



孙彬彬：专项债怎么了？



意见领袖 | 孙彬彬 许锐翔



策略展望：

11月专项债发行仍然略低于预期，按照目前节奏外推，全年额度大概只能按照95%左右完成，这和2015年、2020年类似，也算八九不离十。

为什么专项债仍然发行缓慢？还是项目进度的问题。换言之，发行诉求和用途之间存在一定的衔接问题，这也是财政部出台专项债用途调整操作指引的直接原因。

从梳理的专项债资金使用问题来看，资金闲置、使用效率不高的情况仍然客观存在。如果能够有效地解决专项债资金闲置和投向不合规问题，那么将能够推动更多资金流向基建项目并形成实物工作量。

当然，专项债资金用途中在建工程占比较高的问题也较为突出。在建工程占比高说明，一方面新增项目有难度，另一方面存量项目有困难。这会导致新增专项债对于拉动基建投资的作用打折扣，客观上也会影响额度申报和最终发行速度。

在目前总体政策背景下，国内经济“滞”的因素仍难以得到根本上解决，财政等政策会逐步加码，但政策效果仍然迟缓，这一状况下货币政策将继续稳字当头，央行仍会保持流动性合理充裕。

我们还是强调，按照宏观图景，债券市场仍可保持一份乐观，因为货币政策仍然存在进一步展现积极姿态的可能。当然市场也需要保留一份审慎，目前政策利率维持不变的情况下，10年国债利率将继续贴近2.95%的1年期MLF利率波动。市场将再度回到，比上不足比下有余的状态。

市场点评与展望：专项债怎么了？

经济下行压力在加大，专项债发行进度还是低于预期，市场关注政策重心与稳增长的力度。上周，财政部印发《地方政府专项债券用途调整操作指引》，是否意有所指？对此我们点评如下：

1.1. 专项债发行观察

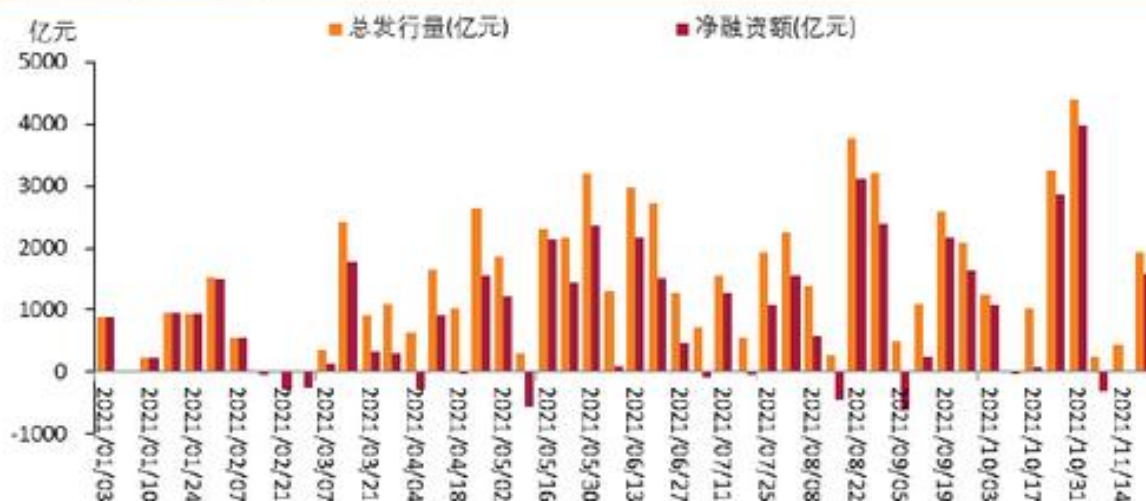
11月以来新增专项债发行规模（含发行计划）约为1772亿元，发行速度较过去三个月有所回落。

截至10月底，全年新增专项债累计发行29072亿元（含2020年新

增专项债券结转额度 1494 亿元，主要是用于补充中小银行资本金)，进度约为 76.5%，11、12 月剩余额度约为 8922 亿元。

按照目前的发行进度，似乎看不出在 11 月底前全部发行完毕的迹象。

图 1：地方债发行规模（周度）



资料来源：Wind，天风证券研究所

这个问题怎么看？

经全国人大批准，2021 年预算安排新增地方政府债务限额 44700 亿元，其中一般债务限额 8200 亿元，专项债务限额 36500 亿元。经国务院批准，财政部已下达 2021 年新增地方政府债务限额 42676 亿元，其中一般债务限额 8000 亿元，专项债务限额 34676 亿元。

7 月 30 日政治局会议明确“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量”。10 月 22 日财政部明确表示：

“2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，持续发挥专项债

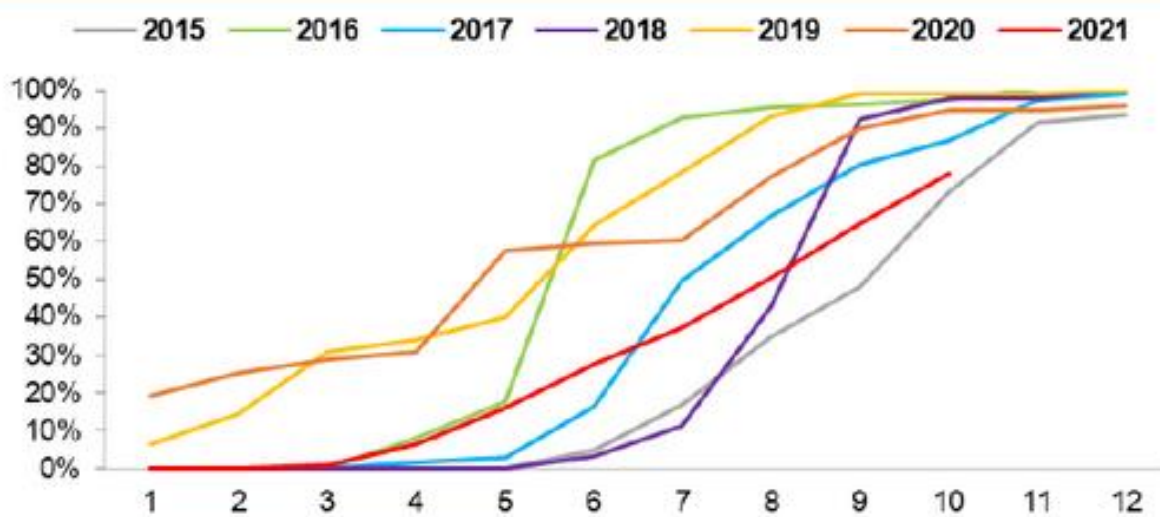
券对地方经济社会发展的积极作用”。

我们在前期报告《如何看待专项债加速发行的影响？》所指出的：历史经验表明，只要政策端表明态度，地方政府总是有足够意愿和能力赶在规定时间前完成专项债发行任务。

结合此前新增专项债的单周发行节奏（单周发行规模最高为 3000 亿元），理论上 11 月新增专项债发行规模约为 5000 亿元，12 月约为 3900 亿元。如果这样，后续发行会比较集中。

当然也有可能全年额度发到 95%左右，类似 2015 年和 2020 年，这样目前的发行节奏可能延续到年底。

图 2：新增专项债发行进度



资料来源：Wind，天风证券研究所

今年额度基本发完，后续如何安排？关键在于明年额度和提前批发行情况。

明年新增专项债额度取决于稳增长压力。就如团队前期报告《地产向下、利率向?》所指出的,在房地产严监管以及房地产销售、投资下滑的影响之下,明年GDP保5%压力较大,特别是明年上半年。由于明年稳增长压力相较于今年更高,财政发力和基建投资托底经济的必要性提升,因而我们判断新增专项债额度不会显著低于今年,预计可能还在3.5万亿附近。

图3: 新增专项债额度



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2018年12月29日,第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议决定:在2019年3月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前,授权国务院提前下达2019年地方政府新增一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元,合计13900亿元(这批新增地方政府债最早在2019年1月发行);授权国务院在2019年以后年度,在当年新增地方政府债务限额的60%以内,提前下达下一年度新增地方政府债务限额(包

括一般债务限额和专项债务限额)。授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。

2019 年 11 月 27 日，财政部提前下达 2020 年第一批新增专项债务限额 1 万亿元，并且最早在 2020 年 1 月 2 日开始发行。

2021 年提前批专项债额度在 3 月下达，相对过往几年相对较晚。

考虑到明年（特别是上半年）的稳增长压力较大以及今年发改委相较于往年更早地要求地方上报专项债项目（较往年提前了近两个月的时间），以争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量。我们判断明年专项债额度仍有提前下达的可能。额度保守估计可能在 5000-1 万亿之间。

表 1：历年地方上报专项债项目时间

时间	相关内容
2019	9 月 17 日，记者从多位业内知情人士处获悉，为了落实国务院稳投资的要求，地方上报了 2020 年专项债部分新增项目。目前，国家发展改革委正在对上报的可以提前使用并可见效的项目进行摸底，明确这些项目是否符合作为实物工作量要求、能不能作为资本金、是否重大项目等条件。 ⁷
2020	9 月 16 日，国家发展改革委在线上召开 9 月份例行新闻发布会，新闻发言人孟玮称国家发改委将组织做好 2021 年中央预算内投资计划编制工作，及早谋划做好明年专项债券项目准备工作。 ⁸
2021	21 世纪经济报道记者独家报道，国家发改委 7 月初向地方下发通知，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作。各地要在 10 月底前将一批符合条件、已完成前期工作的项目录入重大项目库，确保这批项目具备尽快开工建设的条件 ⁹ 。

资料来源：发改委，天风证券研究所

1.2. 还有多少专项债资金被闲置？

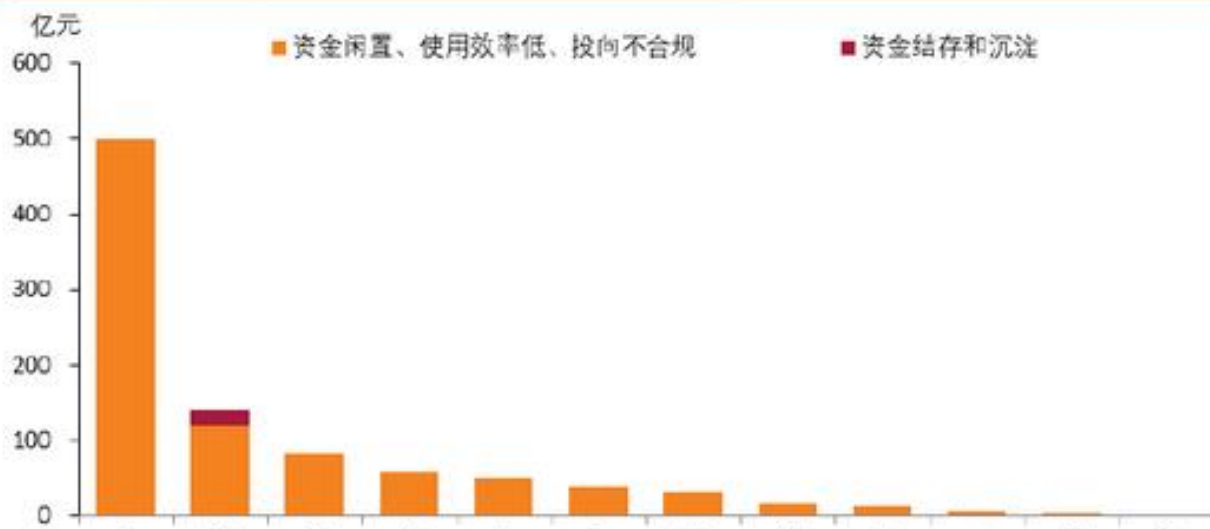
从 2020 年中央审计工作报告来看，审计的 55 个地区专项债余额 1.27

万亿元中有 413.21 亿元（占 3.25%）未严格按用途使用。2019 年中央审计工作报告则显示有 503.67 亿元新增专项债券资金未使用，约占 2019 年新增专项债额度的 2.34%。

按照 2020 年各地方审计工作报告的不完全统计，资金闲置、使用效率低或投向不合规的专项债资金规模约为 926 亿元，资金结存和沉淀规模约为 21 亿元，合计 947 亿元，约占 2020 年新增专项债额度的 2.5%。

从上述数据来看，似乎专项债资金闲置、使用效率低以及投向不合规问题并不严重，但事实真的如此吗？我们可以从其他地方寻找线索。

图 4：2020 年各地方审计工作报告中专项债资金使用存在问题



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_29525

