

专项债已到哪里去，财政活水还能哪里来？

报告发布日期

2022年07月26日

研究结论

- 2022年上半年，由于疫情冲击超预期，私人部门增长承压，政策主导的投资迅速补位，有效稳定了宏观经济大盘。然而，站在当前时点，广义财政连月减收增支、全年专项债也基本发行完毕，财政支出后续存在回落压力。在此背景下，本文将重点探讨以下两个问题，一是上半年专项债发行节奏空前，在地域和投向上有何特征，原因何在，二是下半年还有哪些补充财政资金的途径。
- 2022年专项债关键词：前置、重产业项目、地域集中：**（1）截至6月，新增专项债已达到全年额度的93.1%，而2019-2021年同期分别为64.5%、59.5%、27.8%；（2）今年专项债投向更偏向产业园区等符合各地中长期经济规划的产业项目，且二季度投向产业项目的比例要高于一季度，一方面第二批专项债适当扩大了专项债券支持领域，另一方面产业项目更容易产生高质量现金流。此外，考虑到截至7月11日中小银行发展专项债券规模远低于2021年全年，而根据媒体公开报道，更多省市专项债发行方案将于近期批准下达，预计剩余约2000亿元的专项债额度中或将有一部分用于补充中小银行资本金；（3）全年专项债发行地域集中度偏高，经济强省承担了更多专项债发行和扩大政府投资的责任。值得注意的是今年5-6月新疆专项债发行规模有明显提升，或与新疆的新能源项目建设具有紧迫性有关。
- 下半年资金还能从何而来，规模有多少？我们估算认为各渠道增量资金有望在5000亿元以上：**（1）经过了2020和2021年两年的休养，根据2019年的经验，非税收入依然有维持在高位的可能，全年**国有资本经营收入**合计有望为财政提供约2664亿元（乐观情境下可达2891亿元）的收入增量；（2）2006年以来累计有近1.3万亿美元的未使用国债发行额度，如果我们按照2020年超发的比例推算，今年**超发国债**有望提供约2385亿元的资金；（3）地方政府可以利用上年下达但**未使用的新增专项债务额度**，2019年以来全国层面上有2150亿元的已下达专项债额度的释放潜力。不过，2019年以来北京、上海、广东等经济大省或财政大省利用未使用额度进行超发的空间已经不多，反而是安徽、四川等财政实力偏弱的省份有超发潜力。
- 而增加专项债额度、发行特别国债、提前使用2023年专项债额度等方式也存在相关讨论，但流程较为复杂，需要重点关注人大常委会会议及委员长会议：**（1）除了2020年特别国债是在政治局会议上首次亮相之外，其余增发建设国债或特别国债的发行流程均为“全国人大常委会委员长会议审议财政部发行特别国债议案→人大常委会听取财政部长对议案的说明→人大常委会同意议案→财政部发布增发公告”。因此，如果要增发特别国债或专项债，最快需要观察7月末8月初的全国人大常委会委员长会议；（2）虽然至今尚未有在年中调整当年新增专项债务额度的案例，但是增发专项债具有一定可行性，且流程与增发国债或特别国债相似，根据《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，地方可以根据经济形势由国务院提请全国人大常委会审批；（3）提前使用明年的专项债额度存在想象空间，也涉及一定制度突破，除此之外，发行政策性金融债作为过桥资金，或由国务院向人大常委会提请扩大2022年新增专项债额度并在未来相应调整2023年的额度，同时国务院提前下达部分明年额度用于衔接都有可能。
- 随着今年专项债发行接近尾声以及连月的增支减收，即便今年调入资金规模空前，四季度广义财政无可避免会产生财政收支缺口，其中：**（1）**一般公共财政全年或面临5700亿元左右的“减收”，但通过前文所述的非税收入、盘活往年债务额度等方式，下半年回归平衡是可能的；**（2）**政府性基金更需要弥补收支缺口，如果后续土地出让增速依然疲软，增发专项债弥补政府性基金收支差距或继续使用证金债为政府性基金分担支出压力是可能的。**
- 风险提示：疫情对经济以及财政收支的影响具有不确定性；相关数据的估计和结论可能存在偏差。测算假设变动对调入资金等测算结果变动的风险；文中涉及的增加补充资金的各类途径可能是基于市场判断，未必会发生。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
王仲尧	021-63325888*3267 wangzhongyao1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860518050001 香港证监会牌照：BQJ932

联系人

孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

人口年龄结构变迁是如何影响宏观经济指标的？	2022-07-25
聚焦数字经济监管：滴滴受到行政处罚，网络执法再下一城	2022-07-22
衰退周期与美股回调的历史镜鉴：——海外宏观一周札记 0720	2022-07-20

目 录

2022 年专项债关键词：前置、重产业项目、地域集中	4
上半年专项债基本完成发行	4
投向更加偏重产业项目	4
部分经济强省领跑	4
下半年财政增量资金从何而来？	5
流程简单、灵活性强的增量资金规模并不低	5
非税收入增长具有一定可持续性	5
盘活往年未使用的国债和专项债额度	7
增量资金的可能性需要跟踪重要会议	8
是否增加债务规模重点关注人大常委会会议及委员长会议	8
从明年借用专项债限额需要制度突破	9
如何看待下半年的财政收支缺口？	9
风险提示	10

图表目录

图 1：2022 年及历年专项债发行进度（%）	5
图 2：专项债投向（%）	5
图 3：部分省份 2022Q2 累计发行份额较 2021 年全年的变动（%）	5
图 4：专项债发行前五大省份份额合计（%）	5
图 5：历年新增专项债实际发行情况	8
图 6：部分省份已下达专项债额度提供的超发空间（亿元）	8
图 7：增发债券流程情况梳理	9
图 8：灵活资金收支缺口弥补情况（亿元）	10
图 9：2020 年各地区专项债限额与余额差（亿元）	10
 表 1：全国公共财政收入中的国有资本经营收入分项（预算数、决算数、决算-预算单位为亿元，其余为%）	6
表 2：全国国有资本经营支出中的调出科目（预算数、决算数、决算-预算单位为亿元，其余为%）	7

2022 年上半年，由于疫情冲击超预期，私人部门增长承压，政策主导的投资迅速补位，有效稳定了宏观经济大盘。然而，站在当前时点，广义财政连月减收增支、全年专项债也基本发行完毕，财政支出后续存在回落压力。在此背景下，本文将重点探讨以下两个问题，一是上半年专项债发行节奏空前，在地域和投向上有何特征，原因何在，二是下半年还有哪些补充财政资金的途径。

2022 年专项债关键词：前置、重产业项目、地域集中

上半年专项债基本完成发行

截至 2022 年 6 月，新增专项债已发行 33965 亿元，为全年额度的 93.1%（全年额度 3.65 万亿元），而 2019-2021 年同期分别为 64.5%、59.5%、27.8%，其中 6 月当月专项债发行规模达 13627 亿元（约为全年额度的 37.33%），原因在于《扎实稳住经济的一揽子政策措施》中“在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕”的要求。进入 7 月后，截至 19 日，由于剩余额度不多，2022 年第三批地方政府专项债券项目申报工作刚刚启动，发行规模仅 463 亿元。

投向更加偏重产业项目

相较于往年，今年专项债投向更偏重产业园区等符合各地中长期经济规划的产业项目，且二季度投向产业项目的比例要高于一季度，一方面第二批专项债适当扩大了专项债券支持领域，在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等 9 大领域基础上，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围，旨在加大对关键领域的投入，在推动解决总量问题的同时，把经济结构调整和高质量发展放到更加突出位置，另一方面，产业项目（部分为新基建项目）更容易产生现金流。

此外，考虑到今年多数的财政稳增长政策已经应出尽出，预计剩余约 2000 亿元的专项债额度中或将有一部分用于补充中小银行资本金，用于投资（如交通基建、新基建、新能源等）的比例会降低。中国债券信息网披露的文件显示，2021 年支持中小银行发展专项债券发行已超过计划的 2000 亿元额度，共计发放 2064 亿元。考虑到风险化解和稳增长支持的需要，今年依然有输血银行的必要，但截至 7 月 11 日中小银行发展专项债券规模远低于 2021 年全年（仅 135 亿，于今年 4 月在辽宁省发行），而根据媒体公开报道，上半年已向多省（市）分配了 1030 亿元专项债额度，更多省市专项债发行方案将于近期批准下达。

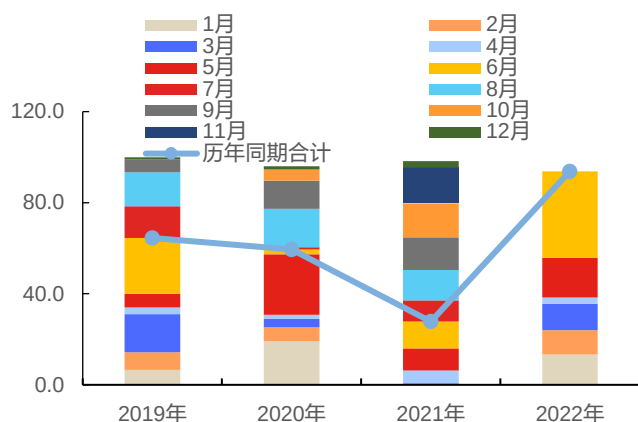
部分经济强省领跑

全年专项债发行地域集中度偏高，经济强省承担了更多专项债发行和扩大政府投资的责任。截至今年 7 月 19 日，相较于 2021 年全年（今年已基本发行完毕，因此和往年全年比较），广东、浙江、江苏、山东等经济强省（多数也是财政强省，对中央财政有净贡献）新增专项债发行占比均有上升，其中广东和浙江升幅较大，分别为 1.52、0.64 个百分点；山东和江苏升幅分别为 0.26、0.33 个百分点；福建小幅提升 0.09 个百分点；北京、上海均为下降（其中上海有近 64% 的已下达额度尚未发行，如果加上这一部分降幅会显著缩小）。此外，2022 年截至 6 月专项债发行规模前五大省份金额合计占比为 39.3%，2019-2021 全年分别为 34.6%、34.2%、36.2%，充分体现了“对成熟和重点项目多的地区予以倾斜”这一专项债额度分配原则。

值得注意的是西部省份中新疆的项目建设有望率先进入加速期。今年 5-6 月新疆专项债发行规模有明显提升，截至 7 月 19 日份额较 2021 年全年提高了 0.81 个百分点。我们认为原因可能有两方

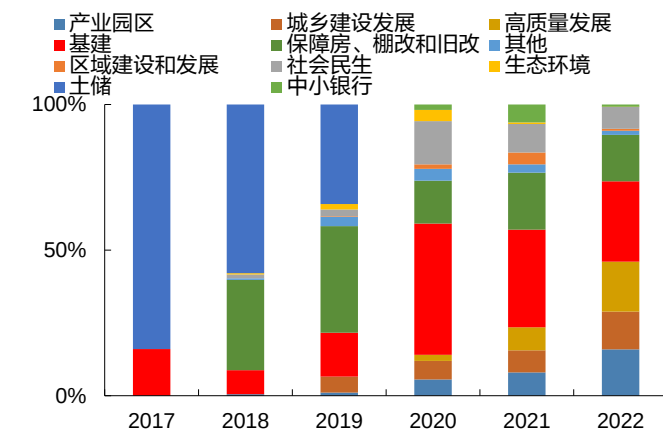
面：（1）随着“一带一路”倡议进一步推进，新疆已成为扩大对外开放、推进西部大开发的枢纽地带，有加速推进重大项目的需要；（2）相较于其它西部省份，新疆的新能源项目建设更具有紧迫性。2021年新疆原煤产量高增（增速高达18.3%，第二名为山西10.5%），采掘业用电快速增长（当地采掘业用电增速13.4%、制造业9.1%、全部工业10.3%），一定程度上导致2021年新疆是全国唯一一个同时未完成最低可再生能源电力总量消纳责任权重（各省级区域的可再生能源电量在电力消费中的占比）和最低可再生能源电力非水消纳责任权重的省份（排除水电），分别低于最低标准1.8个和0.6个百分点。由于第二批专项债将新能源项目纳入了支持范围，而新疆是第一批开工建设的风光电基地的主要选址之一，这一定程度上助推了第二批新疆专项债发行规模上量。这批工程将以就地消纳和依托存量通道输送为主，同步落实配套电网建设和消纳措施。

图1：2022年及历年专项债发行进度（%）



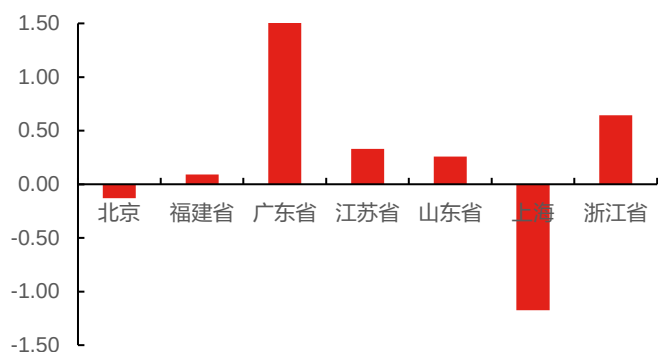
数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：当期截至2022年6月

图2：专项债投向（%）



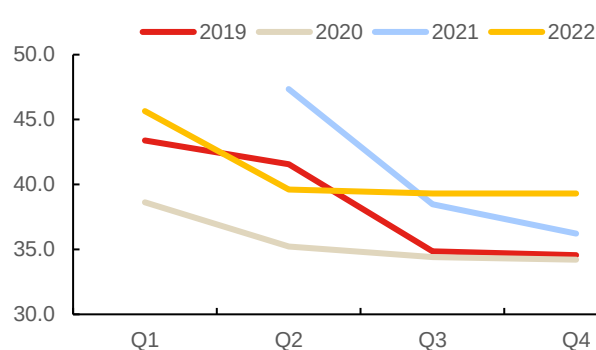
数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：2022年截至6月，其余均为全年

图3：部分省份2022Q2累计发行份额较2021年全年的变动（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图4：专项债发行前五大省份份额合计（%）



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：由于2022年二季度末专项债基本发行完毕，因此将2022年的线延长至Q4方便对比

下半年财政增量资金从何而来？

流程简单、灵活性强的增量资金规模并不低

非税收入增长具有一定可持续性

非税收入是今年上半年的亮点所在，年初有国有金融机构（主要是央行）上缴大量利润，年中有矿产资源收入（石油专项收入等）、盘活闲置资产等特殊增收，2022 年上半年非税收入累计同比多增了 3002 亿元（累计同比增速为 18%）。我们认为下半年非税收入依然有维持在高位的可能，即便不考虑矿产资源收入等特殊增收（主要源于专项收入和国有资源有偿使用收入，但这两项主动调控灵活性有限），全年合计依然可以为财政提供约 2664 亿元的收入增量（乐观情境下可达 2891 亿元）：

- （1） **国有资本经营收入可控性强，且经过两年的休养生息部分国有机构或企业今年下半年或能继续维持一定的上缴力度。**根据《政府非税收入管理办法》，非税收入可以由财政部门直接征收，无需上报人大或国务院。其中国有资本经营收入灵活性较强且规模较为可观，该项主要由央行、国有金融企业、烟草企业上缴专项等直接上缴给财政的部分组成。2019 年，为了弥补减税降费（主要为个人所得税改革）和经济下行压力导致的短收，在年初非税收入累计同比增速已经达到双位数的情况下，6 月份国有企业上缴利润及国有资源资产收入增加等进一步推动非税收入增速上行（每个季末非税上缴规模均较大，是非税收入走向重要的观察时点），10 月触顶回落，全年非税收入增速维持在 20.2%这一高位（当年中央特定金融机构和央企上缴利润 6100 亿元，拉动全国非税收入增速 13 个百分点）。而 2022 年与 2019 年类似，非税收入也已经经历了 2020 和 2021 年两年的“休养”，有望在今年发力。

假如我们按照 2019 年一般公共预算分项中的国有资本经营收入决算数与预算数的比值 1.27 作为今年特定国有金融机构和专营机构上缴利润超过预算的潜力，那么全年非税收入大约可超出预算 1755 亿元（预算数来看合计上缴 1.65 万亿，其中央行约 1 万亿，其余专营机构约 0.65 万亿元，由于央行上缴规模已经空前，暂不考虑央行的部分，0.65 万亿*（1.27-1）=1755 亿元）。需注意这里的计算是从广义财政的角度来看的，根据预算草案，今年 1.65 万亿利润上缴中仅 0.9 万亿元调入一般公共预算，因此后续的增量资金也可能用于其他支出需求。

表 1：全国公共财政收入中的国有资本经营收入分项（预算数、决算数、决算-预算单位为亿元，其余为%）

年份	预算数	决算数	决算/预算	决算数同比	决算-预算
2014	2,610	3,176	1.217	41	566.3
2015	1,300	2,560	1.969	-19.4	1,260.0
2016	750	2,602	3.469	1.6	1,852.0
2017	7,591	4,191	0.552	61.1	-3,399.8
2018	4,150	3,574	0.861	-14.7	-575.8
2019	6,070	7,721	1.272	116.0	1,650.5
2020	2,398	1,939	0.809	-74.9	-459.1
2021	—	—	—	—	—
2022E	16,500	18,255	1.27（非央行上缴部分）	—	1,755.0

数据来源：财政部，东方证券研究所 备注：2021 年一般公共预算收入决算表尚未公布，2022 年均为估计值，且实际上不全调入一般公共预算中，这里仅从广义财政的角度估算。

- （2） **此外，从广义财政角度来看由国资委管理的实体国企也能为一般公共预算提供约 909 亿元的增量调入资金。**多数由国资委管理的实体国企（含烟草）收入一般是先计入国有资本经营预算收入，再调入一般公共预算收入中的“从国有资本经营预算调入一般公共预算”科目，反映在每年公布的“使用结转结余及资金调入”中。2020 和 2021 年全国国有资本经营收入明显是“超收少支”，加上今年加大了盘活存量资产的力度，具备一定

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

的增加上缴的基础。如果按照 2018-2020 年全国国有资本经营支出中的调出科目决算数与预算数比值的平均水平 1.4 作为上缴利润超过预算的潜力（2018 年以来该值偏高可能与截至 2020 年国有资本收益上缴公共财政比例要提高到 30% 有关），大约可以提供 909 亿元的增量调入资金。如果比值为 1.5（与 2019 相近）则调入资金将提到 1136 亿元。

表 2：全国国有资本经营支出中的调出科目（预算数、决算数、决算-预算单位为亿元，其余为%）

年份	预算调出	决算调出	决算/预算	决算数同比	决算-预算
2018	677.7	884.9	1.31	44.2	207.3
2019	970.6	1458.5	1.50	64.8	487.9
2020	1370.1	1916.9	1.40	31.4	546.9
2021	——	2336.1	——	21.9	——
2022E（普通情境）	2272.1	3181.0	1.40	36.2	908.8
2022E（乐观情境）	2272.1	3408.2	1.50	45.9	1136.1

数据来源：财政部，东方证券研究所 备注：2021 年全国国有资本经营支出决算表尚未公布，该数据源于第十三届全国人民代表大会第五次会议

盘活往年未使用的国债和专项债额度

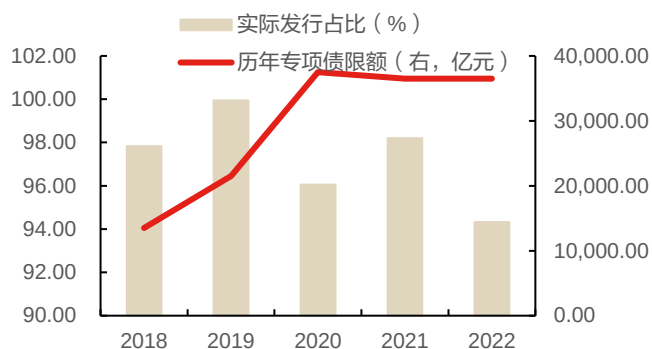
2006 年起我国参照国际通行做法，采取国债余额管理的方式管理国债发行活动。一般情况下，年度预算赤字即为当年年度新增国债限额，但只要控制当年期末国债余额不突破年末国债余额限额，实际上当年国债净融资额是可以超过中央财政赤字目标的，并且根据《中华人民共和国预算法实施条例》，国务院决定发债规模、品种和期限即可，无需再提请人大常委会批准（只有需要追加年末国债余额限额时才需要由国务院提请全国人大常委会审议批准）。2006 年至 2021 年已经累计了约 1.3 万亿的国债未发行额度，期间仅 2013 年和 2020 年超发（其中 2013 年当年中央财政赤字与预算一致，说明可能是用于补充中央预算稳定调节基金），超发规模分别为当年中央财政赤字的 1.08 和 1.09 倍；2021 年发行规模仅当年中央财政赤字的 0.85 倍，为 2012 年以来最低水平。如果我们按照 2020 年超发的比例 1.09 推算，今年超发国债还可以提供约 2385 亿元的资金。

对于地方政府来说，可以利用上年下达过但未使用的新增专项债务额度，但由于数据透明度不足，难以具体量化下半年能够提供多少增量。据 2015 年《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》中的定义，年度地方政府债务限额为“上年限额+当年新增限额”（和国债类似，还会细分一般债和专项债），而利用上年已下达但未使用专项债务额度的具体做法在《财政部关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》、《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》中均有提到，从流程上编制预算调整方案需省级人大常委会批准，与财政部沟通后由财政部下达额度方可使用。不过鲜有地区（吉林省 2021 年提过）在预算调整方案或预算方案中特别区分转结新增一般/专项债务额度和当年新增一般/专项债务额度，多数还是像今年贵州、四川等地区笼统地公布转结额度和新增额度，因此要具体量化能够为下半年带来多少增量并不容易。更何况可能有部分省份并未公布相关数据，但过去黑龙江、内蒙、新疆等省份都出现过当年专项债超发和前一年少发金额相等的情况，说明至少对部分省份来说使用去年专项债额度的优先级并不低。

在此背景下，我们假设当年总是优先全部用完上一年的专项债余额，通过每年滚动加总未使用限额的方式估算（可能会一定程度高估），那么 2019 年以来北京、上海、广东（含深圳）、江苏、福建等经济或财政大省利用未使用专项债下达额度进行超发的空间并不多，反而是安徽、四川、

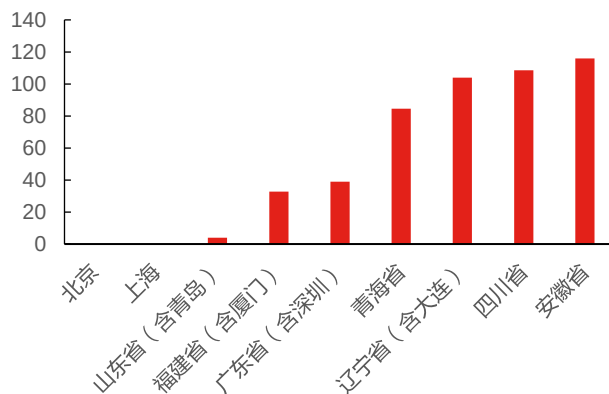
甘肃等财政实力偏弱的省份（财政实力参考 2019 年地方对全国财政净贡献）有超发潜力，根据测算，2019 年以来全国层面上有 2150 亿元的已下达专项债额度的释放潜力（如果仅参考 2021 年的话为 656 亿元）。

图 5：历年新增专项债实际发行情况



数据来源：Wind，东方证券研究所 备注：实际发行占比=当年实际发行额/当年新增专项债额度

图 6：部分省份已下达专项债额度提供的超发空间（亿元）



数据来源：各省财政预算方案，东方证券研究所 备注：仅统计了 2019 年至 2021 年少发专项债带来的超发空间

增量资金的可能性需要跟踪重要会议

是否增加债务规模重点关注人大常委会会议及委员长会议

加大盘活存量资产、土地出让收入边际上略有改善、二季度经济修复速度较快等等均指向今年发行特别国债或扩大专项债发行规模的可能性存在但有所降低。如果要增发特别国债或专项债，最快需要观察 7 月末 8 月初的全国人大常委会委员长会议，8 月中下旬人大常委会批准通过，按常规速度来看 10 月中下旬开始增发，加快落地则可能提前到 9 月中旬。除了 2020 年特别国债是在政治局会议上首次亮相之外，其余增发建设国债或特别国债的发行流程均为“全国人大常委会委员长会议审议财政部发行特别国债议案—>人大常委会听取财政部长对议案的说明—>人大常委会同意议案—>财政部发布增发公告”。从时间上来看，如果仅考虑年中人大常委会批准通过的案例，全国人大常委会委员长会议到常委会会议大约在 11-15 天，人大同意议案到财政发布增发公告（增发一般和实际发行时间不超过 2 天）一般来说需要 60 天左右，合计约 70 天，2020 年特别国债从政治局会议上提出到第一批发行也经过了大约 80 天。全国人大常委会会议一般每两个月举行一次，通常都在双月的下旬，会期约为一周。未来最近的一次人大常委会（第三十六次）大约

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_44422

