



孙彬彬：专项金融工具的再思考



意见领袖 | 孙彬彬

2015 年政策性银行发行专项金融债期间的资金利率并无明显上行,而国债收益率反而下行,关键在于一方面是针对于央行配合邮储行的定向增发有效降低了供给压力,另一方面 2015 年下半年社融同比斜率较低,社会信用仍有局部收缩,央行维持了较为稳定的资金利率。

当前市场关注还是在于货币政策未来的变化,即使 7 月初资金利率保持在更低的水平。



本周即将公布 6 月社融,数据好基本是共识,这个时候一方面我们需要关注结构,但更重要的是关注斜率和回升的持续性。

毕竟市场的担心还是需要从货币政策逻辑中考虑答案。

对于央行而言，货币政策目标在于经济回归合理区间，中介目标在于宽信用，而宽信用前提在于宽货币，保持流动性高于合理充裕的目的就是要激发信用投放。

我们对 8000 亿新增信贷和 3000 亿专项金融工具的作用进行再评估，从评估结果考虑，货币政策在三季度仍然需要保持积极的姿态，因为社融回升的基础仍然不够牢固，四季度社融同比回落压力仍在。因此，货币政策在三季度仍然需要保持积极的姿态，流动性估计还是高于合理充裕的水平，积极的财政增量政策还应有所期待。只不过目前看力度可能仅仅是平衡预算的考量。

基于这个基本判断，我们预计至少 7 月隔夜资金利率的位置或将还是在 1.6% 以内，三季度流动性可能还是处在高于合理充裕的水平。

对于长端，我们预计 10 年国债利率仍然参考 1 年期 MLF 利率为定价前提，考虑到目前和未来一个阶段流动性维持高于合理充裕水平，中枢可能在 2.8%，十年国债点位区间在 2.65-2.95%。市场有一定调整，但是幅度也有限。

1. 政策性、开发性金融工具作用有多大？

6 月 1 日，国常会指出，“对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制”。

6 月 29 日，国常会进一步提出“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、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。引导金融机构加大配套融资支持，吸引民间资本参与，抓紧形成更多实物工作量”。

政策性银行有关金融政策接连发力，不同工具之间的区别是什么？对投资、社融的拉动作用有多大？是否对其他增量政策构成有效替代？

1.1. 什么是政策性、开发性金融工具？

调增政策性银行信贷额度是通过政策性银行发放政策性银行贷款对相关项目予以直接的信贷支持，将资金投向政策重点支持的领域。

而政策性、开发性金融工具是为解决重大项目资本金到位难等问题，人民银行支持开发银行、农业发展银行分别设立，规模共 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、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥。

资金方面，人民银行牵头支持开发银行、农业发展银行发行金融债券等筹资 3000 亿元。中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限 2 年。项目方面，发展改革委会同各地方、中央有关部门和中央企业形成足够多的备选项目清单，由开发银行、农业发展银行通过金融工具按照市场化原则自主选择投资。

7月2日，财新报道“此番3000亿元政策性、开发性金融工具类似于2015年的专项建设债”。

那么2015年专项金融债和专项建设基金是如何运作的？

1.2. 2015年专项金融债和专项建设基金如何运作？

在2015年全社会出现了较大的经济下行与信用收缩压力的背景下，首次提出通过发行专项金融债投入专项建设基金，以主动担当稳增长、宽信用的责任。

从具体运作模式看，具体可以分为以下几个步骤：

(1) 资金募集：由国家开发银行、农业发展银行定向邮政储蓄银行发行专项债券，由央行给予资金支持，中央财政按照专项债券利率的90%给予贴息（后有所调整）。

进入2016年，专项建设债的定向发行对象有所增加，除了邮储银行外还可以向工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、全国性股份制商业银行、中资保险机构和社保基金等金融机构中资产增速较快的特定机构展开发行。

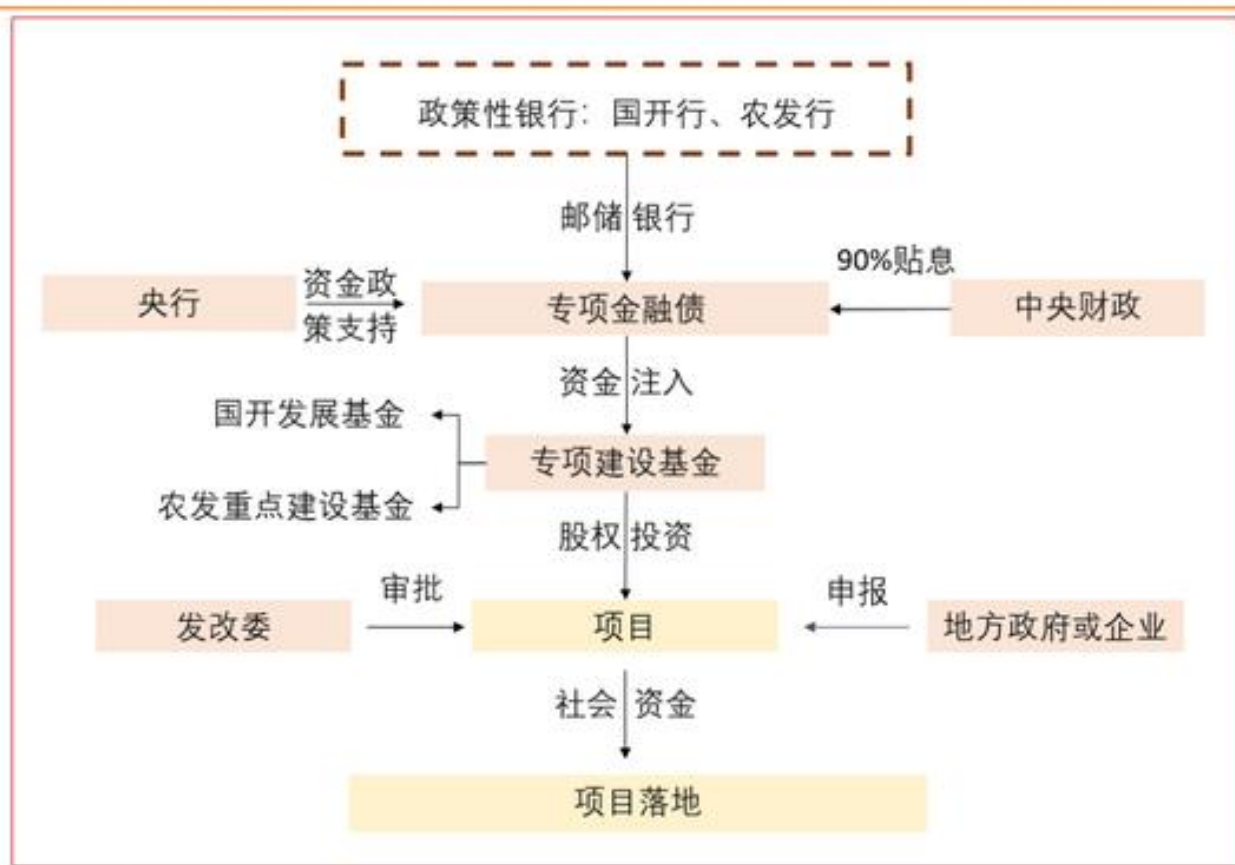
(2) 成立专项建设基金：国开行、农发行分别设立子公司国开发展基金和农发重点建设基金，并完成资金注入。

(3) 项目申报与选择：企业进行项目申报，由发改委及有关部门按照

“看得准、有回报、不新增过剩产能、不重复建设、不产生挤出效应”原则梳理项目清单，由国开行和农发行在清单内选择具体项目安排，两家银行业可以自行找到符合要求的合适项目，经国家发改委商有关方面核定后安排。

(4) 项目注资：对于符合投资要求的项目由国开发展基金和农发重点建设基金采用股权方式进行注资。在使项目满足初始资本金要求的基础上，撬动社会资金进行后续项目建设过程中所需的资金投入。

图 1：2015 年专项金融债和专项建设基金运作模式



资料来源：财新，第一财经等，天风证券研究所

根据，国开行的年报显示，国开行 2015-2017 年累计发行了近 1.4 万

亿专项金融债（其中 2015 年为 5870 亿，2016 年为 6002 亿，2017 年为 2080 亿），2018 年以后专项金融债逐渐退出。（农发行年报并无公布专项金融债相关数据）。

图 2：国开行专项金融债规模



资料来源：历年国开行年报，天风证券研究所

1.3. 与 2015 年相比，本次有哪些更值得关注的事情？

1.3.1. 央行是否进行对应流动性支持？

(1) 2015 年专项建设债：有央行流动性支持

2015 年央行对专项债券提供资金和政策方面的支持，具体措施包括再贷款等。

(2) 2022 年政策性、开发性金融工具：央行流动性支持预计以再贷款等为主

7月1日，中国人民银行有关司局负责人就政策性开发性金融工具答《金融时报》记者问时谈到“资金方面，人民银行牵头支持开发银行、农业发展银行发行金融债券等筹资3000亿元。”

从央行表述上来看，人民银行在政策性银行筹资过程中会牵头支持，这个支持按照逻辑可能包括再贷款、再贴现和类似于2015年的PSL，具体可以关注后续央行操作公告。

1.3.2. 投资范围与杠杆作用是否一致？

(1) 2015年专项建设债：充分发挥股权杠杆、范围更宽

在资金投向方面，2015年的专项建设债用于项目资本金、股权投资和参与地方投融资公司基金。

根据财新披露，2015年的专项建设债“重点选择条件较成熟、总体把握较大的项目，优先考虑“三大战略”（即“一带一路”、京津冀协同发展和长江经济带战略）实施中的枢纽和接口工程，有助于传统产业加快转型升级的重大技术改造工程、重大工程包和符合专项投向的PPP（政府和

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_43793

