，日本经济增长的主要动力是来自民间投资，而日本民间投资的资金来源主要是银行贷款，尽管这一时期，是日本居民储蓄率最高的时期，但是，企业强烈的资金需求仍然导致了日本银行对民间银行的“过量放款”。

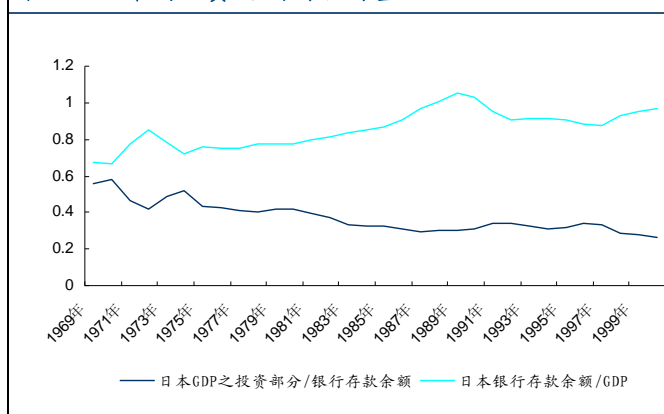
在高速增长的后期，尤其是过渡期，日本原有的增长方式，已经面临巨大的增长压力，一方面，民间投资需求增长放缓，这明显的体现在投资与储蓄比的快速放缓，主要是由于在经过 15 年的高速增长后，日本对于技术的吸收已接近饱和状态，继续在原有结构下增长的空间有限，同时，劳动力成本优势也在逐渐丧失，尤其是在 73 年石油危机后，原来的以原材料加工为主的产业结构已经不再具有国际竞争优势，这对于以贸易立国的日本来说，无疑是致命的打击。也就是说，在过渡期，日本逐渐开始面临有效需求不足的局面，必须寻找新的需求增长点。从这个意义上来说，过渡期的本质，实际上是一个经济增长动力转变的过程，随着新的需求的增长，过渡期的使命也将终结。另一方面，在投资放缓的情况下，储蓄的增长

却并没有停滞，日本居民储蓄的高点出现在 1973 年，这样，过渡期的日本内部面临储蓄和投资的相对失衡，需要寻求新的需求增长，而外部则主要是日元的升值压力和国际收支顺差常态化后带来的协调压力，力图缩小国际收支顺差，阻止日元的升值。

正是在这样的内外压力下，过渡期的日本将经济增长的希望放到了居民消费的增长与公共投资的扩大。为了配合这样的转变，过渡期的日本在 73 年的石油危机前，执行了货币和财政双松的政策。具体在财政政策方面，一方面，日本政府正式踏上了财政支出不断扩大的道路，用增加公共投资作为突破口来推动经济的增长，尤其是扩大投融资规模，有效需求管理的凯恩斯模式随着国债的快速增长而成为主导，财政政策开始转型。另一方面，在具体的支出结构上，日本的财政投资性支出开始明显的倾向于有助于改善居民生活条件的住房和生活环境的投资，而相对减少了对于产业投资的扶持。日本财政在消费性支出中的一个显著的变化是对于社会福利支出快速增长。下面我们将逐一展开来看。

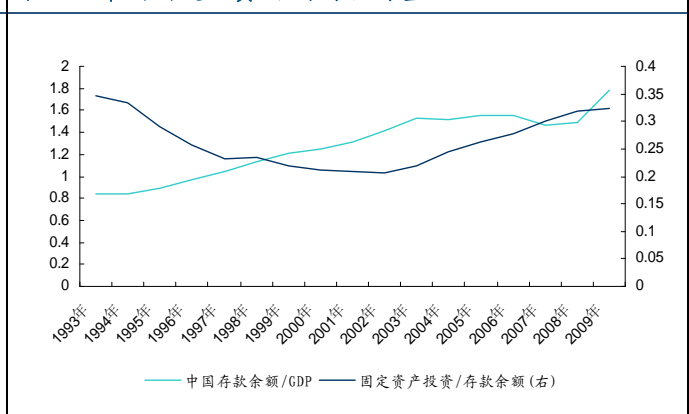
在展开讨论前，我们需要强调中国目前与过渡期日本的差异。首先，中国的民间投资仍然呈现出凌厉的增长态势，类同于高速增长期的日本，这在我们看来，仍然是维持目前高增长的主导性因素。其次，过渡期的日本投资储蓄比已经开始明显的下降，也即随着投资增速的放缓，储蓄已经从不足转变为过剩，当储蓄转向相对过剩后，必然要寻找新的出路，日本寻找的出路是扩大政府支出，即扩大对于居民生活质量提高的公共支出，另一方面，在居民储蓄率在 73 年达到 25% 的峰值后进入下降的通道，而整个 70 年代，是日本家庭房地产负债快速增长的时期，在家庭储蓄的占比从 10% 上升到 25%，这与日本投融资在 70 年代后对于住宅贷款的支持是密不可分的。而目前，中国的个人房贷余额/个人储蓄余额也快速上升到 18%。当前，中国银行存款余额与 GDP 之比是过渡期日本的 2 倍，储蓄的相对过剩不仅支持了低利率的下的投资需求，同时，过剩的储蓄需要出路，需要政府投资的扩大，需要净出口的增长，同时，也导致了更大的房价的压力，相比过渡期的日本。最后，与日本不同的是，如前面分析，劳动力成本压力还未能实现顺利传导，劳动力压力的拐点还没有出现，居民工资收入分化还在继续，这是支撑未来过渡期高速增长的另一重要原因。

图 44：日本的投资/银行存款存量比



数据来源：CEIC

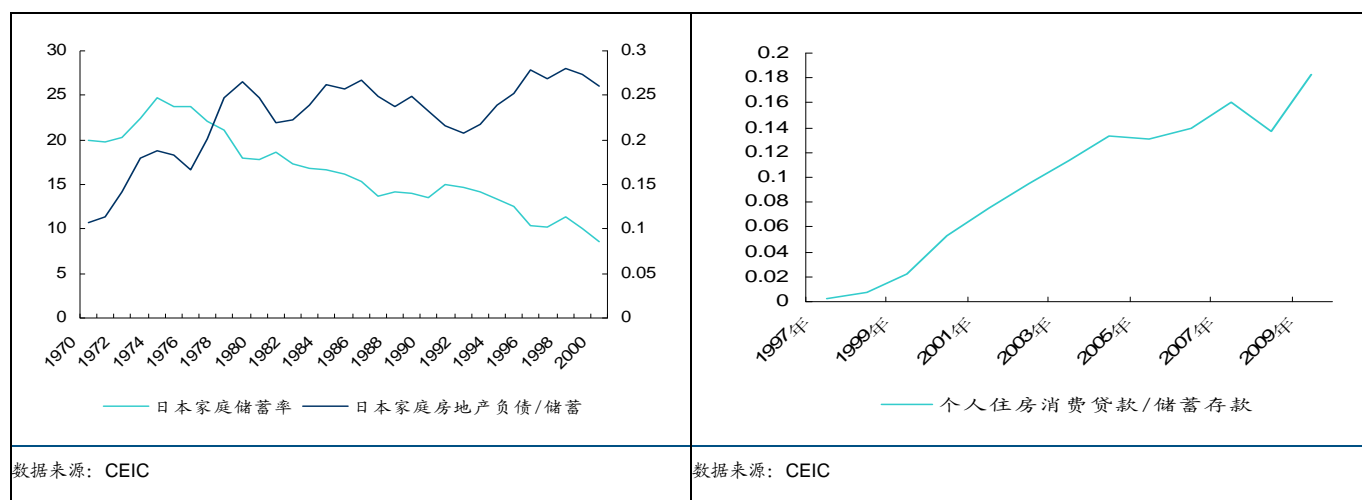
图 45：中国固定投资/银行存款存量比



数据来源：CEIC

图 46：日本家庭储蓄率和家庭房地产负债/家庭储蓄

图 47：中国个人住房贷款总额/储蓄总额



“小财政”的突破：从均衡走向扩大化

日本在高速增长期的“小财政”格局同样是服务于其“经济增长中心主义”目标的。在高速增长时期，政府分别从税收，财政赤字规模，国债的发行量等方面来控制财政规模，这种控制政府规模扩大的“小财政”主张，一方面，是为了凭借维持低水平的租税负担率，提高民间的储蓄率，并且在资金循环上，均衡的财政，让储蓄得以流向民间投资部门，以促进民间经济的稳定与增长的活力；另一方，通过技术海外收入的特别扣除，特定设备的特定折旧，合理化机械特别折旧，中小企业机械的特别扣除，加速产业结构的高级化，加快经济增长方式的转变。

高速增长期，日本采取了向资本积累倾斜的“租税特别措施”，通过税收优惠和减免，以及高折旧政策，加速企业资本积累的过程。具体措施包括对小额储蓄利息免税，促进个人储蓄率的提高；对股息收入，利息收入课税的特例用作企业内部积累时免税，鼓励法人部门储蓄；实行固定资产加速折旧，以鼓励新技术的研发与设备的现代化；实行低负税政策，日本的租税负担率（中央和地方税总和/GDP）在高速增长时期基本控制在 15%，从而使企业能有更大比例的利润来留存，用于扩大投资。在过渡期的 71-73 年，由于海外贸易摩擦的不断出现带来的压力，出口振兴税收制度逐渐废除；对原有的租税特别措施由于政策效果的衰减，也逐渐的废除和修改，同时，对于新兴产业仍然保持了税收优惠的措施。但总体来说，低负税的特征在过渡期并没有出现明显变化，这是过渡期日本宽松财政政策的一部分。

图 48：日本中央财政盈余（赤字）/GDP

图 49：中国财政收支差额/GDP

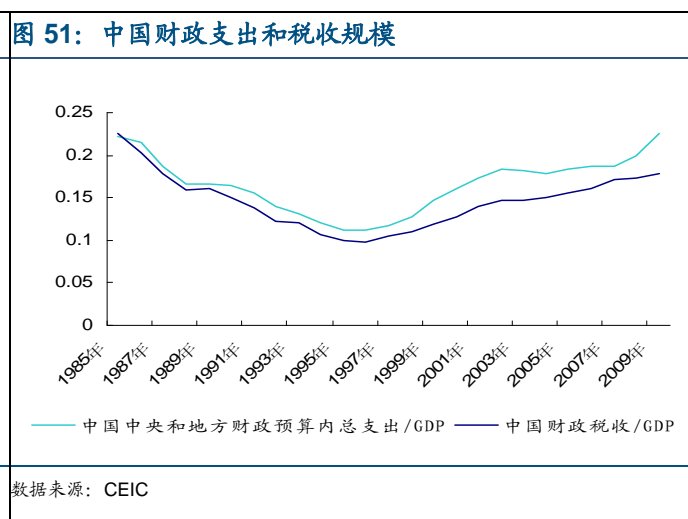
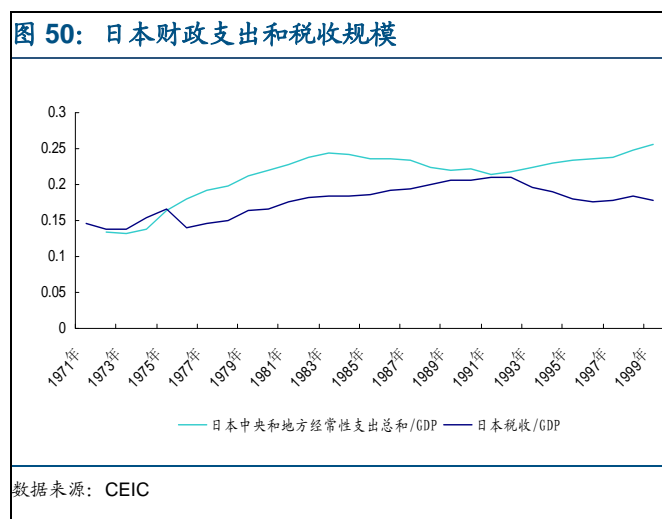
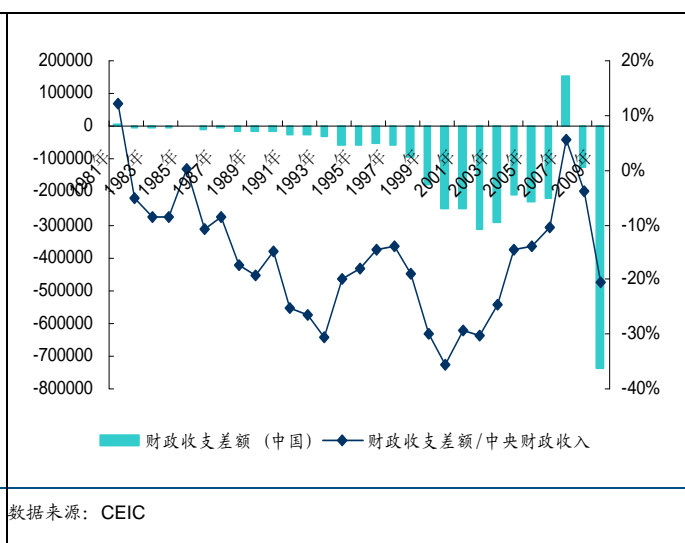
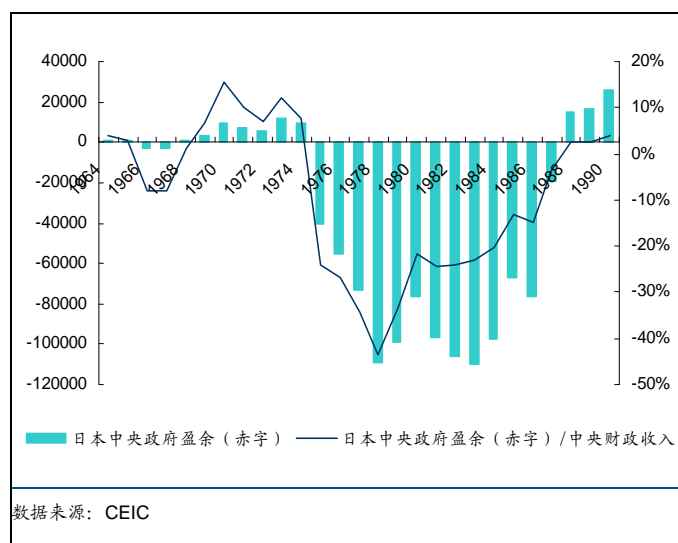


表 6: 减税额对自然增收额的比例

减税额对自然增收额的比例			
国税地方税合计			
	自然增收额	减税额	比例
1956	775	+79	10.2
1957	2665	835	31.3
1958	1649	405	24.6
1959	1439	196	13.6
1960	3023	48	1.6
1961	5378	706	13.1
1962	6589	1332	20.2
1963	4517	664	14.7
1964	9496	1245	13.1

1965	6834	955	14.0
1966	2389	2496	104.5
1967	10754	1004	9.3
1968	13887	899	6.5
1969	17558	2372	13.4
1970	29339	2545	13.0
1971	22577	2199	9.7
1972	[12292]	[3393]	[27.6]
1972	9762	863	8.8
1973	38691	4587	11.9
1974	55072	11752	21.3
1975	[63833]	[11166]	[17.5]
1975	59333	6660	11.2
1976	△ 20102	+1679	-
1977	45884	2587	5.6
1978	13873	+4025	+21.3
1979	8216	+5641	+68.7
1980	66168	+4428	+6.7
1981	64322	+14586	+22.7
1982	60077	+3390	+5.6

日：黑坂佳央：《宏观经济学日本经济》。注：△表示负数，1972年度[]内是加上通过年内减税额数值，+表示增加，1975年度[]表示加上1974年度所得税减税的全年平均额4500亿日元

日本在高速增长时期财政的相机抉择，主要是通过实行减税政策，降低租税负担率来实现的。在维持财政均衡思想的指导下，日本被认为不存在什么凯恩斯主义式扩大需求的政策，这是其维持“小财政”的必然选择。但是，在过渡期，日本走上了明显的扩大财政支出的积极财政政策的道路。主要体现在编制大型预算，72-74年是日本中央财政支出增长最快的时期，中央财政支出同比增速从16%左右上升到25%左右；继续减税，在过渡期的日本仍然延续了一贯的减税思路，并且减税的幅度并没有明显下降，以保护企业的投资热情；增发国债，虽然日本国债依存度增长最快的时期出现在75-80年，但是在过渡期的71-74年，国债依存度已经达到了20%。

日本从1971年进入赤字财政时代（如果只是从财政均衡的角度看，日本从1965年就开始国债的发行），虽然在过渡期，中央政府的经常性收支仍然保持了顺差，财政支出与税收仍然保持了平衡。但是随着财政规模的膨胀，国债的发行额较前几年显著上升，“特例公债”发行开始经常化。需要注意的是，尽管72-74年，是日本财政支出增长最快的时期，但是，财政支出/GDP的规模仍然保持在低位，主要是由于这一时期，也是名义GDP增长最快的一段时期，因此财政支出和税收的规模保持了相对均衡的态势，这是日本过渡期面对纷乱的局势国债的发行仍然相对克制的重要原因。

随着过渡期的结束，75年日本在面对严重的经济衰退后，财政支出规模和税收规模的落差

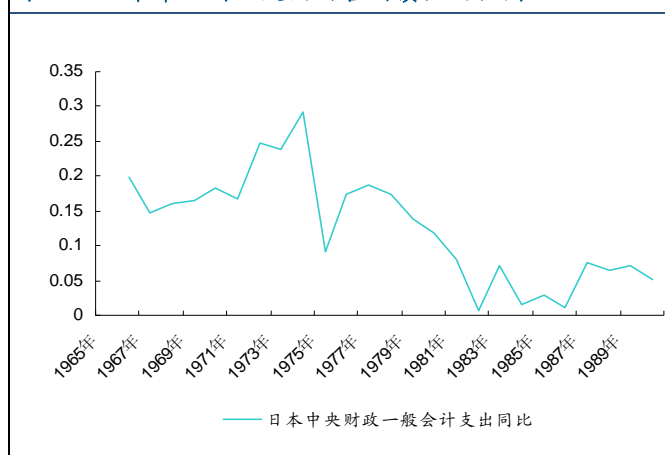
在快速扩大。在积极的财政政策导向下，开始大规模发债，财政赤字快速增长。膨胀性的财政政策导致一般性支出与低速增长的 GDP 相比呈现快速上升的趋势。

从财政的总体支出规模来看，与过渡期日本相比，当前中国财政支出规模与税收规模之间的剪刀差在扩大，这个剪刀差在 07 年之前曾持续缩小，过渡期的日本财政经常性收支仍然保持了小幅的盈余，而中国的财政赤字除了 07 年外，基本是一个常态，赤字规模在 2000 年达到顶峰后逐渐下降，但是 09 年又扩大到 20%。也就是说，中国的财政支出对于国债的依赖程度远大于过渡期的日本。而未来，随着经济增速放缓带来的税收增速的放缓，以及社保支出规模的进一步扩大，类似于 75 年后的日本，这个剪刀差可能会进一步扩大，也就意味着，对于国债的依存度可能会进一步上升。

中国对于国债的高依存度，不同于日本，我们走的不是“小财政”路线，当前财政支出规模已经基本达到日本 80 年代高峰时期水平。积极的财政政策早已经深入人心，成为推动中国经济增长的重要推手。积极财政政策执行的前提，一般来说，自然是有效需求的不足。有效需求的不足是个相对的概念，是相对于供给能力。正如前面的讨论，产业结构自身矛盾带来原有供给结构相对于城市化进程过剩，同时，人口就业结构的失衡导致收入的分化，消费能力的相对低迷。这些共同造成了中国有效需求的不足。是积极财政政策得以实施的主要原因。

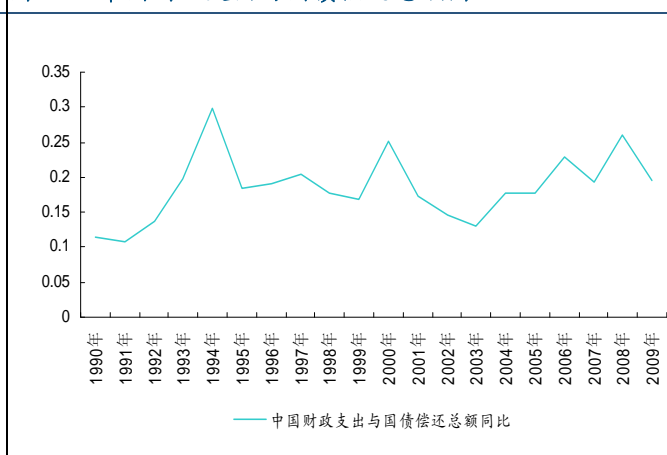
过渡期的日本财政负担率只有 10%，而目前中国达到了 18%。日本在过渡期 10 年后的 84 年财政负担率已经超过了 40%，未来过渡期随着 GDP 增速的波动，以及国债规模的继续扩大，中国国债负担率也将进入一个快速上升的时期。

图 52：日本中央财政支出（含国债偿还）同比



数据来源：CEIC

图 53：中国财政支出与国债偿还总额同比



数据来源：CEIC

图 54：日本国债依存度



图 55：中国国债依存度



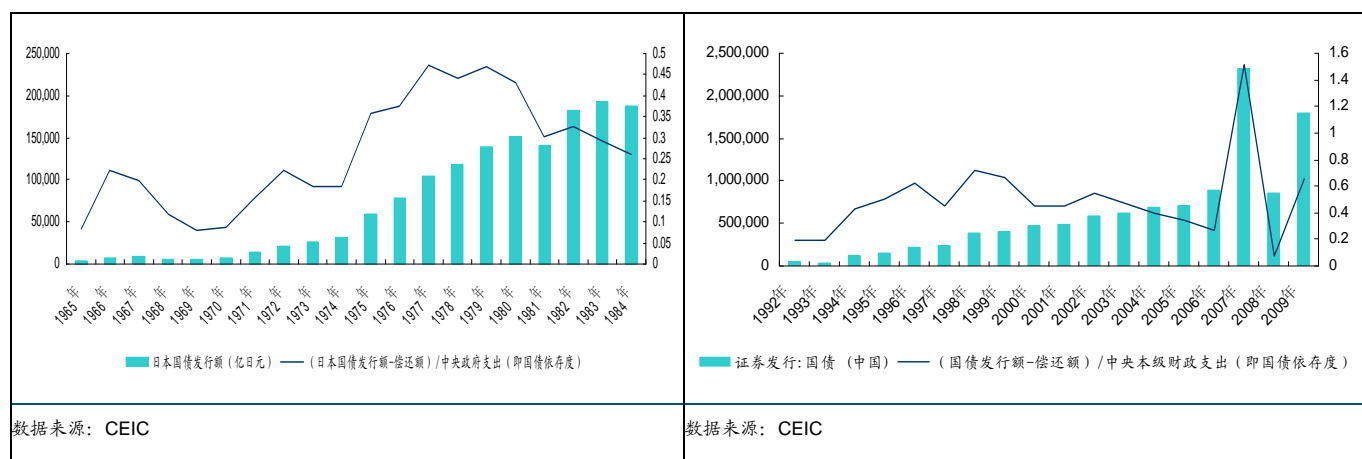


图 56: 国债负担率

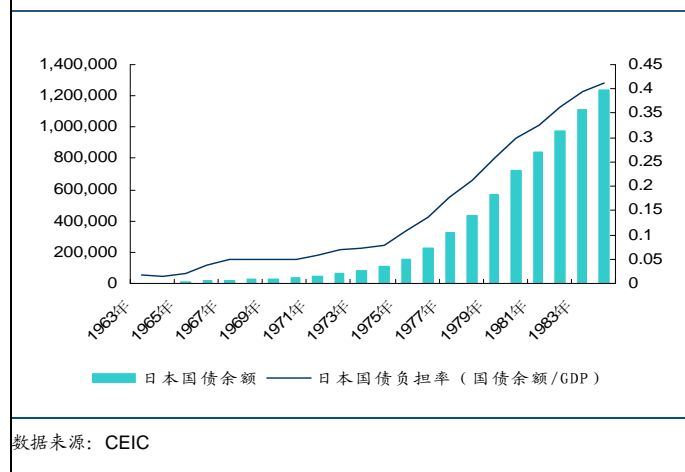
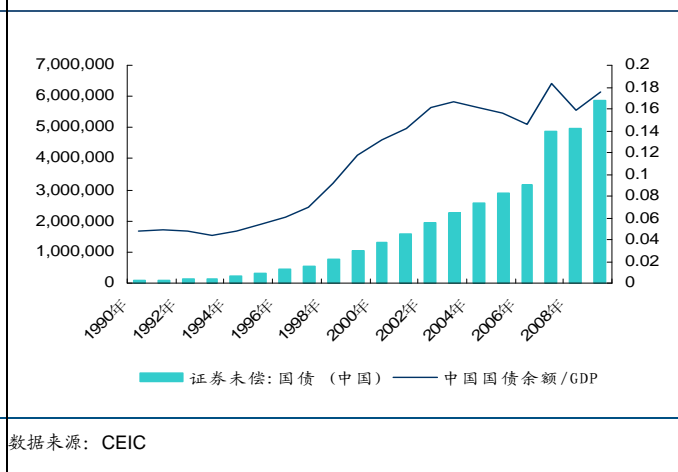


图 57: 中国国债负担率



财政支出结构的转变：从高速发展到福利社会的过渡

对于居民福利的重视并不是从过渡期才开始的，1967年制定的《经济社会发展计划》以“向均衡而又充实的经济社会发展”为目标，将经济和社会的发展结合起来。日本经济企划厅在1970年发表以“日本经济的新纪元”为副标题的经济白皮书，其中提出“向高福利经济前进”，明确宣告了日本经济政策目标的转变。这一转变意味着日本将把更多的资源用于福利性支出而不是生产性积累，设想实现“以福利推动发展，以发展保障福利”，同时，在思想上也从年度平衡的古典财政转向调节经济的凯恩斯主义财政原则。

70年初，尽管高速增长提高了国民收入水平，但住宅，生活环境等社会资本投资不足，社会保障单调，程度落后。经济发展与国民实际生活水平改善不平衡，不协调的现实迫使日本政府开始向充实福利目标的政策转变。1970年制定了“经济福利设施紧急扩张5年计划”，1973年又制定了“经济社会基本计划”，提出了要以充实和扩大社会福利设施及建设“有活力的福利社会”为目标，提出了以充实公共投资，老年养老金为中心的社会保障政策，因而又把1973年称为日本的“福利元年”。

表 7: 过渡期的福利措施

70年代初实施的一系列新的福利政策

1973 年

建立普遍的儿童津贴政策

1973 年 1 月

实施老人医疗费支付制度，通过修改老人福利法，规定 70 岁以上老人医疗保险由公费负担，即“老人医疗免费化”

1973 年 10 月

修改健康保险等被雇佣者医疗保险，把家属医疗费比例从 50% 提高到 70%，政府掌管健康保险 20%，费用由国库负担。

1973 年 11 月

开始实现“5 万日元年金”，即修改厚生年金法，将年金提高到 5 万日元；在国民年金方面，也提倡一对夫妻要达到 5 万日元；年金支付与物价挂钩，当物价波动超过 5% 时，年金额自动调整

数据来源：长江证券研究部整理

首先，从政府总体的一般性支出（含中央，地方，社保之和）构成来看，社保支出的规模占比在过渡期维持在 15%，社保支出占比大规模增长发生在 1974 年之后。从长期的变化趋势来看，在中央，地方和社会保障支出中，后者占比中是处于持续上升态势的。

图 58：日本经常性支出结构

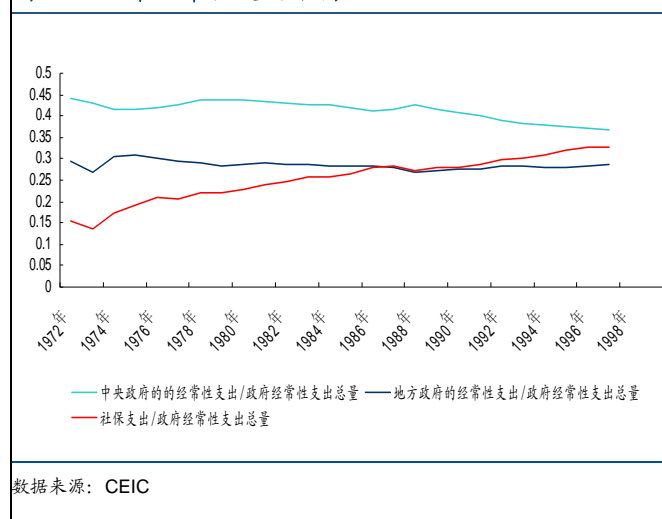
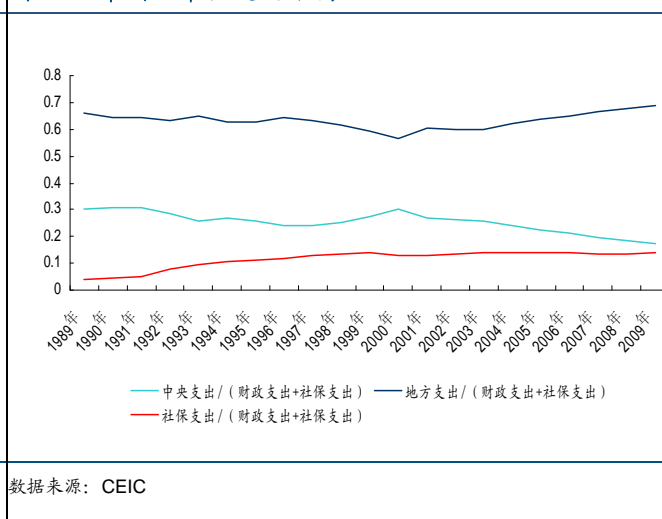


图 59：中国经常性支出结构



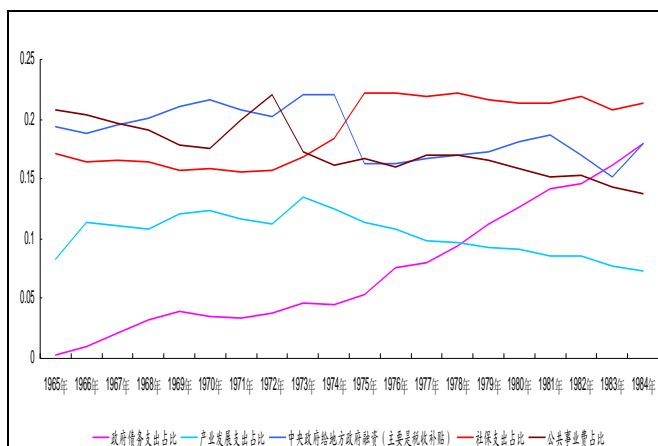
其次，从社会福利性的支出来看，过渡期日本的显著特点是，一方面，从一般会计的角度看，社会保障关系费规模在财政的一般性支出中占比出现了显著的上升，从 71 年 16% 上升到 75 年的 22%，再从社会保障关系费自身的结构变化来看，社会福利占比从 70 年的 10% 上升到 73 年的 16%，社会保险占比从 51% 上升到 74 年的 57%。另一方面，从特别会计支出的角度来看，（厚生保险+国民保险）支出/GDP 从 70 年的 2.8% 上升到 75 年 5.2%。71 年的日本 65 岁以上人口占比达到 7%，刚好迈入老龄化社会，但是，当时日本的出生率高达 20%，处于顶峰时期，这意味着，过渡期的日本养老保险压力相对于 85 年之后，并不是很大。

图 60：日本中央财政一般性支出结构变化

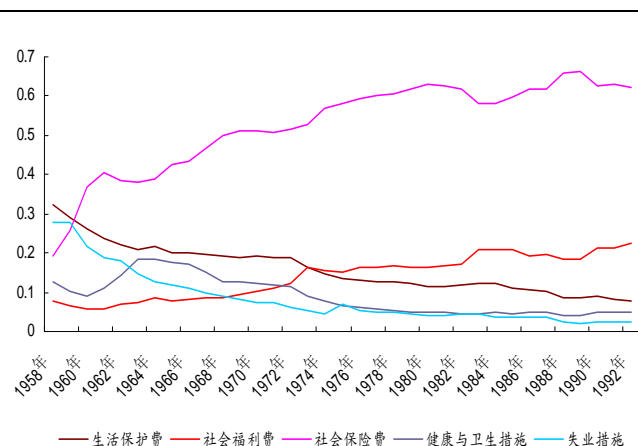


图 61：日本财政一般会计支出中社保关系费的结构变化



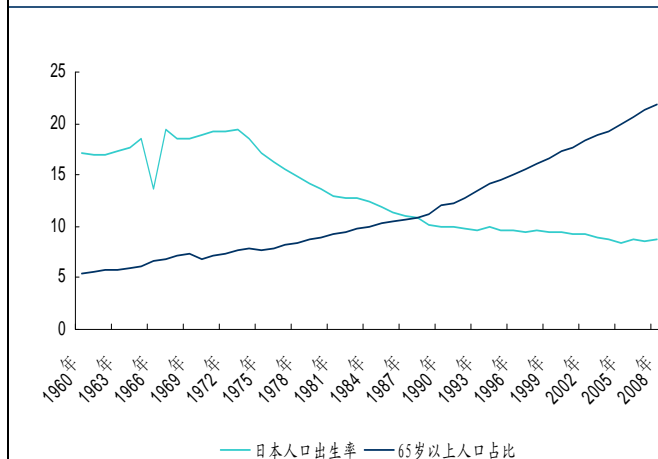


数据来源：CEIC



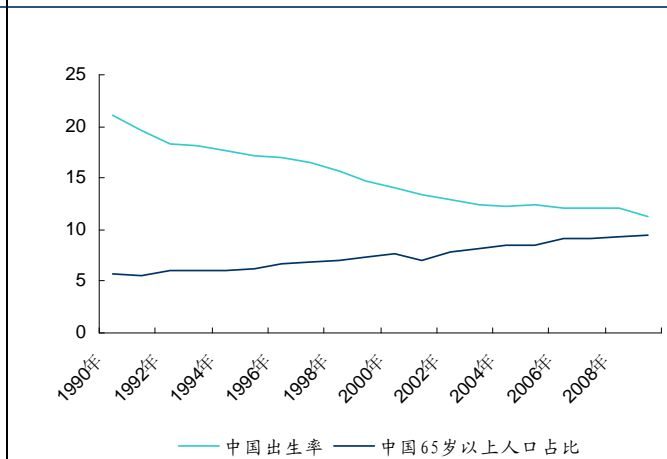
数据来源：CEIC

图 62: 日本 65 岁以上人口占比和人口出生率



数据来源：CEIC

图 63: 中国 65 岁以上人口占比和人口出生率



数据来源：CEIC

图 64: 日本厚生年金和国民年金支出/GDP

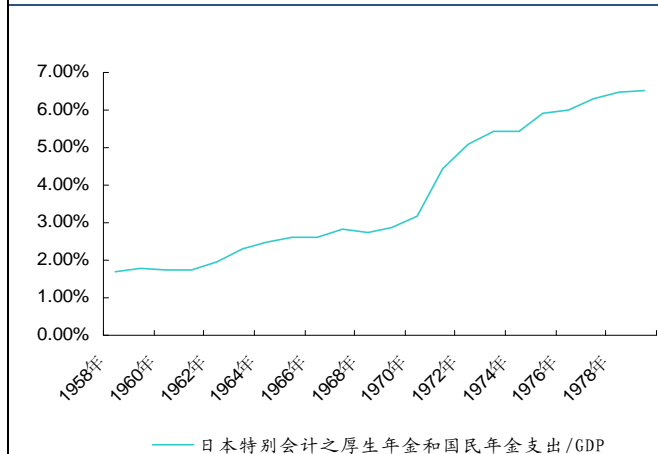
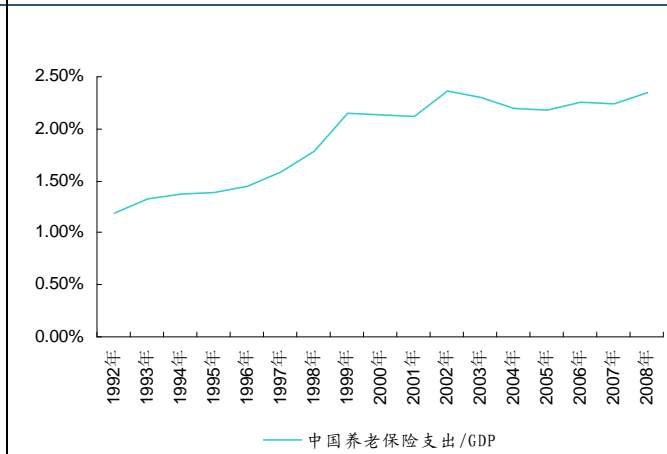
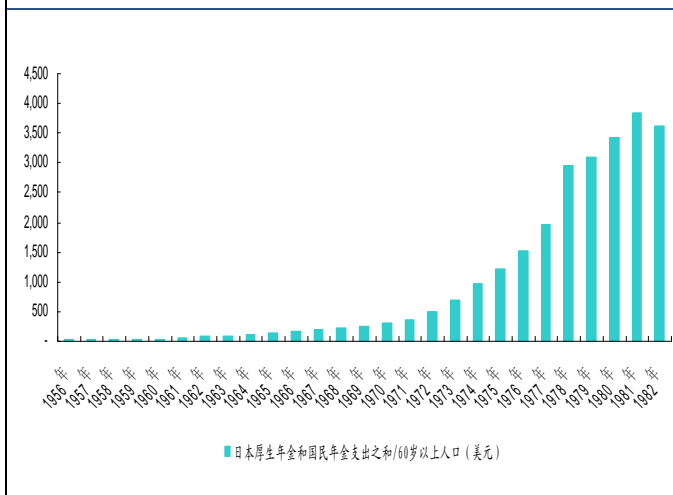


图 65: 中国养老保险支出/GDP

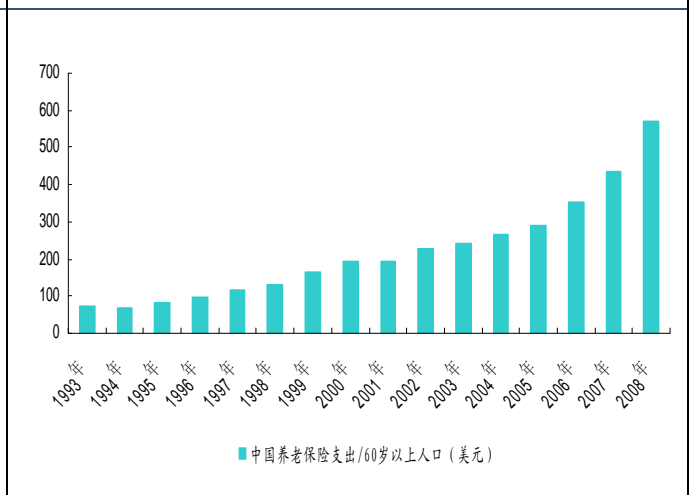


数据来源：CEIC

数据来源：CEIC

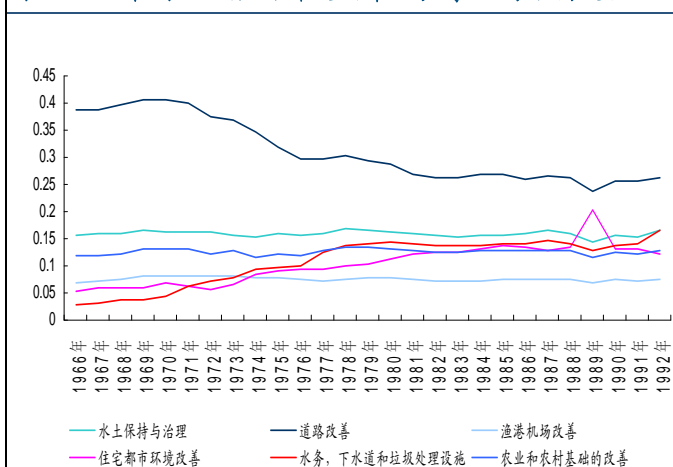
图 66：日本厚生年金和国民年金支出之和/60 岁以上人口


数据来源：CEIC

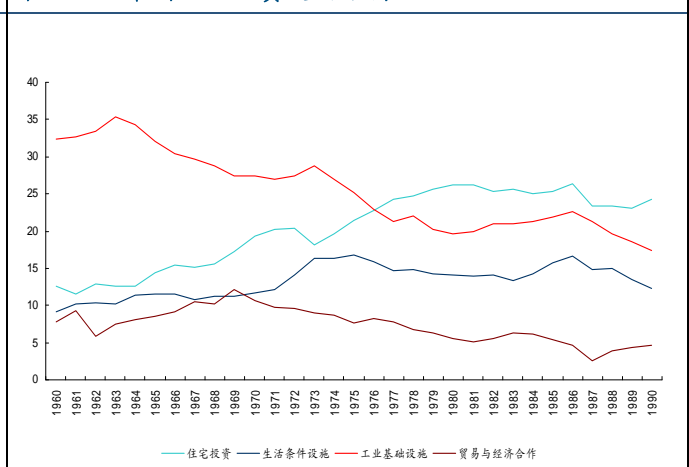
图 67：中国养老保险支出/60 岁以上人口


数据来源：CEIC

最后，从公共投资的支出来看，过渡期也有两方面的特点，一方面，财政一般性支出中的公共事业支出在 71，72 年出现了明显的反弹，其中，曾经在高速增长期公共事业支出中占比高达 40% 的道路改善性的投资，在过渡期占比在快速的下降，75 年是占比下降到不足 30%。而用于住宅和都市生活环境改善支出占比从 4% 上升到 8%，水务，下水道，垃圾处理等设施的改善支出占比从 6% 上升 9%。另一方面，财政投融资的支出结构也发生了很大的转变，其中的住宅投资占比从 15% 上升到 20%，生活设施的投资占比从 10% 上升到 15%。从趋势上看，财政投融资中的基础设施的投融资在 63 年后已经呈现出显著的下降趋势，但是在过渡期，这样的趋势被短暂的打破，呈现出占比增长的趋势，这与日本政府当时的积极财政政策是密切相关的。

图 68：日本财政一般会计支出中公共事业的结构变化


数据来源：CEIC

图 69：日本财政投融资支出结构


数据来源：CEIC

这里需要强调的是，财政支出结构的转变是现实压力下的必然选择，而不是简单的相机抉择。这种压力来自两方面，一方面，从社会福利保障的角度来看，高速增长期间，尽管实现了收入的高增长，但是，随着老龄化社会的来临，养老和医疗保险等社会福利需求已经非常迫切；另一方面，从公共投资的角度，以往以工业基础设施投资为重的模式也基本走到了尽头，日本在这些领域已经少有不足的地方，相比而言，居民住宅，生活设施和环境的投资则要落后很多。因此，这样的转变是顺理成章的。

福利扩大化的双面性：社会的进步与“小财政”的瓦解

福利的扩充，一方面，自然被看作是社会的进步，随着生活条件设施的改善以及大规模的福利保障的提高，日本的居民消费占比从 70 年的 52% 上升到 75 年的 57%，国内消费的增长目的实现了，过渡期的日本 GDP 仍然保持了较高的增速，部分的实现了日本在 70 年时美好设想“以福利推动发展，以发展保障福利”的良性循环前景。

需要特别指出的是，社会保障程度的提高，对于居民储蓄率的影响，日本居民家庭储蓄率在 73 年之后呈现明显下降趋势，影响储蓄率的下降因素有收入水平，利率和消费倾向，储蓄的动机，包括预防动机，投机动机，但无可置疑的是，社会保障的提高，对于储蓄率的降低的有重要的支撑作用，对于未来生活安全度或者说确定性的提高，降低了储蓄的预防动机，抑制了储蓄的增长。

但另一方面，事后证明这样的良性循环是短暂的，经济也不得不面对低速增长的特点。因为没有很好的预测长期支出与经济效益，结果是由于福利支出的快速上升，财政负担急剧增加，经济的低速增长引致财政收入危机。危机引发了 74 年的财政紧缩，加快了过渡期的终结。75 年经济开始进入低速增长的时代，随着财政税收的放缓，日本不得不大规模增加债务收入，“小财政”格局开始瓦解。于是，“福利国家”政策变成了招来经济停滞的元凶，因而备受指责，福利费用受到抑制，并且首先对需要投入庞大经费投入的老人和残疾人福利收容设施的福利进行了控制，福利国家发生了转变。当然，我们并不认为福利支出的扩大是日本经济走向低速增长的原因，而且与其他发达国家相比，日本的社会保障关系费的规模并不算大。

表 8：社会保障关系费规模（%/GDP）比较

	1970	1980	1985
日本	4.8	10.1	11.3
西德	21.5	28.5	27.4
法国	19.2	25.9	30.1
英国	15.9	21.4	27.8
丹麦	19.6	28.7	29.8

日：健康保险组织联合会编《社会保障年鉴 1990 年版》

中国当前财政支出特点和趋势

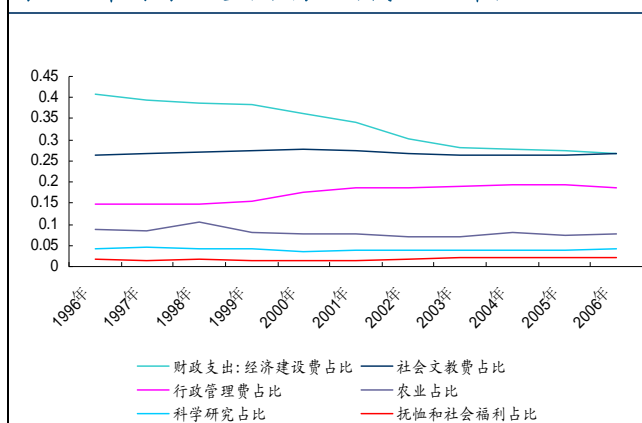
一者，中国的老龄化趋势更严重，养老保险的压力更大。2008 年中国 65 岁以上人口占比为 9%，而出生率为 1.2%，同时面对顶部老龄化与底部低出生率带来的老龄化的夹击，当前，养老保险在社保支出的占比达到 3/4。从中央，地方和社保三者支出的结构变化来看，中国社保支出占比类同于过渡期的日本，达到 15%。更重要的是，日本 60 岁以上人口人均养老保险（厚生年金+国民年金）支出在 73 年时为 700 美元/人，之后以更快的速度在增长，81

年时已经达到 3840 美元/人。中国 60 岁以上人口人均养老保险支出在 2009 年时为 708 美元/人，按照日本的规律，以养老保险为主的社保支出将会进入快速上升的阶段。这样一个阶段的到来，必然会导致财政支出的进一步扩大和国债负担率的快速上升。

其次，从中央财政支出结构的变化来看，在 09 年的财政执行和 10 年的财政预算中，社会保障和失业占比大幅增长到 13.4%，略低于过渡期的日本；另一项大幅增长的是农林水事务，达到了 15%；另外，环境保护和医疗卫生支出占比也出现了明显的增长，都达到了 5%；同时，一般政府支出占比和工商业及金融支出占比大幅下降。从中央财政支出的变化来看，对于社会保障等民生质量提高的支出显著的上升，同时减少产业的投入，从截至 06 年的数据来看，一个明显变化是经济建设占比从 40%下降到 26%；其中基本建设费占比从 16%下降到 11%。这些趋势与日本过渡期都是非常类似的。

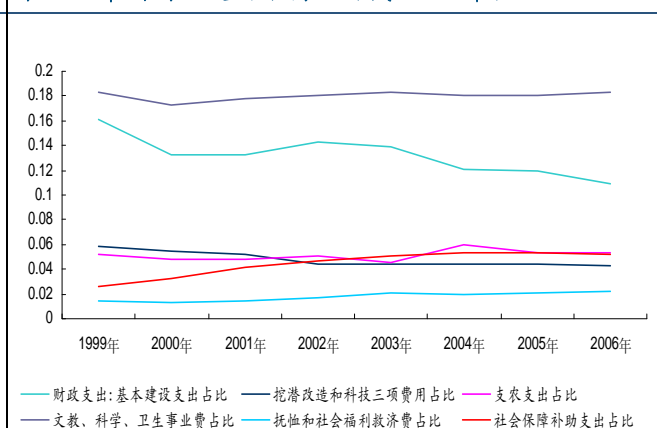
最后，在我们明确了中国福利支出扩大化的必然性和将进入一个快速增长期后，我们还是坚持认为，福利支出的扩大化本身不是导致日本经济增长放缓的原因，对于中国来说，我们还是强调，中国距离实现真正意义上的完全就业仍有 10 年以上的路要走，我们仍然处于第一，第二产业间生产效率差异逐步缩小的阶段；收入差距仍然处于持续扩大的阶段；旧有的主导产业在城市化的快速扩张中，仍然具有巨大的增长空间，所以，“重投资”的格局，如前分析，至少需要持续到 2015 年。

图 70：中国财政支出结构一（截至 06 年）



数据来源：CEIC

图 71：中国财政支出结构二（截至 06 年）



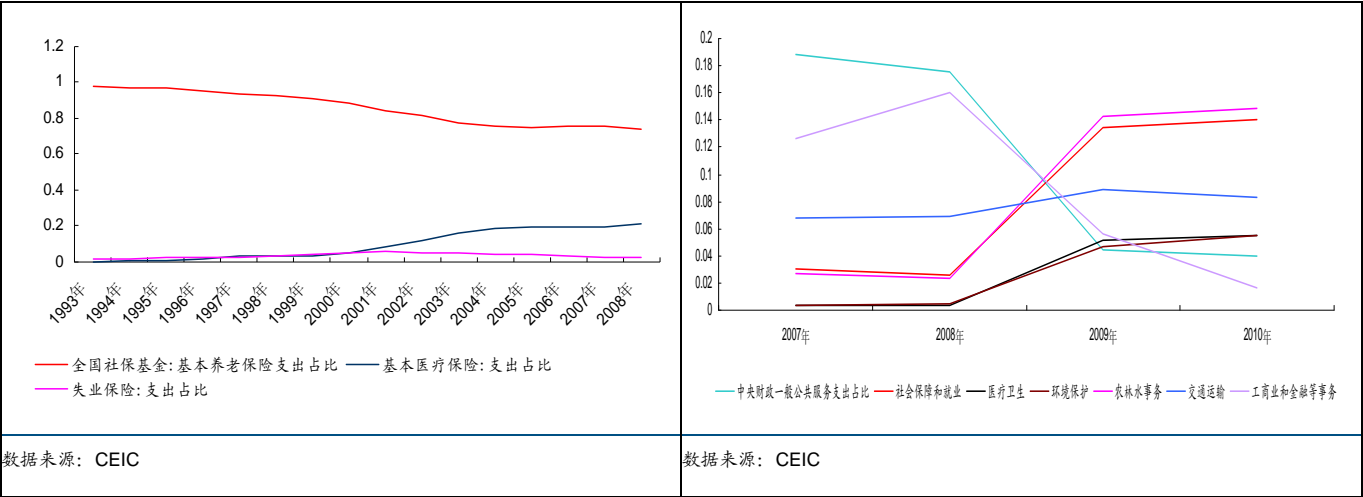
数据来源：CEIC

图 72：中国社保支出结构



图 73：中央财政支出结构变化（10 年为预算值）





附：按照社会保障方面专家郑功成在其《中国社会保障改革与发展战略理念、目标与运行》中指出的，中国目前社会保障体系的建设仍处于 3 阶段中的第一阶段（2008-2012 年）

这一阶段的目标是，初步实现“二免除一解除”（免除生存危机、疾病忧患和从制度上解除养老后顾之忧）的民生保障目标， 搭建社会保障制度的基础平台， 维护底线公平。基本指标包括：实现城乡最低生活保障制度统一， 差距缩小；医疗保障制度覆盖全民并实现合作医疗与城市居民医疗保险并轨；构建“三险一贴” 养老保障体系，包括改进公职人员基本养老金制度、完善城镇职工基本养老保险制度并真正实现全国统筹、建立农民基本养老保险制度和城乡居 民老年津贴制度；财政性社会保障投入提高到 15%，这一指标在 09 年已经基本实现；建立专门的社会保险预算制；完成《社会保险法》《社会救助法》等立法任务。

截至 2009 年，中国在社会保障体系取得主要成就如下：

启动实施新农保试点。目前，已批复全国 27 个省区 320 个新农保首批试点县和 4 个直辖市的试点方案，试点工作陆续启动。29 个省份出台被征地农民社会保障实施办法，被征地农民社会保障工作取得新的进展。

进一步完善了养老保险制度。全国 31 个省份和新疆生产建设兵团全部出台实施养老保险省级统筹文件，如期完成在全国建立养老保险省级统筹制度的目标。对企业退休人员基本养老金进行调整，目前月人均水平超过 1200 元。到 09 年 11 月底，城镇参加基本养老保险人数 23238 万人，提前完成国家“十一五”规划确定的目标。

扩大了失业保险基金使用范围试点，发挥失业保险支持企业减负稳岗的作用。到 09 年 11 月底，全国参加失业保险的人数 12612 万人，比 08 年底增加 212 万人。

医疗保险工作取得重大进展。全面实施城镇居民基本医疗保险制度，提前一年从制度上实现对城镇居民的全面覆盖。到年底，城镇职工和居民参保人数将完成国务院确定的 3.9 亿人的目标，加上新农合 8.3 亿人，我国基本医疗保险制度已覆盖超过 12 亿人口。推进生育保险制度建设，生育保险覆盖人数首次突破 1 亿人。

积极推动农民工参加工伤保险。已将近 100 万“老工伤”职工纳入工伤保险。到 09 年 11 月底，工伤保险参保人数已达到 14754 万人，比去年底增加 967 万人

中日财政梦想比较—列岛改造与区域振兴

无论是日本的列岛改造计划还是中国的区域振兴计划，都是漫长的城市化进程中的阶段性的的一部分，在日本现代历史上，已经有 5 次全国综合开发计划，列岛改造计划只是其第二次的具体措施展开。列岛改造计划不仅仅是一个财政问题，而是一个促进工业化和城市化的综合措施。之所以将其列为财政梦想，是因为，列岛改造计划的制定和实施都离不开财政的支持，是政府意志的集中体现，无论是工业再配置，还是新地方中心城市的建设，交通基础设施的建设，都需要日本预算内财政和财政投融资体系的全面政策推动。中国的区域振兴规划更是财政搭台，货币唱戏，政府的意志是主导性的力量。我们关心的是，为什么会在过渡期提出这样的计划，以及结果怎么样。作为财政梦想，是有其必然性的。

列岛改造计划发表背景

日本通产省于 1968 年 12 月制定了工业开发方案设想，试图找到既解决城市问题和公害问题，又能保持经济增长的工业开发办法。69 年 5 月，国会通过了以工业开发设想为框架的《新日本综合开发计划》（简称新全综或二全综）。当时的日本，一方面，如果以 10% 以上的增长趋势，即使将新产业城市和工业建设特别地区全部用于工业，也满足不了工业用地的需求。另一方面，针对公害和环境问题的居民运动进一步激化，舆论和传播媒介对于产业公害问题的批评更加严厉。

“人口与产业向大城市的集中，是把日本建设的像现在这样繁荣的原动力。但是，其结果是，这股巨大的潮流又同时使大城市里仅以两间公寓为故里的人们剧增。年轻人的身影在地方消失，农村只剩下老人和在重劳动下挣扎的主妇。这样一种社会不会产生开创民族百年大业的能量。于是，我决定以工业重新布局和建设全国性的交通，信息通信网为杠杆，实行‘地方分散’，让人口，资本和物资从大城市向地方回流”。

“明治百年（1968 年）这一年，正是我国城市集中的利弊两方面交错的转折点。一方面，大城市过密、公害、物价上涨等严重影响人们的生活；另一方面，农村又因为过疏而渐趋荒废，城市与农村、“外日本（太平洋沿岸）”与“里日本（日本海沿岸）”在发展上的不平衡，目前即将达到顶点。”

上述引自田中角荣《日本列岛改造论》。日本列岛改造计划是《新全总》与《日本列岛改造论》的协调和具体化。

改造计划的主要目标和措施

“改造计划”以 1985 年为即期年限和目标，实现国民生产总值（GNP）年平均增长率 10% 以上，比 1970 年度 GNP 和工业生产总产值提高 3 倍，粗钢产量、工业用地、工业用水提高 1 倍。

“日本列岛改造计划”的内容涉及政治、经济、交通通讯、科学教育等各个方面。就重点要解决的问题来看，主要包括三个部分：工业重新布局、改造旧城市和农村的振兴整治，建设“新 25 万人口城市”，以及建设交通通讯网络。三者相互联系，密不可分，工业重新布局是核心，城市建设和交通通讯网络建设是杠杆。“改造计划”的实施，又以积极财政和税收政策为保证，这是列岛改造政策的重要手段，在整个“改造计划”中占有关键性的地位。

列岛改造的重要支柱之一是整个国土城市化。正如田中角荣所言：1968 年他亲自制定的《城

市政策大纲》是日本列岛改造论的基础，它不是一个狭义上的城市政策，而是把整个日本作为一个城市圈看待的“国土综合改造大纲”。围绕这一政策，日本各省厅相继推出了本部门的计划，经协调提出了《新地方中心城市圈构想》，但这一构想作为制度并不理想，几乎没有实现。另外一个重要支柱是工业的再配置。由于日本长期偏重于太平洋沿岸地区工业的发展，使人口的过疏问题日趋严重。但从当时情况来看，人口的流出基本上是为了获取就业机会。因此，田中内阁的政策当局认为，解决过疏问题的最好办法就是确保当地的就业场所，政府应当积极促进工业向地方的分散。作为具体政策 1971 年制定了《农村地区工业导入促进法》，1972 年又配合列岛改造政策制定了《工业再配置促进法》，按工业再配置计划各目标年度的工业行业和地区的布局目标，对从迁移促进地区向诱导地区迁移工厂，诱导地区的新建工厂，环境保护，劳动力需求等项做出了规定并公布于众。

首先，以工业再布局为核心，以产业用地政策谋求新的产业区域分布，有效地配置、引导工业向地方发展，依靠工业开发地方，以通过解决工业布局过密和过疏的问题，即“外日本（太平洋沿岸）”与“里日本（日本海沿岸）”在发展上的不平衡，同时，带动解决人口过疏过密问题。主要通过安排公共投资来实现。“把东京周围的市街巷和近畿（大阪附近）地区的城市区域（名古屋地区的安排处理未定），定为工业转移促进地区，从上述过分集中地区迁出工业，使该地区的工业用地减半”，“指定北海道、东北、北陆、山阴、四国、九州、冲绳以及其余几个县为诱导地区，容纳从过分集中地区迁出的工业和今后新建的工业”，**内陆工业则逐步向农村地区转移。以第二产业向地方疏散为动力，实现第一产业的现代化。**

71 年 8 月提出促进工业再布局的主要对策是，除了转移地区和诱导地区的设定外，将促进开发大规模工业基地，建立基础资源型工业，在高速公路连接处周围开发据点式工业厂区，以建立内陆型工业用地据点。对地方公共团体等建立工业厂区事业给予利息补贴，财政投融资体系给予开发机构以贷款倾斜；对从密集区迁移的工厂设备，建筑物等，免除 25 年的固定资产税，并采取补贴措施。成立工厂再配置公团，从事人口密集区工厂旧址的贷款及收买，诱导地区建设核心工业区，宿舍用地及人口密集地区迁移运转资金的贷款等业务，对人口密集地区增收 1.75% 的附加税，由工业再配置特别会计管理使用，作为工业再配置对策的资金。

在日本工业再布局计划中，充分的考虑了产业结构的提升问题。1971 年 5 月制定的《70 年代通商产业政策》，提出了适合经济发展的经营方法和知识密集型的产业结构。在产业用地和地区开发方面，采取在偏远地区建设大规模工业用地，促进农村地区引进工业等内陆型工业的合理布局。

其次，改造旧城市和建设“新 25 万人口城市”，整顿地方城市，建设二十五人口的新城市，培植有专业职能的城市，改变地方核心城市的面貌，消除城市分散的不合理性。具体办法是，在工业再配置时，不搞一村一厂的做法，以先建造大规模工业区，引进核心企业，根据开发方式为中心，再以通过工业再配置形成的工业区为核心，建设 25 万人口左右的城市，将其作为地区开发的据点。形成以工业园地为核心的兼有管理功能，文化功能的新地方核心城市，建设向地方分散，重新配置人口的基地。“25 万人口城市构想”不仅是将城市机能与内陆工业结合起来的尝试，而且还是建设以电子工业等尖端技术为核心的科技城构想的基础。

最后，为了支撑工业布局 and 解决过密过疏问题，日本认为最重要的是产业基础设施建设，必须要重新布局交通和通讯网，过去的干线交通体系是东京集中型体制，将来需要将其改建成以东京和大阪为轴心的体制。为了把日本列岛的各个主要城市能够有机的联合起来，建立强大交通网非常必要，通过新干线和高速公路的连接使得主要城市之间的距离只需要 1 个小时的时间；修建工业港和运输港；建设水库千余座；用超大型远程喷气式运输机和短滑跑起降

飞机进行空运。随着通讯时代来临，需要建设全国性的通讯网，为此，需要调整城市机能，重新组织日本列岛通讯网。具体目标是：10 年内建成已决定修建的 7600 公里高速公路，使高速公路里程达到 1 万公里。使新干线里程达到 9000 公里，将原有线路的客运能力用于货运，提高货运能力 2 倍。再建 7500 公里的输油管道，承担 40% 的石油运输。

列岛改造计划的思考：梦想和现实有多远

对于日本列岛改造计划，我们关心的是，这样的一个计划为何会在这样的时点提出来？在我们看来，改造计划是过渡期日本积极财政政策的具体目标和措施的展开，是解决内外压力的一个理想蓝图。改造计划的核心是城市化的再造，即，通过对工业产业全国性的重新布局，带动以往过疏地方城市的发展和新型相对专业城市的兴起，而减轻过密城市的压力。这样的一个新布局，是以财政的税收优惠和公共投资来实现的。正是在这样的一个公共目标选择下，我们才会看到前面提到的日本财政投融资中住宅和生活环境改善支出的快速上升，自然，另一个投资的重点则是可以解决距离问题的新干线和高速公路这样的基础设施，同时，对于城市通信网络的再造也是重要的环节，所以才会有，在过渡期，住宅，生活设施改善，运输和通信基础设施的投资成为日本财政投融资机构最重要的投资领域。

过渡期的日本城市人口占比已经超过了 70%，进入了城市化的末期，所以说，列岛改造计划不是推进城市化而是推进城市化的再造。但是，无论是城市化的推进还是城市化的再造，都是有赖于大规模的投资来实现，都会创造巨大的投资性需求和消费性需求，从而激发国内私人投资与消费的增长，内需的增长，一方面可以实现原有经济的增速，另一方面，通过进口的增长实现贸易顺差的减少，从而降低国际日元的升值压力。另外，从太平洋沿岸向日本海沿岸的转移，更重要的战略意义在于扩大对于亚洲出口的出口市场，减少对于美国的出口依赖。最后，改造计划提出的“新 25 万人口城市”的建设，不是简单的人口转移，而是建立在产业结构升级的基础上，“改造计划”促进了未来产业结构的重心从重化学工业向知识密集型产业的转换。因为新工业的进入是有一系列的节能环保要求的，日本 70 年代产业政策核心的知识密集型产业，不仅可以实现避免公害、节省劳动力、节约资源的目的，还能减轻国土和环境的负担。因此成为内陆工业布局的重点。

这次规划的意义在于前瞻性很强，而且为以后的国土规划积累了经验，作为开发方式提出了大规模项目开发的模式，**但由于过度强调经济效应，所以并未彻底解决日本的结构矛盾，反倒是把国土开发引向了更高效率的高密度社会**；而且当时日本经济由于在高度增长期，所以政策制定者提出了很多不切实际的大规模的工程项目，此后的高通胀使得很多项目化为了泡影。

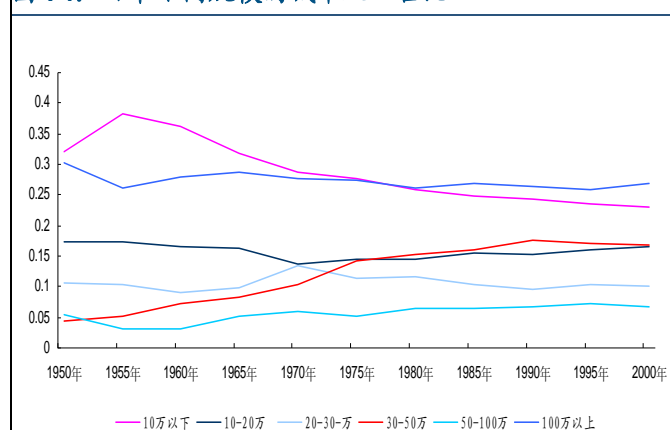
由于列岛改造计划是建立在经济高速增长，从而积极财政政策有税收保障的基础之上的，因此随着 74 年经济的衰退和积极财政政策的退出，这项计划被暂时搁浅了。在具体执行的过程中，反对的声音也很多，有的地区以“迁走工厂就会使地区社会崩溃”为理由，强烈反对迁移。当时提出的税收支持政策，包括工业再配置税，一直遭到产业间和自民党的消极态度，结果只好在 1973 年放弃设置该税（如东京都，大阪市）。但是，列岛改造计划的思想基本上成了后续日本的发展思路。我们关心的是，列岛改造计划的实现是一个长期的过程，那么列岛改造计划的目标到底有没有实现呢？

首先，原先设想的 10% 以上的增长率在 74 年之后就再也不曾实现，1985 年的实际 GDP 不足 70 年的 2 倍；其次，就人口的过疏过密问题，从全国人口的分布的角度来看，并没有很好的解决，10 万以下人口城市的人口占比从 70 年的 30% 下降到 2000 年的 24%，而 100

万以上人口城市在总人口中的占比，在 70 年后基本保持了稳定，过渡期上升的是 30-50 万规模城市人口的占比，从 70 年的 10% 上升到 75 年的 15%。而 20-30 万这个规模的城市人口占比在 70 年后略有下降。也就是说，过疏的问题不但没有解决还在加剧，而大城市过密的问题也没有明显的改善。从东京和大阪城市人口密度的变化来看，人口密度下降的区域只是城市最中心的 10 公里半径内，10 公里半径以外的部分密度都是增长的，因此整体来看，东京和大阪的人口密度仍然是呈现上升的趋势。再次，从高速公路和新干线的建设来看，远没有实现预想的目标，到 85 年时，日本的新干线里程为 1832 公里（目标 9000 公里），高速公路里程为 3555 公里（目标 10000 公里）。

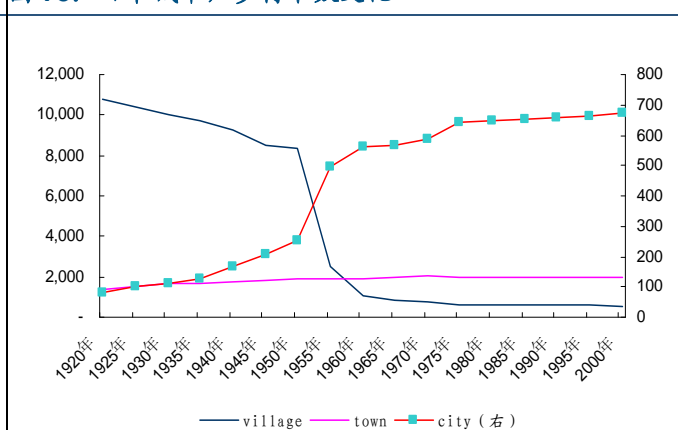
最后，从具体的生产指标来看，钢铁产量在 73 年达到顶峰后，之后就维持高位波动，并没有实现最初设想的增长一倍，实际上，钢铁行业在 74 年后的经济低速增长期，是作为结构性萧条行业，面临的是产能过剩，政府专门设立基金解决过剩设备的淘汰。同样，日本工业用地规模也只是从 70 年的 1.2 上升到 85 年的 1.5 千平方公里。列岛改造计划的目标虽然未能全部实现，这是日本经济增长方式转变所致，正如我们在前面所述，是日本从产业层面从而投资层面转变所致，一者服务业的比重上升，二者制造业中原有的重投资的主导产业开始转变为轻投资的电子机械设备行业，但是，主导产业的升级从而增长方式转变的实现应该是列岛计划最大的收获之一，尽管这样的转变并不是取决于列岛改造计划本身。

图 74：日本不同规模的城市人口占比



数据来源：CEIC

图 75：日本城市，乡村个数变化



数据来源：CEIC

图 76：日本住宅和工业用地面积变化

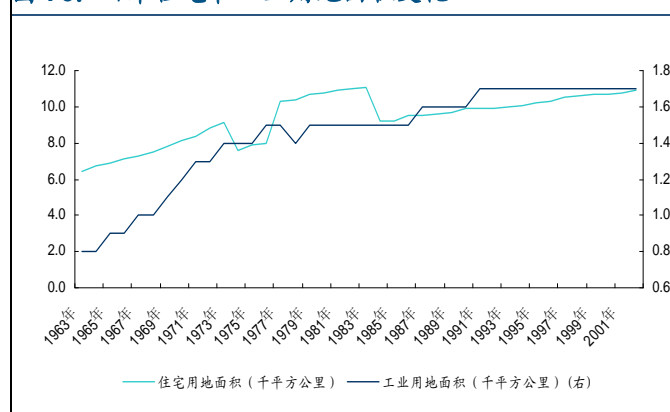
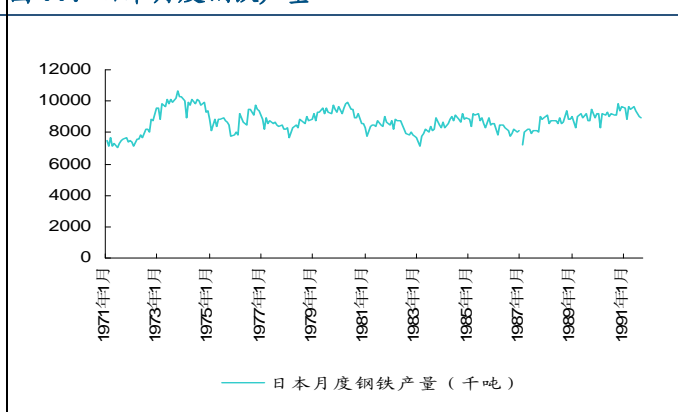


图 77：日本月度钢铁产量



数据来源：CEIC

数据来源：CEIC

列岛改造计划 VS 区域振兴规划

对比日本过渡期的列岛改造计划，与当前中国提出的一系列区域振兴计划类同的地方在于，从根本上说，都是企图通过推动国土内全范围的城市化进程中，企图改变区域经济发展不平衡扩大的趋势。都是在面对原有的出口和投资主导的增长方式遭遇强大压力下需求突破的方式，都是企图通过政府主导的前所未有的公共投资进而诱导民间投资跟进来实现，都是建立在经济高速增长预期的基础之上。

与日本列岛改造计划的不同在于，首先，我们目前仍然处于推进城市化加速的阶段，而当时城市化已处于末期的日本强调的是城市化的再造。日本强调的小城市（25 万人口规模）的建设，而严格控制大城市的规模，中国则既强调区域中心城市的建设，同时也在加快中小城市建设的建设；同时，从公路和铁路的密度来看，过渡期的日本是当前中国的 7 倍，随着城市化进程的加速，公路和铁路这样的基础建设仍然有巨大的增长空间。过疏过密的问题还没有成为我们首要解决的问题，人口和产业从过密地区向过疏地区转移并不是关注的重点，我们仍然处于快速积聚的过程，尽管中国当前也有产业布局不平衡的问题，但是，推动产业布局从东部沿海向内陆转移的不是过疏过密的问题，而主要是企业自身降低成本，依赖内需的发展思路来决定。

其次，正是这样的不同，可能会产生不同的结果，一方面，如果仅从城市化的进程来看，中国可能要经历更长的过渡期，在这样的一个过渡期，原有的主导产业仍然有继续生存和扩大的空间，另一方面，在面对未来快速上升的劳动力成本和原材料需求压力下，中国新兴产业的崛起，很可能会以一种更快的方式在增长。日本列岛改造计划提出的目的基本未能实现，但是，基于我们前述对于中国未来增长空间的预期，中国区域振兴计划的部分目标是有实现的现实基础的，尤其是区域性的中心城市的崛起，这很可能进一步加剧人口和产业的集中。问题在于，如我们后面判断，这样的进程将会被通胀打断，并且，区域振兴计划在以后的过渡期里也会不止一次被提出来。

最后，以日本的发展经验来看，区域城市过疏过密问题最终是很难解决的，大城市的积聚效应难以撼动，同时，更重要的是，试图通过修建高铁，高速公路的方式等基础设施的改善来改变过疏过密的格局最终很可能被证明是徒劳的。这些基础设施的改善，最有利的行业仍然是第二产业和第三产业，更有利于这些行业生产效率的提高，而不是田中角荣所设想的单纯的提高第一产业的生产效率。对于产业间效率差异的改变可能并没有太多意义。但对于房地产的意义自然是不言而喻的，为何这么说呢，主要是由于二者都强调的是新的区域性城市的建设和崛起，通过开发核心地带即核心工业区的方式，使地区开发与地方城市建设形成一体。

图 78：日本城市人口占比变化

图 79：中国城市人口占比变化

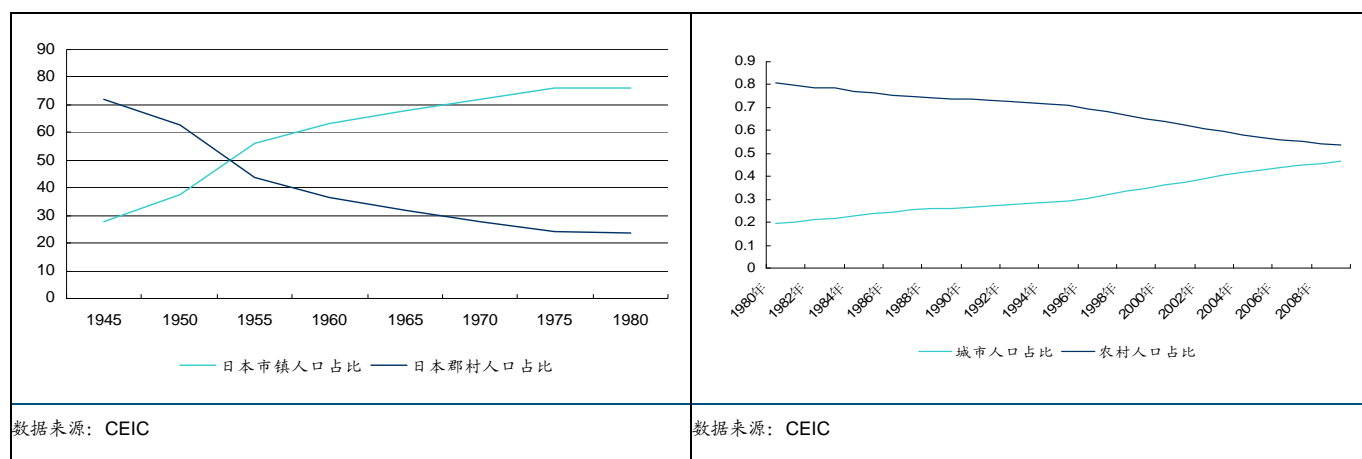


图 80: 日本公路和铁路里程密度变化

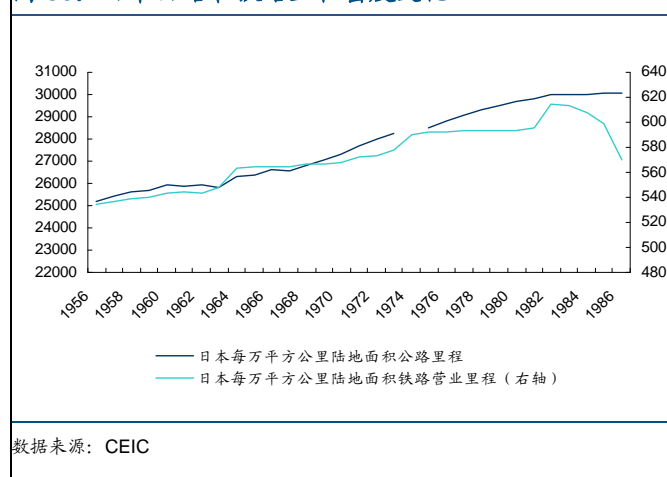


图 81: 中国公路和铁路里程密度变化

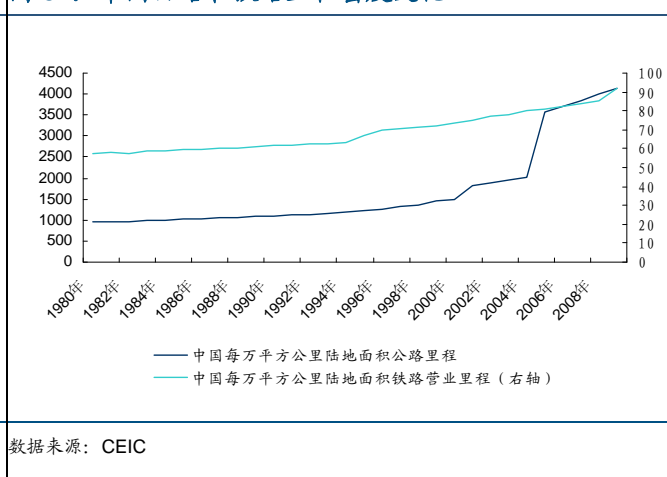


表 9: 东京 70KM 城市半径人口密度分布 (人/平方公里)

	整体密度	0--10 km	10--20km	20--30km	30--40km	40--50km	50--60km	60--70km
1970	1, 788	18, 518	9, 025	3, 357	1, 710	817	469	374
1975	2, 009	17, 315	9, 583	4, 113	2, 217	998	531	396
1980	2, 133	15, 620	9, 649	4, 464	2, 519	1, 156	590	415
1985	2, 253	15, 263	9, 882	4, 827	2, 732	1, 271	644	434
1990	2, 382	13, 949	10, 035	5, 232	2, 952	1, 408	690	462
1995	2, 444	13, 186	10, 070	5, 467	3, 065	1, 480	741	479
2000	2, 509	13, 437	10, 301	5, 706	3, 136	1, 520	754	479

数据来源: 长江证券研究部整理

表 10: 大阪 50KM 城市半径人口密度分布 (人/平方公里)

	整体密度	0--10 km	10--20km	20--30km	30--40km	40--50km
1970	1, 856	12, 412	3, 653	1, 856	1, 026	656
1975	2, 024	11, 995	4, 364	2, 269	1, 162	700
1980	2, 082	11, 470	4, 663	2, 448	1, 211	759
1985	2, 144	11, 345	4, 824	2, 581	1, 286	777

1990	2, 183	11, 063	4, 844	2, 695	1, 342	802
1995	2, 198	10, 939	4, 821	2, 691	1, 374	839
2000	2, 209	10, 806	4, 872	2, 815	1, 401	833

数据来源：长江证券研究部整理

中日财政投融资比较

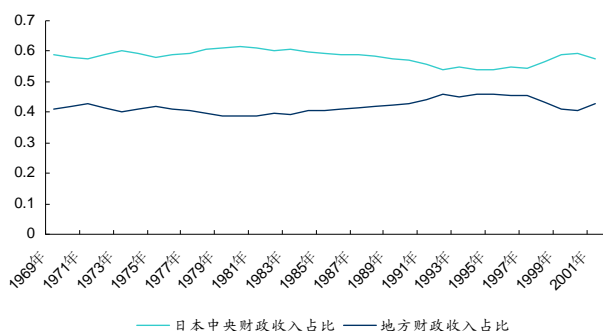
中央财政和地方财政的关系

在我们展开对于中日投融资的比较之前，必须对于两国的中央和地方财政的关系加以梳理。为何要交代地方和中央的财政关系呢，我们认为，正是由于特定的财政体制才决定了特定的财政政策和安排。

日本的财政体制为财政政策的顺利实施提供了良好的基础保证。日本实行的是集权与分权相结合的财政体制。具体说来，日本财政分为中央财政与地方财政两大部分，中央财政收入（这里的收入包括了债务收入）占总收入的 60%，地方占 40%，但在实际财政支出中，中央政府财政支出（包括债务支出）占比 30%，地方政府则占 70%，从而使地方自治体（都道府县和市町村）有独立财政，同时在关键问题上又受制于中央，中央对全国各级财政拥有实际控制能力。中央政府一方面直接掌握中央财政，另一方面又通过有效的指导机制左右地方财政的运转，从而使全国各级财政活动都处在中央的直接或间接控制之下，使财政发挥更有效的作用。

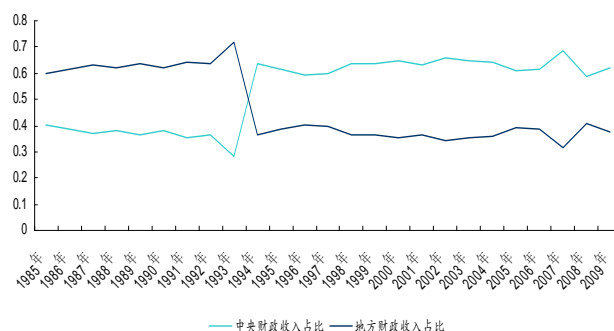
至少从预算内的收支数据来看，中国的中央和地方的财政收支比例是非常类似于日本的。而在预算外的收支部分，地方政府占据较大的部分。正是由于这种类似的财政集权与分权的安排，一方面，有利于中央对于全局性的财政意图的贯彻，另一方面，财政目的的具体执行又必须依赖地方政府，与日本不同的是，中国更加倚重地方政府的执行，后面的对比部分我们将会看到，中国的地方投融资平台与日本很大的不同就在于并没有集权于中央。这里面，一定会存在一个问题，就是集权与分权的斗争，即地方政府因为有如此大的财政支配权，必然会谋求自身的利益，这是制度安排本身的缺陷。仅从这样的角度来看，似乎日本的投融资体系更合理，它完全受控于日本的大藏省，同时，下设的投融资对象机构都直接受控于大藏省的资金管理部，只有部分对象机构为地方公团，因此，对于中央财政的意图贯彻更有利。而中国的地方投融资体系，可以说，很大程度上脱离中央的直接控制，同时，地方政府必然会利用这样的平台谋求自身的利益。因此，对于中央财政意图的执行要打折扣。

图 82：转移支付前日本中央和地方财政（含债）占比



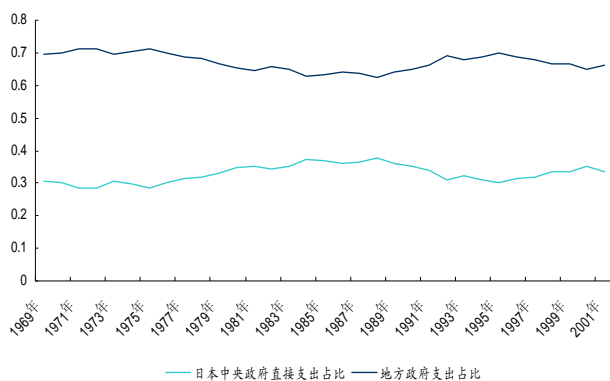
数据来源：CEIC

图 83：转移支付前中国中央（含国债）和地方财政占比



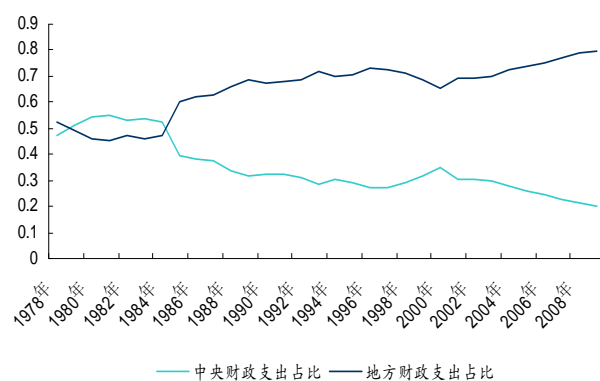
数据来源：CEIC

图 84：考虑转移支付后的日本中央和地方支出比例关系



数据来源：CEIC

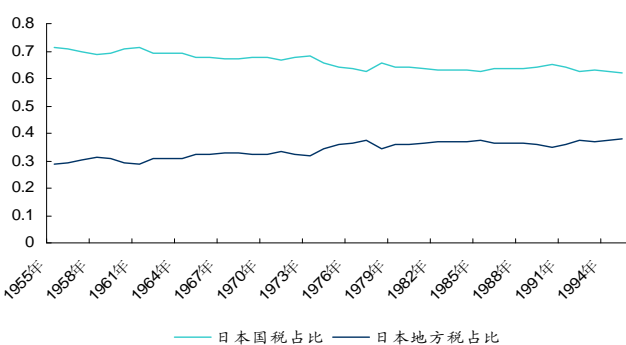
图 85：中国中央本级财政和地方财政经常性支出占比



数据来源：CEIC

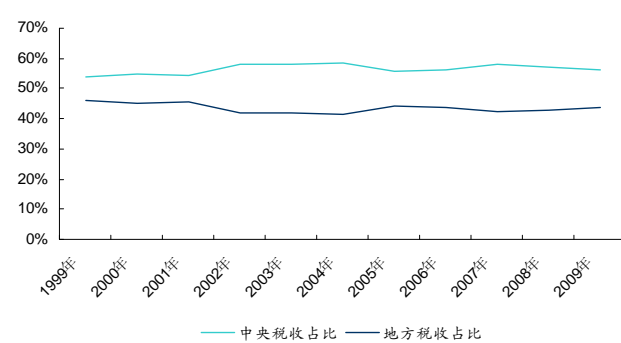
首先，在租税初次分配中，日本通过税目的设置和税源的划分，大部分税收归中央（接近70%），中央取得了指导地方财政的资金保证。税收是财政收入的主要部分，掌握了税收也就对财政拥有了实际控制能力。日本的税收分为国税和地方税，而税收的划分是根据有利于中央的原则进行的，结果关键性的税种都属于中央。中央掌握了近一半的税种，对国民经济有重大意义的法人税、所得税、酒税、关税等税种都划归国税。在这一点上，中国中央政府对于税收的控制似乎相对较差一些，并且由于地方政府的预算外收入的大量存在，实际的初次税收分配中，很可能地方已经不处于劣势。

图 86：日本国税和地税比较



数据来源：CEIC

图 87：中国国税和地税比较



数据来源：CEIC

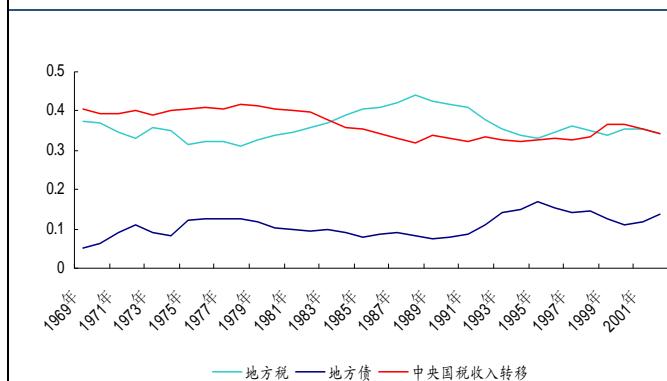
其次，在租税二次分配中，日本通过交付地方税和国库支出金、让与地方税等手段向地方转移国税收入，实现中央财政对地方财政的指导，这部分收入在70年代占地方财政收入的40%。交付地方税是将属于国税的所得税、法人税及酒税等税种的一部分拨付给地方的一种中央对地方的转移税金，属于财政收入在中央和地方之间的一种再分配形式，1966年以后按3:1的比例向地方交付并沿用至今。国库支出金是从属于中央的国税收入中拨付给地方的国库委托金、国库负担金和国库补贴金的总称。和作为一般财源的交付地方税不同，每笔国库支出

金都有专门用途，它是给予地方的一种限定用途的财源。让与地方税是中央将国税的一部分转让给地方征收的一种税。设立该税的目的除考虑课税技术问题外，还为了在地方政府间进行合理的税源分配和财源调整，避免税源偏重于某一区域而有碍于各地的均衡发展，让与地方税数量相对很小。

中央财政以这些形式向地方转移税金，是以实现一定的政策意图为目标的。如为了避免各地方财力相差过于悬殊，不同的地方自治体得到的交付地方税数量不等；为发展特定产业，不同部门得到的国库支出金数量也不一致。通过这些手段，地方的财政活动受到了中央财政的左右。

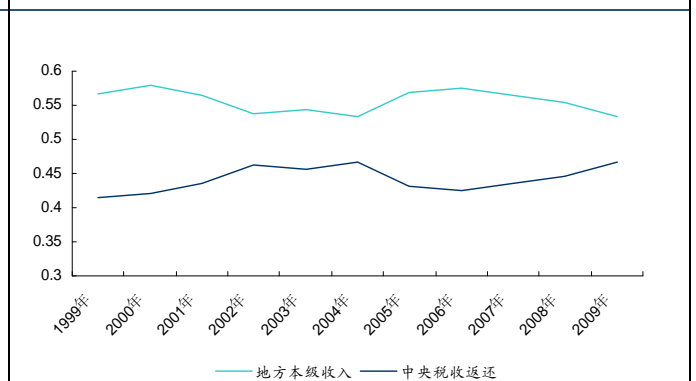
在租税的二次分配中，中国地方财政中来自中央的租税返还占比也都在 40% 以上，相比日本，地方政府更加依赖中央的税收返还。同时，也表明中央的财政意图更加倚重地方政府来执行。

图 88：日本地方财政收入构成



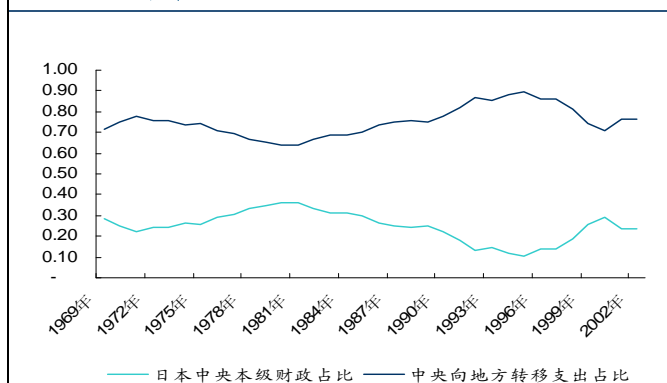
数据来源：CEIC

图 89：中国地方财政收入构成



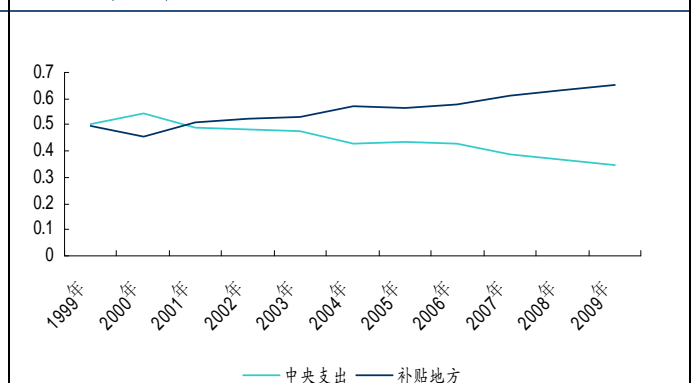
数据来源：CEIC

图 90：日本中央财政支出占比



数据来源：CEIC

图 91：中国中央财政支出构成



数据来源：CEIC

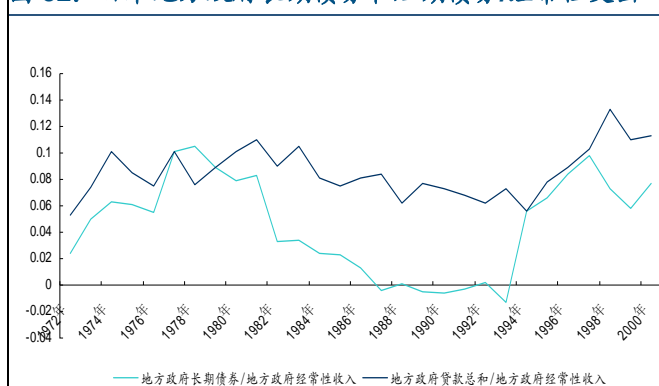
最后，日本地方债的发行管理由中央负责，控制了地方的税外收入。战后日本地方财政每年都要通过发行地方债筹集一批资金作为地方财政收入的重要来源，但地方债的发行要受中央政府控制。公社公团债的发行必须纳入政府关系机构预算提交国会审批，或经主管大臣认可。地方债的发行，必须先提出“地方债计划”，经自治大臣和大藏大臣协商决定后方能实行。

中央不仅掌握着发行审批权，而且在地方债的承购上地方也受制于中央，中央通过地方债承购资金的变动来影响地方债的发行，进而对地方财政进行干预和调节。

并且，中央通过制订地方财政计划来约束地方预算，地方财政计划不单纯是一种对地方财政规模的理论估算，更重要的是它反映了中央的政策要求。地方政府在编制地方财政预算时必须和中央编制的地方财政计划相比较，而不能超出地方财政计划确定的支出规模，否则会陷于被动。

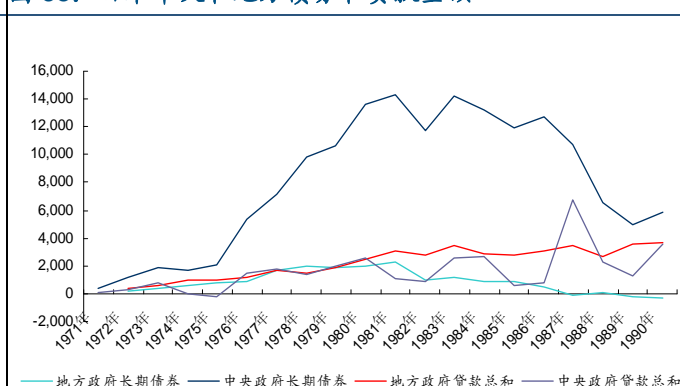
从日本的债务构成来看，国债占据绝对的主体地位，地方债收入在地方财政收入中的占比不足 20%。中国已经通过中央代理的方式发行了 2000 亿的地方债，后面，随着支出规模的扩大，地方债的放行是确定的，但是，依据日本的经验，由中央政府负责，严格控制地方债的规模应该是趋势。也就是说，按照日本的经验，地方债不会成为投融资平台的主要资金来源。

图 92：日本地方政府长期债券和短期债券/经常性支出



数据来源：CEIC

图 93：日本中央和地方债券和贷款金额



数据来源：CEIC

日本财政投融资体系

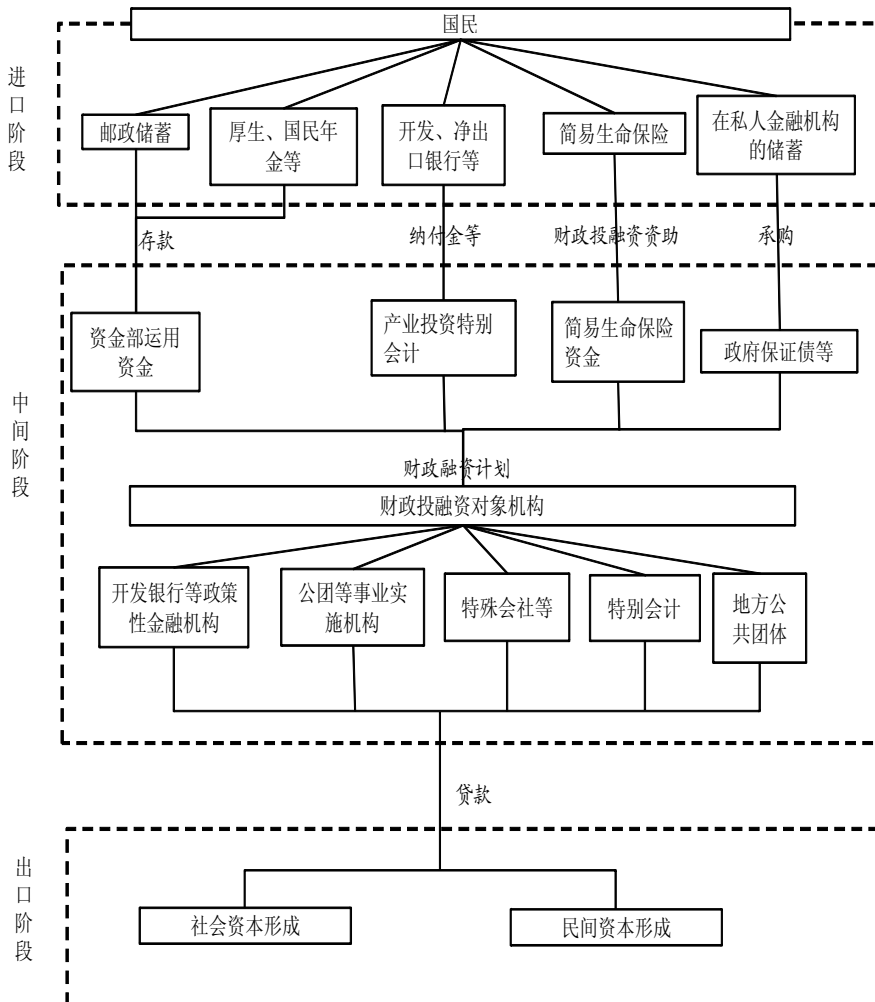
在展开对中国地方投融资平台的讨论前，我们先对日本类似的机构—日本财政投融资的发展历程及存在的问题进行评述，从而形成对比参照的基础，就当前来看，对于地方投融资平台暴露出来的信贷风险，让许多人充满担忧，但是这里面的风险到底有多大，会不会真的演变为系统性的金融风险，我们希望借助于日本财政投融资的分析比较，形成对于中国地方投融资平台较客观的认识。

日本在战后初期和高速增长的时期，面临着长期资金不足、社会资本和民间资本投资紧缺的问题。为了满足投资需求，日本一方面实行低税率、低利率政策和中央银行对商业银行提供贷款支持其“超贷”，另一方面建立起规模巨大的财政投融资体系。这个体系有着稳定的资金来源—邮政储蓄、国民年金和厚生年金，集中统一的管理机构—大藏省资金运用部和分工明确、相对独立的财投机构。这个集中分配资金的体系很好地适应了战后日本资金短缺的现实，满足了政府主导下的赶超战略需求。

日本财政投融资属于财政范畴，本质上是借金融形式进行的财政资金的运用。作为中介，财政投融资利用相互独立的合同把资金来源（如邮政储蓄）和资金供应（如日本开发银行贷款）联系起来。这样，财政投融资实际上起到了“蓄水池”的作用。当总供给与总需求间出现缺口时，通过改变财政投资的规模和投向来弥补。财政投资贷款在资金不足的情况下具有

“分配信用”的效应，而且贷款是以长期低息进行，具有利息补贴的含义，项目收益性与公共性矛盾的解决最终还是靠租税为主的无偿资金来弥补。

图 94：日本财政投融资结构图



数据来源：长江证券研究部整理

财政投融资制度通过两种方式执行资源配置功能：一是直接经营日本高速公路公团等公营企业，将资源分配到公共部门，二是通过日本政策投资银行等政府性金融机构向私营企业提供财政投融资资金，实现资源对于私人部门的配置。从财政投融资运用结构变化来看，提高国民生活质量和构筑国民生活基础是其主要运用方向。前者占比从 55 年的 45.1% 持续上升到 75 年的 64.1%，后者从 32.1% 下降到 25.2%，后者的下降主要是由于国土保全，地区开发支出的下降，而道路支出则在增长。而对于产业和技术的资金供给则从 16% 下降到 3%，也就是说，随着企业和民间金融力量的增强，产业的发展资金主要由民间金融提供，财政投融资资金主要偏向于社会性的基础设施（住宅及其他生活环境等）的提供。

在公共投资所形成的社会资本中，日本财政投融资起到了关键作用，它能提供长期性的固定低利率融资。财政投融资在资金分配上采取了倾斜分配方式，对社会资本的形成起到了促进

作用。这种作用主要是通过公共投资实现的，公共投资中 40%以上来自财投资金。它为一些直接从事建设事业的特别会计和公团等政府机构提供资金；通过承购地方建设债券，为地方政府公共投资提供资金；作为财投机关的公营企业金融公库通过发行政府保证债券，筹集资金，用以承购地方公营企业发行的地方债券。1965 年以来，资金运用部一直承担着国债的承购任务。

财政投资贷款规模扩大是通往“小财政”的一条捷径。其规模之所以扩大，是因为作为财政投资贷款财源的邮政储蓄和简易生命保险迅速发展，社会保险公积金大幅增加，财政当局可以利用这种资金积蓄，实行严格意义上的财政支出增大的转移。

表现财政投资贷款性质的事例之一是通过住宅金融公库进行的资金供给。在高速增长时期的住宅政策中起核心作用的确实是该公库的低息资金融资。与房租补贴相比既是较小的财政负担，又支持了城市中等阶层人士谋求自立、自助的努力，因而被当成住宅政策的核心。

表 11：日本财政投融资资金用途变化（%）

财政投融资的变化							
财年	1955	1965	1975	1985	1995	2001	2002
1. 住宅	13.8	13.9	21.4	25.4	16	29.9	23
2. 水供应、下水道和其他环境设施	7.7	12.4	16.7	15.7	16.4	19.9	21.5
3. 卫生福利	2.1	3.6	3.4	2.8	4	3.9	3.8
4. 教育	4.5	3.1	2.9	3.6	2	2.8	3.3
5. 中小企业	8.1	12.6	15.6	18	15.3	16.1	17.7
6. 农林渔业	8.9	7.2	4.1	4.3	3	2.4	2.6
1-6 合计	45.1	52.8	64.1	69.8	76	75	68.9
7. 国土保全和灾害重建	7.7	3.1	1.2	2.8	1.3	2.3	2.7
8. 道路	3.7	7.9	8	8.8	7.7	11.2	13.7
9. 运输与电信	12.2	13.9	12.7	8.4	4.6	2.3	2.3
10. 地区开发	8.5	7	3.3	2.4	2.6	3.4	3.9
7-10 合计	32.1	31.9	25.2	21.9	16.2	19.2	22.6
11. 产业和技术	15.8	7.8	3	2.9	3.1	1	0.7
12. 国际贸易和经济合作	7	7.5	7.7	5.4	4.7	4.8	4.8
11-12 合计	22.8	15.3	10.7	8.3	7.8	5.8	5.5

数据来源：日本大藏省 2002 财年财政投融资报告

日本财政投融资面临的质疑

此部分主要是对资料的整理和归纳

随着高速增长的结束，资金短缺变成资金过剩，经济体也要从政府主导转向进一步释放市场

和私人资本力量，维持如此大规模的政府财政投资是否有必要变成日本财政投融资所必须回答的问题。虽然日本大藏省坚信财政投融资制度对国民经济是“不可缺少”的，但是民间对政府投融资现状充满忧虑。

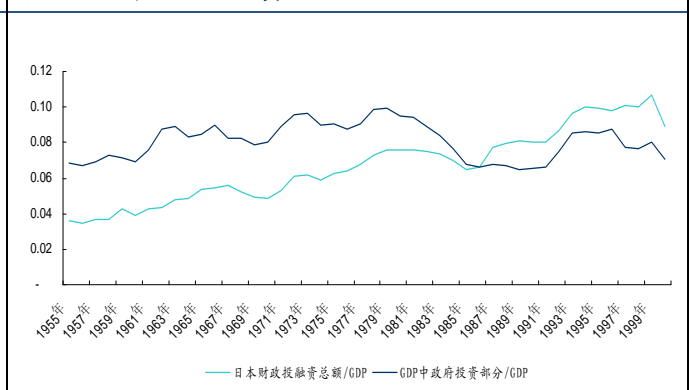
首先是对财政投融资的存在意义的质疑。财政投融资制度的产生与发展是为了解决日本战后经济发展中长期资金短缺的困难。但是 70 年代中期以来，日本经济流动性不足的问题不复存在，而随着金融自由化的发展，邮政储蓄、年金等自主运用资金的要求日益高涨。邮政储蓄、年金储备必须以低利率存入大藏省资金运营部的强制性规定受到越来越大的压力。1987 财政年度开始，资金运用部将一部分邮政储蓄、年金准备缴存的资金返还给邮政储蓄和年金，允许他们做相机投资，提高投资收益。尽管如此，仍有相当大的份额的财投资金未能为财投机构所吸收而直接进入证券市场。2000 财政年度的财政投融资 35 万亿日元的实绩中，用于普通财政投融资领域的约 28.8 万亿日元，投资于证券市场的约 6.2 万亿，后者占该年度全部财政投融资比例的 17.74%。到该年年底，财政投融资余额为 417.8 万亿日元，其中普通财政投融资余额 325.1 万亿日元，占 77.82%；证券投资余额 92.7 万亿日元，占 22.18%。财政投融资作为政府干预金融部门的一种手段，在私人金融部门不发达的时候，确实可以起到重要的重用，但当私人金融部门充分发展之后，财政投融资的重要性应当降低。然而日本财政投融资的规模却在不断地扩大，年度财政投融资计划在 GDP 的比例，从 1955 年的 3.7% 到 20 世纪 90 年代的 7%-8%。

图 95：日本财政投融资总额/中央财政一般会计支出



数据来源：CEIC

图 96：日本财政投融资总额/GDP



数据来源：CEIC

除了在市场与政府的关系这一层次探讨财政投融资的规模问题外，也可以从公共工程的提供充分与否来审视投融资是否过度膨胀。经过多年的建设，日本公共工程短缺的状况不复存在，对公共工程的需求降低。80 年代后，日本的公共工程从总量上看是充足的，只有铁路、电话网、邮政服务等类别的公共工程尚未到达有效的规模。在这种情况下，财政投融资规模继续膨胀无疑会导致投资回报率下降和利用率低下的后果。

对于财政投融资制度的置疑的另一个重要原因是财投机构极度恶化的财务状况。财政投融资是有偿性和公共性这对矛盾的统一体。在高速增长时期，这一内在矛盾的冲突因为投资回报率较高而不明显，但是 75 年之后，投资回报率的降低使得这对矛盾的对立越来越尖锐。财政专家 Doi 和 Hoshi (2002) 的研究表明，如果按照私人公司的会计标准，由于以下三个严重的问题，财投机构的财务状况要比会计报表反映的糟糕的多：一是部分政府金融机构推迟损失的确认和在资产方抵消保证与承兑，使资产虚增；二是政府金融机构和特别公团不良

贷款数额被低估并且拨备不足；三是执行不适当的折旧方式，高估资产价值。2001 年原始报表显示有 3 家财投机构的资本率（所有者权益与资产比）为负数，但综合上面三个因素调整后，破产的财务机构将达到 14 家，对这 14 家机构的财投贷款余额为 139 万亿日元。若以 25% 的坏账率计算，将有 35 万亿日元，占 GDP 的 7%。若仅考虑弥补财投机构已发生的损失和恢复其资本水平，则需要 17.4 万亿日元。另外，根据 1999 年的财政年度及以前的数据，给予财务状况不良的地方政府的财投贷款有 29—37 万亿日元、这样如果加上因为日本国铁私有化转移给中央政府承担的 7.3 万亿日元财投贷款债务，2001 年度的 271 万亿日元的财政投融资净余额中有 176—183 万亿日元的不良贷款（以私人公司的标准）。即使损失率为 25%，数额也达到 44—46 万亿日元，相当于 GDP 的 9%。可以认为，财政投融资为了政策性而牺牲了收入性、安全性。

对财政投融资制度的批评还来自财政投融资制度松弛的纪律约束。财政投融资制度是靠邮政储蓄和年金支撑的预算外政府补贴制度。他的收入独立于政府的规范性收入，用于未在预算内记录的政府的支出和负债，用于名义上是贷款实际是补贴的投资。Wallison（2002）从一个美国人的角度，总结了美国预算政策的四个原则：（1）预算的统一性，不允许有独立于预算之外的其他优先政府支出。（2）政府机构每年获得有限的拨款，除此之外，没有其他资金渠道。（3）政府直接为其设立的公司提供融资，该公司不能单独与资本市场发生联系。（4）政府机构无权实现诸如配置资源或者反周期这样的总体目标而对支出机构作出相机选择。他认为，日本的财政投融资制度没有遵守上述的任何一条。财政投融资制度不仅不能刺激经济的增长，更要为日本经济停滞负责，这个制度把宝贵的资本配置到没有生产性的领域。另外，财政投融资制度也受到党派斗争、部门争权等政治问题的困扰。

日本官方也认为 1953 财政年度以来不曾变化的财政投融资制度已经不适应成熟化的日本经济，财政投资规模过大问题、资金运用部的托管利率、贷款利率与市场利率的协调问题等都困扰着财政投融资制度的健康运行。从而促成日本在 2001 年对财政投融资制度的改革，在财投机构的资金筹集上引入市场机制，财投机构债券成为其获取资金的首要方式。

中国地方投融资平台

此部分主要是对资料的整理和归纳

由来及现状

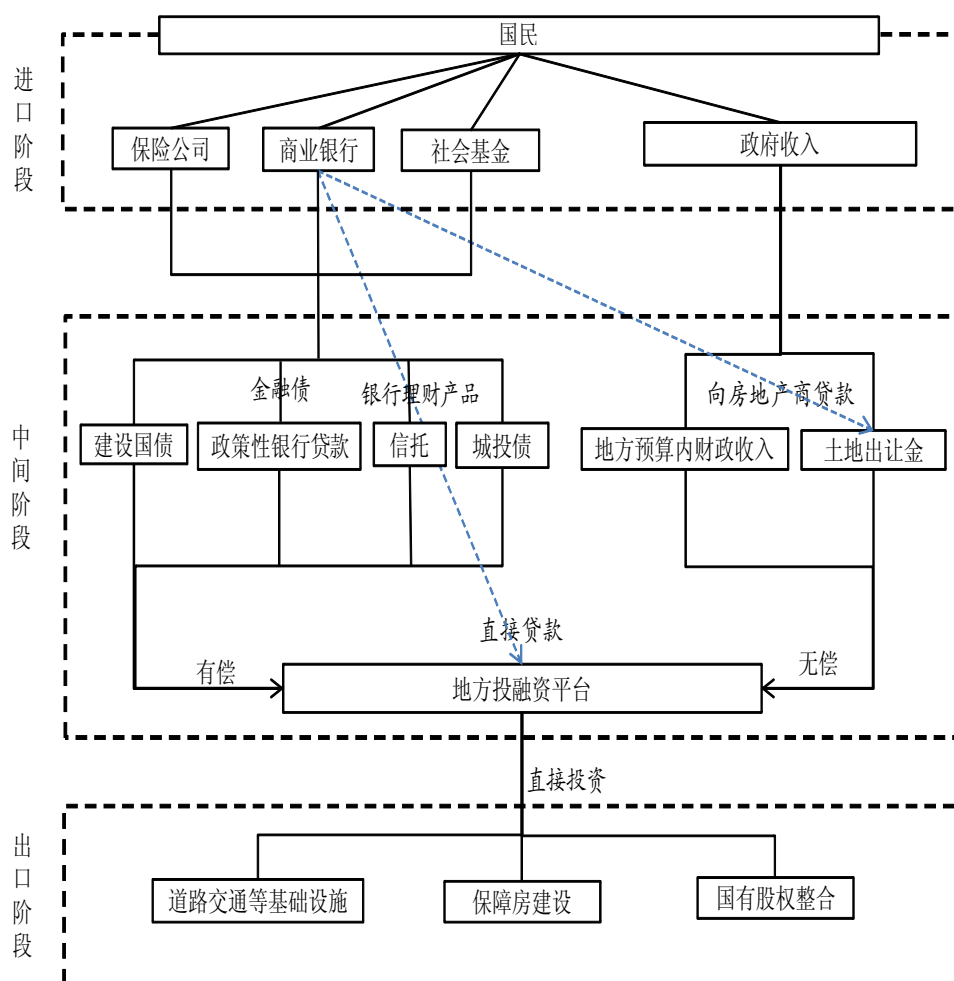
1994 年分税制改革后，为了突破资金瓶颈和法律障碍，由地方政府发起设立，通过划拨土地、股权、规费、债券、税费返还等资产，组建一个资产和现金流均可达到融资标准的地方国有企业或企业集团，必要时辅以地方财政的变相担保或由地方人大出具“安慰函”作为还款承诺，以实现平台的对外融资，并将资金主要投入于市政基础设施建设及公用事业等领域。目前，投融资平台形式多种多样，运作模式各异。按照法律性质划分，可分为企业法人、事业法人和机关法人。按照收入划分，又可分为有自营收入、有一定自偿能力的平台和没有自营收入、缺乏自偿能力的平台两类；后一类投融资平台的主要职能是融资，至于融到资金的投向以及还款来源方式等并不规范，存在着举债主体与资金使用主体相互分离的现象。

央行的调研结果显示，截至 2009 年 5 月末，全国共有政府投融资平台 3800 多家，其中 70% 以上为县区级平台公司。总资产近 9 万亿元，负债已上升至 5.26 万亿元，平均资产负债率约 60%，平均资产利润率不到 1.3%，特别是县级平台几乎没有盈利。尽管如此，更多的人认为是上述数字很可能是比较保守的估计。现在甚至有的乡镇都在建立投融资平台，具体数

量或许根本无法统计。而 2009 地方政府全年的总财政收入为 6.12 万亿，若除去中央财政转移部分，只有 3.26 万亿。

由于作为投融资平台的这些地方公司具有的特殊政府背景，一方面使其比较容易获得银行贷款和发行城投债，但另一方面，相当一部分城投公司具有政府担保性质，实质上成为了地方政府的隐形财政债务。而这一投融资模式，在 2008 年以后更是被深为资金困乏的地方政府所超常规开发。

图 97：中国地方投融资平台结构图



数据来源：长江证券研究部整理

当前投融资平台典型模式：上海模式和重庆模式

上海模式

上海市通过组建城市建设投资开发总公司，业务涵盖了上海市各类公共基础设施，其下设有多家实体公司。上海的融资模式涉及两个方面，一是通过上海城市建设投资开发总公司通过发行建设债券。另一方面上海市政府大力发展项目融资，通过与投资者签署“特许权协议”的方式，利用公开招标方式来选择投资者，对缺乏现金流量的城市基础设施项目给予投资者

现金流量补贴，以吸引和保证投资者的利益。

上海城投的建设债券类似于发达国家地方政府的一般责任债券。而项目融资方式也同发达国家的 PPP（政府与私人企业的合作）模式相一致。选择上海模式，从长远看，公共基础设施的投融资平台效率最高，融资成本最低。但上海模式的成功运用需要一系列的条件：

1. 财政收入雄厚并且持续增加。类似于一般责任债券的上海城投建设债券之所以可以成功发行，离不开上海市财政收入与经济发展所形成的良性互动，公共财政财力的不断提升，才可以使其杠杆的作用不断的加强。离开了具体收益项目的支持，投资者和债权人只能根据地方政府的财政收入和已经拥有的资产评估地方政府的融资能力。

2. PPP 方式的运用要有完善的产权交易市场、专业的投资服务机构(投资银行)、发达的银行信贷市场和不同风险等级和风险偏好的投资者队伍。PPP 方式运用涉及比较复杂的合约设计，其中的财务风险评估至关重要，离开了专业的金融服务机构和专业的投资者难以成功地进行。

重庆模式

基于城市基础设施、公共工程建设不能全靠财政直接投入的认识，重庆着意培育和壮大相应的投融资主体。为此相继组建了重庆市城市建设投资公司、重庆市开发投资有限公司、重庆市地产集团、重庆市水务控股（集团）有限公司、重庆高速公路发展有限公司、重庆交通旅游集团、重庆市水利投资集团、重庆能源投资集团等八个建设性投资集团。

为了充实八个投融资平台的资本金，重庆采取了“五大注入”措施：一是国债注入，即把分散到全市各区县 200 多亿元的几百个国债项目的资金所有权统一收上来，并按项目性质归口注入相应的投资集团。二是规费注入，即将路桥费、养路费、部分城市维护费等作为财政专项分别归口注入投资集团。三是土地集团收益权注入，即重庆市政府赋予部分投资集团土地储备功能，并将土地增值部分作为对投资集团的资本金注入。四是存量资产注入，即将重庆市过去几十年形成的上百亿元存量资产，比如路桥、隧道、水厂等，划拨给相应的投资集团，从而成为投资集团的固定资产。五是税收返还，即通过对基础设施、公共设施投资实施施工营业税等方面的税收优惠，将其作为资本金返还给投资集团。“五大注入”总体上给八个投资集团带来了 700 多亿元的资本金，并且先后获得银行 2500 多亿元授信额度和 1000 多亿元实际贷款，发挥了可观的再融资平台功能。

为了防止可能出现的债务风险、信贷风险和经营风险，重庆市通过“三不原则”和“三大平衡”等保障措施来规范八个投资集团良性运行。“三不原则”：一是重庆财政决不为投资集团作担保，使政企之间保持严格界限，防止财政债务危机；二是投资集团之间不能互相担保，避免出现连环灾难；三是财政拨付给各投资集团专项资金的使用范围受财政掌控，必须专款专用，不准交叉使用、互相挪用。“三大平衡”：一是八大投资集团的资产负债率要控制在 50% 左右，实现净资产与负债的平衡；二是八大投资集团必须保证现金需求和供给的基本平衡，实现现金流的良性周转；三是各投资集团在承接政府部门下达的具体投资建设任务时，要坚持经济规律和市场原则，必须要有特定的盈利模式以保证投放与产出平衡。

对于投资集团投资的公共设施建设出现暂时亏损的，重庆市政府的解决方式也有三个：其一，在相应时间内调整收费标准，“以时间换空间”弥补损失；其二，以政府补助和提高收费相结合，确保投融资集团的利益；其三，以投融资集团经营性收入弥补公益性亏损。

重庆地方性融资平台建设适应了贯彻政府发展战略的需要，已有值得重视的较为成功的运作实践，被世界银行称为“重庆国有投资集团模式”。八个集团的总资产规模，已由 2002 年

成立之初的 200 多亿元上升到 2007 年底的 2300 多亿元，其在重庆基础设施建设领域的投融资能力可观。

以项目为核心组建公用事业公司，并不能完全以专营权和一定水平的财政补贴来吸引投资者，因为目前我国各省地方缺乏类似上海的一系列条件。考虑到各地区的实际发展水平和条件，向这些项目公司注入其它的一些优质资产(比如土地)，借鉴重庆的“储地-融资-建设”循环模式快速发展成为许多地方政府的选择。

借鉴重庆模式可能会带来的风险:注入了土地等优良资产的项目公司价值难以评估，如果向社会公众或者私有投资机构进行股权融资可能会招致国有资产流失的非议，这样的公用事业项目公司往往需要 100% 国有控股，不利于充分调动社会资源的融资目标。另一个风险是公司可能不再关注于公用事业项目本身，而更加关注于那些注入的优质资产的投资经营，从而浪费了政府所授予的专营权，不利于公共服务水平的提高。

地方债务风险形成的路径：贷款政策不断放松下的配套从严

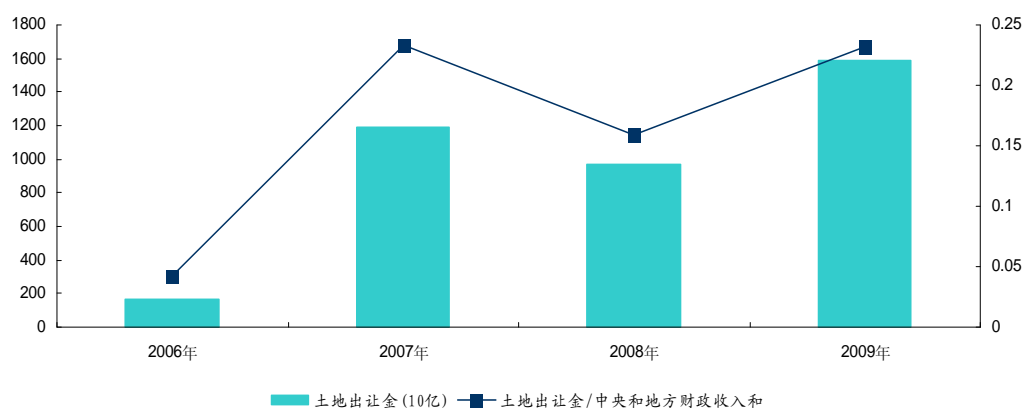
2008 年底，中央政府出台了 4 万亿投资刺激规划。这一规划中，中央政府给地方政府规定了明确的资金配套比例，中央只负责其中的 1.18 万亿。最终的执行情况，据国家审计署的报告称，在 2009 年的扩内需项目中，45% 的地方配套资金没有到位。地方政府受制于资金来源单一的局限，配套能力遭遇巨大挑战，原有政府投资公司难以满足新的投资拉动和基础设施建设的需求。

为化解地方配套资金不足的问题，中央政府分别在《关于 2008 年深化经济体制改革工作的意见》、《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》及 2009 年中央经济工作会议中多次提到要加快投融资体制的改革以解决当前困难并为长远发展提供良好的环境。

2009 年 3 月 23 日，中国人民银行和中国银监会联合发布《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，更是明确提出“支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道”。

财政部 2009 年 10 月 13 日在《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》中首次明确，地方土地出让收益可被用于中央投资项目配套资金。实际上，在文件出台之前，一些地方已经预支了卖地收入用于项目配套。09 年地方土地财政格局也在进一步强化。一二线城市的土地出让收入更是惊人。让土地出让收入纳入中央投资配套资金，只是可以解决资金暂时短缺，以及土地收益运用不规范的问题，这对审计署有好的交代，但是资金缺乏的问题并未解决。

图 98：已经公布的土地出让金规模



数据来源：CEIC

与此同时，中央对下拨投资配套资金的监管越来越严。财政部在《关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关问题的通知》中，明确对于配套资金不落实的地区，要相应扣减或暂缓下达该地区后续中央扩大内需投资预算。财政部在《关于进一步加强中央建设投资预算执行管理的通知》中，也强调地方配套资金落实情况将与中央下拨投资挂钩。在 09 年 4 季度，由中纪委牵头，发改委、财政部等部门组成的中央检查组展开的第三轮“保增长”政策落实巡查，“三个百分之百”（中央投资项目 100%开工，100%地方配套资金到位，100%有问题整改）成为监督的重点。

在此背景下，过去投融资平台只集中于省一级，至多到地级市；现在大部分县级市甚至区县也都设立了投融资平台。过去一级政府只拥有两三家投融资平台；现在许多地方一级政府就拥有十来家各类投融资平台。过去给投融资平台贷款的主要是国家开发银行一家，是地方政府求银行，属于“贷方市场”；现在尤其是 2008 年底以来，各家商业银行蜂拥而至，在一些地区甚至出现了竞相给投融资平台发放贷款的局面，因而变成了银行求地方政府，属于“借方市场”。过去国家开发银行在给地方平台发放贷款时还可以从地方政府手中尽可能多地获取一些必要的财政经济相关信息；现在由于商业银行之间出现了竞争性放贷的局面，因此贷款条件被不断放松。

09 年地方政府债务的形成基本有三个路径：一是中央政府代发的 2 千亿的地方公债，这个显性债务在地方政府债务的总规模里占比甚小，加之中央政府在偿还和风险控制方面设计了严密的制度，引发大规模坏账的可能很小；二是中央要求地方政府跟进的 4 万亿的配套资金，这一部分资金，应该通过地方财政来解决，但在 08 年房地产低迷的情况下，地方财政要筹集配套资金显然很困难。09 年上半年，国家审计署的公告显示，2008 年第四季度下达的中央投资和 09 年第一和第二批中央投资项目中，有些项目地方配套资金到位率仅为 48%。对于不到位的资金，只能通过银行举债的方式体现，据估计，有些地方财政资金配套资金与银行贷款的比例高达 1: 10；三是在中央要求的配套项目之外，地方政府充分利用 09 年难得的货币政策、财政政策乃至投资政策都大放松的历史机遇，通过建立各种融资平台，以“城投债”的名义，向银行贷款，带动项目投资，负债规模呈现 10 倍甚至 20 倍的增长。按此三大路径，粗略计算，09 年全国地方政府形成的债务将高达 6 万亿以上，远远超过了风险控制预警线，尤以财政实力不济的西部为甚。

更甚的是，一些地方政府为了降低银行贷款的名义规模，在城建等项目上通过“股权信托”的方式，将银行的贷款通过信托转换成在建项目公司的股权，并通过未来回购的方式归还银行。

而这种股权信托的方式在 09 年上半年更是盛极一时，如果考虑到这部分被隐藏的债务，地方政府负债规模将更大。

与地方政府债务暴增形成对比的，则是投资项目的效益令人堪忧，因为从地方政府投资的项目领域看，大多属于回收周期较长的基建项目，给地方留下隐性赤字和债务负担，造成财政结构性风险。所以，如果地方债务风险爆发，许多项目难免会半途而废，地方政府融资链条面临断裂，很多地方经济发展也可能面临停滞。最后不仅造成政府还款能力欠缺，也会导致银行产生大量呆坏账。尤其是中小银行，他们的资本金本来就少，如果集中在当地政府的一两个项目上，一旦其中一个项目出现坏账，整个银行就会陷入绝境。

就地方政府的表现而论，本轮应对金融危机名为积极的财政政策与宽松货币政策的“双轮驱动”，但到地方就完全演化成地方财政象征性的跑跑龙套，而主要依靠银行贷款的“独角大戏”，这意味着，在项目质量和投资效应不佳的情况下，银行会成为最终的买单者，考虑到地方政府债务的实际规模，即使按照银行未来形成坏账保守估计的 25% 的比例，也足以透支多年来各届政府费了九牛二虎之力好不容易解决的银行坏账的制度红利，提升金融系统的整体风险。

历史上，中国国有银行曾积累了数以万亿计的坏账。在产生坏账的原因中，政策性贷款首当其冲，政府和国有企业并非贷款的“避风港”，恰恰是这些具有政府背景的“政策性”贷款项目可能产生新的金融风险。

地方投融资平台的具体风险因素：

高负债率：一方面，一些投融资平台中存在着资本金不足或资本金不实以及抽逃资本金的现象，一些地方政府甚至采取各种变通手法向平台注入不实资产“滥竽充数”。另一方面，目前投融资平台的总体负债水平都相当高，很多超过 80% 或者更高。

治理结构不健全，高管中官员居多：目前，一些投融资平台的法人治理结构很不健全，缺乏严格的管理规范。尤其是平台的高管人员，大多是由原政府官员担任，缺乏必要的企业管理经验及风险防范常识，因此在投融资的过程中往往容易发生重大的决策失误。

担保承诺不规范，对土地升值依赖过大：投融资平台在融资过程中，常常需要依靠地方财政出具变相担保或由当地人大出具“安慰函”才能够从银行获得贷款，而这些变相担保或“安慰函”又大多是建立在土地价格上涨预期基础之上的。按照规定，土地出让金的收入，60% 归地方政府预算外收入。如果地价上涨，土地顺利出让且价格较高，那么地方政府就可以获得丰厚的土地出让金，从而顺利偿还贷款；但如果地价下跌，土地出让困难，则还款就会发生困难，地方政府就必须动用其他方式来偿还贷款。

部分项目效益不高，偿债责任主体不明确：投融资平台大多缺乏举借债务的总体规划，对所投资项目有时缺乏严格、科学的项目论证，容易造成资金使用上的严重浪费，导致平台的经济效益低下，投入产出效率过低。并且由于平台的债务最终偿还主体及投资失误的责任主体都不十分明晰，一旦发生还款困难，最终责任人是谁、地方政府是否会出面偿债，对银行和投资者而言其实并不十分清楚。地方财政风险过大，对平台担保有名无实：在平台融资过程中，虽然地方政府会想方设法提供变相担保或承诺，但由于多数地方政府自身的财政风险已经很大，隐性债务水平已经很高，再加上一些地方的平台公司数目过多，地方政府的这些担保或承诺往往是“一女多嫁”，重复运用，因此许多担保、承诺实际上是有名无实。一旦平台还债发生困难，其背后的地方政府实际上是没有能力替平台还债的。

多头借款，违规挪用：由于城市基础设施建设项目一般所需资金规模都比较大，因此投融资

平台往往需要从多家银行分别借款，然后将借来的资金放入一个统一的“资金池”里，再根据工程进度的需要随时提取。这样做虽然方便了平台的资金使用，但却给贷款银行带来很大风险，使其无法对贷款资金的使用进行有效监控，更无法防范信贷资金被违规挪用的风险。

透明度低，系统风险大：由于投融资平台的融资状况很不透明，不仅商业银行难以全面掌握，有的地方甚至政府自身也并不完全清楚下属投融资平台的总体负债和担保状况。尤其值得注意的是，投融资平台所潜伏的风险还表现为很强的系统性风险，一旦宏观经济走势发生重大变化(尤其是土地价格下跌)那么投融资平台所蕴藏的风险，以及商业银行所面临的风险就会统统暴露出来。

当前政府应对措施

2010年1月19日上午，国务院第四次全体会议讨论即将提请十一届全国人大三次会议审议的《政府工作报告（征求意见稿）》。温家宝总理在讲话中提出，“更好地发挥财政政策在扩大内需中的作用，尽快制定规范地方融资平台的措施，防范潜在财政风险”。

在年初举行的中国人民银行2010年度工作会议上，中国人民银行行长周小川提出，要合理评估和有效防范地方融资平台信用风险，加强贷款用途管理，防止变相使用银行贷款作为项目资本金。从央行表态来看，有些地方把银行贷款当项目资本金用了，把风险完全推给了银行。央行对地方投融资平台不规范的问题非常紧张，担心引发财政风险，转而引发金融风险，影响社会稳定。

另一个值得关注的是，2009年年末，财政部专门下发《关于坚决制止财政违规担保向社会公众集资行为的通知》，紧急叫停了地方财政为融资平台违规担保向社会公众集资。这被解读为某些地方政府出现了将债务风险向社会转移的情况。

银监会已经通过内部渠道告知各银行在向“地方融资平台”贷款中必须把握住“三条红线”不动摇。这三条红线分别是：第一，严禁发放打捆贷款；第二，不得与地方政府签署无特定项目的大额授信合作协议；第三，对出资不实，治理架构、内部控制、风险管理、资金管理运用制度不健全的融资平台，要严格限制贷款，并立即协商风险防范具体措施。然而，银监会“三条红线”并未涉及“地方融资平台”抵押物或质押物变动问题，而这愈发成为衡量贷款风险大小的关键。

由财政部和发改委起草的整顿地方融资平台的草案《关于规范地方政府及其融资平台公司的举债和担保承诺行为有关问题的通知》正在研究讨论之中。这份通知旨在对地方融资平台的融资行为进行规范，其中对城投债影响最大的就是严禁地方政府、事业单位等以财政性收入、国有资产、承诺函、回购协议等方式为企业提供直接或变相的担保。据统计，2009年已发行的城投债中超过半数是以地方政府和事业单位出具的回购协议或承诺函作为担保方式的。并进一步规范中央和地方事权和财权的关系，在有条件的地区进行地方自主发债的试点；鼓励地方政府逐步实施预算公开。同时管理办法或考虑允许省级政府通过发行地方债等途径来获得合理的地方发展资金，仅具有融资功能的地方融资平台，未来将面临关闭。

中日财政投融资比较

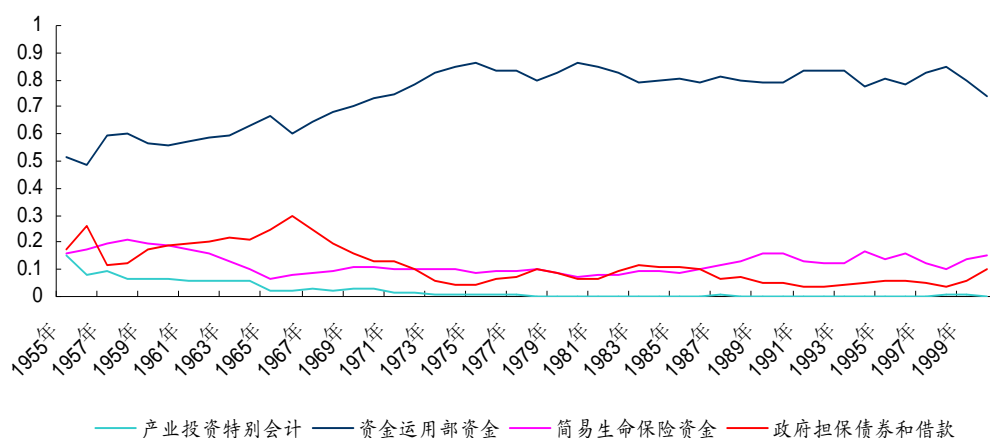
首先，二者虽然都属于财政范畴，都隐含政府担保，但是，日本财政投融资的运行相对独立于政府的一般财政会计预算，使用的都是相对稳定的有偿性质的资金，比如邮政储蓄和年金资金，相对于普通预算，可以做到灵活管理，关键的是，日本的财政投融资资金来源中并没有土地出让收入，私人银行贷款占比也很小，日本的国有土地面积也不少，但政府不会依赖

土地买卖。而中国的地方投融资平台，一方面，作为中央财政政策的区域执行者，必须配合落实中央的配套资金，推进项目完工，资金来源中有预算内税收收入这样无偿资金，投融资平台成为预算内投融资体系的重要环节；另外，作为地方政府的投融资平台，是地方国有资产的整合者和重要经营者，土地资产的直接注入成为投融资平台重要的资本金来源，土地出让金这样的地方预算外收入成为投融资平台重要的资金来源。另一方面，投融资平台还在使用更大量的有偿资金，这些资金包括城投债，中期票据（实际上是以企业债来代替地方政府债，属于地方政府的变相发债），由银行、信托以及地方投融资平台三方参与的“银政信”产品以及规模巨大的银行直接信贷。

关键的问题在于，同样是有偿资金，日本为何没有大量使用民间银行贷款，如果说高速增长时期，日本面临流动性不足的困境，但是在过渡期开始，日本积极的货币政策下，资金已经过剩，日本投融资的资金来源中，银行借款和担保债的规模占比却在下降。而是大量使用公共资金（邮政储蓄，厚生年金，国民年金，简易生命保险，80%以上），本身带有财政补贴的性质。2009 年中国货币供给爆发的一个重要原因，就是地方投融资平台的天量信贷的增长。这种模式的继续，有赖于银行持续的信贷支持，也就意味着持续宽松的货币政策，基本上等于绑架了货币政策。这种方式的持续性可想而知。

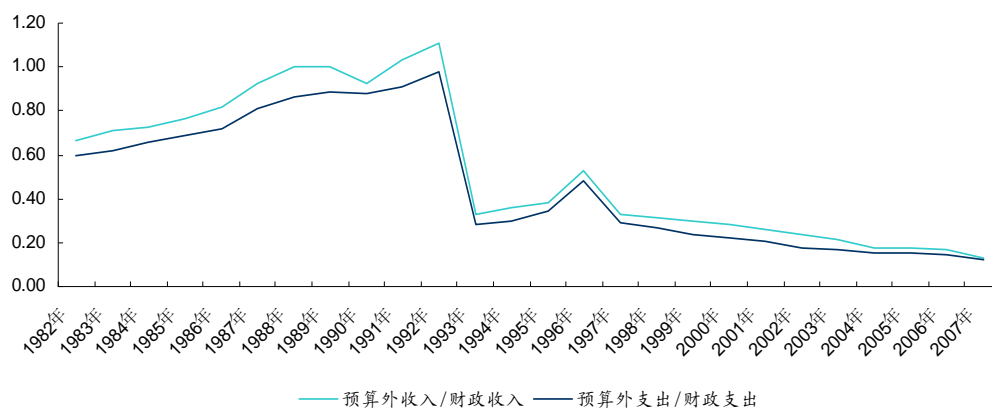
（银政信运作模式：银行募集资金投资于信托计划，信托资金用于股权投资，资金用于城市基础设施建设和市政项目开发。信托计划到期，由国资局或者国资局下属企业收购信托项下的股权，并且当地财政局或者市政府将部分收购资金纳入财政预算。）

图 99：日本财政投融资资金来源（%）



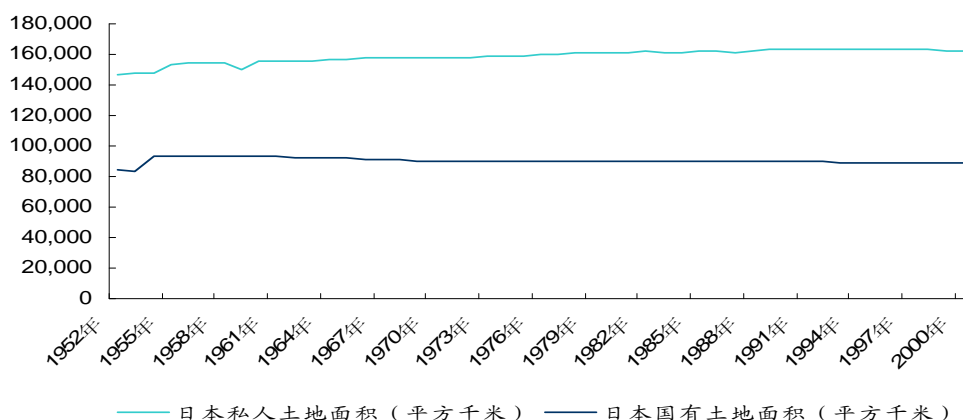
数据来源：CEIC

图 100：中国预算外收支与预算内收支比较



数据来源:CEIC

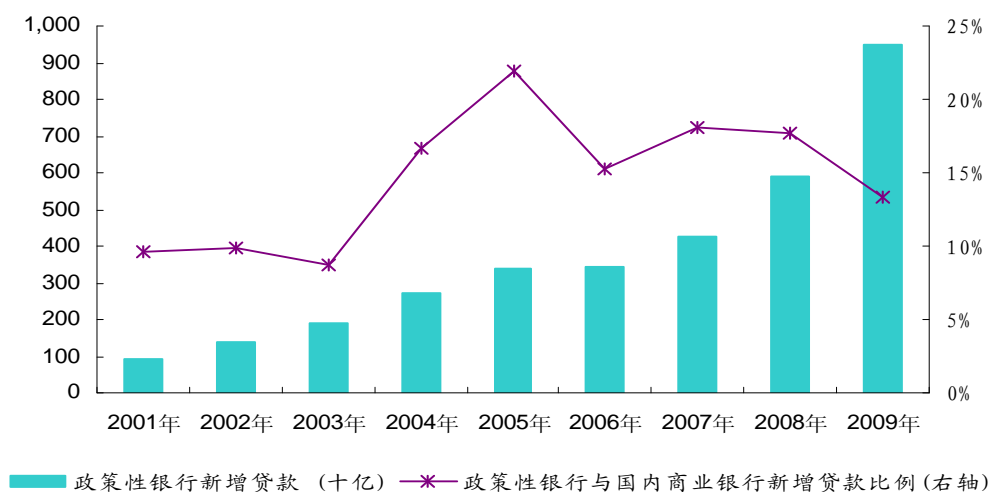
图 101:日本私人 and 国有土地面积



数据来源:CEIC

其次,在中间资金的调配环节上,日本的财政投融资,资金的供给则由全国统一的邮政储蓄,年金,生命保险资金等来供给,并且主要由全国统一的大藏省的资金运用部来调配和管理(70年后达到80%以上)。而当前中国财政投融资体系,并没有形成一个能够在全国层面上可以调配资金的平台。作为政策性银行的国家开发银行,由于贷款规模在地方投融资平台中的比重不足20%,所以影响相对有限。实际上,导致了一个定位问题,日本的投融资体系独立于一般预算财政,较少受制于地方政府,而中国地方投融资平台,资金来源上的不独立,导致承担的责任不独立,容易产生中央和地方利益的博弈。

图 102: 中国政策性银行年度新增贷款



数据来源: CEIC

最后,在资金的使用环节上,二者的定位差异很大,导致面对的风险迥异。日本的财政投融资即是社会公共资本形成的主导力量(社会资本的40%以上来自财政投融资),同时更加大对于私人部门的资源分配,引导民间资本的形成。既有自营业务,主要是高速公路,铁路,通信等工业基础设施。但是,日本财政投融资的主要贷款对象是金融公库,类似于住宅金融公库,国民生活金融公库,中小企业金融公库等,而这些金融公库会将资金以较低的利率贷给私人 and 中小企业,以改善居民的住房建设,同时通过对中小企业的融资扶助,有助于扶持中小企业的发展,改善社会收入的分化,而对于产业和技术的倾斜扶持从55年之后占比就不断下降到75年的3%,对于私人领域的扶持,政府并没有直接参与其中。可见,日本的财政投融资更多的时候类似于一个“资金中介”的角色,实现“信贷分配和倾斜”,从而引导民间银行贷款的跟进,也就是说日本财政投融资体系本身并不承担盈利的责任。而当前中国的地方投融资平台,定位主要是提供社会公共资本的形成,并且基本都有自己的投资实体,以企业运营的模式全程参与公共项目的经营过程,以经营性收益弥补项目本身的公益性。这里面有很大的差异,作为一个资金中介,面对的风险主要是市场利率的波动引起的上下游利差的变化,以及贷款坏账损失。而如果完全参与项目的运营,不仅要面对利率的风险,而且还有自身经营的风险。

与日本财政投融资相比可见,使用有偿资金本身不是问题,资金来源的有偿性与资金支出的公共性是财政投融资的本身固有矛盾。如今大家对于地方投融资平台的担忧主要集中在两方面,一方面,对于资金来源的可持续性的担忧,首先,尽管日本也有大量国有土地,但是,日本没有通过土地的买卖来实现融资。土地出让金由于土地本身数量和质量限制,按照日本的经验,中国公共住宅的供给历史欠账很大,以后土地供给中公共住宅用地的增长是必然的趋势,这种趋势在过渡阶段完成后会更加明显。而且,土地出让模式的改变也基本是确定,以往价高者得的模式成为高房价推手而倍遭诟病。其次,日本财政投融资的资金来源中,政府担保债券和私人银行借款占比不大,70年以后基本在10%以内,而中国的地方投融资平台中很多项目,直接银行贷款,加上通过“银信政”方式的间接银行贷款在投资总额中的占比超过80%以上,实际上,银行成了最后的风险承担者。而银行信贷的持续性有赖于宽松货币政策的支持,如果一旦通胀压力增加,而且这基本是当前信贷方式下必然要面对的结果,只是一个时间问题,商业银行的在高利率环境下,对于地方投融资平台项目贷款收紧也是理性的选择,因为,作为商业银行来说,公共投资必然要求其低利率,当前正好是宏观经济的

低利率时期，再加上政府的压力，所以才会有如此多的商业银行参与进来，但是，一旦进入整体的高利率时期，作为以盈利为目的的商业银行，肯定是会去追逐可以带来高收益的项目，而不会容忍公共投资中的低利率项目。

另一方面，担忧来自对于地方融资项目的盈利能力，也即是对于贷款的偿付能力。日本的投融资体系的角色更多的是一个“非盈利性的资金中介”，其上下游的利差通过政府的补贴来实现，弥补公共性与有偿性的矛盾。地方性公共团体（local government）只是其中的一个资金“出口”，占比不足 20%，因此地方公营企业（电力，道路，水务，公共用地开发，公共医疗服务）的盈利能力问题对于整个投融资体系坏账的形成贡献并不大，更多的资金是通过政策性金融库贷款给私人个体和中小企业。而对于中国的地方投融资平台来说，首先，地方投融资平台的职能决定了其投资方向主要是用以形成社会性固定资本为主，从而整体盈利能力就不会高，因此才会有国家开发银行这样的政策性银行存在的必要性，并且为了弥补其盈利能力，国家将企业债的承销发行权给了它。尽管当前，地方政府有着包括土地和国有企业股权等国有资产，希望通过投融资平台的运营，实现土地和股权的增值，以形成有效的偿付能力。但是，现在面临的问题是，一者，地方政府可以支配的预算外收入，随着以往的预算外收入被逐步纳入到预算内管理，相对预算内财政收入规模会越来越少。二者，就当前这样的以重庆模式为代表的投融资方式，即“储地—融资—建设”模式，对于土地的依赖过大，土地市场经不起大的衰退，而且随着投资规模的加大，对于土地的需求自然会越来越大，但是对于稀缺资源的土地来说，必然会面临前述的限制。三者，由于区域差异巨大，基础设施和商业环境能与上海和重庆相比的城市并不多，土地价值差异巨大，从而导致城市之间资金来源紧张程度差异很大，也即偿付能力的差异很大，将会严重制约积极财政政策的落实。

未来发展趋势

对于未来的走向，从长期来看，日本财政投融资与 GDP 相比，并没有因为对于坏账的担忧而停滞，而是呈现明显的上升趋势，而且从严格的会计核算来看，从支出结构上观察，显著增长的是用于提高居民生活质量的住宅和生活环境的改善，以及用于中小企业的扶持。作为“第二预算”的财政投融资，在经济发展的不同阶段，扮演的角色是不一样的，尽管，如前述对于财政投融资存在的质疑，认为日本在经历高速增长后，流动性不足的问题已经解决，在私人金融部门发达后，就应该缩小财政投融资的规模，但事实是不断的膨胀。我们会看到，在日本执行积极财政政策的历史时期，财政投融资与 GDP 相比都出现了明显上升的趋势，不仅体现在过渡期的 71-73 年，也体现在 85 年“广场协议”签订后的时期。也就是说，财政投融资政策的目的是不是单一的，它始终都是政府执行积极财政政策的有力武器，即使这个武器的效力已经大不如前，但是，作为执政者，在面临经济的衰退时，必须在国民面前有所作为，而财政投融资因为不受政府预算的制约，相对灵活，从而成为执政者屡试不爽的武器。从日本的经验来看，我们基本上可以得出相当的结论，那就是，中国的地方投融资平台存在的必然性和扩大性。作为中央政府积极财政政策的区域执行者，投融资平台将会被赋予更多的政策性意图。

对于土地的依赖，是中日财政投融资中的一个显著的重大差异，在日本的财政投融资的整个体系中，从资金来源看，并没有出现出让土地的踪迹，土地主要出现在一个地方，即将财政投融资得到的资金，提供给日本住宅金融公库，后者再将资金以低利率贷款给居民，以支持其改善住宅的需求，从而带动了房地产的开发建设。而在中国，土地出让不仅是地方投融资平台的重要的初始项目资金来源，也是其维持运营的重要载体，通过对于土地的经营，地产的开发，弥补公共投资效益的低迷。

对于土地，长期来看，价值的上涨是必然的，但是，正如我们前述，依赖土地收入，必然会面临三个问题，一者是相对于不断膨胀的地方贷款规模，土地本身的稀缺性带来增长局限，虽然，普天之下，莫非王土，但是，具有升值潜力的土地毕竟还是局限于城市的发展规模；二者，土地的用途，整体来看，用于商业和住宅用地的也是有一个比例限制的；三者，出让土地收入已经被要求纳入预算管理，实行收支两条线，目前 60% 归地方，未来如果被完全纳入预算内收支，地方政府可以拿到的份额可能会更少。因此，我们并不认为这是一个在投融资体系中可以长期持续的方式。

另外，过渡依赖商业银行贷款的模式，如我们前面分析，在金融环境收紧，利率升高后，也是不具有可持续性的。

因此，长期来看，地方投融资平台规模扩大是必然的趋势，而且，也会长期伴随关于坏账的担忧。中国地方投融资平台，首先必须解决自身定位问题，正如前面提到，中日虽然有类似的集权与分权的财政体制，但日本的财政投融资体系基本独立于一般会计财政收支体系，而由统一的大藏省下资金运用部来管理，因此投融资资金的运用能更好的贯彻中央的财政意图，而中国的地方投融资平台，既保留在政府预算内的财政收支框架下，所以资金的来源有一部分是来自政府预算内和预算外收入，担负着为中央下达的项目进行配套的任务，同时，又由于缺乏全国统一的经营机构，相对脱离了中央的控制，承担了地方政府整合和经营国有资产的任务，这样就会产生明显的中央和地方之间的博弈，导致权责的不一致，借落实中央意图之名行谋求地方甚至个人利益之实。到这里，我们其实回答了前面的问题，即日本投融资体系资金来源为何没有选择依赖民间银行的贷款，而中国的地方投融资平台却主要以这个为主。正是这种财政体制和功能定位的差异，才导致了资金依赖的不同。

因此，在资金来源上，要摆脱目前对于土地和银行信贷的依赖，首要的还是要加强中央对于财政的控制力，形成相对独立于地方政府的运作机构。尽管日本在 2001 年的改革，将资金来源转变为主要通过市场方式筹集的“财投机构债”，名义上没有政府担保，但是，实际运行中，仍然没有摆脱对于财政投融资资金的依赖，运作模式没有实质性的改变，财投机构债获得了与日本国债几乎相当的评级。虽然中国的城投债类似于日本的财投机构债，但二者不同的地方在于，仍然如上面所述，中国城投债发行主体是这样的带有明确地方利益的地方国有企业机构。日本的财投机构既有地方公团，更多的是金融公库，特别会计等独立于地方政府的机构，本身并不以盈利为目的，更不以地方利益为目的非企业行为，因此二者的风险从而信用评级差异很大。

从短期来看，日本列岛改造计划在推出时，田中角荣政府认为凭借日本经济的高速增长，通过财政投融资计划的实施应该是可以实现的。而事实上，在 73 通胀大爆发后，信贷随之收紧后，74 年的财政扩张政策也收紧了，从而导致很多项目都成为泡影。

短期内（一年内）地方投融资平台风险爆发的可能性：对于地方融资平台的信贷风险，一部分人认为，可能要在 2、3 年之后才会出现，我们认为，这个时间点可能会更早。一方面，随着房地产信贷的紧缩，房地产供求形势的转变就在眼前，土地出让收入的下降基本是确定的。另一方面，通胀的压力已经在逼近，而且，我们认为，通胀爆发是必然的，也就是说后续货币政策的紧缩是一个确定的事情，从而来自银行的贷款将难以为继，因此，按照我们的逻辑，如果没有别的资金来源，09 年上马的贷款项目很难持续。但是正如我们后面对于中国过渡期的长期性与反复性的判断，随着投资的回落，从而整体 GDP 下降风险的加剧，中央政府必然会再度出手来挽救。这样的进程在中国接下来的过渡期内不会一次性结束的。

通货膨胀 VS 日本列岛改造计划

列岛改造于通胀的意义

对于日本列岛改造计划，我们关心的另一个重要问题是，到底是通货膨胀扼杀了列岛改造计划呢，还是列岛改造计划促成了通货膨胀，即 73 年的高通胀的爆发是否是“财政性的通货膨胀”。有趣的是，列岛改造计划的初衷之一是抑制日本 CPI 持续在 6% 以上的通胀水平。

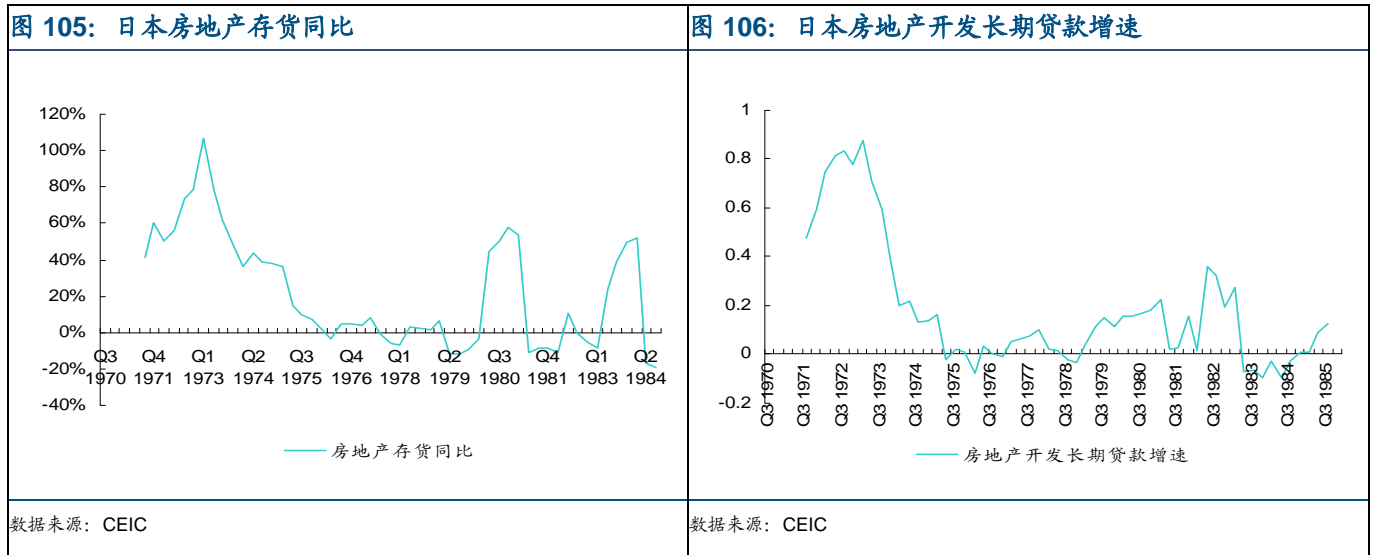
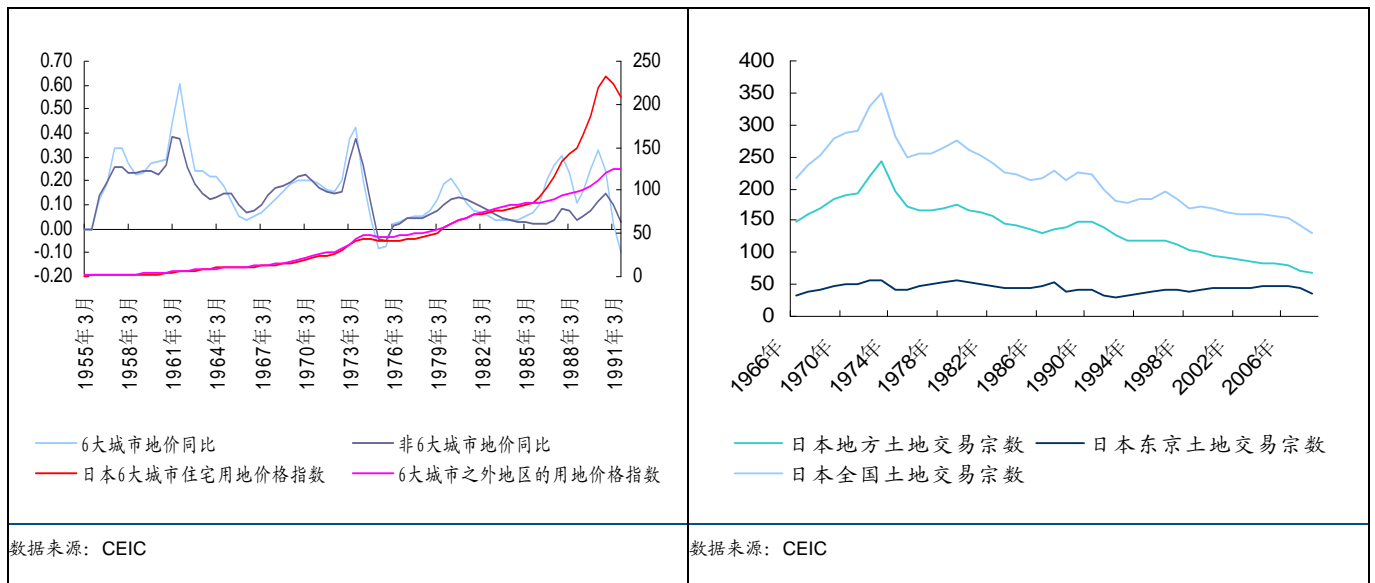
实际上，从 60 年开始，日本的 CPI 就基本在 6% 以上运行，尤其是进入高速增长的后期，更是在 8% 左右。之所以保持了如此高的通胀水平，正如我们前面的分析，一方面，日本在高速增长期，居民收入的增长是显著的，出口型行业与非出口型行业劳动生产率差异导致非出口型行业必须更多的提高产品的价格，才能满足收入的增长，尤其是农产品价格。另一方面，日本的经济政策基本以国际收支平衡为中心的原则，使得货币政策必须配合外汇储备的变化，高速增长后期，随着国际收支黑字的经常化，为了恢复国际收支平衡，货币政策放松是当日日本主要的选择。

在列岛计划提出的 1972 年下半年，尽管 CPI 仍然保持在 6% 左右，但是 PPI 从 8 月份的 0.8% 上升到 12 月份的 6.8%，即使这样，日本货币供给仍然处于快速的增长阶段，当时，日本刚刚经历了 71 年的经济减速，防止日元升值带来的经济减速，维持日本的出口增长和扩大内需才是更重要的，在《日本列岛改造论》中，对于通胀，田中角荣认为日本物价的上涨并不是由于经济增长率高、需求增强而引发的供不应求的通货膨胀，日本的通胀是由于生产效率低的企业和生产效率高的企业同样增加工资，从而引起所谓生产效率差别的通货膨胀，这才是问题的所在，从物价上涨集中于农产品、中小企业产品等生产效率低的范畴来看，即可见一斑。

因此，田中角荣认为，为了抑制通货膨胀必须采取 3 种手段：一，促进农业、中小企业、服务性行业等低效率部门的现代化、合理化，以提高其生产效率；二，修建公路、铁路等，大力促进运输机构现代化，降低运输成本；三，断然向地方疏散企业和人口，以减轻地价在物价中所占的比例。通过综合实施这些政策，来开辟抑制物价上涨的途径。

这些就是列岛改造计划对于抑制通胀的意义。但是，工业布局的再配置推动“新 25 万人口城市”的建设和新干线和高铁等基础设施的建设，72 年列岛改造论甚至提出，每个县新建两三个这样的城市，将重点放在地方的开发上。根据《新 25 万人口城市构想》，新城市的建设分为三种类型：建设加强已有十几万人口的城市，作为核心集中型；合并有几万人口的城市，形成新城市，作为核心联合型；在农村地区有计划的建造城区，以此为核心形成城市，作为实验城市型。列岛改造计划推动了全国的建设热潮，73 年新的工厂建设数量达到历史峰值。在宽松的货币政策配合下，推动了日本战后土地投机交易的高潮，日本地价快速上升。从这个角度来看，似乎是列岛改造计划推动了日本 73 年的恶性通胀，但是，在我们最终下结论前，必须对于日本的货币政策加以认识，毕竟没有过量的货币的供给，通胀无从谈起。

图 103: 日本地价同比变化	图 104: 日本土地交易宗数变化



货币政策：通胀压力与升值压力间的抉择

高速增长时期，国际收支仅勉强保持均衡，外汇储蓄的积蓄一般在20亿美元的限度内，因此，国际收支黑字很难成为基础货币的主要供给渠道，不仅如此，68年之前，由于常常受困于“国际收支赤字”，直接导致货币政策的紧缩与宽松的循环，同时，在财政均衡主义下，国债的发行也受到控制，日本银行被禁止承办国债业务，以防止国债货币化带来的通胀，另外，日本在1959年开始实行存款准备金制度，几乎没有降低准备金的余地，这个时期的金融体系处于“流动性过少”的状态。

日本在货币的供给上，民间银行的放款创造的信用占很大比重，但是，其前提是基础货币的供给，日本基础货币供给的主要渠道限定于日本银行向民间银行提供的贷款，基础货币的供给，主要采取公众持有的日银券增减的形式。日银券因经济规模扩大而增加时，对民间银行来说，必须从日本银行借款以筹集日银券。并且，在高速增长期，由于流动性过少，国民储蓄无法满足资金需求，出现了“过量放款”，即在银行存款不能满足企业资金需求的情况下，

由日本银行向民间银行发放贷款，从而使后者的贷款和有价证券投资超过其存款和自有资金。这样，日本银行贷款的松紧，就在一定程度上对经济的景气周期可以产生调控的作用，从而日本银行对民间银行贷款的态度对整个金融业的运作有巨大的影响。但是，随着日银贷款的积聚，日银贷款的增长受到限制，在 65 年开始，随着债券市场的开放，金融政策呈现出从高速增长初期的日银贷款，活期贷款利率，窗口指导为核心的方式，逐步演变为以公开市场买卖和城市银行利率为核心的征兆。

68 年之后，由于国际收支黑字成为常态，在 69 年时，日本首次针对国际收支窘境之外的目标——通胀的担忧而实行了紧缩性的政策，按照以往的惯例，针对国际收支黑字，应该实行放松货币政策，扩大国内总需求，从而扩大进口的需求以平衡国际收支。但是当时的紧缩政策，压制了国内的消费与投资，继续打击了进口，使得国际收支黑字继续扩大，外汇储备迅速增大。这些因素也成为“尼克松冲击”爆发的重要诱因。

但是，日本的货币供给模式在日元升值的 71 年发生了根本性的变化。随着日元的大幅升值，外汇储备的巨量增长，与此相适应的是，短期利率由 70 年的 6.25 持续下调到 72 年 8 月的 4.5，货币供给 M1 增速从 18% 上升到 71 年底的 30%。这一时期宽松的货币政策的实施，不仅在于外汇储备的增长带来的被动增长，同时，也是日本固守其国际收支均衡思想，力图阻止日元升值的努力。

这里还是要强调日本在过渡期的政策导向。过渡期的日本，在面对前述的内外压力下，执行了积极的货币和财政双松的政策。对外，他要企图解决国际收支的黑字问题，以缓解日美贸易摩擦，抗拒日元的升值压力，田中角荣从战略的高度解决“过疏过密”问题，以求得日本更大的海外市场空间，摆脱对于美国出口的过渡依赖。对内，日本希望通过提高居民的生活福利与环境，扩大内需，转变以往的产业结构。

恶性通胀的必然性

在日本货币政策里，特别值得关注的是，一方面，在高速增长时期，日本货币政策维持了持续偏低的储蓄利率和贷款利率政策，从而压低投资贷款成本。另一方面，货币政策作为重要的调节国内经济景气的措施，服务于国际收支的调节。在过渡期的 71、72 年更是非常明显，这一时期，在日元的升值压力下，日本央行不顾现实通胀的压力，持续下调利率，使得货币供给增速前所未有的上行。**日本在通胀压力与升值压力之间的选择，充分体现出日本当时的政策重心。**即日本更倾向于维护内外的均衡，降低国际收支黑字带来的压力。结果是，日本的国际收支黑字在 73-75 年的快速的消化，只是这样的消化究竟是由于原材料价格的暴涨带来的进口增长所致，还是由于宽松货币政策的功劳很难说的清楚。同时，更大的结果是，当更大程度的通胀发生时，日本在 73 年 3 月宣布实行浮动汇率，同时开始持续大幅加息，日元非但没有继续升值，反而开始贬值，这在一定程度上实现了日本以通胀换日元贬值的目。但是，权衡日本的政策功效，也许我们可以设想日本当时如果选择另外一种方式，是不是会更好，是不是可以避免恶性通胀的爆发，但是，按照我们的逻辑，日本当时一系列的政策措施，实际上有其必然性，是经济内在矛盾爆发后的必然选择，如我们前面强调的，在私人投资放缓，在投资与储蓄的关系从相对不足到相对过剩后，日本必须选择扩大财政支出，改变以往“小财政”的格局，而在这样的财政政策下，同时为了刺激内需，选择宽松的货币政策也是必然的，再加上日元升值的外部压力，这一切，都让政策的选择，在当时，只有唯一出路，而不是简单的认为，如果从表面上看，是执政者对于选民的一种姿态，这是事情的表象，政治只是经济的一个表现。

现在的问题，在当下，中国同样面临着类似的选择，在人民币升值压力和通胀压力之间，必须做出抉择。当然，政府的态度也很明确，既要防通胀，又要拒绝人民币升值。而就当前来看，中国政府的选择与日本当年并没有什么太多的差异，遵循的逻辑也基本一致，与过渡期的日本不同的地方在于，虽然，民间投资主动式的增长仍有空间，但是，储蓄的相对过剩程度也远远超过当年的日本，我们更需要找到过剩储蓄的落脚点，这里面重要的去处，除了政府投资的扩大，净出口的增长外，就是民间对于地产投资的增长，通过资产价格的上升来消化储蓄。而硬币的另一面，就是消费的相对不足，这点，与过渡期的日本差异也很大，日本居民消费占比的最低点在 70 年时达到 52%，而目前的中国居民消费占比只有 35%。这里面又引来过渡期的另一个重要特征，即消费与投资的切换，显然，日本当年是以一种极度剧烈的方式来完成这样的切换的，我们在想一个问题，在大国完成这样的切换过程中，恶性通胀是不是一个大国必须经历的方式，也就是说，恶性通胀会不会是一个必然的选择，因为恶性通胀是可以击溃正常的投资过程，让以往依赖“重投资”的生产方式不再就具有可持续性。

这里还有一个问题是，“重投资，轻消费”的方式，是不是恶性通胀的一个充分条件，在我们看来，是有一定合理性的，因为，这样的增长方式，发展到极致期，也就是过渡期，货币政策的强烈刺激必然会成为一种趋势，这是无法逃避的，如果还要维持原来的增长速度，消化库存并刺激投资的增长只能是选择极度宽松的货币政策。问题的关键在于，在这种模式下，投资与消费已经失衡严重，货币供给的高增长，是建立在实际投资高增长的预期上的，从而价格水平变化也是平稳预期上的，实体经济的产能利用率，随着生产的不断扩大，达到一种极大的状态，从而产生供不应求的感觉，实际上却是一个库存高速积累的过程，库存的高增长，必然首先会引起投资品的紧张，从而价格的上涨，进而扩散到消费品领域。实际上，与普通的库存周期相比，主要的差异，就在于，由于消费与投资的严重失衡，库存的问题表现的尤其剧烈，库存累积到一定的程度，一方面必然会加剧价格水平的快速上涨，另一方面，就是必然会反过来抑制投资的增长，毕竟库存需求也是有限度的，在实际投资的增长受到抑制后，过量的货币供给将会通过价格水平的上涨体现出来。

现在的事实是，积极的财政政策与宽松的货币政策仍在继续，大家普遍关心的是，类似的恶性通胀会不会在中国大规模爆发。在前面分析到，中国与日本在工业化进程中的重大差异即人口就业结构从而劳动力成本压力的不同，导致中国的通胀压力似乎较小，虽然，我们认为民间投资未来仍有巨大的增长空间，但是，就当下来看，投资与消费相对失衡的严重程度不比日本过渡期差。目前，有两点已经出现了明显的变化，一者，一系列房地产调控政策出台，二套房政策的明确收紧以及对于三套房贷从严，房地产开发与购买的信贷政策都已经大幅收紧，表明接下来地产投资的下降将是一个相对确定的事，并且可能会引致整个民间实际投资的下降。另一个是贸易逆差的出现，宽松的货币政策下，容易导致进口的快速增长，净出口的下降，实际上减少了储蓄的另一个出口，在这样的压力下，政府投资的增长，在通胀爆发前，仍然必须维持大规模的态势，也就是不得不继续积极的财政政策，但是，由于对于地方投融资平台的担忧，政府实际投资的增长可能是要打折扣的，这样的逻辑下，信贷仍将维持相对宽松。在当下，实体经济生产的扩张和库存的压力还不大，从而 CPI 的压力还不是很大。

事情的转折点，将很可能出现在 3 季度末或 4 季度，随着库存的累计，PPI 的压力将会凸显，随着实际投资的下降和净出口的下降，超额储蓄的压力将会向价格水平转移，通胀的爆发，在我们看来，是一个相对确定的事情，只是会不会演变成恶性通胀（10%以上），由于价格向下游传导的机制没有日本敏感，可能会打折扣。同时，由于我们判断，中国的过渡期的特殊性，这样的过程很可能不会像日本那样经历一次集中式的爆发就可以实现转变，中国很可能需要经过几次的反复才能达到转换的目的，也就是说，在接下来的过渡期，中国很可

能会经历剧烈的反复，包括通胀，包括政府投资，包括房价。而且，很可能一次比一次剧烈，也就是类似于一个扩散式的循环。这个过程的长度将取决于中国居民福利，从而消费的改善进度，取决于城市化从而人口结构的改变进度，取决于新兴产业的崛起进度。根据前面的分析，我们预计这样的一个时间点至少要坚持到 2015 年。

同时，在这样的判断前提下，在高通胀的压力面前，伴随着加息周期的到来，放弃对于人民币升值的抵抗是一个大概率事件，也就是说，按照我们的逻辑，未来随着通胀的爆发，人民币的升值是基本确定的。至于升值的幅度，一方面取决于我们的通胀水平，另一方面，当然也取决于美国经济的复苏进程。

财政危机仅仅是个担忧

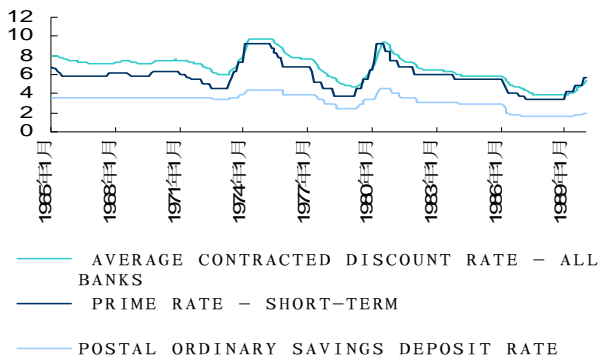
最后，我们想讨论的是，财政危机的可能性。就过渡期来说，财政危机的最大导火索就是银行危机。尽管我们已经详细的论证了接下来的发展趋势，一方面，我们认为通胀甚至是恶性通胀的必然性，另一方面，在通胀进行的同时，房地产投资和价格将处于下降的通道，地方投融资平台项目，在地产和信贷的紧缩下，后续资金的供给必然会产生问题，如果银行业要爆发危机，那么主要的风险点也集中在这两个领域。根据最近的银行业压力测试表明，即使房价下跌 30%，银行业的房贷风险都处于可控范围。考虑到 2010 年的新增信贷，地方投融资平台负债总额至多 10 万亿，那么将这部分负债与国债相加，政府的总负债相当于 GDP 的 50% 左右，这样的一个负债水平要远低于日本在 90 年代达到的 100% 以上的水平。即使最坏的情况，比如房价下跌 30%，地方投融资平台的不良贷款达到 3 万亿，其中坏账 1 万亿，又会怎么样呢？

按照日本在 90 年代的经验，日本在允许银行破产倒闭的同时，充分的保护了储户的利益，但是，为了挽救银行业，日本政府付出了惨重的代价，政府的负债率从 80 年代末的 60% 多，上升到后来的 150%，采取了持续的积极货币和财政政策，但是由于日本 90 年代后，自身的产能已经严重过剩而无从消化，失去了投资增长的动力，所以积极的刺激政策并没有改变银行业乃至整个经济的凋敝趋势。

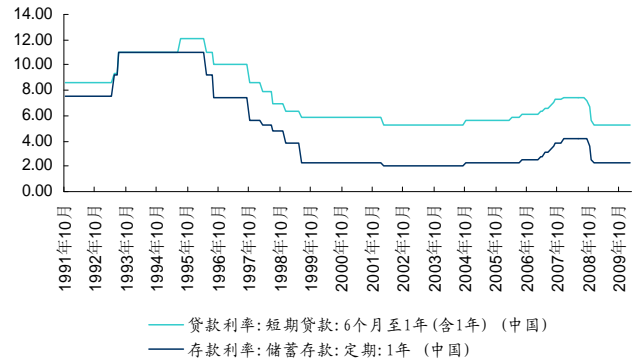
如果房价真的下跌 30%，对于银行业来说，就不仅仅是一个房贷的问题，房地产投资的收缩以及整体信贷的紧缩必然会带来投资性需求增速的整体性大幅下降。可以肯定的是，如果上述最坏情况出现，那么只能说是又一次经济的底部的出现，新一轮的刺激周期开始。问题的关键在于，当前阶段的中国不是 90 年代的日本，关于过渡期中国的特征，我们在前面已经详细的阐述了，不同于日本的是，我们仍然有着巨大的潜在增长机会，尽管目前存在阶段性的产能过剩，但是正如前述，当前的增长模式仍然有着巨大的生命力和必然性，不同于 90 年的日本，当前国内仍然存在广阔的可以赚钱的投资机会，因此民间投资才有旺盛的生命力。正是基于对于过渡期中国增长模式的客观性认识，我们才得出接下来的 5-10 年的过渡期里，中国会经历不止一次的扩散式增长循环，才能实现最终的转变。在这样的基础上，我们认为，一旦发生上述的最坏情况，政府必将会有积极的财政货币政策推出，基于前述的认识，不同于 90 年代日本的是，积极的财政货币政策仍然能发挥实质性的刺激作用，推动中国经济步入下一轮泡沫游戏，而不会陷入流动性陷阱。而每一次的救赎，必然会导致政府负债的大幅上升，总结来说，接下来的游戏是，在最坏的情况出现之前，政府必然会有所行动，保证游戏一定会继续下去，银行破产不会发生，财政危机不会发生。不用对中国经济太悲观。只是，游戏继续的代价会越来越重，为最后的秋后算账积聚力量。

图 107: 日本主要利率

图 108: 中国存贷款利率



数据来源: CEIC



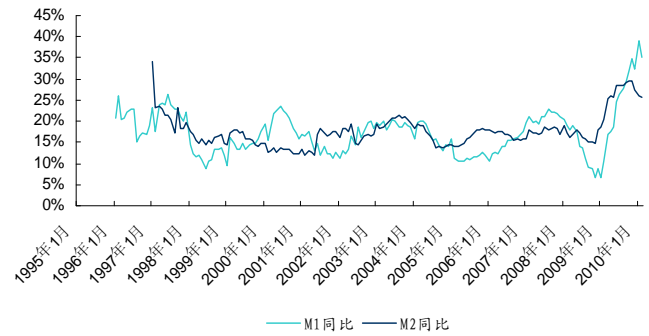
数据来源: CEIC

图 109: 日本 M1 和 M2



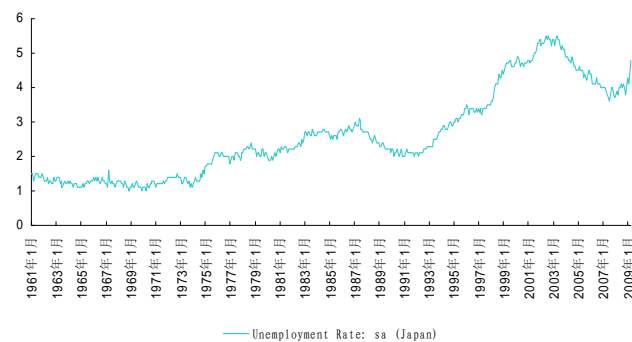
数据来源: CEIC

图 110: 中国 M1 和 M2



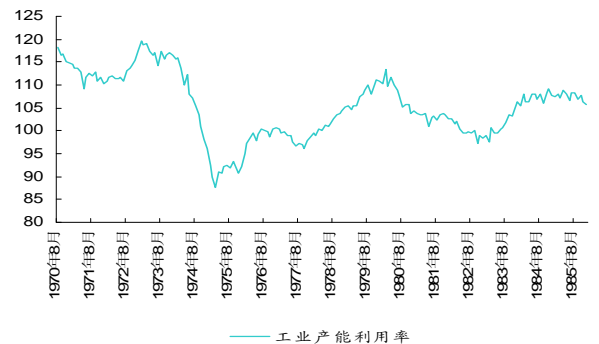
数据来源: CEIC

图 111: 日本失业率



数据来源: CEIC

图 112: 日本工业产能利用率指数



数据来源: CEIC

图 113: 日本政府和民间实际投资增速

图 114: 中国房地产开发投资和贷款比重

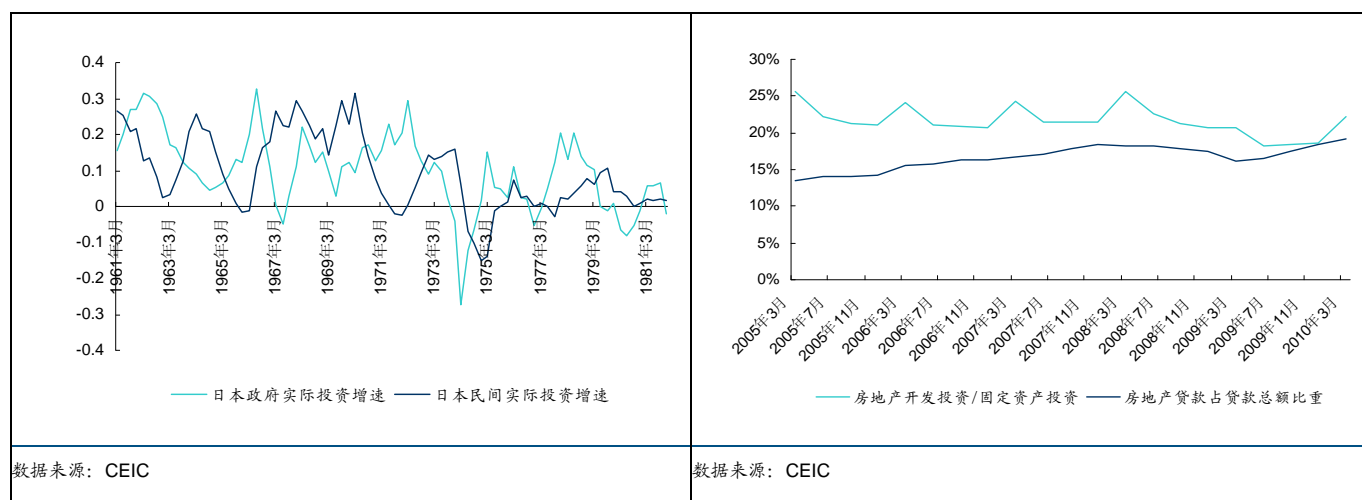


图 115: 日本 CPI 和 PPI

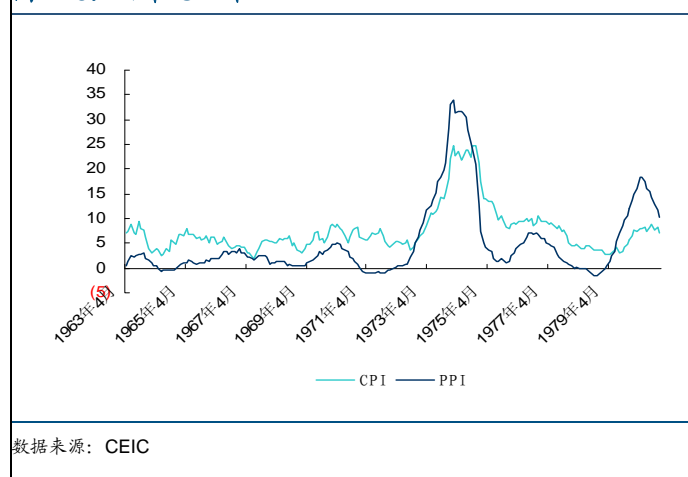
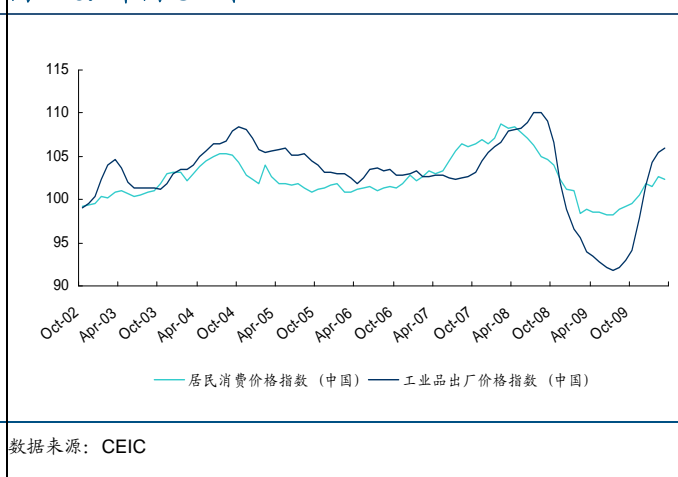


图 116: 中国 CPI 和 PPI



总结

过渡期的认识

首先,我们还是强调了对于过渡期的认识,财政问题一定是在一个特定发展阶段下的选择。因此,对于财政背景分析成为我们首要解决的问题。关于过渡期,我们强调两点,一者,从整个工业化进程来看,这个时期是从经济起飞的末期到走向成熟,是从技术扩散到技术创新的过渡期;从主导产业的变化来看,是从资本密集型“重化工”装备制造主导转变到知识密集型低耗能的机械制造。二者,从消费和积累的关系来看,这个时期是消费走出低谷,投资从高位缓慢回落与挣扎的时期,推动经济高速增长的民间投资随着原有主导产业的过剩而失去了原有的增长热情。但是,这样的一个过程不是一蹴而就的,新兴主导产业的发展也是需要过程的,在政府财政和货币政策的干预下会出现反复。

内外压力和转变

其次,我们比较了中日在过渡期面对的内外压力与转变的异同,财政政策正是这些内外压力下催生的产物,而且,在压力面前,政府都会有自己美好的梦想,至于这些梦想能否实现,

则取决于压力的差异。

在内部压力与转变部分，我们强调了四点，一者，压力和转变来自新旧主导产业的逐渐更替，在新的需求动力还没有担当起主导力量时，旧有的主导产业，虽然面对过剩的局面，但是，在积极的财政政策推动下，在宏大梦想的鼓舞下，全社会整体的生产惯性和投资惯性仍在持续，甚至被放大，因此仍然可以维持原有的地位。但是，新的主导力量正在逐渐的崛起，这突出的表现在三个方面，一者，这些行业在过渡期仍然处于一个非主流地位，产值占比并不会很突兀的增长，二者，但是，这些产业的投资，在政府的扶助和诱导下开始加快增长；三者是，这些产业的需求，尤其是外部需求出现了明显的增长，说到底，只有需求结构的改变才能最终促使这些产业成长起来。

强调一点，中日在过渡期的原有主导产业都是“重化工”型的装备制造业，这一点，大家基本没有太多的异议，因为，对于一个后发国家来说，要想拥有自己独立的工业体系，那么，资本密集型的“重化工”化就是工业化道路中的必然阶段。问题是，日本在之后的主导产业是以电气机械为代表的知识密集型机械制造，特点是轻薄短小。那么中国的下一个主导产业或者产业群会不会不一样呢？我们认为，不会有什么本质的差异，中国下一个主导产业仍将是知识密集型的机械制造业，差异的地方是，日本当时的知识主要体现在计算机和电子技术的应用，而今天的知识更可能会体现在低碳技术，新能源技术的应用上。

二者，压力和转变来自人均大宗商品的消耗，这是中日工业化进程的差别之一。如果从这个角度看，未来随着城市化的进程，中国对于大宗的消耗在未来 10 年增长 1 倍是完全可能的。日本曾在列岛改造计划中也曾提出要将钢铁产量在 70 年的基础上再提高一倍，可是，73 年的产量已经是日本的历史高点，之后不曾超越，而我们之所以对于中国大宗消耗的增长抱有如此大的信心，原因是，目前，人均消耗量不到日本顶峰时的一半，同时，更重要的是，日本在 70 年代已经处于城市化的末尾（72%），而我们现在城市化率只有 46%。这是我们认为中国的过渡期会经历更长时间，原有的重化工主导的产业群，在过渡期，仍然有增长空间，仍将维持主导地位的第一个理由。

三者，压力和转变来自人口就业结构，这是中日工业化进程的差别之二。就业人口在三大产业之间的变动，尤其是，日本在 73 年从事第二产业的人口占比达到顶峰后从此逐渐下降，而第三产业从业人口则持续上升，导致的最终重要的结果之一是服务经济的扩散化，从而为消费的增长创造了空间。结果之二是劳动生产率的增长在产业之间趋于平均。而目前，中国的第一，二产业间劳动生产率的差异程度是日本的 2 倍。这也意味着，第二产业投资增长仍然具有吸引力。这是我们认为中国的过渡期会经历更长时间，原有的重化工主导的产业群，在过渡期，仍然有增长空间，仍将维持主导地位的第二个理由。

四者，压力和转变来自劳动力成本，这是中日工业化进程的差别之三。城市化后期，随着农村剩余劳动力的快速消失，日本劳动力的紧张促使了完全就业时代的出现和收入二元结构的消失。正是城市化进程的巨大差异，导致当前中国的劳动力紧张程度尚不足以使劳动力收入分化的趋势缩小，这是我们认为中国的过渡期会经历更长时间，原有的重化工主导的产业群，在过渡期，仍然有增长空间，仍将维持主导地位的第三个理由。

在外部压力与转变环节，我们想强调的是，日本贸易立国，寻求独立的工业化路径，形成了日本对于进出口的极度重视，日本高速增长不是靠简单的来料加工贸易支撑，而是靠国内民间的设备投资下的重化工主导产业的发展。但是这样的产业结构，决定了日本对外依赖度的强化，因为这些原料都需要在国外进口。因此，日本很清楚，要想维持高增长，那么，首要的是要保证贸易的顺利的增长。正是在这样的背景下，在布雷顿森林体系下，日本经济政策

的重心在于保证国际收支的平衡，从而维持尽量少的外汇储备，减轻日元的升值压力，而财政和货币政策，从某种程度上说，是为这样的一个政策重心服务的。

在过渡期的日本，随着国际收支黑字的经常化，尤其是日元在 71 年的升值开始后，日本的外汇储备迅速膨胀。日本不顾通胀压力，实施了积极的财政货币政策，从而实现了内需的增长，国际收支黑字和外汇储备的下降。但是也带来了后来的恶性通胀。最终的结果是，日本并没有阻止日元的升值，在通胀压力下，日本不得不选择了浮动汇率制。而当前中国在面对人民币升值的压力下，由于没有布雷顿森林体系的约束，所以并没有固守国际收支平衡的原则，而是通过大量的外汇储备增长来实现对于国际收支黑字压力的对冲。实质上，在我们看来，对于本币升值压力的应对上，中日殊途同归，并没有本质的差异。还是依赖宽松货币政策的刺激内需来缓解本币升值压力。甚至在整个政策体系中，外汇政策的地位也是具有主导性的，而不是像表面上的货币政策为主导。

财政政策总体与结构的转变

在面对上述内外压力下，中日在财政政策上都执行了积极的财政政策，正是由于上述的压力，从凯恩斯的角度，表现为相对于过剩的原有主导产业的供给能力，有效需求不足的问题，从执政者的角度，解决之道就是扩大政府支出。在财政部分的讨论，我们强调的是过渡期财政政策转变的必然性而不是只是一个相机抉择，或者只是执政者讨好民意。

整体上来看，相比过渡期的日本，虽然都是积极的财政政策，但是中国预算内财政赤字的规模更大，中央财政严重依赖国债的发行，并且，未来随着社保支出的增长，对于国债依赖度会进一步增大。但是，考虑到大量存在的预算外和制度外收入，中国的实际国债依存度可能并不是问题，从国债余额来看，当前国债存量相比与 GDP，距离日本顶峰时期的规模还有一倍的上升空间。

从具体的支出结构变化来看，过渡期典型的特征是福利性支出的增长，一方面，社会福利，尤其是过渡期的中日都进入了老龄化社会，从而养老保险进入了一个快速的增长期。另一方面，从公共投资的角度，对于人们的住宅和生活环境改善方面的投资在快速的增长。这些支出的增长，一方面，是弥补前期高速增长留下的欠账，另一面，也是财政扩大化的必然出路。高速增长结束并不是由于福利的扩大化本身，福利的扩大化是解决我们前述压力的必然选择。福利性支出的扩大化将成为未来财政支出扩大化的重要增长点，从而促使国债负担率的上升。随着过渡期日本福利支出的扩大，73 年后，日本居民储蓄率持续下降，促成了消费与积累之间的转化。

中日财政梦想比较

从财政政策的具体执行规划和措施来看，必须要强调的是日本列岛改造计划与中国当前的地方振兴规划的差异。改造计划是过渡期日本积极财政政策的具体目标和措施的展开，是解决内外压力的一个理想蓝图。改造计划的核心是城市化的再造。“改造计划”促进了未来产业结构的重心从重化学工业向知识密集型产业的转换，工业的重新布局是以产业升级为前提。

中国目前仍然处于推进城市化加速的阶段，而当时城市化已处于末期的日本强调的是城市化的再造，过疏过密的问题还没有成为我们首要解决的问题，我们仍然处于快速积聚的过程。日本列岛改造计划提出的目的基本未能实现，但是，基于我们前述对于中国未来增长空间的预期，中国区域振兴计划的部分目标是有实现的现实基础的，尤其是区域性的中心城市的崛起，这很可能进一步加剧人口和产业的区域集中。类似于列岛改造计划，这样的进程将会被

通胀打断，并且，区域振兴计划在以后的过渡期里也会不止一次被提出来。以日本的发展经验来看，区域城市过疏过密问题最终是很难解决的，大城市的积聚效应难以撼动，同时，更重要的是，试图通过修建高铁，高速公路的方式等基础设施的改善来改变过疏过密的格局最终很可能被证明是徒劳的，对于产业间效率差异的改变并没有太多意义。

中日财政投融资比较

在讨论中日财政的过程中，无法回避的是关于投融资平台的问题，通过对比日本的投融资体系，对于中国的地方投融资平台，我们主要有以下判断。

地方投融资平台是集权与分权相结合的财政体制下的产物。对于地方投融资平台的担忧主要集中在两方面，一方面，对于资金来源的可持续性的担忧，这种模式的继续，有赖于银行持续的信贷支持，也就意味着持续宽松的货币政策，基本上等于绑架了货币政策。这种方式的持续性可想而知。另一方面，担忧来自对于地方融资项目的盈利能力，也即是对于贷款的偿付能力，“储地—融资—建设”模式，对于土地的依赖过大，土地市场经不起大的衰退，而且随着投资规模的加大，对于土地的需求自然会越来越大，但是对于稀缺资源的土地来说，必然会面临限制。

中国地方投融资平台，首先必须解决自身定位问题，中日虽然有类似的集权与分权的财政体制，但日本的财政投融资体系基本独立于一般会计财政收支体系，而由统一的大藏省下资金运用部来管理，因此投融资资金的运用能更好的贯彻中央的财政意图，而中国的地方投融资平台，既保留在政府预算内的财政收支框架下，所以资金的来源有一部分是来自政府预算内和预算外收入，担负着为中央下达的项目进行配套的任务，同时，又由于缺乏全国统一的经营机构，相对脱离了中央的控制，承担了地方政府整合和经营国有资产的任务，这样就会产生明显的中央和地方之间的博弈，导致权责的不一致，借落实中央意图之名行谋求地方甚至个人利益之实。

长期来看，地方投融资平台规模扩大是必然的趋势，而且，也会长期伴随关于坏账的担忧，短期内，对于地方融资平台的信贷风险，一部分人认为，可能要在 2、3 年之后才会出现，我们认为，这个时间点可能会更早。基于我们对于通胀爆发是必然的判断，也就是说后续货币政策的紧缩是一个确定的事情，从而来自银行的贷款将难以为继，因此，按照我们的逻辑，如果没有别的资金来源，09 年上马的贷款项目很难持续。但是正如我们后面对于中国过渡期的长期性与反复性的判断，随着投资的回落，从而整体 GDP 的下降风险的加剧，中央政府必然会再度出手来挽救。这样的进程在中国接下来的过渡期内不会一次性结束的。

通胀与财政危机

最后，要解决的问题是过渡期积极财政政策对于通胀的影响。

“重投资，轻消费”的方式，是恶性通胀的一个充分条件，这样的增长方式，发展到极致期，也就是过渡期，货币政策的强烈刺激必然会成为一个趋势，这是无法逃避的，如果还要维持原来的增长速度，消化库存并刺激投资的增长只能是选择极度宽松的货币政策。与普通的库存周期相比，主要的差异，就在于，由于消费与投资的严重失衡，库存的问题表现的尤其剧烈，库存累积到一定的程度，一方面必然会加剧价格水平的快速上涨，另一方面，就是必然会反过来抑制投资的增长，毕竟库存需求也是有限度的，在实际投资的增长受到抑制后，过量的货币供给将会通过价格水平的上涨体现出来。

基于类似的逻辑，我们认为，通胀甚至恶性通胀在中国同样不可避免。事情的转折点，将很

可能出现在 3 季度末或 4 季度，随着库存的累计，PPI 的压力将会凸显，随着实际投资的下降和净出口的下降，超额储蓄的压力将会向价格水平转移，通胀的爆发，在我们看来，是一个相对确定的事情，只是会不会演变成恶性通胀（10%以上），由于价格向下游传导的机制没有日本敏感，可能会打折扣。同时，由于我们判断，中国的过渡期的特殊性，这样的过程很可能不会像日本那样经历一次集中式的爆发就可以实现转变，中国很可能需要经过几次的反复才能达到转换的目的，也就是说，在接下来的过渡期，中国很可能会经历剧烈的反复，包括通胀，包括政府投资，包括房价。而且，很可能一次比一次剧烈，也就是类似于一个扩散式的循环。这个过程的速度将取决于中国居民福利，从而消费的改善进度，取决于城市化从而人口结构的改变进度，取决于新兴产业的崛起进度。根据前面的分析，我们预计这样的一个时间点至少要持续到 2015 年。

同时，在这样的判断前提下，在高通胀的压力面前，伴随着加息周期的到来，放弃对于人民币升值的抵抗是一个大概率事件，也就是说，按照我们的逻辑，未来随着通胀的爆发，人民币的升值是基本确定的。至于升值的幅度，一方面取决于我们的通胀水平，另一方面，当然也取决于美国经济的复苏进程。

对于会不会引发财政危机，我们认为，不同于 90 年代日本的是，我们仍然有着巨大的潜在增长机会，尽管目前存在阶段性的产能过剩，但是当前的增长模式仍然有着巨大的生命力和必然性，当前国内仍然存在广阔的可以赚钱的投资机会，因此民间投资才有旺盛的生命力。正是基于对于过渡期中国增长模式的客观性认识，我们才得出接下来的 5-10 年的过渡期里，中国会经历不止一次的扩散式增长循环，才能实现最终的转变。在这样的基础上，我们认为，一旦发生最坏情况，政府必将会有积极的财政货币政策推出，基于前述的认识，不同于 90 年代日本的是，积极的财政货币政策仍然能发挥实质性的刺激作用，推动中国经济步入下一轮泡沫游戏，而不会陷入流动性陷阱。而每一次的救赎，必然会导致政府负债的大幅上升，总结来说，接下来的游戏是，在最坏的情况出现之前，政府必然会有所行动，保证游戏一定会继续下去，银行破产不会发生，财政危机不会发生。不用对中国经济太悲观。只是，游戏继续的代价会越来越重，为最后的秋后算账积聚力量。

本文的局限性

在如何讨论中国财政这个问题上，考虑到中国自身的特殊性，我们前面的讨论存在的局限性在于，一者，相比过渡期的日本，中国的中央财政具有很高的债务依存度，远超国际警戒线 20%。并且，我们认为，随着后续福利性支出的增长以及保障性住房供给的增长，对于国债的依存度将会更高。问题的关键在于，我们目前的统计局限于预算内资金收入，而预算外收入和制度外收入的存在，并且二者规模之和可能和预算内财政总收入接近，这两部分收入会被逐渐纳入预算内，从而实现中央财政的增收，同时，中国的国债承担的任务不只是一个调节经济景气的功能，同时承担了大量地方建设的任务。考虑到这些因素，实际的国债依存度并不会太高。

二者，作为新兴工业化国家，中国财政可以利用的资源不仅仅是正规的财政收入，包括预算外收入。同时还存在大量的“准财政工具”，这些工具主要是大量的金融剩余。由于中国的金融体系仍然在中央政府的控制下，所以，大量的超额储蓄就成了财政可以利用的资源，地方投融资平台，之所以能这样顺利的拿到商业银行的贷款，除了前面的分析外，本身的金融制度安排也是重要的原因，也就是说，这样的制度安排，使得金融体系承担了部分财政的功能。

附录:

关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见

银发〔2009〕92号

中国人民银行上海总部，各分行、营业管理部、省会（首府）城市中心支行、副省级城市中心支行；各省、自治区、直辖市银监局；各政策性银行，国有商业银行，股份制商业银行，中国邮政储蓄银行：

为深入贯彻落实党中央、国务院关于进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施和《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》（国办发〔2008〕126号）精神，认真执行适度宽松的货币政策，在保持货币信贷总量合理增长的基础上，进一步加强信贷结构调整，促进国民经济平稳较快发展，现提出如下意见：

一、保证符合条件的中央投资项目所需配套贷款及时落实到位

各金融机构在保持信贷总量合理均衡增长的基础上，要进一步优化信贷资金结构，统筹配置信贷资源，优先保证手续齐全、符合项目开工和建设条件的中央投资项目所需配套信贷资金及时落实到位。对中央投资计划内已经启动、正在建设中的项目，要保证必要的信贷配套资金及时安排和足额拨付；对符合中央新增投资投向、正在报批或需要继续完善新开工条件的项目，要加强与政府有关部门和项目单位的密切沟通协商，高效率、扎实做好信贷审查和信贷资金拨付的前期准备工作。鼓励和支持银行业金融机构通过银团贷款，合理分散信贷风险，为符合条件的大型中央政府投资项目提供有效信贷支持。

鼓励地方政府通过增加地方财政贴息、完善信贷奖补机制、设立合规的政府投融资平台等多种方式，吸引和激励银行业金融机构加大对中央投资项目的信贷支持力度。支持有条件的地方政府组建投融资平台，发行企业债、中期票据等融资工具，拓宽中央政府投资项目的配套资金融资渠道。对钢铁、汽车、轻工、纺织、装备制造、电子信息、船舶、有色金属、石化、物流等国家重点产业调整振兴规划已明确支持方向的专项项目以及符合条件的技术改造项目，金融机构要根据产业规划的要求和项目需求特点，积极创新融资产品和服务方式，加大必要的融资支持力度，切实做好各项配套金融支持和服务工作。

二、进一步加大涉农信贷投放，引导更多资金投向农村

各金融机构都要积极支持农村改革发展，进一步研究采取得力措施，加大对符合信贷原则的涉农信贷资金投放力度，增加农村有效信贷供给。建立和完善考核制度及奖励机制，鼓励县域内各金融机构法人和各金融机构的分支机构当年可贷资金的一定比例留在当地使用。进一步做好当前农业春耕备耕、抗旱春管和严重干旱地区人畜饮水、森林防火以及防控禽流感等重大疫情的融资支持和服务工作。对符合信贷条件的春耕备耕和发展农业生产所需的农机具、种子、化肥、农药、农用薄膜等农用生产资料的生产和经营贷款，要加快审批，及时投放。大力发展新型农村金融机构和农村微型金融，有效扩大农村小额贷款的覆盖面，提高资金使用效益。切实加快推进农村金融产品和服务方式创新，中部六省和东北三省要认真抓好试点方案实施工作。稳步推进农村融资性担保体系的建立和发展，有效完善农村信贷风险分担机制，扩大农村有效担保物范围。大力开发符合农村实际特点的“信贷+保险”金融服务新产品。支持政策性金融加大对农业开发和农田水利等农村基础设施建设的中长期信贷支持。有条件的地方可以探索开办土地经营权抵押贷款。进一步完善农村扶贫贴息信贷管理机制。积极发展林权抵押贷款。在银行间债券市场扩大发行涉农企业短期融资券、小企业集合债券和涉农信贷资产支持证券等融资工具，拓宽涉农金融机构的资金来源和涉农企业的融资渠道。努力做好“家电下乡”、“汽

车下乡”、“万村千乡市场”、“双百市场”、农机具购置补贴和农村信息化建设等配套金融服务工作，为农民扩大消费提供融资便利。推进金融机构与农民专业合作组织等农村中介机构的信用合作。对县域内当年涉农贷款投放超过规定比例的存款类金融机构法人，加大再贷款、再贴现支持，并实施优惠的存款准备金率。

三、多方面拓宽中小企业的融资渠道，对中小企业的金融服务要精细化

各金融机构对已经出台的支持中小企业发展的各项信贷政策措施，要抓细、抓实、抓好落实，积极探索建立、健全中小企业融资量化考核制度。进一步完善支持中小企业发展的“六项机制”。加快设立中小企业信贷专营服务机构。鼓励各金融机构自主创新中小企业金融服务模式和业务流程，提高中小企业贷款审批效率和服务质量。加快推进企业信用体系建设，加强企业信用自律管理。支持有条件的中小企业利用电子商务平台拓展新市场。支持地方政府建立中小企业贷款风险补偿基金，完善中小企业信贷风险分担机制。规范、引导和发挥好民间金融在支持中小企业发展中的积极作用。支持金融机构发放并购贷款，及时满足中小企业合理的并购融资需求。支持地方政府在加强信用环境和金融生态建设的基础上，通过资本注入、风险补偿等方式增加对信用担保机构的支持，推进设立多层次中小企业贷款担保基金和担保机构，激励和促进金融机构稳步提高中小企业贷款比重。鼓励银行业金融机构对基本面和信用记录较好、有竞争力、有市场、有订单但暂时出现经营或财务困难的中小企业加大信贷及多元化融资支持，积极探索创新适合不同地域和不同发展阶段中小企业特点的融资产品和服务方式，利用授信开证、押汇、保理、融资租赁等多种融资手段，进一步拓宽中小企业的融资渠道，并做好对中小企业的金融信息咨询和代客理财服务。扩大中小企业短期融资券试点规模。在银行间市场加快推出高收益债券和中小企业集合债券。积极研究开发以中小企业贷款为标的资产的信用风险管理工具，有效分散中小企业信贷风险。加强中小企业金融统计和信息报送工作，探索建立适合中小企业特点的融资信息动态监测制度，及时掌握中小企业金融服务信息。

四、扎实做好就业、助学、灾后重建等改善民生类的信贷政策支持工作

认真落实《国务院关于做好当前经济形势下就业工作的通知》(国发〔2009〕4号)，发挥小额担保贷款政策的积极作用，切实做好对零就业家庭、就业困难人员、高校毕业生、残疾人、返乡农民工等重点就业人群的小额担保贷款发放和金融支持帮扶工作。鼓励有条件的地方，积极创新信贷管理模式和服务方式，加大对具有比较优势的劳动密集型小企业的信贷支持，积极推动创业带动就业。加大对发展职业教育的融资支持，提高返乡农民工就业能力。进一步推进生源地信用助学贷款、国家助学贷款管理和商业性助学贷款业务，完善助学贷款风险分担机制，扩大助学贷款覆盖面，加强政策实施效果监测评估。积极探索建立助学贷款信用保险制度。做细、做实汶川地震灾后恢复重建的各项金融支持和服务工作。对符合条件的农户灾后自住房建设、灾区基础设施建设和灾区支柱产业加大有效信贷投放。积极研究采取措施，加大对灾区农村信用社等地方法人金融机构的扶持力度。探索建立灾后重建贷款的担保和信贷风险分担及补偿机制，支持各金融机构对符合条件的因灾不良贷款按规定予以核销，增强金融机构支持灾区重建的内在激励。

五、鼓励发展消费信贷，做大做强消费信贷市场

积极研究、制定和落实有利于扩大消费的信贷政策措施，有针对性地培育和巩固消费信贷增长点，集中推进汽车、住房、家电、教育、旅游等与民生密切相关的产业的信贷消费。系统总结近年来国内消费信贷政策的实践经验，及时消除制度障碍，研究和探索拉动市场消费、特别是拉动农村扩大消费的有效措施和办法。引导金融机构加大消费信贷产品创新力度，改进消费信贷业务管理方式。支持有条件的地方试点设立消费金融公司。鼓励加强银商合作，在有效防范风险的基础上，推广银行卡使用，提高刷卡效率，促进扩大银行卡消费。拓展和完善农民工银行卡特色服务功能，支持开发符合农村市场特点的银行卡产品。完善汽车融资管理制度，加强汽车经销商的贷款管理，扩大汽车消费潜在市场。

鼓励和支持各商业银行与汽车金融公司开展多方面的业务合作，支持符合条件的汽车金融公司发行金融债券，扩大汽车贷款证券化规模，拓宽汽车金融公司融资渠道。大力支持发展服务业、创意文化产业、旅游业等新型消费，鼓励发展服务外包产业和现代物流配送服务，积极开发潜在消费市场。加大对符合条件的大型流通企业集团和中小商贸企业融资支持力度，扩大信用销售。

六、落实好房地产信贷政策，支持房地产市场平稳健康发展

认真落实《国务院办公厅关于促进房地产市场健康发展的若干意见》(国办发〔2008〕131号)，积极支持符合贷款条件的廉租住房、经济适用住房等保障性住房建设项目。进一步加大对中低价位、中小套型普通商品住房建设、特别是在建项目的信贷支持力度。做好对有实力、有信誉的房地产开发企业兼并重组有关企业或项目的融资支持和配套金融服务。支持资信条件较好的房地产企业发行企业债券和开展房地产投资信托基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。加大对自住型和改善型住房消费的信贷支持力度，鼓励普通商品住房消费。各银行业金融机构要严格贯彻落实房地产信贷政策，努力改进和完善房地产金融服务，继续支持房地产行业平稳健康发展，并切实做好风险防范工作。人民银行各分支机构和各地银监局要密切跟踪把握辖区内房地产市场变化和房地产信贷政策落实情况，及时反映新情况、新问题。

七、加大对产业转移的融资支持，支持过剩产业有序转移

鼓励金融机构开展出口信贷业务，灵活运用票据贴现、押汇贷款、对外担保等方式，培育一批具有自主知识产权、自主品牌和高附加值的出口拳头产品，促进加工贸易转型升级和梯度转移。多方面拓宽融资渠道，加大对企业参与境外基础设施建设、农业综合开发、农产品加工基地和营销网络建设、外派劳务基地建设的支持力度。支持国内有实力的企业开展高新技术领域的跨国并购。适应国内产业升级和产业梯度转移的发展要求，稳步扩大总部融资模式施行范围，支持优势企业兼并重组。支持发展特色产业区域和优势产业集群。积极促进贸易投资便利化，加快进出口核销制度改革，支持外贸出口。进一步完善出口收汇网上核销和出口退税无纸化管理，适当提高企业预收货款结汇比例和延期付款年度发生额规模，简化企业申请比例结汇和临时额度的审批程序，提高审批效率，支持境内企业加大对境外的战略性投资。鼓励金融机构扩大人民币出口买方信贷业务。完善出口信用保险项下贸易融资、境外资金管理、国际保理等配套金融服务，改进和提升支持企业“走出去”融资和结算服务。加强跨境资金流动管理，做好对进出口与贸易收付汇的真实性及一致性的审核工作。加大对企业进口先进设备、节能环保设备、关键零部件和重要原材料的贸易融资支持，为发展服务贸易提供更为快捷的结算便利。

八、支持区域经济协调发展，推进实施区域经济发展战略

进一步细化金融服务西部开发、振兴东北、中部崛起等国家重大区域经济发展战略的信贷政策支持措施。引导和鼓励金融机构加大金融支持和创新力度，建立长期稳定的资金开发渠道，促进东西互动、产业承接，实现东中西部优势互补，推动区域经济协调发展。鼓励地方政府加强区域信用环境和金融生态建设，不断增强欠发达地区对信贷资金的吸引力。进一步加强和改进适合区域特点的金融服务，建立健全区域经济社会加快发展的可持续机制，加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区和人口较少民族的金融支持，全面做好国家重点科技开发园区、经济特区、环渤海经济区、长三角区域经济一体化、天津滨海新区开发开放、重庆统筹城乡改革试验区等国家重点支持区域的各项金融服务。将民族贸易用品和民族特需用品生产企业优惠利率贷款的承贷银行，从国有商业银行扩大到股份制商业银行和农村信用社。完善边贸结算政策，引导和鼓励边贸地区的企业使用人民币进行贸易结算。认真落实广东和长江三角洲地区与港澳地区、广西和云南与东盟的货物贸易进行人民币结算试点工作。积极推动和促进海峡两岸开展和加强实质性金融合作。

九、促进自主创新成果产业化，推动产业结构优化升级

发挥科技对扩大内需的支撑作用，鼓励和引导金融机构支持企业自主创新，用好各类政府基金、财政贴息等补偿手段，加强对国家级工程技术研究中心、重点实验室建设、高新技术产业群、国家高技术示范工程建设、国家重大科技产业化项目、科技成果转化项目等方面的信贷投入，促进提高企业自主创新能力，推动自主创新成果产业化。鼓励地方政府设立创业投资引导基金，通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业，促进政府引导、市场化运作的创业投资发展。探索推进知识产权、自主品牌质押贷款，支持火炬、星火等科技发展计划项目。加快发展私募股权基金，探索发行非上市企业私募可转换债券，搭建多种形式的科技金融合作平台，促进更多资本进入创业投资市场，支持创业孵化服务机构发展。为高科技创业风险投资企业跨境资金运作创造更加宽松的金融、外汇服务环境。

十、加强信贷结构监测评估，有效防范和控制信贷风险

人民银行各分支机构和银监会各派出机构在坚持“区别对待、有保有压”的方针，积极鼓励和引导银行业金融机构对重点项目、重点产业和重点区域加大信贷支持的同时，要全面加强信贷结构监测分析和评估，对辖区内信贷资金投放的结构、节奏和进度的动态信息要及时把握，心中有数。在加强信贷结构调整的同时，要特别注意防止金融机构贷长、贷大、贷集中和严重存贷期限错配产生新的系统性金融风险。对于不符合国家产业政策规定、市场准入标准、达不到国家环评和排放要求的项目，要严格限制任何形式的新增授信支持，并依法加强监督检查，切实防止低水平重复建设。要进一步密切合作，建立和完善辖区内信贷结构定期监测分析评估制度，提高信贷结构分析监测能力，加强对国内外经济走势和各经济领域发展状况的前瞻性判断和预测，及时反映新情况、新问题，加强信贷政策指导和风险提示，促进货币信贷政策在辖区得到有效贯彻落实。

请人民银行上海总部，各分行、营业管理部、省会（首府）城市中心支行、副省级城市中心支行会同当地银监局将本意见迅速转发至辖区内各金融机构，并结合辖区特点抓紧制定实施意见，加强组织协调，做好贯彻实施工作。本意见贯彻实施情况，请及时报告人民银行和银监会。

财政部关于进一步加强中央建设投资预算执行管理的通知

2009年9月2日

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）：

按照推进财政管理科学化精细化的要求，为了更好地发挥中央建设投资对经济增长的拉动作用，提高财政资金使用效率与效益，根据《中华人民共和国预算法》以及基本建设财务管理制度等法律法规，现将进一步加强中央建设投资预算执行管理的有关事项通知如下：

一、要督促各部门或单位，加快中央建设投资预算执行

项目主管部门或单位是中央建设投资预算执行的责任主体。各级财政部门要把督促项目主管部门或单位加强预算执行管理作为工作重点，会同相关部门强化预算执行工作。

一是对中央建设投资切块下达地方项目预算，抓紧做好进一步细化、拆分和预算下达工作。并会同相关部门按照工程建设进度需要安排资金，防止出现“要么执行缓慢、要么超量预拨”的现象，避免“库款搬家”问题。

二是督促和指导项目主管部门或单位做好项目用款前的各项准备工作，包括招投标、编制用款计划、政府采购计划等。

三是督促项目主管部门或单位抓紧项目开工建设，加快预算执行进度。对重点项目要实行专人负责制度，指派专人督导预算执行。对预算执行偏慢的项目，要及时采取措施改进提高。

四是在继续加强资金拨付审核把关的同时，加快资金拨付进度，提高办事效率。

五是加强对中央建设投资补助地方项目预算执行进度管理，及时分析、跟踪和通报有关情况，掌握预算执行动态，把强化预算执行进度管理常态化、制度化。同时，要按照有关规定每月按时向财政部报送相关预算执行进度情况。对预算执行中发现的问题，要早研究、早报告、早解决。

二、要统筹地方财力，确保地方政府配套资金落实到位

地方政府配套资金要及时落实到位，地方各级财政部门要统筹安排财力，切实保证中央建设投资项目及时开工和加快预算执行，推动实现扩大内需促进经济增长战略目标。

2009 年为解决地方政府配套资金不足问题，中央采取了代理发行地方政府债券的办法，并明确规定了用途。按照国务院规定，地方政府债券资金要首先用于中央扩大内需投资项目地方政府配套，尤其是公益性项目配套。在满足中央扩大内需投资项目地方配套后，方可用于地方公益性建设项目，严禁用于经常性支出以及楼堂馆所建设。具体安排使用请按照我部制定的《2009 年地方政府债券资金项目安排管理办法》（财建[2009]121 号）执行。

各地财政部门要严格遵循地方政府债券资金的使用次序，确保中央扩大内需投资公益性项目的配套资金及时足额到位。

三、要主动研究采取措施，改进和完善中央建设投资预算编制和执行

地方各级财政部门要把加快中央建设投资预算执行作为预算绩效管理的重要内容，将中央建设投资预算执行结果，作为今后安排和编制项目预算的重要依据。

一是对已经安排但长期不能执行的项目预算，要协商相关部门调整项目投资计划，财政部门相应调整项目资金预算。

二是对预算执行进度慢、延续结转资金较多的项目或单位，要采取控制措施，加大督促核查预算执行的力度；对项目预算当期执行确有困难的部分，要协商相关部门，实行调减，收回中央投资；对后续新安排的上述项目投资计划，一律暂不下达项目资金预算。今后视项目建设进度需要，在基建支出总预算内，办理项目资金预算调整手续。

三是协调相关部门将中央建设投资预算执行结果，作为今后安排项目、下达投资计划的重要参考。对基建资金预算执行慢、延续结转资金较多的项目或单位，不下或缓下项目投资计划。

四是对于配套资金不落实的地区，要相应扣减或暂缓下达该地区后续中央建设投资预算。

五是对于没有按规定安排使用中央代发的地方政府债券资金的地区，要限期整改，调整用于中央扩大内需投资公益性项目地方配套。凡没有按规定安排使用地方政府债券资金且又存在配套资金缺口的地区，中央将采取核减发债规模等政策措施。

财政部关于加快落实中央扩大内需投资项目地方配套资金等有关

问题的通知

颁布时间：2009-10-12 发文单位：财政部

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）：

按照推进财政科学化精细化管理的要求，为了确保中央扩大内需投资项目地方配套资金的落实，更好地发挥扩大内需投资对经济增长的拉动作用，根据国务院有关规定，现将有关事项通知如下：

一、要督促有关部门和单位，加快落实地方配套资金

地方各级政府是落实本地区中央扩大内需投资项目地方配套资金的责任主体。各级财政部门要认真履行职责，采取措施，加大力度，督促有关部门和单位，加快落实地方配套资金。对于配套资金不落实的地区，要相应扣减或暂缓下达该地区后续中央扩大内需投资预算。

二、要统筹地方财力，确保地方政府配套资金落实到位

地方各级财政部门要统筹安排财力，切实保证中央扩大内需投资项目地方政府配套资金及时落实到位，推动实现扩大内需促进经济增长战略目标。地方政府配套资金可通过以下渠道筹集：

- 一是地方各级政府一般预算资金；
- 二是地方各级政府土地出让收益等各类政府性基金；
- 三是中央财政代理发行的 2009 年 2000 亿元地方政府债券资金；
- 四是利用政府融资平台通过市场机制筹措的资金；
- 五是地方政府其他可用财力。

三、要按照有关规定，严格地方政府债券资金安排使用

2009 年为解决地方政府配套资金不足问题，中央采取了代理发行地方政府债券的办法，并明确规定了用途。地方各级财政部门要严格遵循地方政府债券资金的使用次序，确保中央扩大内需投资项目地方政府配套资金的落实。

- 一是地方政府债券资金要优先用于中央扩大内需投资公益性项目地方政府配套。
- 二是地方政府债券资金在满足中央扩大内需投资公益性项目地方政府配套需求后，可用于其他难以吸引社会投资的公益性建设项目。
- 三是地方政府债券资金严格控制用于能够通过市场化行为筹资的投资项目，严禁用于经常性支出以及党政机关办公楼等楼堂馆所项目。

地方政府债券资金具体安排使用请按照财政部制定的《2009 年地方政府债券资金项目安排管理办法》（财建〔2009〕121 号）执行。对于没有按规定安排使用的地区，要限期整改。

四、抓紧开展地方配套资金落实情况自查工作

地方各级财政部门要立即对本地区中央扩大内需投资项目地方配套资金落实情况开展自查。自查内容包括：本地区中央扩大内需投资项目地方配套资金需求情况、配套资金筹措及落实情况、地方政府债券资金安排使用情况、地方配套资金实际到位情况等。请各省（自治区、直辖市、计划单列市）财政部门按附表（详见附件）所列自查内容据实汇总填列。对于存在以下问题的，应说明原因并提出整改处理意见：

- 一是中央扩大内需投资项目地方政府配套资金来源有缺口的；
- 二是地方政府债券资金未主要用于中央扩大内需投资项目地方政府配套，且地方政府配套资金来源有缺口的；
- 三是地方政府债券资金用于国务院要求严格控制或禁止安排领域的；
- 四是地方政府配套资金实际到位率偏低的。

请于 2009 年 11 月 5 日前将自查情况（表格）、说明以及整改处理意见等材料报我部。

关于坚决制止财政违规担保向社会公众集资行为的通知

2009 年 12 月 3 日

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）：

当前，一些基层政府出现了政府融资平台公司（以下简称平台公司）等主体由财政担保，向行政事业单位职工等社会公众集资，用于开发区、工业园等的拆迁及基础设施建设的现象。这些做法违反了《担保法》、《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》（国务院令第 247 号）、《国务院办公厅关于依法惩处非法集资有关问题的通知》（国办发明电[2007]34 号）等法律法规和有关文件的规定，如任其发展，势必扰乱社会主义市场经济秩序，损害政府的声誉和形象，甚至危及地方社会稳定，必须采取有效措施坚决予以制止。现就有关问题通知如下：

一、高度重视制止财政违规担保向社会公众集资行为的重要性和紧迫性。规范地方政府及其平台公司的举债和担保承诺行为，是深入贯彻落实科学发展观，防范财政和金融风险，促进经济社会持续健康发展的重要举措。各级财政部门务必统一思想，高度重视，从大局出发，充分认识到财政违规担保向社会集资的严重性和危害性，认真采取有效措施，坚决制止和纠正财政违规担保向社会公众集资的行为。

二、严格遵守相关法律制度规定。《担保法》第八条规定：“国家机关不得为保证人，但经国务院批准为使用外国政府或者国际经济组织贷款进行转贷的除外。”《非法金融机构和非法金融业务活动取缔办法》第五条规定：“未经中国人民银行依法批准，任何单位和个人不得擅自设立金融机构或者擅自从事金融业务活动。”《国务院办公厅关于依法惩处非法集资有关问题的通知》（国办发明电[2007]34 号）规定：“地方人民政府要切实担负起依法惩处非法集资的责任，确保社会稳定。”这些法律法规和文件明确规定了政府不得担保、非法集资的社会危害性、非法集资的主要形式和特征、地方人民政府的责任等问题。各级财政部门务必牢固树立依法理财的意识，严格遵守法律制度规定，确保有法必依，违法必究。

三、严禁发生新的财政违规担保向社会公众集资行为。地方进行基础设施建设，必须量力而行。确需举债融资的，必须严格按照现行法律法规及国务院有关规定办理。严禁违反或规避相关法律的规定，为平台公司向社会公众集资等直接或变相提供财政担保。

四、立即停止财政违规担保向社会公众集资行为。财政担保正在向社会公众集资的，要立即终止。拟由财政担保向社会公众集资的，要及时终止集资计划。已经使用财政资金提供担保并集资的，要按照有关规定抓紧组织资金予以清退，依法保证干部群众等社会公众的集资款不受侵害，同时要密切关注清退过程中出现的问题，及时审慎地加以解决，确保清退工作有序进行。

五、加大对财政违法违规行为的监督和查处力度。财政部驻各地财政监察专员办事处及各省财政监督部门要加强与审计、纪检等部门的协调沟通，加大对地方财政部门违规担保向社会公众集资行为的监督检查力度，对检查出来的问题要及时上报。对性质恶劣、问题严重的单位，要依照有关法律法规，移交纪检监察部门追究相关责任人的党纪政纪责任；涉嫌犯罪的，要依法移送司法机关追究刑事责任。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823	weiyh@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减 持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。