

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁婧 中国银行研究院
王梅婷 中国银行研究院
电话：010 - 6659 1591

签发人：陈卫东
审稿：周景彤 梁婧
联系人：刘晨
电话：010 - 6659 4264

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

我国专项债投资的新变化、问题与 政策建议*

2022 年以来，全国专项债发行和投资出现新变化、新特点。1-2 月，专项债发行进度加快，实际可用资金规模明显增加。专项债投资重点向基建领域倾斜，传统基建投资结构不断优化，“东数西算”等新基建成为专项债投资的重要领域，民生投资继续扩大，公共卫生和保障性住房为主要增长点。东部地区专项债发行规模占比明显上升，不同地区投资领域表现分化。未来，要继续做好优质专项债项目储备与进度管理，优化专项债资金投资结构，完善专项债用作资本金的管理制度，拓宽专项债还款来源，提升地方政府偿债能力。

我国专项债投资的新变化、问题与政策建议

2022 年以来，稳增长政策力度进一步加大，专项债持续提质扩容，成为扩大有效投资、推动高质量发展的重要抓手。专项债券发行速度明显提高，在发行规模、投资方向、区域结构方面呈现出新变化、新特点，但仍存在一定问题和风险。探究专项债投资的新变化和问题，有利于把握提升专项债投资效能的方向，防范项目投资风险，有助于平衡好稳增长与防风险的关系，确保经济平稳运行。

一、我国专项债投资的发展历程与特点

2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》提出赋予地方政府依法适度举债融资权限，加快建立规范的地方政府举债融资机制，地方政府举债采取政府债券方式。2015 年起新《预算法》实施，赋予地方政府举债权。2015 年 3 月财政部出台《地方政府专项债券预算管理办法》，开始发行置换存量债务的专项债券，标志着专项债发行起航。此后政府多次出台政策支持和规范专项债发展，初步建立起地方专项债管理制度体系。由于专项债发行规模严格控制在中央政府规定的限额内，并且专项债资金“专款专用”，预算透明度和规范性较高，有助于防范地方隐性债务风险上升，推动地方专项债成为拉动有效投资、促进经济增长的重要财政工具。

第一，发行规模快速增长，债券种类不断丰富。一方面，2015 年以来我国专项债发行规模快速增加，2015 年至 2019 年全国共发行专项债 14.2 万亿元，占同期政府累计发行债券的 48.6%。2020 年疫情以来，新增专项债发行规模上升到 3 万亿元以上，其稳增长作用进一步凸显。另一方面，专项债券种类不断丰富。专项债发展初期主要面向城市地下网管、停车场、配电改造、养老产业等，随着脱贫攻坚、新型城镇化等深入推进，专项债品种增加到几十种，范围覆盖了扶贫开发、社会民生、重大水利设施建设、产业园区、生态保护等更多领域，对扩大有效投资、促进经济持续健康发展发挥了重要作用。

第二，新增专项债发行期限不断延长，利率水平稳中有降。一方面，2015 年至 2018 年发行专项债的平均期限低于 6 年，2019 年 4 月财政部要求逐步提高长期债券发

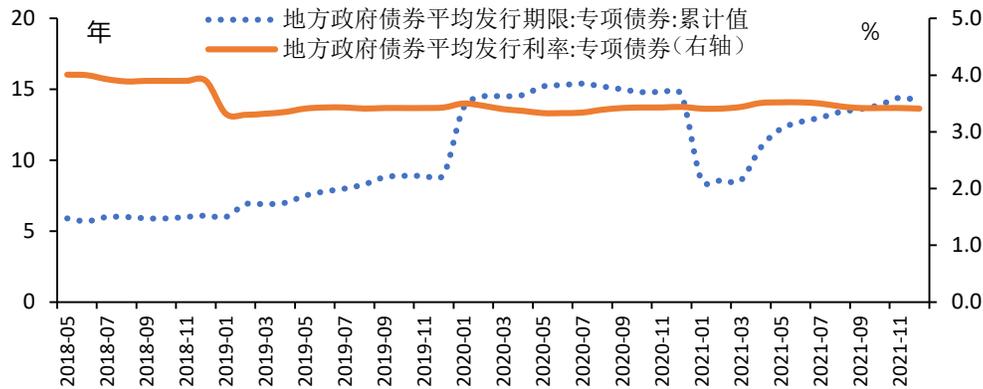
行占比，更好匹配项目资金需求和期限，带动当年发行专项债的平均期限增加至 9 年左右，2020 年以后新增专项债的期限快速上升至 10 年以上。一是由于 2015 年后发行专项债的期限以 3 年、5 年为主，在 2019 年前后陆续到期，2021 年达到偿债高峰，增加了地方政府短期偿债压力。二是不少项目投资和建设周期较长，需持续投入资金才能带来后续经营收益，如果专项债期限较短容易产生期限错配风险。另一方面，专项债发行平均利率逐步下行。2019 年我国货币政策放松，央行降准 3 次、降息 4 次，专项债发行平均利率较 2018 年的 4% 左右下降约 0.5 个百分点。2020 年受疫情影响，经济预期回落叠加央行实行宽松货币政策，专项债发行平均利率从 1 月的 3.5% 逐步降至 7 月的 3.34%，随着下半年经济快速复苏、整体融资需求增加，专项债发行平均利率逐步回升。2021 年四季度经济下行压力明显增加，货币政策宽松力度加大，专项债发行平均利率小幅下行。

表 1：关于专项债的重点政策文件

年份	文件	主要内容
2014	《关于进一步加强地方政府性债务管理的意见》	明确地方政府举债采取地方债形式，政府债务不得通过企业举债；为增加基建资金来源，地方政府在政府性基金下设专项债务，专门用于支持有一定收益的地方政府项目。
2015	《地方政府专项债券预算管理办法》	从预算、发行、管理等各个环节对专项债券运作进行必要规范和全流程管理的有效深化，初步搭建了地方政府专项债券管理的制度体系。
2018	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》	优先在重大区域发展以及乡村振兴、生态环保、保障性住房、公立医院、公立高校、交通、水利、市政基础设施等领域选择符合条件的项目，积极探索试点发行项目收益专项债券。
2019	《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》	专项债可以用于重大项目的资本金使用，比例最高可以达到 20%。
2019.09	国务院常务会议	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。
2020.04	国务院常务会议	推进城镇老旧小区改造，地方政府专项债要给予倾斜。
2021.02	《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》	2021 年新增专项债券重点用于交通基础设施，能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目，保障性安居工程等领域。

资料来源：作者根据公开资料整理，中国银行研究院

图 1：我国专项债发行的平均期限与利率



资料来源：Wind

表 2：专项债期限管理政策与实际平均期限水平

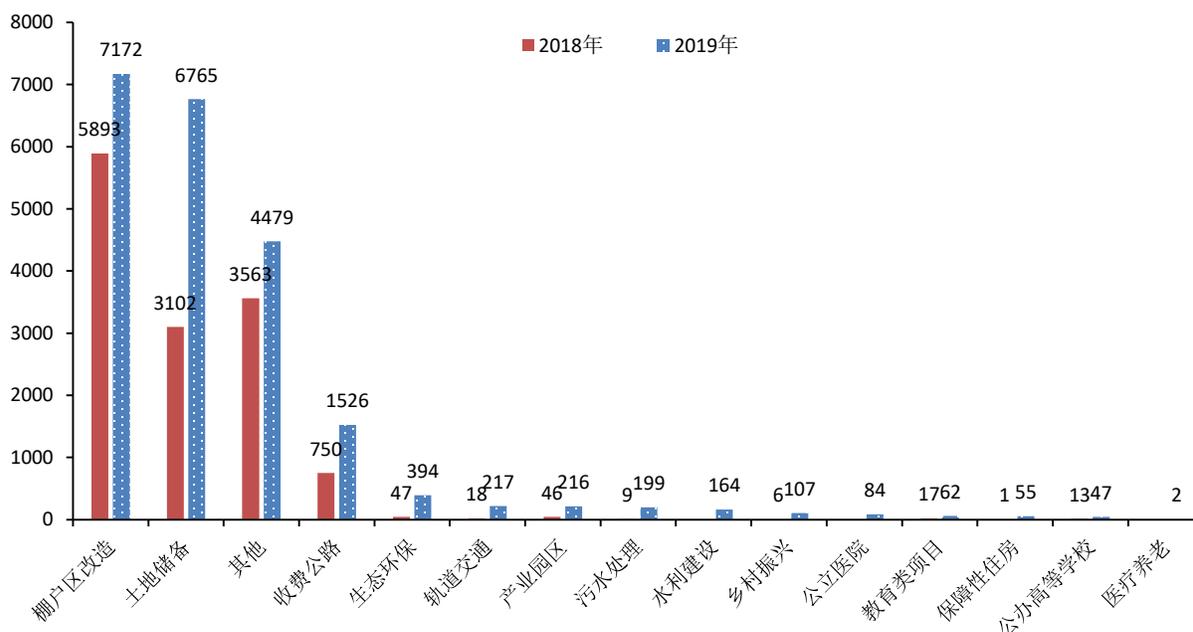
年份	平均期限	专项债期限相关政策
2015	低于 5 年	《地方政府债券发行管理办法》规定，“发行期限为 7 年和 10 年专项债的合计发行规模不得超过专项债券全年发行规模的一半”。
2018	6.1 年	8 月 14 日，《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》提出“不再限制专项债券期限比例结构，各地应根据项目建设、债券市场需求等合理确定专项债期限”。
2019	9 年	4 月 25 日，《财政部关于做好地方政府债券发行工作的意见》提出，对于专项债券，地方财政部门应当根据项目实际情况，综合考虑项目期限、投资者需求、债务年度分布等因素，科学确定发行期限，逐步提高长期债券发行占比，更好匹配项目资金需求和期限。
2020	14.6 年	7 月 29 日，《关于加快地方政府专项债使用有关工作的通知》，提出“合理确定专项债券期限，避免人为将偿债责任后移。”

资料来源：根据财政部公开资料整理

第三，专项债投资方向逐步优化。2015-2016 年，专项债主要投资城市地下综合管廊建设、双创孵化、配电网建设改造等项目。2017 年、2018 年我国分别推出土地储备专项债和棚户区改造专项债，由于投资土地整理、土地储备项目能增加地方政府性基金收入，投资棚户区改造能带动房地产去库存，因而地方政府发行土地储备和棚改专项债的动力较强。据 Wind 统计，2018、2019 年投向土储、棚改的专项债合计占比均超过 60%（图 2）。由于专项债对基建投资拉动作用有限，加之棚改对三四线城市房价上涨产生一定推动作用，2019 年 9 月国常会提出，“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”“专项债要重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施”，这促进专项债投资基建项目的比重逐步上升。

图 2：2018 年、2019 年专项债投向（亿元）



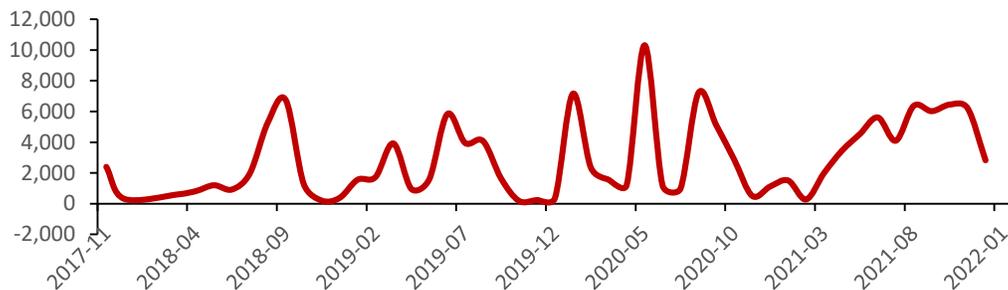
资料来源：粤开证券

二、2022 年以来专项债投资的新变化

（一）专项债发行进度加快，实际可用资金规模扩大

2022 年我国经济面临“三重压力”，政府加大了稳增长支出力度。2021 年底财政部已向各地提前下达 2022 年部分新增专项债务额度 1.46 万亿元，1-2 月，新增专项债发行 8775 亿元，占全年新增专项债规模的 1/4 左右，较 2021 年同期发行进度明显加快。考虑到 2021 年新增专项债发行后置，不少专项债资金结转到下年使用，2022 年实际可用专项债资金规模将大于往年，有利于加大投资力度，更好地支持稳增长。

图 3：地方政府债券发行规模（亿元）



资料来源：作者根据公开资料整理，中国银行研究院

（二）专项债投资方向重点向基建领域倾斜

2020年疫情以来，专项债投资基建领域的占比逐步提升，2021年政策进一步扩大专项债资金投资范围，明确专项债重点投资9大领域（表3）。为应对2021年四季度经济下行压力明显增大，政策允许适度超前布局基建、尽快形成实物工作量，投资基建的专项债占比进一步提高。2022年前2个月，在已发行的8775亿元新增专项债中，63%的资金投向基建领域，较2021年四季度56%的占比明显提升¹。

表 3：政策支持专项债资金的投向领域

新增专项债投向领域	主要投资内容
交通基础设施	铁路、收费公路、机场、水运、城市停车场
能源	天然气管网和储气设施、城乡电网
农林水利	农业、林业、水利
生态环保	城市污水、垃圾处理
社会事业	卫生健康（公共卫生设施、应急医疗措施）、教育（学前教育和职业教育）、养老、文化旅游等
冷链等物流设施	冷库或低温物流中心、生鲜食品加工中心
市政和产业园区基础设施	供水、供热、供气、地下管网、产业园区基础设施
国家重大战略项目	一带一路、粤港澳大湾区、长江经济带、京津冀协同发展、长三角一体化、海南自贸港建设等。
保障性安居工程	保障性租赁住房、城镇老旧小区改造、棚户区改造首位项目等。

资料来源：财政部，中国银行研究院

第一，从细项来看，传统基建投资结构不断优化。2022年1-2月，在涉及基建领域的4769亿元资金中，29%投向交通基础设施，39%投向市政和园区基础设施建设，均

¹ 注：光大证券研究所：专项债发行持续提速，基建发力逐步显现，2022年2月28日。

高于其2021年的占比水平。有两个变化值得关注，一是专项债投资明显向市政和产业园区倾斜（表4）。1月份占比接近50%，明显高于2020年同期的25%。主要原因在于，地方政府为加快产业转型升级和新兴产业发展，积极优化配套设施与服务，建设产业集聚区，提升产业链竞争力。二是农林水利投资发力明显。2022年前2个月，投向农林水利、生态环保领域的资金占基建领域投资的25%，明显高于其2021年的占比。这主要在于乡村振兴政策发力，对高标准农田建设、现代种业提升、农村产业融合和人居环境改造的投资增加，同时各地区加快落实低碳转型和生态环境保护政策，带动相关投资明显增长。

表4：2022年1月部分地区新增专项债投资方向（亿元）

地区名称	市政和产业园区基建	交通基础设施	保障性安居工程	社会事业	农林水利	生态环保	冷链物流设施	能源投资	投资总规模
广东	437.1	363.4	33.5	108.4	91.2	27.7	6.7	-	1069.9
云南	330.6	59.6	11.5	55.3	98.2	-	-	-	555.1
山东	231.2	147.2	183.2	88.7	59.2	43.5	18.6	17.9	789.4
重庆	158.0	10.5	22.6	65.4	6.0	11.5	-	-	274.0
四川	154.1	91.7	55.0	46.5	16.9	5.7	6.6	0.2	376.6
河南	100.1	26.4	145.4	78.5	15.2	4.5	9.9	2.0	382.0
江西	95.6	26.0	59.4	69.8	40.6	4.4	6.6		302.4
浙江	89.7	20.2	51.1	115.1	20.5	5.8	0.5	1.4	304.3
安徽	87.6	83.8	8.9	37.9	15.1	12.0	1.0	-	246.2
湖南	77.8	19.9	0.9	16.2	9.5		1.9	-	126.1
青岛	54.9	0.9	1.9	7.9	-	2.1	-	-	67.9
吉林	35.9	0.5	2.6	7.4	-	3.0	3.9	-	53.2
内蒙	20.4	9.0	4.7	20.7	0.3	1.2	3.2	0.6	60.0
河北	16.0	-	18.5	8.1	25.4	4.0	-	-	70.8
陕西	12.0	8.7	14.5	2.5	4.0	0.3	-	-	42.0
山西	6.9	5.9	2.5	15.8	2.5	1.9	0.1	-	35.7
黑龙江	2.3	6.9	0.6	-	5.0	0.3	-	-	15.2
大连	-	4.8	1.2	-	-	-	-	-	6.0
广西	-	50.0	-	-	-	-		-	50.0
辽宁	-	7.0	-	-	-	-	10.0	-	17.0
合计	1909.0	942.3	619.7	744.2	406.6	127.8	68.7	-	4843.8

注：青岛、大连为计划单列市。

资料来源：Wind

第二，“东数西算”等新基建成为专项债投资的重要领域。“东数西算”、超前布局新基建是2022年基建投资的重要方向，部分地区大力布局新基建项目²，旨在用好用足地方专项债资金，发挥新基建对培育经济增长新动能的积极作用。从各地布局的新基建项目来看，2022年专项债投资新基建的规模将快速增长、数字基建网络化水平将进一步提升。比如，北京、上海、广东等地区将加大专项债投资前瞻性科技基础设施（表5），相关省份将推动专项债投资建10个国家数据中心，云南、重庆等地区将专项债投资5G基础网络建设等。总的来看，新基建是目前专项债投资的重点领域，预计其全年投资规模较往年进一步提升，是2022年专项债投资中的亮点。

表5：2022年部分地区的重点项目规划

省/市/区	项目数量	总投资额	2022年计划投资额	重点投资项目
北京	300项	1.2万亿	2802亿	100个重大科技创新及高精尖产业项目。 100个重大基建项目和100个重点民生改善项目。
上海	173项	-	2000亿以上	科技产业类67项。 城市基建项目56项、社会民生项目24项。
天津	676项	1.79万亿	2158亿	新开工项目129个，2022年投资824.2亿元；续建项目323个，年度投资1333.8亿元。
广西	1996项	3.78万亿	4007.9亿	年度新开工项目计划投资282.8亿元；续建项目1066个，2022年投资3236.5亿元；竣工项目计划年度投资488.6亿元。
安徽	8897项	7.72万亿	1.65万亿	续建项目5642个，新开工3255个项目。
广东	1570项	7.67万亿	9000亿	2022年基建投资设施占比55.5%，产业工程和民生保障分别占31.7%、12.8%。
贵州	3347项	-	6448.79亿	“四化”项目2648个，计划投资4974.69亿元，基建投资1144.8亿元。
江苏	247项	-	5590亿	2022年，产业项目投资2015亿、基建投资2162亿、民生保障投资1306亿元。

重庆产业项目 总投资 7672 亿 重庆基建项目总投资 1.05 万亿

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_40678

