



专项债反思与展望：投哪了？ 有啥问题？ 明年如何？



【财新网】（专栏作家 罗志恒）中央经济工作会议提出“积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。要保证财政支出强度，加快支出进度”“政策发力适当靠前”“适度超前开展基础设施投资”，同时提出“坚决遏制新增地方政府隐性债务。”意味着明年的财政支出力度不小，提振了市场对基建增速的预期，但同时隐含着赤字率上升。

作为基建投资的资金来源之一，专项债是近年来补短板、调结构、稳投资的重要发力点。今年新增专项债额度为 3.65 万亿，虽低于去年，但仍处于高位。下半年以来，专项债逐渐提速，但基建投资却一直“托而不举”。今年专项债发行为何偏慢？专项债券资金在使用过程中存在哪些问题？在新增额度不低的背景下专项债为何没有托起基建？明年新增专项债能否拉动基建投资快速增长？

（一）今年以来专项债发行概况

1、发行情况：新增偏慢、再融资放量

受上半年稳增长压力不大、未提前下达额度、专项债项目监管趋严的影响，前慢后快成为今年新增专项债发行的最大特征。截至 11 月底，新增专项债累计发行 34833 亿元，剔除 2020 年结转用于支持中小银行的新增额度 1494 亿元，为 33339 亿元，占全年新增额度的 91.3%，12 月剩余额度为 3161 亿元，新增专项债发行进入收官阶段。前 7 月新增专项债发行偏慢，1-7 月共发行 14546 亿元，发行进度为 35.7%，低于 2019 年和 2020 年同期的 78.5%和 62.9%。7 月 30 日，政治局会议提出“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”，新增专项债开始提速，每月发行量在 4800 亿-5800 亿元之间。

随着之前发行的债券逐渐到期，再融资专项债发行量增加。由于中国自 2015 年开始发行专项债，发行期限一般为 5-15 年，专项债再融资压力自 2020 年开始体现。今年再融资专项债发行量猛增，1-11 月再融资专项债累计发行 11584 亿元，是去年同期的 2.4 倍。

2、区域分布：广东、山东、浙江三省超 2000 亿元

广东、山东、浙江新增专项债发行规模靠前，均超过 2000 亿元。新增债务额度主要由地区财力、重大项目以及债务风险三个因素决定。广东、山东、浙江等省份不仅综合财力强劲、偿债压力较小，而且区域内重大项目集中，如广东的粤港澳大湾区建设等，获批的额度多，发行量自然靠前。截至 11 月 30 日，广东、山东、浙江三省新增专项债发行量分别为 3697 亿元、3065 亿元和 2235 亿元，占地方新增专项债发行总额的 25.8%。相对而言，宁夏、西藏、青海三省综合财力较弱，2020 年综合财力排名在 31 个省份包揽倒数前三名，分配到的新增专项债额度少，1-11 月三省新增专项债发行量均不超过 60 亿元，其中宁夏尚未发行新增专项债。

3、资金投向：向国家重大战略、两新一重领域倾斜

今年以来，新增专项债向两新一重、民生领域倾斜，重点支持国家重大战略项目，投向基建的比重有所下降。1-11 月新增专项债主要投向基础

设施 (27.7%)、棚改和老旧小区改造 (12.1%)、产业园区 (11.4%)、社会事业 (10.9%)、城乡建设 (6.7%)、支持中小银行发展 (4.6%) 和国家重大战略 (3.3%)。在政策导向下,今年专项债主要投向新型基础设施建设 (6.6%)、新型城镇化建设 (5.5%)、重大工程建设 (21.1%) 等两新一重领域,重点支持京津冀协同发展、长三角一体化发展以及黄河流域高质量发展等国家重大战略项目 (3.3%),投向基建的比重有所下降。1-11 月新增专项债投向基建 (包含基础设施、产业园区和城乡建设,宽口径) 的占比为 45.8%,而 2020 年为 55%左右。

(二) 专项债发行偏慢的三大原因

上半年新增专项债发行进度缓慢,表面看是受到提前批额度下达较晚、专项债项目监管趋严的影响,更深层的原因是稳增长压力不大背景下,地方政府急于发行专项债的必要性下降。

一是经济运行呈恢复性增长,稳增长压力不大。上半年 GDP 同比增长 12.7%,其中二季度 GDP 同比增长 7.9%,两年平均增速为 5.5%,较一季度加快 0.5 个百分点,其他相关指标也呈现出稳步恢复的态势。在此背景下,以基建投资对冲宏观经济下行的必要性下降,地方政府不急于发行专项债。

二是提前下达额度较晚,整体发行节奏后移。自 2018 年开始,国务院可在两会前提前下达下一年新增地方政府债务限额。2019 年、2020 年提前批额度分别于 2018 年 12 月、2019 年 11 月下达,而 2021 年提前批

额度于今年 3 月份才下达，导致今年专项债发行整体较往年推迟一个季度左右。今年一季度共发行新增专项债 264 亿元，发行进度仅为 0.7%，2019 年和 2020 年同期发行进度分别为 31.0%和 30.1%。

三是专项债项目审核趋严。财政部在 2020 年 7 月发文要求，对专项债券实行穿透式、全过程监控，层层压实相关主体责任，确保项目质量，提高债券资金使用绩效，决不能乱花钱。地方相关部门对专项债项目采取现场汇报、集中审核的方式，对项目推进情况、资金使用计划、收益与融资平衡情况等方面重点加强审核。

（一）专项债发力并不意味着基建反弹

专项债作为政府发力基建的重要手段，一直被寄予厚望。但从数据上看，新增专项债似乎对基建的拉动作用不大。今年 8 月以来，新增专项债放量发行，但基建投资一直呈托而不举状态。1-10 月，基建投资增速两年平均增长 1.9%，较 1-9 月回落 0.1 个百分点。拉长时间来看也是如此。2004 年至 2017 年，基建投资一直是经济增长的重要拉动项，增速中枢达到 21.5%，2018 年后基建投资增速逐步下台阶，中枢仅有 3.4%。但与此相反，专项债自 2018 年以来持续扩容，2018 年-2021 年新增专项债分别为 1.35 万亿、2.15 万亿、3.75 万亿和 3.65 万亿，但似乎并没有起到托底基建的作用。

从基建投资的资金来源看，专项债发行与基建投资增速产生“背离”的原因：

一是基建资金主要来自于城投平台相关融资，过去基建高速增长主要依靠城投平台债务扩张拉动。基建投资的资金来源主要包括自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、利用外资和其他资金五个部分，2020年各资金来源占比分别为54.7%、21.1%、13.4%、0.2%和10.6%。其中，占比最大的自筹资金主要来自于城投平台的城投债、PPP和非标等。从数据上看，基建投资周期与城投平台债务扩张周期表现出了高度同步性，自2004年以来二者的相关系数高达0.84。

2018年以来，城投融资迎来严监管，基建投资增速下台阶。早在2014年10月，国务院在《关于加强地方政府性债务管理的意见》（简称“43号文”）中就明确要剥离融资平台公司的政府融资职能。2018年城投平台迎来最严监管之年，中央密集发布了《关于防范化解地方政府隐性债务风险的意见》、《关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》、《地方政府隐性债务统计监测工作指引》、《地方全口径债务清查统计填报说明》、《政府隐性债务认定细则》等系列文件，从政策纲领、到问责办法、再到化债指引，形成一套自上而下的防范隐性债务准则，打破地方政府对城投平台融资的隐性担保。同时，央行等四部门联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）抑制通道业务、打压非标，从资金源头上限制城投平台融资。2018年之后，城投平台的债务扩张开始放缓，对基建投资的支持力度下降。

二是今年以来隐性债务监管趋严，城投平台相关的融资受到限制，专

项债成为基建投资的主要发力点，但带动效应有限。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，明确把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩。随后证监会、交易商协会等监管部门开始先后下发文件以加强对隐形债务的监管，城投平台的信贷、债券、非标等融资渠道均受到一定的收紧。1-11月，城投债净融资17933亿元，较去年同期回落5.9%，其中5月城投债净融资为-594亿元，创2018年6月以来的新低。截至10月底，非标存量为19.1万亿元，同比下降12.5%。在此背景下，专项债成为基建的主要发力点，但新增专项债额度为3.65万亿，按照45.8%投向基建的比例来看，实际可为基建投资提供的资金规模大概为1.7万亿，相较于2020年18.8万亿的基建总规模而言，不足十分之一。短期之内，专项债难以取代城投平台成为基建的主要资金来源。

（二）专项债资金使用过程中存在较多问题

专项债券资金在使用过程中存在资金闲置、使用效率低和投向不合规等问题。一直以来，地方政府专项债存在重发行、轻管理的问题，对债券资金发行后的使用缺乏监督。今年6月7日，《国务院关于2020年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出，至2020年底，审计的55个地区有413.21亿元未严格按用途使用，占地区专项债余额的3.25%，其中5个地区将204.67亿元投向无收益或年收入不足本息支出的项目。

今年7月以来，各地也陆续发布2020年度省级预算执行和其他财政

收支的审计工作报告，披露了 2020 年其专项债使用存在的问题，主要包括三个方面：

一是资金长期闲置。部分项目由于前期论证不充分、规划设计和方案不合理等，导致债券资金长期闲置在国库或者项目单位，最长闲置时间甚至超过 2 年，未及时形成实物工作量。（山东、上海、湖北等）

二是资金使用效率低下。部分专项债券项目实际小于预期收益，未达到资金平衡方案要求。（江苏、天津等）

三是资金使用不规范。部分地区将专项债资金用于发放人员工资、差旅费等经常性支出，或者出借给乡镇、企业等周转，甚至用于购买理财产品或其他项目建设等。（山东、湖北、江苏等）

（三）专项债虽不计入赤字，实际增加了地方债务风险

为了实现隐性债务显性化、有效防范地方政府债务风险，近年来地方债的发行规模增长较快。尤其是 2018 年以来，为了应对国内外不确定因素叠加给经济带来的下行压力，不纳入赤字专项债务大幅增加，在地方债

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_31146

