

## “四万亿”投资计划及相关政策措施的经济刺激效应分析

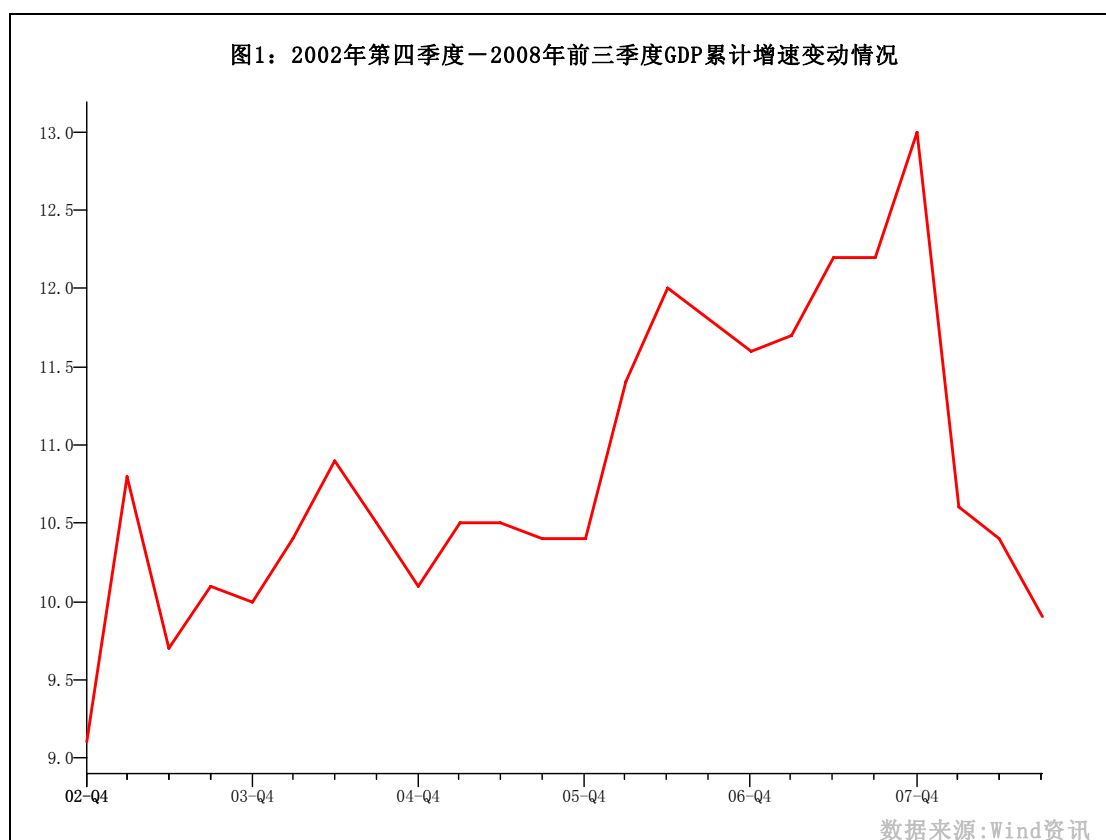
联合资信：马顺福 陈东明 钟用 刘小平

- “四万亿”投资计划及相关政策措施出台的背景，是中国经济已经出现增速下滑的趋势。三大需求中，主要是投资和出口增速的下降导致 GDP 增速的下降。三大产业中，主要是第二产业增速的下滑拉动 GDP 增速下降。三大区域中，则主要是东部增速下滑拉动 GDP 增速下降。
- “四万亿”投资额度只是一个概数，其中明确了中央政府的 1.18 万亿投资额度，其余的需要由地方和社会参与。在目前中国基础设施建设的投融资体制下，由地方政府设立城投类企业，作为城市建设的投融资平台，以市场化形式进行资本运作而发行的“准市政债券”，有望进入快速发展期。
- 中央的“四万亿”投资计划有望带动中国国内投资保持较高的水平。其中 2008 年全社会固定资产投资可能达到 18 万亿，比上年增长 31% 左右；2009 年固定资产投资可能达到 23 万亿元，比上年增长 28% 左右。
- 2008 年四季度以来出台的相关政策措施将与“四万亿”投资计划一起产生经济刺激作用，其中起主要作用的将是财政政策。在宏观疲软的情况下，财政政策是增加投资和居民消费的主要动力来源，但配套性的货币及产业政策也必不可少。
- 即使投资能够保持较高增速，但消费和出口增速的持续下滑乃至负增长，仍可能使 2009 年的 GDP 增长速度下降。乐观估计，2008 年 GDP 增长在 9% 以上，2009 年可能在 8% 以上。
- “四万亿”投资计划将对第二产业中的上游制造业产生直接的刺激作用。主要是钢铁、建材、工程机械等行业，对其他行业的刺激则需要一个较长时期的传导过程。
- “四万亿”投资计划有望对中国不平衡的区域结构起到一定的调节作用。对东部来说，调节的重点是产业升级和转移，即进入以存量调整为主的内涵式增长阶段；对中西部来说则主要是基础设施的改善和资源型特色产业的改造和产能扩张，依然处于以增量调整为主的外延式增长阶段。

2008 年 11 月 5 日，温家宝主持国务院常务会议，研究通过了进一步扩大内需，促进经济增长的十项措施，并出台了配合十项措施的巨额投资计划，提出到 2010 年底完成投资 4 万亿元。会议同时决定，今年 4 季度先增加安排中央投资 1000 亿元，明年灾后重建基金提前安排 200 亿元，带动地方和社会投资，总规模达到 4000 亿元。面对复杂多变的内外部环境，这项规模宏大的投资计划及系列政策措施对中国经济走势可能产生的刺激效应，需要进行系统分析研究。

## 一、宏观背景

据国家统计局发布的数据，2008 年前三季度中国 GDP 累计同比增长 9.9%，比前二个季度累计增速下滑 0.5 个百分点，比上年同期下滑 2.3 个百分点，这已经是 GDP 同比增速连续第 5 个季度下滑（见图 1）。受亚洲金融风暴的影响，中国 GDP 增速曾在 1997 年从年初的 10% 左右急剧下降到年底的 7.25%，1 年之中降幅为 2.75 个百分点。如果当前的下滑态势延续到年底，则 1 年中下降幅度超过 3 个点，成为近 10 年来增速下降最快的一年。



从最近公布的 11 月份的主要指标来看，全国规模以上工业企业增加值同比增长 5.4%，比上年同期增长率回落 11.9 个百分点，为 2001 年以来的最低增幅。另外，工业用电量增

长下滑也说明了工业减速。2008 年 1—11 月全国工业用电量同比只增长 5.27%，比前 10 月的增长率降低 3.7 个百分点，可以认为中国经济已经出现增速加速下滑的严峻局面。

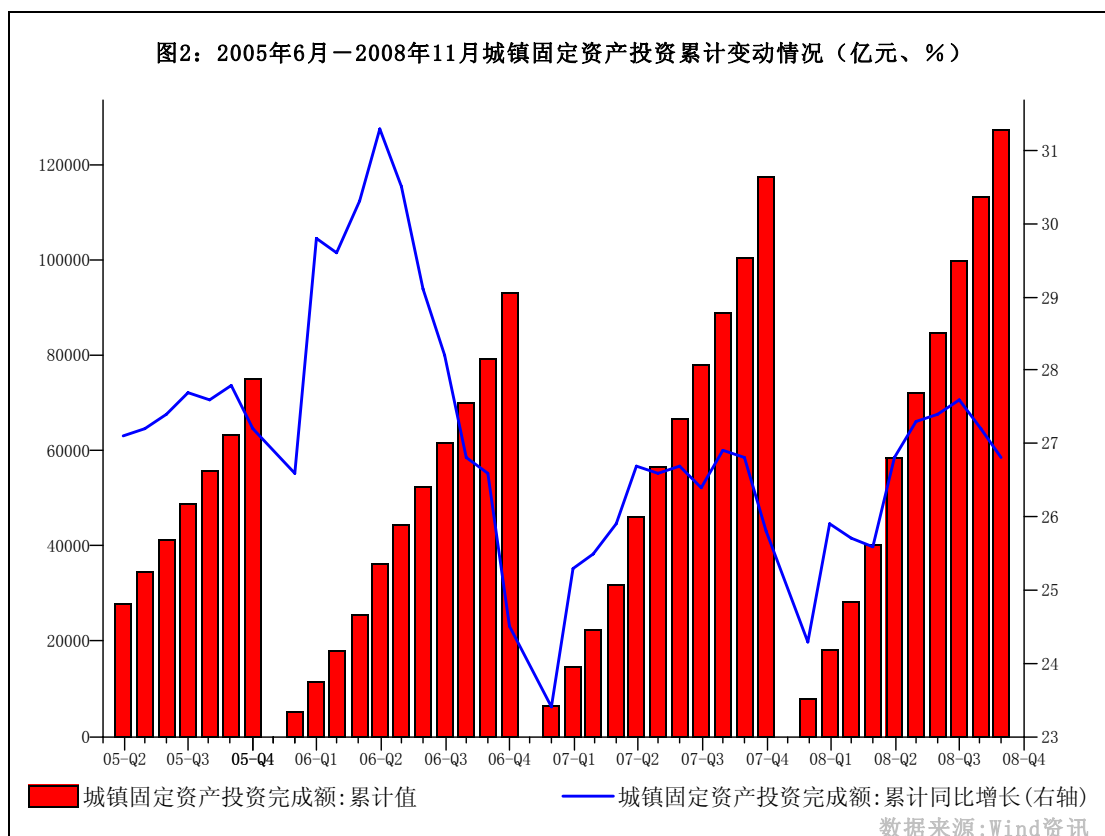
这次经济变化除 GDP 增速明显下降之外，还有如下一些特点：一是 CPI、PPI 增速快速下降。CPI 增长从 4 月份最高时的 8.5%，下降到 11 月份的 2.2%；PPI 则从 10 月份最高的 10% 急速下降到 11 月的 2.0%。二是货币供应量增幅持续下滑，11 月份 M2 增速为 14.8%，1 年多来首次低于 15%。三是人民币从 2005 年开始持续升值以来，至 2008 年 8 月出现波动走势，停止了持续升值。四是存贷款利率下调。在经历连续加息，存、贷款利率在 2007 年 12 月达到近年高峰 4.14%、7.56% 以后开始快速下调，到 2008 年 12 月分别下降为 5.31% 和 2.25%。金融机构存款准备金率也从 2008 年 6 月调整的最高值 17%，在不到半年的时间调整到 12 月 25 日的 13.5%。

本次中国宏观经济变化的速度之快、幅度之大、问题之严重，均为历史罕见，主要原因是美国次贷危机进一步演化为金融危机，引起

的全球经济衰退和需求下降，以及国内需求的不足。联合资信通过对 GDP 构成因素的分解，对其增速下滑作了进一步的结构分析。

### ● 三大需求增长情况

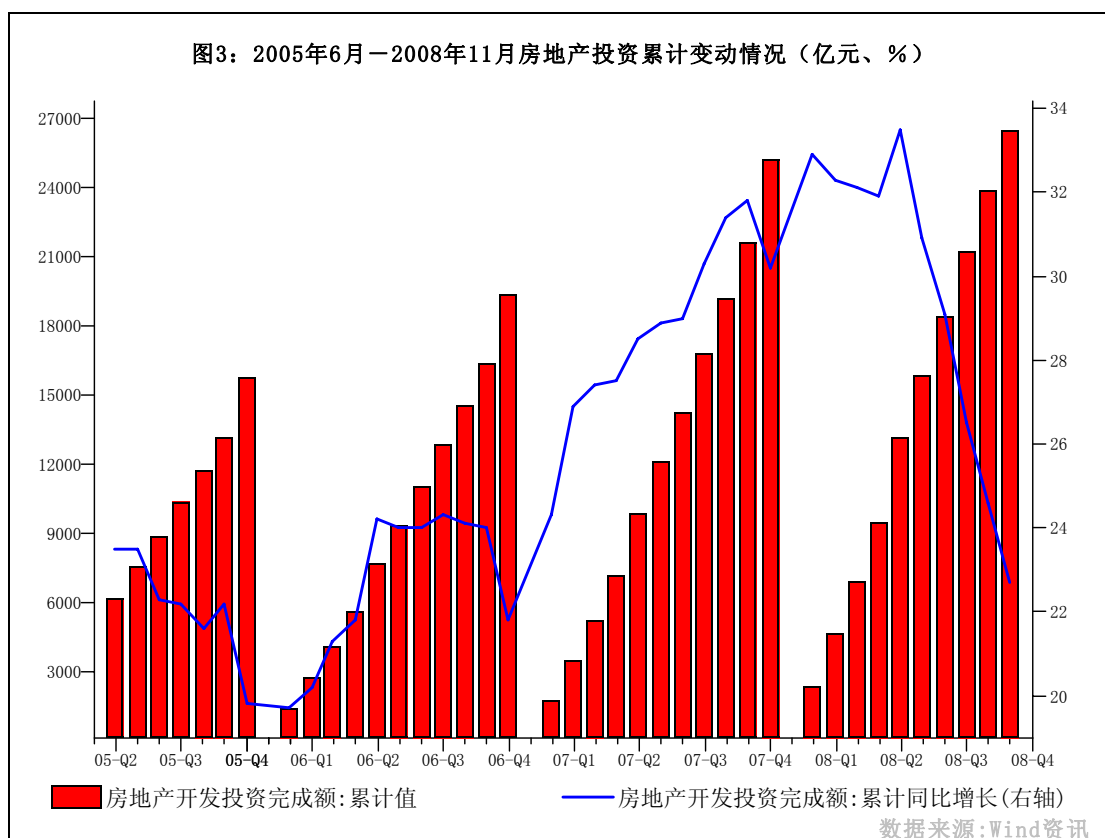
**固定资产投资** 从图 2 可以看出，从 2006 年年末以来，固定资产投资增长速度维持在 25% 左右平稳增长，2008 年 1 季度起呈缓升趋势，然后从 2008 年 9 月起开始下降，到 2008 年 11 月底，增幅下降为 26.85%，比 9 月份降低了 0.7 个百分点。其实，固定资产投资增速在 2008 年基本稳定在 26% 左右，并没有大的波动。相比 2006 年，投资增速 6 月份为 30.04%，12 月剧降至 24.47%，半年时间降低了 5.57 个百分点，波动要小得多。投资增速从 07 年后半年开始下降，进入 2008 年后受到年初南方雪灾、5 月份汶川地震等的灾后重建的影响，出现了一定的涨幅，但从 8 月份开始，增长率又掉头向下。



但从时间上看，GDP 增速从 07 年第四季度即开始下降，一直持续到目前。而固定资产投资增速是从 2008 年 9 月份开始下降的。显然这轮下降不能解释 GDP 增速的下降，而要追溯到更早一些的 07 年第四季度出现的一次下降。联合资信注意到，从 06 年以来，由于投资过热，央行开始提高存贷款利率和金融机构存款准备金率，到 2007 年以后，加上 CPI 也出现上涨，更加强执行从紧的货币政策，连续上调存贷款利率和存款准备金率。这种从紧的货币政策对投资产生了明显的抑制作用，使投资增长速度减缓。因此，联合资信认为起初 GDP 增速的下降，可能是紧缩的货币政策的结果。

联合资信还注意到，中国房地产投资增速下降从 2008 年第 1 季度就已开始，持续下降至今，降低了 10 多个百分点（见图 3）。由于房地产投资在固定资产投资中占比较大，且其产业关联度强，有鉴于此，联合资信认为 GDP 增速的下降受房地产投资增速降低的影响更大一些。

房地产投资增速降低在固定资产投资增速上的反应不太明显，原因可能是年初南方的冰雪灾害及 5 月汶川地震灾害的灾后筹建、以及部分奥运工程建设的投资增速，抵消了房地产投资增速的下降。所以在 2008 年前 3 季度，尽管房地产投资增速快速下降，但城镇固定资产投资增速在总体上仍保持了上升趋势。



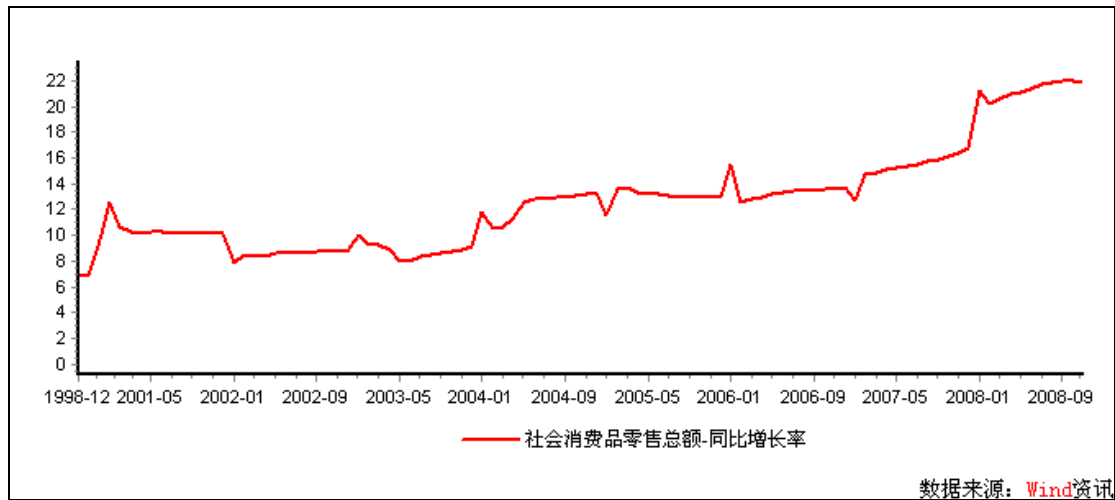
**消费** 近几年来，消费拉动经济增长的作用比较平稳。从下图可见，从 1998 年以来，

社会消费品零售总额增长幅度呈稳定上升之势，而且从 2007 年初开始增速加快。今年以来，中国

消费连续 9 个月保持 20% 以上增速（图 4）。国家统计局日前发布的数据显示,2008 年 11 月份,全国社会消费品零售总额扣除价格影响实际增长 17.6%,比上年同月和上月分别加快 5.5

和 1 个百分点。政府扩大消费的政策措施效应也开始在统计数据中显现。例如,在“家电下乡”优惠政策的推动下,11 月份,全国家用电器和音像器材类商品销售增速加快了 6.7 个百分点。

图 4：1998—2008.11 社会消费品零售总额增长率（%）



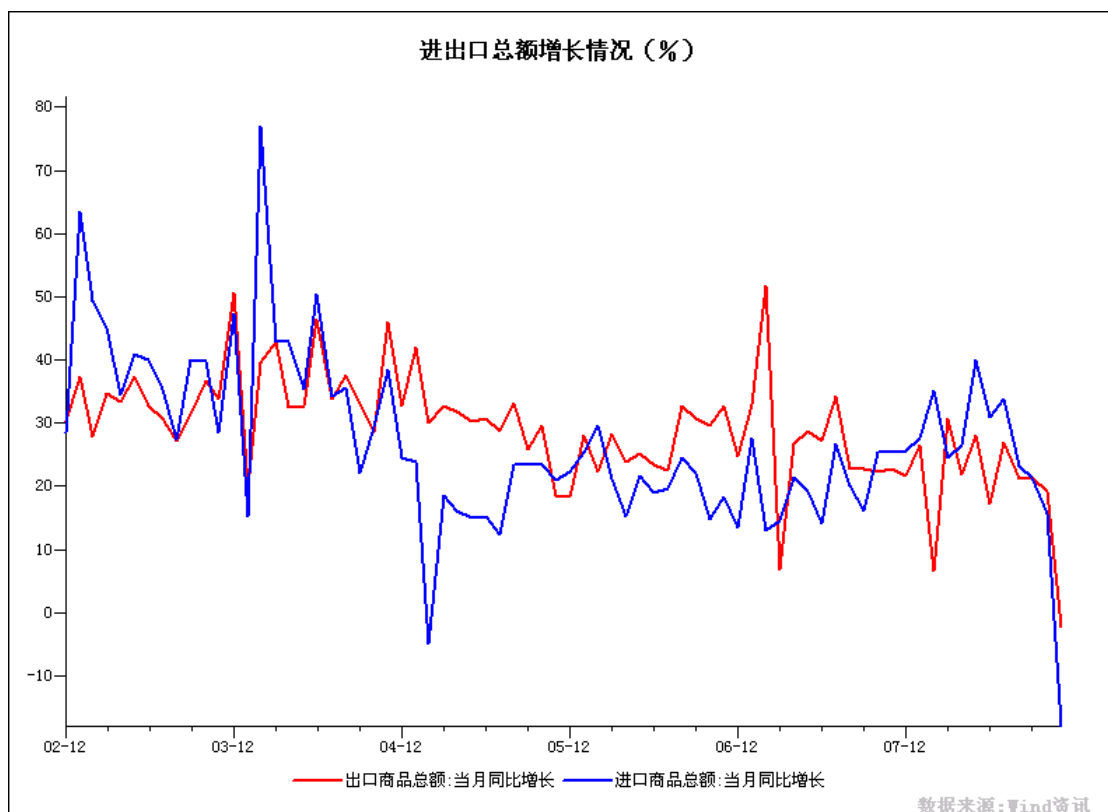
**进出口** 在国际收支平衡方面，2008 年前半年贸易顺差增长经过了一次先升后降的波动，然后从 6 月份开始持续上升。据海关初步统计，2008 年 1-11 月全国进出口总值为 23783.7 亿美元，同比增长 20.9%，其中：出口 13171.6 亿美元，增长 19.3%；进口 10612.1 亿美元，增长 22.8%。11 月当

月，全国进出口总值为 1898.9 亿美元，同比下降 9%，其中：出口 1149.9 亿美元，下降 2.2%；进口 749 亿美元，下降 17.9%，进出口增长环比出现负数，进出口顺差增幅大大降低，只有 6.8%（表 1），这是长期以来没有出现过的（图 5）。

表 1：全国 11 月进出口简要情况表（单位：亿美元）

项 目	11 月当月		1—11 月累计	
	绝对值	同比%	绝对值	同比%
进出口总值	1,898.9	-9.0	23,783.7	20.9
出口总值	1,149.9	-2.2	13,171.6	19.3
进口总值	749.0	-17.9	10,612.1	22.8
进出口差额	400.9	52.3	2,559.5	6.8

图 5：进出口增长速度变化情况（2007.3—202008.11）



净出口增速的降低，一方面是人民币升值的结果，同时也受到美国金融危机引起的全球需求的下降。人民币从 2005 年底开始升值，到目前已经从当初的 8 元多升到了 6 元多。但联合资信看到，出口总额仍是总体的升势。07 年第四季度下降较大，可能是受到美国次贷危机的影响。进入 2008 年，随着次贷影响的淡化，又开始快速增长。但到 7 月份以后，随着美国全面金融经济危机的爆发和迅速扩散，中国出口开始受到全面深刻影响。尤其是东南沿海的出口加工型产业受影响最大，出现了大量停产倒闭企业。

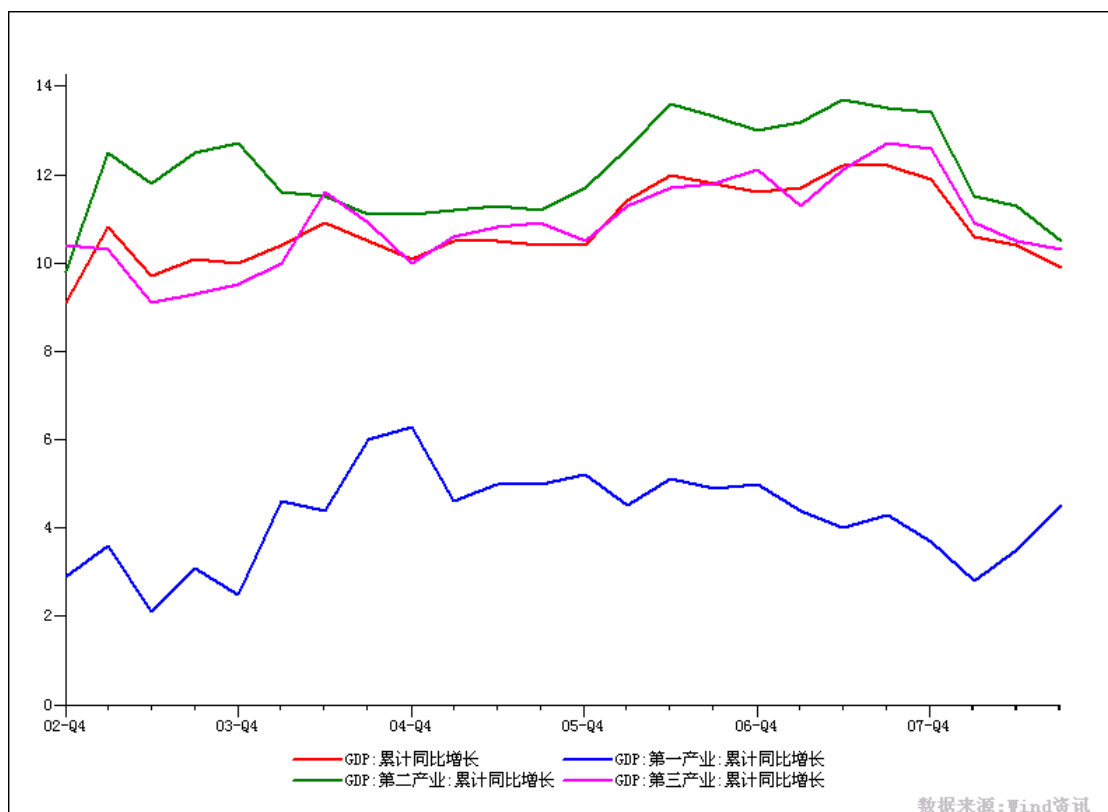
### ● 三大产业增长情况

从构成 GDP 的三次产业增加值增速变化的角度来看，引起 GDP 增速下降的主要是第二产业和第三产业增速的回落。第一产

业增速虽然是上升的，但其上升不足以抵消二、三产业增速下降对 GDP 增速下降的拉动（见图 6）。

进一步分析，在 PPI 高速增长的情况下，实际的工业增加值的增长下滑要比图 5 所显示的更为剧烈；而在食品价格快速上涨的背景下，实际的农业增加值的增长速度也要慢于图 5 中所显示的速度。第二、三产业增速的同步下滑，直接拉动 GDP 增速下滑。在第二产业中，制造业和建筑业，以及重工业和轻工业的不同表现看，只有轻工业增速下滑相对不大，而重工业和建筑业的增速均明显放缓。

图 6：三大产业增长情况（%）



### ● 三大区域的增长情况

中国地区经济发展不平衡，东中西三大区域间 GDP 增速差距较大。从表 2 可以看出，2008 年 1-3 季度，东部各省市的地区生产总值增长均出现下滑；中部省市的大部分没有降低，而有程度不同的提高，如湖南、

湖北、安徽、江西等；西部省市中陕西、重庆等的增速没有下滑，其他的下滑幅度也很小。由此可以看出，全国 GDP 增速下滑主要由东部省市的下滑所致，原因在于东部省市的经济规模占全国的比重较大，而且经济的对外依赖度也较大。

表 2： 2008 年前一、二、三季度各省市 GDP 增长速度（%）

省市	第一季度	第二季度	第三季度	省市	第一季度	第二季度	第三季度
全国	10.6	10.4	9.9				
东部							
广东	10.5	10.7	10.4	上海	11.5	10.3	10.1
山东	14.1	13.8	13.1	北京	11.3	11.0	9.1



江苏	13.7	13.6	13.1	福建	13.4	13.8	13.6
浙江	11.8	11.4	10.6	天津	16.0	16.3	16.4
辽宁	13.4	14.0	13.8	河北	11.6	11.8	10.4
海南	10.2		10.3				
中部							
湖北	13.5	13.9	14.2	江西	11.6	13.3	13.0
湖南	9.0	11.8	12.6	吉林	16.5	16.5	16.0
安徽	13.5	14.2	13.4	黑龙江	11.4	11.8	12.2
河南	13.6	13.7	13.5	山西	12.5	12.6	11.6
西部							
四川	14.5	9.1	9.5	贵州			
广西	11.3	13.0	13.1	宁夏	12.0	12.3	12.4
陕西	16.0	16.2	16.1	青海	13.6	13.6	13.2
重庆	13.9	15.2	15.3	西藏	10.4		9.0
云南	9.6	11.1	11.0	甘肃	10.3	10.1	10.2
新疆	11.3	11.0	11.1	内蒙古	18.3	18.0	18.7

资料来源：各省市区统计局网站

总之，从 2007 年年底开始，受投资增速放缓和进出口增速下降的影响，中国宏观经济开始出现明显的减速。虽然消费一直处于稳定增长中，但其增长不能补偿投资和进出口增速的下降，总体表现是 GDP 增速放缓。三大产业中第二产业增速降幅最大，三大区域中东部增长降幅最大，进一步说明出口需求大幅下降是导致 GDP 增幅降低的主要原因。

2008 以来，为适应整体经济走势的变化，

中国宏观经济政策相应进行了调整。由第一季度“防过热”，到第二季度的“双防”政策，至第三季度的“一防一保”政策，进而在第四季度调整为“双保”政策。宏观经济政策的频繁调整，反映了宏观经济的大幅波动。正是在这样的宏观背景下，国务院出台“进一步扩大内需，促进经济增长的十条措施”，其中包括“四万亿元”投资计划和 2008 年四季度增加中央投资 1000 亿元的决定。



## 二、“四万亿”投资计划解析

### 1、“四万亿”计划的基本内容

2008年11月5日，温家宝总理主持召开国务院常务会议，确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施。会议指出，经初步匡算，实施这十项措施所涉及的工程建设，到2010年底约需投资4万亿元。为加快建设进度，会议决定，今年四季度先增加安排中央投资1000亿元，明年灾后重建基金提前安排200亿元，带动地方和社会投资，总规模达到4000亿元。从这里可以看出，这四万亿投资，仅仅是未来两年全社会投资的一部分，而且本身就包括了部分社会投资。

从投资内容看，4万亿元投资集中安排于保障性安居工程，农村民生和农村基础设施，

铁路、公路和机场等重大基础设施，医疗卫生、文化教育事业，生态环境工程，自主创新和结构调整等六个方面和灾后重建。概括地讲，主要是投资于基础设施和公共事业领域。

### 2、“四万亿”投资计划的资金分配

公开信息显示，“四万亿”计划和2008年第四季度新增1000亿的投向及额度分配（见表3、表4），在总体上作了粗略的划分，在具体的项目类别和不同地区的资金安排尚不明确。例如从大口径明确保障性安居工程共安排资金2800亿，但其中用于限价房、廉租房以及经济适用房建设的比例，尚未明确。铁路、公路、机场、城乡电网建设共安排18000亿，具体各板块的划分，尚需进一步确认。

表3：“四万亿”投资方向及额度分配+

投资领域	投资额(亿元)	占比(%)
保障性安居工程	2800	7
农村民生工程和农村基础设施	3700	9
铁路、公路、机场、城乡电网	18000	45
医疗卫生、文化教育事业	400	1
生态环境方面的投资	3500	8.75
自主创新结构调整	1600	4
灾后的恢复重建、重灾区	10000	25

资料来源：国家发改委网站

从表3可见，“四万亿”计划中铁路、公路、机场、城乡电网建设占到了45%，是最重要的投资领域。其次是地震灾后重建，占到了

25%。生态环境建设和三农领域的投资各占9%。由表4可见，2008年新增的1000亿元中央投资，主要投向农村和铁路等大型基础设施，显

示出关注三农问题和尽快启动内需的政府偏好。

表 4：2008 年第四季度新增 1000 亿中央投资分配表

投资领域	投资额（亿）	占比（%）
保障性安居工程	100	10
农村民生工程和农村基础设施	340	34
铁路、公路、机场、城乡电网等重大基础设施建设	250	25
医疗卫生、文化教育事业	130	13
生态环境这方面的投资	120	12
自主创新结构调整	60	6

### 3、“四万亿”计划的资金来源

公开信息显示，“四万亿”总额中，中央拟安排 1.18 万亿元左右，其余的近 3 万亿需要地方和社会投资。基本上是中央投资以接近 1：4 的杠杆比例带动全社会四万亿的投资总额。新增的 1000 亿元中央投资，也是希望发挥接近 1：4 的杠杆效应，带动起全社会总额为 4000 亿元的新增投资。

中国全社会固定资产投资的资金来源，一般包括国家预算内资金、银行信贷资金、利用外资、企业自筹资金四个方面。统计数据显示，中国历年固定资产投资的资金来源中，自筹和其他资金占比为 70—80%。本次“四万亿”计划主要是基础设施和公共事业方面的投资，其中基础设施和民生工程方面项目可能是非经营性的公共产品，所以主要是依靠或完全由政府投资。其余如铁路、公路等公用事业，大都为自然垄断行业，将可能主要依靠国有企业的自有自筹资金，其中信贷资金可能占到较大比例。这次刺激计划中明确了投资总额和中央政府投资额，地方政府投资、企业自筹资金等有

待进一步明确。

### 4、“四万亿”计划的投资额能否完成

“四万亿”只是一个概数，但其中中央政府投资 1.18 万亿是明确的。联合资信认为，由于近年来中央政府财政收入持续增长，中央政府财力充足，而且中央政府可以发行国债筹集资金，所以中央政府的 1.18 万亿投资额度是有保证的。联合资信认为，中央政府出台“四万亿”计划并明确投资 1.18 万亿，兼具经济刺激和社会动员两个功用。1 万多亿投资项目本身会对上下游产业产生刺激和拉动作用，这是毫无疑问的。而对于其社会动员功能，在中国现行的政治经济体制下，更不可低估。综合分析，联合资信认为四万亿的投资额能够完成。

### 5、“四万亿”计划与地方投资计划

中央四万亿计划宣布后，各地方和部门都公布了大规模的投资计划。比如，在中央计划公布的第二天，铁道部公开表示，2009 年和 2010 年，国家将每年批准新建铁路里程 1 万公里左右、投资规模超过 2 万亿元。交通部、水利部、国家电网等也相继公布了巨额投资计划。地方方面，截

至 12 月底，各省级地方政府公布的投资计划达到 20 多万亿，比如云南称计划在 5 年中投资 3 万亿。

关于地方的巨额投资计划，按照国家发改委的解释，是有关地方根据新增中央投资安排的方向并结合本地实际，提出的今后一段时期本地区建设项目投资规模。从投资内容看，4 万亿元投资集中安排于公共设施和公用事业，地方提出的投资数据涉及的范围要宽一些，有的包括了电厂、煤矿、工业项目，有的包括了商品房、经济适用房等，有的还包括了地铁、公交枢纽等城市基础设施。从实施时限看，4 万亿元投资是指 2010 年底前的投资需求。一些省份提出的时限不尽相同，有的是今后两年，有的是三年，有的是未来五年。总之，“两者在口径上是不一样的，但会有重叠的部分”。中央各部委宣布的投资计划，与各地方计划的含义大致相同。比如四万亿计划中对铁路、公路、机场、城乡电网建设的投资一共只有 1.8 万亿，而铁道部一家的投资计划就是 2 万亿。

地方尤其是中西部省区的巨额投资计划，体现出地方投资冲动的强烈性和中西部地区基础设施的匮乏性。中国城市化、城市工业化处于快速发展阶段，需要大量的资金需求。而在宏观经济增速放缓的背景下，各地政府公布的投资计划中大多数资金投向城市基础设施、公用事业以及民生工程等。目前中央和地方政府存在财权和事权的不对称，中央层层上收财权，地方政府只能通过预算外收入、土地出让金及中央转移支付弥补财政赤字。而地方政府掌握着对地区土地、税收等资源的配置权，这些都是适宜的担保及抵押物。联合资信认为，在目前中国基础设施建设的投融资体制下，地方政府通过城投公司等城市建设的投融资平

台，以市场化形式进行资本运作，有利于丰富债券市场投资品种，筹集城市化所需资金，并提高地方政府的财政透明度。

但同时值得注意的是，2009 年地方财政收入面临下滑的压力。地方财政收入以营业税和增值税为主，而这些流转税税基的增长依赖于 GDP 增长，营业税的增长得益于房地产及建筑行业的繁荣。其他收入主要是土地出让金收入，也依赖于房地产行业的景气周期。2009 年宏观经济增速下滑和房地产行业的景气下降可能使地方政府面临财政收入下滑的压力，对各类城投企业的支撑力度减弱，进而影响到城投企业的信用状况。

联合资信还注意到，由于中央政府投资计划与地方政府投资计划的侧重点不尽相同，中央投资计划往往要求地方政府提供配套资金，而地方政府自身财力及融资规模有限，所以“四万亿”投资计划可能对地方政府亟需投资的基础设施尤其是城市基础设施及公用事业投资产生“挤出”效应，或者增加其城投类公司的融资压力。

## 6、“四万亿”计划刺激下 2008-2009 两年固定资产投资预测

对于宏观经济总体增长来说，仅仅关注“四万亿”是远远不够的。更为重要的是，在“四万亿”投资计划的刺激带动下，2008 年、2009 年全年固定资产投资额能达到多少，相应对 GDP 增长起到的作用有多大。

### ● 2008 年总投资额预测

据国家统计局的数字，2008 年 1—9 月，中国固定资产累计完成投资 11.62 万亿，累计同比增长 27%。2003 年至 2007 年五年中，第四季度全社会固定资产投资完成额平均占全年总额的 35%，按此推算，2008 年全年全社会固定资产投资将完成 17.8 万亿元以上。再考虑今

年自然灾害引起的新的投资，以及第四季度中央新增投资可能带动的 4000 亿元左右投资，并考虑市场需求等因素对投资的制约，估计 2008 年全年投资总额有望达到 18 万亿元以上，比 2007 年的 13.7 万亿增长 35% 以上。从实际情况看，中国从 06 年即实行从紧的宏观之策，严格控制固定资产投资。2008 年前 8 个月虽然仍实行从紧的货币政策和财政政策，控制固定资产投资，但由于受到年初南方的雪冻灾害和 5 月份的汶川大地震以及奥运场馆建设等新的需求，固定资产投资实际上有所增加。第四季度又新增 4000 亿投资以及信贷政策的放松，在 2007 年由于控制而基数较低的情况下，2008 年比 2007 年应有较大的增幅。

#### ● 2009 年总投资额预测

2009 年，国家经济的基调为“保增长、扩内需、调结构”，实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策，税收和利率水平将进一步降低，从而降低固定资产投资成本，刺激固定资产投资增长。而从投资来源上讲，不但有中央政府的“四万亿”投资刺激计划，还有地方政府的总额超过“20 万亿”的投资

计划。根据统计资料，在固定资产投资的构成中，设备工器具 2008 年投资预计达到 3 万亿左右，比上年增长 30% 左右。2009 受到税收利率等降低的刺激，再加上需求不振情况下市场竞争更加激烈产生的外在压力，企业在设备工器具方面的投资必将高于 2008 年，预计增长 35%，总投资额有望达到 4 万亿元；建筑安装工程 2008 年预计为 10 万亿左右，较 07 年增长 26% 左右。其中房地产投资方面，尽管商品房由于受到需求的约束和存量较大，2009 年增长预计将进一步放缓，但“四万亿”计划中保障性住房的大规模建设有望弥补这一不足。同时铁路、公路、电网等本身属于“四万亿”投资计划建设刺激的重点，而且这些方面本身由于对经济发展的瓶颈制约作用而得到国家各方面的支持。综合考虑，2009 年这一领域的投资增幅可能为 50% 以上左右，则全年投资大约 15 万亿以上。固定资产投资的其他费用 2008 年为 3 万亿左右，增长 32%。考虑 2009 的经济环境，这一快增长率为可能与 2008 年持平，为 30% 左右，则总额可达 4 万亿左右。加总以上，预计 2009 年全年固定资产投资总额 23 万亿以上，增幅为 28% 左右。

表 5：2008、2009 年全社会固定资产投资额预测

年度	全社会固定资产投资总额（万亿元）	同比增长（%）
2007	13.7	24.84
2008	18	31.38
2009E	23	27.78

### 三、相关配套政策

四万亿其实是扩张性财政政策的一部分。财政政策还包括增值税转型改革（据测算可以减轻企业负担 1200 多亿元，同时激励企业更换机器设备、进行技术改造）、结构性减税等。此外配套的金融政策，有存贷款利率降低、存款准备金率降低、增加信贷额度、支持债券发行等。外贸方面，主要是提高出口产品退税率等，扩大出口退税商品范围等。此外消费政策则主要着力于提供居民收入、增加低收入者补贴方面（表 6）。这一系列经济刺激政策，不仅

会对总体经济提振起到积极作用，对“四万亿”投资计划作用的发挥，也将产生重要影响。

实际上，在经济下滑的背景下，积极的财政政策一方面依靠增加政府投资及其杠杆效益带动社会投资，从而达到投资拉动经济增长的作用，另一方面还通过企业及居民税收及财政补贴等方式提高消费水平，所以财政政策是此阶段的主要政策工具。但同时货币金融产业等配套政策也必不可少，因为全社会的投资和消费，还需要这些政策的支撑。

表 6：扩内需、保增长政策列表

政策	发布部门	发布时间	政策内容
投资政策	国务院	11 月 10 日	保增长、扩内需十大措施和 4 万亿元投资计划
	发改委	12 月 1 日	第四季度新增中央 1000 投资
消费政策	国务院	11 月	2009 年 1 月 1 日提高企业退休人员基本养老金 10% 左右。
	发改委	11 月 20 日	增加居民收入、提高低收入者补贴、改变消费者收入现状和收入预期，建立低收入阶层补贴的畅销机制。
外贸政策	国务院	10 月 21 日	2008 年 11 月 1 日起，提高纺织品、服装、玩具的出口退税率。
	发改委	11 月	提高 3770 项商品的出口退税率。
社保政策	人社部	11 月 17 日	暂缓调整企业最低工资标准，优先发展劳动密集型行业和企业。
	人社部	11 月 17 日	调整企业保险金标准和工伤保险待遇，将已在用工地稳定就业半年以上的失去工作的农民工纳入失业登记。
	人社部	11 月 20 日	稳定、增加就业的十项措施。
产业政策	国务院	11 月 26 日	支持重点产业发展；加快企业技术改造、兼并重组，加大重要物质、资源的国家收储和商业收储。
	中央政治局	11 月 28 日	大力发展现代农业；加快发展高新技术产业和现代装备制造业；支持中小企业发展；培育壮大服务业；推进节能减排重点工程建设。
金融政策	发改委	11 月 20 日	加大基础设施投资力度，出台有利于服务业发展的税收减免、信贷优惠等政策。
	人民银	10 月	2008 年 11 月 27 日起，下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.2008



行	至	个百分点，其他期限档次存贷款基准利率做相应调整。
	12 月	2008 年 12 月 5 日起，下调大型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点，继续对地震灾区和农村金融机构执行优惠的存款准备金率
国务院	11 月 3 日	金融国九条
国务院	12 月 8 日	当前金融促进经济发展的若干意见（金融 30 条）

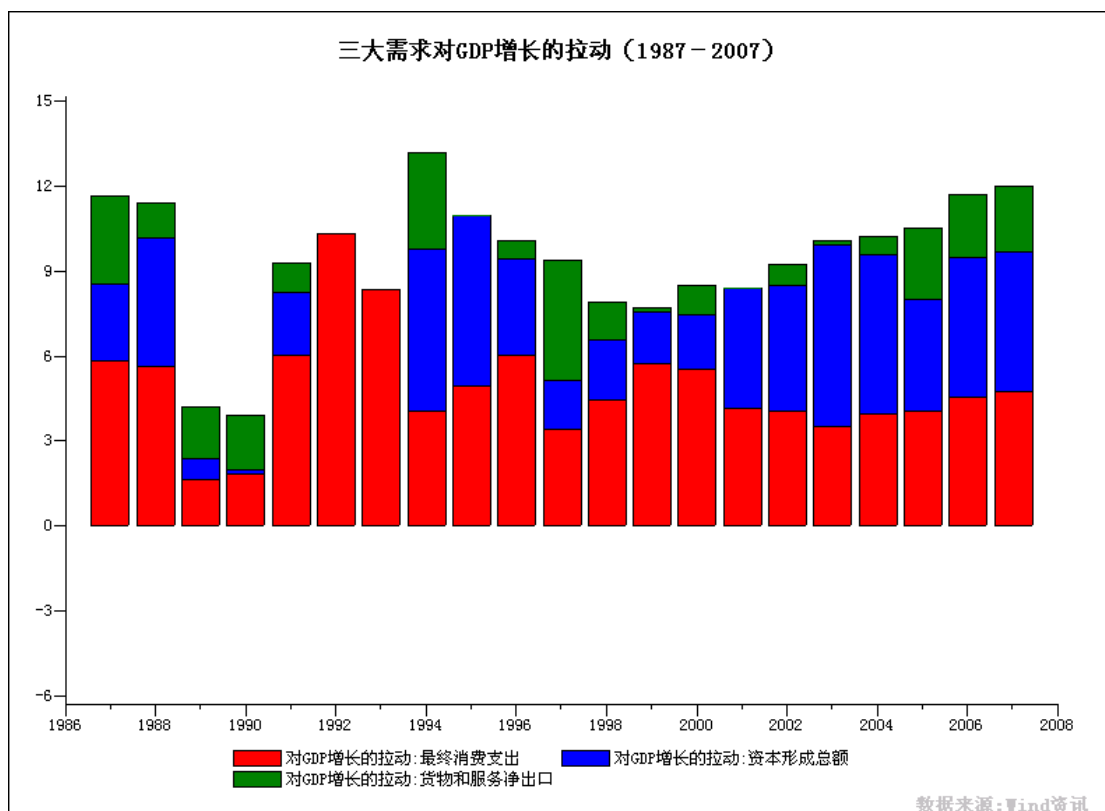
## 四、“四万亿”计划的经济刺激效应简析

### （一）总量拉动效应

面对严峻的经济形势，政府迅速出台刺激措施并推出“四万亿”投资计划，在此计划及相关政策措施的刺激推动下，今明两年的固定资产投资总额可能保持较高的增长

率。但是，投资只是拉动 GDP 增长的“三驾马车”之一。根据统计资料，2001—2007 年中国 GDP 的增长中，投资拉动大概是 4—6 个百分点左右，消费拉动 4 个百分点左右，进出口拉动 2 个百分点左右（见图 7）。所以，即使今明两年投资会出现联合资信所预期的较高的增长率，但总体 GDP 的增长还需要做具体分析。

图 7：三大需求对 GDP 的拉动作用（%）



首先分析一下 2008 年的增长率。根据联合资信对投资增长的预测,2008 年投资增长将仍然较高,尤其是汶川地震灾后重建和第四季度新增投资,对全年投资增长带动作用明显。但同时联合资信看到,进出口方面,11 月份已经出现负增长,美欧等重要出口市场仍然疲软,12 月出口增长率提高的可能性较小;消费方面,虽然 11 月份社会消费品零售总额同比增长 20.8%,连续 9 个月增速保持在 20% 以上,但 11 月份比 10 月份增速回落 1.2 个百分点,下滑势头已经显现。可以预见,投资单方面的高增速将被消费和进出口的下降所抵消,所以 4 季度 GDP 增速将进一步下滑。07 年投资、消费、进出口对 GDP 的拉动分别为 4.9%、4.7% 和 2.3%。根据以上分析,预计 2008 年投资拉动 GDP 可达 5% 以上,但消费和进出口的拉动可能降到 4% 及 1% 左右,但 2008 年全年 GDP 整体增速应能够继续保持在 9% 以上。

2009 年 GDP 增长预测。假定,2009 年总投资在“四万亿”计划和地方巨额投资计划的刺激下能够保持较高增长,但消费和出口的增长并不乐观。消费方面,居民及个人的有效需求没有改观,政府消费具有有限性,农村被视为扩大内需最具潜力的地区,但以三农问题目前的状况,尤其是大量农民工返乡的情况下,农村的消费难以启动。外贸进出口方面,尽管中国采取了提高出口退税率等刺激政策,但美国、欧洲、日本等市场的萎缩短期内难有改观,中国出口仍可能维持负增长的趋势,对 2009 年的 GDP 增长,联合资信持谨慎乐观态度:2009 年投资可能拉动 GDP4.5% 左右,消费可能拉动 3% 左右,进出口可能拉动 0.5% 左右,全年 GDP 增速在 8% 以上。

## (二)对行业经济的影响

“四万亿”主要投资于民生工程和基础设施建设,直接配置于第一、三产业,而第二产业则是间接受益。从“四万亿”资金的具体分配看,大部分集中在铁路、公路、机场、电网等重大基础设施建设方面,对经济的刺激,则主要通过这些建设项目的原材料需求而向钢铁、工程机械、水泥及其他建筑材料行业扩展,进而推动相关行业的增长,而对其他相关行业的刺激作用则需要一个相对较长的扩散过程。具体来讲,这次“四万亿”计划对各行业刺激作用主要表现在以下各方面:

1、保障性安居工程,计划投资 2800 亿元。这里涉及的主要是廉租住房建设、棚户区改造、游牧民定居工程、扩大农村危房改造试点等建设项目,可以视作政策性房地产开发建设项目。政策性房地产建设的力度加大对商业性的房地产行业的负面影响是明显的,因为这会影响对商品房的需求。另一方面,这些房屋的建造会对钢铁、水泥等建材行业以及建筑行业产生拉动作用,并进一步带动对家电、家具等的消费需求。

2、农村民生工程及基础设施建设,计划投资 3700 亿元。项目涉及农村医疗卫生设施建设、农村沼气建设、饮水安全工程建设、农村公路建设、农村电网改造、农田和水利工程建设、扶贫开发等,这些项目建设主要是房屋建筑及工程建设等,将增加对钢铁、水泥、玻璃等建材,以及电器设备、管线产品等的需求,促进相关行业的增长。

3、加快铁路、公路、机场和电网等重大基础设施建设,总投资 1.8 万亿元。计划重点建设一批客运专线、煤运通道项目和西部干线铁路,完善高速公路网,安排中西部干线机场和支线机场建设,加快城市电网改造。相关投资将对工程



机械、钢铁、建材、电力设备、工程建设、装备制造等行业产生较大拉动作用。

4、医疗卫生、文化教育事业建设，投资400亿元。主要项目涉及基层医疗卫生服务体系建设，中西部农村初中校舍改造，推进中西部地区特殊教育学校和乡镇综合文化站建设，将对医疗设备、建材、建筑等行业产生积极影响。

5、生态环境建设，总投资3500亿元，投资力度空前。投资项目主要包括城镇污水、垃圾处理设施建设和重点流域水污染防治，重点防护林和天然林资源保护工程建设，重点节能减排工程建设，将主要对环保设备和工程建设、林业、节能减排设备和工艺技术等行业有积极影响。

6、自主创新和结构调整，总投资1600亿元，主要用于支持高技术产业化建设和产业技术进步，支持服务业发展。这项投资主要对高新技术产业、先进装备研发制造和现代生产性服务业产生较大拉动作用。

7、是加快地震灾区灾后重建各项工作，总投资计划10000亿元，主要投向基础设施建设、公用事业建设、房地产开发等等，将对钢铁、建材等行业产生巨大拉动作用。

8、增加农民收入，提高低收入群体等社保对象待遇水平。主要是提高明年粮食最低收购价格，提高农资综合直补、良种补贴、农机具补贴等标准；增加城市和农村低保补助，继续提高企业退休人员基本养老金水平和优抚对象生活补助标准。这一块四万亿计划中没有明确资金分配，但应该是今后财政支持的重要方面，将会对消费品行业产生积极影响。

综合以上，可以看出“四万亿”投资将主要惠及钢铁、建材、工程机械、电力设备、建

筑工程、医疗设备、医药、消费品、能源、运输等行业。从基本面来看，这些行业受到内外需萎缩的影响，经营环境不同程度趋于恶化，当前均处于原材料和产成品库存较大、盈利空间遭受挤压、现金流紧张，经营风险增大的状态。这直接导致了相关企业偿债压力加大，信用风险提高。联合资信认为，在四万亿计划的刺激下，相关行业下游需求增加，为未来收入和利润水平的提高奠定基础，其盈利状况尚需在消化库存和价格回升的过程中逐步改善，从而有效缓冲相关企业的信用风险。

### （三）对各区域经济的影响

中国GDP增长存在区域不平衡问题。但区域不平衡发展是发展中国家常见的发展战略。为了保持总体的增长速度，国家在区域项目选择及资金安排方面会有所不同。由于各地发展水平和基础条件不同，投资所产生的GDP增长效应会有大有小，相应地，国家会更多地投资于产生GDP增长效应较大的地区。从理论上讲，越是发达成熟的地区，单位投资所产生的GDP会越少。从这个角度，“四万亿”计划应该更多地投向中西部地区。

另一方面，作为结构调整的重要内容，国家可能会对各区域协调发展给予重视，并在项目选择的某些方面给中西部一定的倾斜。联合资信注意到，在2008年第四季度中央新增的1000亿元投资中，在安排项目时向中西部地区有所倾斜，照顾到了中西部地区利益。例如，铁路建设西部地区安排项目11个，安排投资68亿元，占铁路总投资的45%；国家高速公路建设安排中部地区14亿元、西部地区28亿元，占高速公路总投资的84%；农村公路建设安排中部地区20亿元、西部地区24亿元，占农村公路总投资的88%。社会事业方面的投资也充分向中西部地区倾斜，

用于中西部地区的投资总计 111 亿元，占到投资总额的 85.4%。

综合分析，联合资信认为，对东部地区而言，调整的重点将是产业升级和转移，即进入以存量调整为主的内涵型增长阶段；而中西部地区则是基础设施的改善和资源型特色产业的改造和产能扩张，依然处于以增量调整为主的外延型增长阶段。