



## 宏观研究

## 【粤开宏观】专项债投向以及存在的问题：回顾、反思与 2022 年展望

2021 年 12 月 07 日

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001  
电话：010-83755580  
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：牛琴

## 近期报告

《【粤开宏观】繁荣顶点之后是再平衡：

2022 年美国经济展望》2021-11-24

《【粤开宏观】财政发力与基建的反弹力度——2022 年财政政策和基建投资展望》  
2021-11-28

《【粤开宏观】排头兵的“忧”与“忧”——广东 122 个区县财政经济地图与发展不平衡体现》2021-11-30

《【粤开宏观】破旧立新的“5 时代”：2022 年中国宏观经济展望》2021-12-05

《【粤开宏观】稳增长重回政策首要目标：政治局会议释放十大信号》2021-12-06

## 导读

作为基建投资的资金来源之一，专项债是近年来补短板、调结构、稳投资的重要发力点。今年新增专项债额度为 3.65 万亿，虽低于去年，但仍处于高位。下半年以来，专项债逐渐提速，但基建投资却一直“托而不举”。今年专项债发行为何偏慢？专项债券资金在使用过程中存在哪些问题？在新增额度不低的背景下专项债为何没有托起基建？明年新增专项债预计会有多少额度？能拉动基建投资快速增长吗？本文主要回答以上问题。

## 摘要

## 一、2021 年专项债发行与使用回顾

**1、发行节奏：受上半年稳增长压力不大、提前批额度下达较晚、专项债项目监管趋严的影响，新增专项债发行前慢后快，730 政治局会议后发行才加速。**

**2、区域分布：广东、山东、浙江新增专项债发行规模靠前，均超过 2000 亿元。**广东、山东、浙江等省份不仅综合财力强劲、偿债压力较小，且区域内重大项目集中，获批的新增专项债额度多，发行量自然靠前。截至 11 月 30 日，广东、山东、浙江三省新增专项债发行规模分别为 3697 亿元、3065 亿元和 2235 亿元，占地方新增专项债发行总额的 25.8%。相对而言，宁夏、西藏、青海 1-11 月新增专项债发行量均不超过 60 亿元。其中，宁夏尚未发行新增专项债。

**3、资金投向：专项债向两新一重、民生领域倾斜，重点支持国家重大战略项目，投向基建的比重有所下降。**1-11 月新增专项债投向基建（包含基础设施、产业园区和城乡建设，宽口径）的占比为 45.8%，而 2020 年为 55%左右。在政策引导下，今年新增专项债向新型基础设施建设（6.6%）、新型城镇化建设（5.5%）、重大工程建设（21.1%）等“两新一重”领域倾斜；同时注重对社会事业和国家重大战略的支持，所占比重分别为 10.9%和 3.3%。

## 二、对专项债的反思

**1、怎样理性看待专项债与基建发力的关系？专项债到底在基建投资中起怎样的作用？**

专项债作为政府发力基建的重要手段，一直被寄予厚望。但从数据上看，新增专项债似乎对基建的拉动作用不大。自 2018 年以来，专项债迅速扩容，但基建投资也是从 2018 年开始陷入低增长状态。尤其是今年 8 月以来，专项债发行提速，基建投资却持续低迷。1-10 月，基建投资增速两年平均增长 1.9%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点。

一是基建资金主要来自于城投平台相关融资，过去基建投资周期与城投平台债务周期基本同步，防范隐性债务风险下，城投平台的融资受到压制。2018 年城投平台迎来最严监管之年，城投债、非标等融资形式均遭到堵截，导致



基建资金来源中的大头受到压制。

二是在地方政府举债开前门、堵后门下，专项债成为基建投资的重要发力点。但新增专项债可为基建提供的资金不足基建投资规模的十分之一。短期内，专项债难以取代城投平台成为基建的主要资金来源。

## 2、专项债的发行、使用中存在问题？

地方政府债券重发行、轻管理，专项债资金使用过程中存在资金闲置、使用效率低和投向不合规等问题。审计署发布《国务院关于 2020 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出，至 2020 年底，审计的 55 个地区有 413.21 亿元未严格按用途使用，占地区专项债余额的 3.25%，其中 5 个地区将 204.67 亿元投向无收益或年收入不足本息支出的项目，偿债能力堪忧。各地发布的审计工作报告，也反映出专项债资金在使用过程中存在资金闲置（山东、上海、湖北等）、使用效率低（江苏、天津等）和投向不合规（湖北、江苏等）等问题，部分地区甚至出现用专项债资金买理财的情况。

## 3、如何看待专项债规模反超地方一般债及可能的风险问题？

为了防止地方债务无序扩张、实现隐性债务显性化、提高政府预算管理防范风险能力，2015 年以来地方政府通过发行一般债来支付无收益的公益性事业支出、用专项债来推动有收益的公益性事业发展。在近年来积极的财政政策推动下，地方债的发行规模增长较快。尤其是 2018 年以来，为了应对国内外不确定因素叠加给经济带来的下行压力，不纳入赤字的专项债大幅增加，地方政府债务风险随之上升。截至 2021 年 10 月地方政府专项债务余额已达 15.9 万亿，超过一般债务余额的 13.8 万亿。

一是当前专项债的项目收益持续下降、风险逐步上升，最终仍需要靠财政资金偿还，正成为事实上的一般债。然而由于专项债不纳入赤字，难以反映地方政府的真实风险。2015-2020 年，我国赤字率从 2.4% 增长到 3.7%，表面上增幅不大。但纳入专项债后，2020 年我国广义赤字率达到 7.4%，较 2015 年增长了 4.9 个百分点。

二是当前地方政府债务率已达 87.2%，同时房地产政策易紧难松、土拍市场遇冷导致房地产相关税收和土地出让收入大幅下降，地方实际可用财力下降、偿债能力下行。在此背景下专项债额度若维持高位将挑战地方债务可持续性。

三是地方政府支出结构和债务结构逐步出现趋势性错配，有必要优化地方政府债务结构，提高一般债占比、降低专项债占比。一方面，伴随我国经济发展重心从效率转向公平、从先富转向共富、持续推动基本公共服务均等化，地方政府财政支出从基建向民生领域倾斜，而社保、教育、医疗卫生等民生领域项目难以产生收益，需要通过发行地方一般债来弥补。另一方面 2018 年以来，地方政府债务结构中专项债务占比持续提升。截至 2021 年 10 月，专项债务占比达到 53.6%，较 2018 年初提高 16.3 个百分点。但当前专项债优质项目减少，部分地区出现资金闲置，在一定程度上反映了专项债额度供给过剩的问题。

## 三、2022 年专项债展望：稳增长与防风险并重，预计新增额度 3.2 万亿

2022 年经济下行压力加大，财政政策需发挥逆周期调节作用，政策端需在稳增长和防风险之间寻求平衡。预计新增专项债额度为 3.2 万亿元，发行节奏前快后慢并更多投向基建，对全年经济形成托底。



**一是实事求是地通过一般债让风险显性化，将专项债部分额度转化为一般债额度纳入赤字，预计 2022 年专项债额度降至 3.2 万亿。**

即使明年新增专项债额度低于今年，考虑到今年四季度预计发行的 1.4 万亿新增专项债，尚未全部用于年末形成实物工作量，将在明年初形成支出，明年实际可用的专项债资金并未减少。

**二是明年新增专项债额度有望提前下达。**11 月财政部负责人表示，将结合宏观经济运行情况，研究做好 2022 年地方政府新增债务限额提前下达工作。同时，明年基建投资形势或从“资金等项目”转向“项目等资金”，提前下达额度有助于明年上半年尽早形成实物工作量。

**三是专项债投向结构优化，以更大力度聚焦重点领域及重大项目建设，尤其是、新能源、新基建领域助力稳投资。**考虑到明年政府投资基建的意愿上升，专项债投向基建的比重有望提升，但主要是新基建领域。

**四是未来专项债的重点将从“量”转向“质”，从“规模提升”转向“注重实效”。**未来监管将强化专项债项目的事前评估、目标管理、运行监控、绩效评价等工作，督促地方政府将资金花在“刀刃上”，提高债券资金的使用效益。

**风险提示：**优质项目储备不及预期



## 目 录

一、回顾：三因素“叠加”，新增专项债发行偏慢 .....	5
(一) 今年以来专项债发行概况 .....	5
1、发行情况：新增偏慢、再融资放量 .....	5
2、区域分布：广东、山东、浙江三省超 2000 亿元 .....	6
3、资金投向：向国家重大战略、两新一重领域倾斜 .....	7
(二) 专项债发行偏慢的三大原因 .....	8
二、反思：围绕专项债发行使用的三个核心问题 .....	9
(一) 专项债发力并不意味着基建反弹 .....	9
(二) 专项债资金使用过程中存在较多问题 .....	13
(三) 专项债虽不计入赤字，实际增加了地方债务风险 .....	15
三、展望：稳增长与防风险并重，预计新增额度 3.2 万亿 .....	19

## 图表目录

图表 1：2019 年以来，专项债发行情况 .....	5
图表 2：近三年，新增专项债各月发行量 .....	6
图表 3：今年以来新增专项债发行进度偏慢 .....	6
图表 4：2021 年 1-11 月各地区新增专项债发行情况 .....	7
图表 5：1-11 月广东、山东、浙江发行新增专项债超 2000 亿元 .....	7
图表 6：2021 年 1-11 月专项债投向 .....	8
图表 7：上半年经济呈恢复性增长 .....	9
图表 8：历年一季度新增专项债发行情况 .....	9
图表 9：专项债发力并不意味着基建企稳 .....	11
图表 10：基建投资增速自 2018 年开始下台阶 .....	11
图表 11：2020 年各基建资金来源占比 .....	12
图表 12：基建投资与城投平台债务周期基本同步 .....	12
图表 13：自 2014 年 43 号文发布后，城投债融资趋于回落 .....	13
图表 14：资管新规发布以来，非标持续压降 .....	13
图表 15：各地区专项债违规使用情况 .....	14
图表 16：2018 年后专项债快速扩容 .....	17
图表 17：纳入专项债后的广义赤字率快速攀升 .....	17
图表 18：2020 年 31 省份债务率情况 .....	18
图表 19：专项债的扩张速度快于一般债和国债 .....	18
图表 20：2018 年以来，地方政府债务中专项债务占比快速提升 .....	19



## 一、回顾：三因素“叠加”，新增专项债发行偏慢

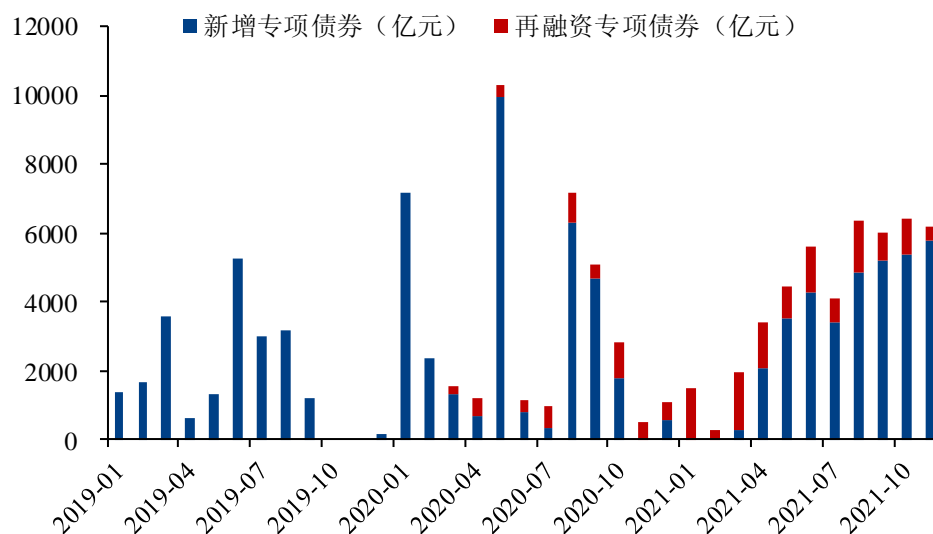
### (一) 今年以来专项债发行概况

#### 1、发行情况：新增偏慢、再融资放量

受上半年稳增长压力不大、未提前下达额度、专项债项目监管趋严的影响，前慢后快成为今年新增专项债发行的最大特征。截至 11 月底，新增专项债累计发行 34833 亿元，剔除 2020 年结转用于支持中小银行的新增额度 1494 亿元，为 33339 亿元，占全年新增额度的 91.3%，12 月剩余额度为 3161 亿元，新增专项债发行进入收官阶段。前 7 月新增专项债发行偏慢，1-7 月共发行 14546 亿元，发行进度为 35.7%，低于 2019 年和 2020 年同期的 78.5%和 62.9%。7 月 30 日，政治局会议提出“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”，新增专项债开始提速，每月发行量在 4800~5800 亿元之间。

随着之前发行的债券逐渐到期，再融资专项债发行量增加。由于我国自 2015 年开始发行专项债，发行期限一般为 5~15 年，专项债再融资压力自 2020 年开始体现。今年再融资专项债发行量猛增，1-11 月再融资专项债累计发行 11584 亿元，是去年同期的 2.4 倍。

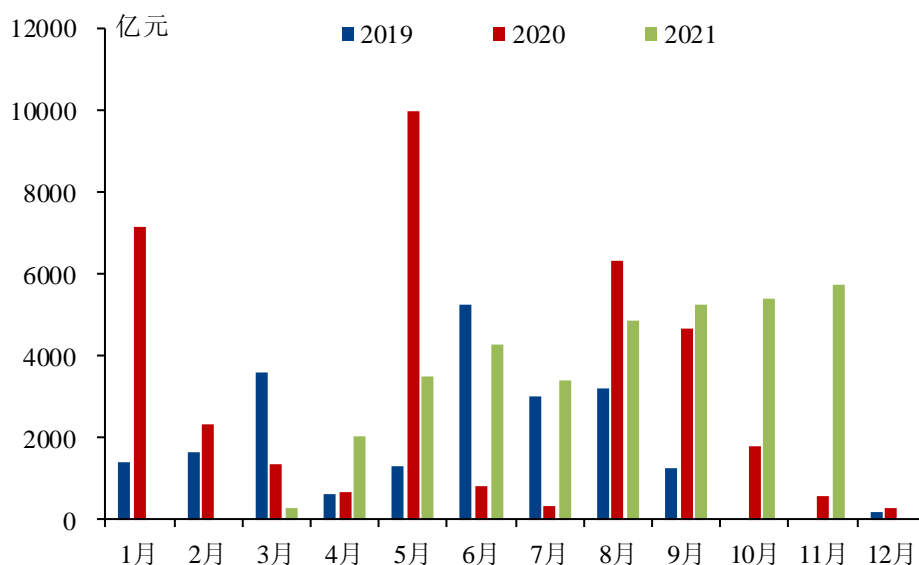
图表1：2019 年以来，专项债发行情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

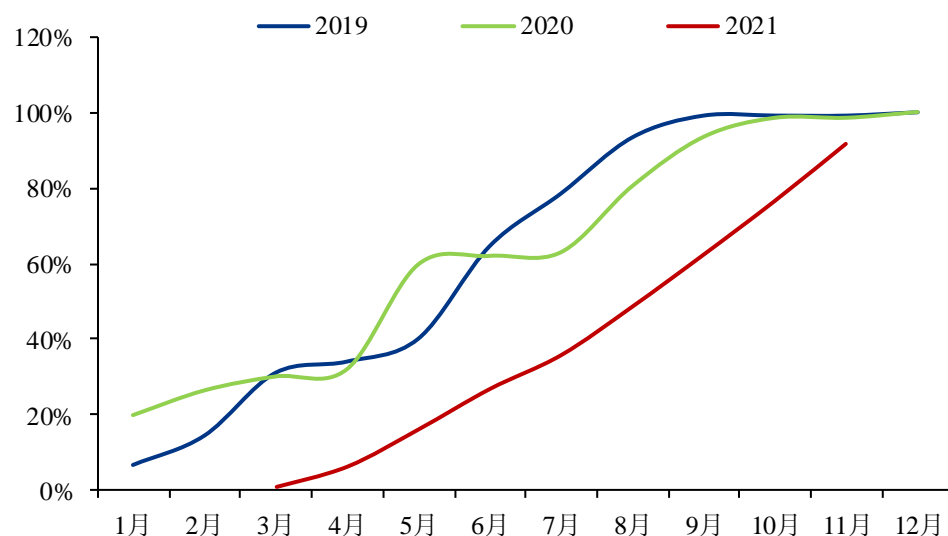


图表2：近三年，新增专项债各月发行量



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表3：今年以来新增专项债发行进度偏慢



资料来源：wind、粤开证券研究院

## 2、区域分布：广东、山东、浙江三省超 2000 亿元

广东、山东、浙江新增专项债发行规模靠前，均超过 2000 亿元。新增债务额度主要由地区财力、重大项目以及债务风险三个因素决定。广东、山东、浙江等省份不仅综合财力强劲、偿债压力较小，而且区域内重大项目集中，如广州的粤港澳大港区建设等，获批的额度多，发行量自然靠前。截至 11 月 30 日，广东、山东、浙江三省新增专项债发行量分别为 3697 亿元、3065 亿元和 2235 亿元，占地方新增专项债发行总额的 25.8%。相对而言，宁夏、西藏、青海三省综合财力较弱，2020 年综合财力排名在 31 个省份包揽倒数前三名，分配到的新增专项债额度少，1-11 月三省新增专项债发行量均不超过 60 亿元，其中宁夏尚未发行新增专项债。



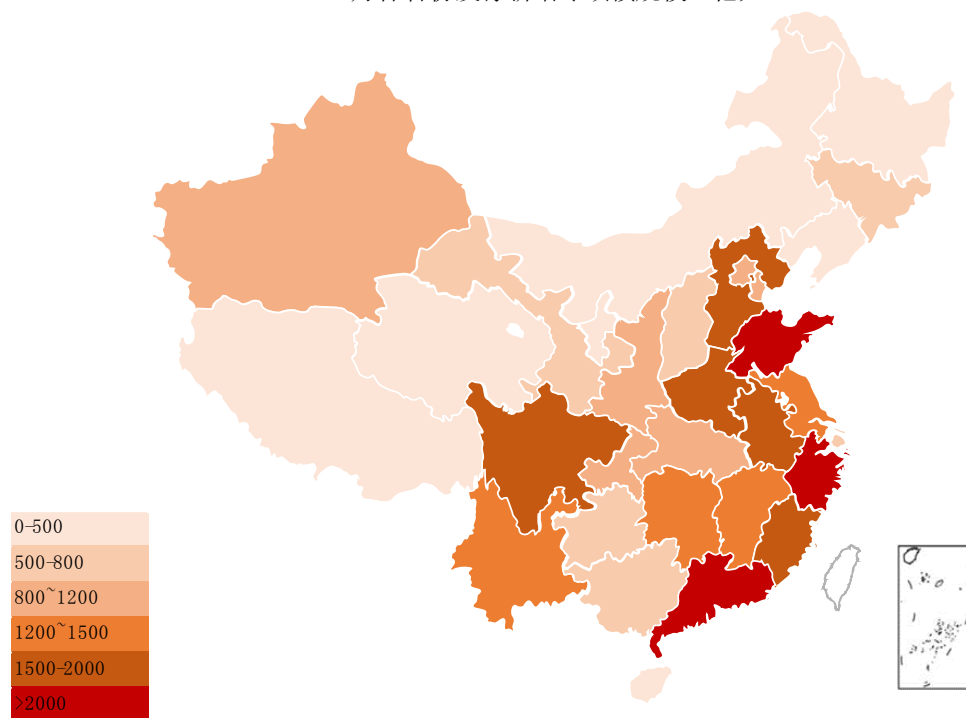
图表4：2021年1-11月各地区新增专项债发行情况

地区	发行规模 (亿元)	地区	发行规模 (亿元)	地区	发行规模 (亿元)	地区	发行规模 (亿元)
广东	3697	河北	1946	重庆	1049	辽宁	421
不含深圳	3189	安徽	1665	北京	840	不含大连	357
深圳	508	福建	1507	陕西	834	大连	64
山东	3065	不含厦门	1217	新疆	806	海南	318
不含青岛	2630	厦门	290	甘肃	788	内蒙古	186
青岛	435	江苏	1498	广西	772	青海	57
浙江	2235	江西	1475	吉林	692	西藏	20
不含宁波	1946	湖南	1304	上海	625	宁夏	0
宁波	289	云南	1270	山西	583		
河南	1981	天津	1155	贵州	528		
四川	1968	湖北	1059	黑龙江	488		

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表5：1-11月广东、山东、浙江发行新增专项债超2000亿元

1-11月各省份发行新增专项债规模（亿元）



资料来源：wind、粤开证券研究院

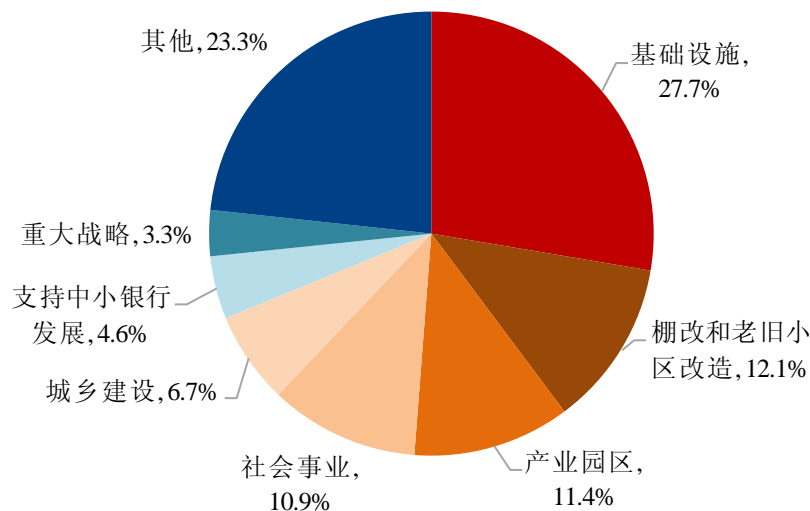
### 3、资金投向：向国家重大战略、两新一重领域倾斜

今年以来，新增专项债向两新一重、民生领域倾斜，重点支持国家重大战略项目，投向基建的比重有所下降。1-11月新增专项债主要投向基础设施（27.7%）、棚改和老旧小区改造（12.1%）、产业园区（11.4%）、社会事业（10.9%）、城乡建设（6.7%）、支持中小银行发展（4.6%）和国家重大战略（3.3%）。在政策导向下，今年专项债主要投向



新型基础设施建设 ( 6.6% )、新型城镇化建设 ( 5.5% )、重大工程建设 ( 21.1% ) 等两新一重领域，重点支持京津冀协同发展、长三角一体化发展以及黄河流域高质量发展等国家重大战略项目 ( 3.3% )，投向基建的比重有所下降。1-11 月新增专项债投向基建 ( 包含基础设施、产业园区和城乡建设，宽口径 ) 的占比为 45.8%，而 2020 年为 55% 左右。

图表6：2021 年 1-11 月专项债投向



资料来源：wind、粤开证券研究院

## (二) 专项债发行偏慢的三大原因

上半年新增专项债发行进度缓慢，表面看是受到提前批额度下达较晚、专项债项目监管趋严的影响，更深层的原因是稳增长压力不大背景下、地方政府急于发行专项债的必要性下降。

一是经济运行呈恢复性增长，稳增长压力不大。上半年 GDP 同比增长 12.7%，其中二季度 GDP 同比增长 7.9%，两年平均增速为 5.5%，较一季度加快 0.5 个百分点，其他相关指标也呈现出稳步恢复的态势。在此背景下，以基建投资对冲宏观经济下行的必要性下降，地方政府不急于发行专项债。

二是提前下达额度较晚，整体发行节奏后移。自 2018 年开始，国务院可在两会前提前下达下一年新增地方地方政府债务限额。2019 年、2020 年提前批额度分别于 2018

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\\_30781](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30781)

