

“稳增长”工具箱大盘点

年初以来，伴随“稳增长”持续加力，准财政、结构性货币工具层出不穷。当前“稳增长”工具使用进度，或对哪些领域形成明显支持？敬请关注。

■ 稳增长工具有哪些、进展如何？准财政、货币工具使用加快，部分已用完

稳增长加力下，以政策性金融工具为代表的准财政工具、和设备更新改造再贷款等货币工具层出不穷。年中以来，准财政工具箱再添新成员，政策性金融工具、用于补充重大项目资本金，累计新增额度 6000 亿元；政策性银行信贷调增 8000 亿元、占 2021 年新增信贷 6 成左右。除准财政工具外，结构性货币工具频出，科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造再贷款额度合计 5400 亿元。

时至四季度中，政策性金融工具、部分再贷款额度等稳增长工具使用进度已接近尾声。准财政工具中，政策性金融工具额度已于 9 月底全部投放完毕，政策性银行贷款投放已明显加快，例如，农发行已提前一季度完成提前下达的全年信贷计划。货币工具中，科技创新、普惠养老、交通物流再贷款已于年中使用完毕，9 月初创的设备更新改造再贷款、保交楼专项借款也在加快投放，进度还需跟踪。

■ 稳增长工具主要支持哪些领域？向基建、绿色、能源、制造业等领域倾斜

准财政工具向基础设施、产业升级、绿色环保等倾斜，对保障房等地产领域也有支持。政策性金融工具的使用、部分替代项目资本金短缺，投向交通领域较多、占比近 7 成，产业升级也相对较多、10% 左右。与之一致的是，政策性银行信贷对基建、绿色环保等领域支持较大，例如，国开行前三季度发放能源贷款 4069 亿元、同比增长 26%；对地产领域也有支持，更多为老旧小区改造、保障房等。

再贷款等结构性货币工具带动相关领域贷款明显增长，尤其是清洁能源、科技创新、制造业等。结构性货币工具发力，引导资金定向加大对科技创新、设备更新改造、民生等领域支持，带动相关行业贷款明显增长，其中，单季度普惠小微贷款一度达 1.54 万亿元、处历史高位，清洁能源上半年贷款翻番至 8300 亿元。

■ 稳增长工具落地影响？政策工具箱或仍有增量空间，支持制造业、新基建等

内需接力下，本轮稳增长工具箱或仍有增量空间。此前经济下行压力较大阶段，政策工具一度大规模加码，例如，2015-2017 年间，发行累计 7 批、合计 2 万亿的大规模专项建设债券，政策性银行信贷占全口径贷款比重也是一度高达 16% 以上。而当前政策性金融工具累计仅下达 6000 亿元，上半年政策性银行信贷投放占比不足 9%；伴随项目加快落地，政策工具补充资金短缺的需求或依然较大。

相较以往，本轮政策工具更多向制造业、科技创新、新基建等倾斜。上一轮专项建设债券主要支持棚改等民生项目，本轮政策性金融工具主要投向重大科技创新、新兴基建等。与之一致的是，贷款资金也向新基建、制造业等领域涌入，例如，前三季度制造业贷款新增 4.2 万亿元、同比多增 1.8 万亿元，占全口径企业贷款近 3 成；近年国开行投向城市交通贷款占比由 10% 左右抬升至 13% 以上。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1、“稳增长”工具已出台哪些、实施进展？	3
2、稳增长工具主要支持哪些领域？	4
3、稳增长工具落地有何影响？	6
4、风险提示：	8

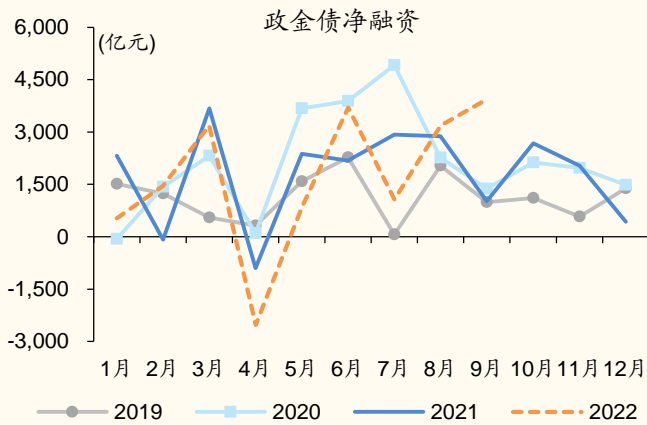
图表目录

图表 1: 年中以来，政金债融资放量、尤其 9 月	3
图表 2: PSL 结束近 2 年半的收缩、9 月实现净增	3
图表 3: 政策性开发性金融工具的运用机制	3
图表 4: 6000 亿元政策性金融工具已全部使用完	3
图表 5: 政策性银行信贷调增 8000 亿额度	4
图表 6: 逆周期阶段，政策性银行往往主动扩表托底	4
图表 7: 2022 年以来，新创设科技创新、普惠养老、交通物流再贷款等	4
图表 8: 2022 年新创设的结构工具已用完	5
图表 9: 普惠小微、清洁能源贷款同比高增	5
图表 10: 交通领域开发性政策性基金投放规模居前	5
图表 11: 云南、广西等中西部省市投放基金规模较多	5
图表 12: 农发基础设施基金支持市政产业园项目居多	6
图表 13: 进银基础设施基金主要投向港口铁路公路等	6
图表 14: 国开行、农发行投向绿色领域贷款增多	6
图表 15: 去年底以来，国开行信贷支持棚改、旧改等	6
图表 16: 部分阶段新增政策性银行信贷占比可超 16%	7
图表 17: 2015-2017 年专项建设债券多批次下达	7
图表 18: 政策性金融工具 VS 专项建设债券	7
图表 19: 2022 年地方债支持基建占比进一步抬升	7
图表 20: 2022 前三季度，制造业新增贷款占比近 3 成	8
图表 21: 国开行投向制造业、城市交通贷款占比抬升	8

1、“稳增长”工具已出台哪些、实施进展？

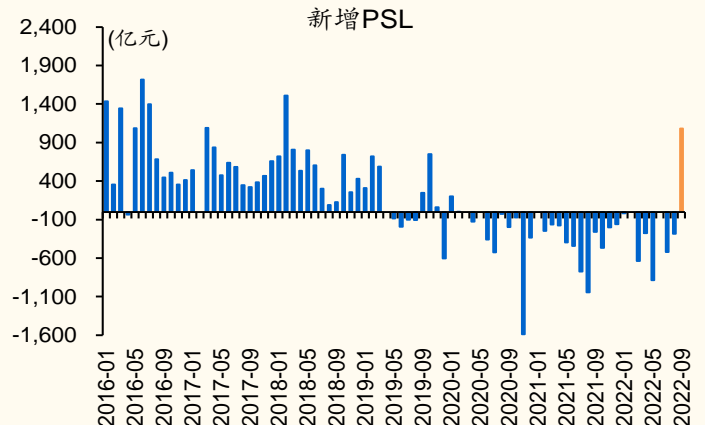
近期，政金债超季节性放量、PSL 重现增长等，或为政策性金融工具等补充融资支持。年中以来，政金债融资明显增多、6 至 9 月单月较近 3 年同期均值多增 740 亿元左右，尤其 9 月净融资超 3900 亿元、往年同期均值仅 1100 亿元左右；PSL 结束了近 2 年半的收缩、9 月净增加 1082 亿元。政金债超季节增长、PSL “重出江湖”等，或政策性金融工具、保交楼专项借款等加快使用等有关。

图表 1：年中以来，政金债融资放量，尤其 9 月



来源：Wind、国金证券研究所

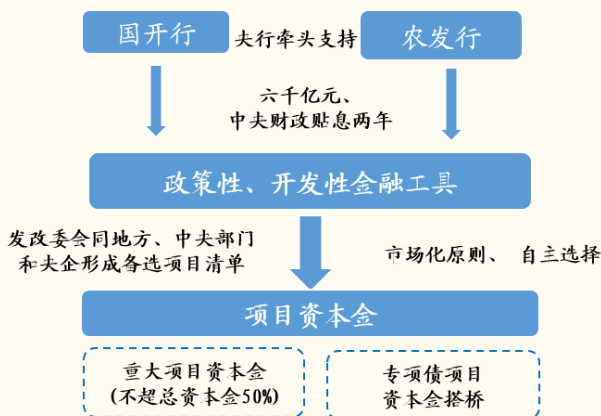
图表 2：PSL 结束近 2 年半的收缩，9 月实现净增



来源：Wind、国金证券研究所

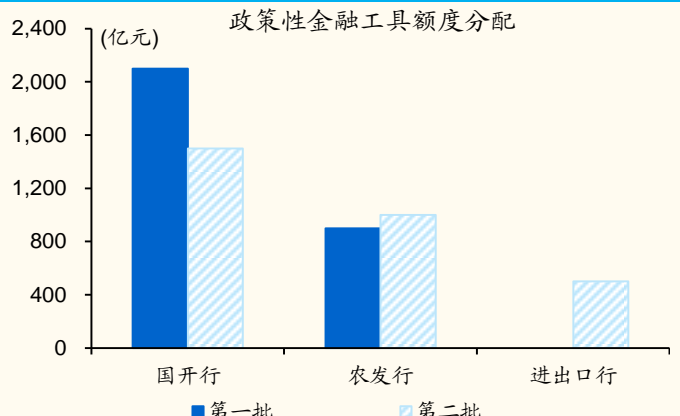
稳增长加力下，政策性金融工具额度已投放完毕，农发行等政策性银行提前完成全年信贷计划。政策性开发性金融工具，6 月初创时额度为 3000 亿元、8 月追加 3000 亿元，其中，国开行先后分配 2100 亿元和 1500 亿元额度，农发行第一、二批额度分别为 900 亿元和 1000 亿元，国开行第二批给予 500 亿元额度，均于 9 月底投放完毕。同时，政策性银行信贷投放也明显较快，年中国常会新增 8000 亿元额度、占去年全年新增信贷 6 成左右，其中，农发行已提前一季度完成提前下达的 9000 亿元年度信贷计划。

图表 3：政策性开发性金融工具的运用机制



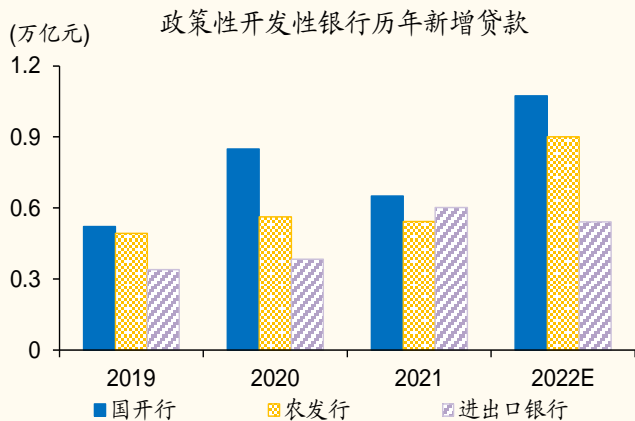
来源：中国人民银行、国金证券研究所

图表 4：6000 亿元政策性金融工具已全部使用完



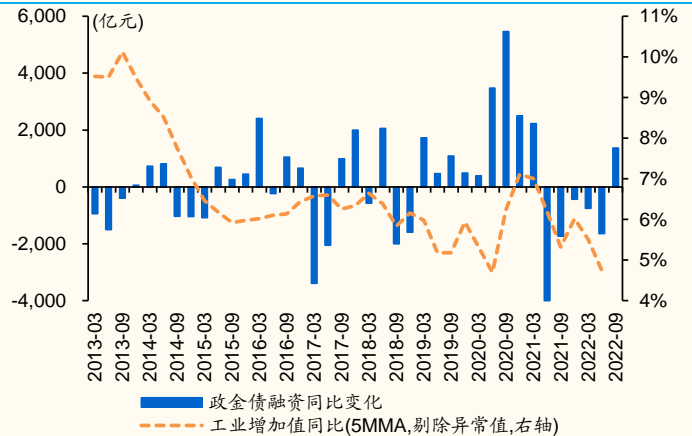
来源：国开行、农发行、进出口行、国金证券研究所

图表 5: 政策性银行信贷调增 8000 亿额度



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表 6: 逆周期阶段, 政策性银行往往主动扩表托底



来源: Wind、国金证券研究所

除准财政资金支持外, 交通物流、设备更新改造再贷款等结构性政策陆续出台, 保交楼专项借款也应运而生、定向支持地产领域。“稳信贷”诉求上升下, 结构性货币政策工具频出。截至年中, 2022 年上半年创设的三个定向支持科技创新、普惠养老、交通物流等领域的再贷款额度均已用完, 此前的碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款的额度使用进度也较快, 分别为 89% 和 77%; 2000 亿元保交楼专项借款也在加快落地使用, 还需进一步跟踪。

图表 7: 2022 年以来, 新创设科技创新、普惠养老、交通物流再贷款等

	工具名称	支持领域	发放对象	利率	额度/亿元
长期性工具	支农再贷款	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2%	7600
	支小再贷款	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2%	16400
	再贴现	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2% (6个月)	7000
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	普惠小微企业	地方法人金融机构	2% (激励)	400
	碳减排支持工具	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构	1.75%	8000
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	3000
	科技创新再贷款	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75%	2000
	普惠养老专项再贷款	浙江、江苏、河南、河北、江西试点, 普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75%	400
	交通物流专项再贷款	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75%	1000
	设备更新改造专项再贷款	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造	21家全国性金融机构	1.75%	2000

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

2、稳增长工具主要支持哪些领域?

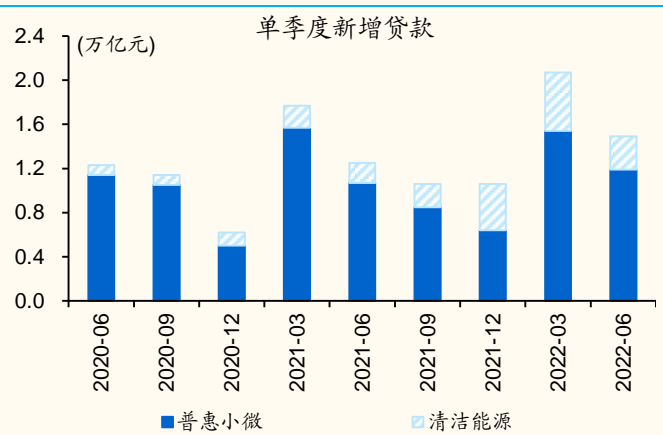
再贷款等结构性货币工具带动相关领域贷款明显增长, 尤其是清洁能源、科技创新、制造业等。结构性货币政策发力, 引导资金加大支持科技创新、交通物流等领域; 今年以来创设的再贷款工具额度多已用完, 带动相关领域贷款增长明显, 其中, 单季度普惠小微贷款一度达 1.54 万亿元、处历史高位, 清洁能源上半年新增贷款 8300 亿元、去年同期仅 3800 亿元。

图表 8：2022 年新创设的结构工具已用完

工具名称		额度	使用进度
长期性工具	支农再贷款	7600	29%
	支小再贷款	16400	15%
	再贴现	7000	12%
阶段性工具	普惠小微贷款支持工具	400	89%
	碳减排支持工具	8000	77%
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	88%
	科技创新再贷款	2000	100%
	普惠养老专项再贷款	400	100%
	交通物流专项再贷款	1000	100%

来源：中国人民银行、国金证券研究所

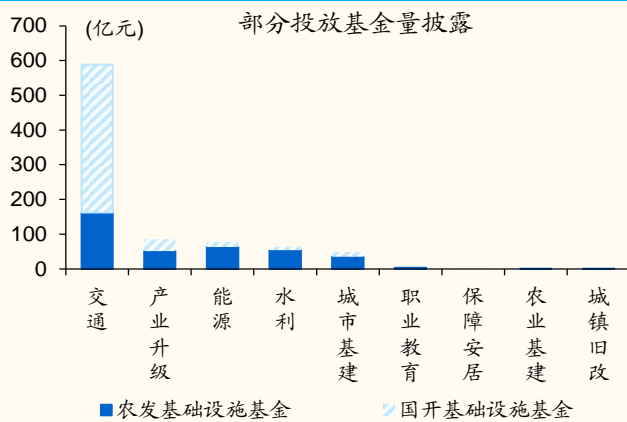
图表 9：普惠小微、清洁能源贷款同比高增



来源：Wind、国金证券研究所

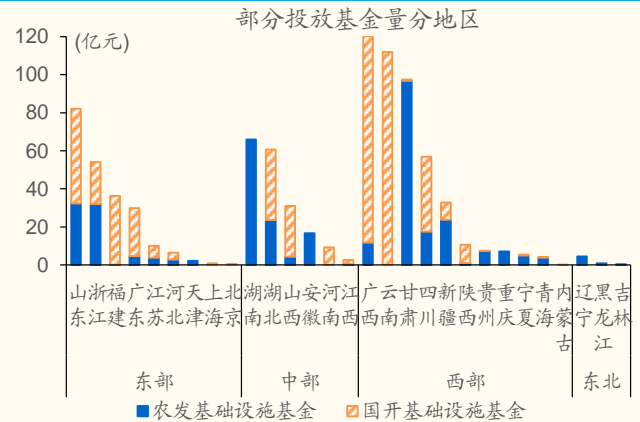
金融工具的运用，部分替代了项目资本金短缺，主要支持基础设施领域。金融工具自 7 月下旬投放加快。从投向上看，交通领域较多、占样本比重近 7 成，产业升级也相对较多、10%左右；地域分布上，广西、云南、甘肃等西部投放量大，三省合计占样本比重近 4 成，山东、湖北等项目相对较多的东中部省市也较多。具体银行来看，农发基础设施基金主要支持市政产业园、项目大 888 个，水利、交通项目分别为 229 和 140 个；进银基础设施基金投向港口铁路建设占比达 6 成以上，能源水利和集成电路占比在 10%-13%之间。

图表 10：交通领域开发性政策性基金投放规模居前¹



来源：国开行、政府网站、国金证券研究所

图表 11：云南、广西等中西部省市投放基金规模较多²

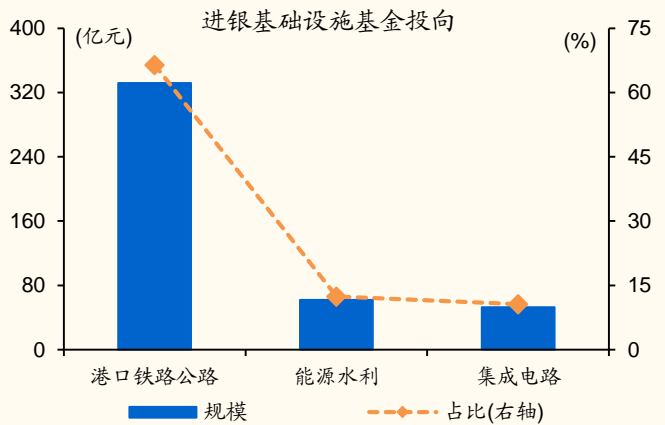
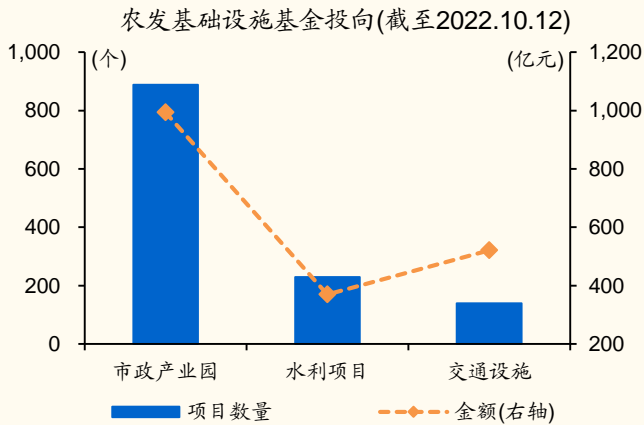


来源：国开行、农发行、政府网站、国金证券研究所

¹截至 8 月 26 日，国开、农发基础设施投资基金合同金额 2100 亿元，本文梳理项目金额达 869 亿元、占比 41%，或有一定代表意义。
²与脚注 1 所属同一样本。

图表 12: 农发基础设施基金支持市政产业园项目居多

图表 13: 进银基础设施基金主要投向港口铁路公路等



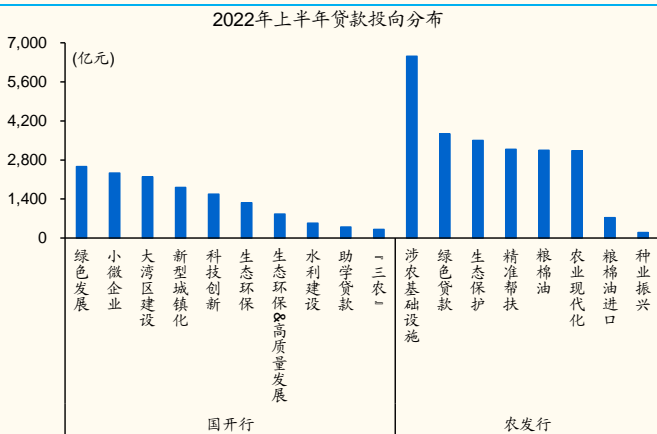
来源: 农发行、国金证券研究所

来源: 进出口行、国金证券研究所

政策性银行信贷向基础设施、绿色环保等领域倾斜,对保障性住房也有一定支持。国开行最新数据显示,前三季度发放能源贷款 4069 亿元,专精特新贷款 131 亿元。全口径来看,贷款投向基础设施建设、新型城镇化、绿色领域相对集中;同时,国开行等自去年以来向地产领域提供融资支持的新闻案例有所增多、更多与老旧小区改造、保障性住房等有关。

图表 14: 国开行、农发行投向绿色领域贷款增多

图表 15: 去年底以来,国开行信贷支持棚改、旧改等



时间	贷款用途	规模	具体内容
2022年5月	城镇老旧小区改造	2.2亿元	国家开发银行倾心倾力支持延安革命老区振兴发展,及时向 老北关老旧小区建筑(小区)提升改造项目提供贷款2.2亿元 ...
2022年4月	棚户区改造	14亿元	国家开发银行主动宣介棚改融资政策...协助地方政府完善拆迁安置方案、做好拆迁补偿和居民安置等工作,提供 授信支持48亿元 ...
2022年3月	保障性住房贷款	66.5亿元	在 支持山东保障性住房建设 方面,发放 各类保障性住房贷款66.5亿元 ,其中,向山东省首个保障性租赁住房项目—— 济南新旧动能转换起步区租赁住房项目 授信7亿元,发放首笔贷款1.3亿元。
2021年12月	城镇老旧小区改造	授信55亿元	国家开发银行 福建分行 为 宁德城市更新项目成功授信55亿元 ,规划更新宁德环金溪路等3个月区,实施沿老城区主干道26个老旧小区及小东门花样街区改造...
2021年11月	保障性住房贷款	225亿元	国家开发银行 陕西分行 :把牢“四严”标尺,实现“三曲”协奏,全力支持保障性住房建设。 截至10月底,实现公租房、老旧小区改造等领域授信超过539亿元,发放贷款225亿元。
2021年10月	城镇老旧小区改造	3亿元	国开行双管齐下,向 西安市长安区 老旧小区综合提升改造项目授信承诺 6.5亿元,已实现贷款发放3亿元 ...
2021年9月	城镇老旧小区改造	授信166亿元	国家开发银行 开发银行宁波分行 党委“保障民生需求办实事”。目前,已 完成海曙区孝闻片区、鄞州中河工业未来社区、镇海区市老街、姜山未来社区等项目授信166亿元 ,近万户居民住房条件将得到显著改善。

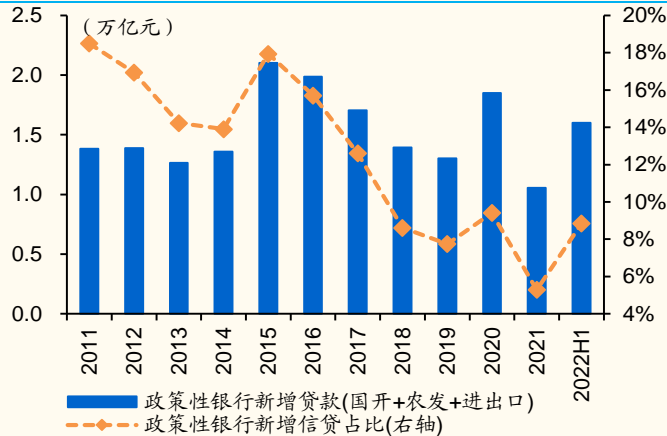
来源: 国开行、农发行、国金证券研究所

来源: 政府网站、Wind、国金证券研究所

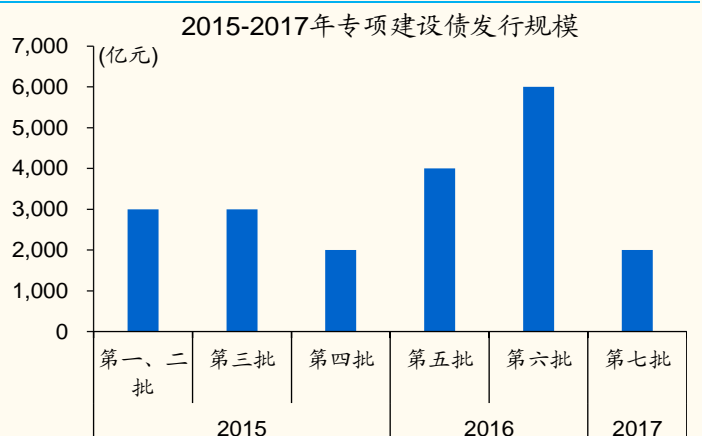
3、稳增长工具落地有何影响?

内需接力下，本轮稳增长工具箱或仍有增量空间。此前经济下行压力较大阶段，政策工具大规模加码，例如，2015-2017年间，发行累计7批、合计2万亿的大规模专项建设债券，政策性银行信贷占全口径贷款比重也是一度高达16%以上。而当前政策性金融工具累计仅下达6000亿元，上半年政策性银行信贷投放占比不足9%；伴随项目加快落地，政策工具补充资金短缺的需求或依然较大。

图表 16: 部分阶段新增政策性银行信贷占比可超 16%



图表 17: 2015-2017 年专项建设债券多批次下达



来源：中国人民银行、Wind、国金证券研究所

来源：中国人民银行、Wind、国金证券研究所

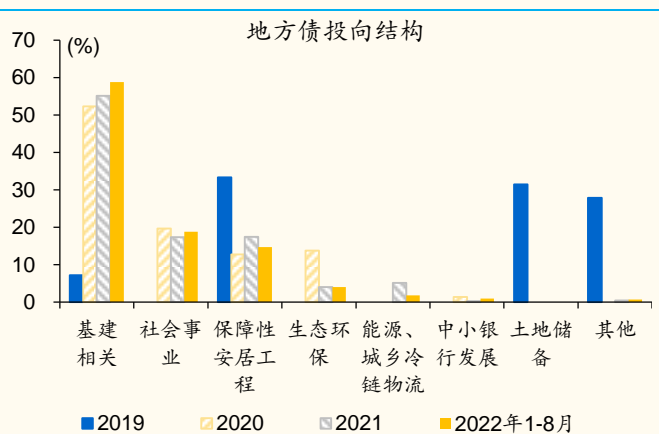
相较以往，本轮准财政政策工具多向科技创新、新基建等领域倾斜。今年发行的政策性金融工具、与专项建设债券类似，均由政策性银行设立基金等方式对项目进行注资，但支持领域有所不同。上一轮专项建设债券主要支持棚改等民生项目，及重大水利工程等基础设施项目，本轮政策性金融工具用于补充重大项目资本金、或为专项债项目搭桥，主要投向重大科技创新、新兴基建等领域。

图表 18: 政策性金融工具 VS 专项建设债券

分类	2015-2017年专项建设债券	2022年政策性金融工具
发放金额	超2万亿元	6000亿
发行期限	8-20年	/
发行利率	2015年发行之处财政按照90%比例贴息；2016年9月，针对不同项目类型，执行最低0%、最高90%，其他档次分别是70%和50%的分档贴息政策	中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限2年
发行用途	支持国家重大项目建设	补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，或为专项债项目资本金搭桥
支持领域	①民生工程：棚户区改造等； ②基础设施：重大水利工程、轨道交通等； ③产业转型：增强制造业竞争力等转型升级项目等	①基础设施：交通水利能源、信息科技物流、地下管廊、高标准农田、国家安全基础设施等； ②重大科技创新：前沿新兴领域、稳链补链领域； ③专项债投资项目：基建相关、社会事业、保障性安居工程；生态环保；能源、城乡冷链物流
注资限制	不超过项目总投资的20%	不超过资本金的50%
运作方式	国开行和农发行向邮储银行定向发行，并将债券收入以股本方式投入发展基金；合格企业向政府递交基金支持申请，发改委审核并入重大项目；国开行和农发基金采用股权投资方式向项目注资	人民银行牵头支持开发银行、农发行发行金融债券等筹资；发改委会同各个地方，中央有关部门和中央企业形成足够多的备选项目清单；开发银行、农发行通过金融工具按照市场化原则自主选择投资

来源：中国人民银行、Wind、财政部、国金证券研究所

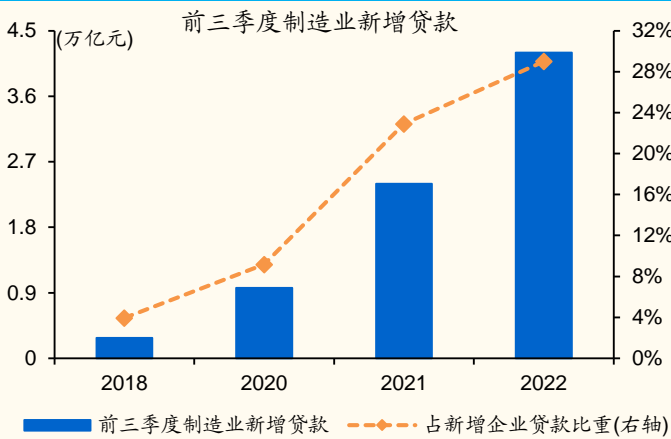
图表 19: 2022 年地方债支持基建占比进一步抬升



来源：财政部、国金证券研究所

与之一致的是，贷款资金也向新基建、制造业等领域涌入。近年来制造业领域的资金不断涌入，前三季度新增贷款4.2万亿元、同比多增1.8万亿元、占全口径企业贷款3成左右。城市轨道交通等新基建领域贷款也明显增多，例如，近年国开行投向城市交通贷款占比由10%左右抬升至13%以上。

图表 20: 2022 前三季度, 制造业新增贷款占比近 3 成



来源: Wind、国金证券研究所

图表 21: 国开行投向制造业、城市交通贷款占比抬升

行业/年份	国开行历年信贷投向(万亿元)													贷款走势
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	
棚改					0.28	0.64	1.31	2.13	2.73	3.04	3.11	3.09	2.92	
道路运输	0.71	0.86	0.98	1.12	1.24	1.42	1.62	1.69	1.79	1.81	2.01	2.70	2.45	
电燃水	0.54	0.60	0.73	0.82	0.86	0.88	0.94	0.96	1.05	1.07	1.10	1.09	1.29	
水利环境	0.98	1.10	1.09	1.07	1.11	1.07	0.99	0.95	0.86	0.88	0.90	1.03	1.24	
城市交通	0.08	0.10	0.13	0.17	0.21	0.26	0.33	0.35	0.41	0.66	0.74	0.74	0.96	
铁路运输	0.12	0.17	0.35	0.45	0.54	0.62	0.76	0.89	0.93	0.97	1.02	0.90	0.95	
制造业	0.24	0.32	0.45	0.52	0.57	0.59	0.58	0.57	0.55	0.54	0.64	0.78	0.83	
石油化工	0.29	0.43	0.49	0.53	0.56	0.60	0.68	0.73	0.75	0.76	0.75	0.69	0.57	
其他运输	0.17	0.13	0.16	0.20	0.21	0.21	0.21	0.19	0.21	0.26	0.36	0.33	0.39	
采矿业	0.21	0.23	0.27	0.31	0.35	0.39	0.42	0.43	0.30	0.28	0.26	0.30	0.31	
教育	0.07	0.11	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	0.13	0.14	0.15	0.19	0.25	
金融业	0.00	0.00	0.11	0.19	0.19	0.15	0.15	0.20	0.25	0.23	0.35	0.43	0.21	
电信信息	0.06	0.07	0.08	0.10	0.09	0.08	0.10	0.10	0.10	0.11	0.10	0.07	0.08	
其他	0.23	0.37	0.56	0.83	0.81	0.93	1.02	1.00	0.99	0.92	0.71	0.70	0.81	

来源: 国开行、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 政策性金融工具新增额度全部使用完毕, 政策性银行信贷投放加快、农发提前一季度完成全年信贷计划; 除准财政资金支持外, 交通物流、设备更新改造再贷款等结构政策工具多使用超 7 成。
- 准财政工具向基础设施、绿色环保等领域倾斜; 结构性货币工具带动相关领域贷款明显增长, 例如, 清洁能源上半年贷款同比翻番。
- 内需接力下, 本轮稳增长工具箱或仍有增量空间; 相较以往, 本轮政策工具更多向制造业、科技创新、新基建等倾斜。

4、风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情潜在反复风险, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

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：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402