

政治局会议提及的增量工具是什么？

2022年08月01日

7月28日政治局会议提到，支持地方政府“用足用好专项债务限额”，这一提法非常新鲜，被市场理解为是下半年重要的财政增量工具。

► 专项债“剩余”额度是什么？

2014年新预算法实施，地方债务限额管理纳入预算体系，即地方政府每年举债不得突破已批准的限额。地方债务不得突破限额，具体有两个要求：

第一，每年地方债净融资额度不得突破当年**新增债务限额**；

第二，每年末累计的地方债务余额，不得超过当年**总量债务额度**。

当年财政部划定的专项债务限额，扣减地方政府实际的专项债务余额，所得剩余部分，所得部分即为**专项债“剩余”额度**。

► 专项债“剩余”额度规模几何？

今年专项债“剩余”额度规模总共有 1.3 万亿。

1.3 万亿剩余额度可以再拆分，其中 0.22 万亿是 2018 年至今地方政府未使用完毕的专项债额度；1.1 万亿是历史原因积攒的未使用额度。

按照政治局会议定调，这两笔资金都可以在今年使用。但需强调，0.22 万亿和 1.1 万亿的资金用途有所不同，我们有必要分开讨论。

► 专项债“剩余”额度如何使用？

历史上专项债“剩余”额度主要有两种用途。

其一，当年未用尽的新增债务额度，可结转至未来年份正常使用。地方政府对这部分资金用途的掌控权较高，无需再经过财政部下达额度，也无需报备人大审批。截至 2021 年末，**结转专项债额度累计达 2190 亿元**。

其二，**历史原因积攒的剩余额度 1.1 万亿**。这部分资金使用的主动权不在地方政府，且需要财政部审批。参照历史经验，这部分资金主要用于偿还隐性债务等操作，重点在于化解系统性风险。

► 地方债“剩余”额度能否高效使用？

市场担心财力雄厚的地区恰恰不需要动用这笔专项债剩余额度，而需要动用剩余额度撬动资金来源的省份，剩余额度又不够。如此一来，看似认购 1.3 万亿剩余额度，但实际能使用的额度远小于 1.3 万亿。

其实针对剩余额度跨地跳转，目前财政部已有一套机制，回收剩余额度并重新分配。历史上地区间剩余额度可以腾挪。

以 2020 年为例，财政部于年中回收了部分省份债务限额（例如河南、宁夏），并且向其他省份下达了特殊再融资债额度（例如新疆、陕西）。

政治局会议既然已经强调“用好用足专项债务限额”，跨地调节或许不是硬约束。

► “用足用好专项债务限额”的两点理解

第一，增扩今年专项债额度，亦或在三季度提前下达 2023 年专项债额度，这两种方法涉及复杂的财政机制，使用剩余额度或是更为合意的政策选择。

第二，参考历史经验，1.1 万亿专项债务限额，或更多用于化解系统性风险，或为近期地产保交付、保民生领域赋能。纯粹投向地方基建项目投资的概率较小。

► **风险提示**：疫情发展超预期，地产政策超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

相关研究

- 1.宏观事件点评：PMI 大幅下滑？经济没那么糟-2022/07/31
- 2.政治局会议点评：政治局会议的四个求稳信号-2022/07/29
- 3.美联储 7 月会议为什么偏鸽？——美联储 7 月议息会议点评-2022/07/28
- 4.宏观专题研究：美国企业债务风险评估-2022/07/27
- 5.宏观专题研究：客观理解当下中国地产问题-2022/07/26

目录

前言	3
1 专项债“剩余”额度是什么？	3
2 专项债“剩余”额度规模几何？	4
3 地方债“剩余”额度如何使用？	5
4 地方债“剩余”额度能否高效使用？	7
5 “用足用好专项债务限额”的两点理解	8
6 风险提示	10
插图目录	11

前言

7月28日政治局会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足。

弥补社会需求不足，需要更多增量政策工具。后续增量工具方面，政治局会议提到了三个要点：第一，货币政策“保持流动性合理充裕”；第二，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金；第三，支持地方政府用足用好专项债务限额。

截至今年6月底，年度的新增专项债限额仅剩0.2万亿，存量专项债“剩余”限额仍有1.3万亿。

政治局会议“用足用好专项债务限额”提法非常新鲜。1.3万亿专项债剩余空间，能否灵活腾转，成为下半年重要的增量政策工具，为下半年财政赋能？市场对此颇为关注。

本文重点阐述所谓专项债“剩余”限额是什么，如何推导得到相应规模，并进一步梳理历史上专项债“剩余”限额的使用案例，以此为基础，展望1.3万亿专项债“剩余”限额可能的使用方法。

1 专项债“剩余”额度是什么？

2014年新预算法实施，地方债务限额管理纳入预算体系。地方政府举债不得突破已批准的限额。

地方债务不得突破限额，具体有两个要求：第一，每年净融资的地方债额度不得突破当年新增债务限额；第二，每年年末累计的地方债务额度，不得超过当年总量债务额度。

我们可以举例说明这两大限额要求。

2021年年底，按照限额规定，中国地方政府专项债限额18.2万亿。2022年新增债务限额3.65万亿，推导可得2022年专项债限额为21.85万亿（18.2万亿加上3.65万亿）。

我们再以一般性框架理解债务存量限额和新增债务限额的关系。

假设 t 年存量债务限额是 A 亿元， $(t+1)$ 年新增债务限额是 a 亿元，那么 $(t+1)$ 年存量债务限额就是 $(A+a)$ 亿元。

$(t+1)$ 面临两个限额规定。第一，当年新增债务发行量不能超过 a 亿元。即发行的债务扣减到期债务之后，新增债务融资量不得超过 a 亿元。第二，当年年底，总共的债务余量不得超过 $(A+a)$ 亿元。

实际可见两种情况，地方政府实际拥有的债务余额低于存量债务限额。

情况一，某些年份地方政府实际债务融资小于新增限额。

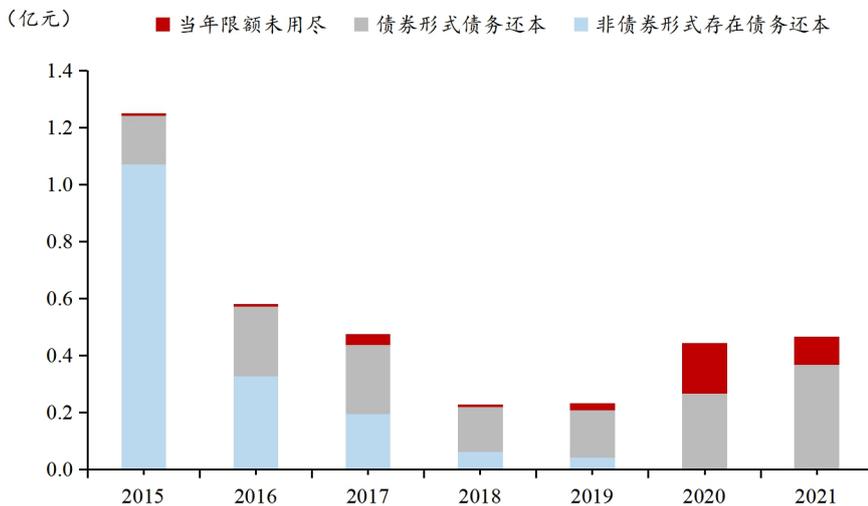
例如可以净融资 a 亿元，但实际融资是 b 亿元 (b 小于 a)。最终当年实际债务余额为 (A+b) 亿元，小于 (A+a) 亿元。

情况二，某些年份财政为降低债务负担，主动用财政资金还本。

例如当前新增债券融资 a 亿元，但同时财政部用多余税收或土地出让收入，用于偿还 c 亿元债务本金。当年最终债务存量的余额为 (A+a-c) 亿元，小于 (A+a) 这一限额。

为便于表述，下文我们将地方政府存量限额扣减实际的债务余额，所得差额称为“剩余”额度。

图 1：地方债务“限额-余额”有两种形成方式



资料来源：wind，民生证券研究院

2 专项债“剩余”额度规模几何？

从直观数据上看，截至 2022 年 6 月底，专项债“剩余”限额尚有 1.6 万亿使用空间。2022 年 6 月底，专项债务限额 21.8 万亿，实际专项债务余额 20.3 万亿，专项债剩余限额达到 1.6 万亿。

细拆这 1.6 万亿，其中 0.25 万亿是今年还未使用的新增专项债额度，有 0.22 万亿是 2018 年以来未用尽的专项债额度，还有 1.1 万亿主要是历年债务还本时留出的额度。

今年下半年真正能够额外动用的是 1.3 万亿左右的额度剩余 (1.6 万亿减去 0.25 万亿)。

图 2：截至 2022 年 6 月底，专项债“剩余”额度有 1.6 万亿


资料来源：财政部，民生证券研究院

3 地方债“剩余”额度如何使用？

回顾历史，历史上专项债“剩余”额度主要有两种用途。

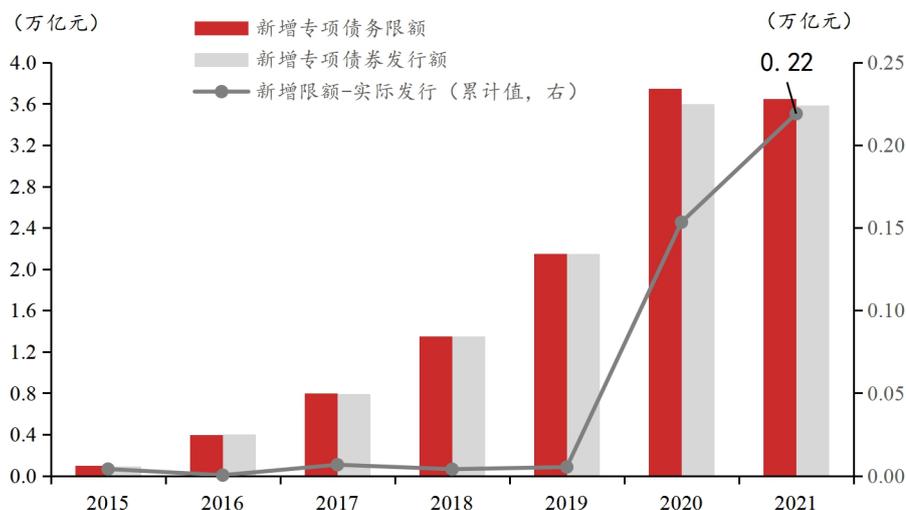
其一，当年未用尽的新增债务额度，可结转至未来年份使用。

以 2020 年为例。当年专项债新增限额 3.75 万亿，2020 年实际发行仅 3.6 万亿，剩余的 1534 亿元直接结转至 2021 年使用¹。

若往年专项债新增限额高于实际发行额度，都可以累计结转至后续年份发行。地方政府对这部分资金用途的掌控权较高，无需另外经过财政部下达额度，也无需报备人大审批。

经测算，截至 2021 年末，历史上形成的结转专项债额度累计达 2190 亿元。这部分额度可以直接在 2022 年直接使用。

¹ 2021 年 12 月地方政府债券发行情况 (mof.gov.cn)，提到 1—12 月，各地已组织发行新增地方政府专项债券 35844 亿元（含 2020 年新增专项债券结转额度 1494 亿元）。

图 3：2021 年末，专项债历年未用尽新增额度达 0.22 万亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

其二，经财政部审批，剩余额度可用于发行特殊再融资债。

地方政府再融资债一般用于偿还地方政府到期债务（即到期的政府债券），不会新增地方债务余额。

2020 年 12 月开始，部分再融资债的资金用途发生改变，从原来的“偿还债券本金”转变为“偿还存量债务”，此处的“存量债务”，具体指代 2015 年以来地方形成的隐性债务。

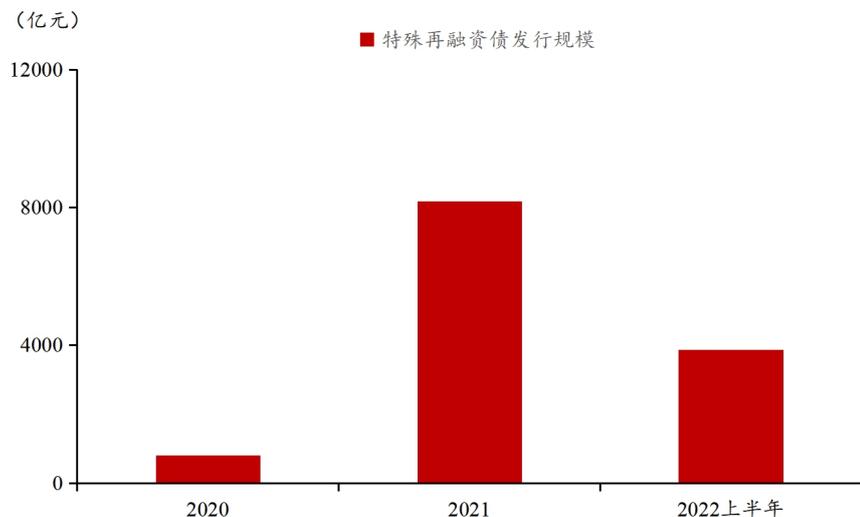
政策支持发行特殊再融资债偿还隐债，一方面是想缓解部分财力紧张建制县的隐债偿付压力，另一方面则想要帮助北京、广州、上海等财力实力较强的省市化解隐性债务，从而有序推进全域无隐债试点。

然而，2015 年以后形成的隐性债务并不纳入地方预算管理，也就没有匡算在政府债务余额限额中。发行这种特殊再融资债，实质上是将原不由地方政府偿还的债务明确认定由政府偿还，必然会让地方债务余额净增。而净增的这部分额度，便来源于以往年度形成的剩余债务额度。

流程上来看，这种特殊再融资债额度需要由中央财政部下达到各省，才能发行，地方政府并不具备自主发行的权力。

经测算，2020 年末发行该类特殊再融资债约 805 亿，2021 年全年发行该类债券约 8170 亿元。今年 2022 年 1-6 月该类债券或发行 3865 亿元，后续月份可能会进一步发行该类再融资债。

图 4：2020 年底开始发行用于置换隐性债务的特殊再融资债



资料来源：财政部，民生证券研究院测算

4 地方债“剩余”额度能否高效使用？

专项债剩余限额仍有 1.3 万亿，我们预计这部分资金有两处用途。

第一，0.22 万亿为历史专项债剩余额度，地方政府可自主发行。

根据历史经验，使用往年结转的新增专项债额度，无需财政部、人大审批，地方政府可以自主使用。需要明确的是，今年 3 月央行公布信息，去年有 1200 亿未用完专项债限额，已经明确其用途为补充中小银行资本金²。

第二，剩余 1.1 万亿，参考历史经验可以用作特殊再融资债。

按照以往经验，2015 年-2016 年那段时期留下的专项债剩余额度，可以用来发行特殊再融资债，用于偿还既有隐性债务。

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_44701

