

年初财政部制定全年预算时，规划全年减税退税规模 2.5 万亿，并隐含 6%~10% 的全年基建投资增速。毫无疑问，今年是一个典型的财政大年。对比历史其他时期，只有 2020 年财政扩张幅度与今年类似。然而年初财政预算在实际落地过程中，需要经受两大挑战。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。

我们做过测算，地产下滑或导致地方财政面临 1.4 至 2.7 万亿规模的土地出让金收缩；而为应对超乎预期的奥密克戎疫情，财政因此背负 2~3 万亿新增收支缺口。地产和抗疫所致财政压力，并未在年初预算中得到充分规划。若寻求不到增量资金，年初规划的财政平衡将被打破，财政力度不得不面临缩减。正因如此，我们关注后续财政可能采用哪些增量工具筹措资金，填补地产和抗疫所致的新增财政收支缺口（万亿级别），打开财政发力空间。

### ➤ 历史经验显示，腾活财政资金共有 6 种方式（对应 6 种新增财政工具）。

**（一）使用账面结存资金。**结存资金是指往年财政运行“余钱”累积所致。当前财政账面结存资金略超 2 万亿。

**（二）盘活预算外资金。**2014 年新《预算法》之前，地方财政体系之外游离着一部分预算外资金。新《预算法》出台后，这部分资金逐步依规入账，目前可用的预算外资金规模非常有限。

**（三）盘活存量国有资产。**根据既有规定，政府可利用 PPP、REITs 等方式处置相关闲置资产，亦或转让自身优质项目筹资，用于偿债或新增投资等。盘活存量资产筹措资金，最大约束在于无法短期内筹措足万亿规模资金。

**（四）加大国企利润上缴。**特殊年份，财政依规可加大国企利润上缴比例，从而获取更多国企利润。今年年初央行及其他专营机构已经上缴过去两年结存利润 1.65 万亿。年内再上缴万亿级别国企利润，可行性非常低。

**（五）扩大债券发行额度。**历史有过先例，经济下行压力较大时期（1998 年至 2000 年），年内增扩赤字额度，从而新增发行国债和一般地方债。遇到特殊原因（譬如 2020 疫情），可增发抗疫特别国债。2020 年发行 1 万亿抗疫特别国债，特别国债或是短期内财政筹措万亿级别资金的最有效方式。

**（六）增扩财政预算外资金。**历史上增扩预算外资金，本质上是扩大预算外负债融资，具体有两种方式：一是通过政策性银行提供配套资金，例如政策性银行发债设立专项建设基金，又例如直接打开政策性银行信贷空间。二是打开商业银行信贷空间，令商业银行提供投资项目的配套资金。近年隐性债务监管趋严，通过政策性银行提供配套资金，逻辑更顺畅。

### ➤ 未来或有的财政再平衡路径。

财政增量工具看似繁多，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。短期内真正能够筹措万亿级别资金，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。上述四条财政再平衡方式，可归结为两条路径：修复经济（含地产链企稳），放开政府债务融资及银行信贷空间（含政策性银行信贷）。从财政视角切入，我们可以密切跟踪近期三条重要的宏观线索，一是短期内复工复产节奏；二是后续地产政策放松力度；三是政府债务及信贷空间打开幅度。

➤ **风险提示：**经济趋势超预期，稳地产政策不及预期，疫情发展超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

#### 相关研究

- 1、《特别国债规模或有几何？》——疫情影响研究系列（五）
- 2、《算一算抗疫的财政账本》——疫情影响研究系列（四）
- 3、《被地产牵引的基建》——2022 年基建研究系列（四）
- 4、《地产的底在哪儿》——地产青铜时代（三）

## 目 录

1 资金来源之一，使用账面结存资金 .....	3
2 资金来源之二，盘活政府预算外资金 .....	4
3 资金来源之三，盘活存量国有资产 .....	5
4 资金来源之四，加大国企利润上缴 .....	7
5 资金来源之五，扩大债券发行额度 .....	8
6 今年特例，0.4 万亿剩余结存利润 .....	9
7 预算外增扩资金的两处来源 .....	10
8 理解增量财政工具的意义 .....	11
9 风险提示 .....	13
插图目录 .....	14
表格目录 .....	14

## 1 资金来源之一，使用账面结存资金

常规的财政收支缺口有两种填补方式，一则发行债券融资，二则用财政存量资金填补。所谓存量资金，主要来自于之前年份财政收大于支的滚存结余。可以简单将此理解为财政“余钱”。

参照历史经验，若因为某些不可提前预测因素，财政在实际运行过程中收支缺口扩大，则会临时调用财政“余钱”来填补收支缺口。

以 2018 年为例，当年实际财政运行过程中，调度并使用财政“余钱” 1.2 万亿。

**按照财政账本数据推算，今年可供调用的财政存量资金规模上限约 2.3 万亿。**

2022 年初，存量资金规模达到 3.5 万亿。这笔资金主要来自于 2020 年未使用的 2.6 万亿财政“余钱”。

年初两会公布 2022 年财政预算账本，全年计划动用 1.2 万亿财政“余钱”，推算仍有 2.3 万亿财政“余钱”。

若这 2.3 万亿财政存量资金全部用于今年，则今年可再度调用的财政存量资金达 2.3 万亿。

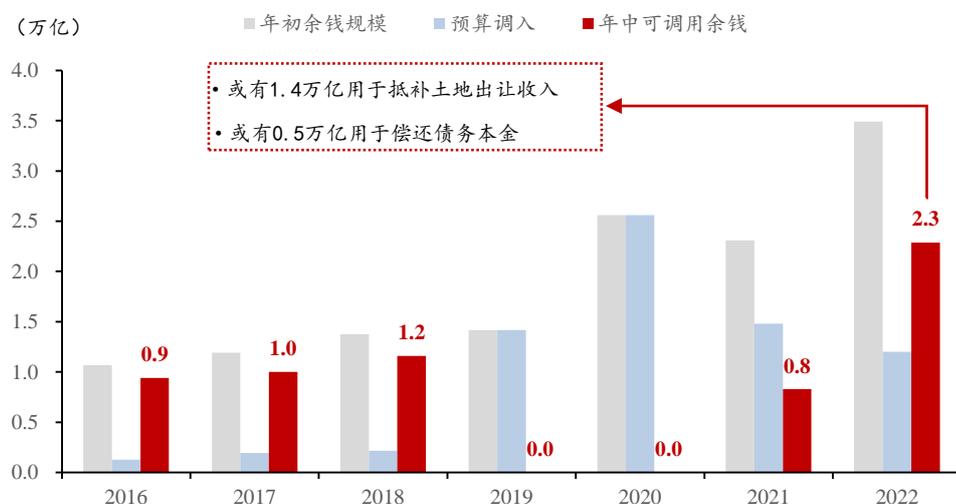
**遗憾的是，这笔 2.3 万亿的财政存量资金，不能百分百调度使用。**

2.3 万亿财政存量资金，大部分结存资金归属地方。归属于中央的部分仅 0.1 万亿元，2.2 万亿归属于地方政府。

本地财政结存资金调度比较顺畅，跨地调度地方财政“余钱”，存在一定难度。例如浙江省财政“余钱”用于填补浙江财政收支缺口，较为顺畅；然而将浙江省财政“余钱”调度至河北省，补充河北省财政收支缺口，资金调度存在难度。这就意味着 2.3 万亿财政“余钱”的真实使用效率并非百分百。

此外，每年财政“余钱”，还将留一部分用于偿还债务本金，2020、2021 两年，财政资金偿付本金均达到当年债务到期规模的 5%，若按此比例推算，今年将有 0.5 万亿财政资金用于偿付债务。**考虑债务还本，今年实际可调度的财政“余钱”更是少于 2.3 万亿。**

**图 1：保守估计，今年尚有 2.3 万亿“余钱”可在年中动用**



资料来源：财政部，民生证券研究院预测。注：年中可调用余钱=年初可动用余钱-年初预算调用余钱。

**表 1：账面存量资金的形成方式（以 2015 年为例）**

措施	主要内容
<b>【2015 年账面存量资金的形成方式】</b>	
清理一般公共预算结转结余资金	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 各级一般公共预算 2012 年及以前年度结转资金，应当作为结余资金管理，补充预算稳定调节基金，统筹用于 2015 年及以后年度预算编制；</li> <li>• 2013 年结转资金应加快执行，不需按原用途使用的，应按规定统筹用于经济社会发展亟需资金支持的领域。</li> </ul>
清理政府性基金预算结转资金	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 政府性基金预算结转资金规模较大的，应调入一般公共预算统筹使用；</li> <li>• 每一项政府性基金结转资金规模一般不超过该项基金当年收入的 30%。</li> </ul>
加强转移支付结转结余资金管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 对上级政府 2012 年及以前年度专项转移支付结转资金，预算尚未分配到部门的，由下级政府交回上级政府；</li> <li>• 已分配到部门的，由该部门同级政府收回统筹使用。</li> </ul>
加强部门预算结转结余资金管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 加大结转资金执行力度，原用途不需使用的资金可用于其他项目。</li> </ul>
加强预算周转金、预算稳定调节基金和偿债准备金管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 严格控制预算周转金额度，不得超过预算法实施条例规定的比例。</li> <li>• 从 2015 年 1 月 1 日起，地方各级政府不得新设各种形式的偿债准备金</li> </ul>

资料来源：《国务院办公厅关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知 国办发〔2014〕70 号》，民生证券研究院整理

## 2 资金来源之二，盘活政府预算外资金

2014 年新《预算法》规定，所有财政收支必须归入预算，接受预算法考核。自此之后，中国财政本严格按照预算“四本账”进行统筹管理。

**历史原因，新《预算法》实施之前，中国财政存在一定预算外资金。之所以在预算体系之外沉淀资金，主要有三点原因：**

其一，地方虚列支出，直接虚构支出，亦或将不符合规定的支出按权责发生制入账。

其二，少列收入，收入不足额上缴财政，亦或拖延非税收入的入账时间。

其三，往年已经记做支出的国库集中支付结余，若未在 2 年内用尽，应被收回统筹使用。

2014 年审计署曾经发文并要求做好存量资金盘活，2015 年及以后，历史原因形成的预算外资金逐步向国库集中。我们曾经测算，2015-2019 年均盘活账外资金 0.6 万亿。

**然而新预算法实施以后，中国财政运行越发规范。类似于 2014 年之前的预算外资金沉淀，2015 年以后鲜少发生。我们估算当前时点，盘活预算外资金，能够贡献的财政增量资金，规模着实有限。**

**表 2：盘活账外存量资金的具体方式**

措施	主要内容
<b>【账外资金盘活】</b>	
各类虚列支出形成的结余资金	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 地方各级政府除国库集中支付年终结余外，一律不得按权责发生制列支，严禁违规采取权责发生制方式虚列支出。</li> <li>• 严禁违规将财政资金从国库转入财政专户并虚列支出</li> </ul>
国库集中支付结转结余	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 对因清理国库集中支付年终结余新产生的权责发生制核算事项，要在 2 年内使用完毕。</li> </ul>
各类少列收入形成的结余资金	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 严格执行非税收入国库集中收缴有关规定，取消收入过渡性账户，确保非税收入及时足额上缴财政。</li> <li>• 坚决杜绝延迟缴库等调节财政收入的行为。严禁采取各种方式虚列收入或应计未计收入挂往来。</li> </ul>

资料来源：《国务院办公厅关于进一步做好盘活财政存量资金工作的通知 国办发〔2014〕70 号》，民生证券研究院整理

### 3 资金来源之三，盘活存量国有资产

按照历史经验，在财政收支紧张年份，地方政府可以多渠道盘活各类资产，作为有效的筹资手段。

譬如 2019 年，增值税税改，地方财政收支缺口放大，当年国有资产产权转让收入增速达 190%，同比多增 236 亿元，调入公共财政预算支撑收入。

今年年初预算报告中，为达到政府过紧日子的目标，同样提到“盘活财政闲置资产”。5 月 19 日，国务院下发《进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》（下称《意见》），指出为扩大有效投资，降低政府债务风险，进一步盘活存量资产。

#### 盘活国有资产范围。

主要包括政府已收储的闲置土地、各类公共基础设施、其他可利用资源等。在近期下发的《意见》中，国企事业单位的长期闲置资产，譬如老旧厂房、非主业资产同样被纳入可盘活的资产范畴内。

#### 国有资产盘活方式。

主要包括政府和社会资本合作（PPP）模式、REITs、转让股权、经营权亦或直接出售等方式。

**PPP、REITs 对盘活资产的回报收益有较高求，项目审核时间较长，短时间内或难成为集资的有效方式，应将其视作政府长期盘活资产的方式。**

2017 年，政策最先开始通过推广政府和社会资本合作（PPP）模式盘活基础设施存量资产。对拟采取 PPP 模式的存量基础设施项目，根据项目特点和具体情况，可通过转让-运营-移交（TOT）、委托运营、股权合作等多种方式，将项目的资产所有权、股权、经营权、收费权等转让给社会资本。2017 年 PPP 项目投资增速达 106%，当年新增投资 2.3 万亿，盘活规模可观。

隐债严监管背景下，近年 PPP 项目新增投资额不断缩减。2017 年以后，与 PPP 相关的政府债务风险不断上升，PPP 项目入库标准趋严，项目投资额增速下行，2021 年新增投资额 1.3 万亿，增速仅达 10%。

同时，PPP 项目从发现到落地时间较长（截至 2021 年末，PPP 平均落地时间为 114 天），难以成为今年年内盘活存量资产的有效方式。

REITs 发行空间广阔，但对底层资产质量要求较高，短期内难以大规模发行。

2005 年-2014 年起步阶段开始提出 REITs 概念，自 2021 年起，中国公募 REITs 市场加速建设并实质推进。目前全市场 12 只公募 REITs 合计发行规模约 458 亿元，最新市值 520 亿元（按 6 月 6 日收盘价计算），落地率为 66.66%（目前申报 18 只产品，成功发行 12 只），平均落地时间 52 天，相较 PPP，REITs 对项目回报收益有更高要求，项目审批也更为严苛。

**短期内国企更有可能通过直接出售、企业间收购方式，盘活长期闲置、投资回报不高的项目资产。**

《意见》强调，企业可依托国有资本投资、运营公司，通过进场交易、协议转让、无偿划转、资产置换、联合整合等方式盘活存量资产，并且支持国有资产投资公司、运营公司发债用于盘活资产。

同样，这一资产盘活方式，也很难在年内短期释放出较大规模。

**盘活国有资产所得资金用途。**

盘活资产资金一般用于项目的职工安置以及相关债务的偿还。而《意见》指出，本轮盘活资产所得收入还应确保用于新增项目投资。且对于地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区，盘活存量公共资产回收的资金可适当用于“三保”支出及债务还本付息。

经过几十年的积累，政府的存量资产可观，但是短期盘活的量或较为有限，依赖社会资本盘活的 PPP、REITs 方式，对存量项目质量提出较高要求，短时间可能难以大规模发行。我们认为，年内盘活资产更多针对的是那些闲置时间长，且收益有限的国有资产，且盘活资金主要用于解决地方财政紧张的燃眉之急，抵补收支缺口。

**表 3：2022 年盘活存量资产的对象、方式以及资金用途**

主要内容	
参与主体	<ul style="list-style-type: none"> <li>存量资产多、建设任务重、负债率较高的国有企业</li> <li>鼓励民营企业根据实际情况，参与盘活国有存量资产</li> </ul>
重点领域	<ul style="list-style-type: none"> <li>重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产 包括交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等</li> <li>统筹盘活存量和改扩建有机结合的项目资产 包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等</li> <li>有序盘活长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产 包括老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等，以及国有企业开办的酒店、餐饮、疗养院等非主业资产</li> </ul>
重点区域	<ul style="list-style-type: none"> <li>建设任务重、投资需求强、存量规模大、资产质量好的地区</li> <li>地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区</li> <li>京津冀、长三角、粤港澳等重大国家战略发展区域</li> </ul>
盘活方式	<ul style="list-style-type: none"> <li>不动产投资信托基金（REITs）、政府和社会资本合作（PPP）</li> <li>鼓励通过发行债券等方式，为符合条件的国有资本投资、运营公司盘活存量资产提供中长期资金支持。</li> <li>支持金融资产管理公司、金融资产投资公司以及国有资本投资、运营公司通过不良资产收购处置、实质性重组、市场化债转股等方式盘活闲置低效资产。</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 吸引社会资本参与盘活城市老旧资产资源</li> <li>• 兼并重组等其他盘活方式</li> </ul>
盘活资金用途	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 项目职工安置、税费缴纳、债务偿还等支出</li> <li>• 主要用于项目建设，形成优质资产</li> <li>• 适当用于“三保”支出及债务还本付息</li> </ul>

资料来源：发改委，民生证券研究院整理

## 4 资金来源之四，加大国企利润上缴

**国企央企需要向财政部缴纳利润。正常年份，利润更多部分结存在企业内部。而特殊年份下，国企和央企的结存利润上缴国库的比重将有所提高。**

以 2019 年为例。当年实施增值税税改，税收收入同比大幅锐减。为了补充财税收入，当年中央财政增加特定国有金融机构和央企上缴利润。2019 年，国有资本经营收入较 2018 年多增 0.4 万亿，非税收入成为 2019 年一般公共预算的主要支撑项，贡献 75% 的财税收入。

与 2019 年类似。今年面临疫情和土地出让金下滑压力，年初财政部制定预算时，计划央行与专营机构全年上缴结存利润。

**若年中财政收支仍然紧张，不排除后续加大过去两年利润表现较好企业的利润上缴力度。然而面向哪类国有企业加大利润上缴，上缴利润大致规模多少？**

2015 年是较为特殊的年份。一则当年实施新预算法，二则 2015 年之后中国财政运行收支压力明显高于以往。从 2015 年之后，我们观察到一般公共预算收支频繁调入预算稳定资金，以填补财政收支缺口。也是从 2015 年之后，我们发现国有企业利润上缴国库的规模有所增加。

2015 年以来国有企业利润上缴规模增大，以舒缓财政收支缺口的，主要是金融央企（央行、四大有商业银行）以及专营机构（中国烟草）。

今年央行与专营金融机构已经上缴历史结存利润 1.65 万亿，而 2019 年以来中国银行业息差有所收窄，利润并不丰厚。**央行、烟草等专营机构、国有商业银行，这三类传统国有企业利润是上缴大户，今年年内或再难贡献新增利润。**

考虑到疫情以来，上游大宗价格涨幅较大，煤炭、油气等行业国有企业利润较往年明显大幅增扩。**即便年内再有国有企业利润上缴，上游资源型国有企业缴纳利润的概率会更高一些。**

然而必须强调两点：一是国有企业上缴利润，程序较为繁杂。年内财政面临实际收支缺口打开，临时打开国有企业利润上缴规模，流程上不容易实现；二是上游资源型国有企业利润规模有限，规模上达不到万亿级别。

**综合判断，不必太过期待年内加大国有企业利润上缴，填补新增财政收支缺口。**

**图 2：历年国有资本经营收入（特定金融机构和央企上缴利润）预算与决算数**


## 5 资金来源之五，扩大债券发行额度

中国政府债券发行可归于三个口径——赤字规模（对应国债和一般债发行）、专项债、特别国债。

### 调增赤字额度。

1998-2000 年曾在年内打开赤字额度，目的是为应对超预期经济下行。

1998 年为应对亚洲经融危机冲击，年中上调赤字额度 1080 亿（中央 500，地方 580）。1999 年年中赤字上调 600 亿元（中央 300，地方 300）；2000 年上调 500 亿元（中央），增发均主要用于基建项目投资，提振内需。

### 调增专项债额度。

2015 年地方政府发行专项债以来，每一年新增专项债额度并未超过年初给定的新增专项债限额。年内打开专项债限额，从而扩大专项债发行，自 2015 年以来均未发生过类似现象。

### 增发特别国债。

特别国债发行目的是为解决的当年财政遇到“特别”因素。历史已有三次发行特别国债，分别用于增加银行资本金（1997 年），管理外汇资产（2007 年）以及应对新冠疫情（2020 年）。

**表 4：历年年中增扩政策性信贷额度提法**

时间	年内调增额度
2022 年 6 月	国常会：对金融支持 <b>基础设施建设</b> ，要调增政策性银行 <b>8000 亿元</b> 信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。
2020 年 2 月	国常会：政策性银行将增加 <b>3500 亿元</b> 专项信贷额度，以优惠利率向 <b>民营、中小微企业</b> 发放。
2008 年 12 月	国常会：追加政策性银行 <b>1000 亿</b> 信贷额度，将综合运用存款准备金率、利率、汇率等多种手段以 <b>保持银行体系流动性充分供应</b> 。

2008年11月 农发行：年内新增 550 亿元。一是安排政策性粮棉油收购及储备贷款 350 亿元；二是安排用于农业农村基础设施建设项目贷款 140 亿元；三是安排产业化龙头企业及国家级化肥储备贷款 60 亿元。

国开行：年内新增 600 亿元。全部用于支持保障性安居工程、农村基础设施、铁路公路和机场等领域的建设与发展。

资料来源：财政部，民生证券研究院整理

## 6 今年特例，0.4 万亿剩余结存利润

**中央政府性基金预算尚有 0.4 万亿以备使用。**

2022 年初，财政预算披露，央行、中国烟草、中投等央企上缴利润 1.65 万亿上缴财政部，支持今年财政收支。

1.65 万亿结存利润中 9000 亿元供财政部用作减税降费，3500 亿元支持中央政府性基金支出。按照年初规划，1.65 万亿的央企结存利润中，今年还剩 4000 亿元，计划结转至下年（及 2023 年）使用。

**为满足地方资金调度，原本计划明年使用的 0.4 万亿将在今年提前使用。**

今年 3 月以来的华东疫情始料未及爆发，增值税留抵退税节奏加快。原本计划用三季度完成的退税突然要在集中在二季度全部完成，原本每月可能减收 0.2 万亿，现如今每月减收 0.6 万亿，上半年地方财政资金收支压力增大。

5 月 17 日，财政部副部长许宏才提到年内<sup>1</sup>或将提前下达这 0.4 万亿资金，满足地方资金调度的需要。而在 5 月 25 日，中央财政已经将这 0.4 万亿资金提前下达到地方，用于支持基层落实减税降费和重点民生支出<sup>2</sup>。

**值得注意的是，这 4000 亿元不能作为今年财政收支缺口的资金填补项。**

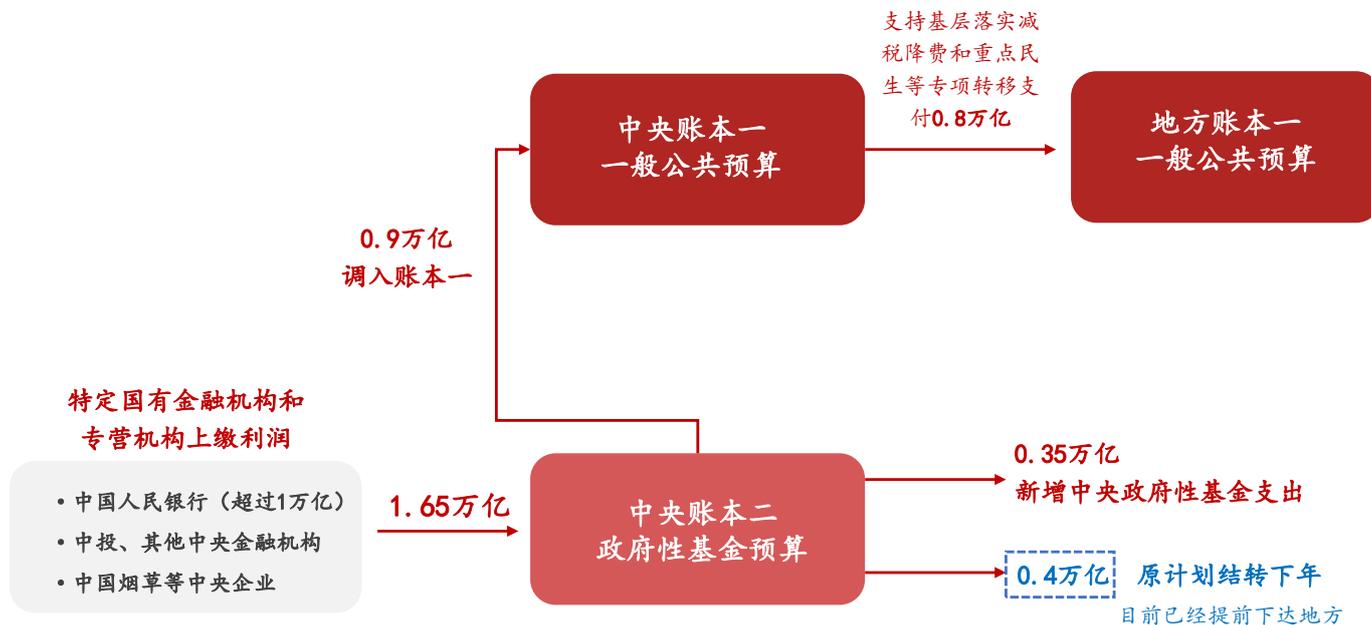
4000 亿元财政“余钱”实际上用于今年，但在会计记录上登记在明年预算账本。财政部规定，本次下达的资金应在直达资金监控系统 2023 年台账中单独反映，与 2022 年预算指标区分开来。

也就是说，今年享受增值税退税的企业会实际收到一笔退税资金，然而这笔退税资金不影响今年财税收入记录。正因如此，这笔资金不能作为今年财政收支缺口的填补项。

<sup>1</sup> “我们感觉到的是，留抵退税的进度比较快，所以有一些原来安排结转下年使用的清算资金，估计要提前下达地方，至少在资金调度上面，能够满足地方资金调度的需要”。

<sup>2</sup> [http://yss.mof.gov.cn/gongzuodongtai/202205/t20220526\\_3813543.htm](http://yss.mof.gov.cn/gongzuodongtai/202205/t20220526_3813543.htm)

图 3：0.4 万亿资金已经提前下达地方



资料来源：财政部，民生证券研究院

## 7 预算外增扩资金的两处来源

**表外增扩政府信用，主要是鼓励商业金融机构给政府投资项目配套资金。**

历史上表外增扩政府信用，有两个中介渠道，一是通过政策性银行提供配套资金，二是通过商业银行提供配套资金。

典型有如 2009 年 4 万亿刺激计划时期，中央鼓励银行对政府融资平台开展信贷投放。近年严控新增隐债，政府表外信用扩张或更多依托政策性银行。

若政策性银行作为中介，政府部门信用扩张一般有两种形式（以历史为经验）。

**2015 年政策性银行发债设立专项建设基金，用作项目资本金。**

2015 年，地产、制造业投资和出口情况低迷，经济下行压力较大，基建投资扩张以对冲经济下行压力。2015 年下半年创设专项建设债券，债券由政策性银行面向商业银行发行。

2015 年 8 月初各地申报，9 月初首批专项建设债发行完毕，当年共投放四批次，共计 8,000 亿元。

专项建设债发行所得资金注入专项建设基金，专项建设基金再以资本金方式注入投资项目，提高了资金运用效率。

**历史上经济压力较大时期，往往新增政策性银行信贷额度。**

经济下行压力较大的年份，政策性银行主动扩表，发挥逆周期调节职责。

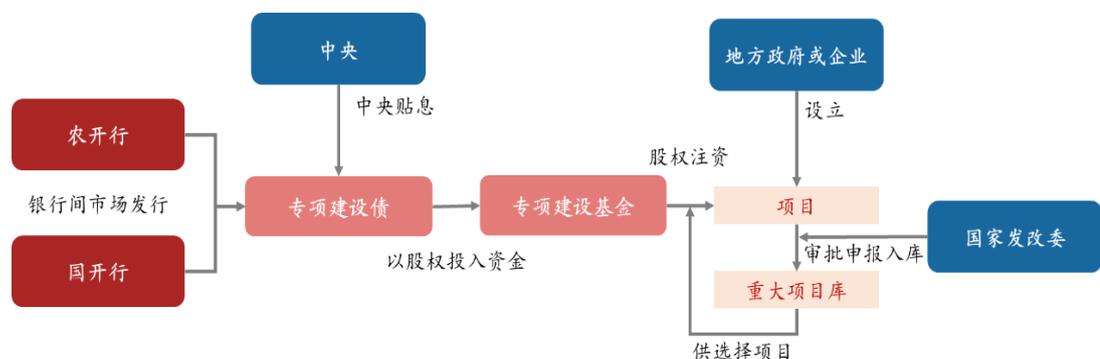
2008-2009 年、2011-2012 年、2014-2015 年期间，国内经济面临保增长压力，三大政策性银行的总资产增速均提升至 20% 以上。

2021 年，三大政策性银行新增信贷 16500 亿元。2022 年 5 月 23 日国常会提出，调增政

策性开发性信贷额度 8000 亿，用于支持基础设施建设。

增扩的 8000 亿元额度，相当于三大政策性银行 2021 年新增信贷规模的 48.5%，加量十分明显。

图 4：政策性银行可成立专项建设基金用于新增投资



资料来源：wind，民生证券研究院

## 8 理解增量财政工具的意义

为什么我们要梳理并关注未来或有的增量财政工具？原因有二。

**第一，财政存量资金是否充裕，决定未来稳增长政策空间有多大。**

年初财政制定预算时，财政收支动态平衡。根据我们匡算，年初财政预算规划之下，财政部能够实现年初预期的稳增长政策，包括 1.65 万亿增值税留抵退税以及 6%~10%区间的基建投资。

然而年初制定预算时，未充分考虑两点不确定性。一是 3 月底突如其来的本土疫情，二是地产下滑带来的超预期土地出让金收缩。目前土地出让金未有企稳迹象，对地方财政收入形成拖累。而抗疫带来财政减收，同时加大财政支出压力，新增财政收支缺口。

若不能及时筹措足够增量资金，地产和抗疫因素带来的财政资金不足，这无疑将约束后续财政发力空间。

**第二，选择不同类型的财政增量工具充盈财政收入，对资本市场影响迥然有别。**

使用不同的财政工具筹措资金，最终目的都是为了再平衡财政收入。然而使用不同财政工具，对资本市场当期影响存在较大差异。

以债券发行为例，只要是新增发行债券，不论是国债、地方债还是特别国债，都会扰动当期金融市场的流动性表现。

而若采用动用财政账面结存资金，则使用资金过程中会带来财政资金投放，加大货币市场流动性供给。

若采用盘活国有企业资产方式筹措资金，则影响不仅局限于流动性市场，还牵涉行业及企业层面股权变动。

**财政增量工具看似繁多，大部分工具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。**

我们此前在《特别国债规模或有几何》测算过，若今年地产软着陆，则今年土地出让金较年初预算减少 1.4 万亿元。若地产硬着陆，则今年土地出让金较年初预算少增 2.7 万亿元。加上抗疫带来的新增财政收支缺口在 1.9~3.1 万亿元。全年累计新增财政收支缺口 3.2~5.8 万亿元。

目前能够直接用来填补财政收支缺口的当属财政账面资金 2.3 万亿元。除去这一部分资金，仍需筹措万亿级别资金（0.9~2.5 万亿元）。

以盘活政府预算外资金为例，新预算法实施以后，预算外资金着实有限。又以加大国有企业利润上缴为例，半年内无法筹措万亿级别国企利润上缴。

#### **短期内能够筹措万亿级别资金，可能有四条方式可供选择。**

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。

**再来归总上述四条财政再平衡方式，不外乎两条路径。修复经济（含地产链企稳），放开政府债务融资（含政策性银行）。**

## 9 风险提示

- 1) **稳地产政策不及预期。**经济可能超预期向好，地产政策放松力度低于预期。
- 2) **经济趋势超预期。**若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，超出我们预期。
- 3) **疫情发展超预期。**本轮疫情影响超过预期，或使得地产项目开工受阻，本文测算或有高估。

## 插图目录

图 1：保守估计，今年尚有 2.3 万亿“余钱”可在年中动用 .....	3
图 2：历年国有资本经营收入（特定金融机构和央企上缴利润）预算与决算数 .....	8
图 3：0.4 万亿资金已经提前下达地方 .....	10
图 4：政策性银行可成立专项建设基金用于新增投资 .....	11

## 表格目录

表 1：账面存量资金的形成方式（以 2015 年为例） .....	4
表 2：盘活账外存量资金的具体方式 .....	5
表 3：2022 年盘活存量资产的对象、方式以及资金用途 .....	6
表 4：历年年中增扩政策性信贷额度提法 .....	8

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001