

广义财政扩张对货币宽松的诉求更高

引言：今年政府工作报告提出的狭义财政扩张力度低于预期，但广义财政明显扩张。狭义财政与广义财政扩张对货币宽松的诉求不同，我们判断货币政策将更加宽松，特别是“量”的宽松更加明显，资本市场的流动性充裕，人民币资产吸引力将明显提升。

一、财政政策的扩张分为两种不同类型，狭义财政和广义财政的扩张，二者对货币政策的诉求不一样

- 财政政策的扩张分为两种不同类型，一类是狭义财政扩张，指一般公共预算的扩张；另一类是广义财政，包括地方政策专项债、抗疫特别国债、政府支持机构债券（铁道债）、PSL（抵押补充贷款）和政策性金融债。
- 狭义财政，即一般公共预算的支出用于保障和改善民生、促进经济社会发展、维护国家安全以及国家机构运转等。属于政府部门向私人部门的免费支出，不需要相关支出有一定的回报，主要考虑资金使用的公平与效率。
- 广义财政支出属于资本项目支出，通常要求项目具有一定的收益，即投资项目具有一定现金流，而且投资项目需要银行信贷予以配合支持。广义财政扩张需要货币和信贷政策更加宽松。

二、财政扩张时期，货币均是宽松的，但是否带来信用扩张具有不确定性

- 公共部门（财政）的扩张均是在私人部门需求下滑时期，即在经济大幅走弱后，面对私人部门需求的下滑，通过公共部门（财政）的扩张来弥补总需求的走弱。与此同时，货币政策也是宽松的，通过降准、降息来提振私人部门需求，也在一定程度上支持公共部门的扩张。
- 2014年以来，多种政策工具的出现（PSL、地方政府专项债），广义财政扩张的力度是明显大于狭义财政的，且在财政扩张时期，货币政策均是宽松的，但是否会带来信用扩张存在不确定性，这与实体经济的信贷需求强弱有关。

三、今年狭义财政扩张有限，广义财政将大幅扩张，货币量的宽松也将更明显

- 今年政府工作报告将预算赤字率提高至3.6%以上，相对去年提高0.8个百分点以上，狭义财政扩张力度低于我们的预期。一般预算项目下，财政政策积极力度相对有限。从狭义赤字来看，中央政府加杠杆率力度确实低于预期。
- 狭义财政扩张相对有限的情况下，广义财政将明显扩张。综合考虑地方政府专项债、抗疫特别国债、铁道债、PSL和政策性金融债，我们预计今年广义赤字率将大幅提升至12.8%（2019年为8.5%），广义财政将明显扩张。
- 广义财政降明显扩张的背景下，货币政策或将更加宽松，特别是“量”的宽松将是重要的关注点。预计今年全年社融为32万亿元（去年为25.6万亿元），全年社融存量增速12.7%，相对去年明显提升。

四、考虑当前政策、经济背景与国际环境，人民币资产吸引力上升

- 由于广义财政、货币量的扩张将非常明显，我国经济增速将逐季改善，相对于其他国家，经济改善的迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。
- 在全球央行大幅宽松的情况下，预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，人民币资产吸引力提升。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

引言

今年政府工作报告提出的狭义财政扩张力度低于预期，但广义财政明显扩张。狭义财政与广义财政扩张对货币宽松的诉求不同，我们判断货币政策将更加宽松，特别是“量”的宽松更加明显，资本市场的流动性充裕，人民币资产吸引力将明显提升。

一、财政政策的扩张分为两种不同类型，狭义财政和广义财政的扩张，二者对货币政策的诉求不一样

财政政策的扩张分为两种不同类型，狭义财政的扩张和广义财政的扩张。一类是狭义财政扩张，指一般公共预算的扩张；另一类是广义财政，包括地方专项债、抗疫特别国债、政府支持机构债券（铁道债）、PSL（抵押补充贷款）和政策性金融债。

狭义财政，即一般公共预算的支出用于保障和改善民生、促进经济社会发展、维护国家安全以及国家机构运转等。属于政府部门向私人部门的免费支出，不需要相关支出有一定的回报，主要考虑资金使用的公平与效率。主要包括以下几个方面，一是保证科学、文化、教育、卫生、社保等民生事业发展中必须由财政提供的资金部分需要；二是满足大型公共工程设施、公益性基础设施等非营利性工程项目的支出，如邮政、能源、交通、水利、气象、环保等方面；三是保证国防以及公检法等维护国家公共安全的支出需要；四是保证国家机构如立法、行政、外交等执行社会管理职能的政府部门的资金需要。

广义财政支出属于资本项目支出，通常要求项目具有一定的收益，即投资项目具有一定现金流，而且投资项目需要银行信贷予以配合支持。广义财政扩张需要货币和信贷政策更加宽松。如地方政府专项债、政府支持机构债券（铁道债）、PSL（抵押补充贷款）和政策性金融债等。以地方政府专项债为例，2019年土储与棚改等项目占比达到65%，今年明确要求专项债不得用于土地储备、棚改等与房地产相关领域，同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项目。从今年专项债投向来看，重点集中在产业园区建设、收费公路、铁路建设、生态环保、医疗卫生、乡村振兴等基础设施建设方面。此外，2014年4月央行设立PSL工具（抵押补充贷款），其目的是为国家开发银行支持“棚户区改造”等重点项目提供长期稳定、成本适当的资金来源。2015年10月，人民银行将抵押补充贷款的对象扩大至国家开发银行、中国农业发展银行、中国进出口银行，主要用于支持三家银行发放棚改贷款、重大水利工程贷款、人民币“走出去”项目贷款等。在引导金融机构加大对小微企业、“三农”、棚户区改造、扶贫、重大水利工程、地下管廊等重点领域发挥了重要作用。

二、财政扩张时期，货币均是宽松的，但是否带来信用扩张具有不确定性

财政政策扩张时期，货币政策均是宽松的。除战争时期以外，公共部门（财政）的扩张均是在私人部门需求下滑时期，即在经济大幅走弱后，面对私人部门需求的下滑，通过公共部门（财政）的扩张来弥补总需求的走弱。与此同时，货币政策也是宽松的，通过降准、降息来提振私人部门需求，也在一定程度上支

持公共部门的扩张。

2014 年以来，多种政策工具的出现（PSL、地方政府专项债），广义财政扩张的力度是明显大于狭义财政的，且在财政扩张时期，货币政策均是宽松的，但是否会相应带来信用的扩张则存在不确定性，这与实体经济的信贷需求强弱有关。

2013-2016 年，广义赤字扩张快于狭义赤字，货币政策宽松，信用扩张相对偏弱。这一时期，预算赤字率从 2.0% 升至 2.9%，上升了 0.9 个百分点，总体上升幅度先对较小；但广义赤字率（包括地方政府专项债、铁道债、PSL 与政策性金融债）从 3.9% 上升至 7.7%，上升了 3.8 个百分点，广义赤字率大幅扩张。货币政策也是宽松的，存款准备金率从 20% 降至 17%，1 年期贷款基准利率从 6.0% 降至 4.35%，3 个月 MLF 利率从 3.5% 降至 2.75%。但信用的扩张相对偏弱，社融、M2 增速处于下降且处于低位，两者增速分别从 17.5%、13.6% 下降至 12.8% 和 11.3%，主要是因为经济下行阶段企业融资需求相对偏弱。因此，信贷增速放缓，导致社融、M2 增速下降。

2018-2019 年，广义赤字扩张快于狭义赤字，货币政策宽松，信用扩张相对偏弱。这一时期，预算赤字率从 2.6% 上升至 2.8%；但广义赤字率（包括地方政府专项债、铁道债、PSL 与政策性金融债）从 7.4% 上升至 8.5%，广义财政扩张的力度明显是强于狭义财政的。与此同时，货币政策总体宽松，存款准备金率从 17% 降至 12.5%，1 年期 MLF 利率从 3.3% 降至 2.95%。但信用扩张相对偏弱，社融、M2 增速处于下降且处于低位，社融增速从 13.4% 降至 10.7%，M2 增速从 8.6% 降至 8.2%，社融增速降幅更大，主要受到表外融资规模缩减的影响。

三、今年狭义财政扩张有限，广义财政将大幅扩张，货币量的宽松也将更明显

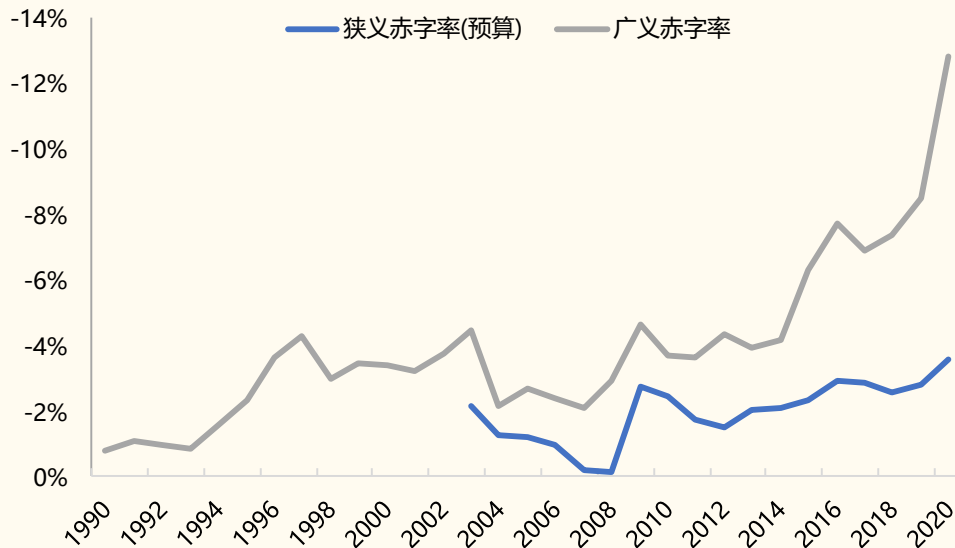
今年政府工作报告将预算赤字率提高至 3.6% 以上，相对去年提高 0.8 个百分点以上，狭义财政扩张力度低于我们的预期。一般预算项目下，财政政策积极力度相对有限。我们在 4 月 13 日专题报告《赤字率来自被动上升还是主动上调？》中对财政赤字率做了详细分析，认为在经济增长下行周期中，财政政策将发挥自动稳定器的功能，赤字率将被动上升 0.73 个百分点，这样预算赤字率会达到 3.5%；但是，如果赤字率仅仅为 3.5%，则都是源于被动上升，边际上财政政策并没有发力，财政也谈不上积极。疫情影响下，财政收入明显放缓，但与此同时，部分民生等相关财政支出相对刚性，必然会导致财政赤字的明显扩张。此次预算赤字率提高至 3.6% 以上，虽然狭义财政积极幅度有所加码，但相对低于我们预期，狭义财政积极力度相对有限。

从狭义赤字来看，中央政府加杠杆率力度确实低于预期。我国中央政府杠杆率低，存在明显加杠杆的空间，这是当前积极财政政策的特征。根据社科院数据，1Q2020 我国政府部门杠杆率为 40.5%，居民部门杠杆率为 57.7%，非金融企业部门杠杆率为 161.1%，其中政府部门杠杆最低。从政府部门杠杆构成来看，1Q2020 中央政府杠杆率为 17.2%，地方政府杠杆率为 23.3%，在我国相对较低的政府部门杠杆中，中央政府杠杆率明显低于地方政府。而且从国际比较来看，根据 BIS 数据，我国政府杠杆率在主要经济体中处于相对低位。

政府狭义财政、广义财政、准财政可以相互补充，但是不能相互替代，均需扩张。因此，在狭义财政扩张相对有限的情况下，广义财政将明显扩张。综合考

考虑地方政府专项债、抗疫特别国债、铁道债、PSL 和政策性金融债，我们预计今年广义赤字率将大幅提升至 12.8%（2019 年为 8.5%），如果考虑包含城投债的更广义赤字，相应数据会更高，可以看到，广义财政将明显扩张。

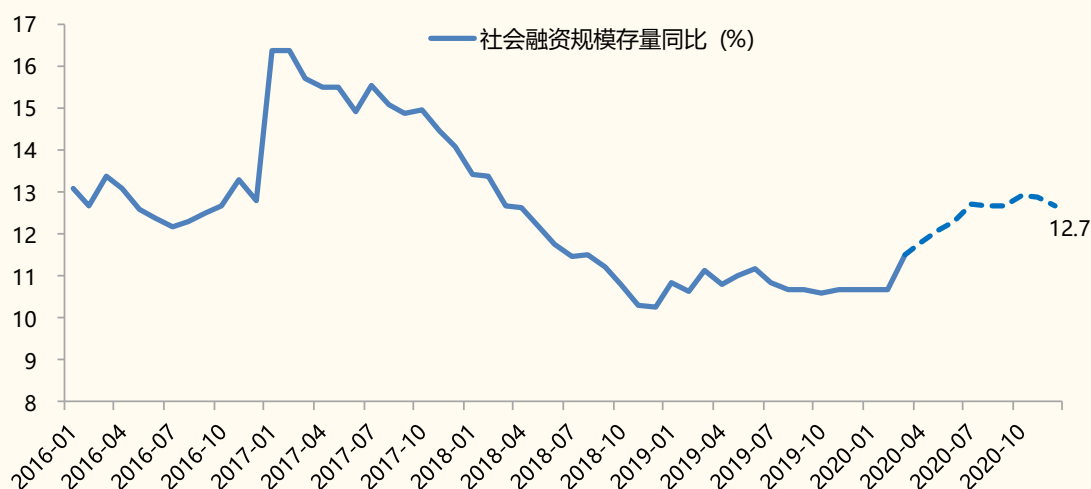
图表 1：今年狭义赤字扩张有限，广义赤字率将大幅提升至 12.8%



来源：Wind，国金证券研究所

货币政策方面，考虑到狭义财政扩张力度低于预期，广义财政将明显扩张，这样的政策组合下，货币政策将更加宽松，特别是“量”的宽松将是重要的关注点。回顾危机以来的货币政策，危机初期，我国货币政策的取向非常清晰，短期重点在于提供流动性，稳定金融体系，中期则着眼于降成本，且“量”的宽松非常明显，这也是我们 3 月 8 日专题报告《量的宽松重于价的宽松：2020 年货币政策十大判断（修订版）》中提出的观点。2020 年 2 月以来，疫情冲击下，央行大规模提供流动性并在全球央行中率先降息，货币政策持续宽松的取向非常清晰。首先，加大再贷款支持，2 月以来央行先后增加 3000 亿元专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供；新增再贷款再贴现额度 5000 亿元，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月末又增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元；其次，两次定向降准，MLF、逆回购利率均有所下调，且自 2008 年以来首次下调超额存款准备金利率（从 0.72% 下调至 0.35%），着眼于降低实体经济融资成本；最后，与此前财政、货币扩张时期不同的是，当前政策引导下货币“量”的扩张非常明显。一季度新增社融达到 10.9 万亿元（去年同期为 8.2 万亿元），4 月新增社融 3.1 万亿元（去年同期为 1.7 万亿元）。往前看，预计今年全年社融为 32 万亿元（去年为 25.6 万亿元），全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升。预计今年再降准两次，MLF、LPR 也将逐步下调，存款基准利率下调可能性相对较低，“量”的宽松仍是政策的重点。

图表 2：预计全年社融存量增速 12.7%，相对去年明显提升



来源：Wind，国金证券研究所

四、考虑当前政策、经济背景与国际环境，人民币资产吸引力上升

由于广义财政、货币量的扩张将非常明显，我国经济增速将逐季改善，相对于其他国家，经济改善的迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。疫情发生以来，我国货币政策非常宽松，财政政策也在由前期救助转向内需反补外需的经济刺激。疫情影响下我国一季度经济受到明显冲击，但经济最坏的时候已经过去。总体来看，疫情对中国经济的影响短期大于长期，2 季度后，经济会明显复苏，趋势向上。虽然 1Q 经济数据比较差，但趋势比结果重要，预计 2 季度经济增长 3%左右，下半年经济增速在 5%左右，全年实现经济增速 2%左右。与之相对的是，海外由于疫情发展阶段和政策应对相对滞后，在一季度受到冲击后，经济表现最差的时期将是在二季度。可以看到，在广义财政、货币量的扩张支持下，我国经济相对于其他国家改善迹象明显，这是支持人民币资产的重要内部因素。

在全球央行大幅宽松的情况下，预计下半年海外资金将加大向中国流动的力度，人民币汇率将温和升值，人民币资产吸引力提升。疫情发生以来，全球央行货币政策大幅宽松，主要央行资产负债表迅速扩张。美联储在迅速降息至零以后，启动一系列资产购买和贷款计划，资产负债表规模从 4.2 万亿美元扩张至 7.0 万亿美元，并且将进一步扩张；欧央行资产负债表规模从 4.7 万亿欧元扩张至 5.5

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4938

