

## 如何看专项债发力空间

### ——财政系列报告之九

宏观动态

#### 要点

◆ **财政加力提效、落实落细值得期待，近期市场对专项债增发的空间关注较多。根据现有规定，专项债限额和余额之差可以增发。**财政部财预〔2017〕89号文件显示地方政府可以通过动用限额和余额之间的差额增发专项债，但需要在当年9月底前上报财政部备案，且不能投向土地储备和地方政府收费公路；经验显示，在实际的专项债发行过程中，有些年份要高于预算额度，有些年份要低于预算额度，如2016年和2018年实际发行额度比预算发行额度高1%，而2017年实际发行额度比预算发行额度低4%。

◆ **总量上专项债限额和余额之差有增发空间，但区域差异较大。**截至2018年底，专项债限额和余额之间有1.2万亿美元的发行空间可以利用。但各区域存在较大差异，北京可用额度达3507亿，上海1349亿，但内蒙古、山西、海南、宁夏、青海、天津、黑龙江、西藏额度不到100亿。财政实力强的区域额度较高，而财政实力弱的区域额度较低，这个问题短期内能否解决尚不得知。当然，财政发力还有其他手段，比如扩大城投债、政策性银行债等准财政行为。

#### 分析师

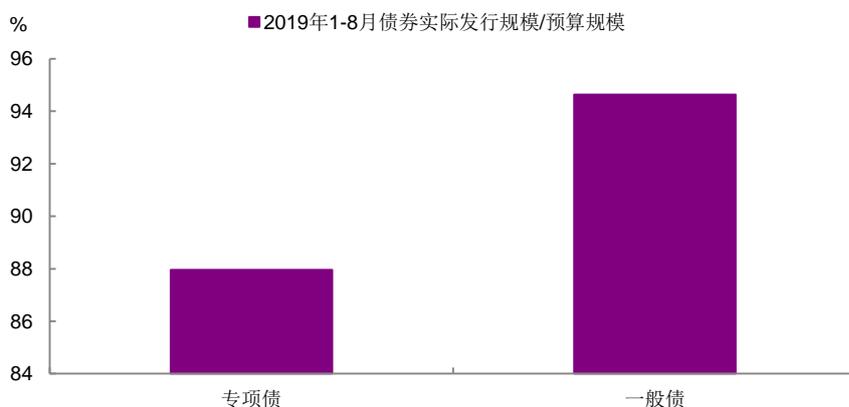
张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebcn.com](mailto:zhangwenlang@ebcn.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebcn.com](mailto:guoyb@ebcn.com)

## 期待财政再发力

中美贸易摩擦升级对中国经济的影响或将在未来 1-2 个季度上升，与此同时，地产融资有所收紧，房地产投资有可能走弱，期待财政加力提效。截至 8 月底（8 月 27 日）新增专项债发行规模为 1.89 万亿，占年初预算规模的 88%，一般债发行规模为 8800 亿，占年初预算规模的 95%（图 1），预计三季度地方政府债券将发行完毕，尽管在地方政府债券资金的使用上有一定的滞后性，但四季度财政资金预计仍将较紧。财政如何进一步发力，除了落实落细早前公布的之外，一个可能性是专项债增发，因为专项债离限额还有距离。

图 1：2019 年 1-8 月地方政府专项债实际发行规模占预算规模比重

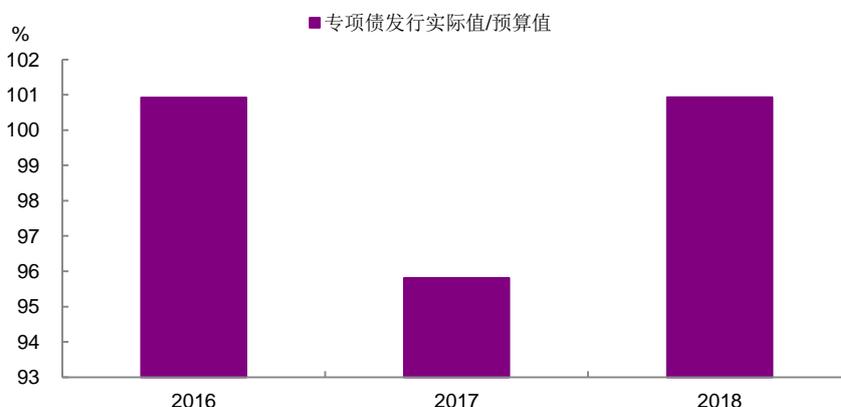


资料来源：Wind，光大证券研究所

## 专项债可以在限额内增发

专项债的新增额度在每年年初预算报告中明确，2016-2019 年预算额度分别为 4000 亿、8000 亿、1.35 万亿和 2.15 万亿。经验显示，在实际的专项债发行过程中，有些年份要高于预算额度，有些年份要低于预算额度，如 2016 年和 2018 年实际发行额度比预算发行额度高出 1%，而 2017 年实际发行额度比预算发行额度低 4%（图 2）。

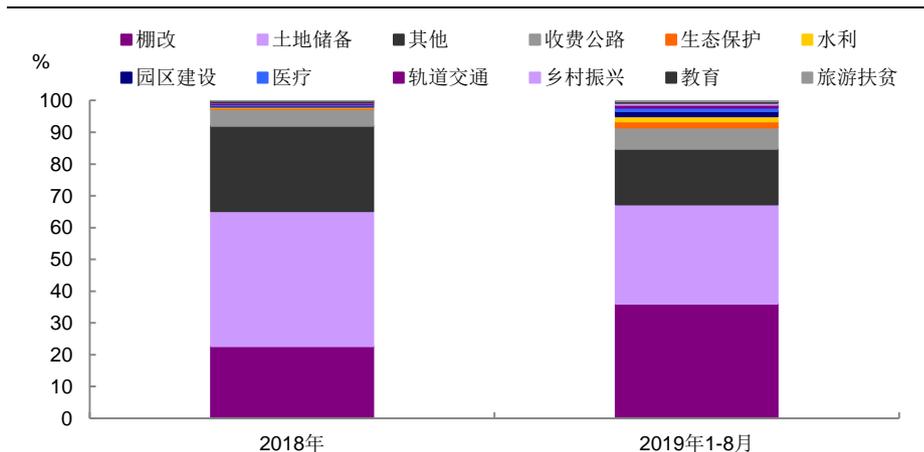
图 2：2016-2018 年专项债实际发行额度/预算发行额度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理计算

专项债主要为有现金流的项目进行筹资，通过项目未来的现金收益偿还债务，主要用于棚改和土地储备。从2018年和2019年1-8月新增债的用途来看，主要用于棚改和土地储备，2018年两类专项债券发行额度占比总额发行额度的65%，2019年1-8月为67%，其次占比较高的为其他，主要包括各类杂项专项基础设施项目，另外占比较高的是收费公路，2018年为5.4%，2019年1-8月为6.7%，剩下的包括生态环保、供水、污水处理和水利基础设施、园区建设、医疗、轨道交通、乡村振兴、教育、旅游扶贫等项目，但占比规模较低（图3）。

图3：2018年和2019年1-8月新增专项债投资行业

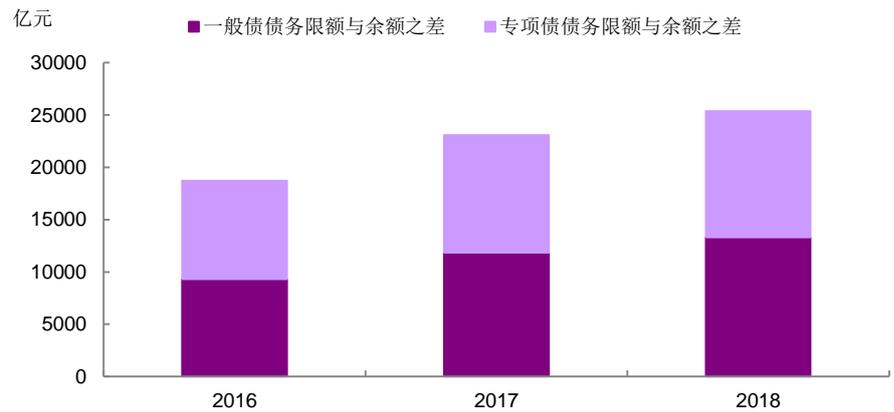


资料来源：Wind，光大证券研究所

注：2019年截至日期为8月27日

专项债的实际发行额度为何会高于年初预算额度呢？2015年1月开始实行的新预算法规定“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措”，所以每年国务院会根据区域财政实力、债务负担、经济发展水平、偿债能力等指标测算并下达各区域的新增一般债和专项债的新增额度和区域内债务限额。一般而言，新增额度和新增的债务限额是一致的，但区域内政府通过部分财政资金偿还区域内债务，债务限额和债务余额之间形成了差额，且这一差额逐年扩大，2018年全国地方政府债务限额和余额之差为25355亿，其中专项债额度为12050亿元，一般债额度为13305亿元（图4）。那么债务限额和余额之间的差额是否可以动用呢？

图 4：2016-2018 年债务限额和余额之差



资料来源：Wind，光大证券研究所

根据财政部近年来下发的文件(表 1)，我们可以看到在地方债发行过程中，限额和余额之间的差额实际上可以动用。但动用这一额度必须需要满足三个条件，一是专项债券中用于土地储备与政府收费公路的部分需要按照财政部下达的额度以及制定的统一办法执行，除上述用途外，地方政府可以利用新增的专项债务限额以及上年末专项债务限额大于实际余额之间的差额部分试点分类发行其他用途的专项债券；二是需由省级政府制定实施方案以及相关管理办法，并提前报财政部备案后组织实施；三是为加快支出进度，各省级政府的实施方案应当于每年 9 月底前提交财政部。”

表 1：财政部对于专项债发行相关规定

时间	文件名称	相关内容
2017 年 7 月	《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》(财预〔2017〕89 号)	<p>(1) 分类发行专项债券建设的项目，应当能够产生持续稳定的反映为政府性基金收入或专项收入的现金流收入，且现金流收入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模。</p> <p>(2) 专项债券对应的项目取得的政府性基金或专项收入，应当按照该项目对应的专项债券余额统筹安排资金，专门用于偿还到期债券本金，不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金。因项目取得的政府性基金或专项收入暂时难以实现，不能偿还到期债券本金时，可在专项债务限额内发行相关专项债券周转偿还，项目收入实现后予以归还。</p> <p>(3) 专项债券中用于土地储备与政府收费公路的部分需要按照财政部下达的额度以及制定的统一办法执行。除上述用途外，地方政府可以利用新增的专项债务限额以及上年末专项债务限额大于实际余额之间的差额部分试点分类发行其他用途的专项债券，且只需由省级政府制定实施方案以及相关管理办法，并提前报财政部备案后组织实施。为加快支出进度，各省级政府的实施方案应当于每年 9 月底前提交财政部。</p>
2018 年 3 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预〔2018〕34 号)	<p>(1) 合理确定分地区地方政府债务限额。地方政府债务限额分配要充分体现立足财力水平、防范债务风险、保障融资需求、注重资金效益、公平公开透明的原则，不得超越财力实际将上级政府批准的地方政府债务限额过多留用本级或下达下级，实现不同地区地方政府债务限额与其偿债能力相匹配。</p> <p>(2) 鼓励各地区按照财预〔2017〕89 号文件规定，积极利用上年末专项债务未使用的限额，为重点领域的融资需求提供保障。流程方面，该文件再次强调，利用上年末地方政府专项债务未使用限额的部分发行专项债券的地区应当按照财预〔2017〕89 号文件的要求，组织制定实施方案以及专项债券管理办法，报财政部备案后实施。</p>

资料来源：财政部网站，光大证券研究所整理

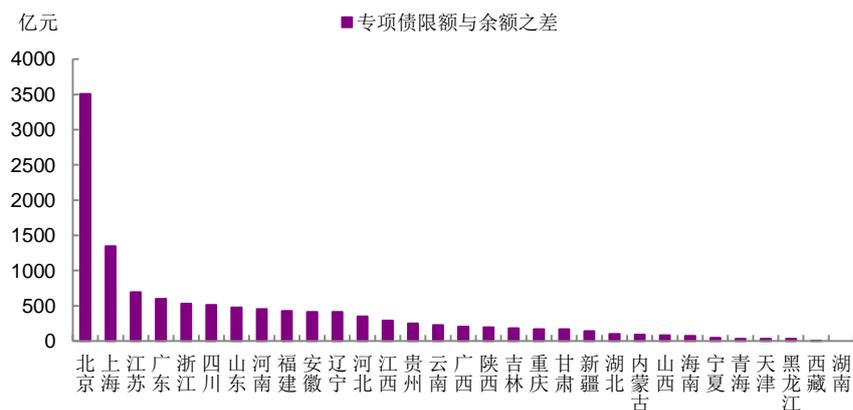
上述文件从政策上给予了地方政府更大的自由度，使其能够利用上一年限额减去差额部分的剩余额度进行专项债券融资，并将实施方案及管理制度的制定权力下放到省级政府，赋予地方政府更大的专项债券融资调整空间。

## 但专项债空间有地域性差异

从总量来看，截至到 2018 年底，地方政府专项债的限额和余额之间有 1.2 万亿美元的发行空间可以利用。但实际上各区域存在较大差异，从 2018 年各区域专项债限额和余额之差来看，北京最高为 3507 亿，其次为上海，为 1349 亿，江苏、广东、浙江、四川额度在 500-1000 亿之间，山东、河南、福建、安徽、辽宁、河北在 300-500 亿之间，其余区域均低于 300 亿，内蒙古、山西、海南、宁夏、青海、天津、黑龙江、西藏额度不到 100 亿，湖南目前的额度为 0（图 5）。

专项债限额和余额之间在各省之间的分配较不平均，财政实力强的区域额度高，而财政实力弱的区域额度低，可能会出现财政资金充裕的区域额度大，而财政资金紧张的区域无额度的现象。

图 5：2018 年底各区域专项债限额和余额之差



资料来源：财政部网站，光大证券研究所计算

另外，土地储备和政府收费公路两个行业需要财政部统一下达指标，一般不能动用结转上一年的限额与余额之差，而这两项在专项债投向行业中占比在 40% 左右，因此，可选择的有现金流的符合发行专项债要求的基础设施

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\\_10445](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10445)

