

隐性债务和专项债怎么管，基建怎么投？

——国务院政策吹风会解读

宏观专题报告

2021年12月18日

报告摘要：

12月16日，国务院新闻办公室举行国务院政策例行吹风会。会议就隐性债务、专项债等政府债务管理事宜做出介绍，并答记者问。

● 2022年隐性债务监管仍然严格

从本次吹风会定调来看，目前隐性债监管未有放松。遏制增量、化解存量的隐债处置机制没有改变。另一方面，违规举借隐性债的责任追究方式不变。

我们认为，隐债监管偏严，这基本决定了传统基建投资空间受限。毕竟传统基建绝大部分资金依赖隐性债务融资。

● 2022年专项债提前下达额度的政策含义

目前提前下达2022年度专项债1.46万亿额度。

按历史经验推算，2022年全年专项债新增额度或在4.2万亿，与我们年度预测的4.5万亿额度相仿。

中央经济工作会议强调2022年财政政策发力适当靠前。此次专项债提前下达额度1.46万亿为历史最高值，能够对冲年初土地出让收入减收风险，并为年初前置的基建提供资金保障。

● 2022年专项债发行将有两点新特征

2021年项目储备不足、专项债资金效率低下拖累专项债发行使用速度。2021年末财政部和发改委加强专项债管理制度，加强项目储备，预计2022年项目储备充裕，资金使用效率提升。

专项债从发行到形成实际支出耗时更少，或能见到更多实物工作量在年内形成。

2022年专项债发行使用或可真正实现“储备入库一批、发行使用一批、开工建设一批”的常态化滚动机制。这种机制下专项债发行会更加平稳，即每个月专项债发行量较为平均。

● 专项债视角看2022年基建投资

其一，全年规模方面，基建投资扩容有限。一方面，隐债控制下，专项债资金对社会资本撬动作用有限。另一方面，2022年专项债扩容部分旨在对冲土地出让减收风险。其部分投资实则抵补了原土地出让收入投资，并不形成新增投资。

其二，基建投资节奏大概率前置。2021年专项债结转额度和2022年提前下达额度为明年初财政提供2.86万亿资金，2022年基建或仍呈前高后低态势。

其三，基建项目投向上重点关注四大传统领域和新基建。在专项债九大领域中，应关注保障安居工程和市政产业园区项目，传统基建领域中，应关注水利、城市管网基建项目。

● 风险提示：

疫情发展超预期；经济下行压力超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

目录

- 2022 年隐性债务监管仍然严苛3
- 2022 专项债提前下达意味着什么?3
- 2022 年专项债发行将有何新特征?4
- 专项债视角看 2022 年基建投资5
- 风险提示5

● 2022 年隐性债务监管仍然严格

本次吹风会释放隐性债严监管信号，宽松的财政政策并不等同宽松的隐性债务管制。当前整体地方债务风险可控，但隐性债务的严监管不会放松，主要体现在以下两个方面：

一方面，遏制增量、化解存量的隐债处置机制没有改变。

在遏制增量方面，对主要涉债主体——地方融资平台的监管力度不变，**严禁平台与地方政府信用挂钩**，继续推动其市场化转型。

在化解存量方面，中央对隐债不救助态度不变，仍持“**谁家的孩子谁抱**”原则，地方债置换国债不在短期政策考量范围内。

未来将进一步推动如上海、广州这类财力较强、经济体量大地区的**隐债清零工作**，为其他地区全面化解隐性债务提供有益探索。

另一方面，违规举借隐性债的责任追究方式不变。

2022 年将进一步推动出台**官员违规借债终身问责、倒查责任制度**。意味地方债务风险化解工作仍是重要的政治纪律和政治规矩，化债责任进一步压实到地方政府。

上述对隐性债监管态度基本延续 15 号文内容，**2022 年隐性债务监管未有放松。**

中国传统基建资金来源中，隐性债务占比过半。隐性债务监管延续之前基调，这在大方向上决定了 2022 年传统基建投资很难有大幅放量空间。

● 2022 年专项债提前下达的政策含义

按历史经验推算，本次提前下达额度或隐含 2022 年全年专项债新增额度 4.2 万亿。

专项债提前下达从 2018 年末开始，上年末提前下达额度一般占全年新增的三分之一。2019 提前下达额度占全年 38%，2020 年占全年 34%。

本次提前下达额度与 2020 年（1.29 万亿）更相近。不仅如此，今年提前下达所面临的经济环境也与 2020 年较为相似，专项债提前下达都有应对年初经济下行压力的目的，故而我们认为 2020 年 34%更具有参考价值。

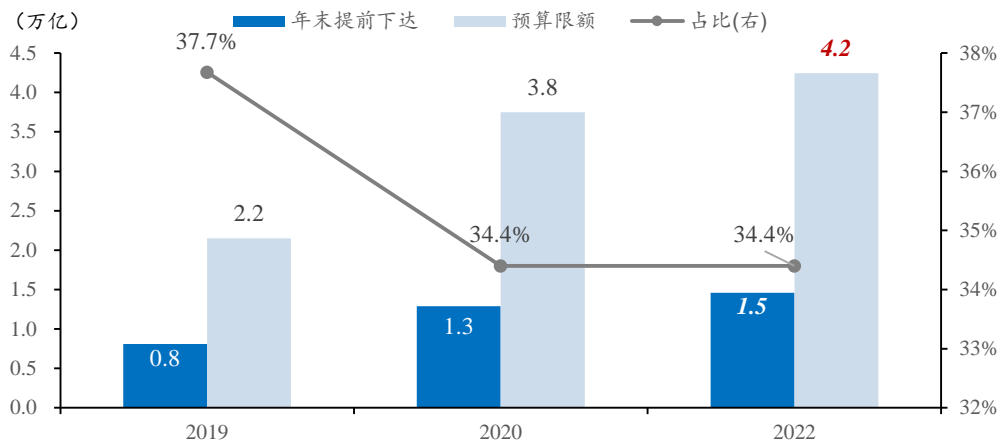
按 34%比例推算，2022 年 1.46 万亿提前下达额度对应全年 4.2 万亿专项债新增限额，和我们年度预测的 4.5 万亿额度相仿。

提前下达额度达历史最高，确保明年开年财政支出。

中央经济工作会议强调 2022 年财政政策发力适当靠前。按照目前地产情况推演，2022 年年初，土地出让收入仍有减收风险，或将制约财政支出发力。

提前下达专项债额度，尽早启动基建投资，也能够部分对冲土地收入下滑，对冲地产对经济造成的拖累。

图1：2022年专项债规模或达4.2万亿



资料来源：wind，民生证券研究院

● 2022年专项债将有两点新特征

我们预计2022年专项债发行将呈现两点特征，其一、专项债从发行到形成支出耗时更少，专项债推进效率提升；其二、年内专项债发行节奏更平稳。

2021年专项债发行时间滞后，对投资拉动的效率比较低。一则因为专项债优质项目储备不充分，专项债发行受阻；二则因为专项债资金使用效率低，专项债发行后容易淤积国库且无人问责，资金支向项目形成实物工作量的时间一再拖延。

国家发改委于今年7月便提前部署各地方开展明年专项债券项目的前期工作，抓紧抓早进行项目储备，这样长的准备时间是历史上第一次（2021年2月准备项目，3月便开始发行），现阶段地方项目储备充裕，发改委已经对2022年专项债券项目形成准备项目清单。

2021年下半年首先出台项目资金绩效管理办法，提出专项债发行坚持“举债必问效、无效必问责”，后续同步建立专项债用途调整常态化机制，专项债在使用过程中一旦淤积国库，也能通过调整用途方式形成支出。财政部从落实责任到建立机制，多维度避免专项债资金闲置。

我们认为，2022年项目储备充分、同时资金使用效率提高，专项债从发行到形成支出流程更加顺畅，耗时更少，年内有望形成更多实务工作量。

在项目储备、资金运用效率提高背景下，2022年专项债或可真正实现“储备入库一批、发行使用一批、开工建设一批”的常态化滚动机制。在这种机制下，项目储备会常年保持在稳定的水平，很难出现集中申报项目，集中发行专项债的情形。我们认为，2022年专项债的发行将较以往更加平稳，即每个月专项债发行量较为平均。

● 政府债务角度看 2022 年基建投资

全年传统基建投资规模抬升空间较为有限。

一方面，隐债严监管下，专项债资金对社会资本撬动作用有限。

据此次吹风会，2021 年发行的 3.42 万亿专项债中用作资本金的额度仅达 1700 亿元，用作资本金额度占比不足 5%，远低于财政部设定的 25% 上限。我们认为，隐债强监管下，社会资本参与政府项目意愿、政府接受社会资本意愿均不强烈，专项债带动投资力度有限。

另一方面，2022 年专项债新增额度部分用于抵补原土地出让收入对应投资，并不形成新增投资。

根据我们的测算，2022 年土地出让收入有 1.4 万亿减收风险，这部分收入原可用于城乡基建、土地开发过程中“七通一平”涉及的基建投资。土地出让对应基建投资规模缩减，专项债额度扩容可以很好抵补这部分萎缩额度。这样一来，本年专项债额度中的基建投资并非全部能形成增量投资。

2022 年基建投资节奏大概率前置。

提前下达 1.46 万亿专项债，加上 2021 年结转至 2022 年的 1.4 万亿资金及配套项目，2.86 万亿将共同拉动明年初基建投资。我们认为，即便 2021 年上半年基建投资基数较高，2022 年基建或仍呈前高后低态势。

2022 年基建项目投向上，关注四个传统基建领域以及新基建方向。

国家发改委印发《申报 2022 年新增专项债券项目资金需求的通知》中的 9 个大方向，与 2021 年投资方向保持一致。我们认为，在九大专项债投资领域中，或更应关注保障性安居工程、市政和产业园区基础设施。2021 年这两大领域投资规模占比较 2020 年明显提升，2022 年保障性租赁住房融资需求较大，专项债资金或向该领域倾斜，同时产业园区项目与新基建相关，在基建投资转型过程中，对该领域资金支持有增无减。

另外，传统基建领域中，我们认为应关注水利、城市管网项目的投资空间。本次吹风会也

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_31685

