

## 政策挖掘系列之三：稳增长资金来源梳理与跟踪

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

在政策资金杠杆倍数普遍偏低，总量有限的情况下，全年对商品需求的拉动很难有超预期的增长。节奏方面，按照资金推算，资金总量支持二季度基建投资维持平稳增长。

### 摘要：

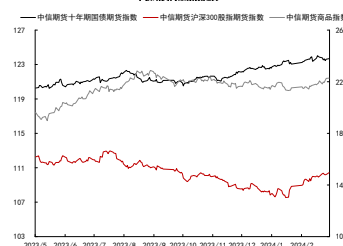
稳增长政策对于资产市场举足轻重，对于商品市场更有推动作用。2024 年国内宏观仍处于政策主导周期。为了追踪政策的总量与投放节奏，以观察政策对于商品需求的拉动效果，我们梳理了本轮稳增长中与商品需求较为相关资金工具，通过资金落地情况这一视角来侧面观察政策对于商品需求的拉动效果。由于资金的投放落地到实物工作量，再落地到商品消费存在一定时滞，因此通过这个时间窗口梳理已经出台的资金，或能观察政策近期能够拉动实物工作量量级。

结论而言，在政策资金杠杆倍数普遍偏低，总量有限的情况下，全年对商品需求的拉动很难有超预期的增长。节奏方面，按照资金推算，资金总量支持二季度基建投资维持平稳增长。其中，专项借款的资金落地执行较强，但撬动力度有限；专项债的质量有所提升，但总量与撬动比例难有新突破；政策性银行配套贷款案例分散，但总量与 PSL 以及新增政金债密切相关；结构性货币政策工具的行进度偏慢，撬动力度较弱；特别国债的落地节奏偏慢，年内拉动商品需求存疑。

落地到基建与商品需求，我们发现专项债当月同比变化量与财政基建类支出同比与基建投资均有 3 个月的领先滞后关系。在此基础上，将 PSL、财政支出与专项债发行进行汇总，对比发现仍领先基建投资三个月左右。按照资金推算，资金总量仍支持二季度基建投资维持 6%-10% 的增长。

**风险提示：**政策落地不及预期，宏观经济不确定性

中信期货商品指数走势



### 宏观与商品策略研究团队

研究员：  
张文  
从业资格号：F3077272  
投资咨询号：Z0018864

刘道钰  
从业资格号 F3061482  
投资咨询号 Z0016422

屈涛  
从业资格号 F3048194  
投资咨询号 Z0015547

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

## 目 录

摘要: .....	1
一、 稳增长资金工具梳理 .....	4
(一) 专项借款: 资金落地执行较强, 但撬动力度有限 .....	4
(二) 专项债: 总量与撬动比例难有新突破 .....	6
(三) 政策性银行配套贷款: 主要资金来源或仍为 PSL .....	8
(四) 结构性货币政策工具: 发行进度偏慢, 撬动力度较弱 .....	8
(五) 特别国债: 落地节奏偏慢, 年内拉动商品需求存疑 .....	9
二、 稳增长资金跟踪 .....	10

## 图表目录

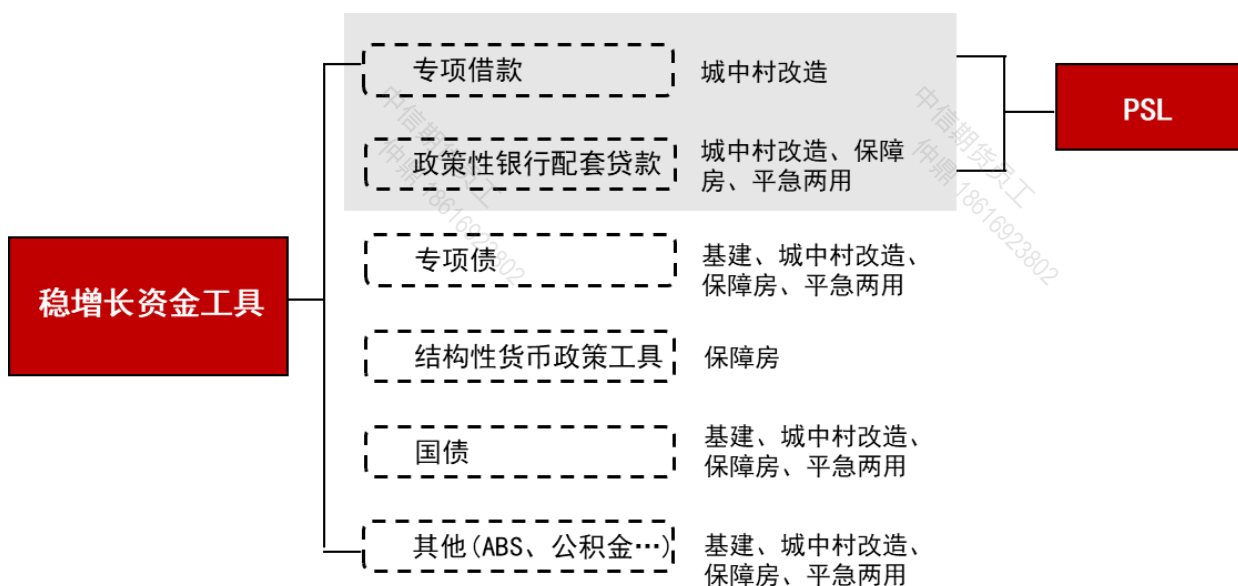
图表 1: 稳增长资金工具梳理 .....	4
图表 2: 部分披露投资额的专项借款项目梳理 .....	5
图表 3: 广西南宁 8 个城中村项目拆解 .....	5
图表 4: 专项借款项目审批流程 .....	6
图表 5: 保障性安居工程细分项 .....	7
图表 6: 专项债投向保障性安居工程额度及比例 .....	7
图表 7: 老旧小区改造项目专项债占比 .....	7
图表 8: 棚户区改造项目专项债占比 .....	7
图表 9: 近两年一季度专项债投向情况 .....	8
图表 10: 专项借款项目审批流程 .....	9
图表 11: 赤字率 .....	10
图表 12: 公共财政总支出与基建类支出累计同比 .....	10
图表 13: 抵押补充贷款新增额 .....	11
图表 14: 政金债月度发行额 .....	11
图表 15: 新增专项债发行节奏 .....	11
图表 16: 专项债资金投向情况-财政部口径 .....	11
图表 17: 公共财政总支出与基建类支出累计同比 .....	12
图表 18: 基建类占总提公共财政支出的比例变化 .....	12
图表 19: 资金领先基建投资约 3 个月 .....	12
图表 20: 财政基建类支出领先基建投资 3 个月 .....	12
图表 21: 专项债当月同比变化量领先基建投资 3 个月 .....	12
图表 22: 政金债发行量与基建投资相关性相对较低 .....	12

## 一、稳增长资金工具梳理

稳增长政策对于资产市场举足轻重，对于商品市场更有推动作用。2024 年国内宏观仍处于政策主导周期。当前国内面临的两个核心的问题是经济体信心受损，和部分风险的暴露，因此政策会在稳增长和防风险中寻找平衡，而政策落地的总量和节奏也从宏观上影响商品的价格和实际托底的需求量。为了追踪政策的总量与投放节奏，以观察政策对于商品需求的拉动效果，我们梳理了本轮稳增长中与商品需求较为相关资金工具，通过资金落地情况这一视角来侧面观察政策对于商品需求的拉动效果。由于资金的投放落地到实物工作量，再落地到商品消费存在一定时滞，因此通过这个时间窗口梳理已经出台的资金，或能观察政策近期能够拉动实物工作量量级。

结论而言，在政策资金杠杆倍数普遍偏低，总量有限的情况下，全年对商品需求的拉动很难有超预期的增长。节奏方面，按照资金推算，资金总量支持二季度基建投资维持平稳增长。

图表1：稳增长资金工具梳理



资料来源：Wind、中信期货研究所

### （一）专项借款：资金落地执行较强，但撬动力度有限

近期城中村专项借款火热推进，授信额度已为万亿规模，备受市场关注。专项借款这一工具曾用于保交楼。2023 年，约有 3500 亿保交楼专项借款发放，给竣工端带来了较好的支撑。住房城乡建设部近日表示，我国扎实推进保交楼工作，

350 万套保交楼专项借款项目已交付超过 300 万套，带动了全国房屋竣工面积同比增长 17.9%，稳定了市场预期，维护了购房人合法权益。

与贷款不同，专项借款政策属性更强，执行力度更强。城中村改造贷款管理办法，明确贷款原则上不得用于净地供应前土地征收、拆迁安置补偿等前期环节，而根据国开行披露，城中村专项借款的资金是专项用于城中村改造的前期工作、征收补偿安置、安置住房小区的建设，还有小区的相关配套基础设施，因此专项借款更能顺利推进项目进程。

根据已披露的项目情况来看，专项借款占项目资金比例较高，撬动社会资金力度或相对有限。我们认为这可能与城中村改造项目前期投入资金量大，回报率相对较低有关。例如，广西南宁 8 个城中村项目共获 590 亿元专项借款，总投资为 738.56 亿元，约占总投资的 80%；昆明市官渡区矣六街道普自社区城中村改造项目（二期）获 237 亿元专项借款，总投资为 319.4 亿元，约占总投资的 74%；安徽合肥 18 个城中村改造项目获 441 亿元专项借款，总投资为 579 亿元，约占总投资的 76%。以此推算，杠杆倍数约 1.2-1.3 倍。

图表2：部分披露投资额的专项借款项目梳理

项目	专项借款投放额（亿元）	总投资额（亿元）	比例	杠杆倍数
广西南宁8个城中村项目	590	748.56	79%	1.27
昆明市官渡区6个城中村项目	237	319.4	74%	1.35
安徽合肥18个城中村改造项目	441	579	76%	1.31
石家庄17个城中村项目	405.23	528.1	77%	1.30
成都市青白江区城中村改造	23	28.78	80%	1.25
合计	1696.23	2203.84	77%	1.30

资料来源：Wind、中信期货研究所

图表3：广西南宁 8 个城中村项目拆解

序号	项目名称	项目建设范围	估算总投资（亿元）	资金来源
1	南宁市衡阳西路片区城中村改造项目	5626亩	352.87	市财政多渠道筹措
2	南宁市鸡村城中村改造项目	3012亩	83.95	市财政多渠道筹措
3	南宁市白沙半岛片区城中村改造项目	2260亩	124.74	市财政多渠道筹措
4	南宁市吉兴西路南侧片区城中村改造项目	1066亩	18.09	市财政多渠道筹措
5	南宁市望州路北三里片区城中村改造项目	299亩	10.68	市财政多渠道筹措
6	南宁市长堽村城中村改造项目	961亩	28.82	市财政多渠道筹措
7	南宁市四联村城中村改造项目	3187亩	45.52	市财政多渠道筹措
8	南宁市平阳村片区城中村项目	2380亩	73.88	市财政多渠道筹措

资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

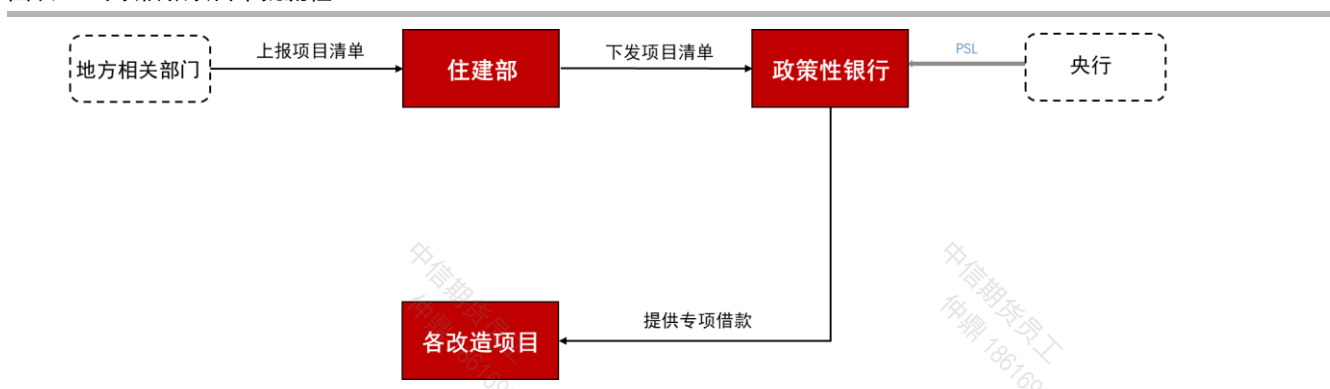


根据公开资料整理，城中村专项借款的主要资金来源大概率为 PSL。城中村专项借款由国开行等政策性银行提供资金支持。从申请条件来看，申请专项借款的城中村改造项目需列入国家城中村改造年度计划，且为具备条件实施拆除新建的项目，或实施拆整结合项目中的拆除新建部分。

根据项目披露，项目上报后，由政策性银行根据住建部城中村改造专项借款项目清单内项目提供资金支持。央行公告发布《盘点央行的 2023 | ①稳健的货币政策精准有力》披露，新增抵押补充贷款额度 5000 亿元，为政策性开发性银行发放“三大工程”建设项目贷款提供中长期低成本资金支持。

从可行性、披露 PSL 使用主体和投向、保交楼专项借款使用经验来看，城中村专项借款的主要资金来源大概率为 PSL。授信与实际发放的差异，可以通过 PSL 来跟踪。

图表4：专项借款项目审批流程



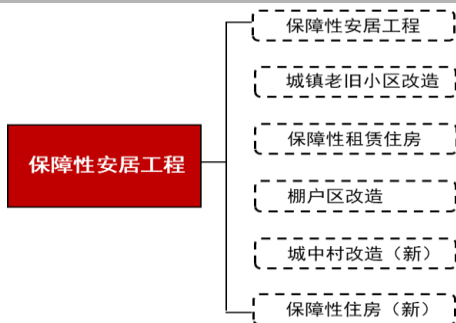
资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

## （二）专项债：总量与撬动比例难有新突破

专项债资金广泛用于“三大工程”等稳增长项目，相关资金一般设立在保障性安居工程这一大类。内含：1）保障性安居工程；2）城镇老旧小区改造；3）保障性租赁住房；4）棚户区改造四个大类，按照监管要求，2024 年专项债投向整体保持 10 大领域不变，但一些细项发生变化，保障性安居工程领域新增城中村改造、保障性住房两个投向。

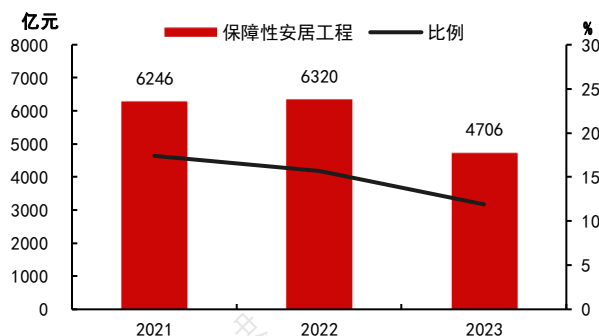
2024 年一季度，专项债资金中，保障性安居工程约发放 636 亿元，占一季度总额的 10%。根据财政部披露，2021、2022、2023 年，保障性安居工程分别约发行 6246 亿元、6320 亿元、4706 亿元，占比 17.4%、15.7%、11.9%。2024 年年专项债发行额度为 3.9 万亿元，若按照 10%-20%比例测算，约投放 3900-7800 亿元新增专项债。

图表5：保障性安居工程细分项



资料来源：Wind、中信期货研究所

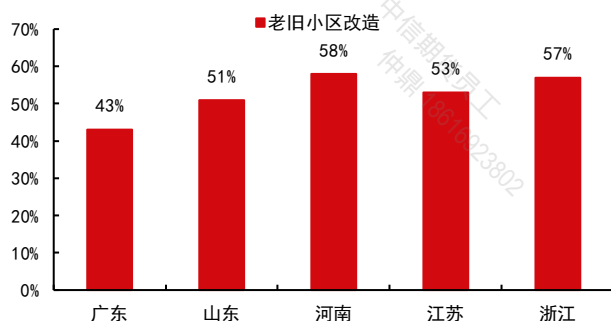
图表6：专项债投向保障性安居工程额度及比例



资料来源：Wind、中信期货研究所

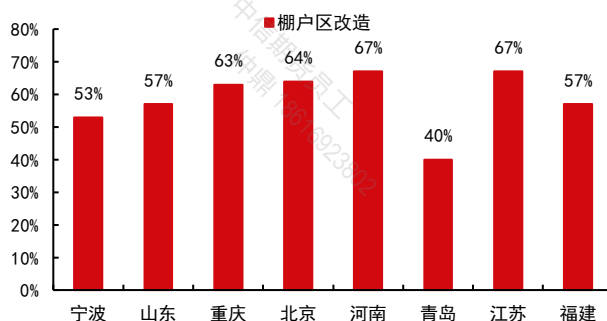
根据部分地区保障性安居工程项目总投资额与计划使用专项债额度的比例计算，专项债资金撬动力度约为 1.5-2.5 倍杠杆。对各地方省市发行的新增专项债进行随机样本调查，各项目计划使用专项债额度约占总投资额度的 40%-60%。其中，老旧小区使用比例棚户区改造领域，发达经济省市使用比例相对较高。以此推算，专项债资金撬动力度约为 1.5-2.5 倍杠杆。

图表7：老旧小区改造项目专项债占比



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表8：棚户区改造项目专项债占比



资料来源：Wind、中信期货研究所

专项债总量与撬动比例有所抬升，但难有新突破。值得注意的是，截止至今年 1 季度，专项债投放至相关领域的比例与杠杆倍数并未发生明显改变，且新投放的专项债多为对于旧项目计划专项债投放额的补充，因此专项债所能拉动的资金量同比近几年来看或难有突破性增长，具体情况还有待进一步跟踪。投向来看，今年一季度专项债大概有 81%的比例投向基建以及三大工程，去年同期是 76%。其中，与黑色需求更为相关的交通运输，尤其是铁路方面，以及市政和产业园区基础设施比例也均有所增加。质量来看，今年整体专项债作资本金比例为 10.5% 左右，较去年的 7.4%增长 3.1 个百分点。全年来看，今年专项债额度较去年多 1 千亿元（共 3.9 万亿元），随着后续专项债逐步放量发行，还是能给全年的商品需求带来一定增量效应，但是由于发行至落地需要时间，对于近期商品需求来说，

专项债效果相对负面。

图表9：近两年一季度专项债投向情况

近两年专项债投向情况--一季度						
一级分类	二级分类	24Q1		23Q1		同比
		发行额（亿元）	占比	发行额（亿元）	占比	
基建类合计	交运	1348.39	21.26%	2651.24	19.54%	-49.14%
	能源	26.49	0.42%	90.11	0.66%	-70.60%
	农林水利	388.93	6.13%	918.04	6.77%	-57.63%
	市政和产业园区基础设施	2402.03	37.88%	3950.46	29.12%	-39.20%
	新基建	51.34	0.81%	93.73	0.69%	-45.23%
	生态环保	191.12	3.01%	376.31	2.77%	-49.21%
	物流	111.78	1.76%	272.44	2.01%	-58.97%
基建类合计	/	4520.08	71.28%	8352.33	61.56%	-45.88%
保障性安居工程	/	635.91	10.03%	2003.97	14.77%	-68.27%
基建+保障	/	5155.99	81.31%	10356.30	76.33%	-50.21%
非基建类合计	/	1820.83	28.72%	5215.94	38.44%	-65.09%
合计	/	6340.91	100.00%	13568.27	100.00%	-53.27%

资料来源：Wind、各地政府网、中信期货研究所

### （三）政策性银行配套贷款：主要资金来源或仍为 PS�

政策性银行配套贷款在三大工程中均有涉及，但案例较少，披露信息相对模糊。总体来看，政策性银行配套贷款的杠杆倍数较低，其主要资金来源或仍为 PS�。

保障性住房方面，福建省福州市双龙新居保障性住房项目授信 2.02 亿元，并实现首笔贷款发放 1000 万元。该项目总投资 2.54 亿，占比约 80%。项目开发主体为城投公司。

城中村方面，长沙市望城区大泽湖片区城中村改造项目一期工程获得国家开发银行省分行配套贷款 1000 万元，实现了当天发放、当天支付，是全国发放的首笔超大特大城市城中村改造项目配套贷款，专项用于支持城中村改造项目范围内产业载体配套基础设施建设。另外，宁波市镇海区首批城中村项目获得国开行宁波分行的贷款支持，同时也获得专项借款的支持。下一步，镇海区将充分利用政策性银行的专项借款及配套贷款，为城中村改造项目筹措低成本、大规模的建设资金。

平急两用方面，2023 年 12 月进出口银行运用新增抵押补充贷款额度，牵头银团向重庆陆港枢纽平急两用公共仓储（一期）项目发放贷款 7.3 亿元。

### （四）结构性货币政策工具：发行进度偏慢，撬动力度较弱

根据现有案例，在开展偏慢，项目收益相对偏弱的背景下，结构性货币政策



工具预计能够撬动的市场资金比较有限。结构性货币政策工具中，与商品需求相关性较高的工具有保交楼贷款支持计划（22 年 12 月启动）、房企纾困专项再贷款（23 年 1 月启动）以及租赁住房贷款支持计划（23 年 2 月启动）。截止到 23 年 12 月末，保交楼贷款支持计划 2000 亿元仅使用了 56 亿元，其他两个工具开启一年多一来，使用额度依旧为零。

不过在 2024 年一季度，三类结构性货币政策工具有加速启动的现象。例如，工商银行重庆市分行成功投放重庆市首笔租赁住房贷款支持计划项下租赁住房购置贷款，金额 3.04 亿元，期限 30 年。但根据现有案例，主要参与主体仍为当地城投，在开展偏慢，项目收益相对偏弱的背景下，预计能够撬动的市场资金比较有限。

图表10：专项借款项目审批流程

工具名称	额度（亿元）	24年3月末余额	23年12月末余额	23年9月末余额	23年6月末余额	23年3月末余额
租赁住房贷款支持计划	1000	20	0	0	0	0
保交楼贷款支持计划	2000	86	56	56	5	5
房企纾困专项再贷款	800	209	0	0	0	0

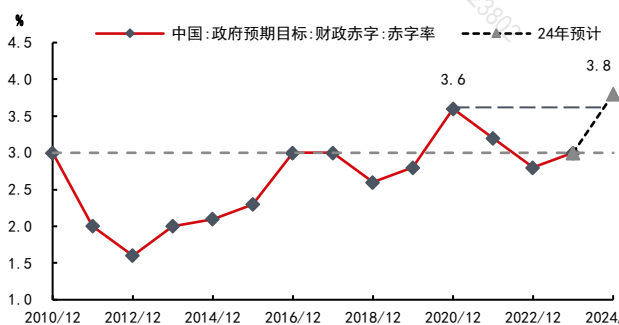
资料来源：Wind、中国人民银行、中信期货研究所

## （五）特别国债：落地节奏偏慢，年内拉动商品需求存疑

国债方面，与能够拉动商品需求相关的主要为 23 年发行的万亿国债以及从 2024 年起，今后几年将连续发行的超长期特别国债。从万亿国债落地至实物工作量的时间来看，节奏相对偏慢。

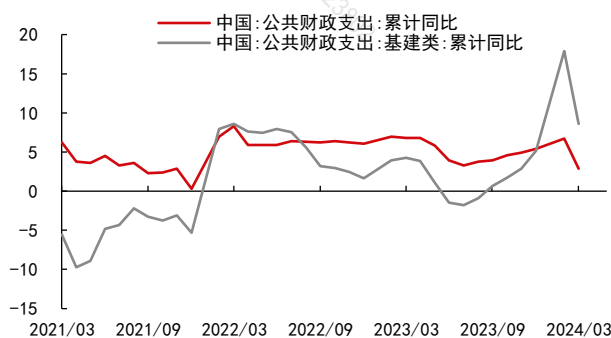
从节奏来看，万亿国债是从 2023 年 10 月出台并发放。截止到今年 2 月三批项目清单都下达，项目审核完毕。2 月底万亿国债项目资金已经全部下达至地方。资金支出上，公共财政支出中可以观察到，中央从财政端对基建类支出从去年四季度开始出现明显加速，2024 年 1-2 月，基建类支出累计同比为 17.9%，远高于总体支出（6.7%）。新出的 3 月财政支出虽有所下滑，但是基建类支出仍对整体支出形成一定支撑。项目动工上，4 月 17 日，国新办就宏观经济形势和政策举行发布会上介绍了相关项目的审批情况，也申明会加快节奏，万亿国债项目会在六月底前动工。总体来看，4 月中旬资金已经下达到各个项目，但是国新办披露要求在 6 月底之前全部动工，反映万亿国债落地到实物工作量其实是超过了三个月左右的一个平均时间，因此实际带动的商品需求可能偏后。

图表11：赤字率



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表12：公共财政总支出与基建类支出累计同比



资料来源：Wind、中信期货研究所

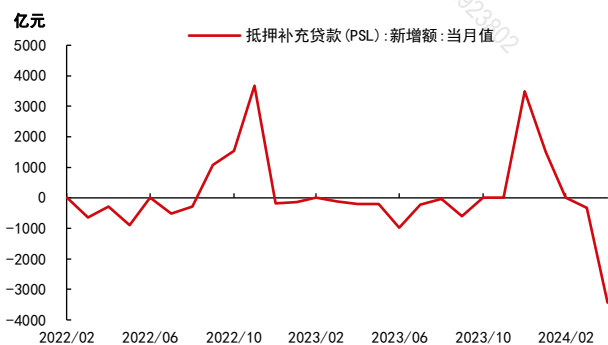
超长期特别国债方面，5月13日财政部公布超长期特别国债发行安排，超长期特别国债将于5月17日起开始发行。若以万亿国债的落地实物工作量的时间推算，万亿超长期特别国债或存在商品需求不能够全部在今年年内落地的可能性。同时根据财政部公开信息，超长期特别国债的发行节奏较多，相对分散，这同样会减弱实际拉动商品需求的效果。因此仍需密切关注后续资金落地的投向以及第一本账中基建支出的情况。

## 二、稳增长资金跟踪

根据上述对各类资金工具的梳理与展望，我们选取一些可跟踪的指标进行汇总和拟合，以定期跟踪资金落地的情况。

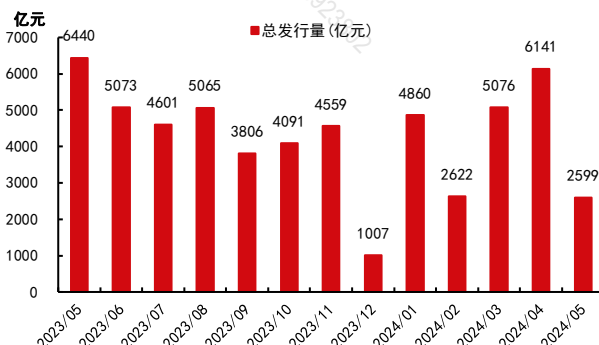
对于专项借款以及政策性银行配套贷款，根据上述对于资金来源的分析，我们主要跟踪月度的新增抵押补充贷款的情况。PSL方面，2023年12月、2024年1月共发行5000亿元。按照城中村专项借款目前已经授信的规模（将近万亿）来看，后续仍有增加空间。但目前PSL暂停发放亦反过来限制专项借款以及配套贷款的投放进度。目前专项借款的投放比例较低，首批仅发放700亿元。按照上一轮经验，6300亿元新增PSL推动了3500亿保交楼专项借款以及若干配套贷款。同时，由于政策性银行这一主体在稳增长资金投放上承担重要角色，是一种“类财政”资金，其主要资金来源为政金债，我们也同步跟踪政金债的发行。

图表13：抵押补充贷款新增额



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表14：政金债月度发行额

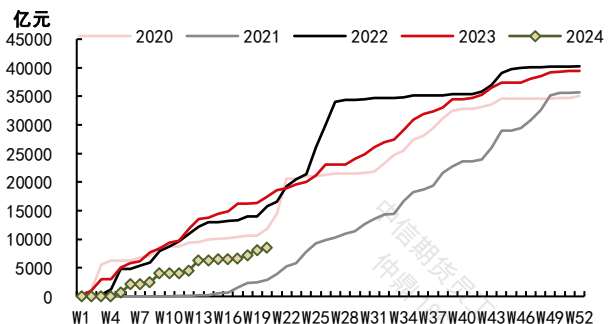


资料来源：Wind、中信期货研究所

专项债方面，我们主要关注投放至基建与保障性住房的部分。从财政部官方披露的口径来看，其披露进度相对较慢。23 年 4 季度，专项债额度剩余量相对有限，整体流入基建比例出现大幅回落。但从 2024 年 1 季度公告发行的债券投向汇总来看，正如前文所述，其占比有所增加。新增专项债共发行 6341 亿元，较去年同期-53%。其中，基建与保障性安居工程共 5156 亿元，较去年同期-50%。

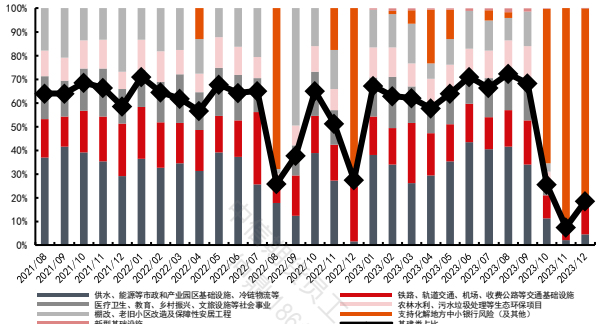
而关于特别国债的使用情况，或可观察公共财政支出中基建类支出的情况。1-2 月，一般公共预算支出同比增长 6.7%，支出进度快于过去 5 年平均水平，或表明万亿国债作用开始起效。基建类支出主要包含交通运输支出、农林水支出以及城乡社区支出三个分项。从公共财政支出中可以观察到，中央从财政端对基建类支出从去年四季度开始出现明显加速，2024 年 1-2 月，基建类支出累计同比为 17.9%，远高于总体支出（6.7%）。

图表15：新增专项债发行节奏



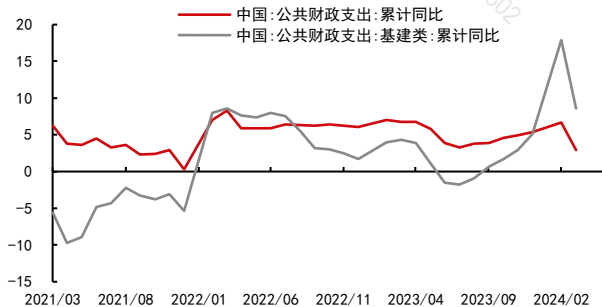
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表16：专项债资金投向情况-财政部口径



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表17：公共财政总支出与基建类支出累计同比



资料来源：Wind、中信期货研究所

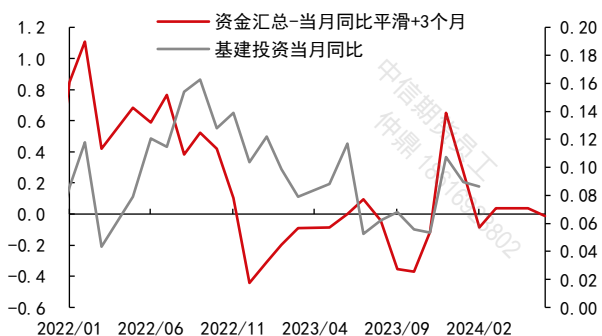
图表18：基建类占总提公共财政支出的比例变化



资料来源：Wind、中信期货研究所

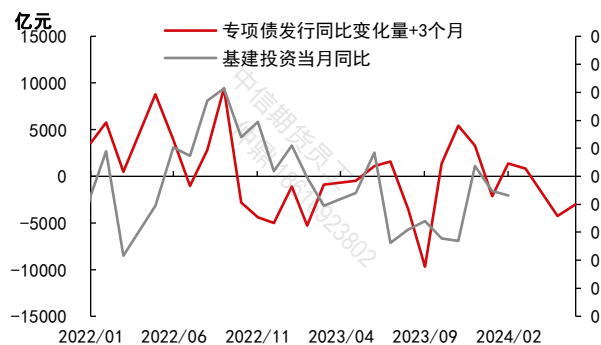
落地到基建与商品需求，我们发现专项债当月同比变化量与财政基建类支出同比与基建投资均有 3 个月的领先滞后关系。在此基础上，将 PSL、财政支出与专项债发行进行汇总，对比发现仍领先基建投资三个月左右。按照资金推算，资金总量仍支持二季度基建投资维持 6%-10% 的增长。

图表19：资金领先基建投资约 3 个月



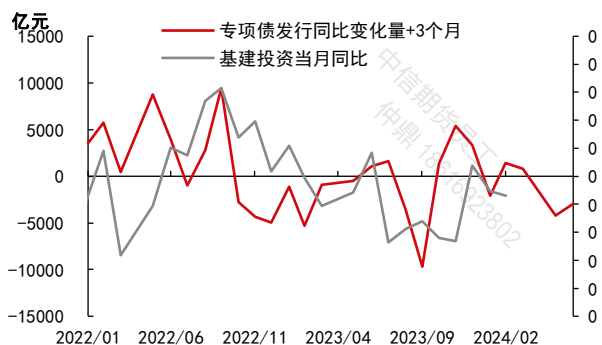
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表20：财政基建类支出领先基建投资 3 个月



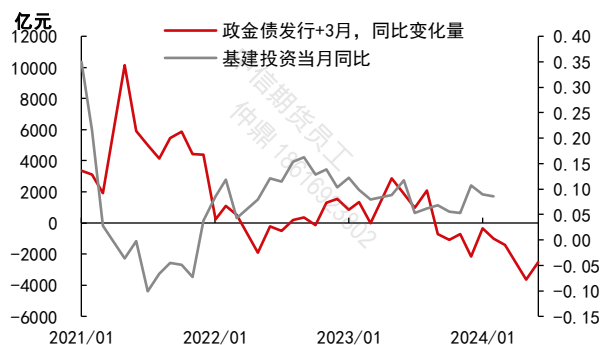
资料来源：Wind、中信期货研究所

图表21：专项债当月同比变化量领先基建投资 3 个月



资料来源：Wind、中信期货研究所

图表22：政金债发行量与基建投资相关性相对较低



资料来源：Wind、中信期货研究所

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不承担任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>