

## 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         |
| <b>1 2009-2010 年：预算外信贷扩张 .....</b>           | <b>3</b>  |
| 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         |
| <b>2 2011-2014 年：预算外非标扩张 .....</b>           | <b>5</b>  |
| 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         |
| <b>3 2015-2018 年：政策行支持财政扩张 .....</b>         | <b>7</b>  |
| 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        |
| <b>4 2019-2021 年：依赖预算内加杠杆 .....</b>          | <b>10</b> |
| 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        |
| <b>5 2022 年：政策行联动央行定向工具支持 .....</b>          | <b>13</b> |
| 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        |
| <b>6 过去十五年财政货币化的历史主线 .....</b>               | <b>16</b> |
| 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        |
| <b>7 附录 .....</b>                            | <b>20</b> |
| <b>8 风险提示 .....</b>                          | <b>22</b> |
| <b>插图目录 .....</b>                            | <b>23</b> |

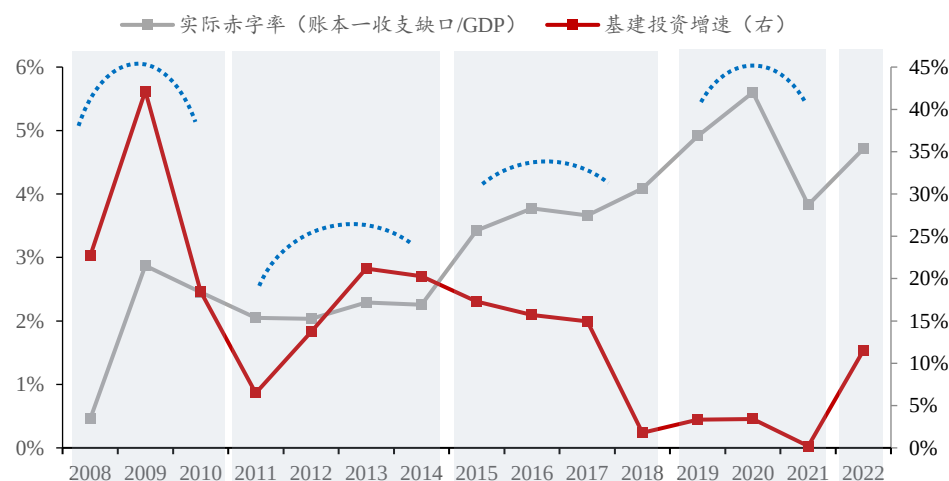
## 引言

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

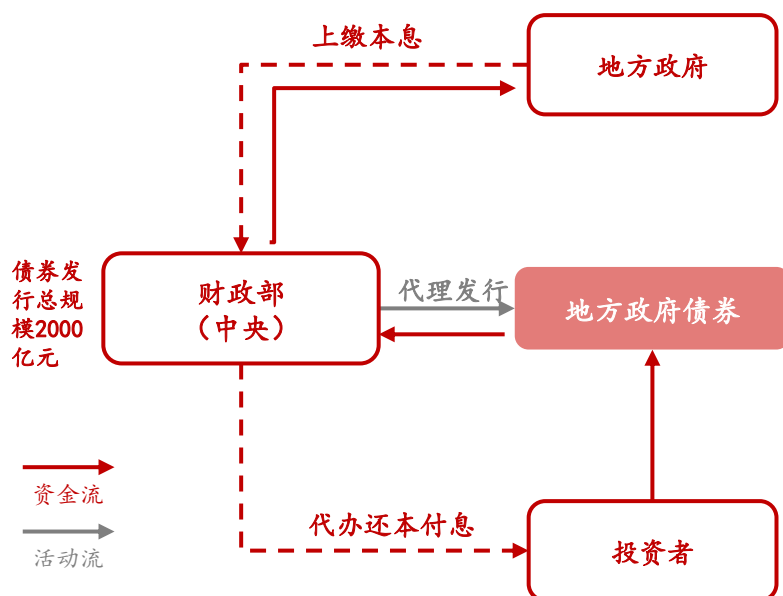
**四万亿时期，地方财政亟需资金，2009 年政府打开了地方债融资渠道。**

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。

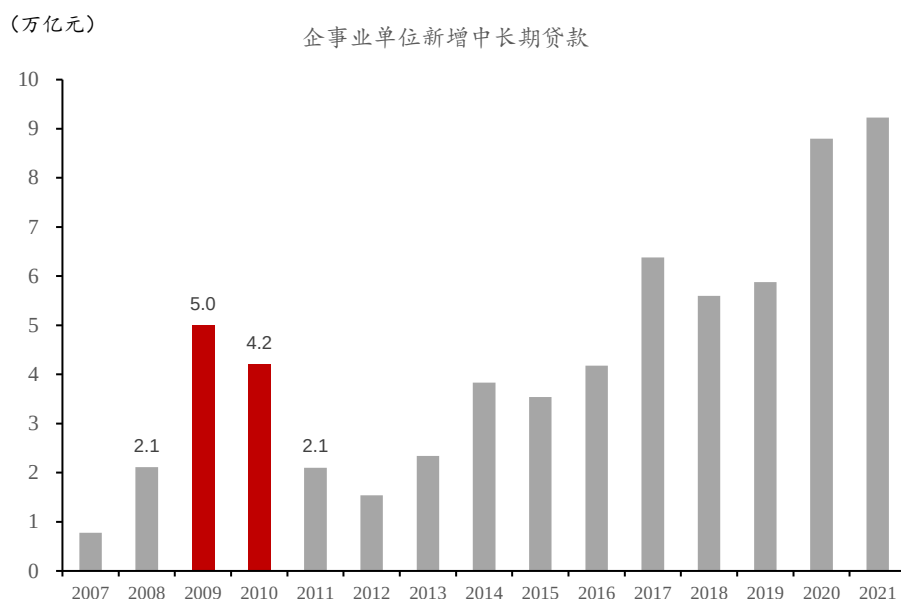
2009 年 3 月央行、银监会下发〔2009〕92 号文，鼓励地方政府通过设立政府投融资平台，吸引和激励银行业金融机构加大对中央投资项目的信贷支持力度。

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

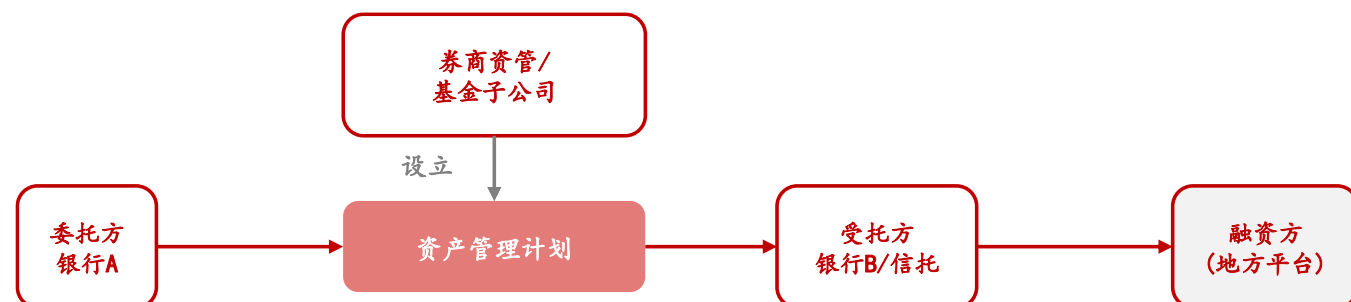
国发〔2010〕19 号约束以往政府通过平台获得银行贷款。自此之后，银行开始建立各类通道业务绕开银行贷款监管。

**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。

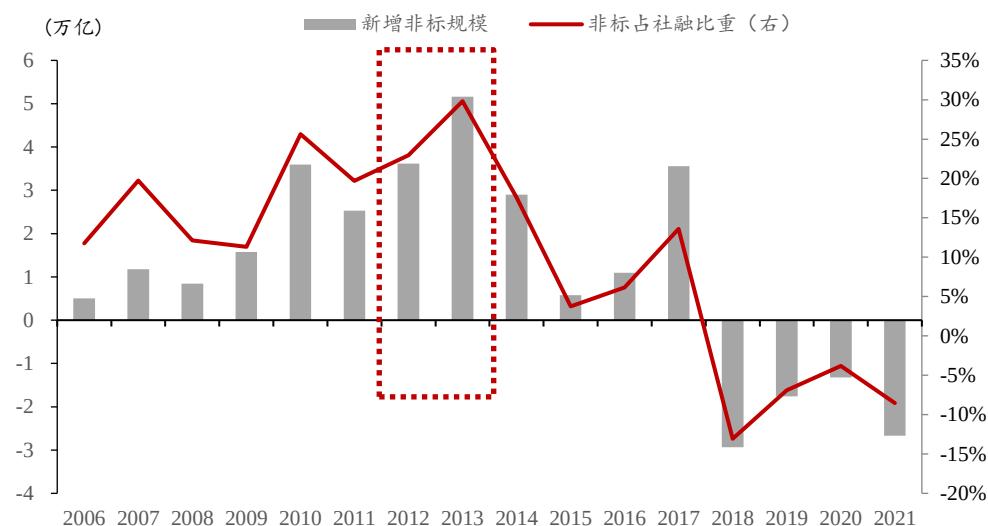
**2013 年 6 月审计表明当时共有约 1.42 万亿信托融资、0.33 万亿非银融资最终可能由地方政府偿付。**

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。

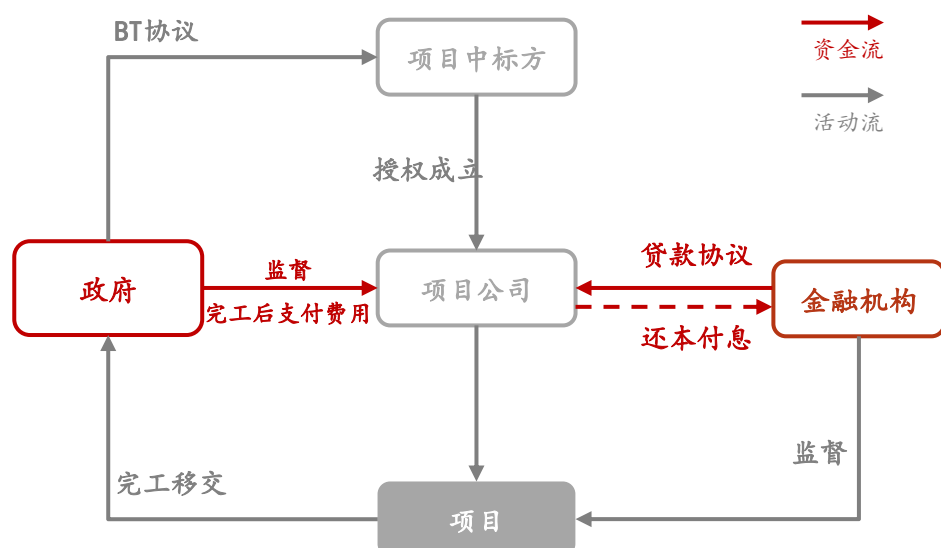
以 BT 为例，BT（Build-Transfer；建设-移交）即项目施工在前，款项交付在后的一种项目实施方式。所以项目公司施工前需要与政府方签订回购协议，这其中往往包含政府的担保或者承诺函，形成政府对企业负债。

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

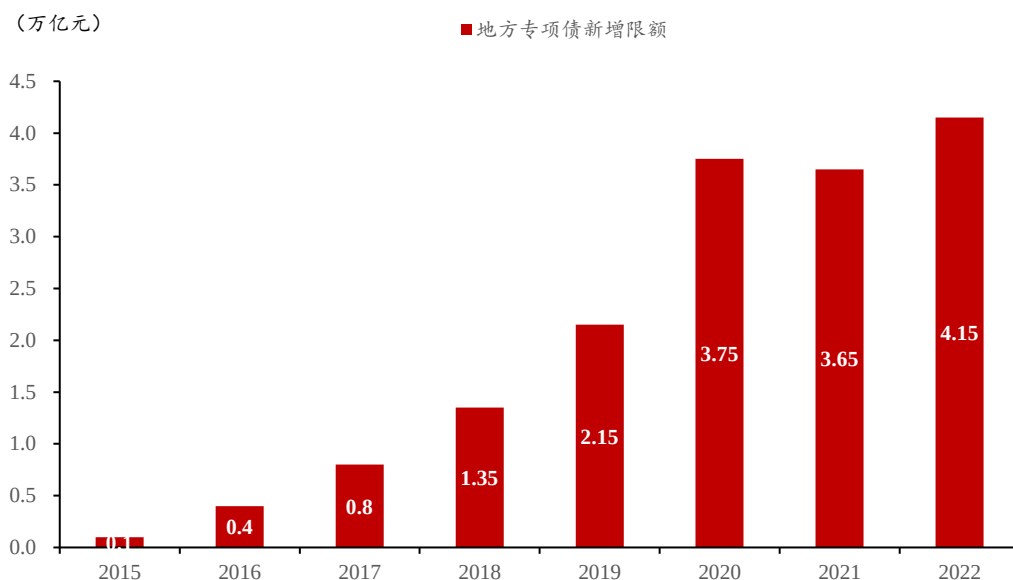
2014 年 43 号文出台，正式赋予地方政府自主发债的权力。

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，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_52259](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52259)

