



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001） 分析师：张馨月（执业 S1130525070016）

songxuetao@gjzq.com.cn

zhangxinyue@gjzq.com.cn

政策性金融工具，2025 年与 2022 年有何不同？

基本内容

对比 2022 年，这一次的政策性金融工具有几个不同之处：

一是出台背景和投向不同。

今年以来，基建投资增速持续回落，8 月新、旧口径基建投资同比增速分别下滑至-5.9%、-6.4%，降幅较 7 月进一步走阔。基建投资的回落并不是因为缺钱，今年专项债发行加速，但用于项目建设比例收缩，用于化债清欠的比例进一步上升。此外，年初至今城投债净融资持续为负。

与 2022 年不同的是，此次新型政策性金融工具的出台更多是为了支持扩大内需和科技创新。因此，此次新型政策性金融工具在工具形式和支持项目方面也和 2022 年有所不同。比如，更加聚焦新质生产力，重点支持数字经济、人工智能、低空经济、消费基础设施、绿色低碳、农业农村、交通物流、市政园区等八大领域，其中 20% 必须投向民营企业。

二是资金来源可能也不完全相似。

2022 年政策性开发性金融工具的资金来源是政策性开发性银行发债和央行 PSL 支持。

与 2022 年不同的是，当前 PSL 利率高于政金债发行利率。如果央行维持 PSL 利率不变，此次新型政策性金融工具由 PSL 支持的必要性不强，这也是 8 月政金债净融资较多，但 PSL 并未新增的原因。往前看，央行若采取 PSL 支持新型政策性金融工具，预计 PSL 利率至少下调 20BP。

三是对经济的影响效果不同。

2022 年政策性开发性金融工具对社融的撬动比例约为 5.5 倍，对当年基建投资的乘数约为 3.5 倍。

此次，如果按照 5.5 倍杠杆计算，5000 亿元新型政策性金融工具可撬动 2.75 万亿新增社融，有望拉动 1.5-2 万亿固定资产投资。值得注意的是，此次新型政策性金融工具支持的领域既包括基建投资，也涵盖制造业投资，例如数字经济、人工智能等领域属于战略性新兴产业，从统计口径看属于制造业投资，而非基建投资，交通物流、市政园区等领域则归属于基建投资。

风险提示

对政策的理解存在偏差，政策落地节奏和对投资的拉动不及预期。



9月29日，国家发改委在新闻发布会上表示：“为促进金融更好服务实体经济，推动扩大有效投资，国家发展改革委同有关方面积极推进新型政策性金融工具有关工作。新型政策性金融工具规模共5000亿元，全部用于补充项目资本金”。

新型政策性金融工具最早于4月政治局会议提出，最终选择在基数较高、同比增速压力较大的四季度落地，也符合的市场预期。

2022年，央行也曾支持国开行、农发行和进出口银行设立类似的政策性金融工具，当时为了托底固定资产投资，主要投向交通水利能源等基础设施和信息科技物流的产业升级，投放7399亿元，带动当年基建投资增速从上半年的9.3%提升至11.5%。

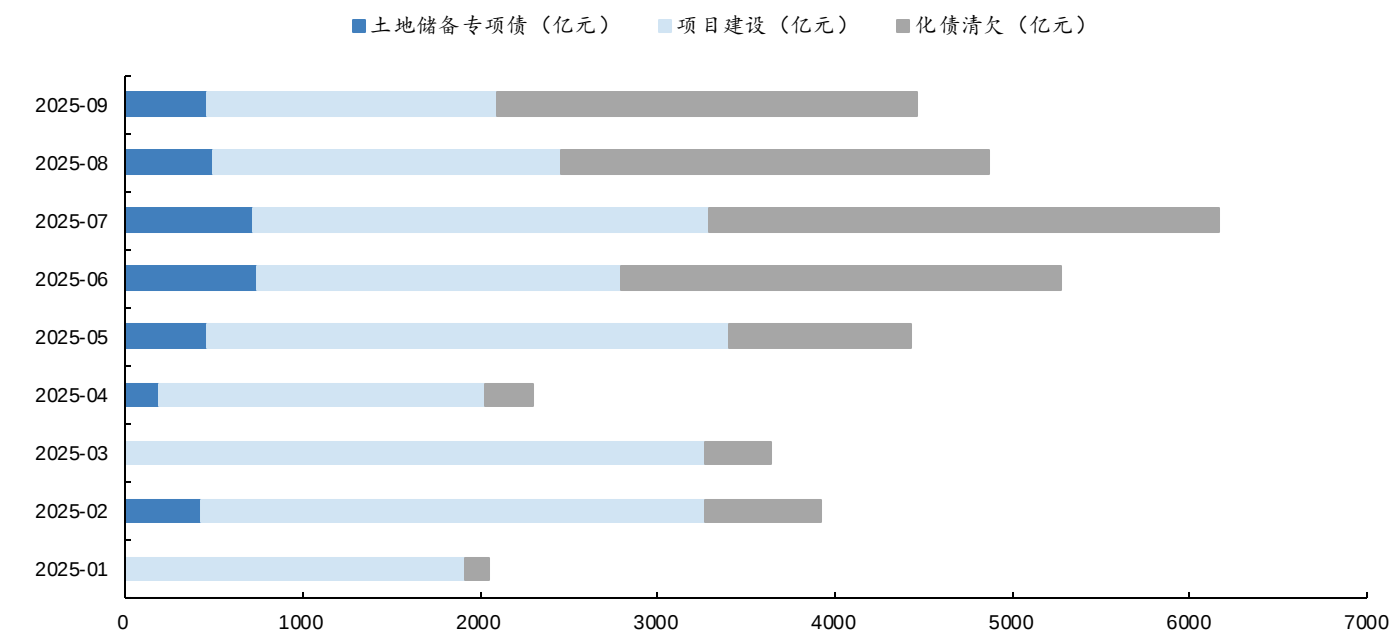
对比2022年，这一次的政策性金融工具有三个不同之处。

一是出台背景和投向不同。

与2022年出台政策性开发性金融工具的目的是为了稳增长不同，此次新型政策性金融工具的出台更多是为了支持扩大内需和科技创新的长远目标，这也符合“十五五”规划的两条主线（详见报告《“十五五”规划的两条主线》，2025.8.18）。因此，此次新型政策性金融工具在支持项目方面，更加聚焦新质生产力，重点支持数字经济、人工智能、低空经济、消费基础设施、绿色低碳、农业农村、交通物流、市政园区等八大领域，其中20%必须投向民营企业。从项目期限看，此次新型政策性金融工具更加关注长期目标，重点支持期限10年、15年、20年的长期项目。其中，数字经济、人工智能、低空经济、消费基础设施等方向在八大领域中排位靠前，预计将获得更多资金支持。

今年以来，尽管基建投资增速持续回落，8月新、旧口径基建投资同比增速分别下滑至-5.9%、-6.4%，降幅较7月进一步走阔，但基建投资的回落并不是因为缺钱。今年专项债发行速度较快，但用途出现变化，用于项目建设的比例收缩，用于化债清欠的比例上升。截至9月29日，专项债用于化债清欠的规模已超过1.2万亿，用于项目建设的规模约2.1万亿，低于去年同期的2.8万亿。此外，年初至今城投债净融资持续为负，1-9月累计净融资规模为-4219亿，反映出地方政府传统基建投资的意愿持续收缩。

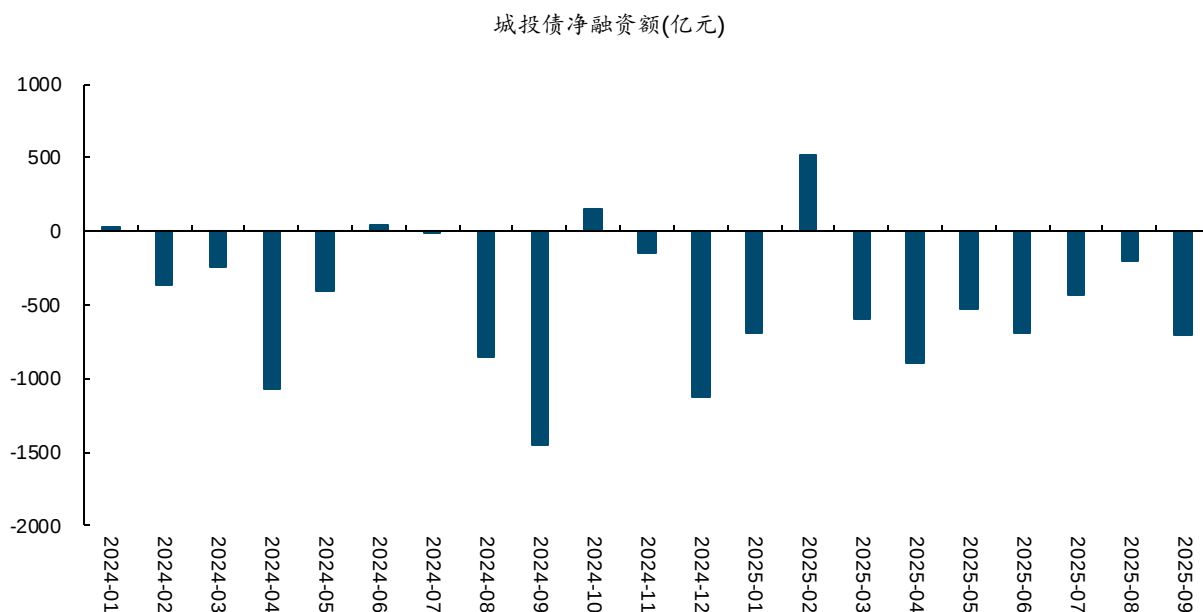
图表1：专项债用于项目建设的比例收缩



来源：企业预警通，国金证券研究所

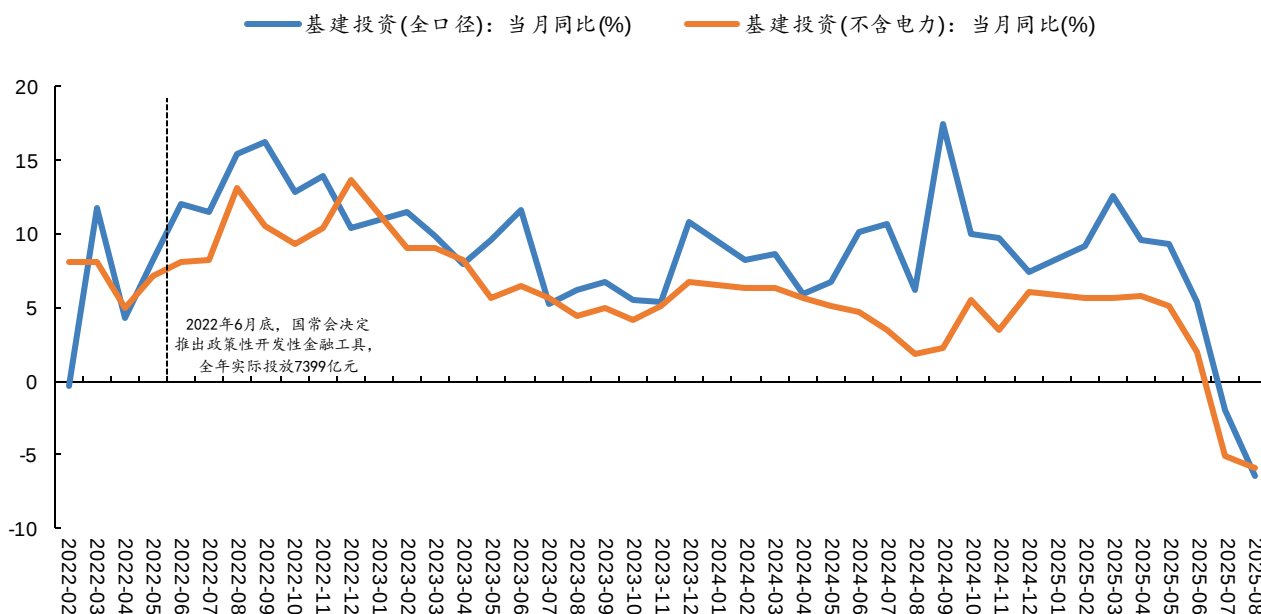


图表2：年初以来城投债净融资持续为负



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：二季度以来，基建投资增速持续承压



来源：Wind，国金证券研究所

二是资金来源可能也不完全相似。

2022 年政策性开发性金融工具的资金来源是政策性开发性银行发债和央行 PSL 支持。

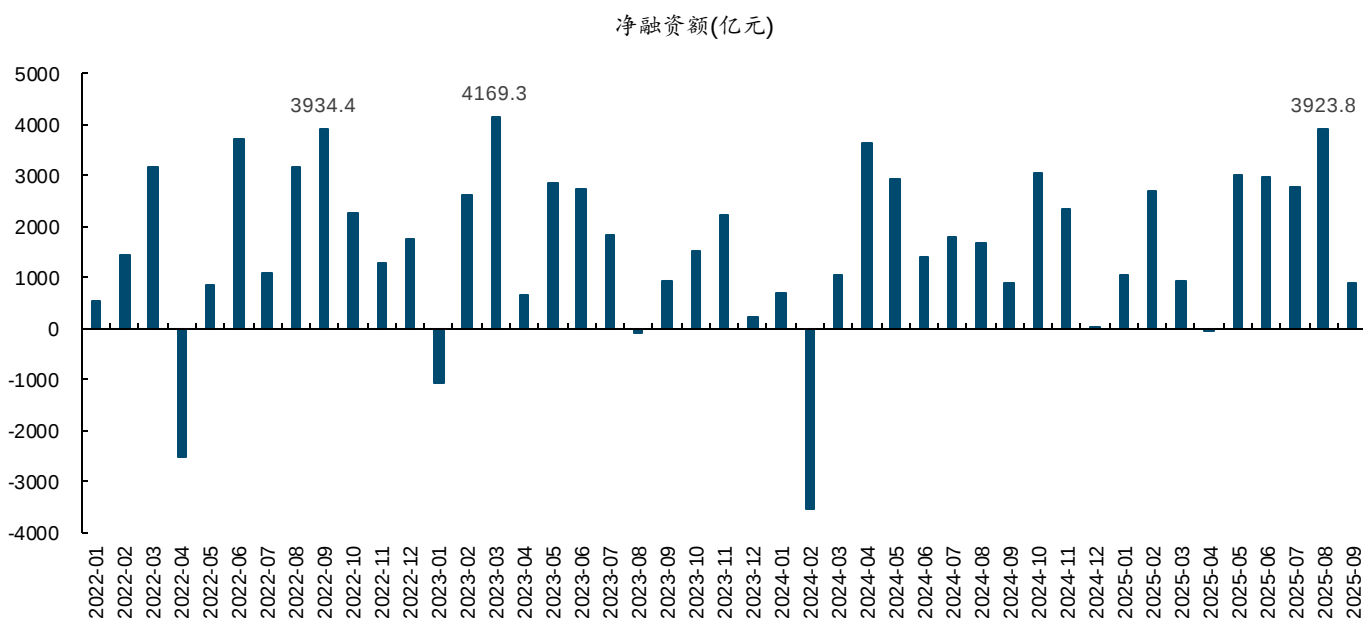
根据财新报道，2022 年政策性开发性银行给予项目的资金利率是 3.06%，由央行通过 PSL 给予三家政策性开发性银行低利率资金支持，同时中央财政按股权投资金额予以 2 个百分点的贴息，期限 2 年。2022 年 9 月，政金债净融资规模达到 3934.4 亿元，为年内高点，当月 10 年期国开债、农发债和进出口行债发行利率分别为 2.96%、3.06%、2.90%，20 年期国开债发行利率为 3.49%。同月央行重启 PSL，并将其利率由 2.8%下调至 2.4%，低于当时 MLF 利率 15BP。2022 年 9-11 月 PSL 新增规模达到 6300 亿元，为政策性开发性金融工具提供长期稳定的低成本资金。



今年8月，政金债净融资规模达到3923.8亿元，为2024年以来最高值，当月发行的10年期政金债规模达到2000亿元，与2022年9月较为类似。这意味着新型政策性金融工具的首批资金或已到位，实际投放节奏将快于预期。

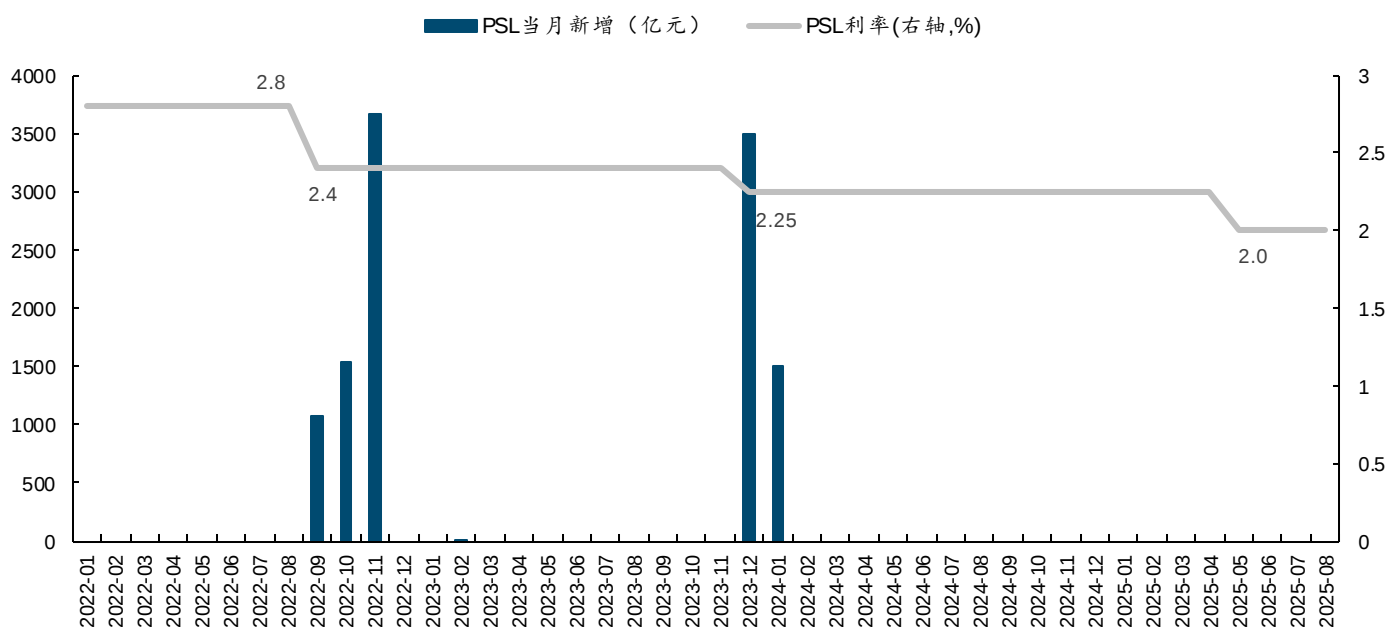
与2022年不同的是，当前PSL利率高于政金债利率。虽然5月7日央行下调PSL利率至2.0%，但8月10年期国开债、农发债发行利率仅为1.65%和1.78%，9月为1.87%和1.78%。如果央行维持PSL利率不变，此次新型政策性金融工具由PSL支持的必要性不强，这也是8月政金债净融资较多，但PSL并未新增的原因。因此，央行若采取PSL支持新型政策性金融工具，预计PSL利率至少下调20BP。

图表4：政金债月度净融资规模



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：PSL 投放情况



来源：Wind，国金证券研究所



三是对经济的影响效果不同。

《2022 年第三季度货币政策执行报告》披露，2022 年政策性开发性金融工具投入资金近 7400 亿元，各银行为金融工具支持的项目累计授信额度超 3.5 万亿元，对社融的撬动比例约为 5.5 倍。根据我们的测算，新型政策性金融工具对当年基建投资的乘数约为 3.5 倍。

此次，如果按照 5.5 倍杠杆计算，5000 亿元新型政策性金融工具可撬动 2.75 万亿新增社融，有望拉动 1.5-2 万亿固定资产投资。

值得注意的是，此次新型政策性金融工具支持的领域既包括基建投资，也涵盖制造业投资，例如数字经济、人工智能等领域属于战略性新兴产业，从统计口径看属于制造业投资，而非基建投资，交通物流、市政园区等领域则归属于基建投资。

风险提示

1) **对政策的理解存在偏差。**由于官方尚未披露政策性金融工具的具体细节，我们对政策的理解存在一定主观性，可能与最终落地情况存在偏差。

2) **政策落地节奏和对投资的拉动不及预期。**考虑到新型政策性金融工具落地时点已接近四季度，北方地区开工或有所放缓，实物工作量和政策落地节奏存在低于预期的可能。此外，新型政策性金融工具的乘数效应主要参考 2022 年政策性开发性金融工具，或与实际存在偏差。



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。

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究