

年初财政预算在上半年实际落地过程中，遭受了两大挑战：地产历史罕见下滑，始料未及的奥密克戎疫情扰乱经济秩序。为应对经济下行压力，财政在减收情况下，仍然大幅增加支出，导致财政资金出现万亿级别的缺口。6月政策性金融工具轮番推出，政金债补充财政资金的模式呼之欲出。

➤ 政策性金融工具弥补财政缺口的政策信号明朗

由于下半年财政资金需求急、体量大，而短期内筹集万亿资金的方法，只能是发债。

首先是发行特别国债。特别国债的发行需要通过人大常委会审批通过，6月人大常委会并未提前，而下一次人大会议要等到8月份，**资金到位时间滞后，后续来看可能性较小。**

其次是提前使用明年专项债额度。但根据往年经验来看，专项债额度提前下达主要是为了平滑专项发行节奏，**并没提前使用的先例。**

最近两次国常会传达增量政策工具信号，**政策性金融工具弥补缺口的模式逐渐明朗。**

6月1日和6月30日国常会分别提出调增政策性银行8000亿元信贷额度，以及运用政策性、开发性金融工具发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充投资包括新型基础设施在内的重大项目资本金，基本上明确了将通过政策性银行渠道弥补财政收支缺口，支持基建。

➤ 理解政策性金融工具的本质理解政策性银行的扩表行为。

政策性银行负债端扩张，主要依靠发行政金债融资，而这部分政金债由商业银行承接。这意味着银行间市场资金供给减少，资金利率抬升。

资产端扩张主要有两种模式：

其一，将募集的资金以信贷投放给基建项目，记录在“发放贷款和垫款”科目下，这部分信贷也会记录在社融当中。这种模式对应的6月1日国常会增加政策行8000亿的额度。

其二，先募集的资金注入到旗下全资控股的子公司（国开发展基金有限公司和中国农发重点建设基金有限公司），再投资到各个基建项目，这些投资大部分记录在“债权投资”投资科目下，小部分记录在“交易性金融资产”当中，不记录在社融当中。这种模式对应6月30日国常会“运用政策性、开发性金融工具，发行政金债3000亿，补充基建项目资本金”。

政策性银行扩表的结果是，基建项目获取增量资金，最终都转化为基建投资。

总之，政策性银行扩表的影响体现在三个层面：**其一是货币层面**，政金债供给增加，对银行间市场流动性造成压力；**其二是信用层面**，信贷投放增加拉动了社融；**其三是经济层面**，基建项目可用资金增加，拉动了基建投资。

➤ 政金债新增规模及其撬动的信贷规模测算

政金债新增发行量可能达9000亿元左右。我们按照政策性银行负债来源占比进行推算。假设新增8000亿元新增信贷额度中有75%资金来源于政金债发行，则该部分资金对应新增6000亿元政金债。加上6月30日国常会确定的3000亿元政金债规模，**政金债新增发行量可能达9000亿元左右。**

政策性金融工具可能撬动2万亿元规模的信贷。我们按照资本金对应所撬动的比例，来测算新增信贷规模。在项目资本金分20%和25%两种情况下，新增的3000亿元资本金对应撬动0.9-1.2万亿元信贷，加上政策性银行调增8000亿元信贷，新增信贷可达1.7-2.0万亿元。

政策性金融工具执行落地，资金利率或开始抬升，社融的主要拉动力也将由政府债券转向信贷。

➤ 风险提示：数据测算有误差；政策调整超预期；疫情影响超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究：

- 1、《宏观专题研究：财政缺钱了怎么办》
- 2、《疫后财政，从紧平衡到再平衡——5月财政数据点评》

目录

1 下半年财政需要“筹措”万亿资金	3
1.1 下半年面临万亿左右财政缺口	3
1.2 下半年或依赖政策性银行扩表	3
2 政策性银行扩表的两种典型模式	4
2.1 负债端扩张：发行政金债将抬高资金利率	4
2.2 资产端扩张：推高社融及基建投资	5
3 理解本次“3000 亿+8000 亿”政策工具	7
3.1 3000 亿元和 8000 亿元对应政策性银行两种模式	7
3.2 应该从三个层面理解增量政策工具影响	7
4 本次政策性银行扩表带来的实际影响	8
4.1 或许新增政金债发行 9000 亿元	8
4.2 工具落地有望撬动信贷约 2 万亿	8
5 大财政下半场，由政金债接力	9
6 风险提示	10
插图目录	11

疫情影响下，上半年大规模财政支出托底经济，而下半年财政面临缺口，市场普遍预计会有新的增量财政融资工具出现。

6月以来政策信号逐步明朗。6月1日，国常会提出调增政策性银行8000亿信贷额度；6月30日国常会提出运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金。

政策性金融工具为财政融资的模式逐渐浮出水面，那么政策性金融工具如何影响经济金融市场？实际又会有多大效果？本文将逐一解答。

1 下半年财政或需要“筹措”万亿资金

1.1 下半年面临万亿左右财政缺口

上半年减收扩支，财政收支缺口迅速走高。

因为疫情，居民收入和预期受到影响，地产销售直线下行，政府土地出让减收，税收下滑。而在此情况下，财政还积极开展1.5万亿元增值税留抵退税，并投放基建以托底经济。

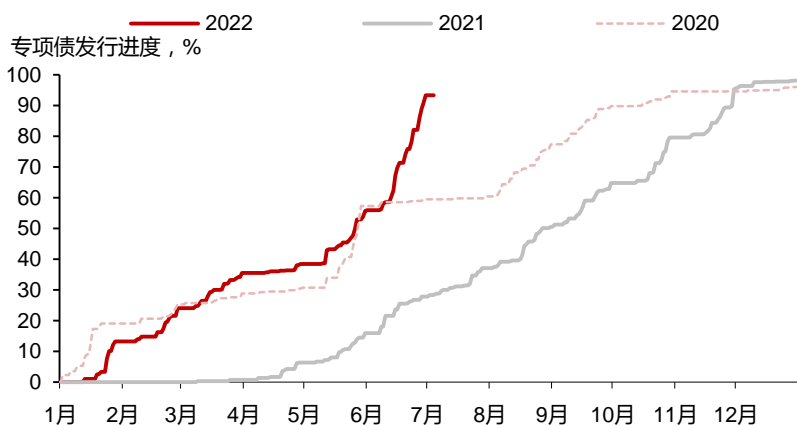
1-5月广义财政赤字已经较去年多增3.3万亿元。

今年下半年需要动用增量政策工具，弥补万亿级别财政缺口。

专项债方面，除了预留部分额度用于补充中小银行资本金，其余已经基本发行完毕。

下半年需要增量政策工具以弥补财政缺口，预计当前财政或需筹措万亿左右规模资金。

图1：用于项目建设的专项债已经基本发完



资料来源：wind，民生证券研究院整理

1.2 下半年或依赖政策性银行扩表

财政增量工具看似繁多，能够真正起效的工具并不多。大部分工具或因本身能够筹措的资金规模有限，或无法在半年不到时间筹措万亿级别资金。

短期内让财政达成新的收支平衡，有四种方式可供选择：

- 一是尽快推动复工达产，修复经济从而防止财税收入过快下滑。
- 二是进一步放开地产政策，尽量避免土地出让金规模过快收缩。
- 三是发行特别国债，尤其是发行抗疫特别国债。
- 四是放开政策性银行信贷或者发行专项建设债券。

最近国常会传达增量政策工具信号，政策性银行信贷和专项建设基金成为当下选择。

6月1日国常会提出调增政策性银行8000亿元信贷额度，6月30日国常会提出运用政策性、开发性金融工具发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充投资包括新型基础设施在内的重大项目资本金，两次国常会反映财政可能更多尝试通过政策性银行渠道弥补缓解财政收支矛盾，为基建投资融资。

图2：财政政策信号摘录

日期	会议	财政相关内容
4月26日	中央财经委员会第十一次会议	研究全面加强基础设施建设问题，提出现代化基建体系。
4月29日	中共中央政治局会议	要抓紧谋划增量政策工具。
5月23日	国务院常务会议	稳就业，在更多行业实施存量和增量全额留抵退税。
5月25日	全国稳住经济大盘电视电话会议	强调已有政策的落实。
6月1日	国务院常务会议	调增政策性银行8000亿元信贷额度。
6月30日	国务院常务会议	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。财政和货币政策联动，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限2年。

资料来源：国务院，中国政府网，民生证券研究院整理

2 政策性银行扩表的两种典型模式

理解政策性金融工具如何实施的切入点是理解政策性银行如何扩表。

我国政策性金融机构主要包括国家开发银行、农业发展银行和进出口银行，其运作方式与商业银行有较大区别。目前政策性银行扩充基建融资，主要有两种方式。

2.1 负债端扩张：发行政金债将抬高资金利率

政策性银行扩表必须要扩张负债。

政策性银行不吸收居民存款，主要依靠债券市场融资。

2021年报显示，国开行和农发行的负债第一大来源都是已发行债券。其次是同业及其他金融机构存放的存款、以及吸收的对公存款，包括企业、事业单位、团体的存款。

对于国开行和农发行，2021年末发行债券相对总负债的比重分别为73%、79%。

承接政策性银行债主体机构是商业银行。

2017 年以前，基础设施投资基金募集资金，主要是定向国有大行和股份制银行发行政金债。

2017 年后，政金债开始采取公开发行业方式，投标人范围拓宽，但从存量上看，商业银行依然是购买主体。截至到 2022 年 5 月末，存量政金债也是以商业银行持有为主（54%）。

发行政金债将导致银行间流动性减少，抬高资金利率。

商业银行购买政金债时，必将消耗超额准备金，银行间市场资金供给减少。

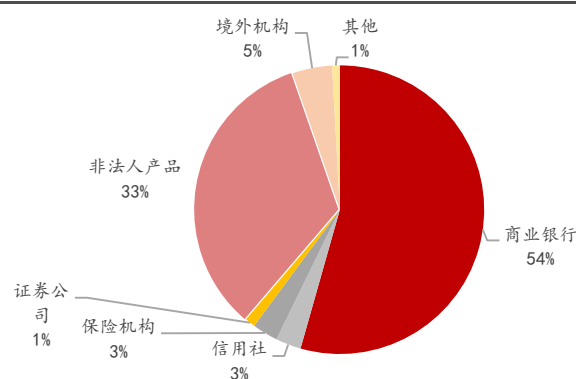
国有大行和股份制银行在银行间市场内融出资金，考虑到这一点，政金债发行带来的流动性压力，最终会从大行传导至中小银行和非银机构。银行间资金利率将走高。

图 3：基础设施投资基金对应的政金债发行情况

日期	批次	投放规模	债券发行对象	贴息政策
2015年9月	第1批	4000亿左右	向邮储银行定向发行	财政贴息90%
2015年9月	第2批		向邮储银行定向发行	财政贴息90%
2015年10月	第3批	2000亿左右	向邮储银行定向发行	财政贴息90%
2015年11月	第4批	2000亿左右	向邮储银行定向发行	财政贴息90%
2016年1月	第5批	4000亿左右	扩大至工农中建及全国性股份制银行等金融机构	财政贴息90%
2016年4月	第6批	6000亿左右		财政贴息90%
2017年2月	第7批	超过2000亿	公开发行	针对不同的项目类型，分档贴息，介于0%-90%

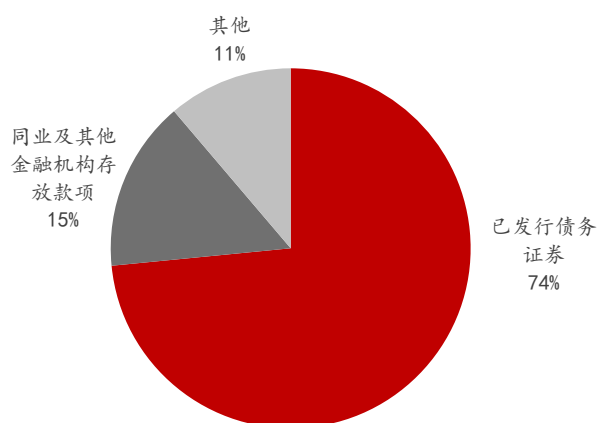
资料来源：wind,民生证券研究院整理

图 4：2022 年 5 月政策性银行金融债持有者分布



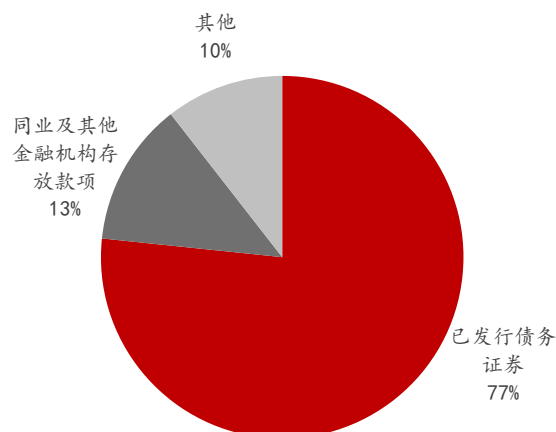
资料来源：中国债券信息网，民生证券研究院

图 5：2021 年末国开行负债构成



资料来源：国家开发银行，民生证券研究院

图 6：2021 年末农发行负债构成



资料来源：中国农业发展银行，民生证券研究院

2.2 资产端扩张：推高社融及基建投资

政策性银行资产端科目与商业银行类似。主要科目有发放贷款和垫款、债权投资、交易性金融资产。相较商业银行，政策性银行资产中的贷款占比显著偏高。

政策性银行资产扩张主要有两种模式：

模式一，普通信贷模式。

政策性银行在资产端直接增加信贷投放，信贷投放资金融给基建项目。

这种模式下，政策性银行资产端记录“发放贷款和垫款”；社融会因为政策性银行信贷扩张而走高。

模式二，专项建设基金模式。

首先由政策性银行募集基础设施建设资金，其后政策性银行将资金注入到旗下全资控股的子公司（国开发展基金有限公司，中国农发重点建设基金有限公司），最后由子公司将资金投放到各个基建项目。

政策性银行和全资子公司合并报表，专项建设基金的资金使用，记录在政策性银行“债权投资”投资科目，小部分记录在“交易性金融资产”当中。

尽管会计记录方法不同，二种方式最终都是将资金投向基建项目，推高基建投资。

图 7：2021 年国开行资产负债表

资产		负债	
现金及存放中央银行款项	926	同业及其他金融机构存放款项	23955
存放同业	1950	向政府和其他金融机构借款	4490
拆出资金	3711	拆入资金	697
衍生金融资产	170	交易性金融负债	21
买入返售金融资产	4952	衍生金融负债	94
发放贷款和垫款	127917	卖出回购金融资产款	212
交易性金融资产	10060	吸收存款	10792
债权投资	11469	已发行债务证券	114804
其他债权投资	7666	其他项	16616
其他权益工具投资	61		
其他项	2799		

资料来源：国家开发银行，民生证券研究院

图 8：2021 年农发行资产负债表

资产		负债	
现金及存放中央银行款项	1024	同业及其他金融机构存放款项	83
存放同业	3366	向政府和其他金融机构借款	3719
拆出资金	700	拆入资金	0
衍生金融资产	0	交易性金融负债	0
买入返售金融资产	990	衍生金融负债	0
发放贷款和垫款	64276	卖出回购金融资产款	0
交易性金融资产	2325	吸收存款	10233
债权投资	4183	已发行债务证券	61189
其他债权投资	0	其他项	2609
其他权益工具投资	52		
其他项	2799		

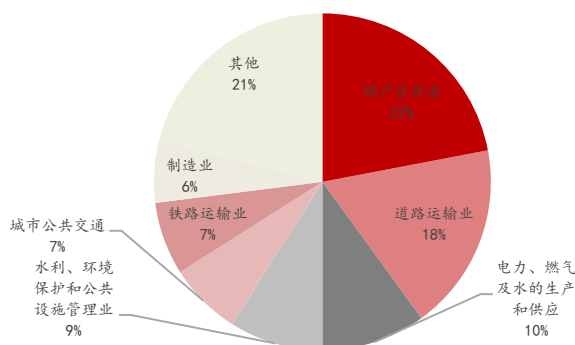
资料来源：中国农业发展银行，民生证券研究院

政策性银行的贷款为例，主要投向政策重点推进的基建领域，具有强烈的政策导向。

20xx 年，国开行 22% 贷款投向棚户区改造，这与货币化安置住房的政策有关。另外有 50% 以上贷款投向基建领域，三大基建细分行业贷款占比分别为 18%、10%、9%。

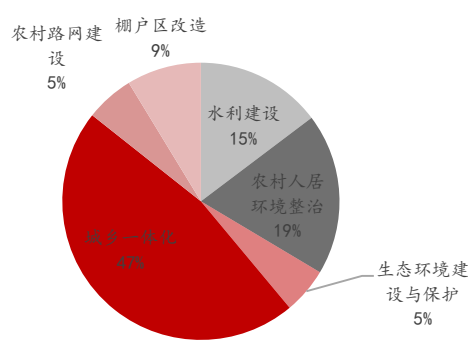
农发行的贷款主要投向城乡一体化、农村环境整治和水利建设，20xx 年占比分别为 47%、19%、15%。

图 9：2021 年末国开行发放贷款及垫款投向



资料来源：国家开发银行，民生证券研究院

图 10：2021 年末农发行发放贷款及垫款投向



资料来源：中国农业发展银行，民生证券研究院

3 理解本次“3000亿+8000亿”政策工具

政策性金融工具依赖政策性银行扩表，调配金融资源，发挥“准财政”的作用，并通过三个渠道影响经济金融。

3.1 3000亿元和8000亿元对应政策性银行两种模式

我们可以用一个简化图表描述政策性银行扩张并且投资基建的逻辑框架。

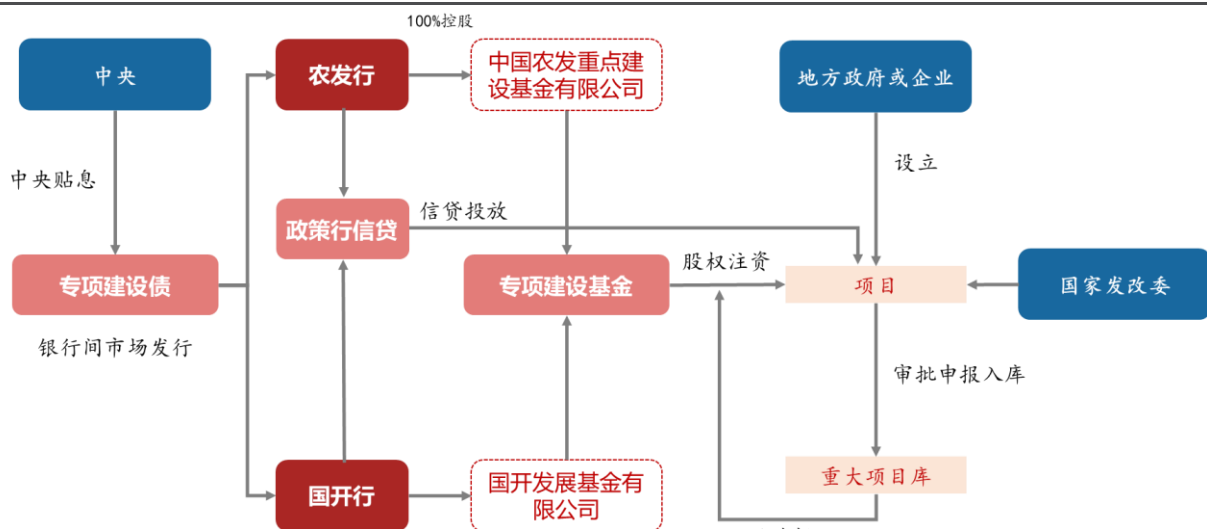
政策性银行通过发行政金债募集资金，此时商业银行消耗准备金购买政金债，资金由商业银行流向政策性银行，而政策性银行有两种方式使用这笔资金。

第一种是向基建项目公司投放信贷。这种模式对应的6月1日国常会增加政策行8000亿的额度。

第二种是通过旗下全资子公司向基建项目注资，对应政策性银行资产端债权投资增加，项目公司所有者权益增加。这种模式对应6月30日国常会运用政策性、开发性金融工具，发行政金债3000亿，用于补充基建项目资本金的模式。

两种模式下，项目公司获得资金后，都将资金投向基建项目形成基建投资。

图 11：两种模式的运作流程



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_43643



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn