

2020年08月16日

## 专项债“花钱”的节奏

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（首席经济学家）

邮箱: zhaoweil@kysec.cn

徐骥（研究员）

xuji@kysec.cn

杨飞（研究员）

yangfeil@kysec.cn

张蓉蓉（研究员）

zhangrongrong@kysec.cn

代小笛（研究员）

daixiaodi@kysec.cn

段玉柱（研究员）

duanyuzhu@kysec.cn

曹金丘（研究员）

caojinqiu@kysec.cn

马洁莹（研究员）

majieying@kysec.cn

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号: S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号: S0790520070004

近期，市场对广义财政支出的节奏关注较高，我们从专项债资金视角加以分析。

● **专项债资金存在使用进度偏慢等现象，与项目前期准备、资金拨付到位等有关** 近期，部分地区公布的2019年审计报告显示，专项债资金存在使用进度偏慢等情况。据不完全统计，福建、广东公布的2019年专项债资金分别有25.9%和7.8%当年未形成实际支出；一些市县公布的专项债资金未使用占比更高，例如，丽江古城区3亿元专项债有86.7%当年未使用，改变资金用途违规使用近4225万元。**资金使用进度偏慢，或与项目前期准备不足、资金拨付、项目推进较慢等有关。**部分地区披露信息显示，专项债资金存在拨付不到位、拨付到位后资金使用进度较慢等情况，与项目前期规划不合理、准备工作尚未完成、推进受阻等有关。例如，芒市2018年棚改专项债资金，到2020年5月仍有接近34%未拨付；2019年已发污水处理与环境保护专项债，受土地拆迁等拖累，有88.1%的资金尚未使用。

● **为提高资金利用效率，政策注重引导项目储备和资金流向，加快项目投资落地政策推动下，2020年专项债项目储备增多、发行节奏加快。**针对项目前期准备不足等问题，2019年9月国务院提出“资金跟着项目走”原则，专项债额度分配将向项目储备较多、具备开工条件的地区倾斜，带动发改委项目申报规模明显放量。同时，财政部提前下达三批次专项债额度，推动专项债发行节奏快于以往同期。**同时，政策注重引导资金流向、加快项目投资落地。**不同以往，2020年专项债不得投向土储和房地产相关领域等，加大对基建、医疗等领域投入。截至8月14日，专项债投向基建和以医疗等为代表的社会事业占比分别为60%和25%，高于2019年的25%和4%，棚改占比4%、低于2019年的34%。政策推动项目加快落地，对因准备不足短期难以建设的项目，允许更改用途、确保年内形成实物投资。

● **专项债等广义财政资金利用效率或提升，但仍存在一定不确定性、需紧密跟踪** 2020年，专项债资金利用效率或提升；但疫情等干扰下，项目开复工较晚、待发债券规模较大，或加大资金使用进度的不确定性。据不完全统计，截至年中，部分地区专项债项目开工率在80%以上、投资完成率在50%以上，显示资金使用进度并不慢。但疫情和洪水等干扰下，项目开复工较晚，同时剩余专项债额度较大、或集中三季度发行，使得年内项目施工时间或相对有限，进而可能影响资金使用。**专项债等资金使用情况，仍需密切跟踪；关注资金沉淀等，对财政支出、基建投资等的影响。**从专项债发行到资金运用到项目，存在一定时滞；仅靠债券发行或预算资金拨付节奏，判断财政支出或基建投资容易产生偏差，需结合专项债资金使用、项目投资等情况分析。考虑政府债券资金使用进度、盘活存量等因素，中性情景下，全年广义财政支出增速或将超过8%，对应下半年支出增速大幅抬升。

● **风险提示：**项目质量恶化带来的地方债务风险上升。

### 相关研究报告

《宏观经济点评-“每周三问”系列  
(四)行业高频数据,对经济的映射》  
-2020.8.13

《宏观经济点评-货币金融数据,值得关注的3条信息》-2020.8.11

《宏观经济点评-平淡无奇的物价》-  
2020.8.10

## 目 录

1、 专项债“花钱”的节奏 .....	3
2、 研究结论：专项债资金利用效率或提升，但仍存不确定性 .....	8
3、 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1: 3、4 月份发改委项目申报规模创历史新高 .....	5
图 2: 前 5 个月专项债发行节奏明显快于往年 .....	5
图 3: 2020 年专项债投向基建、社会事业占比明显上升 .....	5
图 4: 3 月-6 月专项债投向社会事业占比明显提升 .....	5
图 5: 盘活存量是广义财政扩张重要举措 .....	7
图 6: 剩余 40%专项债或集中在 8 月和 9 月发行 .....	7
表 1: 部分地区公布的 2019 年专项债使用情况 .....	3
表 2: 部分专项债资金使用过程中存在的问题 .....	4
表 3: 政策扩大专项债适用范围，推动资金加快运用到项目、形成有效投资 .....	6
表 4: 部分专项债资金用途出现调整 .....	7
表 5: 2020 年上半年，部分地区项目开工率在 80%以上 .....	7
表 6: 即使考虑盘活比例和政府债券支出进度，全年财政支出增速仍较高 .....	8

## 1、专项债“花钱”的节奏

近期，部分地区公布的 2019 年审计报告显示，专项债资金存在使用进度偏慢、挪用等情况。据不完全统计，福建、广东公布的 2019 年专项债资金分别有 25.9% 和 7.8% 当年未形成实际支出，一些市县公布的专项债资金未使用占比更高。例如，芜湖市 2019 年已发的 8.58 亿元土储专项债剩余 88.4% 资金当年未使用；丽江古城区 2019 年 3 亿元专项债有 86.7% 当年未使用、改变资金用途违规使用近 4225 万元。

表1: 部分地区公布的 2019 年专项债使用情况

地区	专项债发行规模(亿元)	当年资金未使用规模(亿元)	剩余规模占比	项目类型
芜湖市	8.58	7.59	88.4%	土地储备
德宏州芒市	1.00	0.88	88.1%	污水处理与环境保护
丽江市古城区	3.00	2.60	86.7%	土地储备、生态环保
昭通市彝良县	1.00	0.85	85.2%	水利项目
眉山市	41.50	34.96	84.2%	土地储备、市政产业园
成都市郫都区	1.20	0.99	82.5%	乡村振兴项目
钦州市钦北区	0.60	0.38	63.5%	水利项目
西双版纳州勐海县	1.00	0.35	34.7%	土地储备
红河州	27.00	8.56	31.7%	土储、棚改、其他医疗卫生、生态环境等
钦州市浦北县	9.20	2.60	28.3%	棚改项目
福建省	812	211	25.9%	——
广东省	2167	169	7.8%	——

资料来源：各地审计厅（局）、开源证券研究所

资金使用进度偏慢，或与项目前期准备不足、资金拨付、项目推进较为缓慢等有关。部分地区披露信息显示，专项债资金存在拨付不到位、拨付到位后资金使用进度较慢等情况，与项目前期规划不合理、准备工作尚未完成、推进受阻等有关。例如，芒市 2018 年棚改专项债资金，到 2020 年 5 月仍有接近 34% 未拨付；2019 年已发污水处理与环境保护专项债，受土地拆迁等拖累，有 88.1% 的资金尚未使用；丽江古城区 2019 年土储专项债，涉及的收储土地还有一半以上未进行农用地转申报。

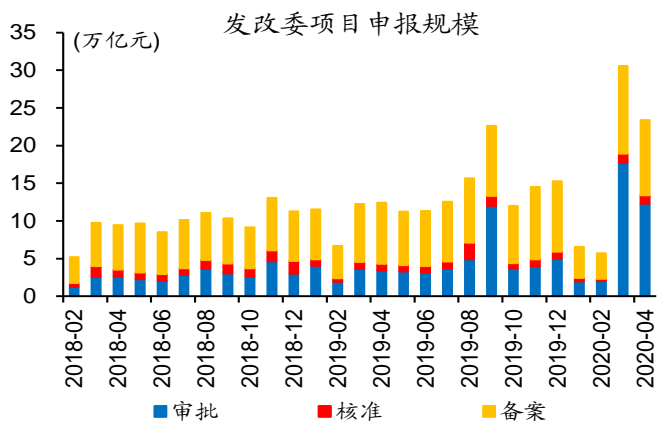
表2: 部分专项债资金使用过程中存在的问题

环节	具体问题	地区	案例	原因分析
前期准备	项目评估与储备	芒市	勐板水库水源地保护及综合治理工程项目闲置债券资金	由于专项债券实施方案编制不严谨、审核不细致,部分申报项目缺乏可行性,导致实施方案与实际情况有偏差。
资金拨付	省级资金未及时转贷或拨付项目不及时	勐海县	勐海县土储专项债券项目	项目到位资金 10000 万元,已支付资金 6531.6840 万元。
		安徽省	安居工程专项债券资金 6.1 亿元闲置一年以上	安居工程资金分配使用不及时。
		芒市	棚改未形成实际支出资金占比达 33.95%	财政部门未按照预算安排的项目及时拨付资金 14258 万元
		广东省	2019 年全省新增地方政府债券 2169 亿元的 7.8% 未形成实际支出	全省共有 313 个 2019 年新增地方政府债券项目因项目进度与资金筹集不衔接。
项目执行	审核或监管暂未通过	丽江古城区	土地储备专项债券资金结存 16029.625 万元尚未使用	现已收储入库土地 223.71 亩,还有 268.8 亩土地需要进行农用地征转申报。
	项目进度不及预期	芒市	勐板水库水源地保护及综合治理工程专项债券资金使用率为 11.94%	一是项目启动时间短,2019 年 9 月开始开展土建部分勘察设计,2019 年 12 月部分项目才完成前期工作动工建设。 二是存在部分群众搬迁意识不强、未达成补偿协议以及周边项目同期开展等对项目推进造成干扰。
		福建省	2019 年专项债券有 25.94% 结转未使用	一是 2018—2020 年用于配置交通类专项债券资金的比重逐年提高,一定程度挤压了其他项目的债券资金需求。 二是一些收费公路债券资金使用进度较慢,未能及时形成实物工作量。
		彝良县	新场水库建设项目专项债资金剩余 85.2% 未使用	新场水库工程于 2019 年 8 月开始动工建设,2019 年完成导流洞的开挖,完成工程进度 12%。

资料来源:各地审计厅(局)、开源证券研究所

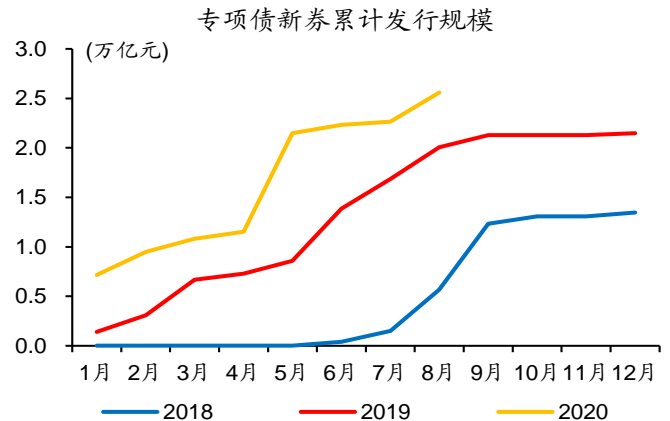
**为加快资金使用,政策推动 2020 年专项债项目储备增多、发行节奏加快。**针对项目前期准备不足等问题,2019 年 9 月初国务院提出“资金跟着项目走”原则,专项债额度分配将向项目储备较多、具备开工条件的地区倾斜,带动发改委项目申报规模明显放量。同时,提前下达三批次专项债额度,推动专项债发行节奏明显前移,1-5 月专项债发行节奏明显快于同期,6 月和 7 月与特别国债错开发行而有所回落。

图1: 3、4月份发改委项目申报规模创历史新高



数据来源: 发改委、开源证券研究所

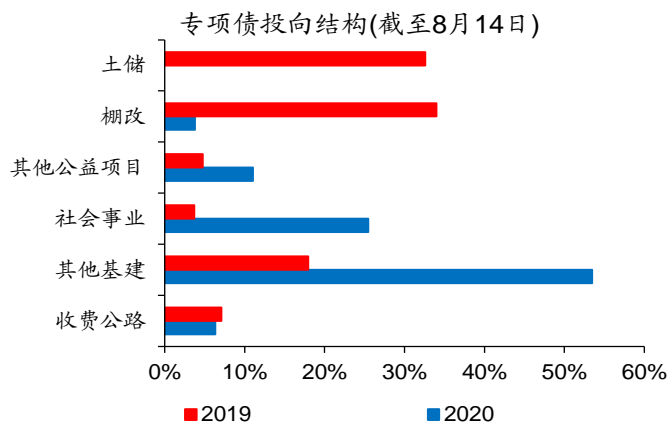
图2: 前5个月专项债发行节奏明显快于往年



数据来源: Wind、开源证券研究所

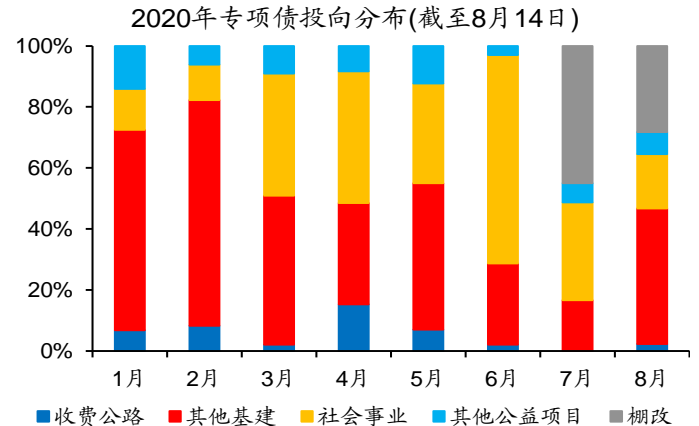
同时,专项债被限制投向土储等不能尽快形成有效投资的领域,加大投向基建、医疗等领域。2019年9月4日国常会强调,“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目”。这种背景下,2020年专项债投向较2019年出现显著变化;截至8月14日,专项债投向基建和以医疗等为代表的社会事业占比分别为60%和25%,高于2019年的25%和4%,棚改占比4%、低于2019年的34%。其中,1-2月专项债投向基建占比超过70%,3月-6月专项债投向以医疗、卫生等为代表的社会事业明显上升,7月以来棚改专项债发行增多。

图3: 2020年专项债投向基建、社会事业占比明显上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 3月-6月专项债投向社会事业占比明显提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

政策通过扩大专项债使用范围、降低项目最低资本金比例要求等,引导资金加快运用到项目。除限制专项债投向土储等领域外,政策引导专项债,优先配套和支持重点领域和重大项目,推动项目尽快落地和形成有效投资。同时,扩大专项债使用范围至老旧小区改造等民生领域,及5G网络、物流等新型基建领域;扩大专项债作为资本金的项目范围,并降低专项债项目最低资本金比例要求。

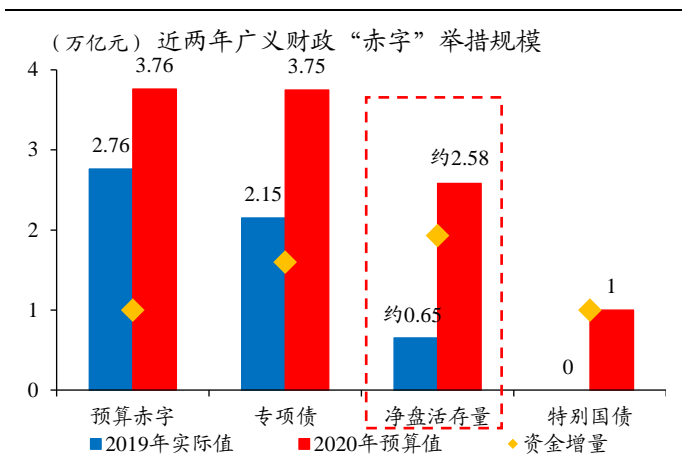
**表3: 政策扩大专项债适用范围, 推动资金加快运用到项目、形成有效投资**

时间	会议/文件	内容
2019/9/4	国务院常务会议	一是根据地方重大项目建设需要, <b>按规定提前下达明年专项债部分新增额度</b> , 重点用于铁路等交通基础设施, 城乡电网等能源项目, 农林水利, 城镇污水垃圾处理等生态环保项目, 职业教育民生服务, 冷链物流设施等市政和产业园区基础设施。专项债资金 <b>不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目</b> 。
2019/11/28	《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	<b>一是进一步完善投资项目资本金制度; 二是适当调整基础设施项目最低资本金比例; 三是鼓励依法依规筹措重大投资项目资本金</b> 。四是严格规范管理, 加强风险防范。
2020/1/13	国务院常务会议	<b>加快发行和用好地方政府专项债券, 推动在建工程建设和具备条件项目及早开工, 带动扩大有效投资</b> 。
2020/2/24	国新办发布会	<b>扩大地方政府专项债券发行规模</b> , 按照“资金跟着项目走”的原则, 指导地方做好项目储备和前期准备工作, <b>尽快形成有效的投资</b> 。
2020/3/26	推进重大项目建设积极做好稳投资工作电视电话会议	要坚持“资金跟着项目走”的原则, <b>安排好地方政府专项债券项目, 优先配套和支持重点领域和重大项目</b> 。要以需求为导向, 大力推进 5G 等新型基础设施建设, 支持数字经济等新业态发展。
2020/4/3	国新办新闻发布会	专项债资金投向上, <b>将继续重点用于国务院常务会议确定的重大基础设施项目建设</b> , 主要包括交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域。 <b>增加城镇老旧小区改造领域等民生领域以及 5G 网络、数据中心、人工智能、物流、物联网等新型基础设施</b> 。
2020/5/22	《政府工作报告》	<b>拟安排地方政府专项债 3.75 万亿元</b> , 拟发行 1 万亿元抗疫特别国债... <b>各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排</b> 。
2020/6/8	全国财政厅(局)长座谈会	<b>要坚持“资金跟着项目走”的原则, 将专项债券资金主要用于中央确定的重点领域、重大战略项目</b> , 带动民间投资, 有效支持补短板、惠民生、促消费、扩内需, 积极发挥专项债券对经济的拉动作用。
2020/7/1	国务院常务会议	在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度, 允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式, <b>探索合理补充中小银行资本金的新途径</b> 。
2020/7/29	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》	妥善做好稳投资稳增长和维护债券市场稳定工作, 确保专项债券有序稳妥发行, 力争在 10 月底前发行完毕。 <b>既要督促加快专项债券资金使用进度, 尽快形成实物工作量, 也要确保项目质量, 提高债券资金使用绩效, 决不能乱花钱</b> 。 <b>依法合规调整新增专项债券用途</b> 。赋予地方一定的自主权, 对因准备不足短期内难以建设实施的项目, 允许省级政府及时按程序调整用途。

资料来源: 中国政府网、财政部、开源证券研究所

此外, 政策推动存量盘活、允许新增专项债及时调整用途等, 提高资金利用效率。除提高专项债额度、赤字率等外, 盘活存量资金也是 2020 年积极财政的重要资金来源。2020 年政府工作报告明确提出, “各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排”。财政部赋予地方一定的自主权, 因准备不足短期内难以建设实施的项目, 允许省级政府及时按程序调整新增专项债用途, 确保年内形成实物投资。

### 图5: 盘活存量是广义财政扩张重要举措



数据来源: 财政部、Wind、开源证券研究所

### 表4: 部分专项债资金用途出现调整

地区	债券名称	原项目类型	拟调整项目类型	金额(亿元)
天津	2019年天津市政府棚户区改造专项债券(十一-四十四期)	棚户区改造	棚户区改造	7.0
	2019年天津市政府棚户区改造专项债券(五-二十期)	土地整理	土地整理	10.0
江西	2019年江西省土地储备专项债券(一二期)	土地储备	土地储备/棚户区改造	7.2
	2019年江西省土地储备专项债券(十一期)	棚户区改造	棚户区改造	1.8
	2019年江西省土地储备专项债券(一-二十一期)	土地储备	土地储备	0.5
	2019年江西省土地储备专项债券(二十九期)	土地储备	土地储备	0.6
深圳	2019年江西省土地储备专项债券(一十八期)	土地储备	土地储备	0.3
	2019年深圳市(龙华区)公立医院专项债券(一-九期)	医疗卫生	污水处理	4.0
青海	2018年青海省医疗卫生专项债(一-五期)	医疗卫生	医疗卫生	1.0
	青海省柴达木循环经济试验区基础设施专项债(一-六期)	基础设施	基础设施	2.5
广东	2019年粤港澳大湾区土地储备专项债券(三-三十一期)	土地储备	土地储备	2.0
	2019年广东省政府专项债券(四十六期)	道路建设	水利工程	0.8
	2019年广东省政府专项债券(十期)	交通基础设施	垃圾处理	0.3
	2019年粤港澳大湾区城市综合发展专项债券(二-二十一期)	交通基础设施	垃圾处理/交通基础设施	0.5
	2019年广东省专项债券(二十六期)	教育/生态环保/基础设施	教育/基础设施/棚改	2.1
	2019年广东省政府专项债券(四十四期)	水利工程	产业园区/道路改造	0.8
2019年广东省专项债券(十二期)	交通基础设施	交通基础设施	1.2	

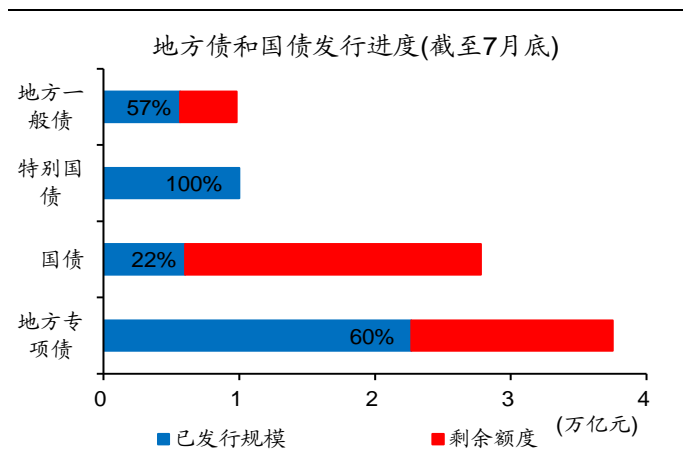
资料来源: 中国债券信息网、开源证券研究所

2020年, 专项债资金利用效率或提升; 但疫情等干扰下, 项目开复工较晚、待发债券规模较大, 或加大资金使用进度的不确定性。据不完全统计, 截至年中, 部分地区专项债项目开工率在80%以上、投资完成率在50%以上, 显示资金使用进度并不慢。但疫情和洪水等干扰下, 项目开复工较晚, 同时剩余专项债额度较大、或集中在8月和9月发行, 使得年内项目施工时间或相对有限, 进而可能影响资金使用。

### 表5: 2020年上半年, 部分地区项目开工率在80%以上

	开工数	开工率	完成投资规模	投资完成率
嘉兴	58.00	100%	193	73%
苏州	—	100%	1141	—
山东	231.00	92%	1102	52%
银川	258.00	87%	236	52%
江苏	200.00	83%	—	—
衡阳	195.00	81%	—	—
湖北	294.00	72%	869	38%
太和县	14.00	61%	84	67%
江西	—	—	1437	60%

### 图6: 剩余40%专项债或集中在8月和9月发行



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\\_3106](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_3106)

