2020 年 07 月 05 日

# 近八千个项目，解密专项债“新”动向

## ——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

**2020 年新增专项债额度 3.75 万亿元，远高于 2019 年的 2.15 万亿元。时至年中，专项债重点投向哪些领域，对投资支持力度如何？近八千个项目梳理可供参考。**

● **政策托底加码下，新增专项债额度创新高，债券发行和新项目开工节奏均加快**

**专项债额度及增幅创新高，债券发行节奏明显加快。**2020 年新增专项债额度 3.75 万亿元，较 2019 年多增 1.6 万亿元，额度及增幅均创历史新高。发行节奏也明显快于以往，2020 年上半年专项债新券共发行 2.23 万亿元，高于 2019 年同期的 1.39 万亿元；其中二季度发行 1.15 万亿元，对应项目计划总投资达 8.4 万亿元。**项目新开工和储备增多，稳投资的连续性或有保障。**二季度，专项债支持的项目新开工占比大幅提升至 45.3%，明显高于一季度的 26.6%；同时，新开工项目建设节奏有所加快，新开工项目平均建设周期为 43 个月，明显低于在建项目平均的 62 个月左右。此外，3-4 月份项目申报明显增多，为稳投资提供项目储备。

● **专项债支持稳投资的同时，推动产业升级，及加大对医疗、环保等民生支持**

**相较 2019 年，专项债投向基建占比明显提升；但疫情后，专项债加大对医疗等民生项目的支持。**截至 6 月底，专项债投向交通运输等基建项目占比达 62.1%，高于 2019 年的 25%。其中，1-2 月专项债投向基建占比较高，3 月以来，以医疗卫生等为代表的社会事业明显上升，由 1-2 月的 12.9%抬升至 3-6 月的 36.2%。**从项目投资来看，以智能制造等为代表的产业园、生态环保等计划投资相对较大。**除交通运输外，专项债支持的产业园、生态环保项目投资规模较大；二季度，产业园和生态环保专项债分别发行 1889 亿元和 844 亿元，对应项目计划总投资分别为 14858 亿元和 6137 亿元。其中，智能制造、产业孵化等产业园投资较大。

● **分地区来看，东部赶工意愿较强、主要聚焦基建等，中、西部加大医疗等投入**

**相较于西部，东部稳增长诉求更强、债务掣肘也相对较弱，有利于稳增长措施尽快落地、形成有效投资。**疫情背景下，西部受到的冲击相对较小、复工复产进度相对较快；以出口为导向的部分东部地区，不仅受国内疫情的影响，还受海外疫情对出口等的拖累，稳增长诉求上升，专项债发行、项目申报等规模明显增长。**项目分地区来看，东、中部新开工较多；东部聚焦基建、环保等，中、西部医疗等项目较多。**专项债支持项目中，东、中部新开工占比均超 45%，中部新开工项目平均建设周期 38 个月，显著低于全国均值。东部和东北专项债投向基建占比超 50%，生态环保占比也较高；中、西部投向医疗和教育占比较高、合计超 15%。

● **风险提示：**数据统计过程中可能的偏误与遗漏。

相关研究报告

《宏观深度报告-影响美国大选的两条关键逻辑》-2020.7.4

# 目 录

1、 专项债额度创新高，发行和开工节奏均加快 ..... 4
1.1、 政策托底加码下，专项债发行规模远超同期 ..... 4
1.2、 新开工和储备项目增多，投资的连续性较好 ..... 6
2、 专项债稳增长的同时，兼顾调结构和惠民生 ..... 8
2.1、 专项债投向丰富，产业园和医疗卫生等增多 ..... 8
2.2、 产业园和环保等投入增多，旧改仍有待观察 ..... 10
3、 地区层面投融资结构的优化，有利于稳投资 ..... 13
3.1、 东部地区稳增长诉求更强，掣肘也相对较弱 ..... 13
3.2、 东部聚焦基建环保等，中、西部医疗等较多 ..... 15
4、 研究结论 ..... 17
5、 风险提示 ..... 18

# 图表目录

图 1: 专项债额度及增幅均创新高 ..... 5
图 2: 专项债新券发行节奏前移 ..... 5
图 3: 2020 年上半年专项债新券发行规模已超过 2019 年 ..... 5
图 4: 地方债发行较多时，多有流动性支持 ..... 6
图 5: 地方债发行利率中枢明显下移 ..... 6
图 6: 2020 年开始，地方债当年到期规模超过 2 万亿元 ..... 6
图 7: 专项债发行期限明显拉长 ..... 6
图 8: 相较一季度，二季度新开工占比明显提升 ..... 7
图 9: 二季度，新开工项目占比多数抬升 ..... 7
图 10: 市政产业园、交通设施等新开工投资规模居前 ..... 7
图 11: 新开工项目建设周期短于在建项目 ..... 7
图 12: 2020 年 3 月和 4 月发改委项目申报规模明显增加 ..... 8
图 13: 2020 年 1-6 月专项债投向基建占比明显抬升 ..... 8
图 14: 3 月以来，专项债投向社会事业占比明显抬升 ..... 8
图 15: 专项债投向市政产业园、收费公路、生态环保等规模居前 ..... 9
图 16: 专项债支持的收费公路、生态环保等投资居前 ..... 9
图 17: 交通基础设施、生态环保和社会事业等占比较高 ..... 9
图 18: 项目本息覆盖倍数大多在 1.5 倍以内 ..... 10
图 19: 不含专项债的资本金比例超过 40%占比达 53.6% ..... 10
图 20: 现金流较好的收费公路等资本金比例相对较低 ..... 10
图 21: 资本金和专项债作为配套资金比例多接近 100% ..... 10
图 22: 2020 年生态环保类专项债明显增多 ..... 11
图 23: 环保项目集中于环境综合治理和污水处理 ..... 11
图 24: 5 月医疗卫生类专项债规模明显增加 ..... 12
图 25: 社会事业主要包括教育与医疗卫生 ..... 12
图 26: 老旧小区改造专项债集中在东部 ..... 12
图 27: 老旧小区改造项目资本金比例大部分在 40%以上 ..... 12
图 28: 新模式下，老旧小区改造项目收益的潜在来源 ..... 13

图 29：上半年专项债规模，东部最大、西部略高于东部 ..... 13
图 30：各省市专项债新券发行情况 ..... 13
图 31：2020 年一季度西部经济表现相对较好 ..... 14
图 32：西部投资修复也相对较快 ..... 14
图 33：发改委项目东、中部增长较快，东、西部规模居前 ..... 14
图 34：东部基建和土木工程建筑合计规模高于其他地区 ..... 14
图 35：东、中部城投债“借新还旧”比例低于西部 ..... 15
图 36：东、中部地方债务压力相对较低 ..... 15
图 37：除东北外，其余地区专项债投基建占比均有下降 ..... 15
图 38：上半年，上海、大连等专项债 100%投向基建 ..... 15
图 39：新基建和老旧小区改造多在东、中部地区 ..... 16
图 40：东部专项债支持项目计划总投资规模居前 ..... 16
图 41：广东、四川等东、西部省市计划总投资规模居前 ..... 16
图 42：东、中部新开工项目占比高于西部和东北 ..... 17
图 43：中部新开工项目平均建设周期较短 ..... 17

表 1：2 月底以来，稳增长措施陆续落地 ..... 4
表 2：2020 年二季度专项债支持的产业园项目涵盖智能制造、物流等 ..... 11
表 3：部分专项债对应老旧小区改造项目收益主要来源 ..... 13
表 4：按专项债结构，二季度东部聚焦基建、生态环保等 ..... 16
表 5：按二季度专项债项目总投资结构，东部市政产业园等投资占比较大 ..... 17

2020 年新增专项债额度 3.75 万亿元，远高于 2019 年的 2.15 万亿元。时至年中，专项债重点投向哪些领域，对投资支持力度如何？近八千个项目梳理可供参考。

# 1、 专项债额度创新高，发行和开工节奏均加快

## 1.1、 政策托底加码下，专项债发行规模远超同期

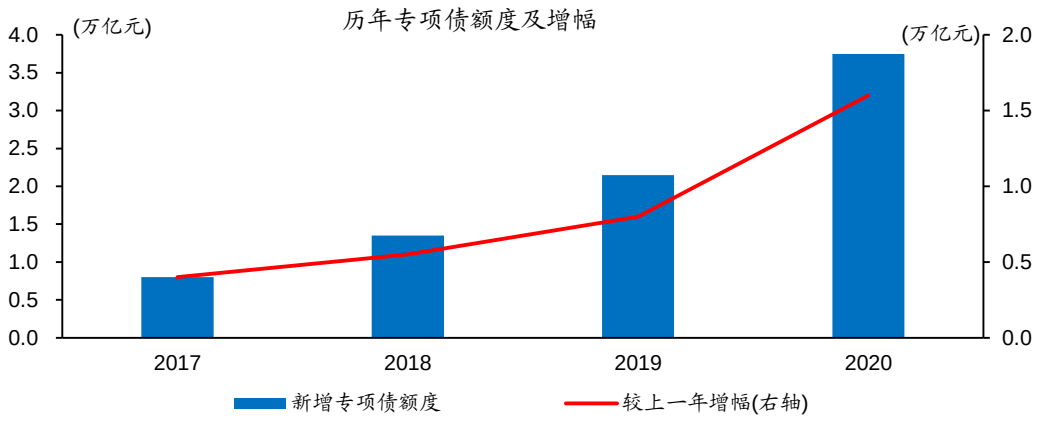
**政策托底加码下，专项债额度及增幅均创新高。**2 月底以来，政策大力推动复工复产，尤其是对于具备开复工条件、能尽快形成有效投资的项目，加快开复工；3 月以来，政策对冲力度明显加大，明确提出要适当提高财政赤字率、发行特别国债、增加专项债额度等；4 月以来，政策托底思路明晰，中央政治局会议强调要积极扩大内需，扩大有效投资等；政府工作报告强调，积极的财政政策要更加积极有为，新增专项债额度 3.75 万亿元，较 2019 年多增 1.6 万亿元，额度及增幅均创历史新高。

**表1：2 月底以来，稳增长措施陆续落地**

| 会议 | 时间 | 内容 |
|---|---|---|
| 国务院常务会议 | 2020/3/1 | 通过**推进改革创新、大力发展先进制造业、扩大制造业开放、深挖内需潜力**等四大举措，促进制造业稳增长，稳定经济发展的基本盘。 |
| | 2020/3/31 | 确定**再提前下达一批地方政府专项债额度，带动扩大有效投资**；部署强化对中小微企业的金融支持；要求加大对困难群体相关补助政策力度。 |
| | 2020/4/21 | 决定提高普惠金融考核权重和降低中小银行拨备覆盖率，**促进加强对小微企业的金融服务**；明确帮助服务业小微企业和个体工商户缓解房租压力的措施。 |
| | 2020/5/13 | 要求把“六保”作为“六稳”工作的着力点，稳住经济基本盘。 |
| | 2020/6/9 | 省级政府要将自身财力更多下沉基层，弥补基层财力缺口，以**确保中央确定的保就业保民生保市场主体举措真正落到实处**。 |
| | 2020/6/17 | 做好“六稳”工作，落实“六保”任务，必须在**发挥好积极财政政策特别是纾困和激发市场活力规模性政策作用**同时，**加大货币金融政策支持实体经济力度**，帮助企业特别是中小微企业渡过难关，推动金融机构与企业共生共荣。 |
| 稳投资工作电视电话会议 | 2020/3/26 | 积极有序推动重大投资项目开工复工，**发挥好有效投资在稳增长中关键作用**。 |
| 中央政治局会议 | 2020/2/21 | 要**积极扩大有效需求**，促进消费回补和潜力释放，**发挥好有效投资关键作用**，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。 |
| | 2020/3/27 | 要**加大宏观政策调节和实施力度**。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，**积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度**，适当提高财政赤字率，发行特别国债，**增加地方政府专项债券规模**，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。 |
| | 2020/4/17 | 要**积极扩大有效投资**，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。 |
| | 2020/5/15 | 要依靠改革激发市场主体活力，增强发展新动能。**要实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变。**要确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收。要推进更高水平对外开放，稳住外贸外资基本盘。 |
| 政府工作报告 | 2020/5/22 | **财政赤字率按 3.6%以上安排**，赤字规模增加 1 万亿；**拟安排地方政府专项债 3.75 万亿元**，拟发行 1 万亿元抗疫特别国债…各类结余、沉淀资金要**应收尽收、重新安排**。 |

资料来源：中国政府网、新华社、开源证券研究所

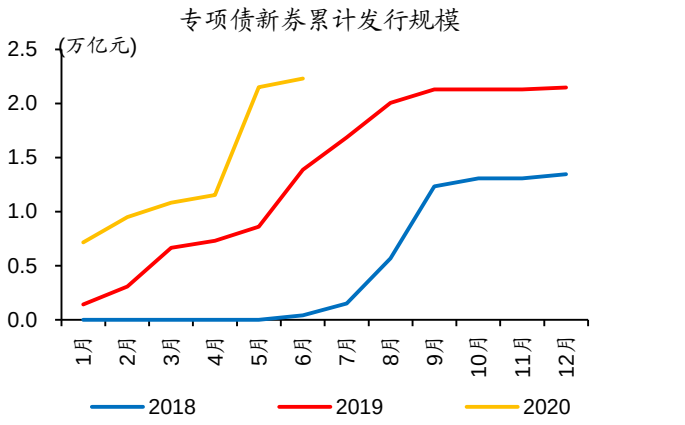
图1：专项债额度及增幅均创新高




数据来源：财政部、开源证券研究所

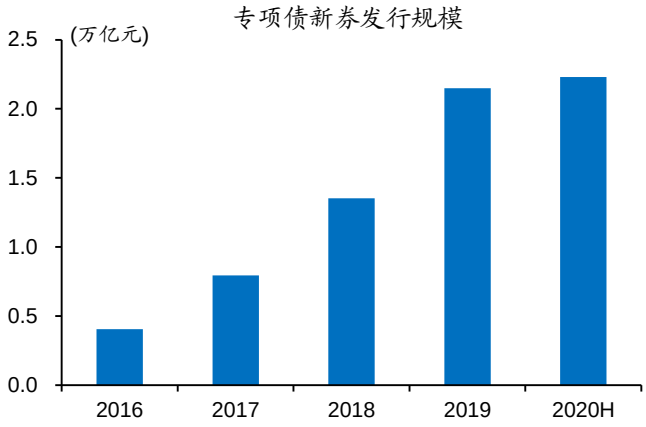
**专项债新券发行节奏加快，上半年发行规模已超过 2019 年全年**。稳增长下，财政部分 3 个批次、合计提前下达 2.29 万亿元专项债额度，超过 2019 年全年的 2.15 万亿元。发行节奏也明显快于以往，2020 年上半年专项债新券共发行 2.23 万亿元，远高于 2019 年同期的 1.39 万亿元，也超过 2019 年全年发行规模；6 月专项债发行规模回落，可能与特别国债错峰发行有关，预计剩余额度或主要集中在三季度发行。

图2：专项债新券发行节奏前移




数据来源：Wind、开源证券研究所

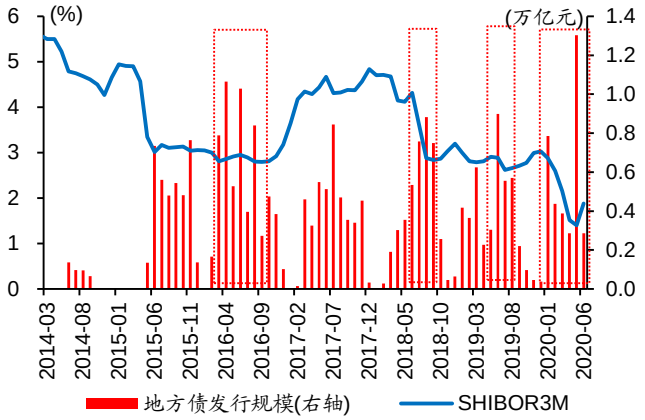
图3：2020 年上半年专项债新券发行规模已超过 2019 年




数据来源：Wind、开源证券研究所

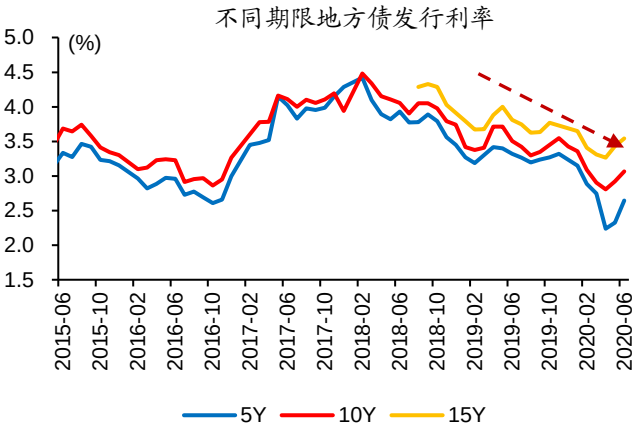
**地方债发行放量的同时，发行成本中枢下移，发行期限也明显拉长**。年初以来，央行加码宽松，配合地方债融资等稳增长措施，地方债发行利率中枢明显下移，10 年期地方债发行加权利率，从 2019 年 12 月的 3.43%下降至 2020 年 6 月的 3.07%。地方债规模不断累积的同时，到期压力也在逐步上升，2020 年地方债到期超过 2 万亿元、2023 年将超过 3.5 万亿元。在这种背景下，财政部新增 20 年、30 年期限地方债，专项债发行期限明显拉长，10 年以上期限发行规模占比 2019 年之前不到 3%，2019 年抬升至 12.6%，2020 年上半年更是高达 46.8%。

图4：地方债发行较多时，多有流动性支持



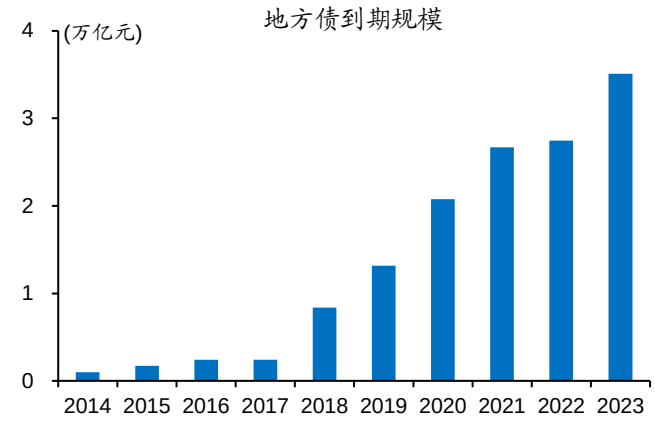

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：地方债发行利率中枢明显下移



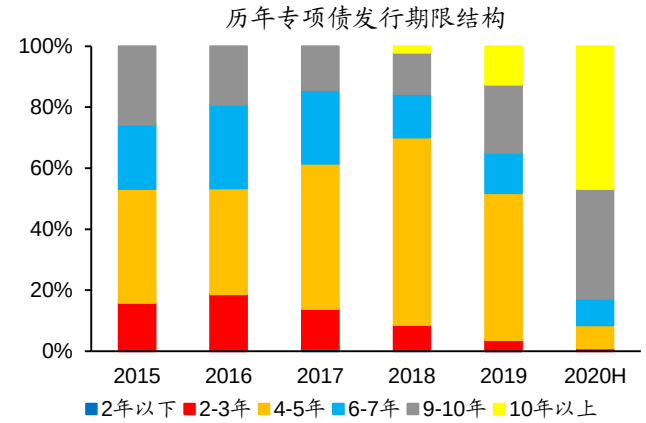

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年开始，地方债当年到期规模超过 2 万亿元




数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：专项债发行期限明显拉长



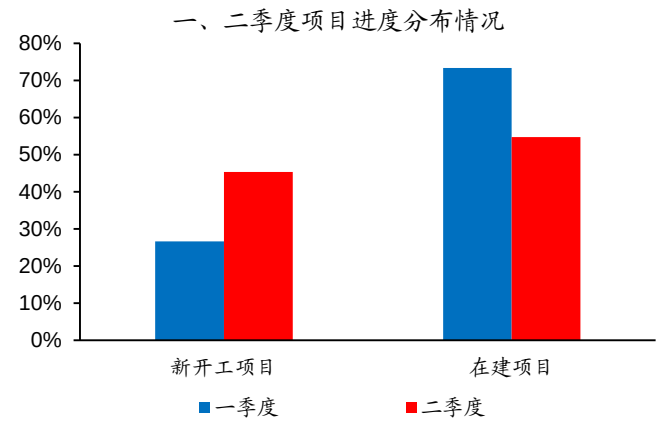

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、 新开工和储备项目增多，投资的连续性较好

**相较一季度，二季度新开工项目占比明显上升，尤其是冷链物流、交通设施等。**一季度[1]，专项债支持的项目中，新开工和在建项目占比分别为 26.6%和 73.4%；二季度[2]，新开工项目占比大幅提升至 45.3%。分类来看，多数领域二季度新开工项目占比高于一季度，其中冷链物流占比超过 70%，能源和其他交通设施开工占比超过 60%，医疗卫生、教育、市政产业园新开工占比也相对较高、均在 50%附近。

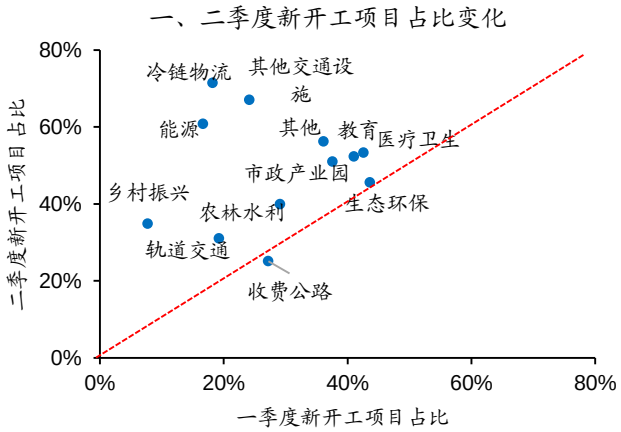
[1]由于资料可得性等因素，为不完全统计样本，共有 865 个项目。
[2] 4 月以来专项债统一披露项目投融资信息，统计样本包括已公开的全部专项债支持项目，合计 7086 个项目。

**图8：相较一季度，二季度新开工占比明显提升**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

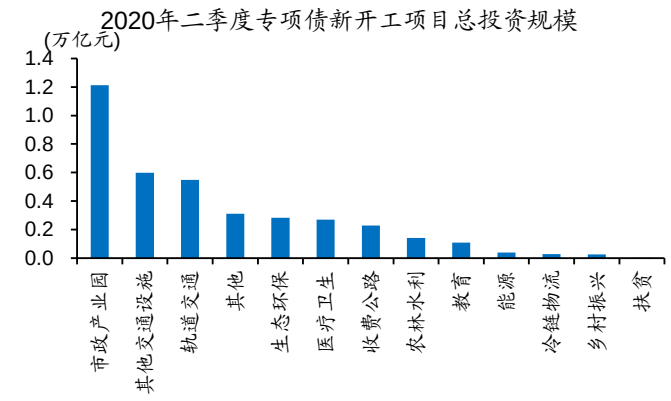
**图9：二季度，新开工项目占比多数抬升**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

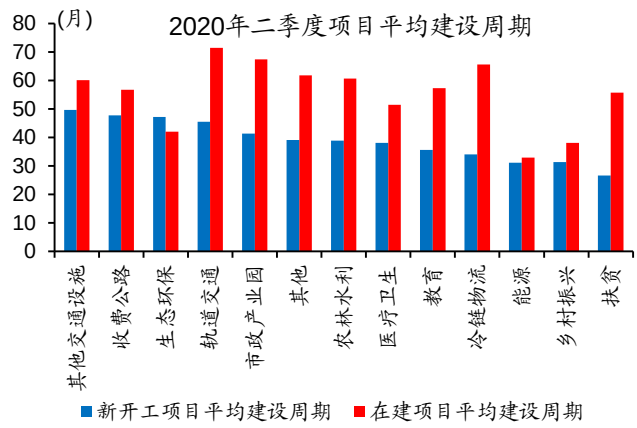
**4 月以来，专项债支持项目中，市政产业园、交通设施等新开工投资规模居前，新开工项目建设节奏有所加快。**二季度数据显示，专项债支持项目计划总投资规模达 8.4 万亿元；其中，新开工项目计划总投资规模达 3.8 万亿元，市政产业园、轨道交通、其他交通设施规模居前、合计达 2.36 万亿元。项目建设周期来看，新开工项目平均建设周期 43 个月，明显低于在建项目平均 62 个月的建设周期，冷链物流、能源、乡村振兴等新开工项目建设周期相对较短、均低于整体平均水平。

**图10：市政产业园、交通设施等新开工投资规模居前**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

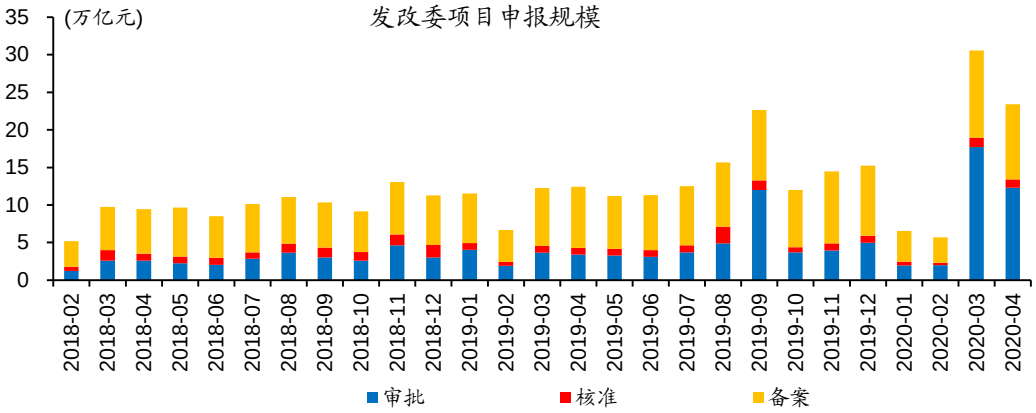
**图11：新开工项目建设周期短于在建项目**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**同时，项目申报明显增多，为稳增长提供充足的项目储备。**3 月以来，固定资产投资项目申报快速攀升，3 月和 4 月分别达 30.6 万亿元和 23.4 万亿元，高于 2019 年月平均 13.2 万亿元，及 2019 年 9 月最高的 22.6 万亿元；尤其是政府主导的审批类项目明显放量，3 月和 4 月分别达 17.7 万亿元和 12.3 万亿元，高于 2019 年月平均的 4.4 万亿元和 2019 年 9 月的 12 万亿元。在“资金跟着项目走”原则下，发改委项目申报的增多，为专项债提供了充足项目储备，为稳增长连续性提供保障。

图12：2020 年 3 月和 4 月发改委项目申报规模明显增加



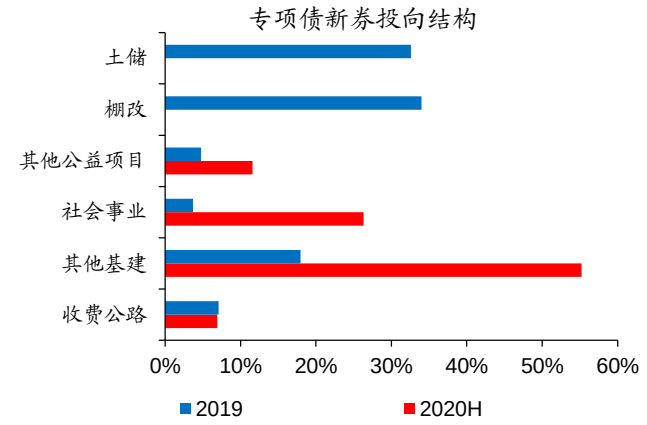

数据来源：发改委、开源证券研究所

## 2、 专项债稳增长的同时，兼顾调结构和惠民生

### 2.1、 专项债投向丰富，产业园和医疗卫生等增多

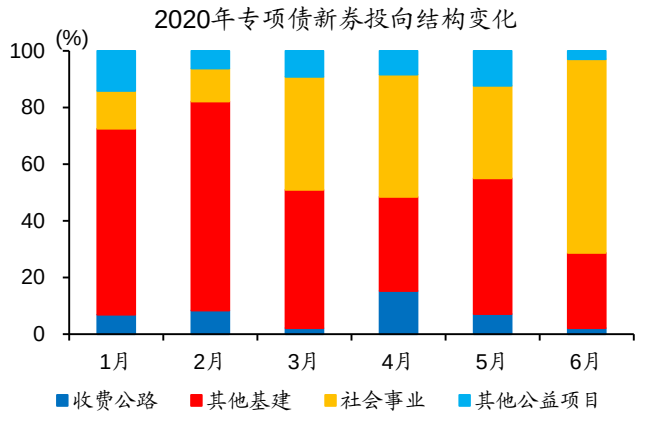
**相较 2019 年，专项债投向基建占比明显提升；但疫情后，专项债加大对医疗等民生项目的支持**。截至 6 月底，2020 年已发行专项债投向收费公路和其他基建占比合计达 62.1%，高于 2019 年的 25%，部分缘于土地储备和棚改专项债的压缩[3]。其中，1 月和 2 月专项债投向基建占比较高，3 月以来专项债投向以医疗和卫生等为代表的社会事业明显上升，由 1-2 月的 12.9%抬升至 3-6 月的 36.2%。

图13：2020 年 1-6 月专项债投向基建占比明显抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：3 月以来，专项债投向社会事业占比明显抬升



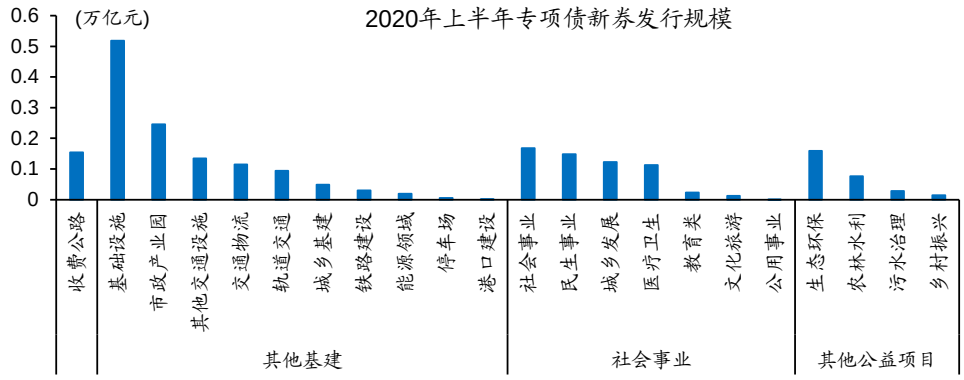

数据来源：Wind、开源证券研究所

**具体地，基建项目中交通运输、市政产业园等占比较高，非基建项目中民生事业和公用事业等占比也不低**。根据各地披露的专项债募资用途，我们将专项债投向大致划分为二十多个小类，关注度较高的基建领域，具体包括收费公路、轨道交通、

[3] 2019 年 9 月 4 日国常会强调，“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”。http://www.gov.cn/premier/2019-09/04/content_5427292.htm

市政产业园等，其中跟交通运输相关收费公路、铁路和轨道交通等占比至少有 23.9%[4]；非基建项目中，民生事业、公用事业、医疗卫生和社会事业占比相对较高，合计达 26.3%，还有一部分专项债支持生态环保、污水治理等。

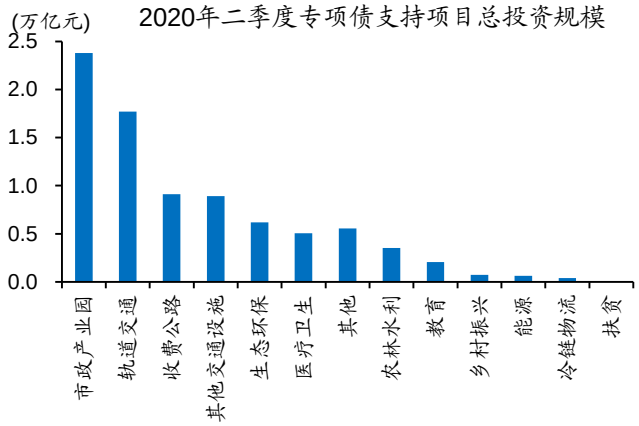
**图15：专项债投向市政产业园、收费公路、生态环保等规模居前**




数据来源：Wind、开源证券研究所

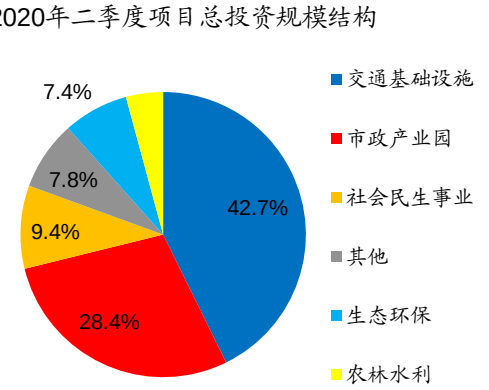
**从专项债支持的项目来看，除交通基础设施外，政府主导的产业园、生态环保、社会事业等投资规模也较大。**根据已公开的信息，二季度专项债新券发行 1.15 万亿元，对应支持的项目计划总投资规模达 8.37 万亿元；其中，收费公路、轨道交通等交通基础设施类占比 42.7%，市政产业园、社会民生事业占比也较高，分别达 28.4%和 9.4%。结合前面专项债投向来看，基建投资或不能完全反映稳投资情况。

**图16：专项债支持的收费公路、生态环保等投资居前**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**图17：交通基础设施、生态环保和社会事业等占比较高**



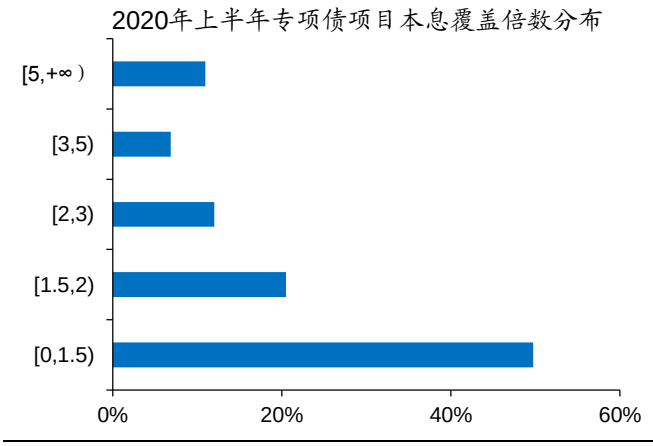

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**此外，项目质量等可能影响专项债等财政资金使用效率，项目现金流相对较好的收费公路、能源等资本金比例相对较低。**据不完全统计，在我们统计的样本中，项目本息覆盖倍数大多在 1.5 倍以内、占比接近 50%。偏弱的项目现金流，使得项目资本金比例较高，不含专项债的资本金比例中位数为 43%、超过 40%的达 53.6%；其中，项目现金流相对较好的收费公路、能源项目资本金比例相对较低，平均在 30%

[4]由于地方债募集资金用途说明口径不一致，有细分统计可能含有交通运输相关，如只笼统公布基础设施、城乡基建等；4 月启用统一分类模板后，各地划分标准仍不完全一致，例如部分城际铁路项目计入轨道交通。

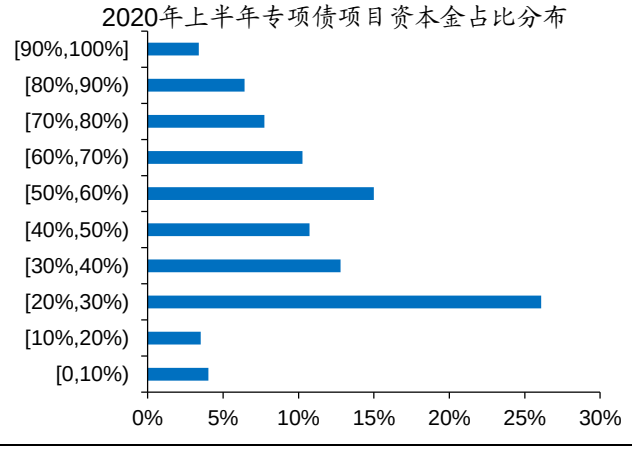
左右。除项目质量外，地方高杠杆也掣肘专项债等财政资金使用效率，资本金和专项债作为配套资金合计比例大多接近 100%，或意味着财政资金杠杆撬动效应较弱。

**图18：项目本息覆盖倍数大多在 1.5 倍以内**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**图19：不含专项债的资本金比例超过 40%占比达 53.6%**



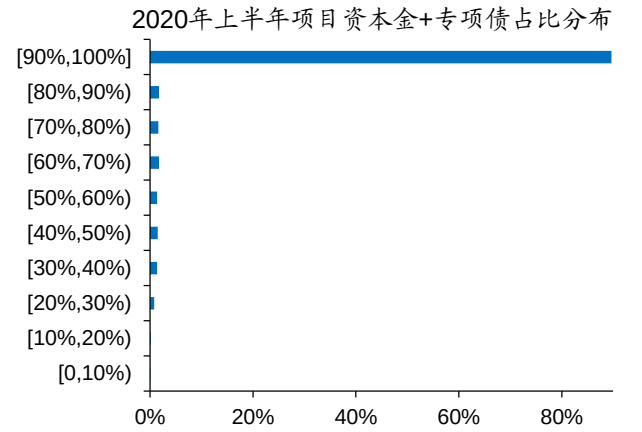

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**图20：现金流较好的收费公路等资本金比例相对较低**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**图21：资本金和专项债作为配套资金比例多接近 100%**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

## 2.2、 产业园和环保等投入增多，旧改仍有待观察

**产业园项目，以智能制造等为代表的新兴产业，及物流、服务与商贸等为代表的服务业居多**。二季度市政产业园专项债中，支持产业园建设的专项债规模达 1889 亿元，明显高于市政基础设施类的 1147 亿元。从项目投资来看，产业园项目计划总投资规模达 14858 亿元；其中，智能制造与新兴制造、双创与产业孵化、生物医药和电子信息等新兴产业投资占比较大、合计超 32%，物流与保税区、服务与商贸等服务业占比合计超 10%，传统产业以升级改造为主、占比也不低。

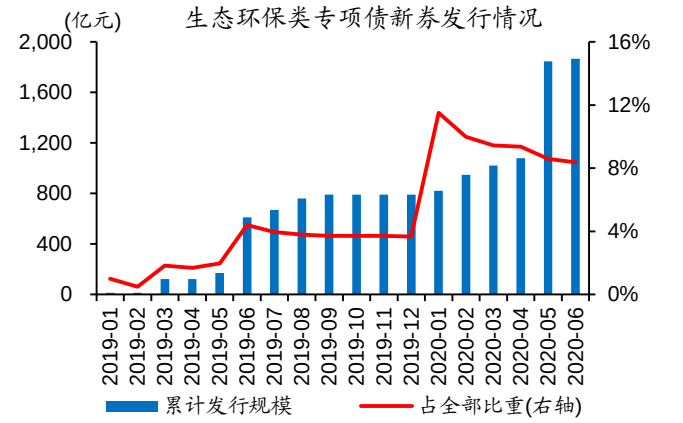
**表2：2020 年二季度专项债支持的产业园项目涵盖智能制造、物流等**

| | 专项债规模(亿元) | 项目总投资规模(亿元) | 专项债规模占比 | 项目总投资规模占比 |
|---|---|---|---|---|
| 智能制造与新兴制造 | 309 | 2,054 | 16.4% | 13.8% |
| 双创与产业孵化 | 190 | 1,441 | 10.0% | 9.7% |
| 物流与保税区 | 121 | 953 | 6.4% | 6.4% |
| 传统产业 | 113 | 776 | 6.0% | 5.2% |
| 服务与商贸 | 98 | 636 | 5.2% | 4.3% |
| 生物医药 | 96 | 673 | 5.1% | 4.5% |
| 电子信息 | 89 | 631 | 4.7% | 4.3% |
| 农业与食品加工 | 63 | 535 | 3.3% | 3.6% |
| 汽车制造 | 50 | 251 | 2.7% | 1.7% |
| 其他 | 760 | 6,907 | 39.2% | 45.6% |

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

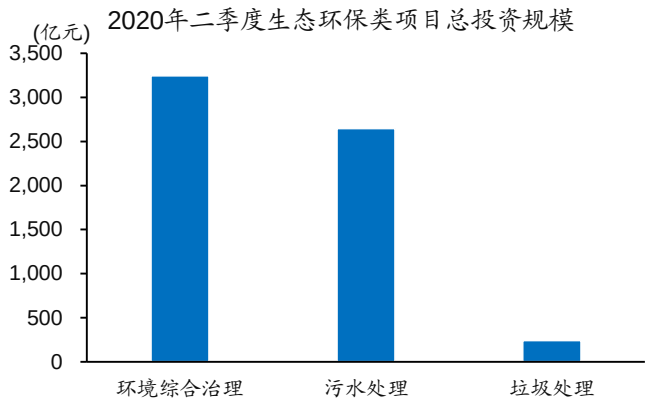
**生态环保类专项债也明显增多，主要投向综合环境治理和污水治理**。2019 年年中开始，专项债加大对生态环保领域的支持，环保类占专项债比重，一度跳升至 4%以上；2020 年支持力度进一步加大，上半年占比 8.4%，高于 2019 年全年的 3.7%。从 2020 年二季度项目情况来看，生态环保类专项债规模 844 亿元，对应项目计划总投资规模 6137 亿元，其中环境综合治理和污水处理分别为 3247 亿元和 2648 亿元。

**图22：2020 年生态环保类专项债明显增多**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

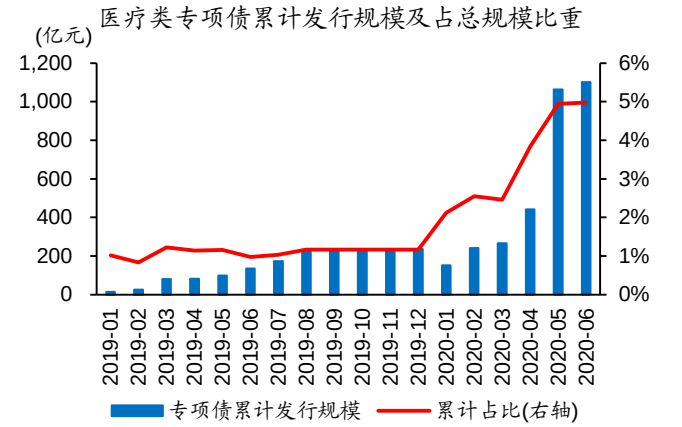
**图23：环保项目集中于环境综合治理和污水处理**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

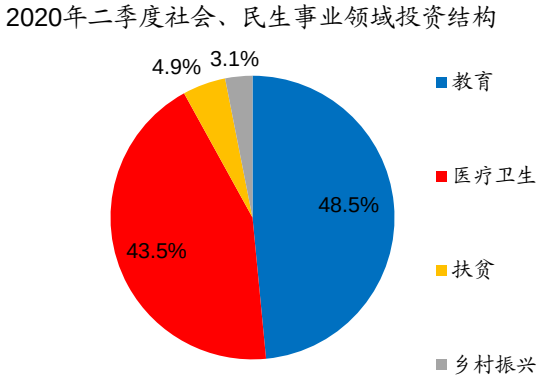
**疫情背景下，专项债对医疗卫生的支持力度明显加大，用于支持医院建设和医疗设备购置等**。4 月以来，医疗卫生类专项债发行规模明显增加，占专项债比重由一季度的 2.46%抬升至年中的 4.98%，远高于 2019 年的 1.16%。就二季度情况来看，医疗卫生和教育为社会事业类项目主要投向，投资规模比重分别达 43.5%和 48.5%，其中医疗卫生计划总投资规模 5545 亿元，大多用于医院建设和医疗设备购置。

**图24：5月医疗卫生类专项债规模明显增加**




数据来源：Wind、开源证券研究所

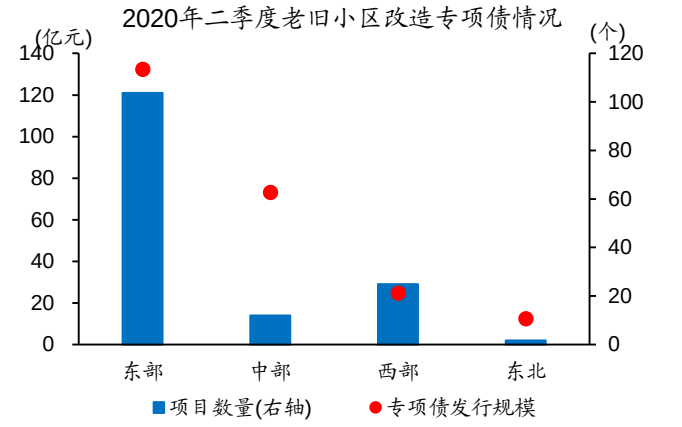
**图25：社会事业主要包括教育与医疗卫生**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

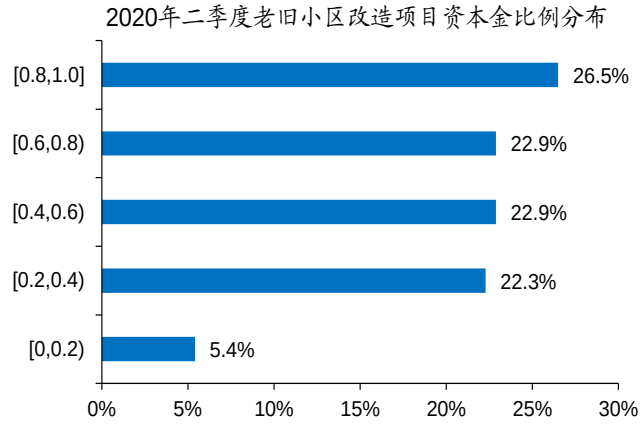
**老旧小区改造专项债和项目投资规模仍相对较小，项目投融资机制创新或有助于项目推进**。根据中央和地方规划，2020 年全国计划改造城镇老旧小区 3.9 万个、较 2019 年的 1.9 万个小区翻番。3 月以来，中央对老旧小区改造重视度明显提升，将其纳入专项债支持范围。二季度老旧小区改造专项债发行规模 208 亿元，对应项目计划总投资规模 973 亿元。从项目融资与收益情况来看，老旧小区改造项目资本金比例大部分在 40%以上，部分地区通过盘活小区内闲散资源、增加广告收入、捆绑周边优质项目等增厚收益，对社会资本的吸引力有望提升。

**图26：老旧小区改造专项债集中在东部**



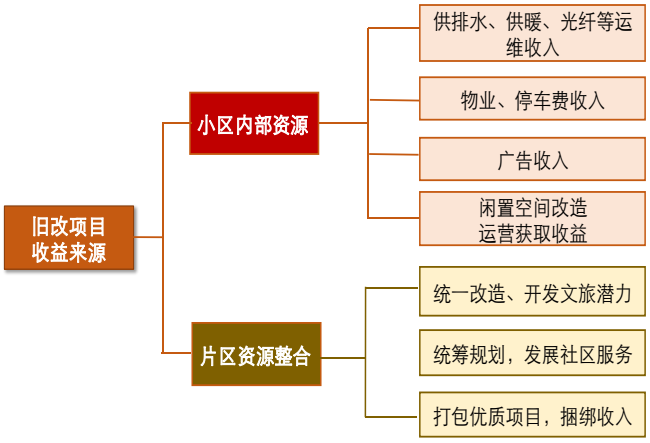

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**图27：老旧小区改造项目资本金比例大部分在40%以上**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图28：新模式下，老旧小区改造项目收益的潜在来源




资料来源：各地发改委、开源证券研究所

表3：部分专项债对应老旧小区改造项目收益主要来源

| | 专项债规模（亿元） | 项目总收益（亿元） | 收益来源 |
|---|---|---|---|
| 内蒙古二连浩特市 2020 年老旧小区改造工程 | 0.28 | 0.47 | 丰巢柜场地费、直饮水机场地费、垃圾分拣柜场地费、自动售货机场地费、物业费、停车费 |
| 包头市青山区 2020 年老旧小区综合治理改造项目二期 | 0.70 | 1.27 | 物业费、云柜管理费、**广告位收入** |
| 2020 年海拉尔老旧小区环境综合整治工程一期 | 0.45 | 0.85 | 物业费、云柜管理费、**广告位收入**、停车位收入、政府补贴收入 |
| 贺兰县老旧小区改造及小微公园建设项目 | 0.13 | 0.29 | **土地出让收益、广告位收入、承接活动和商演收入** |
| 江汉区武汉金融街片区老旧小区功能提升工程 | 60.00 | 148.03 | 购置物业租赁收入、**公共配套服务、智慧社区服务、新金融产业收入、新经济产业园收入** |

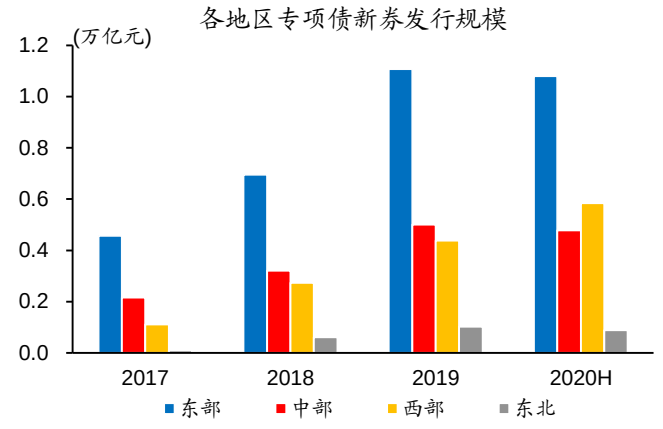
资料来源：中国债券信息网、开源证券研究所

## 3、 地区层面投融资结构的优化，有利于稳投资

### 3.1、 东部地区稳增长诉求更强，掣肘也相对较弱

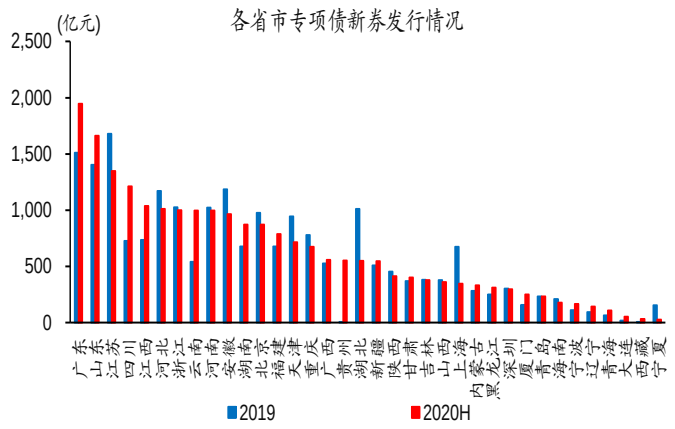
**分地区来看，东部发行规模最大，西部略超过中部**。截至 6 月底，东部专项债新券发行规模最大、达 1.08 万亿元；西部发行规模居次、达 5845 亿元，高于中部的 4780 亿元，东北最少、只有 882 亿元。从历史经验来看，专项债新券发行规模从大到小排序，一般是东部、中部、西部和东北；当前西部发行规模略高于中部，或部分缘于疫情对湖北等省市发债的影响，也可能与前期西部项目储备较多有关。

图29：上半年专项债规模，东部最大、西部略高于东部




数据来源：Wind、开源证券研究所

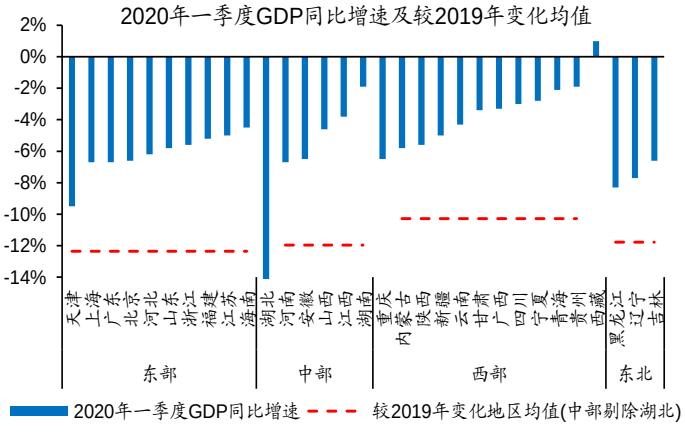
图30：各省市专项债新券发行情况




数据来源：Wind、开源证券研究所

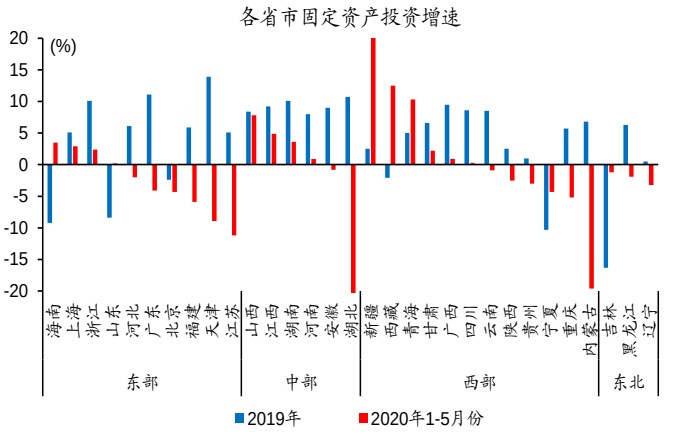
**相较于西部，东部受国内外疫情影响相对较大，稳增长诉求更强**。疫情影响下，大部分省市一季度 GDP 出现负增长，西部表现相对好于其他地区；国内疫情对湖北，及天津、上海和广东等东部影响较大，同时以出口为导向的部分东、中部地区还受到海外疫情的影响。西部疫情相对较轻，复工复产相对较快，新疆、西藏等西部省份累计投资增速已达两位数增长；海外疫情对出口等的影响，拖累部分东部地区经济。

图31：2020 年一季度西部经济表现相对较好




数据来源：Wind、开源证券研究所

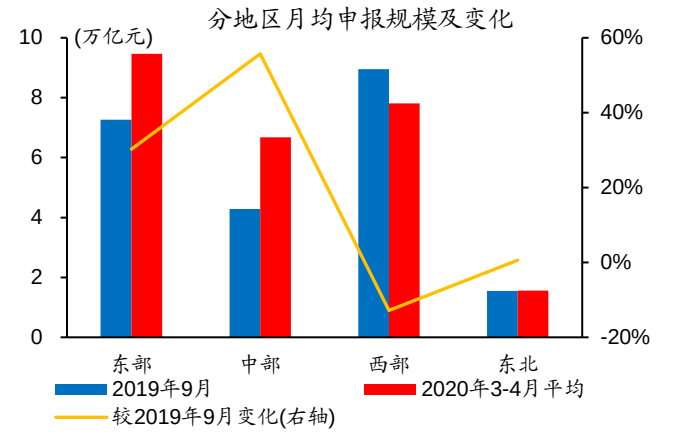
图32：西部投资修复也相对较快




数据来源：Wind、开源证券研究所

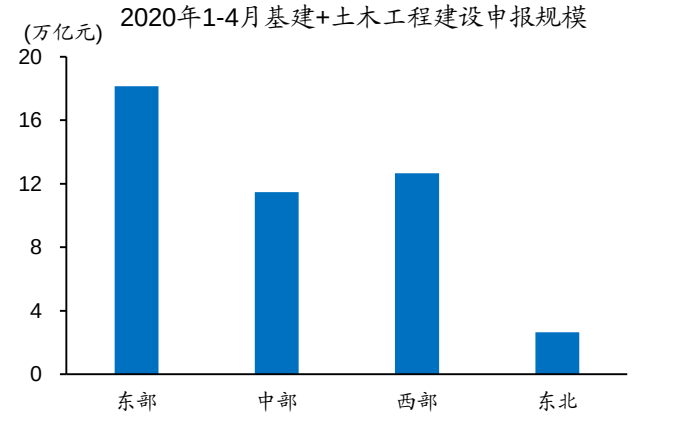
**稳增长诉求反映在项目申报上，东部项目申报规模增长较快，基建相关项目规模明显高于其他地区。**相较 2019 年 9 月，2020 年 3 月和 4 月东、中部项目申报月均规模分别增长 30.2%和 55.7%，东北基本持平、西部明显回落。考虑到土木工程建筑主要为基建相关建设，基建三大行业与土木工程建筑合计申报规模，东部达 18.2 万亿元，明显高于中部的 11.5 万亿元和西部的 12.7 万亿元。

图33：发改委项目东、中部增长较快，东、西部规模居前




数据来源：发改委、开源证券研究所

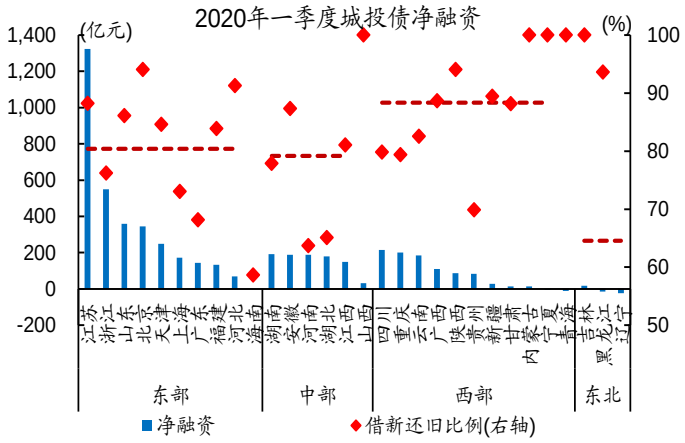
图34：东部基建和土木工程建筑合计规模高于其他地区




数据来源：发改委、开源证券研究所

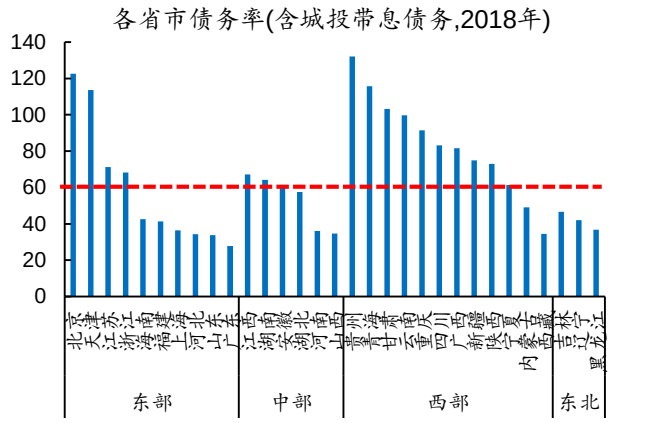
**东部债务掣肘相对较弱，也有利于稳增长措施尽快落地、形成有效投资。**相较于西部，东、中部整体债务情况相对较好、受到高杠杆压制相对较弱，西部城投债募资中接近 90%用于“借新还旧”，明显高于东、中部的 80%左右。尽管政策托底加码，防范地方债务风险的要求并未放松；优质项目相对较多、地方债务压力相对较小的东部地区，或是稳增长重要发力点，有利于保证投资稳定性和连续性。

图35：东、中部城投债“借新还旧”比例低于西部




数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：东、中部地方债务压力相对较低

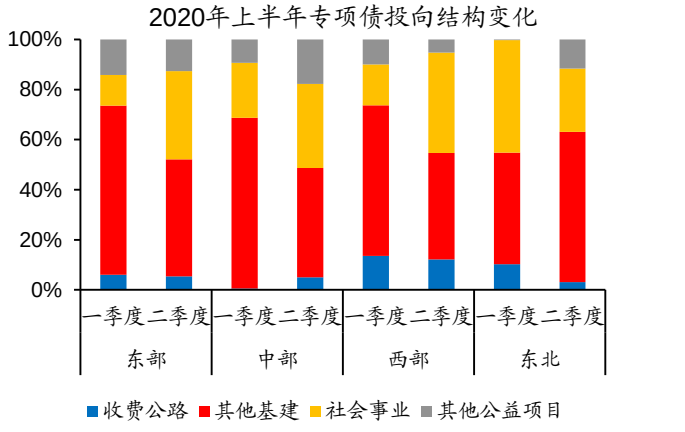



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2、 东部聚焦基建环保等，中、西部医疗等较多

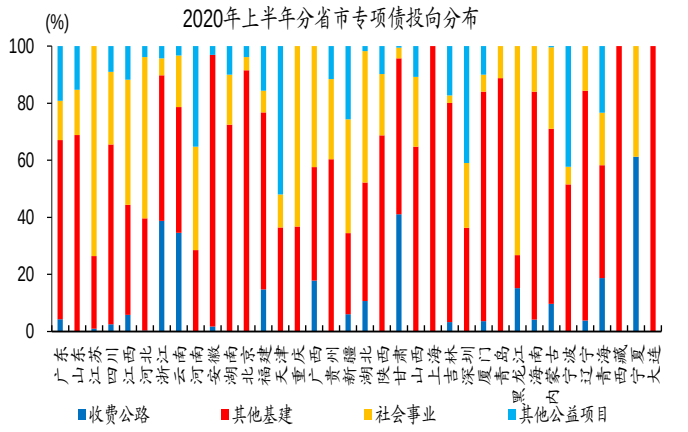
**分地区投向来看，除东北外，其余地区专项债投向基建占比下降、社会事业有所增加**。相较一季度，二季度专项债投向基建占比，东北明显提升、其余地区下降，相应的东、中、西部专项债投向社会事业占比上升，中部和东北投向其他公益性项目占比也有所提升。上半年来看，各地区专项债投向基建占比在 35%-65%、中部相对略低一点，北京、上海、甘肃等占比超过 90%；东部和中部，包含乡村振兴、生态环保等在内的其他公益性项目占比相对较高，尤其是天津、河南等占比超 35%。

图37：除东北外，其余地区专项债投基建占比均有下降




数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：上半年，上海、大连等专项债 100%投向基建




数据来源：Wind、开源证券研究所

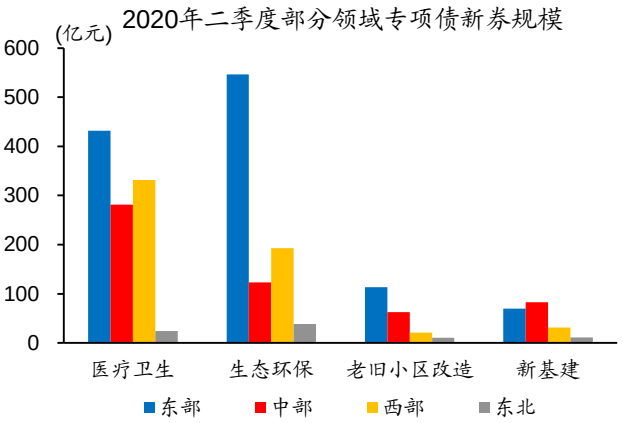
**4 月以来，东部和东北主要聚焦基建、生态环保等，中、西部对医疗卫生和教育等投入占比较高**。二季度，东部和东北投向市政产业园、轨道交通、其他交通设施合计占比超过 50%，分别达 51.6%和 69.0%，东部投向生态环保占比也相对较高；中、西部投向医疗卫生和教育占比较高、合计均超过 15%，基建占比也不低，如西部收费公路占比较高。此外，新基建主要集中在东部和中部，老旧小区改造以东部居多。

**表4：按专项债结构，二季度东部聚焦基建、生态环保等**

| 领域 | 东部 | 中部 | 西部 | 东北 |
|---|---|---|---|---|
| 市政产业园 | 31.3% | 31.7% | 26.9% | **49.4%** |
| 轨道交通 | 8.6% | 6.4% | 6.1% | **18.1%** |
| 生态环保 | **12.2%** | 5.7% | 7.3% | 8.0% |
| 其他交通设施 | **11.7%** | 10.5% | 8.3% | 1.5% |
| 收费公路 | 3.3% | 5.5% | **13.4%** | 2.2% |
| 其他 | 11.8% | 13.9% | 9.0% | 4.0% |
| 医疗卫生 | 9.7% | **13.0%** | **12.5%** | 4.9% |
| 农林水利 | 5.5% | 4.7% | 7.6% | 7.9% |
| 教育 | 3.1% | **6.2%** | **5.2%** | 2.6% |
| 乡村振兴 | 0.6% | 1.7% | 1.4% | 0.0% |
| 能源 | 1.5% | 0.2% | 0.7% | 1.1% |
| 冷链物流 | 0.8% | 0.4% | 1.2% | 0.4% |
| 扶贫 | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.0% |

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

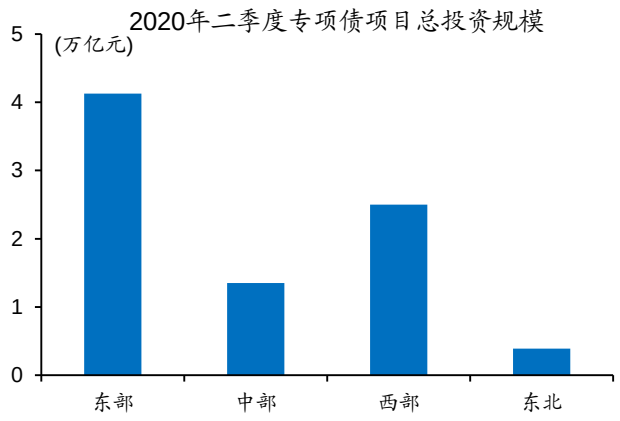
**图39：新基建和老旧小区改造多在东、中部地区**




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

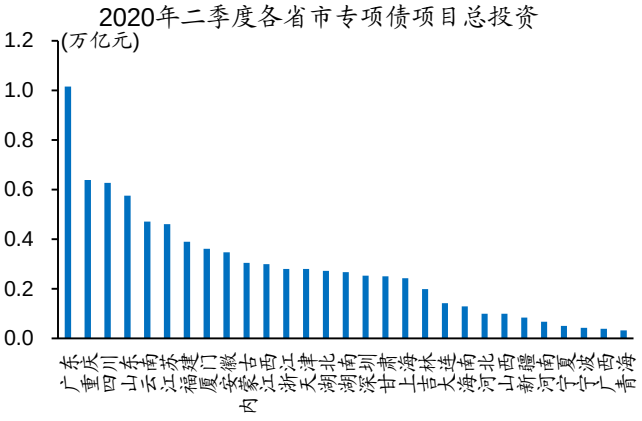
**按投资规模来看，东部计划投资规模最大，中部新开工项目占比高、赶工意愿较强。**二季度专项债支持的项目中，东部计划总投资规模最大、达 4.1 万亿元，西部次之、达 2.5 万亿元，中部和东北分别为 1.4 万亿元和 0.4 万亿元；其中，广东、重庆、四川、山东和云南等东、西部省市，计划总投资规模位居前列。从新开工情况来看，东、中部新开工占比均超过 45%，高于西部和东北；同时，中部新开工项目平均建设周期 38 个月，显著低于全国平均的 43 个月，及中部在建项目的 52 个月。

**图40：东部专项债支持项目计划总投资规模居前**



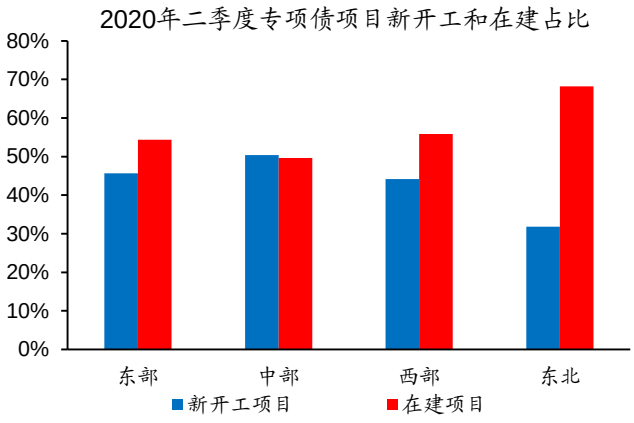

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**图41：广东、四川等东、西部省市计划总投资规模居前**



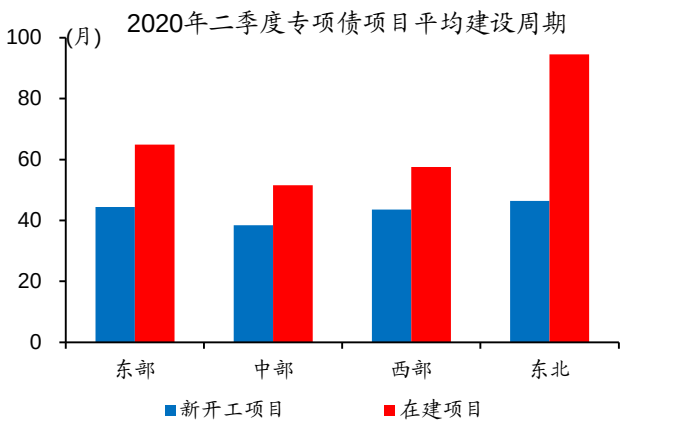

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图42：东、中部新开工项目占比高于西部和东北




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图43：中部新开工项目平均建设周期较短




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

**按项目投资结构来看，中部基建投资相对较低，向医疗和教育倾斜；东部生态环保投资，西部和东北收费公路投资相对较高。**二季度专项债支持项目中，基建投资占总投资的比重，东北最大、达 90.9%，东部和西部超过 70%，中部最低、为 63.0%；但中部在医疗卫生、教育和其他类的投资相对较大，东部对生态环保投入相对较高、投资占比超过 10%；此外，西部对收费公路投资相对较高、占比超过 20%。

表5：按二季度专项债项目总投资结构，东部市政产业园等投资占比较大

| 领域 | 东部 | 中部 | 西部 | 东北 |
|---|---|---|---|---|
| 市政产业园 | **30.3%** | 29.8% | 21.5% | **47.6%** |
| 轨道交通 | **25.1%** | 12.5% | 16.7% | **38.8%** |
| 生态环保 | **10.2%** | 4.4% | 5.2% | 1.9% |
| 其他交通设施 | **12.2%** | **13.1%** | 8.3% | 1.2% |
| 收费公路 | 5.1% | 6.9% | **24.0%** | 2.7% |
| 其他 | 5.7% | **11.4%** | 6.4% | 1.6% |
| 医疗卫生 | 4.8% | **9.7%** | **6.8%** | 1.3% |
| 农林水利 | 3.5% | 5.7% | 4.6% | 3.4% |
| 教育 | 1.4% | **4.3%** | **3.4%** | 0.9% |
| 乡村振兴 | 0.2% | 1.3% | 1.8% | 0.0% |
| 能源 | 1.2% | 0.1% | 0.4% | 0.4% |
| 冷链物流 | 0.3% | 0.6% | 0.7% | 0.3% |
| 扶贫 | 0.0% | 0.1% | 0.2% | 0.0% |
| 基建合计 | 74.2% | 63.0% | 71.6% | 90.9% |

数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

## 4、研究结论

（1）专项债额度及增幅创新高，债券发行节奏明显加快。2020 年新增专项债额度 3.75 万亿元，较 2019 年多增 1.6 万亿元，额度及增幅均创历史新高。发行节奏也明显快于以往，2020 年上半年专项债新券共发行 2.23 万亿元，高于 2019 年同期的

1.39 万亿元；其中二季度发行 1.15 万亿元，对应项目计划总投资达 8.4 万亿元。

（2）项目新开工和储备增多，稳投资的连续性或有保障。二季度，专项债支持的项目新开工占比大幅提升至 45.3%，明显高于一季度的 26.6%；同时，新开工项目建设节奏有所加快，新开工项目平均建设周期为 43 个月，明显低于在建项目平均的 62 个月左右。此外，3-4 月份项目申报明显增多，为稳投资提供项目储备。

（3）相较 2019 年，专项债投向基建占比明显提升；但疫情后，专项债加大对医疗等民生项目的支持。截至 6 月底，专项债投向交通运输等基建项目占比达 62.1%，高于 2019 年的 25%。其中，1-2 月专项债投向基建占比较高，3 月以来，以医疗卫生等为代表的社会事业明显上升，由 1-2 月的 12.9%抬升至 3-6 月的 36.2%。

（4）从项目投资来看，以智能制造等为代表的产业园、生态环保等计划投资相对较大。除交通运输外，专项债支持的产业园、生态环保项目投资规模较大；二季度，产业园和生态环保专项债分别发行 1889 亿元和 844 亿元，对应项目计划总投资分别为 14858 亿元和 6137 亿元。其中，智能制造、产业孵化等产业园投资较大。

（5）相较于西部，东部稳增长诉求更强、债务掣肘也相对较弱，有利于稳增长措施尽快落地、形成有效投资。疫情背景下，西部受到的冲击相对较小、复工复产进度相对较快；以出口为导向的部分东部地区，不仅受国内疫情的影响，还受海外疫情对出口等的拖累，稳增长诉求上升，专项债发行、项目申报等规模明显增长。

（6）项目分地区来看，东、中部新开工较多；东部聚焦基建、环保等，中、西部医疗等项目较多。专项债支持项目中，东、中部新开工占比均超 45%，中部新开工项目平均建设周期 38 个月，显著低于全国均值。东部和东北专项债投向基建占比超 50%，生态环保占比也较高；中、西部投向医疗和教育占比较高、合计超 15%。

## 5、 风险提示

数据统计过程中可能的偏误与遗漏。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn