

十五年回顾：财政货币化的历史主线

2023年02月13日

中国财政货币化在具体形式上截然不同于国外，而且随着历史不断演化。不同形式的财政货币化，对宏观经济和资本市场影响截然不同。

“财政货币化”依然是 2023 年重要的年度关键词。我们先来回溯中国财政货币化历史经验，并总结相关规律，为理解 2023 年财政货币化提供一些启发。

► 以 2008 年为观察起点，中国总共经历了五轮财政货币化扩张周期。

五轮扩张分别是 2008 至 2010 年（第一轮），2011 至 2014 年（第二轮），2015 至 2018 年（第三轮），2019 至 2021 年（第四轮），2022 年至今（第五轮）。

每一轮财政扩张有共性特征，也有个性差异。主要差异有三，一是财政扩张具体方式不同；二是财政扩张举债主体不同；三是财政扩张之时货币配合方式不同。对比每一轮财政扩张异同，我们总结得到如下三条规律，亦为三条历史主线。

► 主线一，预算内外方式并立，但地方能动性强的方式（如非标）趋势收缩。

中国财政扩张有两种方式，预算内扩张和预算外扩张。两种方式的本质差异在于，预算内扩张，政府部门是信用主体；预算外扩张，信用主体一般是城投等企业。

2009 年“四万亿”开启了中国财政扩张之路，2015 年是中国新预算法实施元年。以 2009 和 2015 年为时间轴，得到中国财政预算内外扩张规律。

（一）2015 年以前，预算外扩张速度快于预算内。

（二）2015 年之后，隐债控制趋严，预算外扩张降速。即便经济压力较大年份，边际放松隐债监管，但非标等地方能动性极强的预算外方式，再未趋势抬头。

► 主线二，预算内扩张方式有限，近年突破重点在于多渠道盘活存量资金。

预算内财政扩张手段较为单一，预算内扩张方式主要在于政府债券发行扩容。

2009 年以后预算内财政扩张，大趋势是打开地方举债约束，并打开地方政府举债空间。地方政府举债主要依靠专项债，所以近年专项债规模一再攀升。

近年疫情加大经济波动，为填补预算内收支缺口，**近年政府增扩预算内资金的临时性手段有盘活存量资金**，例如央企缴纳利润等。

► 主线三，预算外扩张的具体形式不断翻新，总体方向上是中央加强主导权。

预算内外方式较为多元，不同时期工具创新不断。然而有意思的是，不论预算外工具形式如何翻新，**预算外大方向是地方财权收缩。**

一个例证是地方能动性较强的预算外融资方式逐步收缩；中央调控能动性较强的预算外方式，例如政策银行信贷、PSL 等规模近年有所扩张。

这一预算外趋势，反映中央政府逐步规范并控制地方财政随意扩支，也意味着未来财政扩张将更多依赖中央。

► 展望 2023 年财政货币化趋势：看点在中央政府主导的预算外形式创新。

2022 年中央经济工作会议明确，2023 年财政工作将统筹使用赤字、专项债、贴息工具，**说明 2023 年财政扩张，需要财政货币协同，也需要预算内外并举。**

2023 年财政扩张可有三点预期：（一）预算外亮点在于资金用途，着力化解债务、稳定保交付预期、亦或推高基建投资；债务置换的节奏值得跟踪和关注。（二）预算内亮点在于存量资金盘活；（三）央行将继续使用结构工具配合财政扩张。

风险提示：经济修复节奏超预期，疫情发展超预期，隐性债务监管政策超预期。



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.全球大类资产跟踪周报：“验证时刻”前的平静-2023/02/12
- 2.1月金融数据点评：市场将如何定价“狂飙”的开年社融-2023/02/11
- 3.2月资金利率上行点评：资金面骤然收紧之后-2023/02/09
- 4.宏观专题研究：大宗商品怎么看？关注交易节奏-2023/02/07
- 5.全球大类资产跟踪周报：国内复苏交易暂缓，海外紧缩交易再起-2023/02/04

目录

引言	3
1 2009-2010 年：预算外信贷扩张	3
1.1 中央代发地方政府债券	3
1.2 城投平台融资（吸引银行信贷等）	4
2 2011-2014 年：预算外非标扩张	5
2.1 银行通道业务	5
2.2 BT（建设—移交）模式、其他工程欠款	6
3 2015-2018 年：政策行支持财政扩张	7
3.1 地方债开始正式发行	7
3.2 PPP 模式	8
3.3 专项建设基金	9
3.4 PSL（抵押补充贷款）	10
4 2019-2021 年：依赖预算内加杠杆	10
4.1 国企上缴利润	11
4.2 地方债务规模大幅增扩	11
4.3 2019-2020 城投融资边际松绑	12
5 2022 年：政策行联动央行定向工具支持	13
5.1 央行上缴利润	13
5.2 政策行积极扩表	14
5.3 PSL 重启，用于房企纾困或基建	15
5.4 设备更新再贷款	16
6 过去十五年财政货币化的历史主线	16
6.1 主线一，预算内外方式并立，但地方能动性强的方式（如非标）趋势收缩	16
6.2 主线二，预算内扩张方式有限，近年突破重点在于多渠道盘活存量资金	17
6.3 主线三，预算外扩张的具体形式不断翻新，总体方向上是中央加强主导权	17
6.4 展望 2023 年财政货币化趋势，看点在中央政府主导的预算外形式创新	18
7 附录	20
8 风险提示	22
插图目录	23

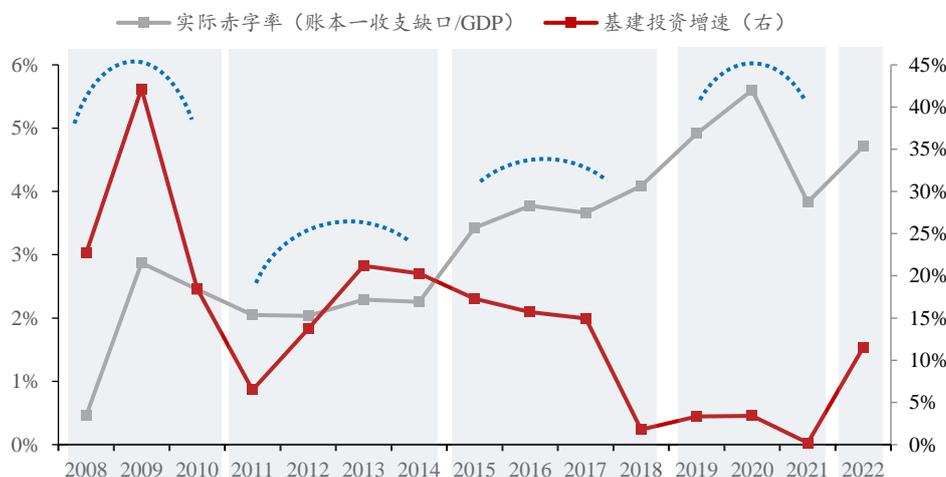
引言

2008 年以后中国总共经历过五个财政扩张阶段。不同的财政扩张阶段中，财政货币化形式不同。

2008 年以后中国经历的五个财政扩张阶段分别是，2008 年-2010 年、2011 年-2014 年、2015 年-2018 年、2019 年-2021 年、2022 年至今。

回顾十五年历史，我们尝试梳理得到中国财政货币化的主要脉络，为我们理解后续财政货币化形式及所致影响，提供一些启发。

图 1：历史上曾有五轮宽财政周期



资料来源：财政部、wind，民生证券研究院。注：账本一指全国一般公共预算

1 2009-2010 年：预算外信贷扩张

金融危机后，国常会出台十项举措拉动内需，提出“四万亿”投资计划（实施十项内需中的工程建设，到 2010 年底约需投资 4 万亿元）。同年中央经济工作会议强调 2009 年“把扩大内需”作为保增长的根本途径。

“四万亿”投资计划中，中央财政只提供大约三分之一的资金来源（1.18 万元），剩余三分之二（2.82 万亿）由地方政府和社会资本提供。为加速地方获得配套资金形成实际支出，财政启动了一轮扩张。

1.1 中央代发地方政府债券

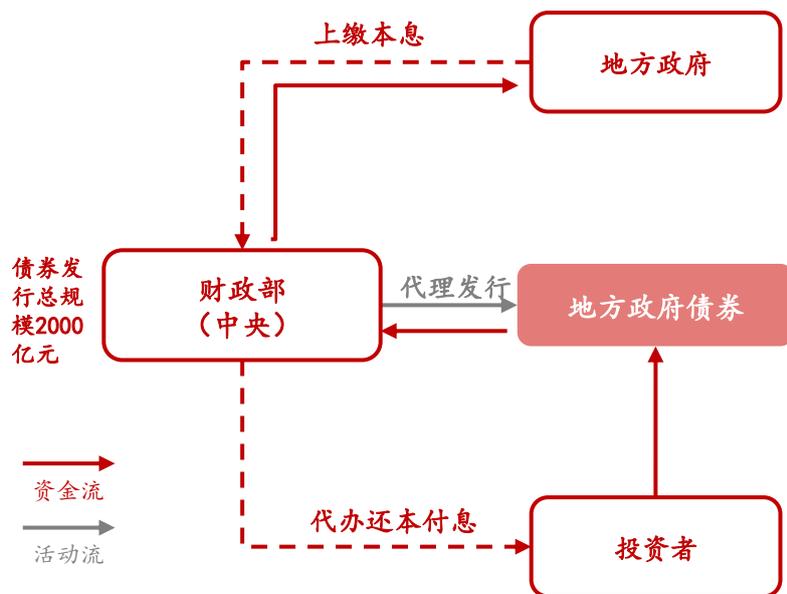
四万亿时期，地方财政亟需资金，2009 年政府打开了地方债融资渠道。

2009 年以前，受《预算法（1994）》、《担保法》约束，地方政府没有自主发债权限，也没有对外担保融资资格，地方政府难以自主获得项目配套资金。

2009 年中央通过“代发代还”模式帮助地方政府融得项目投资资金，地方政府主导项目能够在各省份推进落地。

2009 中央首次代理地方发行政府债券 0.2 万亿。这一时期地方债规模小，且资金用途固定，并非地方政府财政扩张的主要资金来源。

图 2：2009 年地方债务“代发代还”模式



资料来源：民生证券研究院绘制

1.2 城投平台融资（吸引银行信贷等）

四万亿时期，地方财政补充资金的渠道不仅限于预算内地方发债，政策还鼓励平台融资。

其一、鼓励设立融资平台直接获取银行信贷。

2009 年 3 月央行、银监会下发〔2009〕92 号文，鼓励地方政府通过设立政府投融资平台，吸引和激励银行业金融机构加大对中央投资项目的信贷支持力度。

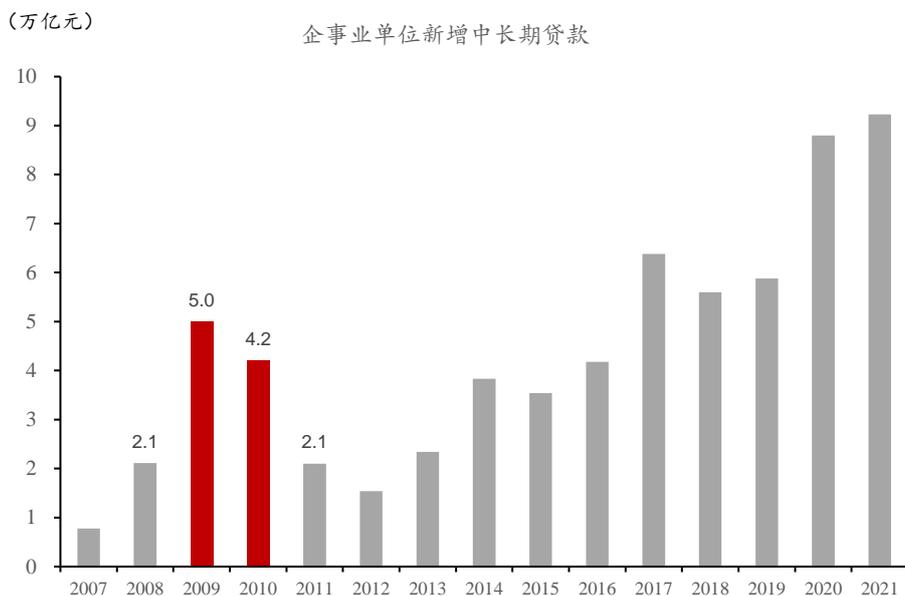
2009-2010 年企事业单位中长期贷款较 2008 年合计多增 7 万亿元，成为该时期最主要的财政预算外融资方式，2013 年 6 月审计表明将近有 10 万亿信贷最终可能由地方政府偿付。

其二、鼓励融资平台发行企业债券。

对于道路、电力改造等未来具有一定收益的项目，鼓励地方融资平台增加企业债券（企业债、中期票据等融资工具）的发行。

2009-2010 年企业债、中票净融资规模较 2008 年合计多增 1.4 万亿元。2013 年 6 月审计表明将近有 1.2 万亿企业债券、中票、短融最终可能由地方政府偿付。

图 3：2009-2010 企事业单位贷款规模高增



资料来源：wind，民生证券研究院

2 2011-2014：预算外非标扩张

2012 年中央经济工作会议提出要“积极扩大国内需求”，开启新一轮财政扩张。

2012 年金融工作会议后，资管行业迎来高速扩张时期，2013 年至 2014 年财政扩张主要借力预算外非标扩张。

2.1 银行通道业务

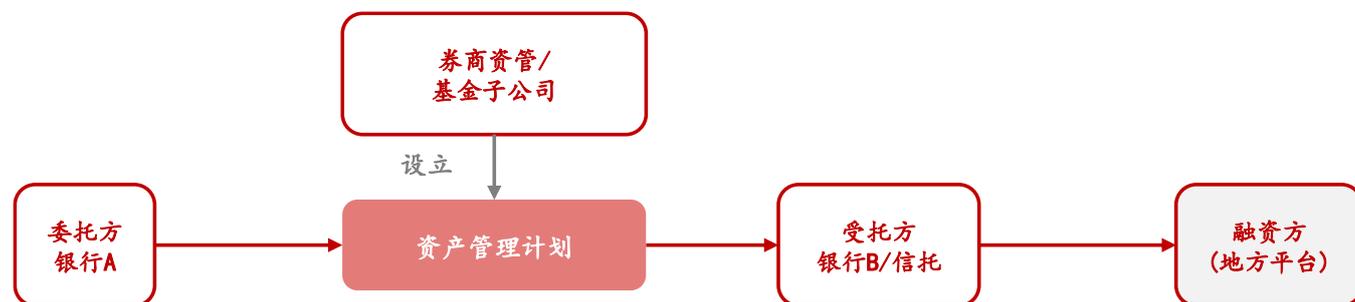
国发〔2010〕19 号约束以往政府通过平台获得银行贷款。自此之后，银行开始建立各类通道业务绕开银行贷款监管。

2012 年下半年，中国资管行业监管放松，资管行业迎来快速发展。随后银行通过“银信合作”、“银证合作”、“银基合作”通道业务，为地方平台融资。

银行资金利用券商资管、信托等作为通道购买非标，最终资金流向基建与地产领域。其中常见的一种模式就是委托贷款/信托贷款模式。即银行 A 先委托券商资管等设立资产管理计划，再由资产管理计划作为委托人，通过银行 B/信托机构，发放贷款给融资人。如果受托人是银行，则为委托贷款模式；若是信托，则是信托贷款模式。

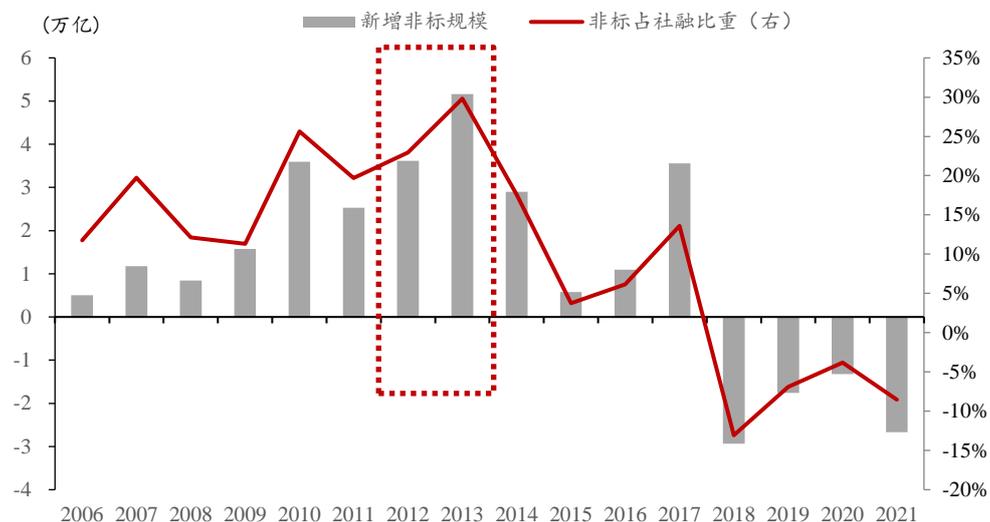
2013 年 6 月审计表明当时共有约 1.42 万亿信托融资、0.33 万亿非银融资最终可能由地方政府偿付。

图 4：委托贷款/信托贷款模式



资料来源：民生证券研究院绘制

图 5：2012-2013 非标占社融比重高增



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 BT（建设—移交）模式、其他工程欠款

一些地方政府还通过 BT（建设—移交）、垫资施工等方式变相举债融资。

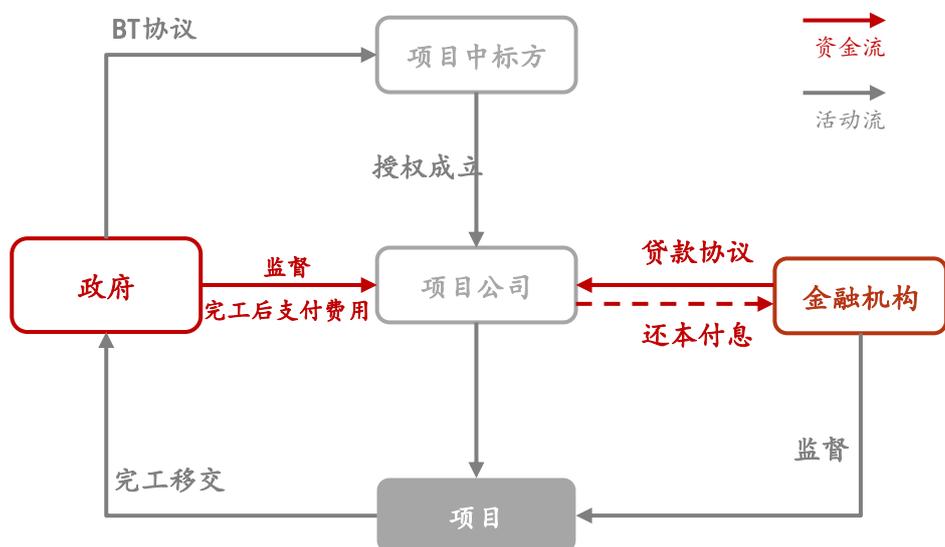
这些融资方式隐蔽性强，不易监管，且筹资成本普遍高于同期银行贷款利率。

以 BT 为例，BT（Build-Transfer；建设-移交）即项目施工在前，款项交付在后的—种项目实施方式。所以项目公司施工前需要与政府方签订回购协议，这其中往往包含政府的担保或者承诺函，形成政府对企业负债。

除此以外，项目单位在向金融机构寻求贷款的时候，可能还会将政府的承诺或者担保当做增信的手段，以求得更高的融资金额。

2013 年 6 月审计表明将近有 1.46 万亿 BT 模式下的地方政府偿付债务、2 万亿地方政府应付未付款项、垫资施工、延期付款。

图 6: BT 的运作模式



资料来源: 民生证券研究院绘制

3 2015-2018 年：政策行支持财政扩张

2014 年末中央经济工作会议提出 2015 年应“努力保持经济稳定增长”，由此开启新一轮财政扩张周期。

这一轮财政扩张采用的方式更为多样化，不论是预算内还是预算外，都有新的财政货币化形式展现出来。但穿透到底层，这一阶段的财政货币化主要依赖政策性银行渠道。

3.1 地方债开始正式发行

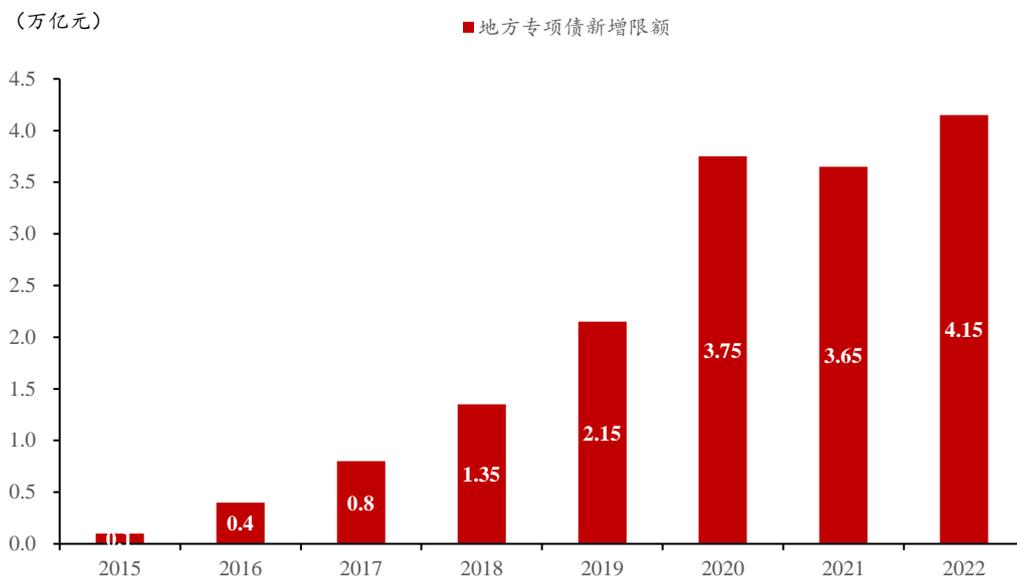
2014 年 43 号文出台，正式赋予地方政府自主发债的权力。

经历了 2008-2013 年预算外地方隐性债务不规范扩张后，2014 年 9 月，国务院下发 43 号文，明确赋予地方未来举债融资权限，同时明确政府债务不得通过企业举借，企业债务不得推给政府偿还，切实做到谁借谁还、风险自担。**对于 2008-2014 年形成的政府性债务，则以 2013 年政府性债务审计结果为基础，抓紧将存量债务纳入预算管理（约 14.2 万亿）。**

对于 2015 年后地方债，在额度设定上，地方在上一年末向中央上报项目所需资金额度，中央再根据宏观调控需求确定额度并分配到地方。地方拥有了一定自主加杠杆的权力。

2015-2018 年，地方债发行规模仍然较小（0.1 万亿-1.35 万亿），且主要用于土储与棚改等地产领域项目，基建扩张仍然依赖预算外资金。

图 7：专项债从 2015 年开始发行



资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 PPP 模式

确定地方债务发债权力的 43 号文中，同时提出“鼓励社会资本通过特许经营等方式，参与城市基础设施等有一定收益的公益性事业投资和运营。”

从 2014 年开始，PPP 渐渐肩负起控制地方政府债务、和刺激社会资本投资的双重重任。

虽然政策明文规定政府不承担社会资本（投资者或特别目的公司）偿债责任，但为了吸引社会资本参与项目：部分地方政府向社会资本约定或承诺回购其投资本金、承担其投资本金损失、保证其最低收益，通过其他明股实债的方式提供融资及相关服务、对有限合伙制基金等股权投资方式额外附加条款变相举债。更有甚者，政府可能会独立承担融资职责，让 PPP 平台成为二代城投平台。

PPP 模式在帮助这一时期财政扩张时，客观上加重了地方政府的预算外债务负担。根据我们测算，截至 2018 年末，PPP 模式可能累计形成 5.5 万亿政府预算外债务。

图 8: PPP 项目季度入库数



资料来源: wind, 民生证券研究院

3.3 专项建设基金

2015 年-2018 年, 地方债还处于起步阶段, 规模较小, 为进一步加大逆周期调节力度, 2015 年下半年政策行开始发行专项建设债券, 支持政府项目建设。

专项建设债券由政策性银行面向商业银行发行, 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。

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。在 2016 至 2017 年又先后完成第 5 批-第 7 批建设债发行, 2015-2017 年合计发行 2 万亿, 强有力支持了当期基建投资。

图 9: 2015-2017 年共发行 2 万亿专项建设债

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: 财政部, 民生证券研究院

3.4 PSL (抵押补充贷款)

2014年4月初，国常会强调在年内加快棚改进程，明确开发性金融应向棚改项目输血，提供稳定的融资渠道。

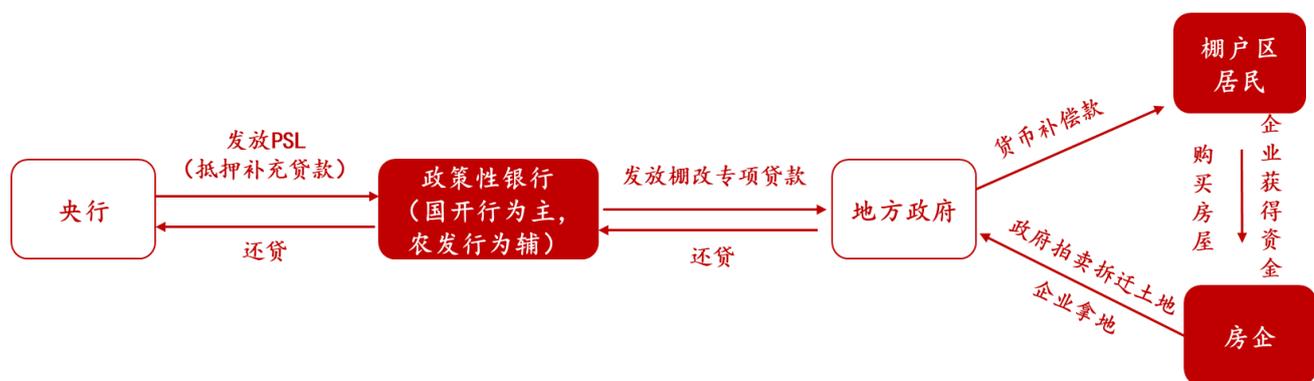
央行随后创设抵押补充贷款 (Pledged Supplemental Lending, PSL)，支持国家开发银行加大对“棚户区改造”重点项目的信贷支持力度。

运作模式上，政策行首先贷款给地方政府，地方政府用于棚改项目，随后政策行将该项贷款抵押给央行获得新增流动性。贷款到期时，地方政府通过当期土地出让收入向政策行偿付本金（贷款期限为15-25年）。

2014-2018年，PSL合计投放3.38万亿，实际上是央行协同政府完成了在保障房建设上的支出。

这项工具设立时仅面向国开行的棚改项目，2015年新增面向农发行、进出口银行，并且将重大水利工程、地下管廊建设等基建也纳入贷款投放领域。

图 10: PSL 运作模式



资料来源：民生证券研究院绘制

4 2019-2021 年：依赖预算内加杠杆

2018-2019年主要因为金融去杠杆叠加中美摩擦，经济下行压力加大，2020则主要因为疫情冲击拖累经济。2018年中央经济工作会议指出2019应“加大逆周期调节力度”。

这一时期财政隐债监管趋严，且财政扩张重心在减收而非扩支，财政加杠杆更多体现在预算内。

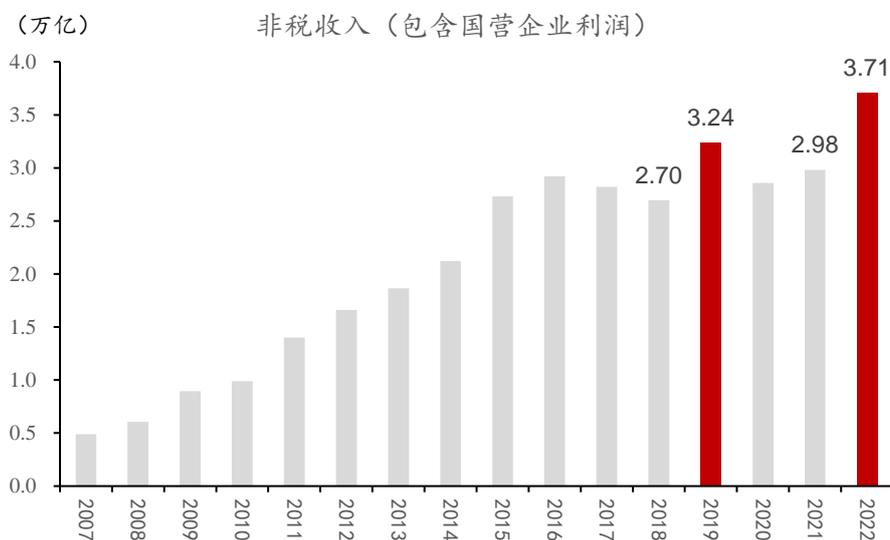
4.1 国企上缴利润

2019 年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，使得当年非税收入成为 2019 年一般公共预算的主要支撑项，拉动当年一般公共预算收入 3 个百分点（当年一般公共预算增速仅 3.8%）。

虽然这一上缴利润行为计入表内，但毕竟是一种非常规年份使用工具，并不是每年可以持续大规模推进。

图 11：非税收入及国有资本经营收入规模



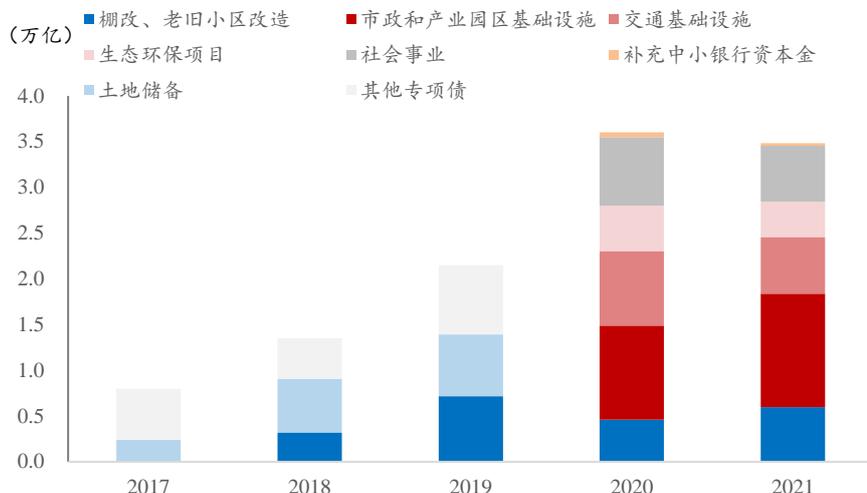
资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 地方债务规模大幅增扩

2017 年后中央加强对地方隐性债务的监管，为保证基建投资稳定在合理区间，这一时段预算内地方政府债务扩容较快。

2015 年专项债限额达 0.1 万亿，2019 年开始限额迅速增扩，2020 年限额便上升至 3.65 万亿，且投向从原本的地产领域扩张至基建领域，成为隐债监管趋严时期的重要补充资金来源。

2020 年，为应对疫情冲击，中央也再度通过预算内工具——抗疫特别国债给财政加杠杆，用于公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出。

图 12：2020-2021 专项债规模扩容、用途扩容


资料来源：财政部，民生证券研究院

4.3 2019-2020 城投融资边际松绑

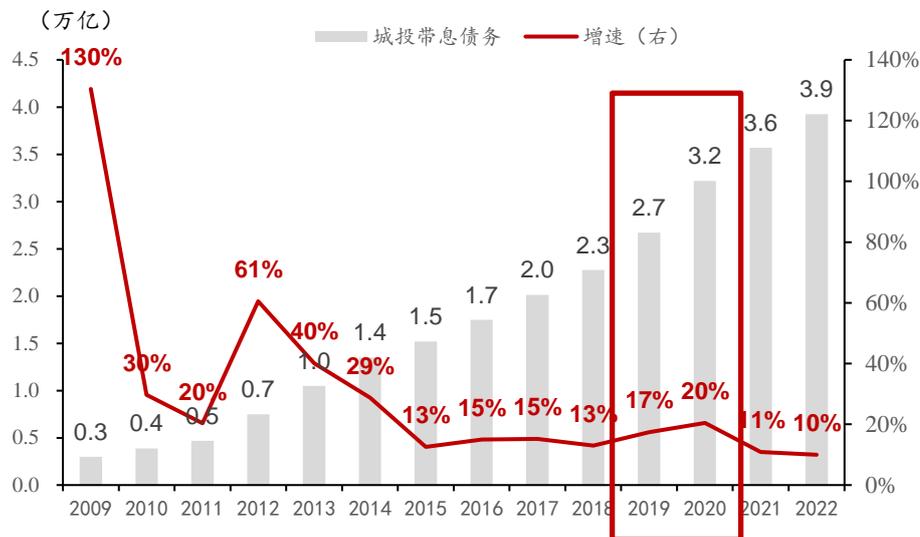
2017 年后非标融资面临异常严厉的监管，PPP 和地方建设基金等开始面临全面清查，导致我国基建投资增速开始大幅下降以及地方政府债务面临无法续接的问题，于是**政策开始考虑对之前的隐债收紧政策进行边际上松绑。**

例如，2018 年国务院和银保监会相继发布：

101 号文（提出配合地方政府对在建基础设施项目进行调查分析，按照市场化原则满足融资平台公司的合理融资需求）；

76 号文（加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，合理保障融资平台公司正常融资需求，规范有序推进政府和社会资本合作（PPP）项目。）这也使得 2019-2020 年城投融资增速边际回暖。

图 13：2019-2020 年城投有息债务边际回升



资料来源：wind，民生证券研究院

5 2022 年：政策行联动央行定向工具支持

2021 年下半年地产、基建投资双双走弱，同时疫情余波影响仍存，经济下行压力加大，2021 年末中央经济工作会议提出 2022 年要“着力稳定宏观经济大盘”。

2022 年隐性债务监管严格，财政扩张主要通过预算外方式实现，尤其是政策性银行工具以及商业银行信贷扩张，这一过程还伴随了央行特定工具配合。

5.1 央行上缴利润

2022 年 3 月 8 日，央行宣布按照中央经济工作会议精神和政府工作报告的部署，为增强可用财力，2022 年人民银行依法向中央财政上缴结存利润，总额超过 1 万亿元。

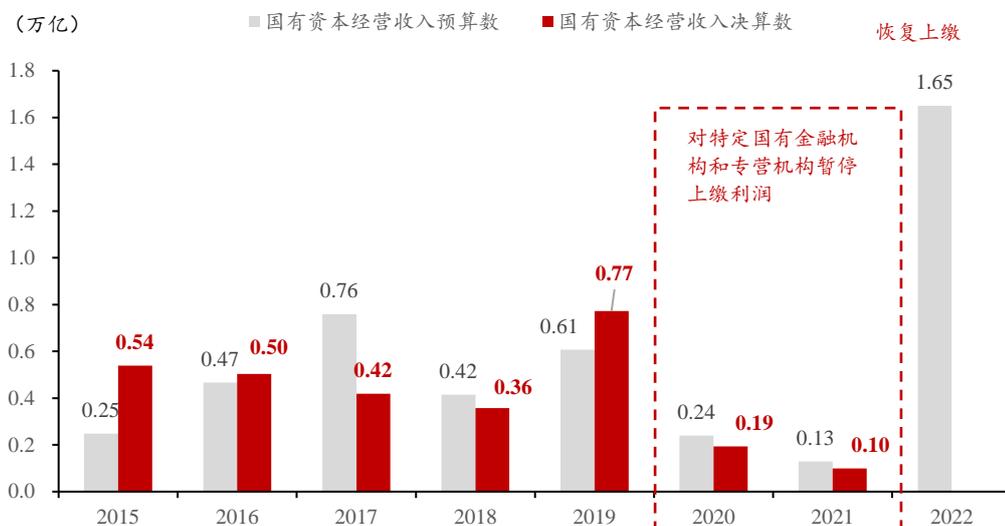
央行与专营机构上缴的利润主要用于两处：

其一，1.3 万亿 (0.9 万亿+0.4 万亿) 支持地方留抵退税以及基层政府财力补充。

具体操作上由中央通过转移支付将利润划拨给地方财政。

其二，3500 亿支持中央政策性基金支出放量，2022 年中央政策性基金支出同比达到 73%，较 2021 年同期多增 2343 亿元。

图 14: 2020-2021 暂停特定国有金融机构上缴利润



资料来源: 财政部, 民生证券研究院

5.2 政策行积极扩表

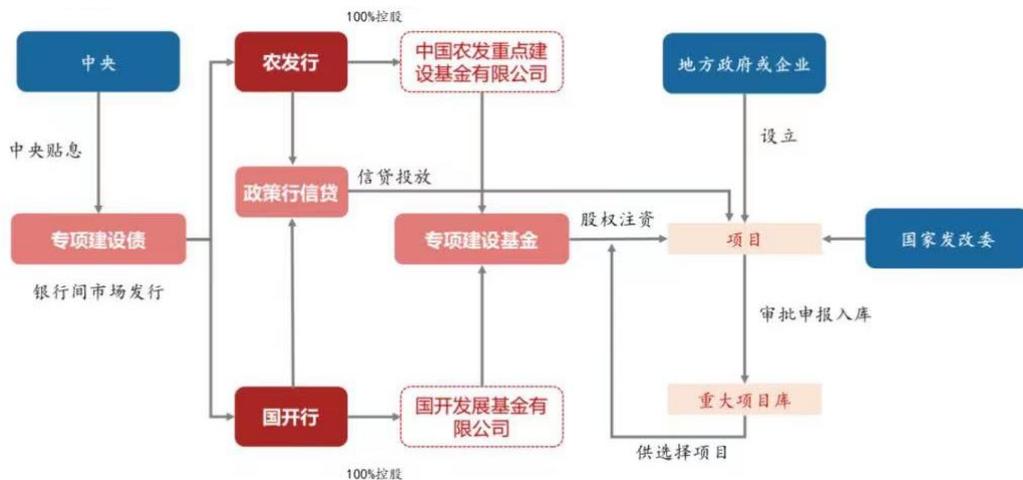
2022 年政策行积极扩表, 有力支撑财政扩张。

第一种是直接向基建项目公司投放信贷。例如, 2022 年 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基金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, 操作内核类似 2015 年专项建设基金。这种模式对应 2022 年 6 月、8 月两次国常会提出的政策性开发性金融工具。截至 2022 年 11 月中旬, 三大政策后续发行政金债 7399 亿元, 用作基建项目资本金。

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 15：政策性金融工具的投放使用模式



资料来源：民生证券研究院绘制

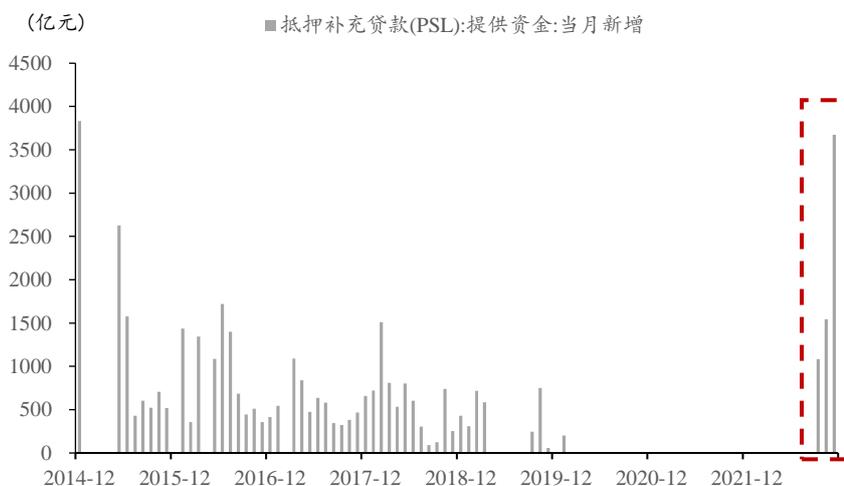
5.3 PSL 重启，用于房企纾困或基建

2022 年 PSL 重启，净增 4000 余元，或用于支持基建投资与地产纾困。

2018 年，棚改项目数减少，政策对货币化安置态度转向，同时棚改专项债开始发行，棚改项目融资渠道增加，国开行棚改贷款规模 PSL 投放规模逐年减少，2019 年不到 0.2 万亿元，2020 转为净偿付。

2022 年 9-11 月，PSL 净增 6300 亿元，或用于支持重大基础设施建设，亦或用于支持地产纾困，帮助地方政府回购商品房。

图 16：PSL 月度净增量



资料来源：wind，民生证券研究院

5.4 设备更新再贷款

2022年9月中央人民银行设立设备更新再贷款，央行可与事业单位同步扩表。

2022年9月，人民银行联合发展改革委、财政部、审计署、银保监会创设设备更新改造专项再贷款，发放对象为21家全国性金融机构，支持其向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。对于符合要求的贷款，按贷款本金的100%予以低成本资金支持，实施期为2022年9月至2022年末，按月操作。

这使得学校、医院等事业单位的贷款更新设备时，可以获得央行流动性的支持，原则上是央行配合财政扩张的行为。

图 17：央行于去年 9 月创设设备更新贷款结构性货币工具

日期	会议/政策	内容
9月7日	国常会	会议指出，需求不足是当前突出矛盾，要着力以消费和投资拉需求、促进社会投资、以投资带消费。支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造，有利于增后劲提水平、增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心。 对高校、职业院校和实训基地、医院、地下综合管廊、新型基础设施、产业数字化转型和中小微企业、个体工商户等设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。 申请贴息截至今年12月31日。相应增加货币政策对商业银行配套融资的支持。 同时，引导银行加大对教育、文化旅游、卫生和健身、养老托育、社区和家政服务、住宿餐饮等行业信贷支持，以扩大社会服务领域消费和投资。
9月28日	中国人民银行设立设备更新改造专项再贷款支持制造业等领域设备更新改造	为贯彻落实国务院常务会议关于支持经济社会发展薄弱领域设备更新改造的决策部署，增加制造业和服务业现实需求、提振市场信心，人民银行设立设备更新改造专项再贷款，专项支持金融机构以不高于3.2%的利率向制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户等设备更新改造提供贷款。 设备更新改造专项再贷款额度为2000亿元以上，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构，按照金融机构发放符合要求的贷款本金100%提供资金支持。
10月15日	国务院办公厅关于印发第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案的通知	（四）抓紧研究支持制造业企业、职业院校等设备更新改造的政策，金融机构对此要增加中长期贷款投放。完善对银行的考核办法，银行要完善内部考评和尽职免责规定，形成激励机制。持续释放贷款市场报价利率改革和传导效应，降低企业融资和个人消费信贷成本。（人民银行、银保监会、国家发展改革委、财政部、教育部、工业和信息化部、人力资源社会保障部等国务院相关部门及各地区按职责分工负责） 具体举措： 继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放贷款市场报价利率（LPR）形成机制改革效能，促进降低企业融资和个人消费信贷成本。督促21家全国性银行完善内部考核、尽职免责和激励机制，引导商业银行扩大中长期贷款投放，为设备更新改造等配足融资。（人民银行、银保监会负责）

资料来源：国务院网站，民生证券研究院

6 过去十五年财政货币化的历史主线

2009年以后经历了五轮财政扩张，每一轮财政扩张有共性特征，也有个性差异。主要差异有三，一是财政扩张具体方式不同；二是财政扩张举债主体不同；三是财政扩张之时货币配合方式不同。对比每一轮财政扩张异同，我们总结得到如下三条规律，亦为三条历史主线。

6.1 主线一，预算内外方式并存，但地方能动性强的方式(如非标) 趋势收缩

中国财政扩张有两种方式，预算内扩张和预算外扩张。两种方式本质差异在于，预算内扩张，政府部门是信用主体；预算外扩张，信用主体一般是城投等企业。

2009 年四万亿开启了中国财政扩张之路，2015 年是中国新预算法实施元年。以 2009 和 2015 年为时间轴，得到中国财政预算内外扩张规律。

(一) 2015 年以前，预算外扩张速度快于预算内。

(二) 2015 年之后，隐债控制趋严，预算外扩张降速。即便经济压力较大年份（2019-2020），边际放松隐债监管，但非标等地方能动性极强的预算外方式，再未趋势抬头。

6.2 主线二，预算内扩张方式有限，近年突破重点在于多渠道盘活存量资金

预算内财政扩张主要有两种方式，一则发行政府债券，二是加大存量资金的盘活力度（国央企利润、国库结存资金）。

增发债券是财政扩张的最常规方式，但规模上受到政府杠杆率的约束。

2008 年以来，政府债券的发行主体开始时仅限于中央，2015 年后地方政府开始有自主发债权限，地方债发行规模在 2019 年后显著扩张。近年随政府开始控制政府杠杆，2021 年及以后每年新增债券规模涨幅不大。

近年疫情加大经济波动，为填补预算内收支缺口，政府增扩预算内资金的临时性手段有盘活存量资金，一方面会加大国央企利润上缴规模，另一方面积极调用财政结存资金。

减税降费时期，国企利润很好抵补了少增税费。譬如 2019 年降低增值税税率、2022 年实行留抵退税，财政减收的扩张政策，形成的资金缺口往往通过国企利润抵补。

盘活结存资金成为 2016 年后补充收入的重要方式。2016-2020 年土地市场高涨，地方政府卖地收入连年超预算，形成较多结存资金，这些结余资金也能支持下一年财政收入，辅助财政扩张。2017-2022 年全国公共财政预算调用结存资金规模均超过万亿。

可以看到预算内扩张方式中，政府债券新增额度受政府杠杆率制约，而国企利润、结存资金都是对存量资金的调用，规模上存在上限，预算内财政扩张能力有限。

6.3 主线三，预算外扩张的具体形式不断翻新，总体方向上是中央加强主导权

当前预算外扩张可归为两类：**其一**，由地方政府主导的预算外扩张，包括通过融资平台、明股实债方式融资；**其二**，由政策行、央行主导的预算外扩张，包括政策性银行扩表提供信贷、项目资本金支持、央行创设结构性货币工具。**预算外扩张**

方式较为多元，不同时期工具创新不断。

地方预算外扩张起步于 2009 年，先后通过信贷、非标、明股实债方式融资。

2008 年中央支持城投融资，于是地方政府依赖银行信贷支持扩支；

2012 年中央加强政府信贷融资监管，但金融创新背景下，资管产品蓬勃发展，银行资金借助资管通道以非标形式流向政府部门；

2015 年非标监管趋严，中央鼓励私人部门参与投资，于是地方政府在 2015-2017 借助 PPP 模式，通过明股实债方式扩表。2017 年隐债监管收紧，地方预算外扩张势头有所放缓。

政策行、央行工具起步于 2015 年，近年启用更见频繁，为财政应对风险提供支撑。

相较地方政府通过平台扩表，政策行信贷、央行货币工具的规模、资金投向更容易为中央控制，成为 2015 年后中央频繁采用的预算外扩张工具。

2015 年-2017 年、2022 年政策性银行分别设立 2 万亿、0.7 万亿专项建设基金投向基建。2015 年、2022 年，央行分别创设 PSL、专项设备再贷款支持政府棚改项目、基建项目、设备更新。

可以看到，不论预算外工具形式如何翻新，预算外大方向是地方缩权。

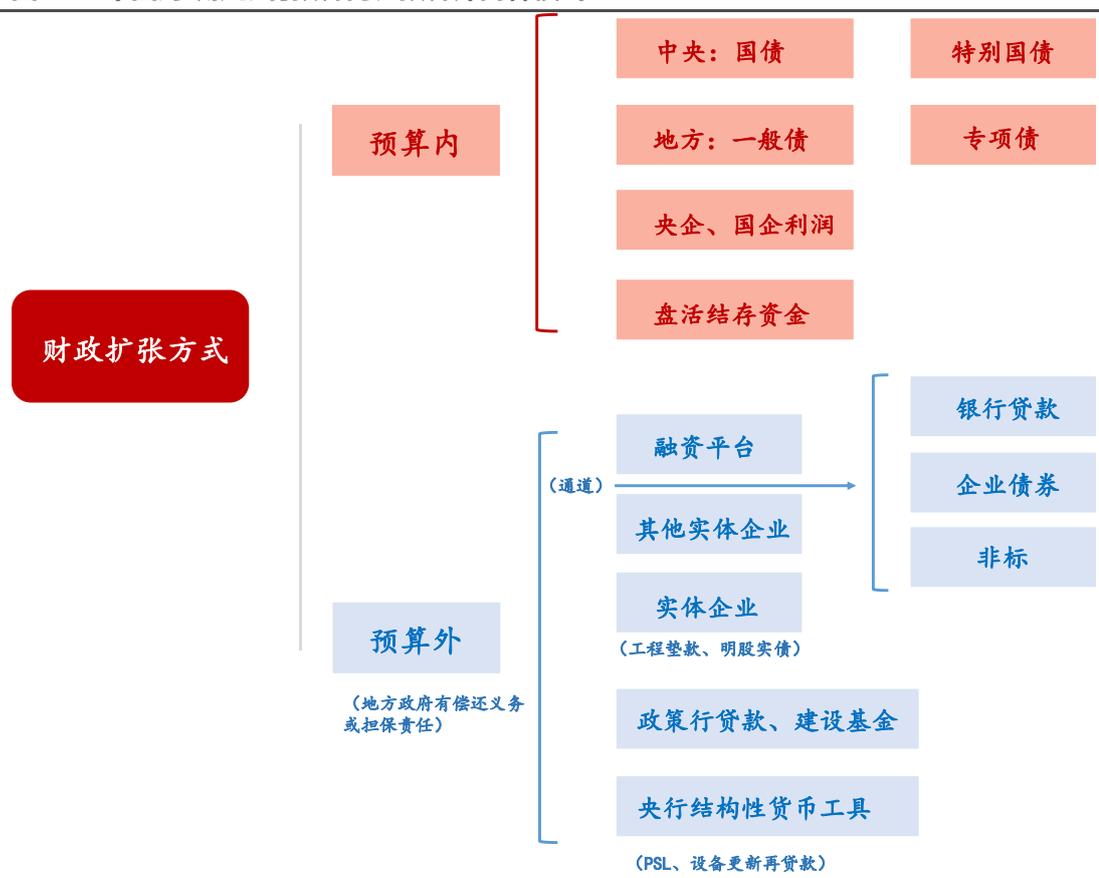
一个例证是地方能动性较强的预算外融资方式逐步收缩；中央调控能动性较强的预算外方式，例如政策银行信贷、PSL 等规模扩张。**这一预算外趋势，反映中央政府逐步规范并控制地方财政随意扩支，也意味着未来财政扩张将更多依赖中央。**

6.4 展望 2023 年财政货币化趋势，看点在中央政府主导的预算外形式创新

2022 年中央经济工作会议明确，2023 年财政工作将统筹使用赤字、专项债、贴息工具，说明 2023 年财政扩张，需要财政货币协同，也需要预算内外并举。**参照三条财政货币化的历史主线，我们可以对 2023 年财政扩张模式做出如下判断：**

- (一) 预算外亮点在于资金用途，着力化解债务、稳定保交付预期、亦或推高基建投资；债务置换的节奏值得跟踪和关注；
- (二) 预算内亮点在于存量资金盘活；
- (三) 央行将继续使用结构工具配合财政扩张。

图 18：中国财政扩张有预算内、预算外两种模式



资料来源：民生证券研究院绘制

7 附录

图 19：2008 年后预算内财政扩张工具

阶段 年份	实际赤字率 (账本一收 支缺口/GDP)	预算内财政扩张模式					
		国债 (中央赤字, 计入账本一)	地方一般债 (地方赤字, 计入账本一)	地方专项债 (计入账本二)	特别国债 (计入账本二)	国企上缴利润 (计入账本一)	
2008-2010: 预算外信贷扩张	2008	0.5%	1800	—			
	2009	2.9%	7500	2000 (代发代还)		—	
	2010	2.5%	8500	2000			
2011-2014: 预算外非标扩张	2011	2.0%	7000	2000 (自发代还)			
	2012	2.0%	5500	2500			
	2013	2.3%	8500	3500		—	
	2014	2.3%	9500	4000			
2015-2018: 政策支持财政扩张	2015	3.4%	11200	5000 (自发自还)	1000		
	2016	3.8%	14000	7800	4000		
	2017	3.7%	15500	8300	8000		
	2018	4.1%	15500	8300	13500		
2019-2021: 依赖预算内加杠杆	2019	4.9%	18300	9300	21500		5439
	2020	5.6%	27800	9800	37500	10000	
	2021	3.8%	27500	8200	36500		
2022: 内需冲击时期, 侧重 金融工具创新	2022	4.7%	26500	7200	41500		16500

资料来源: wind、财政部, 民生证券研究院

图 20：2008 年后预算外财政扩张工具

阶段	年份	依托城投平台融资		预算外财政扩张模式		政策性银行		央行相关货币工具(增量)				
		银行信贷	债券	非标	BT模式	PPP模式	国开行贷款	专项建设基金	PSL	支农支小再贴现	设备更新再贷款等	
2008-2010: 预算外信贷扩张	2008	这一阶段地方政府尚不能自主发债，中央鼓励地方政府通过融资平台获得银行信贷，辅助实现4万亿投资计划。 ·2013年6月审计中，核定与政府相关银行贷款规模达 10万亿 。	鼓励融资平台发行企业债券。 ·2013年6月审计中，核定与政府相关企业债券规模达 1.8万亿 。				6369					
	2009											8099
	2010											8013
2011-2014: 预算外非标扩张	2011			2012年下半年，中国资管行业迎来了“放松管制、加强监管”的春天，使得银行通过“银信合作”、“银证合作”、“银基合作”通道业务为地方平台继续输送信贷资金。 ·2013年社融中非标规模达到5.2万亿，为2011年两倍 ·2013年6月审计中，核定与政府相关信托融资规模达 1.4万亿 。	BT方式下，项目承包方将利用政府信用担保获得配套资金 ·2013年6月审计中，核定与政府相关BT融资规模达 1.5万亿 。		10162					
	2012						8917					
	2013						7307					
	2014						7934		3831			
2015-2018: 政策行支持财政扩张	2015	于2015-2018年置换为地方政府显性债务（12万亿）			财政部于2014年9月下发财金〔2014〕76号文，开启了PPP2015-2017年的发展高潮。政府为鼓励社会资本投入，会通过违规PPP模式满足项目投资融资需求。 ·根据测算形成与政府相关债务 5万亿 。		12653	8000	9750			
	2016						11112	10000	6350			
	2017						7187	2000	6200			
	2018						6418		2670			
2019-2021: 依赖预算内加杠杆	2019	2017年后非标融资面临非常严厉的监管，PPP和地方建设基金等开始面临全面清查，导致我国基建投资增速开始大幅下降以及地方政府债务面临无法续接的问题，于是政策开始考虑对之前的一些政策进行调整。 例如，2018年国务院和银保监会相继发布：101号文、76号文， 这也使得2019-2020年城投投资增速边际回暖 。			2018年提出在未来5-10年间化解该阶段形成隐性债务		5226		202	1816		
	2020						8501		9964			
	2021						2132		3109			
2022: 内需冲击时期，侧重金融工具创新	2022	2021年7月开始，隐性债务监管再次收紧（15号文），2022年也并未放松					尚未公布	7399	6300	2537	809	

资料来源：wind、财政部，民生证券研究院

8 风险提示

1) **经济修复节奏超预期。**若海外经济大幅好于预期，国内出口好于预期，经济下行压力缓解，2023年财政加杠杆或更多在预算内进行。

2) **疫情发展超预期。**疫情发展超预期，可能使得经济下行压力加大，财政扩张力度或超预期，地方预算外扩表幅度超预期。

3) **隐性债务监管政策超预期。**若年内为应对经济下行压力，中央或放松隐性债务监管，地方政府预算外扩表幅度超预期。

插图目录

图 1: 历史上曾有五轮宽财政周期.....	3
图 2: 2009 年地方债务“代发代还”模式.....	4
图 3: 2009-2010 企事业单位贷款规模高增.....	5
图 4: 委托贷款/信托贷款模式.....	6
图 5: 2012-2013 非标占社融比重高增.....	6
图 6: BT 的运作模式.....	7
图 7: 专项债从 2015 年开始发行.....	8
图 8: PPP 项目季度入库数.....	9
图 9: 2015-2017 年共发行 2 万亿专项建设债.....	9
图 10: PSL 运作模式.....	10
图 11: 非税收入及国有资本经营收入规模.....	11
图 12: 2020-2021 专项债规模扩容、用途扩容.....	12
图 13: 2019-2020 年城投有息债务边际回升.....	13
图 14: 2020-2021 暂停特定国有金融机构上缴利润.....	14
图 15: 政策性金融工具的投放使用模式.....	15
图 16: PSL 月度净增量.....	15
图 17: 央行于去年 9 月创设设备更新贷款结构性货币工具.....	16
图 18: 中国财政扩张有预算内、预算外两种模式.....	19
图 19: 2008 年后预算内财政扩张工具.....	20
图 20: 2008 年后预算外财政扩张工具.....	21

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
	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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026