



张瑜：专项债“断层”影响 稳基建吗？



意见领袖 | 张瑜、高拓



一、专项债“断层”影响稳基建吗？

如果 Q1 财政是一脚油，聚焦基建提速；Q2 财政就是两手抓，还要两不误：既要稳基建高增，又要保退税到位。

后者路径相对清晰。主要依靠央行加快向中央财政上缴结存利润+中央财政加大转移支付力度。Q2 近万亿退税任务半月已完成近半，明显快于序时进度。

前者困难似乎较大。近期新增专项债出现“断层”，市场担心 Q2 财政稳基建力有不逮。一是发行断层：4 月前三周仅发行约 300 亿（Q1 月均超 4000 亿）；二是计划断层：各地 Q2 计划合计仅约 3000 亿（同比降约 7000 亿）；三是进度断层：4 月 12 日国新办吹风会要求“对 2021 年 12

月提前下达的额度，力争在今年 5 月底前发行完毕”，按此倒算 4~5 月合计仅需发行约 2000 亿，仅需完成提前批进度的 14%(Q1 发行 1.25 万亿，完成 86%)。

我们认为，即便 Q2 新增专项债仅发 3000 亿，稳基建力度也不会明显下滑；若后续发行加速，稳基建力度或超 Q1。仍分“不缺钱”和“不缺项目”来看：

为什么说仍“不缺钱”？去年结转和 Q1 已发行但未拨付使用的专项债仍可持续形成支出，同比增量或超 5000 亿、接近 Q1。专项债并非“即发即用”，稳基建力度要看实际形成支出，需经发行、拨付、使用三个步骤，全程约 3-5 个月。我们测算即便 Q2 新增专项债发行 3000 亿，实际形成支出同比增量仍超 5000 亿，同比增幅 75%；若 Q2 新增专项债发行超 7000 亿，实际形成支出同比增量将高于 Q1。

“不缺钱”后续还需关注城投融资政策边际变化，关乎基建增速上行空间。

为什么说仍“不缺项目”？两组数字基本能说明问题：1、截至 4 月 15 日，国家发改委共审批核准固定资产投资项目 32 个，总投资 5200 亿，而去年上半年不到 2500 亿。4 月 20 日国常会指出，对三个核电新建机组项目予以核准，对应核准 6 台机组，为 2008 年来首次，涉及总投资 1200 亿。同时，“十四五”102 项重大工程实施有力有序推进；2、从建筑央企订单寻找微观验证，中铁 Q1 基建业务新签合同额同比增 94%，创 2013

年来新高，佐证基建项目需求。

“不缺项目”后续需关注两个变化：1、疫情对开工率的影响：Q1 专项债投向项目开工率仅 75%，而 2020 年同期的基建大省山东为 95%，Q2 仍有提升空间；2、“合理扩大专项债券使用范围”的演绎。

二、3 月财政数据点评

收入端，增幅回落较大、税收同比负增，个税基数效应是主因；地产相关税边际企稳；外贸相关税验证进口同比转负，支持出口力度有所回落。

支出端，靠前发力延续，进度快于去年同期，民生基建拉动均衡。

广义财政方面，政府性基金收入仍受卖地收入拖累，但边际有所企稳。我们认为当下因城施策已入加码放松期，全年卖地收入正增目标要求 Q2 楼市预期明显回暖，卖地收入增速下半年或快速回升；政府性基金支出依然高增，体现专项债对冲卖地下行；广义财政收入累计同比虽降至零增长，广义财政支出累计同比仍升至 16%，创 2019 年 5 月以来新高。

风险提示：

稳增长政策不及预期，专项债发行节奏超预期。

专项债“断层”影响基建吗？

如果 Q1 财政是一脚油，聚焦基建提速（支出进度近年新高、专项债发行进度历史新高）；Q2 财政就是两手抓，还要两不误：既要稳基建高增，

又要保退税到位。

后者路径相对清晰。主要依靠央行加快向中央财政上缴结存利润（截至4月中旬已上缴6000亿，全年将上缴11000多亿，视退税需要及时拨付）+中央财政加大转移支付力度（全年1.5万亿退税中，中央财政负担超1.36万亿；已下达支持小微企业留抵退税专项资金4000亿）。Q2近1万亿退税任务半月已完成近半，明显快于序时进度[1]。

前者困难似乎较大。近期新增专项债出现“断层”，市场担心Q2财政稳基建力有不逮。一是发行断层：4月前三周仅发行约300亿（Q1月均超4000亿）；二是计划断层：各地Q2计划合计仅约3000亿（同比降约7000亿）；三是进度断层：4月12日国新办吹风会要求“对2021年12月提前下达的额度，力争在今年5月底前发行完毕”，按此倒算4~5月合计仅需发行约2000亿，仅需完成提前批进度的14%（Q1发行1.25万亿，完成86%）。

我们认为，即便Q2新增专项债仅发3000亿，稳基建力度也不会明显下滑；若后续发行加速，稳基建力度或超Q1。仍分“不缺钱”和“不缺项目”来看：

为什么说仍“不缺钱”？去年结转和Q1已发行但未拨付使用的专项债仍可持续形成支出，同比增量仍可超5000亿、接近Q1。专项债并非“即发即用”，稳基建力度要看实际形成支出，需经发行、拨付、使用三个步骤，全程约3-5个月[2]。以Q1为例，新增专项债拨付占发行比例不足7

成[3]；使用占拨付比例虽未披露，考虑到财政部对拨付后使用情况的掌控较弱[4]，也难超 7 成。按上述比例，假设去年结转约 1.5 万亿专项债 1-5 月平均形成支出，Q1 已发行未拨付使用的部分大部分在 Q2 形成支出，我们测算即便 Q2 新增专项债发行 3000 亿，实际形成支出同比增量仍超 5000 亿（高于 2020 年同期，接近 Q1 的约 7000 亿），同比增幅 75%（接近 Q1 的 87%）；若 Q2 新增专项债发行超 7000 亿，实际形成支出同比增量将高于 Q1。

“不缺钱”后续还需关注城投融资政策边际变化，或进一步打开基建增速上行空间。我们在《打开重大项目的基建黑箱》中指出，历史上城投债务增速和基建增速亦步亦趋，意味着若隐债监管不松，上半年乃至全年双位数基建增速难现；4 月 18 日，央行外管局 23 条要求“保障融资平台公司合理融资需求”，再现 2018 年 10 月国办发 101 号文和 2019 年 5 月国办函 40 号文相关放松表述。后续需关注城投融资政策是否出现实质性松动，或进一步打开基建增速上行空间。

为什么说仍“不缺项目”？两组数字基本能说明问题：1、发改委项目审核项目总投资额反映中央稳投资意愿，历史上和基建增速对应较好。截至 4 月 15 日，国家发改委共审批核准固定资产投资项目 32 个，总投资 5200 亿，而去年上半年不到 2500 亿；4 月 20 日国常会指出，对三个核电新建机组项目予以核准，据第一财经报道，每个新建机组项目涉及两台核电机组，一次核准 6 台机组为 2008 年来首次，涉及总投资 1200 亿。同时，

“十四五” 102 项重大工程实施有力有序推进：3 月底发改委召开联席会议，要求“加快在建项目建设，尽快形成实物工作量”；4 月 11 日总理座谈会要求“（专项债发行使用、重点项目开工建设）上半年要大头落地，形成更多实物工作量”。2、从建筑央企订单寻找微观验证，中铁 Q1 基建业务新签合同额同比增 94%，创 2013 年来新高，佐证基建项目需求。

“不缺项目”后续需关注两个变化：1、疫情对开工率的影响。Q1 专项债投向项目开工率仅 75%，而 2020 年同期的基建大省山东为 95%，Q2 仍有提升空间；2、“合理扩大专项债券使用范围”的演绎。一方面需留意后续专项债投向基建比重继续下降（1~3 月 71%→65%→60%），另一方面可关注三大新投向的投资增量：一是加大惠民生、解民忧等领域投资（指导地方将城市管网建设、水利等重点领域项目作为补报重点）；二是支持增后劲、上水平项目建设（主要是围绕新基建等加大支持力度，对应 4 月 13 日国常会提出的将消费相关基础设施建设纳入专项债支持范围，以投资带消费）；三是推动补短板、强弱项项目建设（全面推进乡村振兴、将粮食仓储物流设施作为专项债券支持重点）。

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_40711

