



# 徐高：财政紧缩下的货币宽松



文/新浪财经意见领袖专栏作家 徐高

摘要：

2021 年 7 月 9 日，人民银行宣布全面下调存款准备金率 0.5 个百分点，向商业银行释放长期资金约 1 万亿元。在经济增长不弱、社融货币增速回升、通胀压力不低的背景下，货币政策突然祭出全面降准这样宽松意味较强的措施，让市场有些吃惊。

单从货币政策的逻辑来找此次降准的理由有些困难。但如果从货币政策和财政政策配合的角度来看，降准就比较容易理解了。在今年上半年财政政策明显收紧，而经济增长动能又有所减弱的背景下，决策者有必要通过更宽松的货币政策来支持实体经济增长。相比放松财政政策和限产政策，放松货币政策更加容易。

货币政策虽然灵活，但它能解决的问题也有限。不宜将这次全面降准解读为货币全面宽松的开始，而更应该把它看成国内多项宏观政策系统调整的先导。这次降准显示，决策者更加重视经济增长的下行风险，并在采取措施加以控制。

虽然降准在短期内会给债券收益率带来下行动能，但降准蕴含的稳增长意味又会抑制债券收益率的下行空间。对国内股市而言，此次降准自然也是利好。在首先推升对流动性敏感的股票之后，降准传递出的稳增长意味也会支撑周期股的行情。

上周三（7月7日），国务院召开了常务会议。会议公报中提到“适时运用降准等货币政策工具，进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，促进综合融资成本稳中有降”。两天之后的7月9日，人民银行宣布全面下调存款准备金率0.5个百分点，向商业银行释放长期资金约1万亿元。这是我国2020年5月以来的首次降准，也是2020年1月以来的首次全面降准。（图表1）

**图表1. 时隔1年多之后，人民银行在7月上旬首次全面降准0.5个百分点**



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究



无论是国常会谈到降准，还是随后央行的全面降准行动，都有些超出市场预期。当前中国经济增长不算弱。虽然近几个月国内经济复苏势头不如今年年初，但市场仍预期二季度 GDP 同比增速会在 8% 以上。另一方面，社融和广义货币的增速在今年 6 月份也有所回升：在连续三个月大幅同比少增之后，今年 6 月份的社融终于转回同比多增；而 6 月的 M2 同比增速也连续第 2 个月回升。此外，当前通胀压力仍然不轻，且未来走势存在变数。6 月国内 PPI 同比增速虽然从 5 月的高位小幅回落，但绝对水平仍然很高。在经济增长不弱、社融货币增速回升、通胀压力不低的背景下，货币政策突然祭出全面降准这样宽松意味较强的措施，让市场有些吃惊。

单从货币政策的逻辑来找此次降准的理由有些困难。但如果从货币政策和财政政策配合的角度来看，降准就比较容易理解了。在今年上半年财政政策明显收紧，而经济增长动能又有所减弱的背景下，决策者有必要通过更宽松的货币政策来支持实体经济增长。毕竟，新冠疫情仍在全球蔓延，而病毒的变异也增加了疫情走势的不确定性。

财政赤字是衡量财政政策宽松与否的重要指标。一般而言，财政赤字越大，财政政策越宽松，财政对经济增长的支持作用越强。反过来，财政赤字的收缩则意味着财政政策收紧。今年上半年，我国财政赤字明显收缩，财政对经济增长的支持作用明显减弱。2021 年 1 到 5 月，我国公共财政实现盈余约 3 千亿元，相比 2020 年前 5 月 1.26 万亿元的公共财政赤字，今年前 5 个月我国公共财政赤字少了 1.55 万亿元。（图表 2）

图表 2. 2021 年上半年，我国公共财政赤字急剧收缩



资料来源：万得，中银证券

徐高经济研究

当然，今年上半年我国社会融资规模的增量也显著低于去年。但必须要注意到，去年上半我国因应对新冠疫情的爆发，社融反常地高增长。在去年的高基数之上，今年上半年我国社融同比少增是很正常的事情。但去年上半我国财政赤字的增幅并不算太高，与 2015 年和 2018 的峰值水平相当。在去年不算太高的基数上，今年上半年我国公共财政赤字却创下了多年未见的收缩幅度，今年的财政政策可说是非常紧了。

而在公共财政之外，我国财政还有一个政府基金性收支账本，里面的大头是跟土地相关的财政收支（比如卖地收入）。政府基金性收支自然也是财政政策的一部分。今年前 5 个月，我国政府基金收支赤字比去年同期少了 0.83 万亿。如果将公共财政和政府基金两项加起来，今年前 5 月，我国财政赤字比去年同期少了 2.38 万亿元，年化后大致相当于我国 GDP 的 5.4%。如此猛烈的财政赤字收缩过去没有发生过，当然会对我国内需增长和经济增速带来明显压力。

今年上半年财政的紧缩主要来自于财政收入的快速增长，更多属于“被动紧缩”。今年前 5 个月，我国公共财政收入同比增长 24.2%，远高于同期 3.2% 的公共财政支出增速。这种局面的产生有其缘由。今年年初，财政部一方面面对着去年财政收入的下滑（2020 年全年公共财政收入同比下降 3.9%），另一方面又看到今年“两会”设定的不算太高的 GDP 增速目标（2021 年我国 GDP 增速“不低于 6%”），制定的财政支出计划自然不会太激进。这样一来，当财政收入快速增长的时候，支出增长就赶不上收入增长，财政赤字就明显收缩。

**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\\_33388](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33388)

