

2020 年 07 月 05 日

近八千个项目，解密专项债“新”动向

宏观研究团队

——宏观深度报告

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

2020 年新增专项债额度 3.75 万亿元，远高于 2019 年的 2.15 万亿元。时至年中，专项债重点投向哪些领域，对投资支持力度如何？近八千个项目梳理可供参考。

● **政策托底加码下，新增专项债额度创新高，债券发行和新项目开工节奏均加快**专项债额度及增幅创新高，债券发行节奏明显加快。2020 年新增专项债额度 3.75 万亿元，较 2019 年多增 1.6 万亿元，额度及增幅均创历史新高。发行节奏也明显快于以往，2020 年上半年专项债新券共发行 2.23 万亿元，高于 2019 年同期的 1.39 万亿元；其中二季度发行 1.15 万亿元，对应项目计划总投资达 8.4 万亿元。**项目新开工和储备增多，稳投资的连续性或有保障。**二季度，专项债支持的项目新开工占比大幅提升至 45.3%，明显高于一季度的 26.6%；同时，新开工项目建设节奏有所加快，新开工项目平均建设周期为 43 个月，明显低于在建项目平均的 62 个月左右。此外，3-4 月份项目申报明显增多，为稳投资提供项目储备。

● **专项债支持稳投资的同时，推动产业升级，及加大对医疗、环保等民生支持**相较于 2019 年，专项债投向基建占比明显提升；但疫情后，专项债加大对医疗等民生项目的支持。截至 6 月底，专项债投向交通运输等基建项目占比达 62.1%，高于 2019 年的 25%。其中，1-2 月专项债投向基建占比较高，3 月以来，以医疗卫生等为代表的社会事业明显上升，由 1-2 月的 12.9%抬升至 3-6 月的 36.2%。**从项目投资来看，以智能制造等为代表的产业园、生态环保等计划投资相对较大。**除交通运输外，专项债支持的产业园、生态环保项目投资规模较大；二季度，产业园和生态环保专项债分别发行 1889 亿元和 844 亿元，对应项目计划总投资分别为 14858 亿元和 6137 亿元。其中，智能制造、产业孵化等产业园投资较大。

● **分地区来看，东部赶工意愿较强、主要聚焦基建等，中、西部加大医疗等投入**相较于西部，东部稳增长诉求更强、债务掣肘也相对较弱，有利于稳增长措施尽快落地、形成有效投资。疫情背景下，西部受到的冲击相对较小、复工复产进度相对较快；以出口为导向的部分东部地区，不仅受国内疫情的影响，还受海外疫情对出口等的拖累，稳增长诉求上升，专项债发行、项目申报等规模明显增长。**项目分地区来看，东、中部新开工较多；东部聚焦基建、环保等，中、西部医疗等项目较多。**专项债支持项目中，东、中部新开工占比均超 45%，中部新开工项目平均建设周期 38 个月，显著低于全国均值。东部和东北专项债投向基建占比超 50%，生态环保占比也较高；中、西部投向医疗和教育占比较高、合计超 15%。

● **风险提示：**数据统计过程中可能的偏差与遗漏。

相关研究报告

《宏观深度报告-影响美国大选的两条关键逻辑》-2020.7.4

目 录

1、 专项债额度创新高，发行和开工节奏均加快	4
1.1、 政策托底加码下，专项债发行规模远超同期	4
1.2、 新开工和储备项目增多，投资的连续性较好	6
2、 专项债稳增长的同时，兼顾调结构和惠民生	8
2.1、 专项债投向丰富，产业园和医疗卫生等增多	8
2.2、 产业园和环保等投入增多，旧改仍有待观察	10
3、 地区层面投融资结构的优化，有利于稳投资	13
3.1、 东部地区稳增长诉求更强，掣肘也相对较弱	13
3.2、 东部聚焦基建环保等，中、西部医疗等较多	15
4、 研究结论	17
5、 风险提示	18

图表目录

图 1： 专项债额度及增幅均创新高	5
图 2： 专项债新券发行节奏前移	5
图 3： 2020 年上半年专项债新券发行规模已超过 2019 年	5
图 4： 地方债发行较多时，多有流动性支持	6
图 5： 地方债发行利率中枢明显下移	6
图 6： 2020 年开始，地方债当年到期规模超过 2 万亿元	6
图 7： 专项债发行期限明显拉长	6
图 8： 相较一季度，二季度新开工占比明显提升	7
图 9： 二季度，新开工项目占比多数抬升	7
图 10： 市政产业园、交通设施等新开工投资规模居前	7
图 11： 新开工项目建设周期短于在建项目	7
图 12： 2020 年 3 月和 4 月发改委项目申报规模明显增加	8
图 13： 2020 年 1-6 月专项债投向基建占比明显抬升	8
图 14： 3 月以来，专项债投向社会事业占比明显抬升	8
图 15： 专项债投向市政产业园、收费公路、生态环保等规模居前	9
图 16： 专项债支持的收费公路、生态环保等投资居前	9
图 17： 交通基础设施、生态环保和社会事业等占比较高	9
图 18： 项目本息覆盖倍数大多在 1.5 倍以内	10
图 19： 不含专项债的资本金比例超过 40% 占比达 53.6%	10
图 20： 现金流较好的收费公路等资本金比例相对较低	10
图 21： 资本金和专项债作为配套资金比例多接近 100%	10
图 22： 2020 年生态环保类专项债明显增多	11
图 23： 环保项目集中于环境综合治理和污水处理	11
图 24： 5 月医疗卫生类专项债规模明显增加	12
图 25： 社会事业主要包括教育与医疗卫生	12
图 26： 老旧小区改造专项债集中在东部	12
图 27： 老旧小区改造项目资本金比例大部分在 40% 以上	12
图 28： 新模式下，老旧小区改造项目收益的潜在来源	13

图 29: 上半年专项债规模, 东部最大、西部略高于东部.....	13
图 30: 各省市专项债新券发行情况	13
图 31: 2020 年一季度西部经济表现相对较好	14
图 32: 西部投资修复也相对较快	14
图 33: 发改委项目东、中部增长较快, 东、西部规模居前.....	14
图 34: 东部基建和土木工程建筑合计规模高于其他地区.....	14
图 35: 东、中部城投债“借新还旧”比例低于西部	15
图 36: 东、中部地方债务压力相对较低	15
图 37: 除东北外, 其余地区专项债投基建占比均有下降.....	15
图 38: 上半年, 上海、大连等专项债 100%投向基建	15
图 39: 新基建和老旧小区改造多在东、中部地区	16
图 40: 东部专项债支持项目计划总投资规模居前	16
图 41: 广东、四川等东、西部省市计划总投资规模居前.....	16
图 42: 东、中部新开工项目占比高于西部和东北	17
图 43: 中部新开工项目平均建设周期较短	17
表 1: 2 月底以来, 稳增长措施陆续落地	4
表 2: 2020 年二季度专项债支持的产业园项目涵盖智能制造、物流等	11
表 3: 部分专项债对应老旧小区改造项目收益主要来源.....	13
表 4: 按专项债结构, 二季度东部聚焦基建、生态环保等.....	16
表 5: 按二季度专项债项目总投资结构, 东部市政产业园等投资占比较大.....	17

2020 年新增专项债额度 3.75 万亿元，远高于 2019 年的 2.15 万亿元。时至年中，专项债重点投向哪些领域，对投资支持力度如何？近八千个项目梳理可供参考。

1、专项债额度创新高，发行和开工节奏均加快

1.1、政策托底加码下，专项债发行规模远超同期

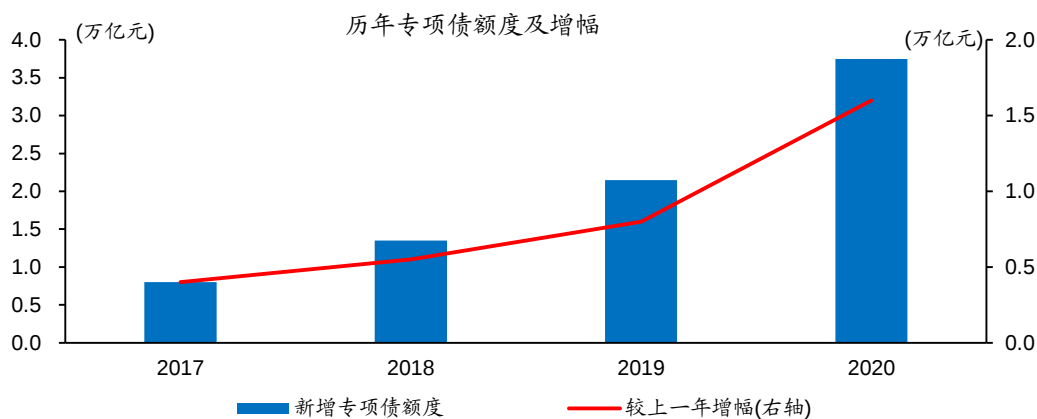
政策托底加码下，专项债额度及增幅均创新高。2 月底以来，政策大力推动复工复产，尤其是对于具备复工条件、能尽快形成有效投资的项目，加快复工；3 月以来，政策对冲力度明显加大，明确提出要适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加专项债额度等；4 月以来，政策托底思路明晰，中央政治局会议强调要积极扩大内需，扩大有效投资等；政府工作报告强调，积极的财政政策要更加积极有为，新增专项债额度 3.75 万亿元，较 2019 年多增 1.6 万亿元，额度及增幅均创历史新高。

表1：2 月底以来，稳增长措施陆续落地

会议	时间	内容
国务院常务会议	2020/3/1	通过 推进改革创新、大力发展先进制造业、扩大制造业开放、深挖内需潜力 等四大举措，促进制造业稳增长，稳定经济发展的基本盘。
	2020/3/31	确定 再提前下达一批地方政府专项债额度，带动扩大有效投资 ；部署强化对中小微企业的金融支持；要求加大对困难群体相关补助政策力度。
	2020/4/21	决定提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率， 促进加强对小微企业的金融服务 ；明确帮助服务业小微企业和个体工商户缓解房租压力的措施。
	2020/5/13	要求把“六保”作为“六稳”工作的着力点，稳住经济基本盘。
	2020/6/9	省级政府要将自身财力更多下沉基层，弥补基层财力缺口，以 确保中央确定的保就业保民生保市场主体举措真正落到实处 。
	2020/6/17	做好“六稳”工作，落实“六保”任务，必须在 发挥好积极财政政策特别是纾困和激发市场活力规模性政策作用 同时， 加大货币金融政策支持实体经济力度 ，帮助企业特别是中小微企业渡过难关，推动金融机构与企业共生共荣。
稳投资工作电视电话会议	2020/3/26	积极有序推动重大投资项目开工复工， 发挥好有效投资在稳增长中关键作用 。
中央政治局会议	2020/2/21	要 积极扩大有效需求 ，促进消费回补和潜力释放， 发挥好有效投资关键作用 ，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。
	2020/3/27	要 加大宏观政策调节和实施力度 。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施， 积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度 ，适当提高财政赤字率，发行特别国债， 增加地方政府专项债券规模 ，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。
	2020/4/17	要 积极扩大有效投资 ，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。
	2020/5/15	要依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能。 要实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变 。要确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收。要推进更高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。
政府工作报告	2020/5/22	财政赤字率按 3.6% 以上安排 ，赤字规模增加 1 万亿； 拟安排地方政府专项债 3.75 万亿元 ，拟发行 1 万亿元抗疫特别国债... 各类结余、沉淀资金要 应收尽收、重新安排 。

资料来源：中国政府网、新华社、开源证券研究所

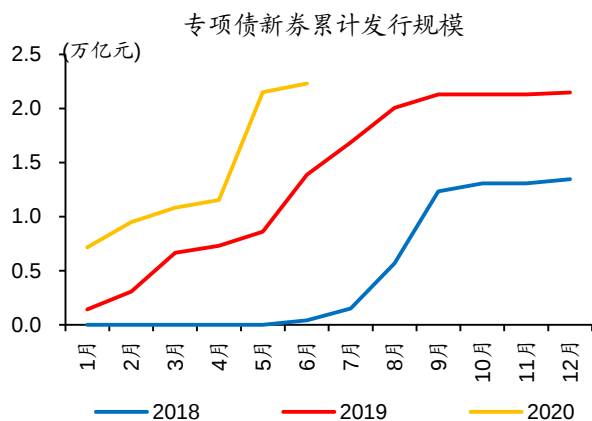
图1: 专项债额度及增幅均创新高



数据来源: 财政部、开源证券研究所

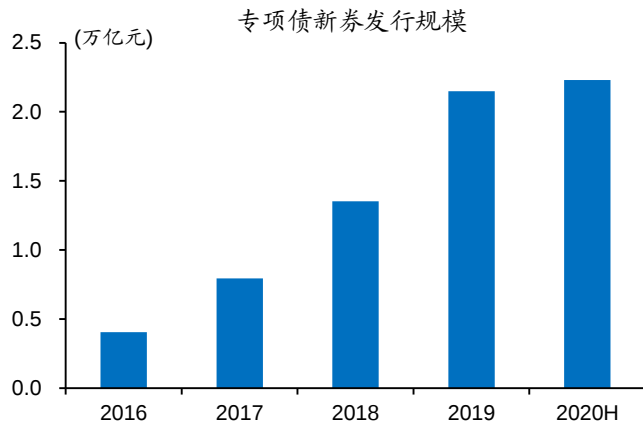
专项债新券发行节奏加快，上半年发行规模已超过2019年全年。稳增长下，财政部分3个批次、合计提前下达2.29万亿元专项债额度，超过2019年全年的2.15万亿元。发行节奏也明显快于以往，2020年上半年专项债新券共发行2.23万亿元，远高于2019年同期的1.39万亿元，也超过2019年全年发行规模；6月专项债发行规模回落，可能与特别国债错峰发行有关，预计剩余额度或主要集中在三季度发行。

图2: 专项债新券发行节奏前移



数据来源: Wind、开源证券研究所

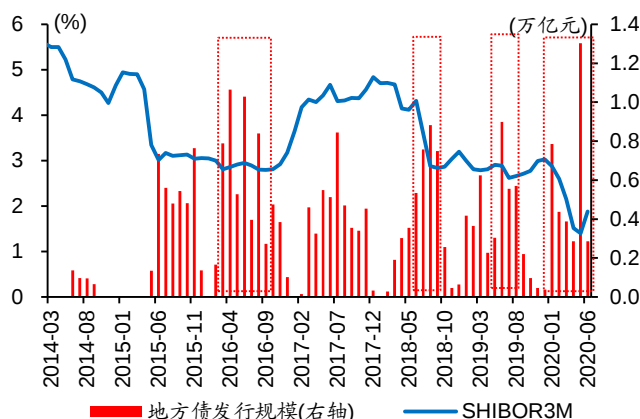
图3: 2020年上半年专项债新券发行规模已超过2019年



数据来源: Wind、开源证券研究所

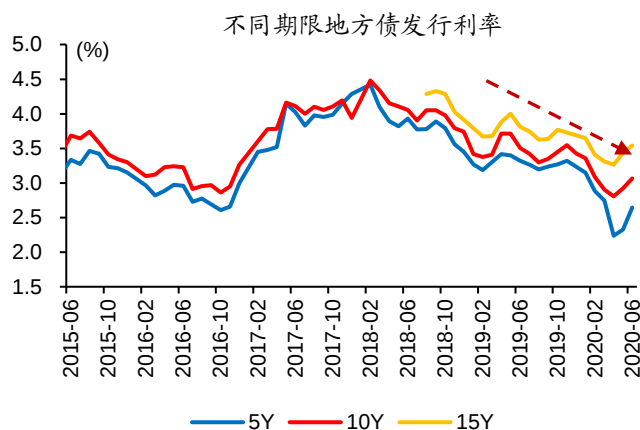
地方债发行放量的同时，发行成本中枢下移，发行期限也明显拉长。年初以来，央行加码宽松，配合地方债融资等稳增长措施，地方债发行利率中枢明显下移，10年期地方债发行加权利率，从2019年12月的3.43%下降至2020年6月的3.07%。地方债规模不断累积的同时，到期压力也在逐步上升，2020年地方债到期超过2万亿元、2023年将超过3.5万亿元。在这种背景下，财政部新增20年、30年期限地方债，专项债发行期限明显拉长，10年以上期限发行规模占比2019年之前不到3%，2019年抬升至12.6%，2020年上半年更是高达46.8%。

图4：地方债发行较多时，多有流动性支持



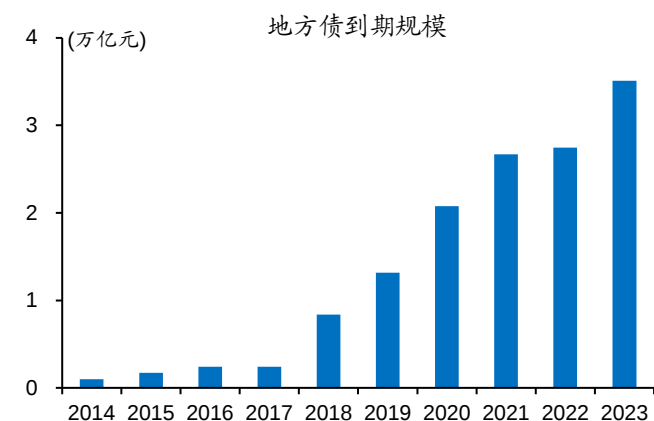
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：地方债发行利率中枢明显下移



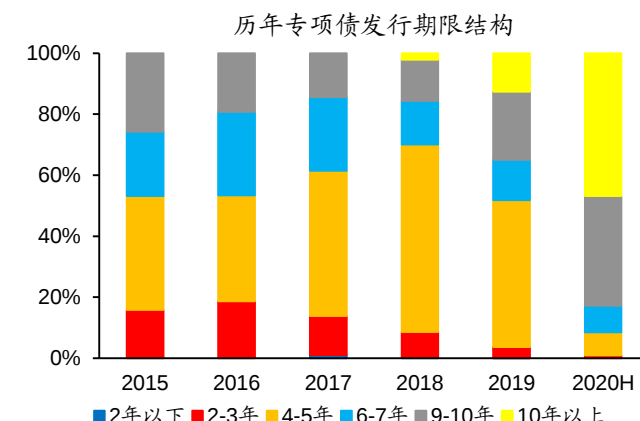
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020年开始，地方债当年到期规模超过2万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：专项债发行期限明显拉长



数据来源：Wind、开源证券研究所

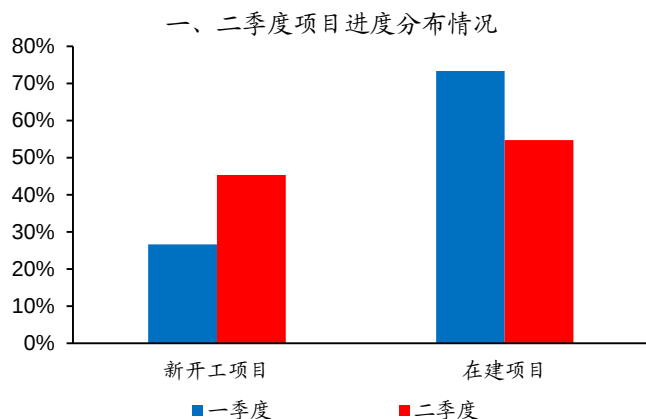
1.2、新开工和储备项目增多，投资的连续性较好

相较一季度，二季度新开工项目占比明显上升，尤其是冷链物流、交通设施等。一季度¹，专项债支持的项目中，新开工和在建项目占比分别为 26.6%和 73.4%；二季度²，新开工项目占比大幅提升至 45.3%。分类来看，多数领域二季度新开工项目占比高于一季度，其中冷链物流占比超过 70%，能源和其他交通设施开工占比超过 60%，医疗卫生、教育、市政产业园新开工占比也相对较高，均在 50%附近。

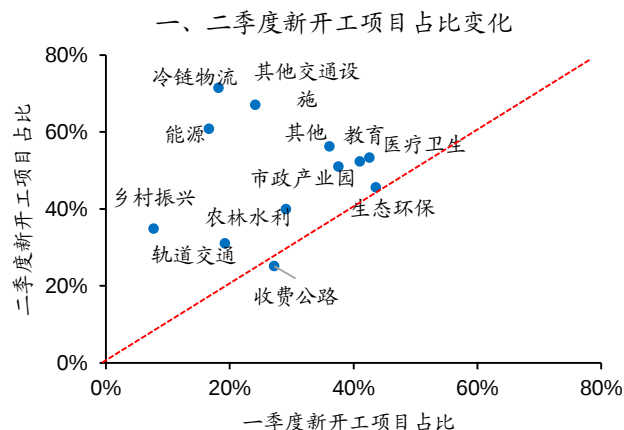
¹由于资料可得性等因素，为不完全统计样本，共有 865 个项目。

² 4 月以来专项债统一披露项目投融资信息，统计样本包括已公开的全部专项债支持项目，合计 7086 个项目。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

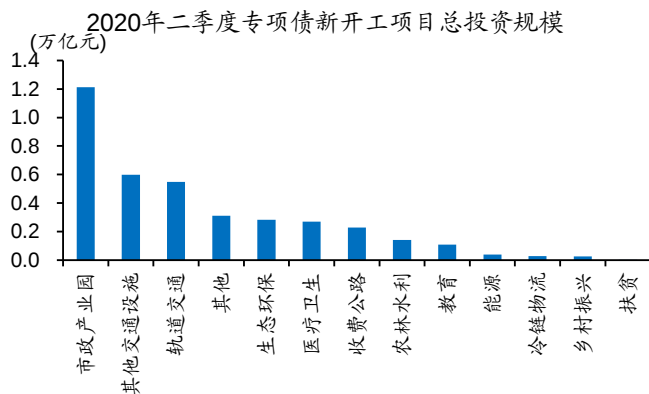
图8：相较一季度，二季度新开工占比明显提升


数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

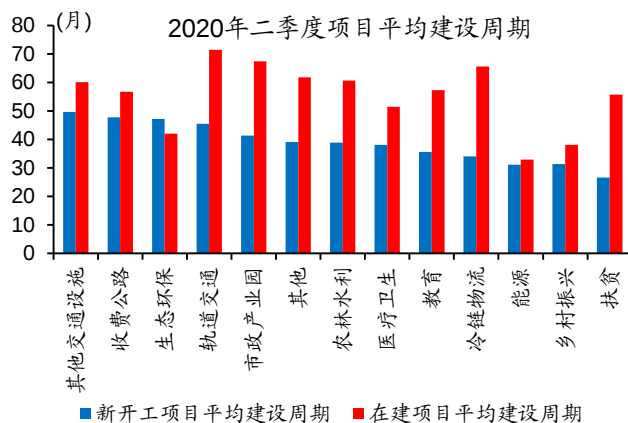
图9：二季度，新开工项目占比多数抬升


数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

4月以来，专项债支持项目中，市政产业园、交通设施等新开工投资规模居前，新开工项目建设节奏有所加快。二季度数据显示，专项债支持项目计划总投资规模达8.4万亿元；其中，新开工项目计划总投资规模达3.8万亿元，市政产业园、轨道交通、其他交通设施规模居前，合计达2.36万亿元。项目建设周期来看，新开工项目平均建设周期43个月，明显低于在建项目平均62个月的建设周期，冷链物流、能源、乡村振兴等新开工项目建设周期相对较短，均低于整体平均水平。

图10：市政产业园、交通设施等新开工投资规模居前


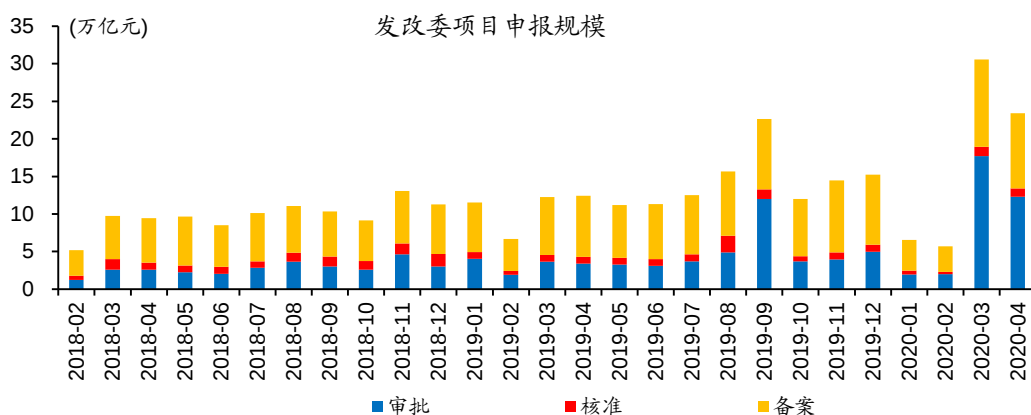
数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图11：新开工项目建设周期短于在建项目


数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

同时，项目申报明显增多，为稳增长提供充足的项目储备。3月以来，固定资产投资项目申报快速攀升，3月和4月分别达30.6万亿元和23.4万亿元，高于2019年月平均13.2万亿元，及2019年9月最高的22.6万亿元；尤其是政府主导的审批类项目明显放量，3月和4月分别达17.7万亿元和12.3万亿元，高于2019年月平均的4.4万亿元和2019年9月的12万亿元。在“资金跟着项目走”原则下，发改委项目申报的增多，为专项债提供了充足项目储备，为稳增长连续性提供保障。

图12: 2020 年 3 月和 4 月发改委项目申报规模明显增加



数据来源: 发改委、开源证券研究所

2、专项债稳增长的同时，兼顾调结构和惠民生

2.1、专项债投向丰富，产业园和医疗卫生等增多

相较 2019 年，专项债投向基建占比明显提升；但疫情后，专项债加大对医疗等民生项目的支持。截至 6 月底，2020 年已发行专项债投向收费公路和其他基建占比合计达 62.1%，高于 2019 年的 25%，部分缘于土地储备和棚改专项债的压缩³。其中，1 月和 2 月专项债投向基建占比较高，3 月以来专项债投向以医疗和卫生等为代表的社会事业明显上升，由 1-2 月的 12.9% 抬升至 3-6 月的 36.2%。

图13: 2020 年 1-6 月专项债投向基建占比明显抬升

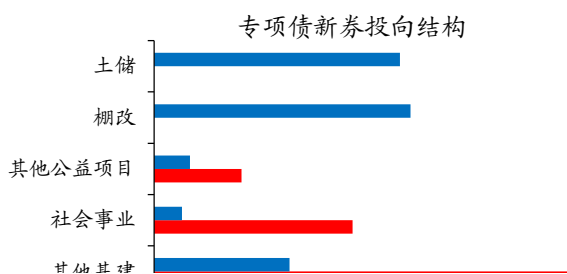
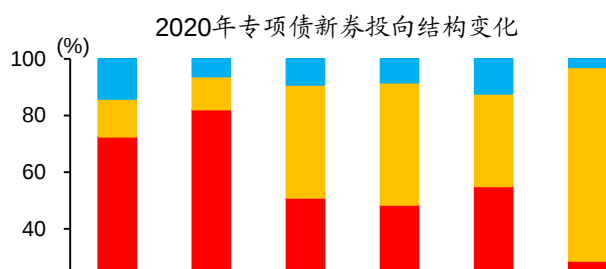


图14: 3 月以来，专项债投向社会事业占比明显抬升



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_4110

