

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。

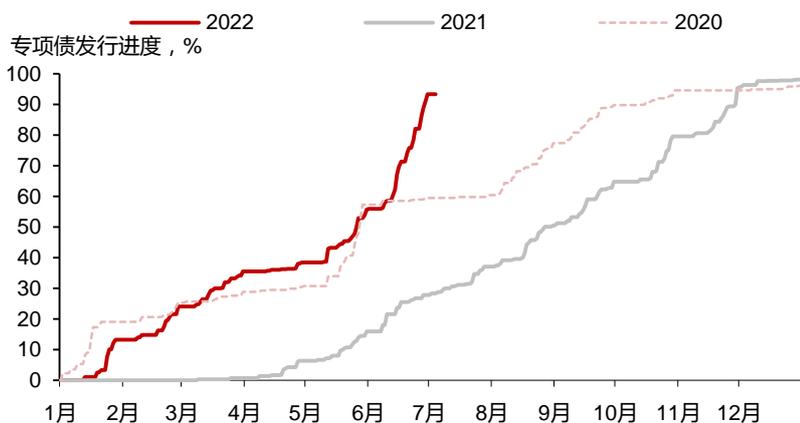
1-5月广义财政赤字已经较去年多增3.3万亿元。

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。

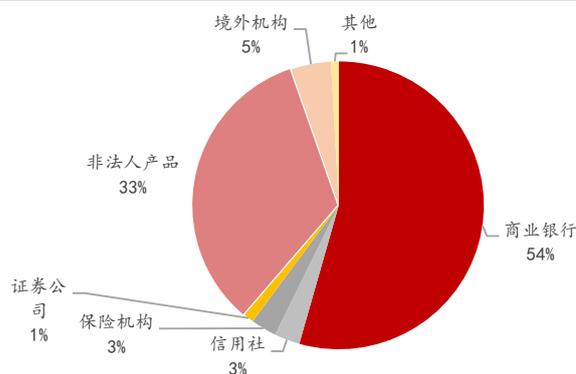
国有大行和股份制银行在银行间市场内融出资金，考虑到这一点，政金债发行带来的流动性压力，最终会从大行传导至中小银行和非银机构。银行间资金利率将走高。

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%

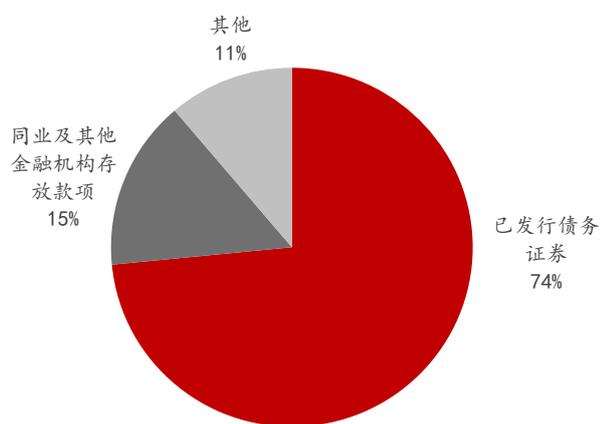
资料来源：wind,民生证券研究院整理

图 4：2022 年 5 月政策性银行金融债持有者分布



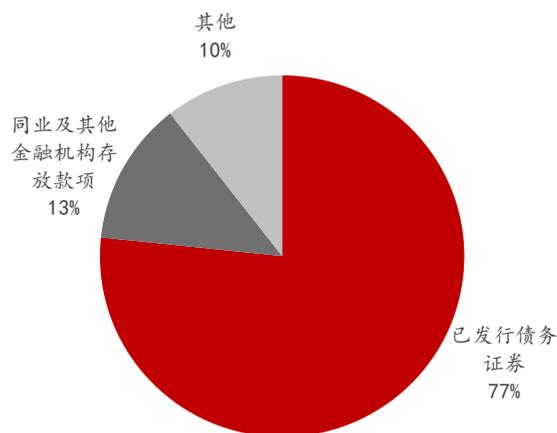
资料来源：中国债券信息网，民生证券研究院

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		

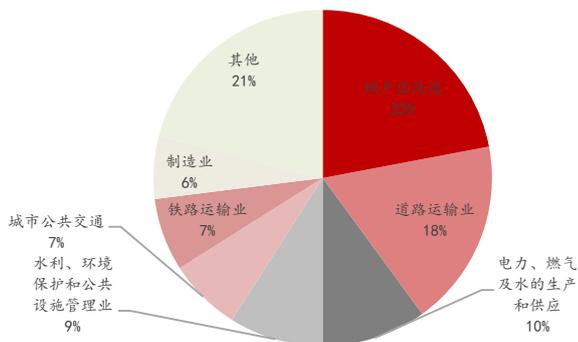
资料来源：中国农业发展银行，民生证券研究院

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%。

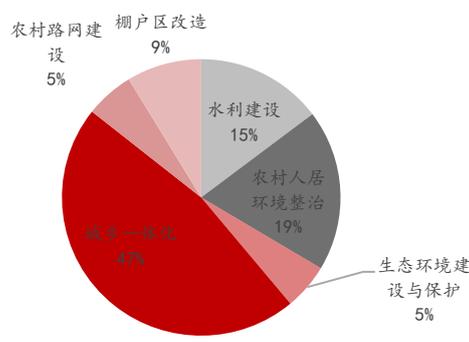
农发行的贷款主要投向城乡一体化、农村环境整治和水利建设，20xx 年占比分别为 47%、19%、15%。

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。

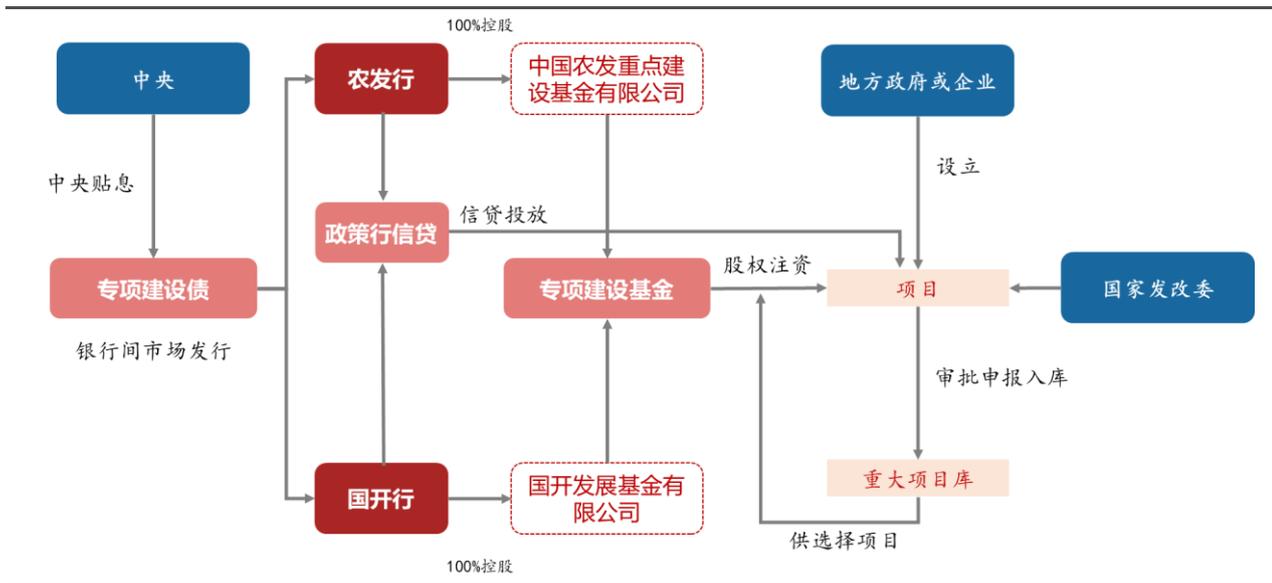
政策性银行通过发行政金债募集资金，此时商业银行消耗准备金购买政金债，资金由商业银行流向政策性银行，而政策性银行有两种方式使用这笔资金。

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



资料来源：民生证券研究院整理

3.2 应该从三个层面理解增量政策工具影响

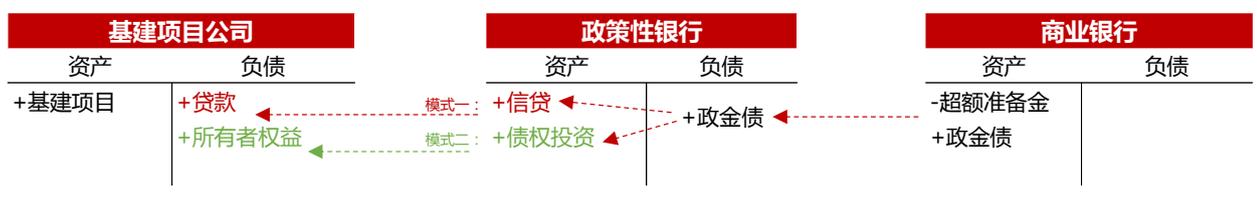
政策性银行扩表的影响主要体现在三个层面，理解这次“3000 亿元+8000 亿元”政策性银行工具，同样需要从三个层面展开深入分析。

首先是货币层面，政金债供给增加，减少了银行的超额准备金，对银行间市场流动性造成压力。

其次是信用层面，信贷投放增加拉动了社融。

最后在经济层面，基建项目可用资金增加，拉动了基建投资。

图 12：政策性银行扩表的资金运转模式



资料来源：民生证券研究院整理

4 本次政策性银行扩表带来的实际影响

4.1 或许新增政金债发行 9000 亿元

增加 8000 亿政策性银行信贷额度，对应将增扩 6000 亿元左右政金债。

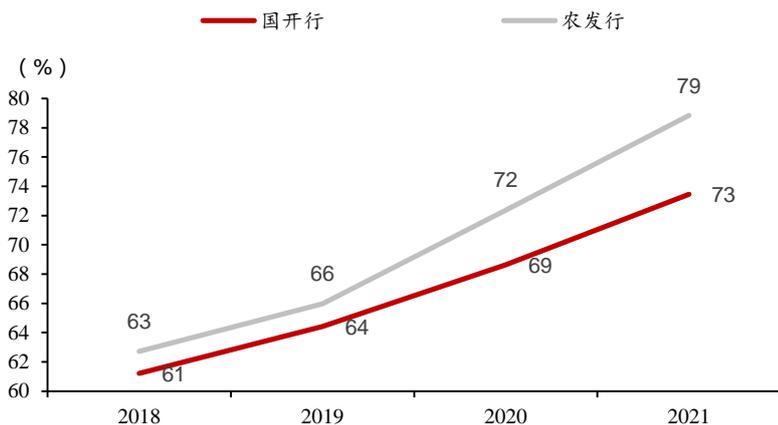
2021 年国开行、农发行分别占比 73%、79%，假设 8000 亿元中有 75% 资金来源于政金债发行，则新增 8000 亿元政策性银行信贷规模，对应新增 6000 亿元政金债。

本次 3000 亿元政策性金融工具，直接等价于 3000 亿元政金债。

按照国常会信息，当前已经明确通过发行政金债等方式筹措资金，这部分资金将增加 3000 亿元政金债发行。

预计两项工具带动政金债新增发行量约为 9000 亿元。

图 13：国开行、农发行债券占总负债比重



资料来源：国家开发银行，中国农业发展银行，民生证券研究院

4.2 工具落地有望撬动信贷约 2 万亿元

政策性金融工具投向的项目将拉动社融，尤其是信贷投放。

首先，调增的 8000 亿元信贷额度由于直接为项目提供贷款，因此计入社融中的人民币贷

款项。

其次，3000 亿元的资本金本身并不直接拉动社融，而是以股权投资形式注入，因此这部分资金无法被社融所统计。但该部分资金流入项目后，所撬动的信贷会计入社融。

最后，将 8000 亿元政策性银行信贷，以及 3000 亿元政金债撬动的信贷，两者相加，便是此次两者政策性银行工具所桥东的总量信贷。

我们按照资本金对应所撬动的比例，来测算 3000 亿元政金债对应的信贷规模。

根据 2019 年《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，项目最低资本金为 20%。由于当前优质项目稀缺，更多项目由于现金流偏弱而缺乏资本金的介入。我们对资本金比例做两种假设，20%和 25%，从而匡算 3000 亿元政金债能够撬动的信贷规模。

当项目资本金为 20%时，3000 亿元资本金能够撬动 1.2 万亿元规模的信贷。当项目资本金为 25%时，则能够撬动 9000 亿规模的信贷。

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。新增信贷或可高达 1.7-2.0 万亿元。

5 大财政下半场，由政金债接力

我们之前初步测算疫情导致财政收支新增 1-2 万亿缺口（详见《财政“缺钱”了怎么办？》）。若 7000 亿元左右的常态化核酸检测不由政府承担，则疫情带来的财政收支缺口约 1 万亿元，即财政收入相较财政支出短缺 1 万亿元。若无法筹措到 1 万亿元资金，则下半年财政支出受限，尤其财政对基建资金拨付可能短缺。

对一般基建项目而言，预算内外资金配比比例为 1:1，也就是说若 1 万亿元财政资金投入到基建项目中，最终会撬动出共计 2 万亿基建项目。上半年疫情原因看似带来财政收支缺口走阔约 1 万亿元，实际对基建项目落地影响约 2 万亿元。

大财政下半场，政策层面选择由政金债来接力。

我们测算得到此次国常会公布政策性银行增量工具，或累计撬动 1.7-2.0 万亿元的信贷资金，大致能够覆盖今年新冠疫情所致基建资金不足。

政策性金融工具落地，或意味着下半年银行间流动性和社融走势发生转变。

首先，因为发行 9000 亿元的政金债，下半年，尤其三季度流动性或被动收紧。

其次，下半年社融结构发生变化，政府债券驱动转向信贷驱动。

特别国债和专项债提前发行的可能性较小，下半年若专项债“缺位”，新增政府债券规模可能大幅下台阶。

此次政策性银行新增工具将撬动约 2 万亿元信贷规模，下半年社融结构中的企业信贷（尤其是企业中长贷）规模或将较上半年走高。

6 风险提示

1) 数据测算有误差。若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对当前居民信贷的判断。

2) 政策调整超预期。若相关财政政策调整超预期，会本文测算的数据与实际产生较大的偏差，从而影响对全年的基建的判断。

3) 疫情影响超预期。若疫情影响范围和时间超过预期，会导致经济会受制于疫情迟迟无法恢复，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

插图目录

图 1：用于项目建设的专项债已经基本发完	3
图 2：财政政策信号摘录	4
图 3：基础设施投资基金对应的政金债发行情况	5
图 4：2022 年 5 月政策性银行金融债持有者分布	5
图 5：2021 年末国开行负债构成	5
图 6：2021 年末农发行负债构成	5
图 7：2021 年国开行资产负债表	6
图 8：2021 年农发行资产负债表	6
图 9：2021 年末国开行发放贷款及垫款投向	6
图 10：2021 年末农发行发放贷款及垫款投向	6
图 11：两种模式的运作流程	7
图 12：政策性银行扩表的资金运转模式	8
图 13：国开行、农发行债券占总负债比重	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