



Research and
Development Center

2021 年专项债回顾 与 2022 年展望

2021 年 12 月 01 日

解运亮
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师
执业编号：S1500521040002
联系电话：010-83326858
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

2021年专项债回顾与2022年展望

2021年12月01日

摘要：今年新增专项债发行节奏缓慢，明显后置于四季度。投向领域虽仍以基建为主，但保障性安居工程的占比较去年明显增加。明年经济稳增长压力大，预计发行大概率前倾，节奏将与今年相反，前半年重基建，为经济形成托底，后半年重保障性安居工程等民生领域。

- **2021年新增专项债发行规模小于去年，节奏明显缓慢。**今年截至11月底，新增专项债发行规模约为3.43万亿元，剔除中小银行预留额度为3.28万亿元，小于去年同期的3.55万亿元。10月底发行进度为79.5%，远慢于去年同期的94.6%，但11月过后发行进度几乎与去年持平，节奏明显后置。在今年底明年初形成实物工作量的要求下，预计全年可以发完财政部下达的3.47万亿元的额度。
- **对比去年，今年新增专项债虽然仍以基建为主，但保障性安居工程的占比明显增加。**今年1-10月投向基建的新增专项债约占6成，低于去年近7成的比例，但保障性安居工程的占比却比去年多了约6个百分点。作为项目资本金，专项债主要投向了以铁路，收费公路和干线机场为主的交通领域，占比超过了8成。
- **专项债发行后置对社融和资金流动性的影响可控。**在10月份新增专项债创下今年新高后，社融增速仍为10%，与9月持平，预计年底可回升至10.2%。专项债集中发行对流动性有抽水作用，但央行以加大公开市场投放力度和投放万亿MLF的方式进行对冲，资金面继续保持平稳。
- **2022年稳增长压力大，专项债发行大概率前倾。**在明年经济面临稳增长压力和地方政府债务率高居的背景下，预计专项债限额将在3.5-3.65万亿元之间。且明年从年初开始就需要财政端发力，新增专项债加快发行并更多投向基建，节奏前倾，为全年经济形成托底，而保障性安居工程等民生领域的投向将集中在后半年。政策端将在促增速和防风险之间求平衡。
- **风险因素：**政策端态度不明；疫情持续反复。

目录

一、2021年专项债发行规模和投向回顾	3
1.1 今年专项债发行规模观察	3
1.2 今年专项债资金投向观察	6
1.3 今年专项债发行节奏为何缓慢?	10
二、2021年专项债发行后置的影响	12
1.1 对基建的影响	12
1.2 对社会融资的影响	15
1.3 对资金流动性的影响	16
三、2022年专项债展望	17
1.1 明年专项债发行基调	17
1.2 明年专项债投向节奏	19
风险因素	21

图目录

图 1: 2021年1-10月每月新增专项债发行额	3
图 2: 最近三年11月末新增专项债券发行进度	3
图 3: 最近三年11月末新增专项债券发行进度(2021年:按11月疫情爆发之前的原计划)	4
图 4: 2021年11月新冠肺炎现有确诊病例	4
图 5: 最近三年每月新增专项债券发行累计进度	5
图 6: 今年和去年截至11月中旬新增专项债券期限占比	5
图 7: 最近三年1-10月各月再融资专项债发行额	6
图 8: 2021年10月新增专项债资金投向结构	7
图 9: 2021年9月新增专项债资金投向结构	7
图 10: 2021年1-10月新增专项债资金投向结构	8
图 11: 2021年1-10月新增专项债资金使用情况	8
图 12: 2020年1-10月新增专项债资金投向结构	9
图 13: 2021年新增专项债用作项目资本金的投向结构	9
图 14: 2019年1季度到2021年3季度GDP当季同比	10
图 15: 专项债券余额与地方政府性基金收入的增长趋势	11
图 16: 2021年和2020年1-10月新增专项债投向基建数额	13
图 17: 2015年到2019年基建增速对中央释放尽早形成实物工作量的反应	14
图 18: 2020年2月以来基建投资累计同比	15
图 19: 今年政府债券融资同比增速	15
图 20: 今年社融同比增速	16
图 21: 专项债集中发行可引起利率的短暂波动	17
图 22: 2016年以来上半年新增专项债发行进度与当年GDP同比增速	18
图 23: 2016年以来每年新增专项债限额	18
图 24: 2016年以来每年新增专项债限额	19
图 25: 2021年3-10月新增专项债投向分布	20

表目录

表 1: 部分省份专项债使用中存在的问题	11
表 2: 加强专项债监管的政府文件	12
表 3: 2015-2019年中央释放发债后形成实物工作量的信号梳理	14

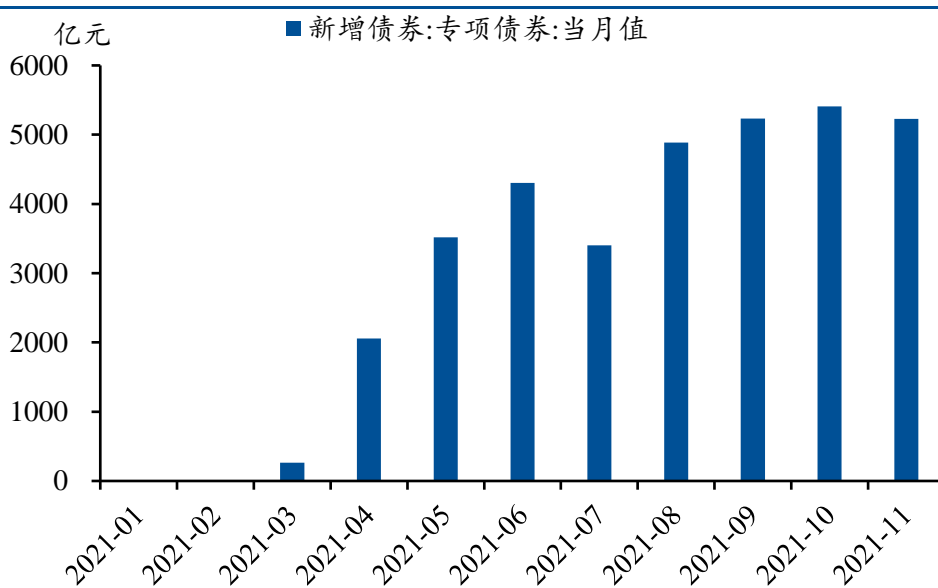
一、2021年专项债发行规模和投向回顾

1.1 今年专项债发行规模观察

进入四季度后，新增专项债发行量进一步提高。10月各地政府发行新增专项债5410亿元，创下今年单月发行量新高，且延续了7月以来新增专项债发行量每月递增的趋势。11月整月发行与10月相近，约为5228亿元，加上1-10月发行总额29072亿元，今年截至11月底发行量将为34300亿元，剔除包含的2020年新增专项债券用于支持中小银行的结转额度1494亿元，为32806亿元，发行进度将至94.61%。而去年11月底的发行进度为94.58%，前年为99.06%，即今年11月底进度和去年基本一致。

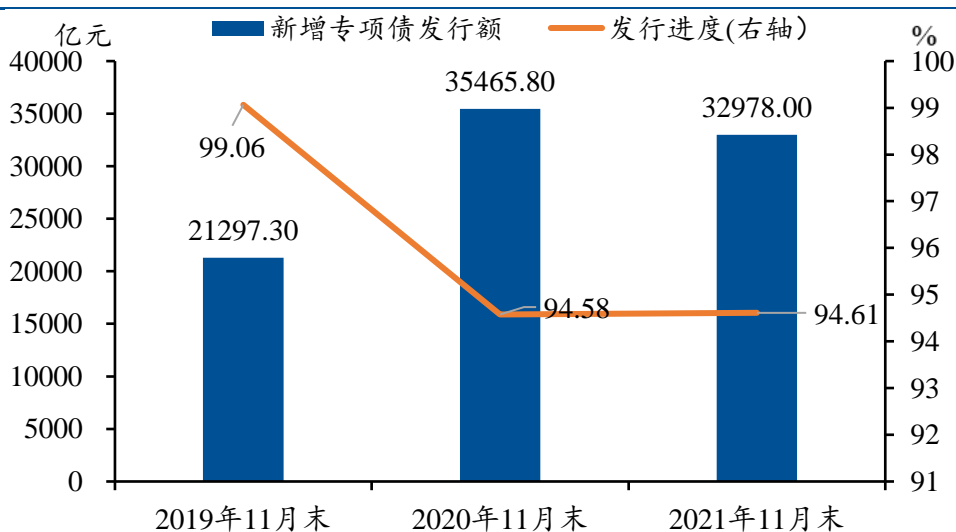
上段计算发行进度时采用的分母为今年5月财政部下达的2021年新增地方政府专项债务限额，即3.4676万亿元。同月，经全国人大批准的2021年预算安排新增地方政府专项债务限额为3.65万亿元。本文采用前者的原因是3.4676万亿元的限额是实际下达值，而3.65万亿元是预算值。在实际下达值和预算值没有统一之前，暂时参考财政部目前已下达的限额。若财政部后续下达剩余的1824亿元预算额度，则采用3.65万亿元。

图1：2021年1-10月每月新增专项债发行额



资料来源：万得，信达证券研发中心

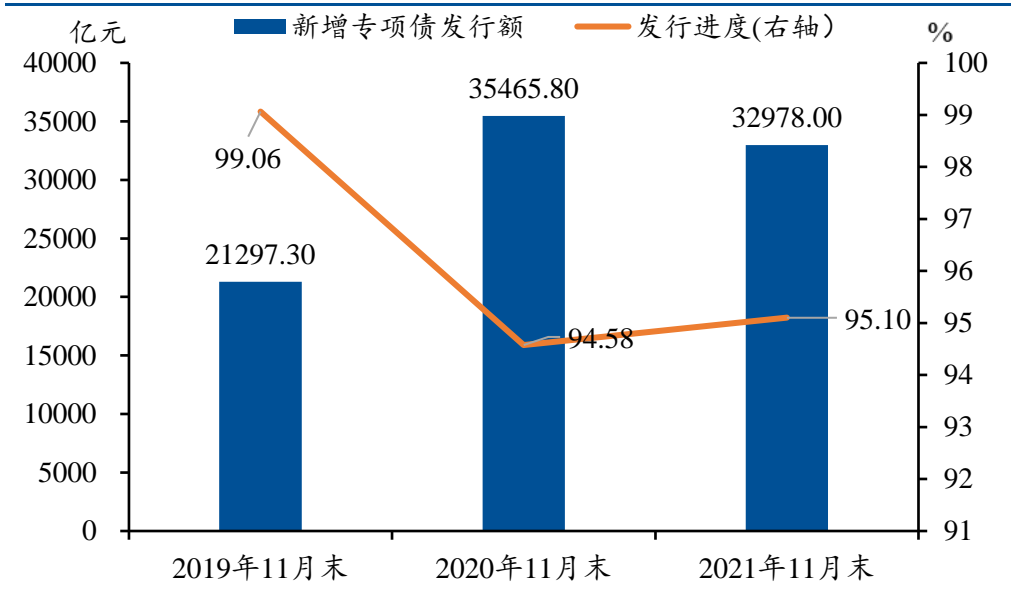
图2：最近三年11月末新增专项债券发行进度



资料来源：万得，信达证券研发中心

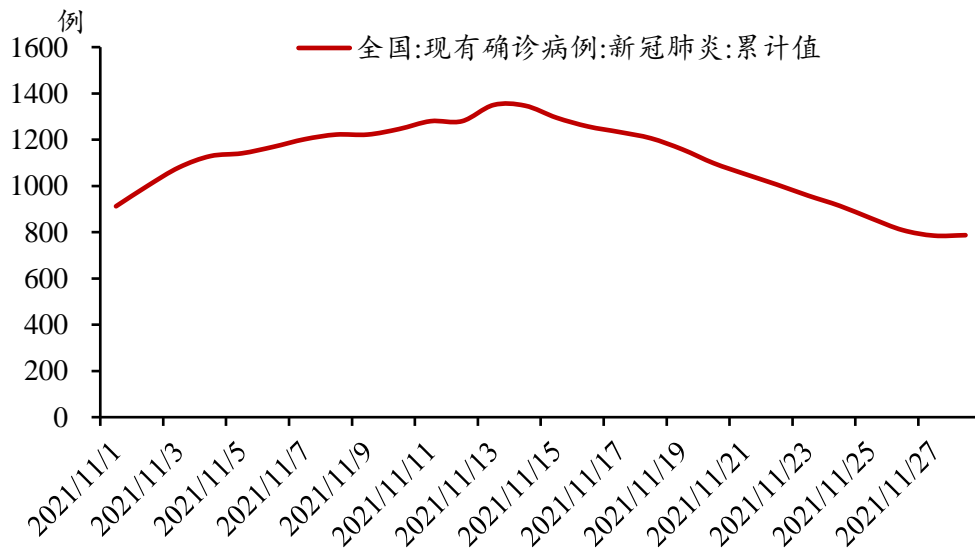
疫情的突发将使今年专项债的发行更加后置。按近期监管部门要求各地将原来12月份的预留额度调整到11月底之前发行的指示，再结合各省财政厅在9月公布的4季度地方债发行计划，11月的发行量将在5400亿元左右。但现实情况是近期疫情反复，河南、辽宁、黑龙江、四川和河北等省份均被严重波及，防疫成为了当前的首要任务，所以监管部门的发行计划会有所调整。原计划中准备在11月底发完的部分新增专项债受疫情影响将留到12月，11月的实际计划发行量比原计划量减少约172亿元，如按原计划，今年截至11月底的新增专项债发行进度将快于去年同期，剔除去年1494亿元的结转额度后，发行额为32978亿元，发行进度将为95.10%。12月发行约1700亿元，远高于去年和前年12月的发行量。年末进度将达到100%，即今年财政部下达的额度全部用完。

图3：最近三年11月末新增专项债券发行进度（2021年：按11月疫情爆发之前的原计划）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图4：2021年11月新冠肺炎现有确诊病例

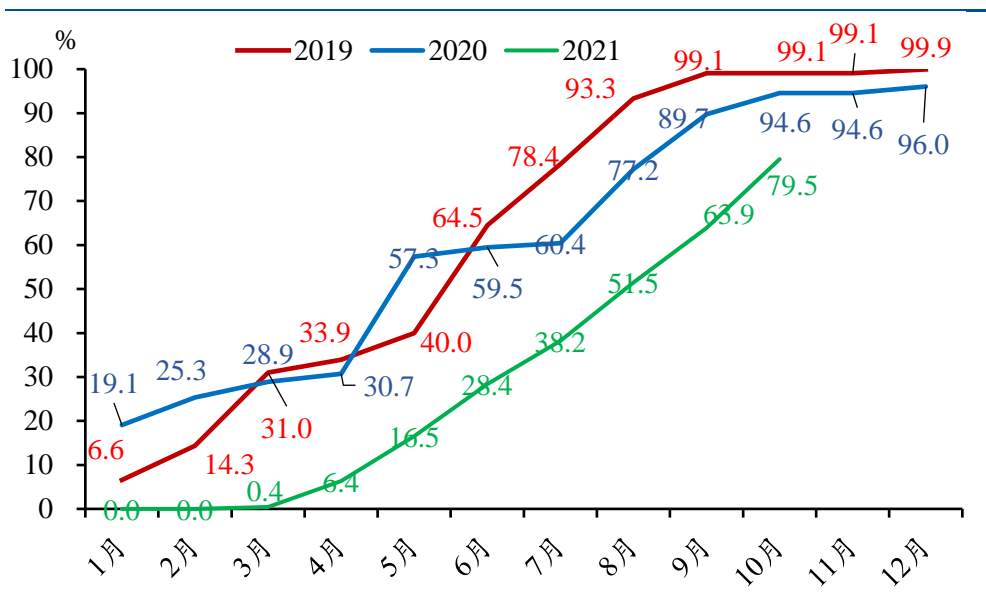


资料来源：万得，信达证券研发中心

从前10月看，今年新增专项债发行进度明显滞后。具体看，今年在财政部下达的3.4676万亿元的额度内，上半年新增专项债累计发行额仅1.0143万亿元，若扣除其中包含的287亿元支持中小银行专项债发行额，上半年的发行额还不到1万亿元，进度仅为28.4%。反观去年同期的发行额已经超过了2万亿元，发行进度为59.5%，前年在额度比今年少约1.3万亿的情况下，上半年仍发行了1.3866万亿元，进度为64.49%。今年进入下半年，发行进度迅速提升，10月份的进度提升到了79.53%，虽仍不及去年同期的94.58%和前年同期的99.06%，但上文提到，只要政策端发力，今年最后两个月也能将全年额度用完。

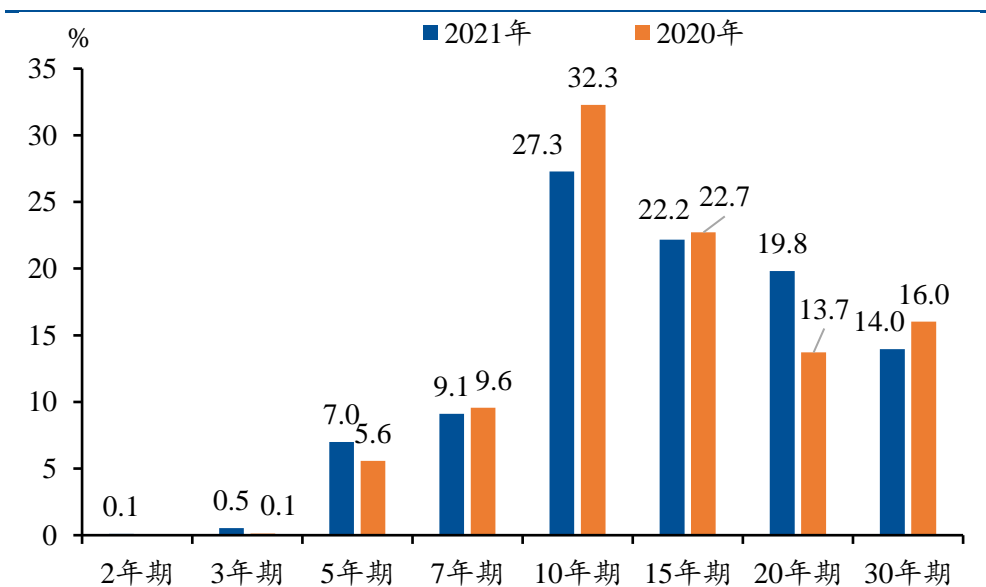
从债券期限上看，截至11月中旬，10年期新增专项债的发行占比为27.28%，发行量最多，紧随其后的是15年期、20年期和30年期，占比依次为22.17%，19.82%和13.96%；2年期和3年期占比最少，合计占比不到1%；5年期和7年期占比分别为7%和9.1%。与去年同期相比，10年期债券占比下降了5个百分点，20年期占比增加了6个百分点，其他期限类型变动较小。总体来看，新增专项债各个期限的占比相对稳定。

图5：最近三年每月新增专项债券发行累计进度



资料来源：万得，信达证券研发中心

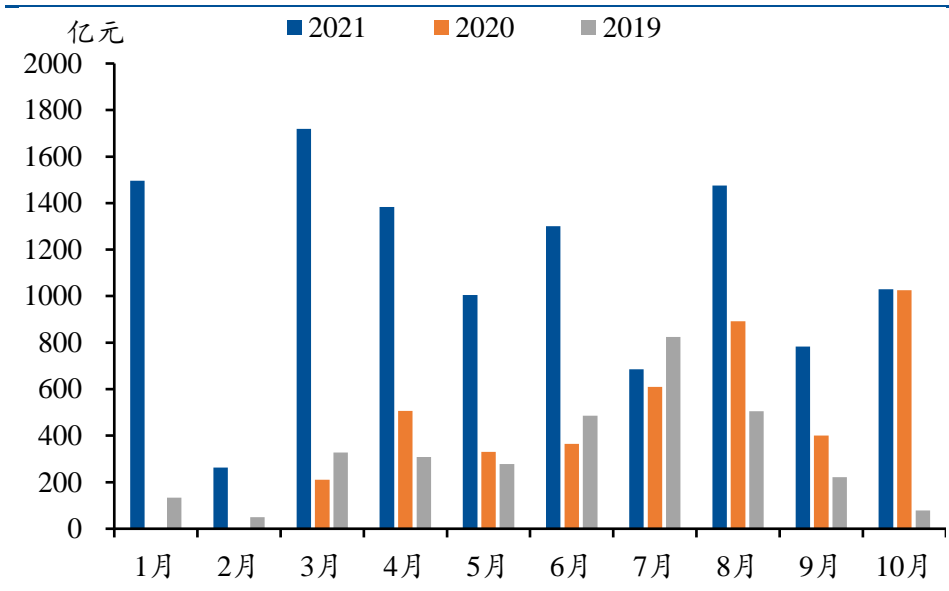
图6：今年和去年截至11月中旬新增专项债债券期限占比



资料来源：万得，信达证券研发中心

与新增专项债发行严重滞后相比，今年再融资专项债的发行表现截然相反。从年初开始，再融资专项债发行额就远超去年和前年，1-10月除了7月的发行额略低于前年外，剩余9个月每月都为三年来最多。其中上半年发行额达到了7164.66亿元，是去年同期的5倍，前年同期的4.5倍。7-10月发行量有所减缓，分别为去年同期和前年同期的1.4倍和2.4倍。再融资债发行的增多，侧面反映了今年专项债还债压力的增大。

图7：最近三年1-10月各月再融资专项债发行额

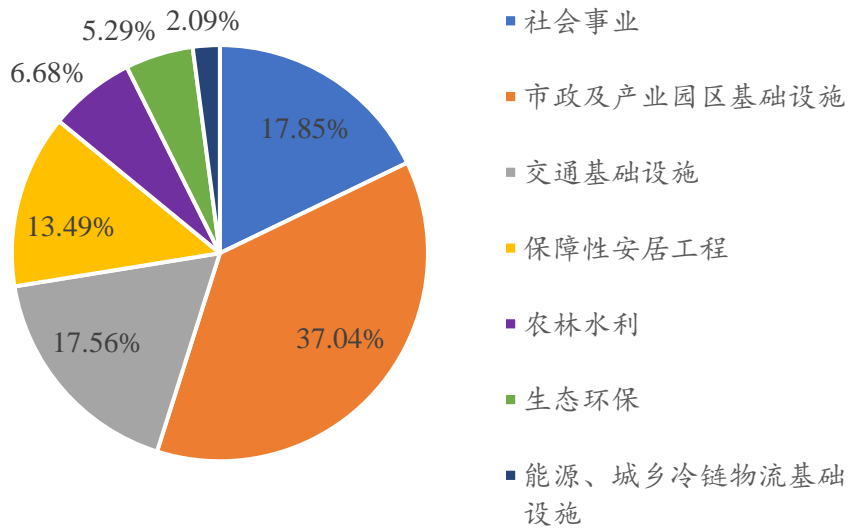


资料来源：万得，信达证券研发中心

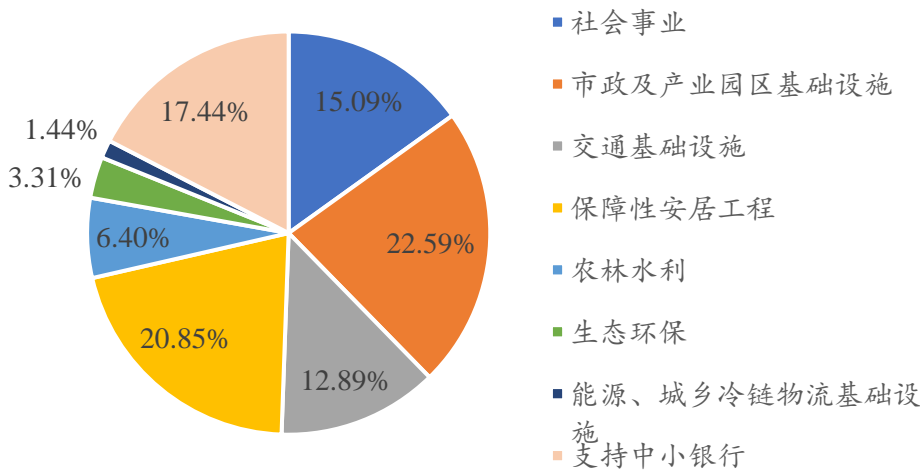
1.2 今年专项债资金投向观察

从使用情况看，今年10月新增专项债券共投向7个领域，其中比例超过10%的领域为市政及产业园区基础设施、社会事业、交通基础设施和保障性安居工程，占比依次为37.04%、17.85%、17.56%和13.49%。农林水利、生态环保、能源、城乡冷链物流基础设施占比较小，依次为6.68%、5.29%和2.09%。和9月相比，市政园区占比攀升约15个百分点，保障性安居工程下降约7个百分点，其他领域变化不大。此外，9月发行了912亿元支持中小银行专项债（该类型属于去年的结转额），占比为17.44%。

在10月投向的领域中，除去社会事业和保障性安居工程，其余5个领域从广义口径下均为基建类领域。从基建投向看，10月新增专项债投向该类的数额为3714.97亿元，占比为68.66%，远高于9月份基建2439.64亿元的投向数额和46.62%的投向比例。专项债基建投资有向四季度倾斜的趋势。

图 8：2021 年 10 月新增专项债资金投向结构


资料来源：财政部官网整理，信达证券研发中心

图 9：2021 年 9 月新增专项债资金投向结构


资料来源：财政部官网整理，信达证券研发中心

以上数据仅供参考，不作为投资建议。如有任何疑问，请洽信达证券研发中心。

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_30401



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>