宏观研究

【粤开宏观】专项债与基建：政策演变、投向变化与 2021 基建增速测算

2021 年 07 月 05 日

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010 -83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】全球贫富分化：现状、成因和影响》2021-06-16

《【粤开宏观】消费增速乏力的四大原因：5 月经济数据解读》2021-06-16

《【粤开宏观】制造业投资：当前五大特征与未来走势》2021-06-22

《【粤开宏观】政府引导基金：发展历程、运行机制及对隐性债务的影响》2021-06-23

《【粤开宏观】百年大党与大国财政：历史实践的启示》2021-06-30

投资要点

导读：基建投资在较长一段时间内是我国经济增长的重要引擎，形成了道路桥梁等资产，不仅拉动了经济带动了就业，而且降低了交易成本，进一步带动制造业投资等；当然基建发展也导致了债务快速攀升。但是基建的高速增长在近年来戛然而止，自 2018 年以来，基建同比增速呈现出快速下滑状态，甚至成为经济增长的拖累项。为了支持基础设施领域补短板、推动有效投资稳增长，专项债新增额度不断提高，专项债发行使用进度也快速推进。然而专项债的放量发行却伴随基建托而不举，为何万亿专项债却未托起基建？专项债都投到哪些领域？专项债可以撬动多少其他资金？专项债发行后是否立即形成基建投资？本文从以上三个维度解答专项债为何没有托起基建。

摘要：

一、专项债与基建投资的关系？

43 号文明确地方政府融资“开前门、堵后门”，传统城投平台融资来源收紧，专项债成为地方政府托底基建的主要抓手。为了防范隐性债务风险，2014 年，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》，明确地方政府举债需采取地方债的形式，政府债务不得通过企业举借，城投融资平台发行的城投债、非标等基建重要资金来源受到冲击。为了增加基建资金来源的“正门”，地方政府在政府性基金下设专项债务，专门用于支持有一定收益的地方政府项目，后来发展成为基建投资的重要资金来源。专项债不同于一般债，不计入赤字，但是近年来专项债项目的收益越来越低，部分项目收入难以偿还专项债，专项债已成为事实上的一般债，不计入赤字越发成为自欺欺人的做法。

2018 年以来，新增专项债额度逐年扩大，专项债放量发行，但基建投资增速却一直处于低迷，引发市场关注。新增专项债额度自 2015 年开始逐年递增，分别为 1000 亿、4000 亿、8000 亿、1.35 万亿、2.15 万亿、3.75 万亿，复合年增速达到 206.4%。但基建增速却在 2018 年出现快速下滑，累计同比中枢从 2018 年之前的 22.0%下滑至 2018 年之后的 3.4%。为了推动基建回升，中央发文要求加快专项债发行使用进度，为了配合基建建设进程，提前下达下年专项债额度。但随着专项债的放量发行，基建仍无起色，截至 2021 年 5 月，两年平均增速仅有 3.3%，低于市场预期。本文将从专项债投向、撬动资金杠杆、投资落地进度三个维度进行解析。

二、专项债投向了哪些方向？有多少投向基建？

专项债的投向经历了三个阶段：

2015 年-2016 年，打包发行阶段。该阶段由于新增专项债限额仅有 1000 亿、4000 亿，额度较少，政策上也未作规定，因此地方政府直接发行地方专项债券，甚至不区分新增专项债和置换专项债，因此该阶段专项债实际投向难以具体统计。

2017 年-2019 年，土地储备和棚改专项债占比最大。在 2017 年 7 月和 2018 年 4 月，财政部分别发布土地储备和棚改专项债试点管理办法，此后这两项

专项债成为占比最大的项目收益债，以 2018 年为最，土地储备和棚改专项债分别发行 5893 亿元和 3102 亿元，占当年发行新增专项债的 66.8%，考虑到未指明具体投向的专项债中实际投向土地储备和棚改的部分，2018 年专项债实际投向基建的比例尚不足三成。2019 年 9 月，为了促进有效投资、强化房地产调控，国务院常务会议提出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、债务置换以及完全商业化运作的产业项目，但由于发文较晚，当年专项债投向仍以土地储备和棚改为主。**2020 年至今，结合政策导向，向多种类项目收益债细化，投向基建的比例提升。1）**在国务院的要求下，2020 年土地储备专项债的发行量直接降为 0。2）棚改方面，为了避免产生“半拉子”项目，允许为在建工程发行专项债，但当年发行量仍从 2019 年的 7172 亿元大幅下降至 3948 亿元，仅占当年新增专项债发行量的 11%。3）为了响应政策号召，广东和安徽分别发行了 25 亿元和 86.6 亿元新基建专项债。4）2021 年专项债向政策导向倾斜的程度更加明显，主要投向国家重大战略项目和“两新一重”方向。5）2020 年 7 月，国务院允许地方政府依法依规通过认购可转债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径，2020 年和 2021 年上半年分别发行支持中小银行发展专项债 353 亿元和 387 亿元。

三、专项债可以撬动多少其他资金投向基建？

当前基建其他资金来源受阻，专项债及配套资金的依赖度增强。基建资金来源有 5 个部分：自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、利用外资、其他资金。自筹资金占比 58.6%，是影响基建投资的关键因素。但在房地产调控力度升级、政府隐性债务压力较大、PPP 项目规范化运作、资管新规压制非标融资的背景下，自筹资金的其他资金来源加快收紧，这也基建快速回落的主要原因。在这种情况下，基建对于专项债项目中的专项债基金及其他配套资金的依赖性增强。

专项债作为项目资本金支持项目的比例在逐步提高，这种形式有利于吸引社会资本进入，扩大专项债资金杠杆。专项债资金可以直投资金、债务性资金和项目资本金三种形式支持政府投资项目。第三种模式可以发挥专项债的引导作用，吸引金融机构投资专项债项目的积极性，受到政策积极支持。2019 年 6 月，国务院发文扩大专项债可作为项目资本金的范围至交通基础设施、能源项目、生态环保项目、产业园区基础设施等，几乎覆盖专项债所有投向；2020 年 3 月，财政部将专项债资金用于项目资本金比例从 20%提升至 25%。

四、专项债发行后是否立即形成基建投资？

专项债从发行到实际投资使用还需在国库和项目单位停留一段时间。前者在国务院和财政部督促下，一般几天到一个月就可拨付到项目上，对专项债实际使用的拖累不大。后者由于受到项目前期准备不足、配套融资困难的影响，出现债券发行后依然趴在账上，未形成实物投资的现象。政策针对第二类问题陆续出台相关文件，2019 年 9 月，国务院常务会议提出要加强项目管理，按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜；2021 年 6 月，财政部印发《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，要求对专项债券资金预算执行和绩效目标实现情况进行“双监控”，提高专项债券资金使用效应，随着专项债发行使用监管的加强，从债券发行到实际使用的时间差将大大缩短。

五、2021 年专项债对基建的拉动效用测算

中性情形下，预计 2021 年专项债将带动约 2.75 万亿资金投向基建，与 2020

年相比增量资金为 6500 亿元，在其他来源资金不变的情况下，提高 2021 年基建增速 3.9 个百分点。在假设今年 3.65 万亿新增专项债全部发行完毕、专项债投向基建的比例为 60%、用于项目资本金的比例为 10%、在 2021 年实际落地的资金占比为 66.7%的中性假设下 预计 2021 年专项债将带动约 2.75 万亿资金投向基建，对比 2020 年基准情形下的 2.02 万亿，增量资金为 6500 亿元，在其他来源资金不变的情况下，2021 年基建投资增速 3.9%。

综上，随着专项债的规模不断扩大，近年来专项债的监管方向及其与基建的关系具有以下特征：

一是新增专项债额度快速扩大后维持高位，增长斜率降低。2021 年新增专项债额度较 2020 年减少 1000 亿元，既有 2020 年稳增长压力大、新增额度处于历史高位的表层原因，更深层的原因是防范地方债务风险下，专项债的放量发行也会加剧地方债务压力。

二是专项债的投向服从政策导向，从土地储备和棚改转向国家重大战略项目和“两新一重”方向。政策更加注重对专项债投向的引导，扩大专线债的投资范围，引导、鼓励专项债投向乡村振兴、生态环保、农林水利、国家重大战略项目以及“两新一重”等符合国家战略规划的项目。

三是对于专项债项目的监管越来越严格，实行穿透式监管，加强对专项债项目资金绩效管理。2021 年 6 月，财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，规定通过事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等环节，对于专项债券资金绩效实行全生命周期管理，提升债券资金配置效率和使用效益。

四是专项债资金在基建融资中的占比越来越大。2017 年-2019 年，自筹资金占基建资金的比例由 58.6%提升至 63.8%，但自筹资金中政府性基金收入、城投债、非标等受制于政策压制，无法为基建投资提供支撑，导致基建对于专项债的依赖性逐渐增强。

风险提示：放松专项债用于棚改的限制、其他融资渠道收紧

目 录

一、专项债大幅放量，但基建为何托而不举？ 5
二、专项债投向哪了？传统基建、新基建比例上升 7
三、专项债可作为项目资本金吸引其他资金进入 11
四、专项债发行后停留在账上、资金沉淀问题突出 13
五、2021 年专项债对基建拉动测算 14

图表目录

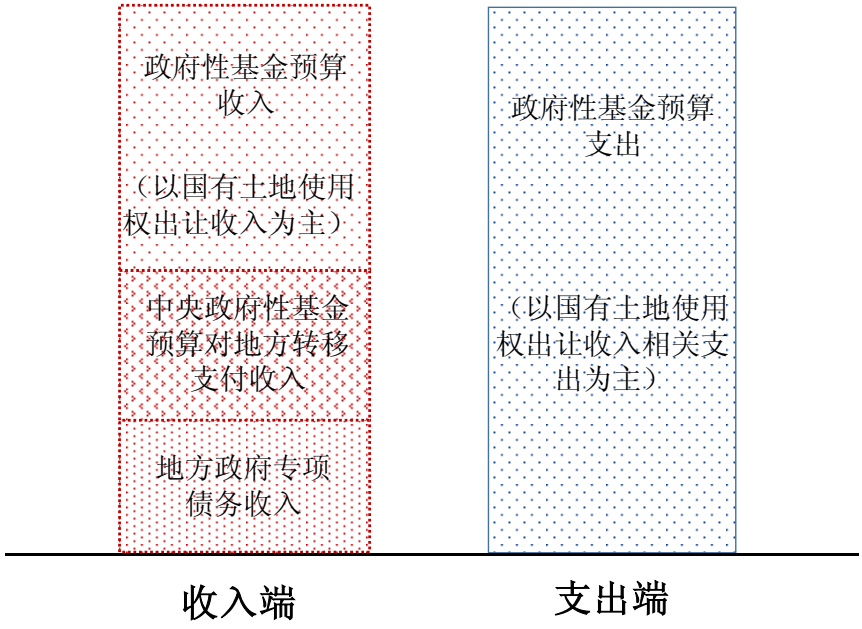
图表 1： 地方政府性基金预算收入与支出结构 5
图表 2： 历年新增一般债与专线债额度 6
图表 3： 基建投资增速下台阶 6
图表 4： 从专项债到基建的三个步骤 6
图表 5： 2017 年土地储备、收费公路专项债开始发行 7
图表 6： 2018 年近七成专项债投向土地储备和棚改 8
图表 7： 2019 年专项债投向仍以棚改和土地储备为主 8
图表 8： 2020 年专项全年没有投向土地储备 9
图表 9： 2021 年专项债主要投向 9
图表 10： 有关专项债投向的政策 10
图表 11： 基建资金来源（2019 年数据） 12
图表 12： 有关专项债作为项目资本的相关政策 12
图表 13： 专项债发行使用流程 13
图表 14： 有关专项债作为项目资本的相关政策 14
图表 15： 2021 年新增专项债对基建的拉动情景测算 15

一、专项债大幅放量，但基建为何托而不举？

专项债是地方政府支持基建的重要融资工具，纳入政府性基金预算管理。为了规范地方政府举债融资行为，防范隐性债务风险，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），提出要“修明渠、堵暗道”，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。地方政府性基金不列赤字，预算支出与预算收入和中央政府性基金预算对地方转移支付收入之间的缺口由专项债补足。

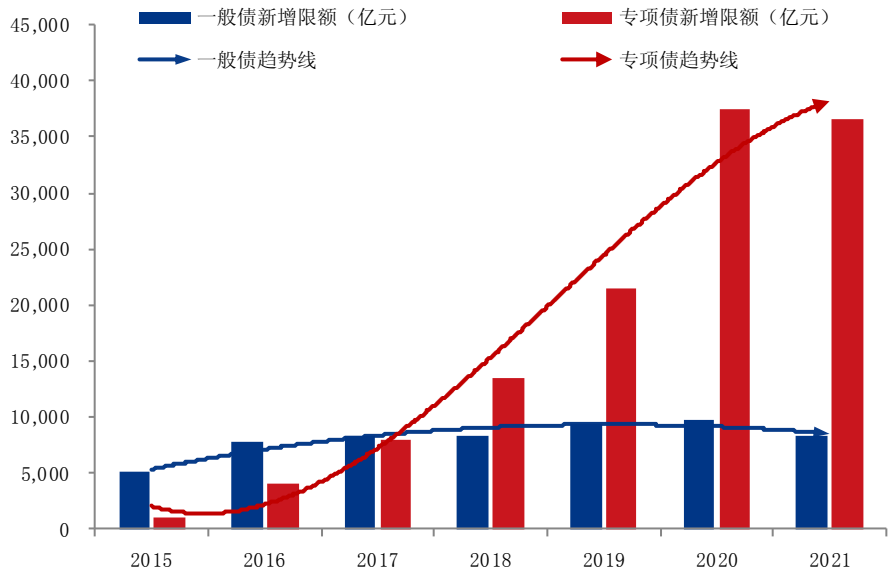
新增专项债额度在经历快速增长后保持较高的水平。2015 年至 2020 年，相比于新增一般债额度的算术级数增长，新增专项债额度几乎成几何级数增长，分别为 1000 亿、4000 亿、8000 亿、1.35 万亿、2.15 万亿、3.75 万亿，复合年增速达到 206.4%。2021 年的新增专项债额度较上年调低 1000 亿元，一方面由于新冠疫情对经济的影响逐渐消退，逆周期调节的必要性下降；另一方面专项债收入/(政府性基金预算收入+中央政府政府性基金预算对地方转移支付收入)达到 43.7%，继续大幅增加专项债额度也会加剧地方债务风险。

图表1：地方政府性基金预算收入与支出结构



资料来源：财政部、粤开证券研究院

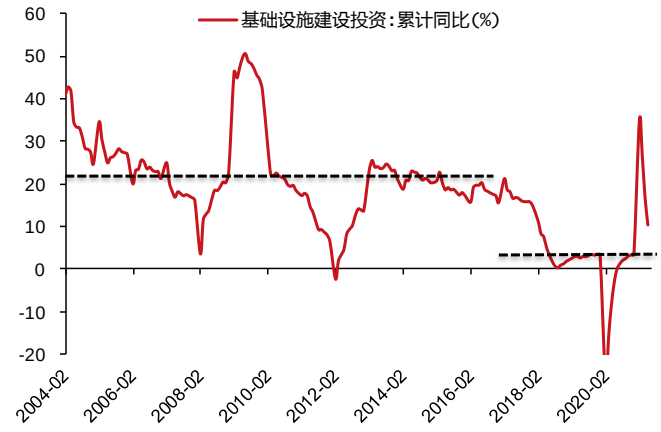
图表2：历年新增一般债与专线债额度



资料来源：财政部、粤开证券研究院

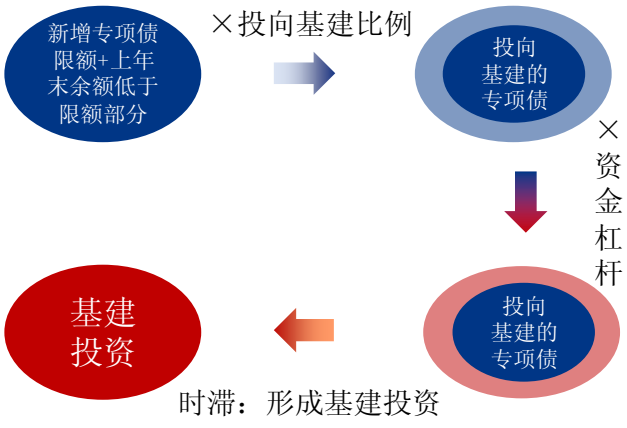
在专项债大幅放量的背景下，基建投资增速却一直低迷，主要在于专项债投向基建的比例、撬动其他资金的杠杆以及投资落地进度三个环节出现了问题。2004 年至 2017 年，基建投资一直是经济增长的重要拉动项，增速中枢达到 22.0%，但 2018 年后基建投资增速逐步下台阶，中枢仅有 3.4%。2018 年 7 月，国务院常务会议提出加快 1.35 万亿专项债发行和使用进度，在推动在建基础设施项目上早见成效。随后新增专项债逐年提高，但基建投资增速的反弹幅度并不大，2019 年 11 月出现一个小高点，但也只有 3.5%；截至 2021 年 5 月，两年平均增速仅有 3.3%，低于市场预期。为何在专项债放量发行的背景下，基建投资增速一直低迷，这是由于从专项债发行到形成基建投资还要经过三个环节，一是投向基建的比例，专项债并非全部投向基建，还有土地储备、棚户区改造等项目；二是撬动其他资金的杠杆，专项债可以发挥杠杆作用撬动其他资金进入；三是投资落地进度，从专项债发行到形成基建投资还有一段时间。

图表3：基建投资增速下台阶



资料来源：财政部、粤开证券研究院

图表4：从专项债到基建的三个步骤

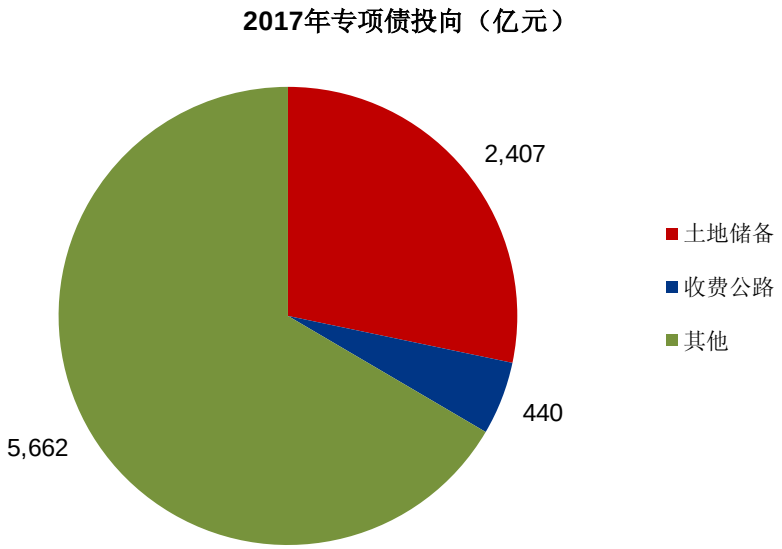


资料来源：粤开证券研究院

二、专项债投向哪了？传统基建、新基建比例上升

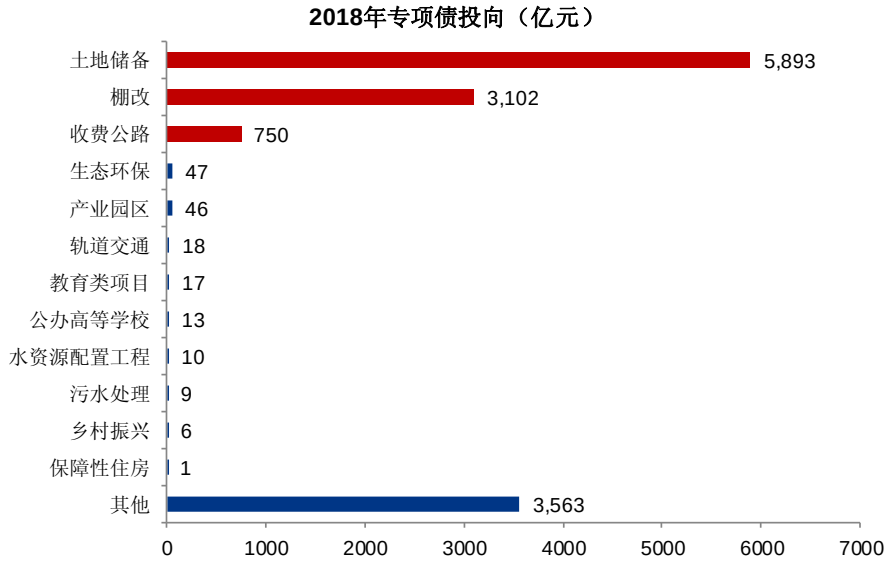
2017 年~2018 年，土地储备、棚改、收费公路成为专项债的三大投向，土地储备和棚改的发行挤压了专项债投向基建的比例。2017 年 7 月，财政部发布《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》,鼓励地方政府积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，同年 6 月和 7 月分别发布土地储备和收费公路专项债的管理办法，二者分别发行 2407 亿元和 440 亿元。2018 年 4 月，财政部新增棚改专项债管理办法，自此土地储备、棚改、收费公路成为专项债的主要投向，2018 年三者分别发行 5893 亿元、3102 亿元和 750 亿元，分别占当年新增专项债发行量的 43.7%、23.0%和 5.6%。土地储备和棚改不属于基建投资项目，加上未列明投向的专项债实际投向土地储备和棚改的部分，2018 年专项债实际投向基建的比例不超过三成，这也是国务院要求加快专项债发行使用进度，基建投资却未见起色的重要原因。

图表5：2017 年土地储备、收费公路专项债开始发行



资料来源：wind、粤开证券研究院

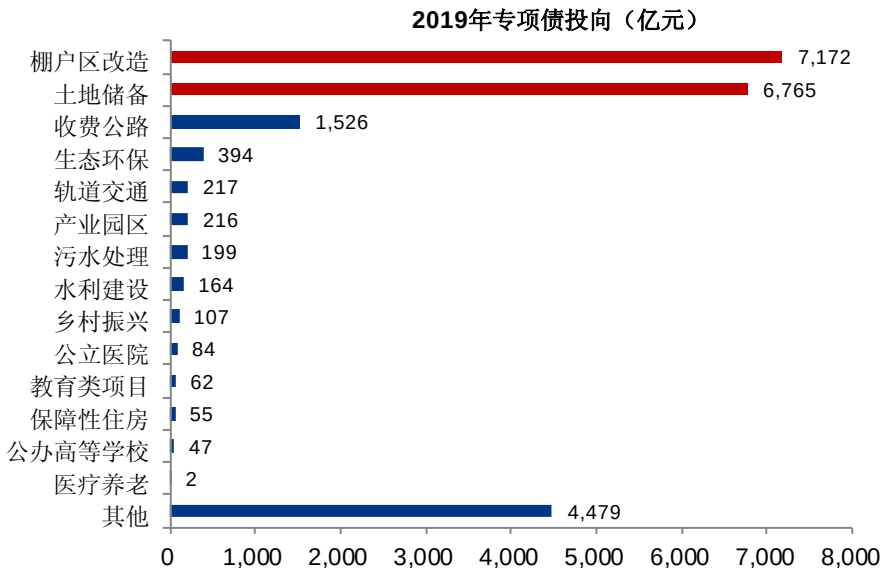
图表6：2018 年近七成专项债投向土地储备和棚改



资料来源：wind、粤开证券研究院

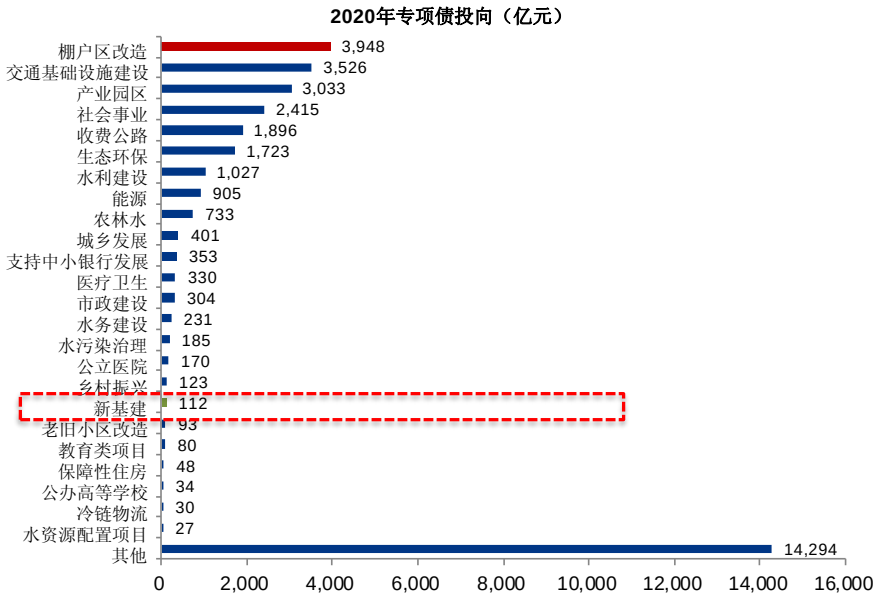
2020 年，国常会要求专项债不得投向土地储备和房地产相关领域后，土地储备专项债发行量降至零，棚改专项债发行量大幅减少。为了发挥专项债对于基建的拉动作用，2019 年 9 月，国务院常务会议提出专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、债务置换以及完全商业化运作的产业项目。但由于发文时点专项债发行已经近尾声，并且为了防止棚改项目出现“半拉子”项目，下半年放松了对棚改专项债的限制，2019 年专项债投向仍以棚改和土地储备为主，分别发行 7172 亿元和 6765 亿元，二者合计占当年新增专项债发行量的 64.9%。2020 年土地储备专项债的发行量直接降为 0，棚改专项债的发行量大幅下降至 3948 亿元，仅占当年新增专项债发行量的 11%，专项债投向交通基础设施建设、产业园区、收费公路、生态环保、水利建设等基建项目的金额和占比得到提升。值得注意的是，广东和安徽分别发行了 25 亿元和 86.6 亿元新基建专项债，主要投向智慧产业、信息技术、城际铁路等新型基础设施领域。

图表7：2019 年专项债投向仍以棚改和土地储备为主



资料来源：wind、粤开证券研究院

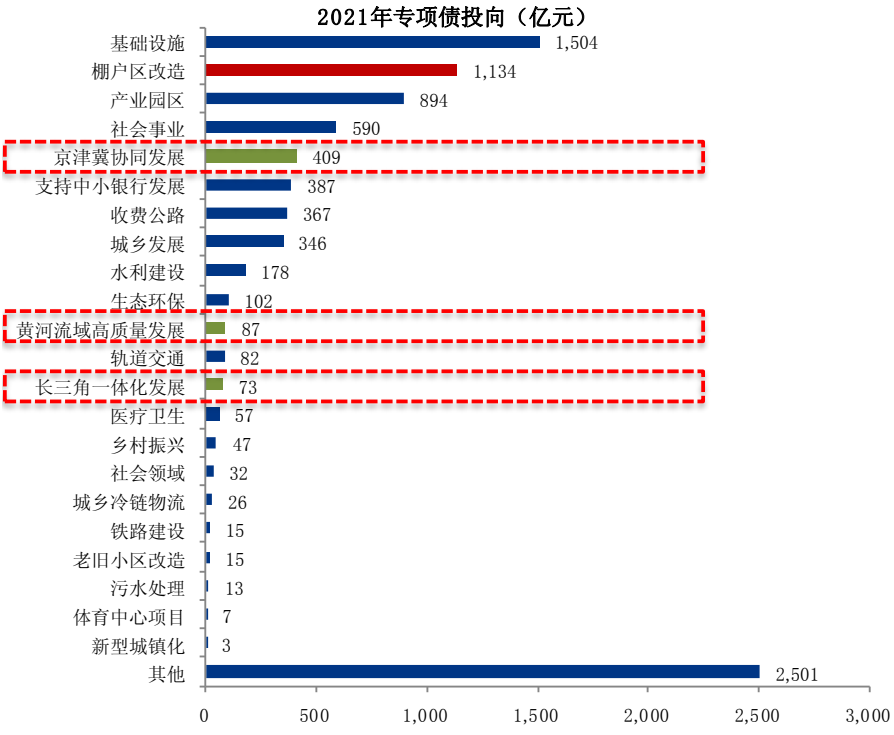
图表8：2020 年专项全年没有投向土地储备



资料来源：wind、粤开证券研究院

2021 年专项债重点支持京津冀协同发展、黄河流域高质量发展、长三角一体化发展等重大战略，并向“两新一重”、公共卫生项目倾斜。2021 年专项债主要投向国家重大战略项目（京津冀协同发展 409 亿元、黄河流域高质量发展 87 亿元、长三角一体化发展 73 亿元）、以及政府重点支持的新型基础设施建设（产业园区 894 亿元、城乡冷链物流 26 亿元）、新型城镇化建设（城乡发展 346 亿元、老旧小区改造 15 亿元、新型城镇化 3 亿元）、交通水利（收费公路 367 亿元、交通基础设施 359 亿元、轨道交通 82 亿元、铁路建设 15 亿元；水利建设 178 亿元、）等重大工程建设。在禁止发行土地储备、限制棚改专项债的情况下，2021 年专项债投向基建、新基建的比例得到大幅提升。

图表9：2021 年专项债主要投向



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表10：有关专项债投向的政策

时间	来源	相关文件与会议	主要内容
2017-06-01	财政部、国土资源部	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》(财预〔2017〕62号)	本办法所称土地储备，是指地方政府为调控土地市场、促进土地资源合理利用，依法取得土地，进行前期开发、储存以备供应土地的行为。
2017-07-13	财政部	《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）	鼓励有条件的地方立足本地区实际，围绕省（自治区、直辖市）党委、政府确定的重大战略，积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，以对应的政府性基金或专项收入偿还，项目成熟一个、推进一个。
2017-07-24	财政部、交通运输部	关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知（财预〔2017〕97号）	本办法所称的政府收费公路，是指根据相关法律法规，采取政府收取车辆通行费等方式偿还债务而建设的收费公路，主要包括国家高速公路、地方高速公路及收费一级公路等。
2018-03-26	财政部	关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知	优先在重大区域发展以及乡村振兴、生态环保、保障性住房、公立医院、公立高校、交通、水利、市政基础设施等领域选择符合条件的项目，积极探索试点发行项目收益专项债券。
2018-04-02	财政部	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》（财	本办法所称棚户区改造，是指纳入国家棚户区改造计划，依法实施棚户区征收

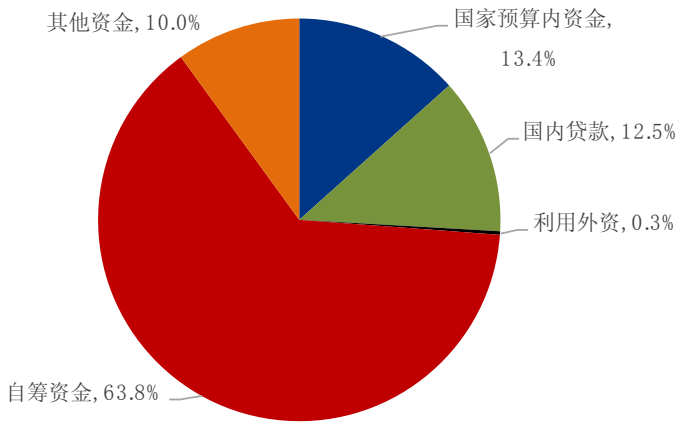
时间	来源	相关文件与会议	主要内容
		预〔2018〕28 号)	拆迁、居民补偿安置以及相应的腾空土地开发利用等的系统性工程，包括城镇棚户区（含城中村、城市危房）、国有工矿（含煤矿）棚户区、国有林区（场）棚户区和危旧房、国有垦区危房改造项目等。
2019-09-04	国务院	国务院常务会议	专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。
2020-04-14	国务院	国务院常务会议	推进城镇老旧小区改造……地方政府专项债给予倾斜，鼓励社会资本参与改造运营。
2020-07-01	国务院	国务院常务会议	在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
2020-10-22	财政部	《财政部对十三届全国人大三次会议第 4606 号建议的回复》（财预函〔2020〕89 号）	一是主要保障在建棚改项目，避免“半拉子”工程，原则上棚改专项债券资金支持后相关项目能够顺利实施。二是必须形成实物工作量。棚改专项债券资金只能用于棚改项目建设，不得用于偿还棚改债务，不得用于货币化安置，不得用于政策性补贴。
2021-02-26	财政部、发改委	《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》（财办预〔2021〕29 号）	2021 年新增专项债券重点用于交通基础设施，能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目，保障性安居工程等领域。

资料来源：中国政府网、财政部官网、粤开证券研究院

三、专项债可作为项目资本金吸引其他资金进入

在其他资金来源受阻下，基建对于专项债及配套资金的依赖度增强。根据国家统计局公布的基建资金来源数据，基建资金可以分为 5 个部分：自筹资金、国家预算内资金、国内贷款、利用外资、其他资金，占比分别为：63.8%、13.4%、12.5%、0.3%和 10.0%。自筹资金作为基建投资的最大资金来源，是影响基建投资的关键因素，其资金来源可以进一步分为政府性基金、地方专项债、城投债、PPP、非标等。但受限于“房住不炒”政策基调下房地产力度升级、政府隐性债务压力下城投平台举债融资受限、PPP 新政下规范项目运作、资管新规后非标净融资降为负值，自筹资金的其他资金来源加快收紧，这也是 2018 年基建回落的主要原因，在这种情况下，托底基建的重担就落到专项债项目中的专项债基金及其他配套资金上。

图表11：基建资金来源（2019 年数据）



资料来源：wind、粤开证券研究院

专项债作为项目资本金支持项目，并且比例在逐步提高，有利于缓解专项债项目配套融资压力。专项债资金支持投资项目的途径有三种：一是作为直投资金的形式投向政府自营自建项目；二是作为债务性资金投向项目公司或项目实施主体；三是作为项目资本金投向国家重点支持项目，随着配套资金融资困难，这一方式受到政府推崇。2019 年 6 月，国务院发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，包含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、供气项目等。同年 9 月，国务院常务会议提出扩大专项债的适用范围，明确铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利、城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育、托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础实施，并规定以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右，2020 年 3 月，该比例又提升至 25%。提高专项债用作项目资本金的比例可以更好地发挥专项债的引导作用，降低基础设施短板领域的投资门槛，吸引金融机构投资专项债项目的积极性。

图表12：有关专项债作为项目资本的相关政策

时间	来源	相关文件与会议	主要内容
2019-06-10	中共中央、国务院	《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》	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。
2019-09-04	国务院	国务院常务会议	以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右。
2019-11-13	国务院	国务院常务会议	降低部分基础设施项目最低资本金比例。明确基础设施项目可通过发行权益型、股权类金融工具筹措不超过 50%比例的资本金。
2020-03-30	财政部	/	以省为单位，2020 年专项债资金用于项目资本金规模占该省份专项债规模的比例提升至 25%，此前为 20%。

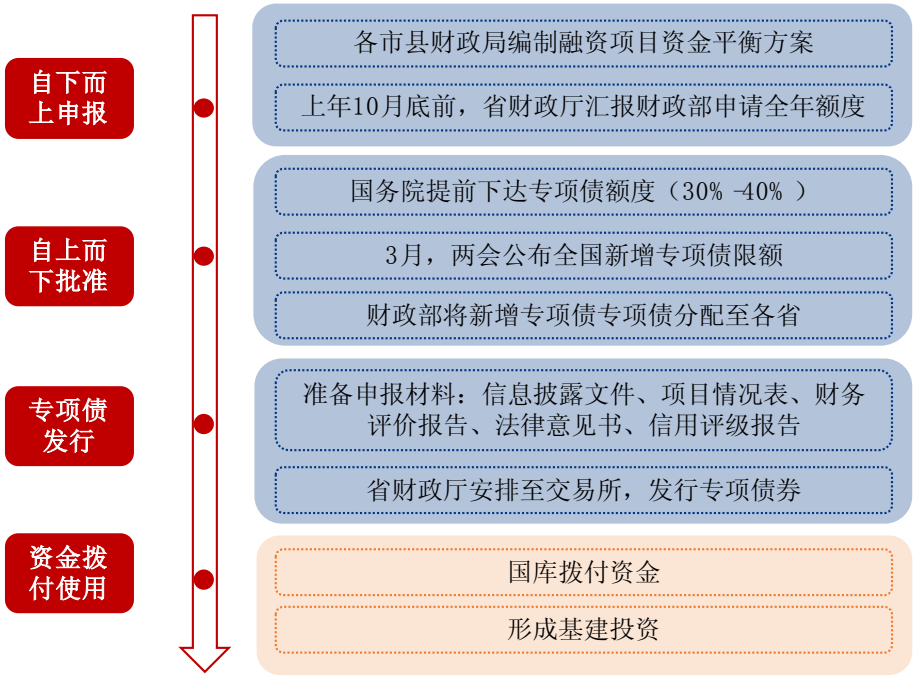
资料来源：中国政府网、财政部官网、粤开证券研究院

四、专项债发行后停留在账上、资金沉淀问题突出

专项债发行后资金在国库停留时间可控，一般几天到一个月就可拨付到项目上。2018年8月，财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》，要求加快专项债券资金拨付，防范资金长期滞留国库；2019年9月，国务院常务会议提出，地方专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，并督促各地尽快形成实物工作量。同时财政部允许有条件的地方在专项债发行前，可对预算已安排的债券资金项目通过调度库款周转，加快项目建设进度，待债券发行后及时回补库款。从实践看，专项债发行后一般仅在国库停留几天到一个月，就可拨付到具体项目中，这一环节对基建项目的影响基本可控。

项目前期准备不足、配套融资困难导致资金拨付后沉淀在项目单位，随着专项债监管加强，资金沉淀问题将逐步缓解。许多项目在勘察、设计、用地、环评、开工许可等前期工作准备不充分，专项债资金在拨付后依然趴在账上，出现“钱等项目”问题。此外，受“房住不炒”政策以及防范地方政府隐性债务风险的影响，政府性基金、城投债、非标等基建融资来源收紧，专项债项目由于配套资金不足而迟迟无法开工。例如，海南省审计厅指出，2019年安排本级和市县的专项债券有25.94%当年结转未使用；广东审计厅也指出，截至2019年底，全省共有313个2019年新增地方政府债券项目因项目进度与资金筹集不衔接等原因，债券资金未形成实际支出，涉及金额169亿元。针对以上问题，国务院在2019年6月发布《关于做好地方政府债券发行及项目配套融资工作的通知》，鼓励、引导银行和保险机构为符合标准的项目提供融资支持；2019年9月，国务院常务会议提出要加强项目管理，按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜。今年6月，财政部印发《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》,要求对专项债券资金预算执行和绩效目标实现情况进行“双监控”，提高专项债券资金使用效应。随着监管对于专项债发行使用实行穿透式监管，资金沉淀问题将得到缓解。

图表13：专项债发行使用流程



资料来源：粤开证券研究院

图表14：有关专项债作为项目资本的相关政策

时间	来源	相关文件与会议	主要内容
2018-08-14	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72号）	加快专项债券资金拨付使用。各级财政部门应当及时安排使用专项债券收入，加快专项债券资金拨付，防范资金长期滞留国库，尽早发挥专项债券使用效益。
2019-06-10	中共中央、国务院	《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》	积极鼓励金融机构提供配套融资支持。对于实行企业化经营管理的项目，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。
2019-09-04	国务院	国务院常务会议	今年限额内地方政府专项债券要确保9月底前全部发行完毕，10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量。 三是加强项目管理，防止出现“半拉子”工程。按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区。
2021-06-28	财政部	《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》（财预〔2021〕61号）	绩效运行监控是指在专项债券资金使用过程中，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”，查找资金使用和项目实施中的薄弱环节，及时纠正偏差。

资料来源：中国政府网、财政部官网、粤开证券研究院

五、2021年专项债对基建拉动测算

预计2021年专项债将带动约2.75万亿资金投向基建，和2020年基准情形下的2.02万亿相比，增量资金为6500亿元，在其他来源资金不变的情况下，提高2021年基建增速3.9个百分点。为了测算2021年专项债对基建的拉动作用，做出以下假设：

假设一：今年3.65万亿新增专项债全部发行完毕。虽然今年专项债发行节奏不及预期，市场担忧今年专项债额度会发不完，但考虑到地方政府不会轻易放弃全年额度，而且今年专项债发行窗口将会适当放宽，新增额度大概率会接近使用完毕。（2020年基准情形下实际发行3.6万亿）

假设二：中性假设下，专项债投向基建的比例为60%。在政策推动下，新增专项债流向基建项目的比例将大幅提升，悲观情形下50%用于基建，中性情形下为60%，乐观情形下为70%。（2020年基准情形下投向基建的比例为55%）

假设三：中性假设下，专项债用于项目资本金的比例为10%。专项债用于项目资本金的规模占该省专项债规模的比例可为25%，但实际操作中远低于这一比例，中性情况

下，假设专项债用于项目资本金的比例为 10%，悲观情形下为 5%，乐观情形下为 15%。（2020 年基准情形下用作项目资本金的比例为 5%）

假设四：中性假设下，2021 年落地的投资额占比为 2/3。在“资金跟着项目走”的要求下，专项债向成熟项目倾斜，当年落地形成实物投资的比例将大大提升，中性情况下为 2/3。（2020 年基准情形下当年落地比例为 55%）

图表15：2021 年新增专项债对基建的拉动情景测算

	按照全年额度 3.65 万亿计算									
投向基建比例（a）	基准情形	悲观			中性			乐观		
	55%	50%			60%			70%		
投向基建规模（万亿）(b=a*专项债规模)	1.98	1.83			2.19			2.56		
作为项目资本金比例（c）	5%	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
		5%	10%	15%	5%	10%	15%	5%	10%	15%
作为项目资本金金额(万亿)(d=b*c)	0.10	0.09	0.18	0.27	0.11	0.22	0.33	0.13	0.26	0.38
仅用作配套资金金额（万亿）(e=b-d)	1.88	1.73	1.64	1.55	2.08	1.97	1.86	2.43	2.30	2.17
可支持基建规模（亿元）(f=d*资本金杠杆+e*配套资金杠杆)	3.67	3.38	3.44	3.50	4.06	4.13	4.21	4.73	4.82	4.91
实际支持基建规模（万亿）（g=f*今年投资落地比例）	2.02	2.25	2.30	2.34	2.70	2.75	2.80	3.16	3.21	3.27
相对于基准情形下的增项资金(万亿)（h=g-2.02）	/	-0.16	0.28	0.32	0.69	0.74	0.79	1.14	1.20	1.25
在其资金来源不变下，2021 年基建增速(i=h/2020 年基建投资规模)	/	-0.8%	1.5%	1.7%	3.7%	3.9%	4.2%	6.0%	6.4%	6.7%

资料来源：wind、粤开证券研究院

注 1：专项债占项目资本金比例约 50%、资本金占项目投资额的比例约 80%；作为配套资金的专项债约占项目资本金的 55%左右；

分析师简介

罗志恒，2020 年 11 月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com