



张瑜：6000 亿金融工具劈开 资本金枷锁



意见领袖 | 张瑜

主要观点

一、6000 亿金融工具劈开资本金枷锁

年内基建关键看什么？实物工作量。如修了几里路、建了几座桥。实物工作量的瓶颈是什么？资本金缺口。资本金不到位，项目建设无法推进。资本金缺口如何弥补？前有专项债作资本金，现有政策性、开发性金融工具。6000 亿金融工具，够弥补缺口吗？测算下半年资本金同比增量创 7 年新高。能撬动多少投资？测算可拉动 6 万亿总投资，1.2~1.8 万亿年内投资。后续怎么看？6000 亿或只是序章，后续批次或陆续有来，迎基建高配时代。

二、有何不同？五维比较金融工具与专项债作资本金

专项债作资本金像斧头，势大才能力沉（地方切块，倾斜大省）、挥动较为费劲（进财政预算，风险偏好更低）；金融工具像剑，劈砍更为灵活（不搞地方切块，主看项目）、突刺效果更佳（SPV 投放，风险偏好更高），具体来看：（一）资金类型：均限于重大投资项目，金融工具占比有上限符合条件的金融工具和专项债可作重大投资项目资本金，前者不得占超 50%。（二）撬动倍数：金融工具理论撬动更高，更“雪中送炭”用项目总投资除以金融工具规模，可得其撬动倍数。如农发行首批 900 亿基础设施基金拉动总投资过万亿→万亿/900 亿对应 11 倍撬动（注：非项目实际杠杆率，含其他资本金撬动，金融工具实际撬动或约 4~5 倍）。11 倍撬动高吗？只是“正常发挥”——理论撬动即可达 10 倍（详见正文）撬动越高越好吗？数字好看或只是“锦

上添花”。如假设金融工具占项目总投资比重 1%，将对应 100 倍撬动，但未实质解决资本金缺口。但可以确定的是，越接近理论撬动，越“雪中送炭”。如农发基础设施基金 11 倍撬动仅略高于 10 倍理论撬动，反映其接近顶格使用（占资本金 50%/占总投资 10%）、有效弥补资本金缺口。专项债作资本金的撬动更偏“锦上添花”：理论撬动 5 倍，小于金融工具的 10 倍；今年高达 17 倍，明显高于理论撬动，但主要是其占项目资本金仅 12%，大幅低于金融工具（近 50%）→高撬动主要来自其他资本金。（三）发行/偿还主体：金融工具由 SPV 自负盈亏，专项债仍由省级政府担责金融工具的发行主体是政策性银行，由其设立的 SPV（基础设施基金）进行股权投资，不进财政预算，盈利非核心目标、更强调社会效益→风险偏好更高。专项债作资本金，本质仍是专项债，由省级政府发行并依法承担全部偿还责任，进财政预算，项目收入分账管理，确保还本付息资金安全→风险偏好更低。（四）分配原则：金融工具主看项目，项目多、财力差地区受益大成熟项目多、但财力债务状况较差的地区受益金融工具较大，如广西、云南。（五）投向结构：金融工具领域更广，门槛更低领域更广：金融工具重点投向三类项目中，包括了专项债可投项目。门槛更低：金融工具投向收益性较差的农林水利较多，项目门槛更低。三、撬动多少？或拉动 6 万亿总投资，1.2~1.8 万亿年内投资（详见正文）四、未来怎样？6000 亿或只是序章，迎接基建高配时代 6000 亿是终点吗？首批快发+次批快补类似 2015~2017 年，更多批次或陆续有来。如何理解金融工具的政策逻辑？年内看，可对冲卖地资本金缺口；更长期看，地产基建的中期切换或正发

生，高配基建+低配地产时代或已来（详见正文）。风险提示：疫情超预期，金融工具后续投放不及预期。



报告正文

—

6000 亿金融工具劈开资本金枷锁

年内基建关键看什么？实物工作量，指经济活动中可衡量的物质形态对应的量值（如修了几里路、建了几座桥），是近期稳增长政策焦点（图 1）。

实物工作量的瓶颈是什么？资本金缺口。如央行邹澜 7 月所述：“资本金及时到位是项目开工建设的必要条件。据了解，不少项目已基本落实资本金来源，但与基础设施领域 20% 左右的项目资本金要求还有差距，有的还少一点，有的到位需要一点时间，影响了项目尽快开工建设。”

资本金缺口如何弥补？前有专项债作资本金，现有政策性、开发性金融工具（下称“金融工具”）。对应 8.24 国常会决定增加 3000 亿金融工具额度和用好 5000 多亿专项债结存限额（下文将作五维比较）。

6000 亿金融工具，够弥补资本金缺口吗？测算下半年资本金同比增量创 7 年新高，6000 亿金融工具是核心助力；重申下半年“投资不慢”、基建高增可持续。

能撬动多少投资？测算 6000 亿金融工具可拉动 6 万亿总投资，1.2~1.8 万亿年内投资。

后续怎么看？6000 亿或只是序章，迎接基建高配时代。

图表 1 近期稳增长政策聚焦实物工作量

国家机构	日期	相关表述
国务院	8月31日	在用好新增3000亿元以上政策性开发性金融工具基础上，对符合条件项目满足资金需求，避免出现项目等资金；将上半年开工项目新增纳入支持， <u>以在三季度形成更多实物工作量。</u>
央行	8月22日	政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具，加大对网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设、国家安全基础设施建设等重点领域相关项目的支持力度， <u>尽快形成实物工作量，并带动贷款投放。</u>
国务院	8月16日	要依法盘活债务限额空间，并用好已发行的地方专项债和政策性开发性金融工具，符合条件项目越多的地方得到的资金要越多。各地要加快成熟项目建设， <u>在三季度形成更多实物工作量</u> ，带动有效投资和相应消费。
发改委	8月16日	充分发挥推进有效投资重要项目协调机制作用，用好用足政策性开发性金融工具支持重大项目建设，推动项目尽快落地实施， <u>争取形成更多实物工作量。</u> 督促各地方抢抓三季度施工旺季的时间窗口，提高工作效率， <u>尽快形成更多实物工作量。</u>
发改委	8月1日	推动稳增长各项政策效应加快释放，充分发挥投资关键作用，更好发挥推进有效投资重要项目协调机制作用，切实加大力度做好项目前期工作，加快政策性开发性金融工具资金投放并 <u>尽快形成实物工作量。</u>
国务院	7月29日	有效投资重要项目协调机制要继续高效运转，开辟绿色通道、实行并联审批，依法依规加快办理用地用能环评等手续，在确保工程质量前提下 <u>在三季度尽快形成更多实物工作量。</u>
发改委	7月27日	要选准选好项目。更好发挥“四两拨千斤”的作用，带来更多投资拉动，吸引更多社会投资， <u>形成更多实物工作量</u> ；抢抓三季度施工旺季的时间窗口，提高工作效率， <u>尽快形成实物工作量。</u>
国务院	7月21日	各地按质量要求加快项目进度，创造条件确保工地不停工、相关产业链供应链不间断， <u>在三季度形成更多实物工作量</u> ，并多用以工代赈办法增加农民工打工机会。
国务院	7月19日	地方政府专项债的实际使用，新出台的政策性、开发性金融工具的运用， <u>将会形成有效投资更多实物工作量并拉动就业和消费。</u>
财政部	7月14日	下半年我们的重点工作，一是继续做好对地方的工作指导，督促各地做好专项债券发行收尾工作；二是督促地方及时拨付专项债券资金，压实项目单位责任，推动专项债券 <u>尽快形成实物工作量。</u>
央行	7月13日	国家开发银行、农业发展银行已积极和一批成熟项目进行对接，将依法合规加快投放， <u>很快就能实现资金投放和基础设施建设两个实物工作量。</u>

资料来源：国务院，财政部，央行，发改委，华创证券

二

有何不同？多维比较金融工具与专项债作资本金

专项债作资本金像斧头，势大才能力沉（地方切块，倾斜大省）、挥动较为费劲（进财政预算，风险偏好更低）；金融工具像剑，劈砍更为灵活（不搞地方切块，主看项目）、突刺效果更佳（SPV 投放，风险偏好更高），具体来看：

（一）资金类型：均限于重大投资项目，金融工具占比有上限资本金是项目总投资中由投资者认缴的出资额，有三大特征：1、对投资项目来说必须是非债务性资金；2、一次认缴，逐年到位，不得以任何方式抽回；3、对于基础设施项目有最低资本金比例要求（一般为 20%）。符合条件的金融工具和专项债可作重大投资项目资本金，前者不得占超 50%（图 2）。

图表 2 金融工具、专项债作资本金均限于重大投资项目



资料来源：中国政府网，华创证券

(二) 撬动倍数：金融工具理论撬动更高，更“雪中送炭”用项目总投资除以金融工具规模，可得其撬动倍数。如农发行首批 900 亿基础设施基金拉动总投资过万亿→万亿/900 亿对应 11 倍撬动（注：非项目实际杠杆率，含其他资本金撬动；金融工具实际撬动或约 4~5 倍）。11 倍撬动高吗？只是“正常发挥”——理论撬动即可达 10 倍（图 3），分三步看：1、项目资本金对项目总投资的撬动：基建领域项目资本金最低要求 20%左右，假设平均 20%→5 倍撬动。2、金融工具对项目资本金的撬动：金融工具占项目资本金比重不超过 50%→2 倍撬动 3、金融工具占每个项目总投资比重不超过 10%（20%*50%），顶格使用→10 倍撬动。

图表 3 农发基础设施基金 11 倍撬动怎么来的？

	基建项目最低资本金比例要求			
	1996年	2009年调整后	2015年调整后	2019年调整后
城市轨道交通	35%	25%	20%	最多降低5%
港口、沿海及内河航运	35%	30%	25%	20%
铁路、公路项目	35%	25%	20%	最多降低5%
机场项目	35%	30%	25%	25%
生态环保、物流等			20%	最多降低5%

资本金按20%最低要求
→5倍撬动

占资本金不超过50%，
→占项目总投资不超过10%
→10倍撬动

金融工具占项目资本金比重不超过50%

预计占每个项目总投资比重不超过10%

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_45874

