



# 专项债：政策信号意义大于实际作用





## 摘要

“堵暗道、修明渠”，专项债成为地方政府基建融资新抓手。2015年国务院发布43号文，在严防隐性债务风险的同时适度放开地方政府举债权限。此后专项债规模逐年增长，2020年为应对疫情冲击高强度发放3.6万亿。

2021年上半年平缓发力，下半年有望提速。2021年上半年，专项债发债进度远低于往年同期，累计新增发债规模1.01万亿。预计下半年将提速，三、四季度分别发行1.5万亿、1万亿。

专项债券与基建投资相关性不断提升。一是政策引导下专项债资金投向从土储、棚改转向基建项目。二是基建资金来源变化。土地出让收入、城投债、PPP、非标等重要资金来源收缩，专项债对基建的重要性提升。

中性情景下 2021 年新增专项债拉动基建投资 3.6%。据测算，2021 年全年由专项债带动的基建投资规模约 4.82 万亿至 6.1 万亿。中性情景为 5.44 万亿，同比新增 0.68 万亿，占 2020 年总基建投资规模的 3.6%。

需谨慎看待下半年新增专项债拉动基建投资的实际效果。当前节奏下达成全年限额压力较大，专项债的政策信号意义可能大于实际拉动效果。

图表 1：中性情景下 2021 年新增专项债拉动基建投资 3.6%

情景分类	全年额度 (万亿) (a)	投向基 建比例 (b)	投向基建规 模 (c=a*b)	作为项目资 本金比例 (d)	作为项目资 本金 (e=c*d)	作为债务性 资金 (f=c-e)	对应基建 投资规模 (g=e*L1 +f*L2)	实际落地 基建规模 (h=g*R)	相对于 基本情 景增量 资金	对基建 投资拉 动
基准	3.6	64%	2.30	8%	0.18	2.12	8.22	4.77	-	-
悲观	3.5	60%	2.10	5%	0.11	2.00	7.31	4.82	0.06	0.3%
	3.5	60%	2.10	10%	0.21	1.89	7.61	5.02	0.26	1.4%
	3.5	60%	2.10	15%	0.32	1.79	7.92	5.23	0.46	2.4%
中性	3.5	65%	2.28	5%	0.11	2.16	7.92	5.22	0.46	2.4%
	3.5	<b>65%</b>	<b>2.28</b>	<b>10%</b>	<b>0.23</b>	<b>2.05</b>	<b>8.25</b>	<b>5.44</b>	<b>0.68</b>	<b>3.6%</b>
	3.5	65%	2.28	15%	0.34	1.93	8.58	5.66	0.90	4.8%
乐观	3.5	70%	2.45	5%	0.12	2.33	8.52	5.63	0.86	4.6%
	3.5	70%	2.45	10%	0.25	2.21	8.88	5.86	1.10	5.8%
	3.5	70%	2.45	15%	0.37	2.08	9.24	6.10	1.23	7.1%

资料来源：Wind，战略发展部

文：战略发展部曹知立徐竹西

01

“堵暗道、修明渠”，专项债成地方融资新抓手

分税制下地方基建融资缺口多靠城投债与土地财政补足。1994 年分税

制改革后，地方财权大幅上收，而旧《预算法》又约束着地方政府严禁举债，导致各地方政府事权财权不匹配。特别是 2008 年，为应对全球金融危机，国家推动四万亿经济刺激政策，各地政府肩负大量基建任务，产生巨额融资需求。为寻求破局，地方政府在实践中走出两条道路，一是组建城投公司（即地方融资平台），通过城投公司变相举借债务。二是依靠土地财政。政府以抵押或出让土地的方式拓宽财源。这两大路径为地方基建提供了充足的资金。

中央严控隐性债务风险，放开地方政府举债权限。随着地方融资平台和项目融资模式无序扩张，地方政府隐性债务迅速膨胀。由于隐性债务难以统计和监管，容易产生系统性的风险，2010-2013 年间，政府先后出台了一系列监管文件，着重约束城投平台。同时，中央专门对政府隐性债务规模进行摸底调查。2014 年 10 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），明确提出疏堵结合、“修明渠、堵暗道”的调整原则。一是加快建立规范的地方政府举债融资机制，赋予地方政府依法适度举债权限，包括一般债、专项债在内的地方政府债券被确立为唯一的、合法的地方举债融资渠道；二是对地方政府债务实行规模控制和预算管理；三是控制和化解地方政府性债务风险。

专项债逐步取代城投平台融资，成为地方政府支持基建的重要抓手。政府债务分为一般债务与专项债务。对于没有收益的公益性事业发展需政府举借一般债务的，由地方政府发行一般债券融资，主要以一般公共预算

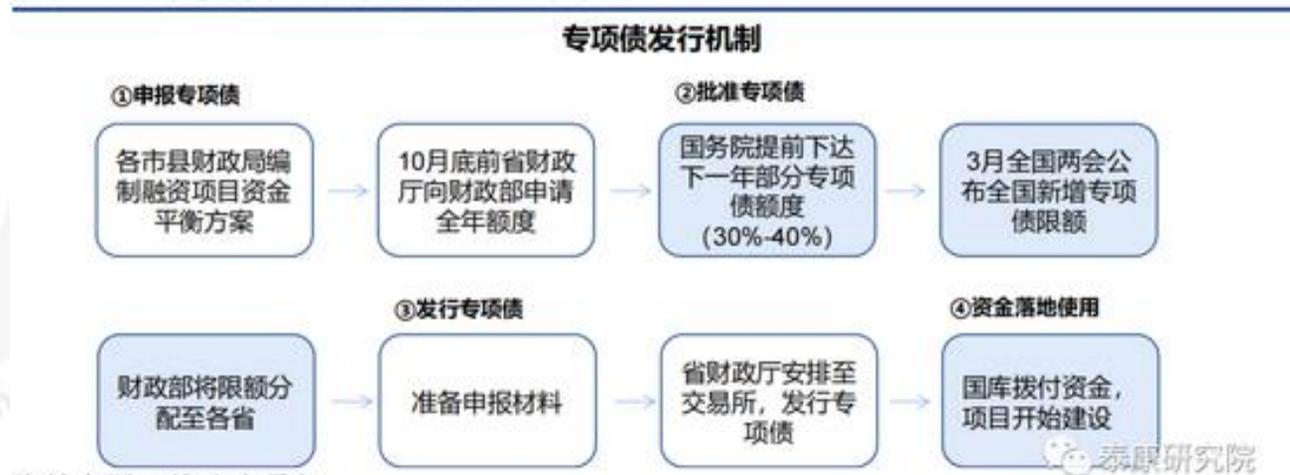
收入偿还；对于有一定收益的公益事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资。自此，公开、纳入预算管理的专项债开始逐步取代隐性、无序扩张的城投平台融资，成为地方政府支持基建的重要抓手。

## 02

### 专项债规模逐年增长，2020 年高强度发债矛盾突显

专项债实行限额管理，自下而上申报、自上而下审批。地方政府举债不得突破批准的限额，同时对专项债的资金用途也有明确要求。地方提前编制项目方案、向上申报额度，国务院在上年末提前下达部分专项债额度，并在当年两会审议公布全国新增专项债限额。分地区限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内根据各地区债务风险、财力状况等因素测算并报国务院批准。额度下达后，相关项目准备申报材料，进入发债程序。

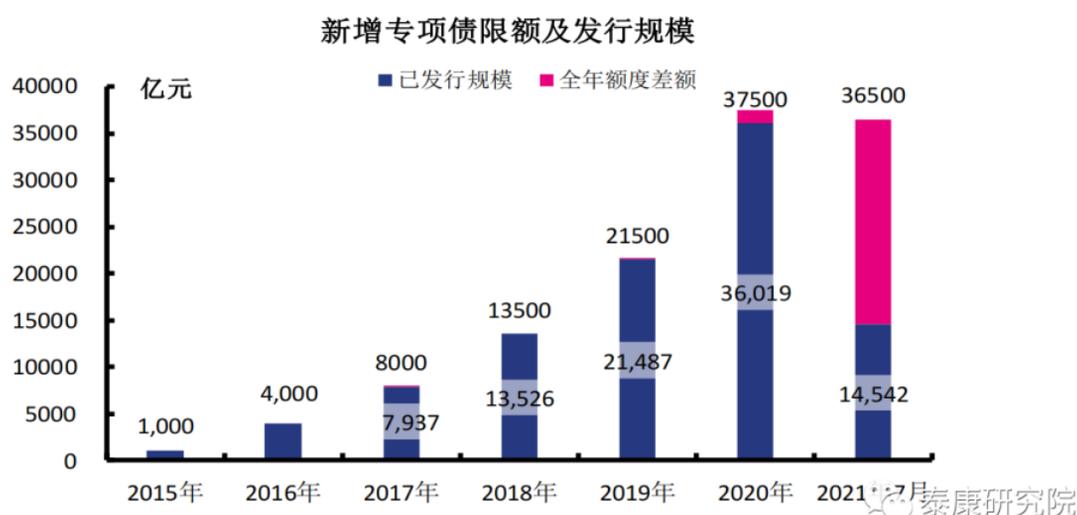
图表 2：专项债自下而上申报、自上而下审批



资料来源：战略发展部

专项债发行规模经历快速增长，2020 年到达峰值。2015 年为专项债发行元年，当年两会期间通过预算草案，批准地方政府新增专项债额度 1000 亿元。此后 2016-2020 五年间，专项债限额逐年快速增长，分别为 4000 亿元 (+300%)，8000 亿元 (+100%)，1.35 万亿 (+69%)，2.15 万亿 (+59%) 与 3.75 万亿 (+74%)。其中，2020 年由于新冠疫情影响，经济稳增长的压力增大，我国财政政策明显比往年更积极，地方专项债大幅多增 1.6 万亿，达到历史峰值。2021 年，随着经济有序恢复，财政政策重心回归“调结构”、“防风险”，新增地方政府专项债额度 3.65 万亿，较去年 3.75 万亿的专项债券发行规模少 1000 亿，但较 2019 年仍大幅增加 1.5 万亿。

图表 3：专项债额度与发行规模逐年快速增长，2020 年到达峰值



历年实际发行规模基本达到当年限额，2020 年高强度发债矛盾突显。2019 年前专项债发行规模基本达到当年限额，2020 年实际新增 3.6 万亿，完成限额 96%，主要剩余 1494 亿元中小银行资本金专项债额度。2020

年专项债的高强度发行暴露出新的问题和风险，如地方政府专项债项目储备供应不及，面对巨量专项债额度，出现无合适项目可报的尴尬局面，而部分地区为完成任务，推出的项目缺少充分论证和准备，项目质量不高或是迟迟无法开工形成实物工作量，造成资金沉淀和浪费。

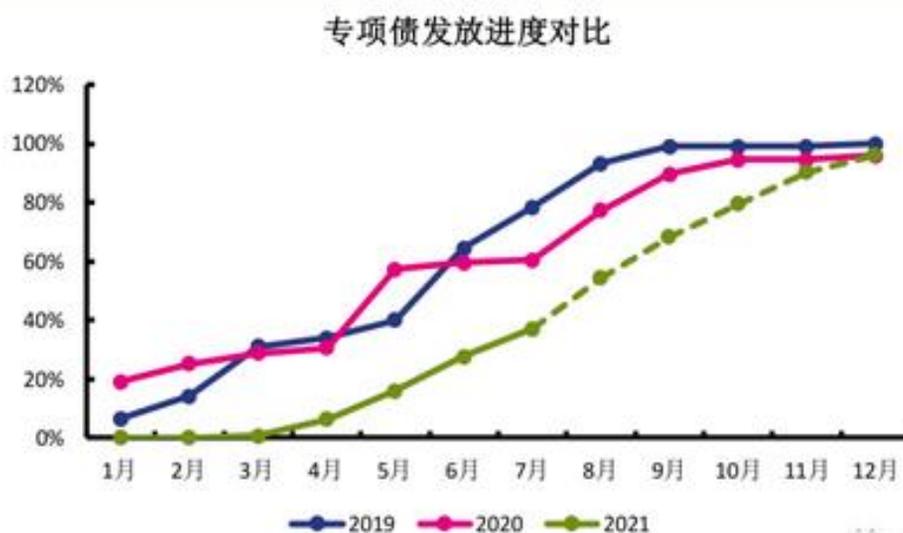
财政部密集发文，规范专项债制度。鉴于上述问题，自 2020 年下半年以来，财政部发布一系列规范文件[1]对专项债制度进行了重要的调整和改进，一方面对于新增专项债投向做新要求，将不得投资范围的规定升级为负面清单制度。另一方面，针对 2020 年扎堆发行导致的无序低效情况，强调科学设计地方债发行计划，合理选择发行时间窗口，适度均衡发债节奏，提高债券资金使用效率。各省级财政部门应提前对项目进行充分的论证和准备，建立项目储备库，使得推出的项目保持较高的质量，并能够及时开工形成实物工作量。

### 03

#### 2021 年发债节奏：上半年平缓发力，下半年有望提速

2021 年上半年，专项债发债节奏明显放缓，1-6 月累计新增发债规模 1.01 万亿仅达到限额 28%（2020 年 60%，2019 年 64%）。7 月 30 日政治局会议要求“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”，下半年有望迎来一批密集发放，但从 7 月新增发债规模看，完成全年 3.65 亿元限额仍有较大压力。

图表 4：上半年专项债发放进度远低于历年同期



上半年进度偏慢主要三点原因：1) 提前批额度下达偏晚。2019年、2020年提前批额度分别于2018年12月、2019年11月下达，以便次年一月即可启动发债。但今年提前批额度3月初才下达，导致1-2月份没有新增专项债发行。2) 项目审核趋严。如前所述，针对2020年专项债发行中抢资金、前期论证不充分、项目“掺水”、资金利用不充分等问题，财政部要求地方财政部门加强对专项债项目的审核工作，因此，虽然发债节奏有所放缓，但在严监管下资金落地形成实物工作量的效率有望提升。3) 稳增长压力较小。新发专项债规模不及预期的根源是经济稳步恢复，完成

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\\_34369](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34369)

