

宏观点评

如何理解“用足用好专项债务限额”？

事件：7.28 政治局会议指出“财政货币政策要有效弥补社会需求不足。用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”。

核心结论：“用足用好专项债务限额”旨在通过政府投资拉动需求，也符合“不预支未来”的政策初衷。经测算，年内可用限额约 1.55 万亿，直接调增年内预算额度的可行性和操作性更强，并可能聚焦基建、棚改两大方向，短期可紧盯三大类指标，尤其是基建的中观指标（水泥、沥青、挖掘机开工率等）。

1、背景看，“用足用好专项债务限额”旨在通过投资拉动需求；相比特别国债和提前使用明年额度，“用足用好专项债务限额”也更符合“不预支未来”的政策初衷。一方面，当前经济压力大，疫情之外，本质还是内需不足、信心不足。因此，本次会议首提“财政货币政策要有效弥补社会需求不足”，并要求“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，应是旨在通过政府投资拉动有效需求。另一方面，下半年存在较大资金缺口已是必然，财政端可选的手段包括发行特别国债、提前使用明年专项债额度、使用专项债限额、调整赤字率等。对比看，基于 7 月以来总理两次明确要求“不预支未来”，本次政治局会议也没有提及特别国债，再考虑到截至 6 月底今年专项债已发 3.4 万亿、新增额度基本发完，预示发行特别国债和提前使用明年专项债额度的可能性下降，“用足用好专项债务限额”应更切实可行。

2、规模看，年内可用剩余专项债务限额约 1.55 万亿，主要集中在东部发达省份。作为政府性基金的重要组成部分，专项债余额受限额约束。2022 年全国专项债务限额为 21.82 万亿，截至 6 月末全国专项债务余额为 20.26 万亿，因此年内可使用的专项债务限额约 1.55 万亿。若年内“用足”，则全年新增专项债规模将达 4.9 万亿左右（考虑了已下达额度但尚未全部发行的 0.25 万亿专项债）。区域分布看，剩余限额主要集中在东部经济发达地区，以 2021 年为例，全国专项债限额剩余 1.4 万亿左右，北京、上海、江苏、福建、山东沿海五省合计规模近 0.6 万亿，占比接近 40%。

3、流程看，使用限额有两条可选路径，直接调增年内预算额度的操作性更强。专项债除余额受限额约束外，其增量还受预算约束，因此在限额约束内增发专项债仍然需要调整预算。目前看有两种路径：一是通过直接增加今年的专项债额度发行，二是通过提前下达明年的专项债额度发行。对比看，直接调增今年额度的操作性更高：一方面，根据预算法相关规定，地方政府直接增加年内的专项债额度，只需向地方人大常委会提交申请即可，操作较为方便，此前也有部分省份通过调整预算使用过限额。另一方面，提前下达明年的专项债额度虽然在 2018 年获得授权，但实际发行目前尚无明确授权（也无约束），也暂无先例（近 3 年都是提前下发额度，次年开始发行）。此外，如前所述，直接调增年内额度也是“不预支未来”的体现。

4、方向看，后续专项债务限额可能聚焦基建和棚改。

回顾上半年，专项债的主要投向是基建、民生、棚改等领域。上半年专项债发行节奏较快，共发行 3.4 万亿，占全年额度的 93%。从投向上来看，基建仍是主要投向，此外民生、棚户区改造等领域占比也较高。具体来看，基建、民生、棚改专项债规模分别达 2.18 万亿、0.49 万亿和 0.4 万亿，占比分别为 64.0%、14.4%和 11.9%。

展望下半年，基建、棚改可能是后续限额使用的两大主要方向。作为传统的拉动内需的手段，基建在下半年仍将发力，专项债资金将配合此前的 8000 亿政策性银行新增信贷额度以及 3000 亿政策性、开发性金融工具，共同增强基建投资、进而拉动有效需求。此外，今年房地产景气度持续低迷，叠加近期“断贷停供”风波的影响，通过专项债限额适当刺激棚改，应有助于稳地产、稳预期、避免地产“硬着陆”。

5、效果看，关键看执行，建议紧盯基建的中观指标等三大类指标。我们在中期策略报告曾指出，今年上半年财政的一大特征是财政存款余额持续超季节性，指向的是专项债等财政资金淤积在国库、使用进度慢。数据也显示，今年上半年水泥、沥青开工率持续低迷，挖掘机开工率也大幅低于季节性，均指向项目落地情况不佳。倾向于认为，本次专项债限额最后实际下发的额度和进度，很可能也会受项目实际执行情况的影响。短期看，建议紧盯三大类指标的进展：一是基建的中观指标（水泥、沥青、挖掘机开工率等）；二是各地重大项目开工情况；三是财政存款余额变化。

风险提示：疫情、政策力度、房地产市场等超预期变化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

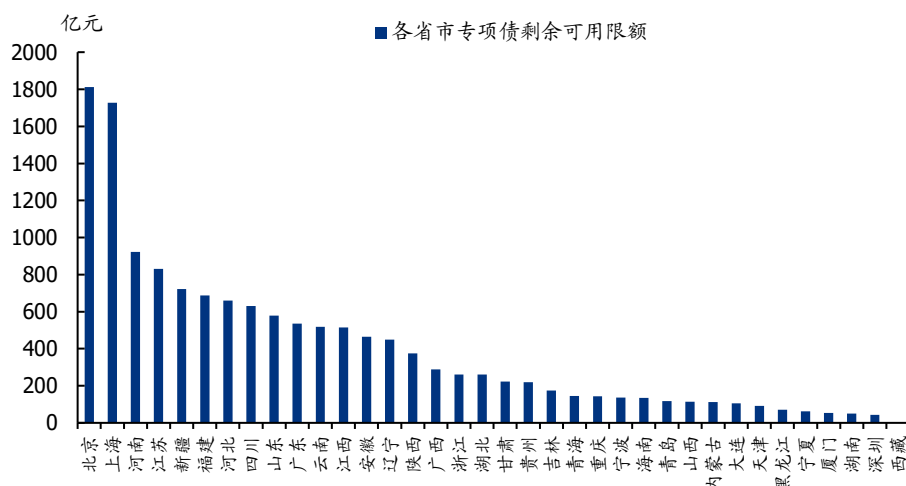
执业证书编号：S0680121120001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

- 1、《不少新变化一年中政治局会议 7 大关注点》2022-07-29
- 2、《形势比人强—2022 年中期宏观经济与资产展望》2022-07-14
- 3、《上半年财政回顾与下半年展望》2022-07-15
- 4、《有可能调整赤字率吗？—兼评 5 月财政》2022-06-17
- 5、《当前地产压力究竟有多大？》2022-07-14
- 6、《年内有可能发行特别国债吗？》2022-05-06

图表 1: 2021 年专项债剩余可用限额主要集中在东部经济发达省份



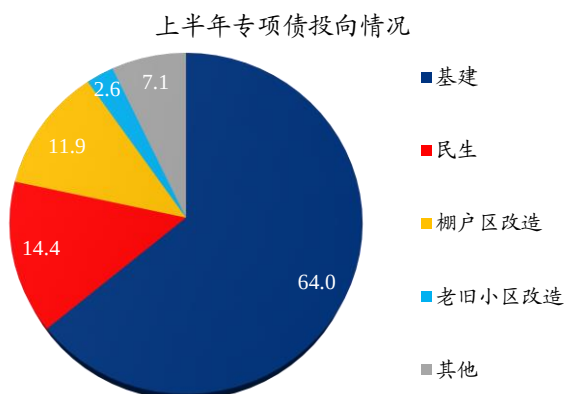
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 地方政府调增专项债额度只需通过本级人大常委会审查和批准即可



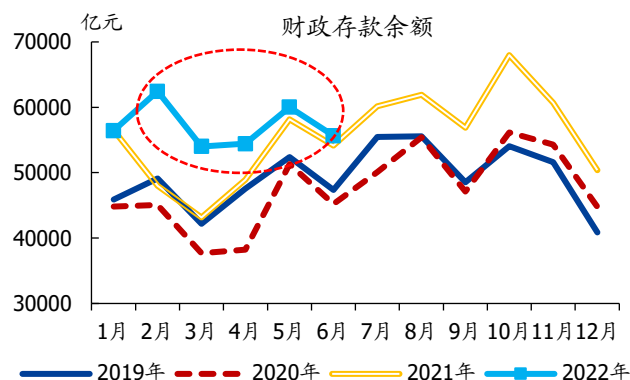
资料来源: 财政部, 国盛证券研究所

图表 3: 上半年专项债主要投向基建、民生、棚户区改造等领域



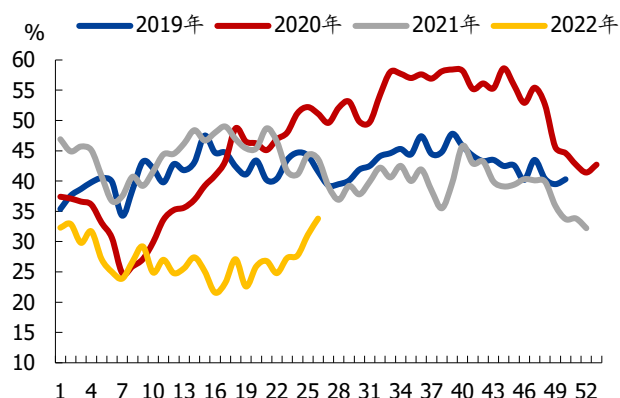
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 年初以来财政存款余额持续超季节性



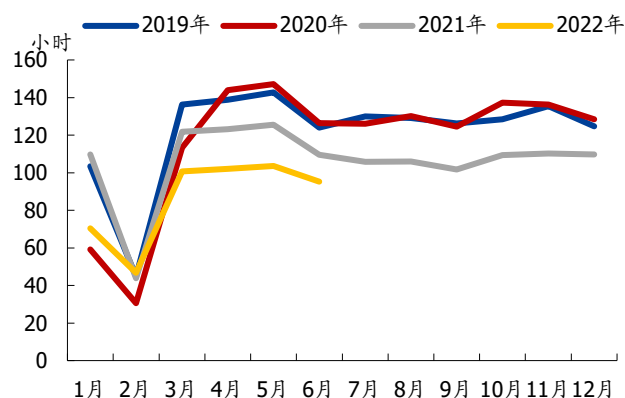
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 上半年石油沥青装置开工率持续低迷



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 上半年挖掘机开工小时数持续低于季节性



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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_44636

