专项债可作资本金，鼓励配套融资支持

——《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》点评

东方证券 ORIENT SECURITIES

报告发布日期 2019 年 06 月 10 日

证券分析师 孙金震
021-63325888*7590
sunjinxia@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515070001
王仲尧
021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001

联系人 陈至奕
021-63325888-6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
曹靖楠
021-63325888-3046
caojingnan@orientsec.com.cn

相关报告
PMI 提示经济下行压力 2019-06-02
利润增速下行，资产负债率回落——4 月份工业企业效益数据点评 2019-05-28
货币政策助力潜在增速提高与结构性去杠杆——一季度货币政策执行报告点评 2019-05-21
数据下行，韧性不改——4 月经济数据点评 2019-05-17
社融如期回落——4 月金融数据点评 2019-05-10
CPI 上升幅度减缓，PPI 超预期——4 月价格数据点评 2019-05-09
出口端压力开始显现 2019-05-09

研究结论

事件：6 月 10 日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》。

- **通知发布的主要目的在于加大专项债对基础设施建设乃至逆周期调节的撬动效应，重点在于：**
- **（1）允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，这一举措系重要突破：**国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资，这区别于“关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知”（财金〔2018〕23）所要求的“不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金”；
- **（2）积极鼓励金融机构提供配套融资支持**：鼓励和引导银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目、鼓励保险机构为符合标准的中长期限专项债券项目提供融资支持、允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目；
- **（3）逐步提高长期债券发行占比，减轻偿债负担：**对于铁路、城际交通、收费公路、水利工程等建设和运营期限较长的重大项目，鼓励发行 10 年期以上的长期专项债券，更好匹配项目资金需求和期限；
- **（4）需要注意的是，坚决遏制隐性债务增量的基调未改：**一方面，“加杠杆”有条件，只有那些收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入，且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入的重大项目，才可以根据剩余专项收入情况向金融机构市场化融资；此外文件继续强调控制隐性债务：对举借隐性债务上新项目、铺新摊子的要坚决问责、终身问责、倒查责任。
- **通知出台的背景是下半年财政资金所面临的制约。**去年年末开始实施的专项债额度提前下达、各地加快上马重大项目，以及银行“早放贷早受益”的冲动，共同导致了今年 1-4 月财政角度的募资与开支超预期，也超出去年同期水平。我们测算，1-4 月专项债发行进度约为 38.66%（去年同期 2.89%），地方一般债券进度 68%（去年同期 15.61%），中央国债进度 54.21%（去年同期 25.83%）。因此，为使得下半年基建继续平稳增长，助力专项债“加杠杆”势在必行，也稳定了市场对财政政策更加积极的预期。
- **专项债新政能在多大程度上促进未来基建规模？**5 月到年底，专项债已发 0.71 万亿，还有 1.13 万亿可发（系保守估计，假设今年年末使用限额的比例与去年一致）。2018 年基础设施建设（含电力）投资约为 17.62 万亿，与 2017 年相差不大。根据“国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知”（国发[2015]51 号），地铁、航运等基建项目资本金比例约 20%，也就是按照最激进的估计，1.13 万亿专项债可以撬动 5.65 万亿资金投入基建，占到了 2018 年金额的 32%。但考虑到只有一小部分项目适用于专项债作为资本金的要求，实际比例预计远低于此，但仍然有望使得今年基建增速提高到两位数增长。
- 风险提示：重大项目储备不足，开工与完成额不及预期；推升工业品价格叠加 CPI 上涨，进一步引发通胀担忧。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何

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_12115