总量研究中心

从专项债变化，看基建发力的线索　　宏观专题研究报告

从专项债变化，看基建发力的线索

新一年专项债发行已启动，有哪些新变化值得关注，透露的基建发力线索？最新数据和政策的系统梳理，或可提供一定启示。

■ **相较于提前下达额度，额度分配、资金投向和使用进度等变化更值得关注**

相较于提前批规模，专项债额度分配变化或更值得关注，呈现向东部集中态势。提前下达的 2022 年第一批专项债额度达 1.46 万亿元，高于 2019 年和 2020 年，但占上一年额度比重只有 40%、低于以往。零基预算要求下，专项债额度分配打破以往向西部倾斜的特点，2021 年开始西部专项债占比有所下降、而东部和中部有所抬升；一季度计划发行数据显示，东部发行占比高于过去两年水平。

专项债投向要求进一步明确，资金使用进度实施动态监管，或推动资金效率提升。2022 年专项债项目资金需求的通知，明确了专项债重点投向交通基础设施、能源等九大领域，也公布了专项债禁止投向的负面清单，全国通用禁止楼堂馆所及高风险地区禁止民生以外项目等。财政部还要求，省级财政部门按月汇总统计专项债实际使用进度，对使用进度较慢的地区实施预警、层层压实责任等。

■ **债务压力相对较小的地区，专项债、重大项目等相对较多，投资或更易落地**

债务压力相对较小、重大项目较多的地区，专项债额度边际增加或更为明显。随着地方债务累积，当局对地方债额度的分配，重点向债务风险较低的地区倾斜，充分考虑各地项目资金的需求和施工条件，保障重点项目建设。2022 年一季度发债计划显示，部分债务压力相对较小的东中部省市，债券占比较高、边际有所增长，如浙江计划发行占比 18%、较过去两年实际发行占比提高近 4 个百分点。

与之匹配的是，相应地区综合交通等重大项目，计划投资规模较大、增长较快。经济“三重压力”下，以“十四五”规划项目为代表的重大项目，加快推进或提前启动，成为稳增长重要抓手之一。截至 1 月 8 日，广东等 14 个省市公布的“十四五”综合交通投资规模合计约 13.5 万亿元、较“十三五”增长超 40%，部分债务压力相对较小的地区规模较大、增长较快，尤其是广东、浙江等地区。

■ **资金和项目等优化，有利于适度超前基建，后续跟踪投融资结构和节奏变化**

总体财政空间相对有限下，资金和项目等优化，有利于适度超前基建投资。我们在报告《政策“大年”，财政如何“提升效能”？》中指出，考虑财政多用结余、少剩余和赤字扩张等，中性情景下，2022 年广义财政支出增速或回升至 4.5%左右，但较难回到以往 10%以上水平。在这种背景下，如何提升财政效能，才是财政发力的关键；专项债额度分配、投向和项目等的优化，即是例证。

除专项债外，优质大中型国企市场化融资等，或是基建发力重要资金补充，后续需紧密跟踪。债务累积下，财政发力靠专项债或“独木难支”，尤其在稳增长抓手，从短期需求刺激为主的传统基建地产，转向产业发展和服务于产业、区域发展的基建等背景下，资金弹性可能来自优质国企市场化融资、政策性机构信贷支持等，后续需紧密跟踪相关投融资变化，对投资力度、结构和节奏等的影响。

风险提示：统计过程中可能的偏误和遗漏。

赵伟　分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞　分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹　联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、相较于提前下达额度，额度分配、资金投向等变化更值得关注.....3
二、债务压力相对较小的地区，专项债规模、重大项目等相对较多.....4
三、专项债优化有利于适度超前基建，后续跟踪投融资结构等变化.....6

图表目录

图表 1：专项债提前批额度已于 2021 年底下达.....3
图表 2：专项债提前第一批额度高于以往，但占比下降.....3
图表 3：2021 年，专项债分配已呈现东部倾斜特征.....3
图表 4：2022 年，东部专项债发行占比抬升.....3
图表 5：政策要求加强财政资金使用效率、提高效益.....4
图表 6：专项债禁止投向类清单.....4
图表 7：2022 年专项债投向清单.....4
图表 8：地方债支持基建、社会事业等项目.....4
图表 9：政策要求地方债向项目多、债务压力小省市倾斜.....5
图表 10：鲁、浙计划发行占比近 4 成，赣晋也较多.....5
图表 11：部分地方债计划发行较多的省市债务率偏低.....5
图表 12：债务率较高的省市，一季度专项债新券计划发行规模相对较少.....6
图表 13：重大项目或加快开工和施工.....6
图表 14：广东、浙江等交通类计划投资规模较大.....6
图表 15：2021 年财政结余资金或明显增加.....7
图表 16：2022 年，广义财政支出或有所抬升.....7
图表 17：近年资金闲置比例较高.....7
图表 18：2021 年四季度，专项债发行占比高.....7
图表 19：专项债支持的存量项目开工相对较多.....8
图表 20：专项债项目周期相对偏长.....8
图表 21：私营企业负债率明显抬升、而国企持续回落.....8
图表 22：国开行贷款可以阶段性显著放量.....8
图表 23：2021 年底城投债融资有所增加.....9
图表 24：年初水泥出货率仍相对较低.....9

一、相较于提前下达额度，额度分配、资金投向等变化更值得关注

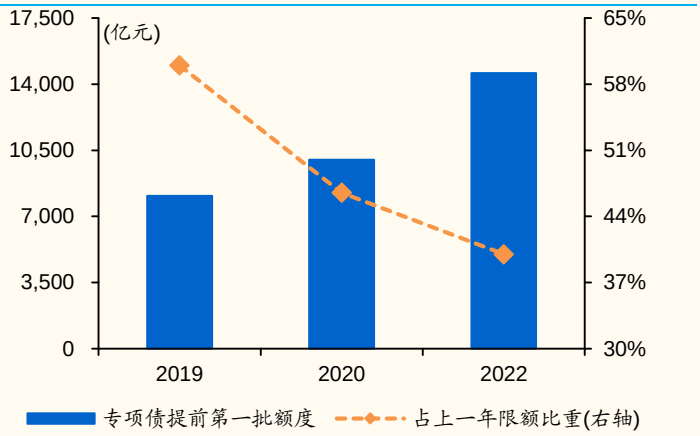
专项债提前下达额度超过 2019 年和 2020 年同期，但相对规模并不突出。提前下达的 2022 年第一批专项债额度达 1.46 万亿元，明显高于 2019 年、2020 年提前第一批额度的 8100 亿元和 1 万亿元；但占上一年额度比重只有 40%，低于 2019 年的 60%和 2020 年的 46.5%。经验显示，地方债额度多分批次下达，第一批下达额度对全年额度指引不宜过度乐观或悲观。

图表 1：专项债提前批额度已于 2021 年底下达

批次			每批次下达额度		累计下达额度	
			一般债	专项债	一般债	专项债
2019	2018年12月	第1批	5800	8100	5800	8100
	2019年3月	第2批	3500	13400	9300	21500
2020	2019年11月	第1批	0	10000	0	10000
	2020年2月	第2批	5580	2900	5580	12900
	2020年4月	第3批	0	10000	5580	22900
	2020年7月	第4批	4220	12600	9800	35500
	2020年11月	第5批	0	2000	9800	37500
2021	2021年3月	第1批	5880	17700	5880	17700
	2021年5月	第2批	2120	16976	8000	34676
2022	2021年12月	第1批		14600		

来源：财政部、国金证券研究所

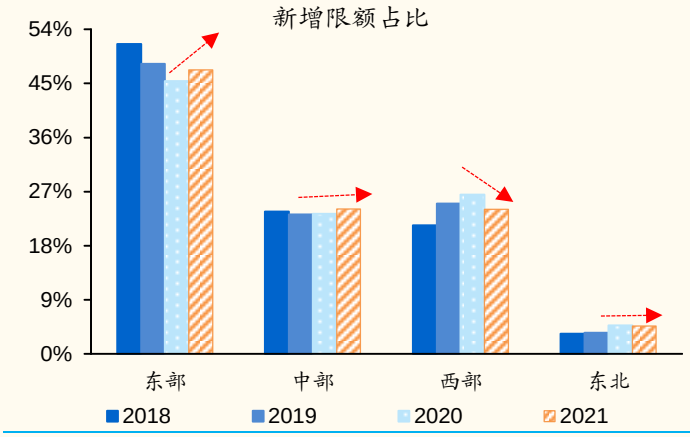
图表 2：专项债提前第一批额度高于以往，但占比下降



来源：财政部、国金证券研究所

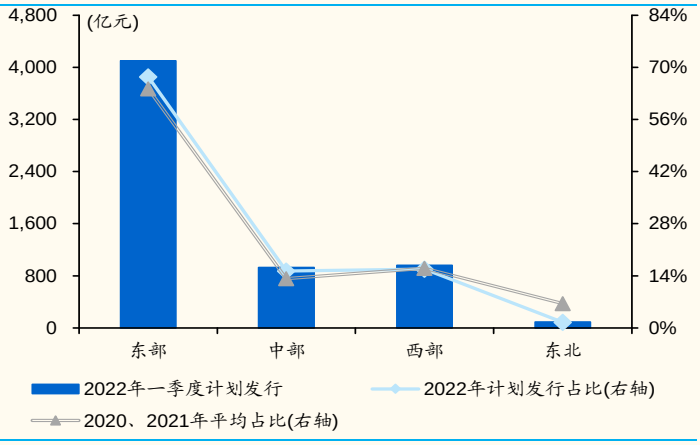
相较于提前批规模，专项债额度分配变化或更值得关注，呈现向东部集中态势。零基预算要求下，专项债额度分配打破以往向西部倾斜的特点，2021 年开始西部专项债占比有所下降、而东部和中部有所抬升。截至 2022 年 1 月 8 日，一季度专项债新券计划发行规模超过 6000 亿元、占提前批专项债额度的 42%左右。地区分布来看，东部一季度专项债计划发行近 4100 亿元、占比 67%，高于 2020 和 2021 年的平均水平。

图表 3：2021 年，专项债分配已呈现东部倾斜特征



来源：财政部、Wind、国金证券研究所

图表 4：2022 年，东部专项债发行占比抬升



来源：中国债券信息网、Wind、国金证券研究所

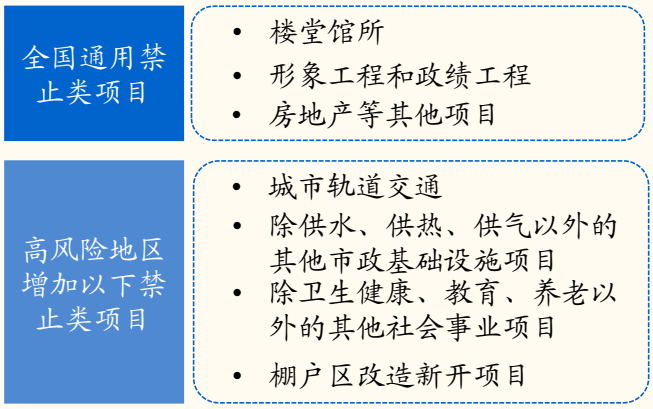
专项债投向要求进一步明确，使用进度实施动态监管，或推动资金效率提升。2022 年专项债项目资金需求的通知，明确了专项债重点投向交通基础设施、能源等九大领域，也公布了专项债禁止投向的负面清单，全国通用禁止楼堂馆所及高风险地区禁止民生以外项目等。财政部还要求，省级财政部门按月汇总统计专项债实际使用进度，对使用进度较慢的地区实施预警、层层压实责任等。

图表 5：政策要求加强财政资金使用效率、提高效益

时间	文件/会议	主要内容
2021年11月	国常会	资金使用要注重实效，加强**对投向等的审核和监管**…坚决制止资金挤占挪用、违规拨付、长期闲置。
2021年12月	加强和完善地方政府专项债券管理国务院政策例行吹风会	省级财政部门**按月汇总统计专项债券实际使用进度**，并对使用进度较慢的地区实施预警，通过层层压实责任，督促主管部门和项目单位**加快债券资金使用进度，提高资金使用效益**…加强专项债券资金使用管理和监督。
2021年12月	中央经济工作会议	积极的财政政策要**提升效能**，更加注重精准、可持续…保证财政支出强度，加快支出进度。
2021年12月	全国财政工作视频会议	优化地方政府专项债券发行使用管理…加强财政资源统筹，保证财政支出强度，加快支出进度，推动财力下沉，**优化支出重点和结构**，增强国家重大战略任务财力保障…管好用好专项债券资金，拉动有效投资。
2021年12月	财政部传达学习中央经济工作会议精神	**提升财政政策效能**，强化预算编制、审核和支出管理，统筹财政资源，保证财政支出强度，加快支出进度，**全过程实施财政资金绩效评价**…

来源：政府网站、财政部、国金证券研究所

图表 6：专项债禁止投向类清单



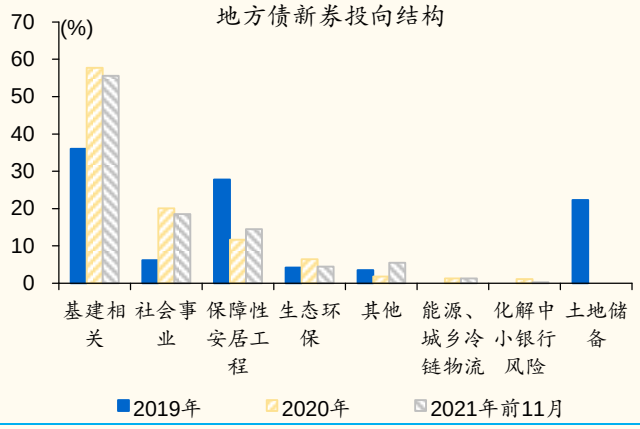
来源：财政部、国金证券研究所

图表 7：2022 年专项债投向清单

交通基础设施	铁路、收费公路、机场、水运、城市轨道交通等
能源	天然气管网和储气设施、城乡电网
农业水利	农业、水利、林业
生态环保	城市污水垃圾处理
社会事业	卫生健康、教育、养老、文化旅游等
物流基础设施	城乡冷链等物流基础设施、粮食仓储物流设施
市政和产业园区基础设施	市政基础设施、产业园区基础设施
国家重大战略项目	京津冀协同发展、长江经济带发展等
保障性安居工程	城镇老旧小区改造、保障性租赁住房等

来源：财政部、国金证券研究所

图表 8：地方债支持基建、社会事业等项目



来源：财政部、国金证券研究所

二、债务压力相对较小的地区，专项债规模、重大项目等相对较多

专项债提前批额度分配向东部集中，或缘于部分省市债务压力相对较小、项目储备相对充足。伴随地方债务累积，政策一直在完善新增债券的分配机制，以兼顾稳增长和防风险的需要；近期新闻发布会上，当局明确表示，专项债的额度分配要充分考虑各地项目资金的需求和施工条件，要向债务风险较低的地区倾斜，坚决“不撒胡椒面”，保障重点项目的建设。

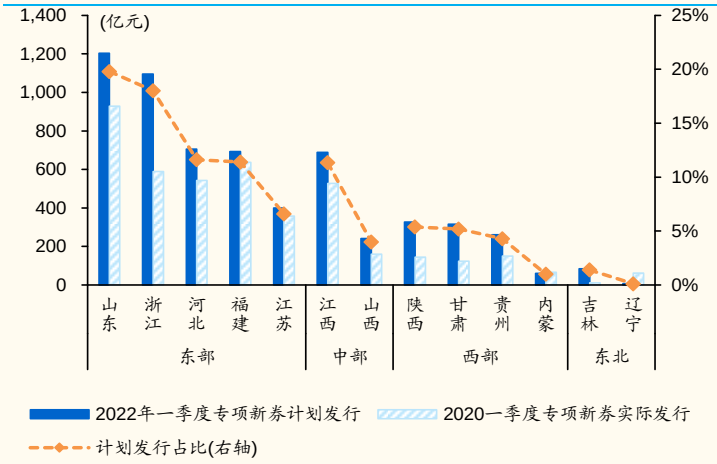
图表 9：政策要求地方债向项目多、债务压力小省市倾斜

时间	文件/会议	主要内容
2021年4月	国新办发布会	兼顾稳增长和防风险需要，完善新增债券分配机制，**严控高风险地区新增债券规模**，避免风险持续累积。
2021年7月	《关于加强地方人大对政府债务审查监督的意见》	提高专项债券资金使用效益，有效**防范政府债务风险**…专项债券项目资金绩效实行全生命周期管理…坚持**“举债必问效、无效必问责”**…
2021年12月	中央经济工作会议	积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续…坚决遏制新增地方政府隐性债务…
2021年12月	加强和完善地方政府专项债券管理国务院政策例行吹风会	提前下达在额度分配上没有搞“一刀切”，而是充分考虑了各地**项目资金的需求和施工条件**…坚决不“撒胡椒面”…额度要重点**向债务风险较低的地区倾斜**…
2021年12月	全国财政工作视频会议	积极的财政政策**提质增效**…健全地方政府依法**适度举债机制**，防范化解地方政府债务风险…合理安排地方政府专项债券，**保障重点项目建设**…

来源：政府网站、财政部、国金证券研究所

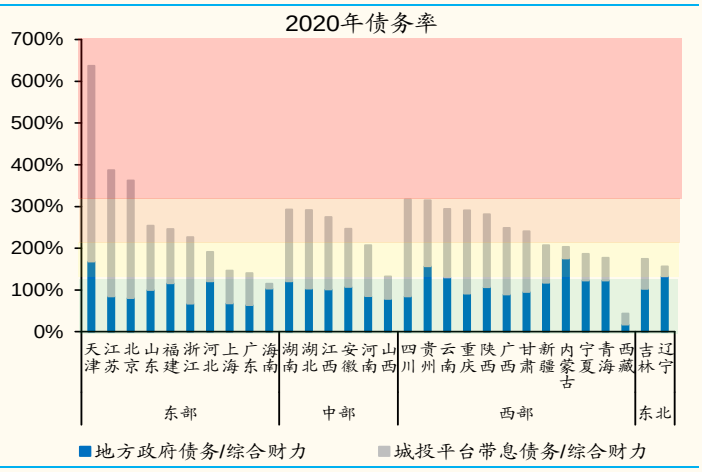
债务压力相对较小、重大项目较多的地区，专项债额度边际增加或更为明显。2022 年一季度发债计划显示，山东、浙江两省发行占比近 4 成，其中，浙江发行占比 18%、较 2020 和 2021 年实际发行平均占比提高近 4 个百分点，债务率远低于区域平均水平；山西等部分中西部省市发行边际也有所增长，或与其债务压力处于区域尾端等有关。

图表 10：鲁、浙计划发行占比近4成，赣晋也较多



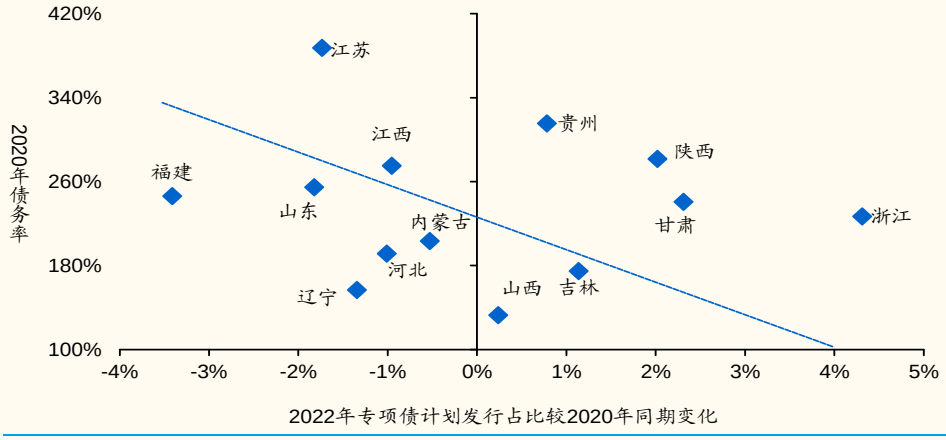
来源：中国债券信息网、国金证券研究所

图表 11：部分地方债计划发行较多的省市债务率偏低



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：债务率较高的省市，一季度专项债新券计划发行规模相对较少



来源：中国债券信息网、Wind、国金证券研究所

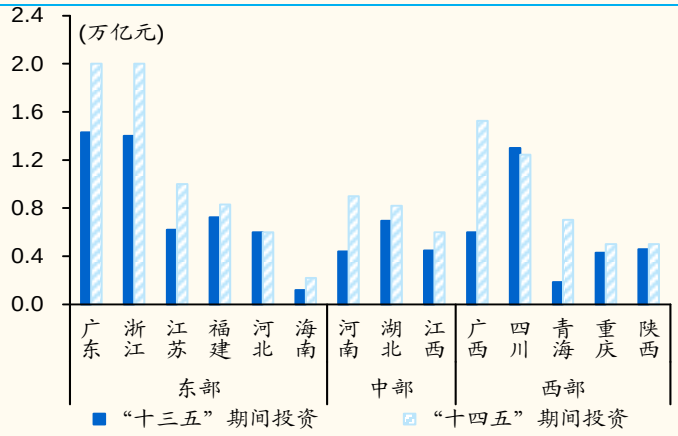
与之匹配的是，相应地区综合交通等重大项目，计划投资规模较大、增长较快。“三重压力”下，以“十四五”规划项目为代表的重大项目，加快推进或提前启动，成为稳增长重要抓手之一。截至 1 月 8 日，广东等 14 个省市公布的“十四五”综合交通投资规模约 13.5 万亿元、较“十三五”增长超 40%，部分债务压力相对较小的地区规模较大、增长较快，尤其是广东、浙江等。

图表 13：重大项目或加快开工和施工

时间	会议	主要内容
2021年4月	贯彻落实“十四五”规划纲要 加快建立现代财税体制发布会	加快建立现代财税体制，积极发挥财政职能作用，切实保障“十四五”重大战略和重点任务落实到实处、取得实效。
2021年6月	国常会	部署推进实施“十四五”规划纲要确定的重大工程项目...有序做好项目实施准备，细化实化支持政策，**绝大部分项目陆续启动**...优化审批核准程序，减少不必要审批，**保证项目尽早开工、资金高效使用**...**对项目推进不力的要加强督促**，及时解决建设中的问题。
2021年7月	政治局会议	要挖掘国内市场潜力...**加快推进“十四五”规划重大工程项目建设**。
2021年12月	中央经济工作会议	各地区各部门要担负起稳定宏观经济的责任，各方面要积极推出有利于经济稳定的政策，**政策发力适当靠前**...适度超前开展基础设施投资...要提升制造业核心竞争力，启动一批产业基础再造工程项目。

来源：新华社、中国政府网、国金证券研究所

图表 14：广东、浙江等交通类计划投资规模较大

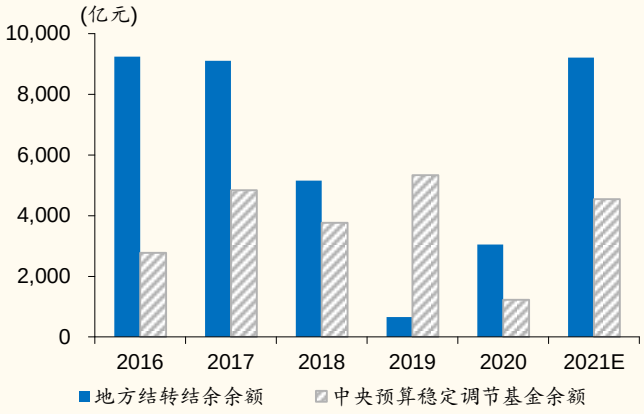


来源：各地发改委、国金证券研究所

三、专项债优化有利于适度超前基建，后续跟踪投融资结构等变化

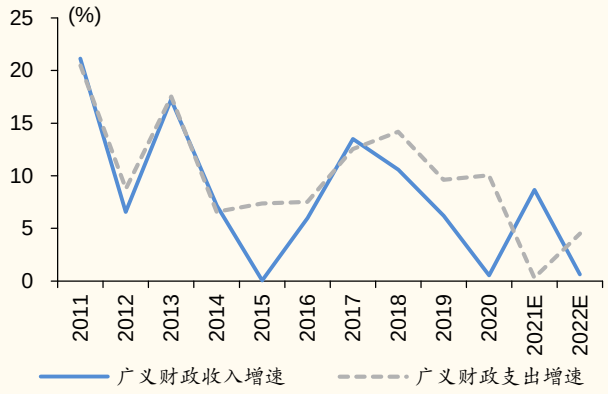
总体财政空间相对有限下，资金和项目等优化，有利于适度超前基建投资。我们在报告《政策“大年”，财政如何“提升效能”？》中指出，考虑财政多用结余、少剩余和赤字扩张等，中性情景下，2022 年广义财政支出增速或回升至 4.5%左右，但较难回到以往 10%以上水平。在这种背景下，如何提升财政效能，才是财政发力关键；专项债额度分配、投向和项目等的优化，即是例证。

图表 15：2021 年财政结余资金或明显增加



来源：Wind、国金证券研究所

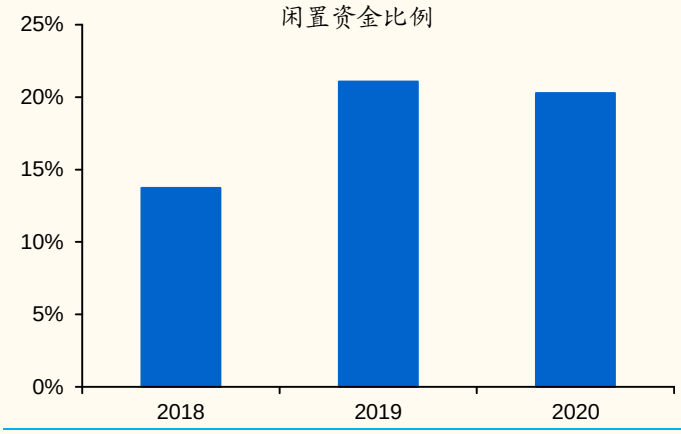
图表 16：2022 年，广义财政支出或有所抬升



来源：Wind、国金证券研究所

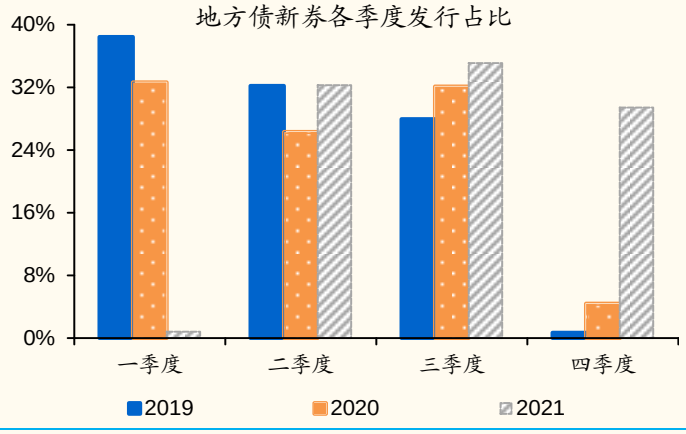
已拨付但尚未使用资金增多、多年存量项目的累积等，也有利于年初项目施工“赶进度”。2021 年，地方债发行节奏明显后置，四季度发债占比接近 30%、而以往同期不足 5%，可能使得专项债已下拨但当年尚未使用的资金比例高于以往，部分地区审计报告显示，前两年专项债资金“闲置”比例约 20%。年初资金相对充裕的同时，前期累积的存量项目，施工进度适度加快，均有利于阶段性释放需求、对冲经济下行。

图表 17：近年资金闲置比例较高[1]



来源：各省审计署、国金证券研究所

图表 18：2021 年四季度，专项债发行占比高



来源：Wind、国金证券研究所

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_35801