

**李超** 执业证书编号：S0570516060002  
研究员 010-56793933  
lichao@htsc.com

**程强** 执业证书编号：S0570519040001  
研究员 010-56793961  
chengqiang@htsc.com

**朱洵** 执业证书编号：S0570517080002  
研究员 021-28972070  
zhuxun@htsc.com

**刘天天** 执业证书编号：S0570518050003  
研究员 010-56793946  
liutiantian@htsc.com

**孙欧**  
联系人 sunou@htsc.com

**张浩** +86 10 56793946  
联系人 zhang-hao@htsc.com

**相关研究**

- 1 《宏观：进口数据下滑，内需存下行风险》  
2019.06
- 2 《宏观：汇率后市怎么看？》2019.06
- 3 《宏观：PMI 跌落荣枯线，类滞胀环境下资产怎么走？》2019.05

# 专项债用于资本金是大水漫灌吗？

## ——《专项债发行及项目配套融资工作通知》点评

### 专项债用于资本金是模糊认知的确定

6月10日，中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。文件提出：允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。我们认为，这一规定是模糊认知的确定。项目资本金应当是权益性资金，但专项债发行收入属于政府性基金，即预算内资金，因此专项债能否用于资本金没有文件规定，实践中地方政府较难遵从。本次规定相当于认可了“专项债+市场化融资”的模式。

### 专项债用于资本金有特定范围

文件规定，并非所有专项债都可以用于项目资本金。我们总结需要满足三个条件：(1) 项目范围：专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目；(2) 收益要求：评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的；(3) 专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。我们认为，中央防范地方政府债务隐性风险的方向没有改变。

### 专项债用于资本金是政府态度边际变化，不用过度重视量的变化

5月以来外部环境发生较大变化，对国内经济和现有政策形成一定冲击和挑战，外部环境恶化要求政策需要相机抉择，通过逆周期政策予以应对；我们认为当前政策主线仍是以供给侧改革的方式稳定总需求；此次专项债用于资本金是政府态度边际变化，是利用政策工具应对外部风险的预调微调，不用过度重视量的变化，不是放弃结构调整重回刺激的老路。外部环境变化仍是政策最大掣肘，未来刺激政策的出台仍需关注G20前后的习特会及中美经贸谈判走势。

### 这次给规范隐性债务存量的后续资金支持，降低了半拉子工程风险

《通知》提出合理保障必要在建项目后续融资。在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。我们认为，今年年初以来，由于隐性债务问题，项目融资较为受限，而此次有底线的边际放松——给规范隐性债务存量提供后续资金支持，有望缓解在建项目的资金压力，有效降低半拉子工程风险。

### 专项债用于资本金可放大杠杆效应，但只能使用一次

专项债用于重大项目资本金为投资项目资本金带来边际增量，有助于撬动更大规模的债务融资，放大杠杆效应，进而推动投资建设进度。但《通知》也明确强调“避免层层嵌套、层层放大杠杆”，即专项债用作资本金后借来的钱不能再做资本金，严禁利用专项债券作为重大项目资本金政策层层放大杠杆。我们认为这是供给侧改革思路的延续，能够有效避免多层嵌套和杠杆的无序累积。

### 专项债用于资本金不是大水漫灌，仍是精准滴灌

我们认为，《通知》明确指出专项债用于资本金要精准聚焦重点领域和重大项目，在战略方向上，要重点支持京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角区域一体化等重大战略；在行业方向上，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路、以及支持推进国家重大战略实施的地方高速，供电供气项目。这说明政策意图不是要大规模刺激基建，而是要精准支持补短板重点方向。我们仍维持今年基建投资整体温和回升，结构上铁路、高速公路、生态环境治理投资增速可能反弹较明显的观点。

风险提示：政策落地不及预期、经济下行超预期

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

# 我们的产品



## 大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

## 条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

## 即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

## 云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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\\_12088](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12088)

