

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

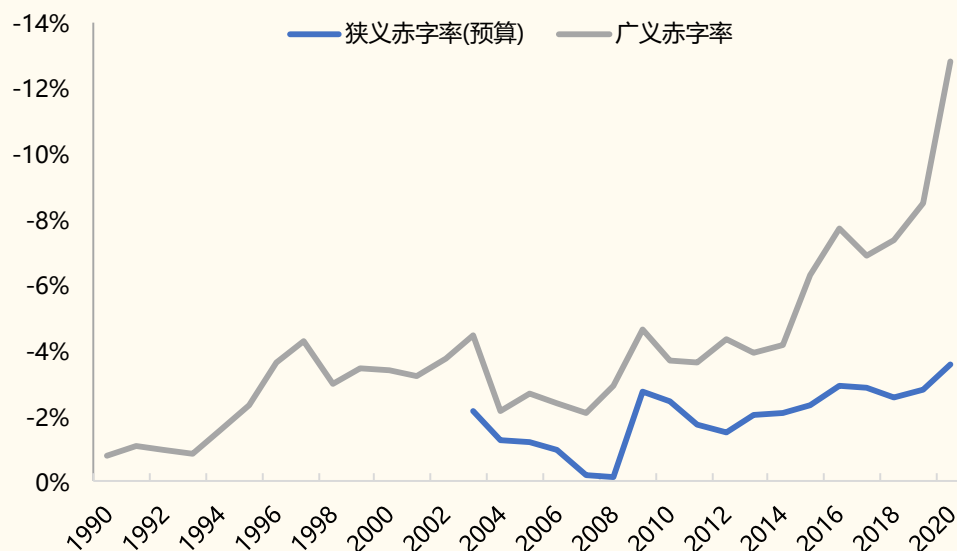
今年政府工作报告将预算赤字率提高至 3.6% 以上，相对去年提高 0.8 个百分点以上，狭义财政扩张力度低于我们的预期。一般预算项目下，财政政策积极力度相对有限。我们在 4 月 13 日专题报告《赤字率来自被动上升还是主动上调？》中对财政赤字率做了详细分析，认为在经济增长下行周期中，财政政策将发挥自动稳定器的功能，赤字率将被动上升 0.73 个百分点，这样预算赤字率会达到 3.5%；但是，如果赤字率仅仅为 3.5%，则都是源于被动上升，边际上财政政策并没有发力，财政也谈不上积极。疫情影响下，财政收入明显放缓，但与此同时，部分民生等相关财政支出相对刚性，必然会导致财政赤字的明显扩张。此次预算赤字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

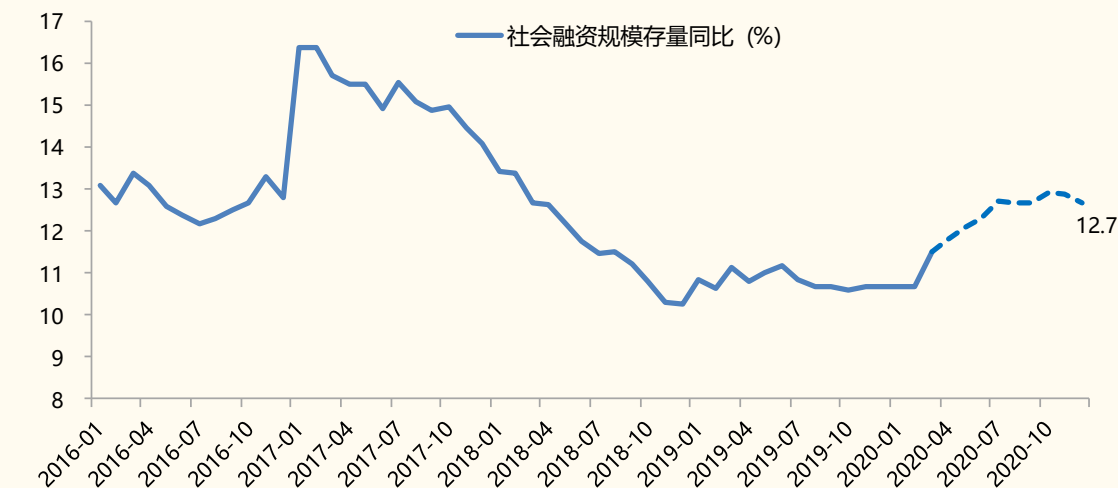
图表 1：今年狭义赤字扩张有限，广义赤字率将大幅提升至 12.8%



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 万亿欧元，日本央行资产负债表规模从 580 万亿日元扩张至 631 万亿日元。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。首先，我国政策空间相对更足，海外主要央行政策利率已经降至零或者负值，相比较而言，我国货币政策空间明显更足。其次，当前中美利差也有所扩大，增加了人民币资产在全球的配置价值和吸引力。最后，我国经济相对其他国家改善明显，也将推升人民币汇率温和升值，提升人民币资产吸引力。

风险提示:

- 1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；
- 2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳福田区深南大道4001号 时代金融中心7GH