

渐行渐近的政策性金融工具

2025 年 05 月 30 日



分析师：陶川

执业证号：S0100524060005

邮箱：taochuan@mszq.com

分析师：张云杰

执业证号：S0100525020002

邮箱：zhangyunjie@mszq.com

➤ 我们曾在此前报告《2025 年 4 月经济数据点评：关税颠簸下的宏观拼图》中指出，二季度投资相对消费的下行风险更值得关注。在此背景下，随着各地开启申报工作，新型政策性金融工具已“箭在弦上”。与 2022 年经验类似的是，当下设立政策性金融工具，同样是为了扩大有效投资。工具所具备的破除资本金约束、撬动配套融资等属性，正好能够有效应对地方财政“紧平衡”下的投资意愿不足。不同的是，新型工具在投向上可能更加侧重科技创新、扩大消费等重点领域。具体看：

➤ 随着各地开启申报工作，新型政策性金融工具已“箭在弦上”。4 月 26 日政治局会议上，首次提出“设立新型政策性金融工具”。4 月 28 日国新办发布会上，进一步明确“力争 6 月底前完成工具设立”。从地方动态来看，广东、河南、四川等经济大省已开启相关筹划工作，以便“吃透政策”、“围绕重点支持领域超前做好项目谋划”。

➤ 参考过往经验，政策性金融工具从首次提出到落地，用时不到一个月。2022 年 6 月 29 日，国常会首次提出创设 3000 亿元政策性开发性金融工具，当年 7 月 20-22 日，农发行、国开行先后完成首笔项目资金投放。且在项目储备充足的情况下，资金可快速投放到位。2022 年首批 3000 亿元工具从提出发行到完成发行仅用时 2 个月，第二批 4399 亿元发行始末的时间跨度也未超过 3 个月。

➤ 与 2022 年相似的是，当下中央设立政策性金融工具，同样是基于投资走弱的宏观背景。2022 年中，固定资产投资同比从年初的 12.2% 降至 6% 以下。今年 4 月，投资端面临的“逆风”开始体现，三大投资中尤其是基建投资明显回落（4 月同比边际下降 3 个百分点）。除基建外，前期表现强势的制造业投资同比亦出现下滑，关税政策的反复冲击下，企业普遍采取审慎的资本开支策略。

➤ 投资走弱背后，是地方财政“紧平衡”下的投资意愿不足。如地方土地出让收入仍为负增长，支出端又存在着项目收益偏低、隐性债务监管趋严等约束。在此背景下，地方投资意愿不足主要体现在两方面，一是从隶属关系看，2022-2023 年中央项目基建投资同比增速大幅反超地方项目。二是从行业层面看，广义、狭义基建投资增速的持续分化，进一步反映了中央投资对于基建投资的主导。

➤ 除此之外，今年以来专项债发行不快、撬动配套融资的能力下滑，也对投资形成拖累。截至 5 月末，新增专项债发行进度略好于去年同期，但慢于 2022、2023 等年份。考虑到当前地方财政收支“紧平衡”的现状，即便后续发行提速，资金撬动效应可能依然偏弱。如 2024 年，尽管下半年起新增专项债加快发行，但基建领域的中长期贷款同比，仍旧从年初的 15.1% 滑落至年末的 8.9%。

➤ 而政策性金融工具，正好可以破解资本金约束，从而有效对冲投资下行压力。参考此前经验，政策性金融工具起到了为专项债项目资本金“搭桥”的作用。本次设立新型工具，中央同样明确为“积极扩大有效投资”、“解决项目资本金不足问题”。此外，工具还存在财政负担小（由政策性银行自负盈亏、自担风险）、资金成本低（财政贴息）等优势，其在投放过程中，对投资有明显的带动作用。

➤ 投向上看，往期工具主要投向基建领域。以农发行为例，其 2459 亿投放资

相关研究

1. 海外市场点评：关税“叫停”，几多利好？ - 2025/05/29

2. 2025 年 4 月工业企业利润点评：中游行业缘何“逆流向上”？ - 2025/05/27

3. 海外市场点评：美债的症结：“强卖”之下如何“强买”？ - 2025/05/25

4. 市场动态点评：港股的定位或因地缘政治改变 - 2025/05/21

5. 2025 年 4 月财政数据点评：财政靠前发力有哪些线索？ - 2025/05/20

金中，共 1885 亿元投向了市政产业园、交通基础设施、水利项目，占比高达 76.7%。而本次的新型工具，预计投向上会更多向科技创新、消费基础设施等重点领域倾斜。

体量上，5000 亿元政策性金融工具可撬动多少投资？参考各地方的相关工作会议，预计新型工具的额度在 5000 亿元左右，略低于 2022 年的 7399 亿元。但在投资撬动效果相当的情形下，新型工具有望带动 6-6.5 万亿元的有效投资，约占 2024 年固定资产投资完成额的 12%。

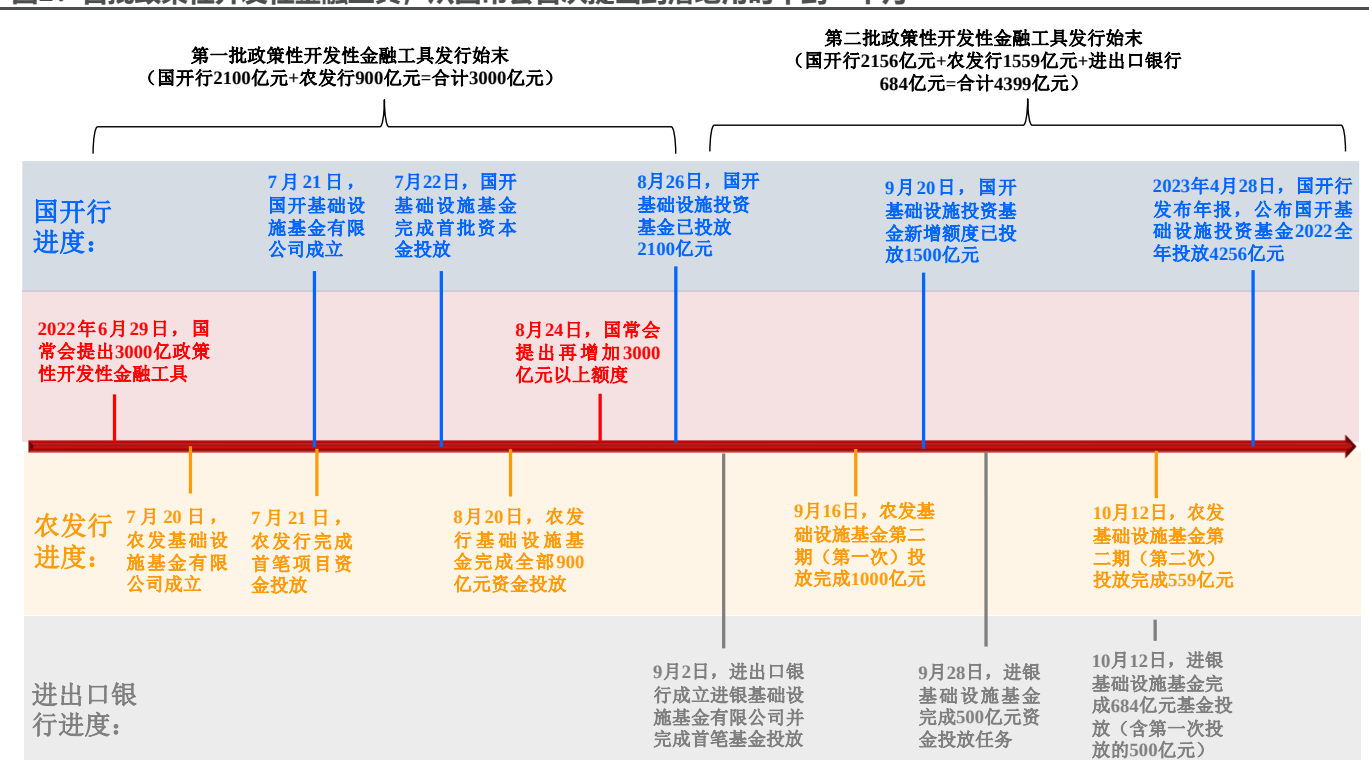
➤ **风险提示：**信息统计不完全；未来政策不及预期；国内经济形势变化超预期；出口变动超预期。

图1：5月中下旬，地方部门开始筹划、部署“新型政策性金融工具”有关工作

时间	中央会议/地方部门	相关内容
2025年4月26日	中共中央政治局会议	创设新的结构性货币政策工具， 设立新型政策性金融工具 ，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。
2025年4月28日	国新办新闻发布会：介绍稳就业稳经济推动高质量发展政策措施有关情况	在积极扩大有效投资方面，主要包括完善消费基础设施、大力提振民间投资积极性、 设立新型政策性金融工具 等几项具体举措。 力争6月底前 下达2025年“两重”建设和中央预算内投资全部项目清单，同时 设立新型政策性金融工具 ，解决项目建设资本金不足问题。
2025年5月17日	焦作市水利局举办新型政策性金融工具政策宣讲会	要做好与发改部门、政策性银行的沟通对接，深入掌握 新型政策性金融工具 申报条件、流程环节等有关政策
2025年5月19日	广东梅州市政府召新型政策性金融工具政策培训会	农发行广东省分行围绕重点投向领域对2025年 新型政策性金融工具 相关政策情况及要求进行推介，结合历史数据和典型案例，重点解读 政策性金融工具 初步方向、申报要点、筹备建议及农发行优势
2025年5月19日	佳木斯市发改委召开政策性金融工具政策解读会议	在吃透政策基础上，指导各行业主管部门围绕国家初步确定的重点支持领域和要点，超前做好项目谋划。
2025年5月22日	宜宾市国资大讲堂第二期“新型政策性金融工具与开发性金融政策”	立足国家于今年4月底设立 5000亿元新型政策性金融工具 的大背景，本期大讲堂聚焦核心政策解读。
2025年5月26日	佛山市发改局举办2025年新型政策性金融工具政策宣讲会	邀请三大政策性银行对该政策进行详细解读，有关市直部门、五区发改局、九大市属国有企业集团负责人及经办人参加会议。宣讲会对新 型政策性金融工具 的投向领域和准入条件进行了详细介绍。

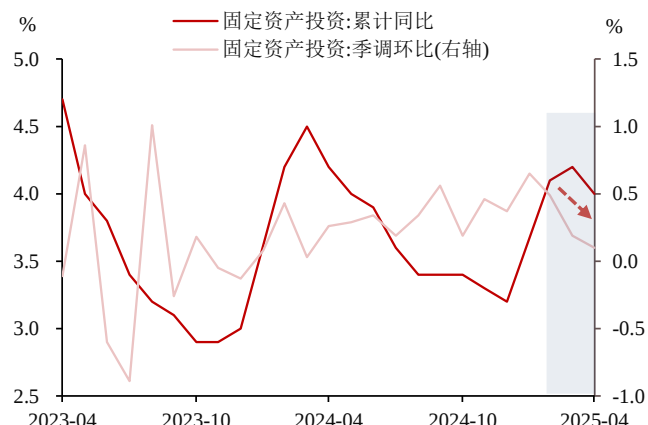
资料来源：中国政府网，国新网，河南县域经济网，佳木斯发改委，佛山市发改局，搜狐网，民生证券研究院

图2：首批政策性开发性金融工具，从国常会首次提出到落地用时不到一个月



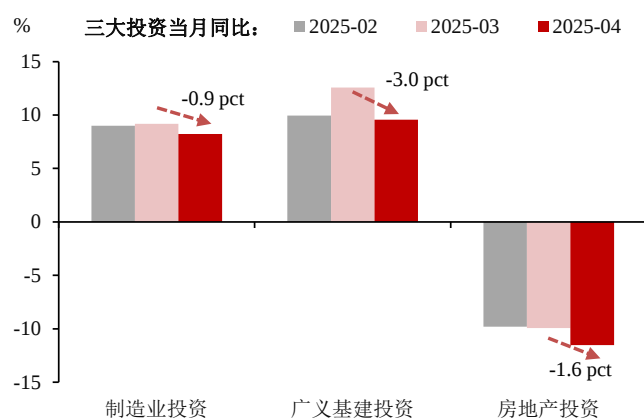
资料来源：中国政府网，发改委，新华社，国家开发银行官网，中国农业发展银行官网，中国进出口银行官网，民生证券研究院

图3：4月，投资端面临的“逆风”开始体现



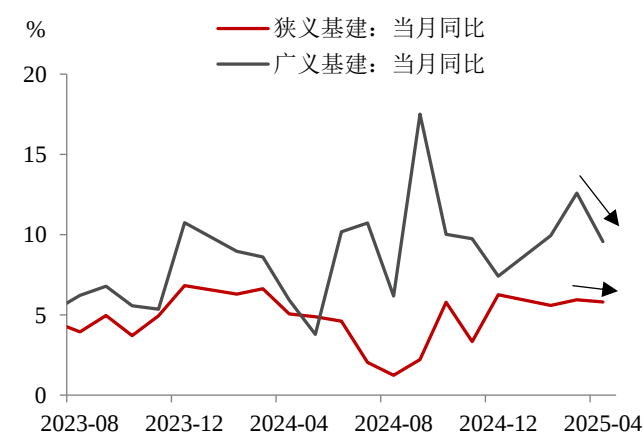
资料来源：iFind，民生证券研究院

图4：三大投资中，基建投资的边际下滑幅度最大



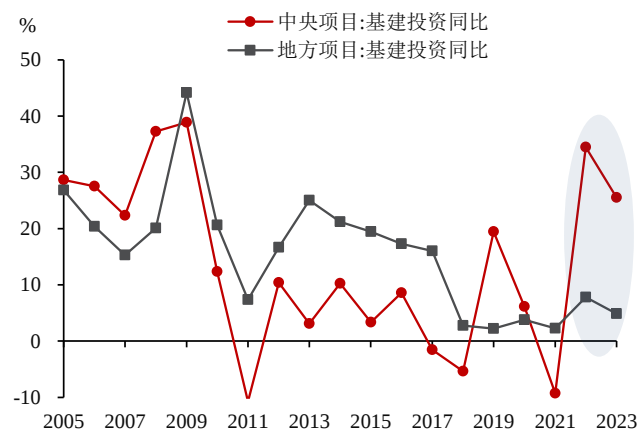
资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

图5：广义、狭义基建投资同比增速分化的局面延续



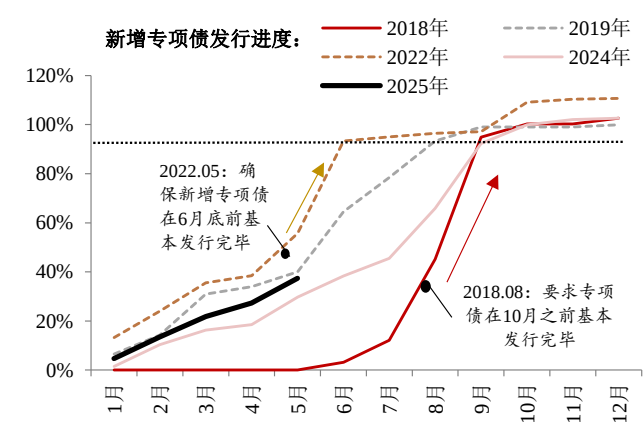
资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

图6：2022-2023年，中央项目基建投资增速大幅抬升



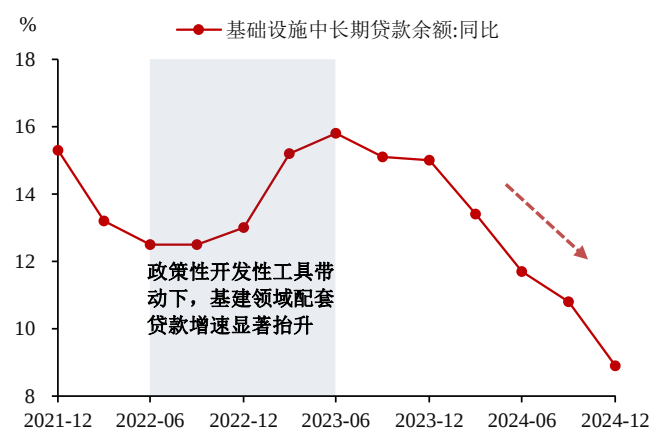
资料来源：iFind，民生证券研究院

图7：相比往年，今年新增专项债发行进度并不算快



资料来源：Wind，iFind，民生证券研究院

图8：2024年以来，基建领域配套贷款增速持续回落



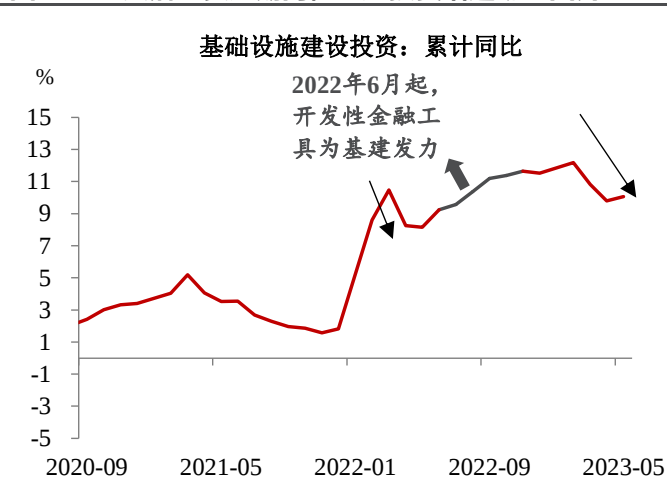
资料来源：iFind，民生证券研究院

图9：政策性金融工具对于投资的撬动倍数更高

	专项债	政策性开发性金融工具
偿还人	以政府兜底偿还专项债，由政府性基金收入或专项收入作为偿还来源	坚持市场化运作，由三家政策性银行按市场化原则，根据项目质量自主决策、自负盈亏、自担风险，这就意味着将风险转移到市场，无须地方政府出具还款承诺或承担兜底责任，可减轻财政还款压力、降低地方政府杠杆率
投向领域	交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目和保障性安居工程等	交通基础设施、能源及水利基础设施、产业园及重大物流基础设施领域、职业教育项目等
重点投向省份	广东、山东、四川、河北、河南、浙江等	广东、浙江、山东、四川、江苏等
利率	平均3.09%	3.05%-3.45%
期限	平均15.5年	多为20年
对投资撬动倍数	约8-9倍	约12-13倍

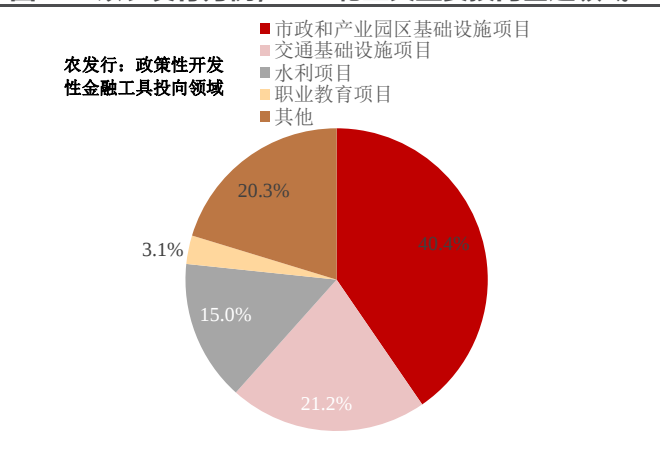
资料来源：中国政府网，发改委，财政部，政策行官网，民生证券研究院
注：专项债对投资的撬动倍数基于部分省份公开新闻测算

图10：工具落地实施期间，基建投资增速明显回升



资料来源：iFind，民生证券研究院

图11：以农发行为例，上一轮工具主要投向基建领域



资料来源：中国农业发展银行官网，民生证券研究院

图12：本轮新型政策性金融工具重点支持哪些领域？

投向	8大领域	31个专项
科技创新	数字经济	网络基础设施，网络基础设施，传统产业数字化专项等
	人工智能	算力基础设施，创新基础设施，智慧农场、港口、智能工厂等人工智能应用场景
	低空经济	低空起降设施，低空智能网联平台，天地一体基础设施、低空通信感知导航调度，气象信息，安全防控设施等
扩大消费	消费领域基础设施	教育，体育，文化旅游，保障性住房建设、平急两用公共基础设施建设、城中村改造，各类消费基础设施
基础设施	农业农村	现代设施农业、农村土地整治，国家储备林、木本粮油等经济基地，水利项目
	交通与物流	铁路，收费公路，机场，水运，综合交通枢纽，物流，石油
	市政和产业园区	市政，城市更新，产业园区
	绿色低碳转型	清洁能源，环境基础设施，节能降碳改造

资料来源：国新网，高临咨询，民生证券研究院

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。	公司评级	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048