

地方政府债研究 | 专项债前三季度报告

跨周期调节下专项债发行进度加快 土地出让遇冷或加大地方财政压力



债务通
中国信

微信扫一扫，使用小程序

跨周期调节下专项债发行进度加快 土地出让遇冷或加大地方财政压力

——2021年地方政府专项债前三季度回顾与展望

- **前三季度专项债发行概况：规模达去年同期九成，短期化趋势依然明显，市场化进程势头良好**
 - **发行规模：**今年地方债发行节奏前慢后快，专项债一季度发行滞后，二、三季度提速，前三季度发行规模已达到去年同期的九成
 - **发行期限：**发行短期化趋势依然明显，前三季度专项债加权平均发行期限同比明显缩短 1.39 年至 13.61 年，10 年及以上合计占比为 60.33%，同比回落超两成，较上半年回落近一成
 - **发行成本：**发行利率与上年持平；中短端高于去年、20 和 30 年期低于去年，期限结构平坦化；31 省地方债发行利率均突破 25bp 上浮下限，发行利率市场化进程势头良好
- **前三季度专项债发行结构：再融资债规模占比近三成，专项债资金向新开工项目倾斜，资本金投向领域的集中度下降**
 - **整体结构：**新增债三季度发行提速但进度仍滞后，完成全年额度的 64.82%，低于去年同期 25 个百分点；再融资债规模为去年 3 倍，占专项债比重接近三成，高于去年同期 21 个百分点
 - **区域结构：**仅宁夏未发行新增专项债，或源于限额分配少、合格项目储备不足；偿债压力下 31 个省份均发行再融资专项债，债务滚动压力较大区域再融资债占比相对更高
 - **品种结构：**新增额度逐步向新开工项目倾斜，“两新一重”项目占比较上半年提升，棚改类占比从上半年高位回落，中小银行专项债额度超发，乡村振兴专项债规模较往年大幅扩容
 - **资本金应用：**前三季度专项债项目资本金应用规模和项目数量略低于去年同期水平；各省专项债作资本金比例均值仍不足 10%；资金投向中交通基建领域占比下降、结构更趋多元化
- **后续展望：土地出让下滑或加大地方财政压力，专项债提质增效需求更为迫切**
 - **发行预测：年内待发规模至少 1.42 万亿，资金持续发力支持基建**
 - 1、**新增专项债：**全年剩余额度 1.28 万亿元，集中在 10 月、11 月发完，月均发行量约 6400 亿元，投向仍侧重于支持基建领域
 - 2、**再融资专项债：**10 月、11 月或共需发行至少 0.14 万亿元，绝大部分将用于偿还到期债券本金；三季度起用于偿还存量债务的再融资专项债规模骤降，或已达到财政部规定的上限
 - **撬动效应：理论上全年或可撬动基建投资 5.5-5.6 万亿，拉动效应或于四季度及明年初有所显现；**但实际撬动效应仍受额度使用、领域投向、资本金应用、项目建设进度等多因素限制
 - **后续关注**

在经济面临下行压力、土地出让市场遇冷、土地财政模式弱化的背景下，地方财政或持续承压，依赖土地财政的专项债项目和模式将受到更多挑战，专项债提质增效需求更为迫切；且专项债项目发行使用情况调度频率加快等常态化管控措施不断加码，地方政府治理水平面临一定挑战，未来还需关注以下方面：

 - 1、**房地产严监管背景下土地财政模式被动弱化，地方债还本付息压力加大**
 - 2、**专项债到期借新还旧比例上升，警惕再融资债超限发行及后续偿还风险**
 - 3、**专项债风险管控常态化趋势下，地方政府治理水平有待提升**

今年积极财政政策基调未变，专项债作为基础设施建设的重要资金来源，仍然是疫后时期补短板、调结构、稳投资的重要着力点。年内专项债发行节奏前慢后快，当前新增专项债发行进度仍较为滞后，对基建投资的拉动效果相应延迟。与此同时，在政策加大地方债务风险化解力度、地方债到期高峰来临的背景下，再融资专项债加速发行，三倍于去年同期。展望后续，在“专项债需在11月底前发行完毕，不再为12月预留额度”的政策约束下，四季度专项债发行将有所放量，在提供借新还旧支持的同时，将以更大力度聚焦重点领域及重大项目建设。此外，在地产严调控基调下，房地产企业资金压力加大，地方土地出让尤其是中西部地区和三四线城市的土地出让受影响较大，或进一步加大地方政府收支矛盾，依赖“土地财政”的专项债项目和模式将受到更多挑战，需持续关注其潜在风险。

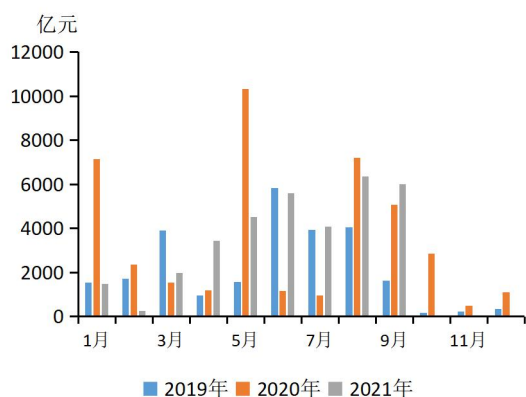
■ 前三季度专项债发行概况：规模达去年同期九成，短期化趋势依然明显，市场化进程势头良好

今年专项债新增额度仍维持高位，发行节奏前慢后快，8、9月发行明显放量，前三季度发行规模已达去年同期九成。发行期限短期化趋势明显，前三季度十年及以上期限合计规模占比较去年回落超20个百分点，由上半年的近七成跌至六成。此外，地方债发行利率市场化进程势头良好，自6月以来31省共有248只地方债发行利率突破“较同期限国债上浮25bp”的隐性限制，其中专项债占八成。

1. 发行规模：前三季度发行规模达去年同期九成，8、9月发行明显放量

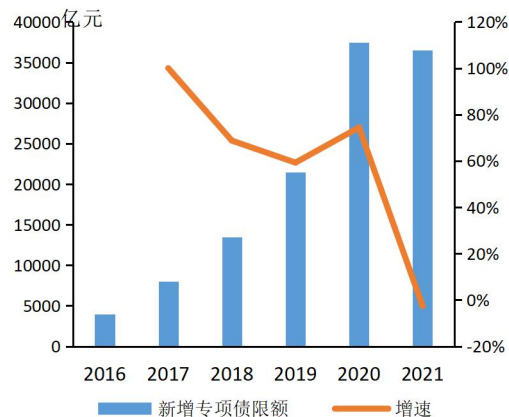
2021年积极财政政策基调未变，全年地方政府新增债务限额为4.47万亿元，其中专项债3.65万亿元，仅较2020年小幅下降0.1万亿元，大幅高于2019年规模，依然是积极财政的主要着力点。今年地方债发行呈前慢后快趋势，受新增债提前额度下达较晚、专项债项目审核趋严等因素影响，一季度地方债尤其是专项债发行节奏明显滞后；而基于对今年底、明年初GDP有效拉动的考虑，在跨周期调节的政策思想下二、三季度发行提速，地方债单月发行规模超过7800亿元，目前总发行量已基本追平2020年同期。具体来看，1-9月共发行地方债5.63万亿元，较去年同期（5.68万亿）减少500亿元，截至9月末存量规模达28.71万亿元，在我国债券市场中的占比超过二成；一般债共发行2.25万亿元，同比增加0.27万亿元；专项债共发行3.38万亿元，同比减少0.32万亿元，为去年同期的九成。分季度看，一季度专项债发行量同比大幅缩减66%，仅3741亿元；二季度逐月加量，达1.36万亿；三季度中7月发行不及预期，8、9月明显放量，三个月共发行1.65万亿元。

图 1：2019-2021 年专项债月度发行走势



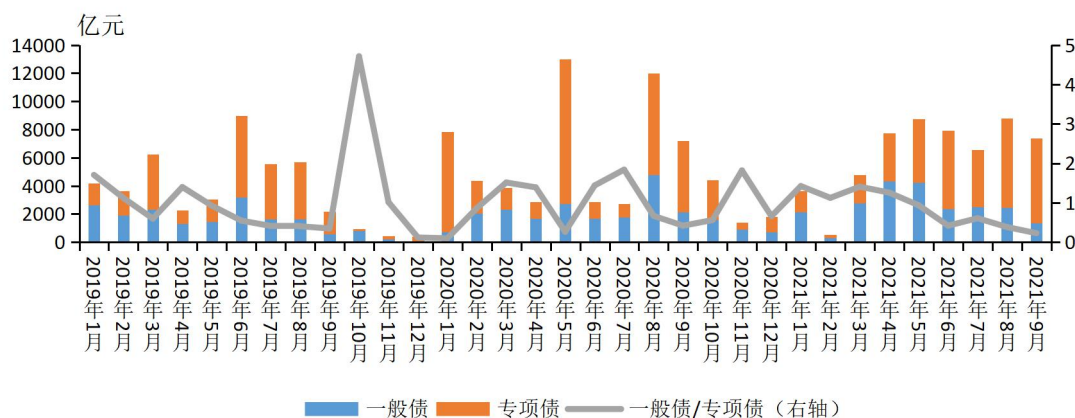
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 2：新增专项债务限额变化趋势



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 3：一般债与专项债月度发行规模比较



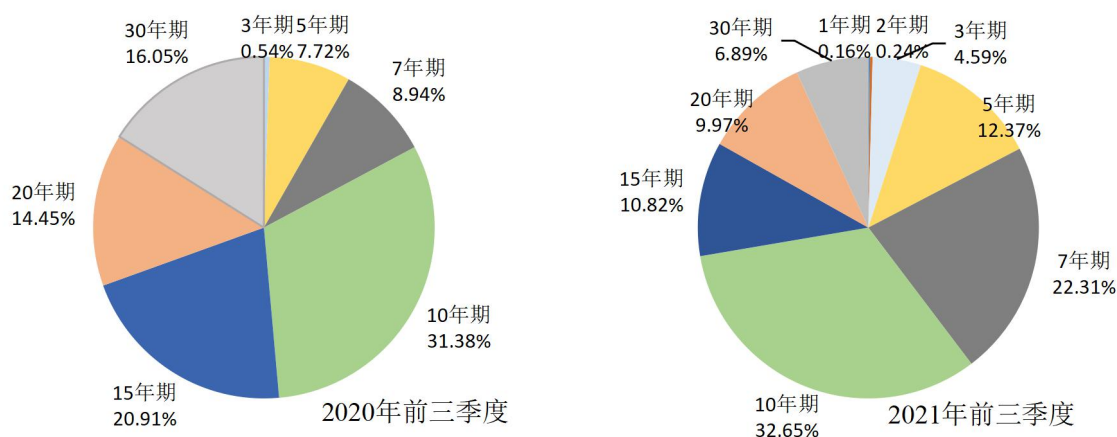
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

2. 发行期限：短期化趋势依然明显，10年及以上期限合计占比回落超两成

今年以来，由于期限相对较长的新增债发行迟滞，地方债发行期限较去年大幅缩短。前三季度地方债加权平均发行期限为 11.27 年，较去年同期的 15 年缩短 3.73 年；其中，一般债加权平均发行期限 7.76 年，较去年同期的 14.99 年大幅缩短 7.23 年，专项债加权平均发行期限 13.61 年，较去年同期的 15 年缩短 1.39 年。7-9 月新增债发行继续提速，前三季度地方债、专项债的加权平均发行期限与上半年相比分别略微延长 0.87 年、0.91 年，一般债期限小幅缩短 0.14 年，边际变化幅度均较小。从期限结构占比看，发行短期化趋势越发明显，前三季度专项债发行仍以 10 年期为主，规模 1.84 万亿元，占比 32.65%，较去年同期微升 1.27 个百分点；次之为 7 年期，占比 22.31%，同比大幅上升 13.37 个百分点；5 年及以下期限合计占比 17.36%，同比回升 9.1 个百分点；而 10 年以上期限（15 年、20 年、30 年）合计占比 27.68%，较去年同期的 51.42%

回落近24个百分点；10年及以上期限合计占比60.33%，较去年同期的82.8%大幅回落22.47个百分点，较上半年的69.9%相比下降近10个百分点。

图4：2020年前三季度及2021年前三季度各期限专项债发行规模占比



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

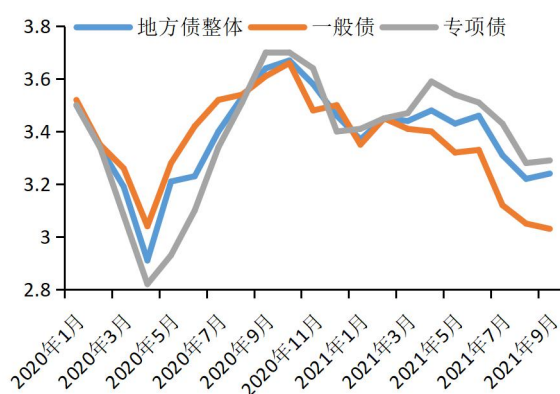
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

3. 发行成本：总体与上年持平，利率期限结构平坦化，发行利率市场化进程势头良好

5月以来，地方债发行利率波动下行，前三季度发行成本基本回落至去年同期水平。前三季度整体看，1-9月地方债、一般债、专项债加权平均发行利率分别为3.37%、3.28%、3.42%，与上年同期的3.38%、3.3%、3.42%相比均基本持平。从月度情况看，1-4月地方债发行利率稳中微升，5月以来发行利率进入下行通道，当前已达到年内低点；3月以来专项债发行利率持续高于一般债、利差波动走阔，或与期限较长的新增专项债不断扩容有关。从不同期限专项债发行利率看，3年期、5年期、7年期、10年期专项债发行利率较去年同期明显回升，回升幅度分别为18bp、17bp、7bp、11bp，15年期专项债发行利率与去年基本持平，而20年期、30年期专项债发行利率较去年分别回落3bp、10bp，原因或为资产荒背景下，市场更为偏好长久期地方债，带来长期专项债发行成本的压降；而在资金体量一定的情况下，配置型机构的长久期偏好致使对短久期地方债的需求相对减少，造成中短期地方债发行利率高于去年，发行期限结构平坦化。从利差看，前三季度地方债加权平均发行利差为24.29bp、同比收窄0.71bp，一般债为24.76bp、同比收窄0.64bp，专项债为23.97bp、同比收窄0.83bp；地方债的发行利差已全面位于25bp之内，而专项债收窄幅度大于一般债，或源于6月以来专项债发行利差对“较招投标前5日同期限国债上浮25bp”隐性限制的突破程度比一般债更大。三季度以来，31省均有地方债发行利差突破25bp限制，地方债发行利率市场化进程势头良好，也反映出地方债具有较高的市场认可度。据中诚信国际统计，6-9月分别有19只、55只、85只、89只地方债发行利差不超过20bp，包括204只专项债、44只一般债，最小利差达14bp，为9月24日发行的武汉市棚改专项债；从

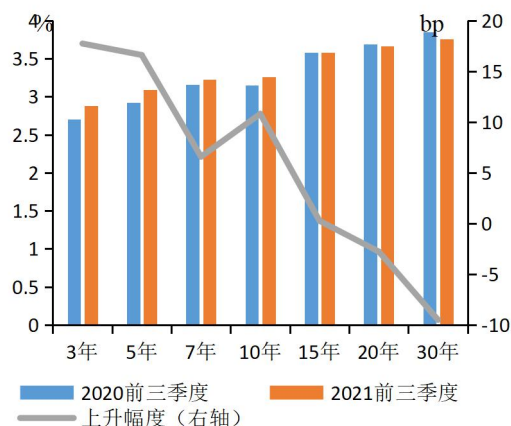
区域分布看，湖北、浙江、北京、广东突破数量较多，分别为68只、30只、24只、22只。

图 5：地方债发行利率走势



数据来源：财政部，中诚信国际区域风险数据库

图 6：各期限专项债发行利率比较



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

■ 前三季度专项债发行结构：再融资债规模占比近三成，专项债资金向新开工项目倾斜，资本金投向领域的集中度下降

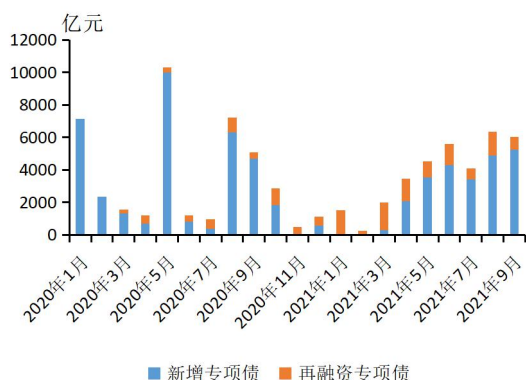
疫后地方政府财政收支平衡压力较大，叠加地方债到期高峰来临，前三季度再融资专项债发行规模高达去年同期的3倍，占比近三成；而受限于今年新增额度的迟滞下达以及项目审核进一步趋严，新增专项债发行节奏大幅放缓，尽管三季度发行再提速，但进度仍滞后于去年同期25个百分点。下半年以来新增专项债资金逐步向新开工项目倾斜，“两新一重”项目占比较上半年明显提升，棚改项目占比高位回落，中小银行专项债超额发行。此外，专项债用作项目资本金的规模和项目数量略低于去年同期，交通基础设施类项目占比有所下降，投向领域更为多元化。

1. 整体发行结构：新增债三季度发行再提速、但进度仍滞后，再融资债规模已占三成

2021年新增专项债发行启动时间晚、项目审核要求严，整体发行节奏较往年明显放缓，前三季度规模占比由去年的九成回落至七成；同时，在政策加大地方债务风险化解力度、地方债到期高峰来临的背景下，再融资专项债加速发行，三倍于去年同期；置换专项债仍无发行。具体来看，新增专项债共发行2.37万亿元，其中三季度发行1.35万亿元、占比57%，较二季度规模进一步扩大，但目前总发行量仅占专项债比重的70.07%，完成全年额度的64.82%，比去年同期发行额少1万亿元，完成比例低25个百分点。前三季度再融资专项债共发行1.01万亿元，为去年同期的3倍，占专项债比重

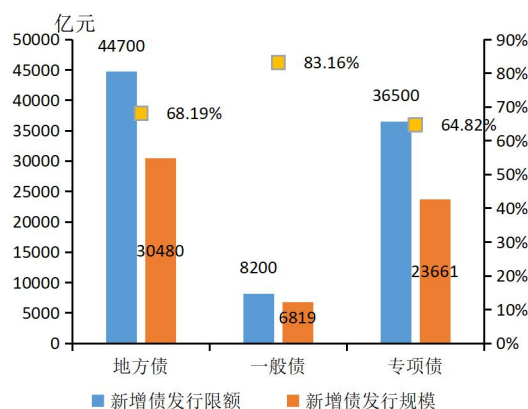
达29.93%，较去年同期的8.97%高出21个百分点，其中1-2月发行的再融资专项债均用于偿还存量政府债务，此后在到期压力下主要用于偿还到期债券，偿还债券类再融资专项债发行规模共7515.44亿元、占比超七成，剩余2593.47亿元用于偿还存量政府债务。值得注意的是，前三季度共有138只新增专项债内含“提前偿还”条款，规模合计2848.2亿元，占新增专项债比重达12%，一定程度上避免了后续集中到期偿还压力。

图 7：专项债月度发行结构



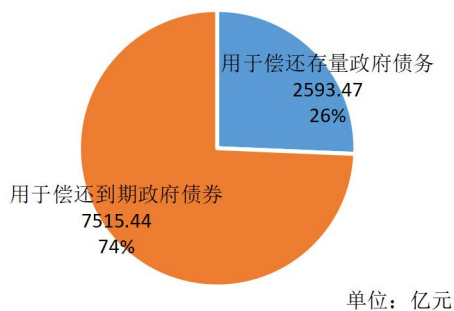
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 8：2021 年前三季度地方债新增额度使用情况

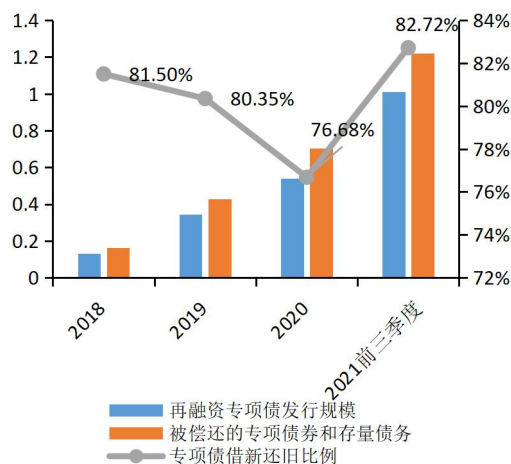


数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 9：2021 前三季度再融资专项债细分结构



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 10：专项债借新还旧比例¹

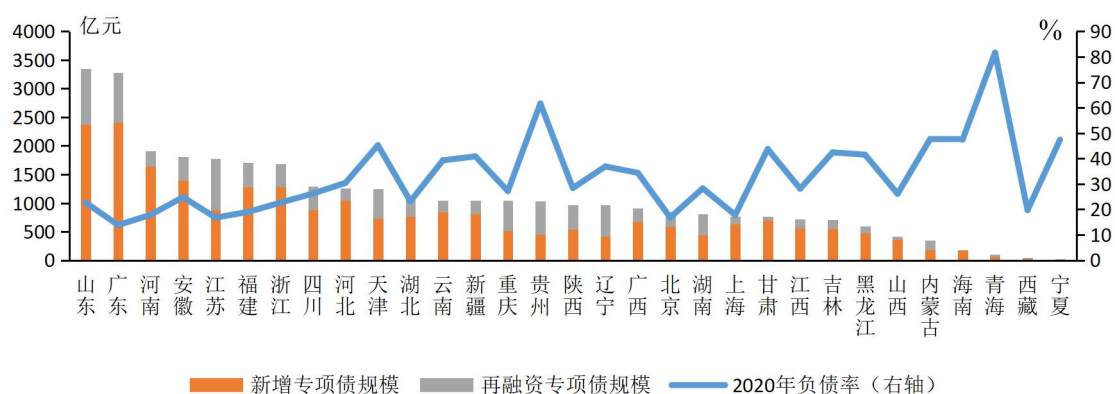
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

2. 区域发行结构：宁夏未发行新增专项债，债务压力较大区域再融资债占比高

¹ “被偿还的专项债券和存量债务”包括：①当年所有到期和提前兑付的专项债，一部分由财政资金偿还，一部分通过发行再融资专项债偿还；②其他需要偿还的存量政府债务，自2020年开始由再融资专项债中的一部分偿还。

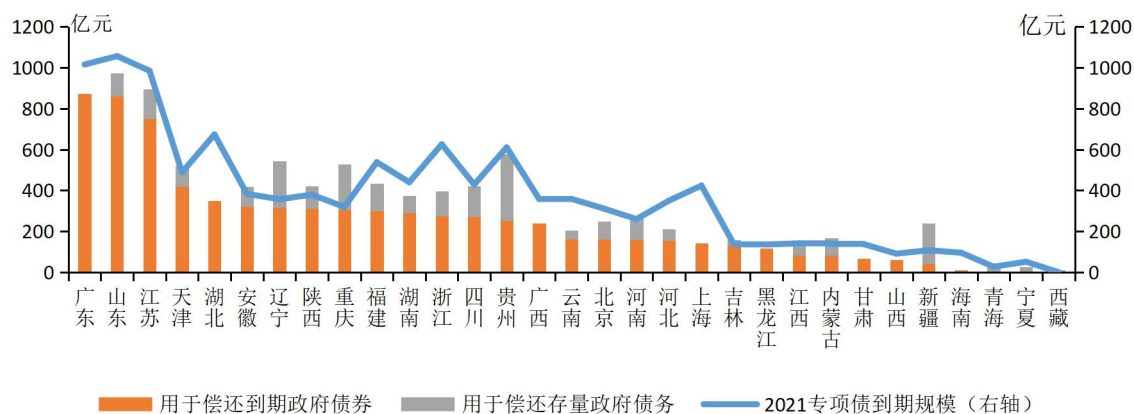
从发行规模看，山东、广东、河南、安徽、江苏居前列，其中山东、广东发行规模均超过3000亿元；而宁夏、西藏发行规模均不足35亿元，青海发行规模仅略超100亿元，或与其区域债务风险压力较大有关。从发行结构看，除宁夏外其余30个省份均发行了新增专项债，广东、山东、河南、安徽、浙江、福建、河北7省发行规模超千亿元，其中广东、山东超2000亿元，而西藏、青海2省新增专项债发行规模小于60亿元，或源于限额分配较少，以及募投项目审核趋严、合格项目储备不足。债务滚动压力下31省均发行了再融资专项债，山东、江苏、广东再融资专项债发行规模较大，均超过800亿元，其2021年专项债到期规模也居全国前三甲；宁夏仅发行了再融资债，辽宁、贵州、重庆、江苏再融资债占专项债比重超过50%。从各省再融资专项债细分结构看，有29省发行了用于偿还到期债券的再融资专项债，与全年专项债到期规模大致相关，广东、江苏、山东规模居前列；有23个省发行了用于偿还存量政府债务的再融资专项债，其中宁夏、内蒙古仅发行了此类再融资债券，新疆、贵州、青海此类再融资债券规模占比过半，以上地区债务压力相对较大，前期额度分配较少，除贵州外其余省份目前债券到期规模相对较低，再融资债或将更多用于偿还存量债务、化解政府债务风险；而贵州省近年来对隐性债务的化解力度加大，在到期压力较大的情况下，仍将更多资金用于偿还存量政府债务。

图 11：2021 年前三季度专项债发行区域分布



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 12：2021 年前三季度各省再融资专项债发行结构



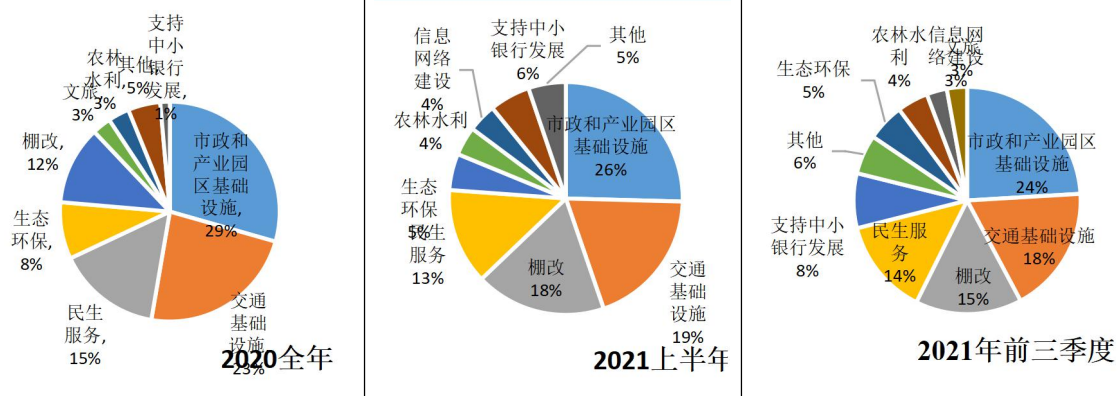
数据来源：中诚信国际区域风险数据库

3. 品种发行结构：资金向新开工项目倾斜，棚改占比回落，中小银行专项债超额发行

在经济下行压力及存量项目资金接续需求下，2021年专项债持续发挥稳增长作用，聚焦疫后经济发展及短板，优先支持存量项目建设，积极推进“两新一重”建设，并向惠及面广的民生项目倾斜。7月30日的政治局会议部署下半年经济工作时提出要“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”，专项债资金也越来越多的投向新开工项目。根据中诚信国际对新增专项债募投项目的梳理²，截至9月13日，除去用于支持中小银行发展的专项债1594亿元，剩余专项债中约有75%用于存量项目建设，而上半年该比例约为80%，资金逐步向新开工项目倾斜；募投领域主要集中于市政及产业园区（24%）、交通（18%）、棚改（15%）、民生（14%）等。超四成投向“两新一重”建设，占比与去年全年持平，较上半年的近三成明显提高，“一重”领域仍维持主要地位、其中交通基础设施项目占大头，“两新”领域持续向新型城镇化建设倾斜；2021年棚改领域主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目，随着其他领域专项债发行增多，棚改专项债规模占比较上半年高位回落。值得注意的是，自2020年7月国常会提出允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金以来，共有20个省份合计发行中小银行专项债2100亿元，惠及315家中小银行，2021年前三季度共发行1594亿元，其中9月为发行高峰、单月发行912亿元；目前去年分配的2000亿元额度已全部发完，辽宁省超发100亿元；20个省份中河南、辽宁、内蒙古发行规模靠前，分别为257亿元、196亿元、162亿元。此外，隶属于新型城镇化领域的乡村振兴专项债发行力度持续加大，前三季度江西、四川、西藏、江苏、山东等5地共发行此类债券11只，规模合计265.31亿元，已超过2018年5.7亿元、2019年107.03亿元、2020年123.24亿元的三年发行规模总和。

² 由于存在专项债募投项目报告披露质量不佳、披露内容差异化明显等客观原因，此部分为不完全统计。

图 13：新增专项债发行品种占比变化



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 14：2020 年以来各省份支持中小银行专项债发行情况分布



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

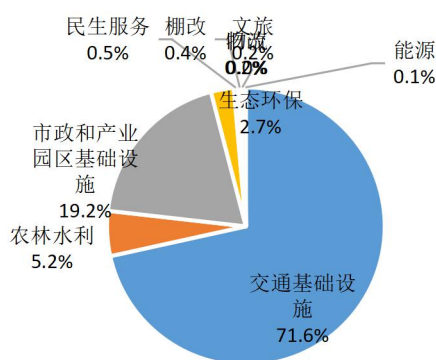
4. 资本金应用：应用规模和项目数量略低于去年同期，交通基础设施领域集中度有所下降

一季度专项债多用于存量项目，无新增专项债用作项目资本金；二季度以来资本金应用重启，截至9月13日，共有近1400亿元专项债作为项目资本金，占新增专项债（不含支持中小银行专项债）发行规模的6%，并投向400余个项目³，发行规模和项目数量略低于去年同期水平，其中67个项目专项债同时用作资本金及配套融资。从区域分布看，共22个省份发行了可作资本金的新增专项债，数量与去年持平，其中江苏、广东规模均超200亿元，辽宁、天津、福建规模均超100亿元；新疆、江苏、山东、广东省项目数量较多，均超45个，其中新疆高达79个项目；各省专项债用作项目资本金比例的均值仍不足10%，超过10%的省份为辽宁、江苏、天津、广西、贵州。从投向领域看，专项债资本金应用仍集中于交通基础设施领域，规模超过900亿元、占比超

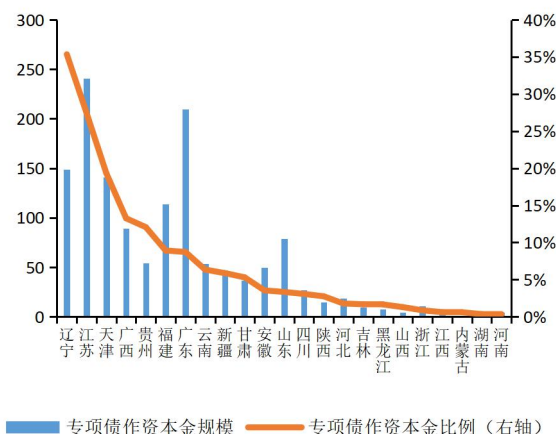
³ 由于存在募投项目报告披露质量不佳、披露内容差异化明显等客观原因，此部分为不完全统计。

七成，低于去年同期的九成和今年上半年的八成，投向领域的集中度有所下降；次之为市政和产业园区基础设施（19%）、农林水利（5%）。从收入来源看，专项债作资本金的项目对收益平衡可行性要求相对更高，项目收入大多以自身收益为主，涉及土地出让收入的有67个项目、占总数的16%，多作为专项收入外的补助收入；仅依赖土地出让收入的只有13个项目，专项债资本金规模不足70亿元、仅占总体的5%，且包含3个棚改项目，项目收入来源结构有所改善。

图 15：专项债作资本金的项目分布（领域）



数据来源：中诚信国际区域风险数据库

图 16：专项债作资本金的项目分布（区域）⁴

数据来源：中诚信国际区域风险数据库

■ 后续展望：土地出让下滑或加大地方财政压力，专项债提质增效需求更为迫切

今年新增专项债发行节奏先慢后快，三、四季度加速扩容，持续聚焦重点领域及重大项目建设，发挥补短板、调结构、稳增长作用；理论上或可撬动5.5-5.6万亿元基建投资，拉动效应或于四季度及明年初有所显现。值得注意的是，当前经济面临下行压力，叠加地产严调控下土地出让市场景气度下滑，或将加剧地方政府财政收支矛盾，依赖“土地财政”的专项债项目和模式将受到更多挑战，亟需着力提高专项债项目质量和收益能力；此外，专项债常态化管控措施不断加码，或将倒逼地方政府提高治理水平，专项债提质增效的需求也更为迫切。

1. 发行发行预测：年内待发规模至少1.42万亿，资金持续发力支持基建

(1) 新增专项债：全年剩余额度1.28万亿元，或集中在10月、11月发完

2021年新增地方债限额为4.47万亿元，其中新增专项债3.65万亿元，目前财政部已下达新增额度34676亿元。9月16日国家发改委提出“加快全年3.65万亿元地方政府

⁴ 部分省份前三季度专项债作资本金比例暂时超过了25%限额，或由于并非全年统计数据，只是当前暂时现象。

专项债券发行和使用进度”，打破了市场上关于“新增专项债额度可能留存至下年”的猜测，年内新增专项债还需发行1.28万亿元。从发行节奏看，8月以来部分地方财政部门披露，将预留部分专项债额度在今年12月发行、在明年年初形成实物工作量，以确保2022年一季度重大项目资金需求；但根据9月30日21世纪经济报道的消息，监管部门最新要求“专项债需在11月底前发行完毕，不再为12月预留额度”，用专项债支持基建和托底明年经济的需求更为迫切。以此推断，10月、11月月均需发行新增专项债6400亿元。

募投领域上，专项债将继续侧重于党中央、国务院确定的重点领域和国家重大战略，并结合国家宏观政策变化而持续创新、精准投放。土储领域仍未完全放开募投限制，此前存量规模较高的棚改领域占比或将从高位下降，且三季度以来经济数据持续走弱、基建托底经济的预期更为确定，因而专项债仍将重点用于基建领域。从具体投向来看，将继续支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”领域，如“十四五”规划中提出的数字经济领域，搭配新型城镇化双轮驱动的乡村振兴领域和城市更新领域；以及惠及面广的民生领域，或在“双碳”目标驱动下投向绿色低碳领域等等，持续发挥补短板、调结构、稳增长的重要作用；从项目类型来看，稳增长需求下需要更多的新开工项目来支撑基建、托底经济，预计存量项目占比将有所下降；从区位特点来看，四季度北方地区普遍入冬，不利于项目的开工与建设，预计专项债发行地区会往南方地区倾斜。

(2) 再融资专项债：10月、11月或共需发行至少0.14万亿，绝大部分用于偿还到期债券本金

若仅考虑偿还到期债券本金，再融资专项债在10月和11月或至少发行0.19万亿元。以2021年地方债到期量为基础估算用于偿还到期地方债的再融资债规模，根据中诚信国际统计，2021年将有2.668万亿元地方债到期，其中一般债1.4342万亿元，专项债1.1422万亿元，2015年前未区分一般及专项的债券915.6亿元；若参考2021年前三季度偿还债券的借新还旧比例⁵（地方债84.15%、一般债94.78%、专项债78.06%），预计今年用于偿还债券的再融资地方债或发行2.25万亿元左右，再融资专项债0.89万亿元，1月-9月用于偿还债券的再融资地方债已发行1.95万亿元，还余0.3万亿元；其中再融资专项债已发行0.75万亿元，还余0.14万亿元。从发行节奏来看，若按照“专项债需在11月底前发行完毕”的要求，预计10月、11月月均发行用于偿还到期债券的再融资专项债700亿元。关于用于偿还存量债务的再融资专项债，观测发现其自三季度起发行量骤降，7月零发行、8月仅发行50亿元、9月仅发行33亿元，远低于上半年水平，此部分额度或已达到财政部规定的上限，预计四季度继续发行的概率较小。

表1：2021年地方债发行结构及节奏概览（单位：万亿元）

类别	全年发行规模	Q1	Q2	Q3	Q4E
置换债券	/	/	/	/	/

⁵ 该比例为2021年发行的用于偿还债券的再融资地方债规模与全年地方债到期量的比值。

再融资债券 (偿还债券类) ⁶	一般债	1.4	0.23	0.56	0.41	0.16
	专项债	0.9	0.15	0.31	0.29	0.14
	合计	2.3	0.38	0.87	0.70	0.39
新增债券	一般债	0.8	0.01	0.46	0.22	0.13
	专项债	3.7	0.03	0.99	1.35	1.28
	合计	4.5	0.04	1.45	1.57	1.41
总计	一般债	2.2	0.24	1.02	0.63	0.33
	专项债	4.6	0.18	1.30	1.64	1.47
	合计	6.8	0.42	2.32	2.27	1.8

2. 撬动效应：全年理论上或可拉动基建投资约5.5-5.6万亿

结合全年专项债3.65万亿元新增额度及投向，估算其对全年基建投资的理论拉动作用如下：首先，计算全年可能投向基建领域的专项债资金。结合目前专项债发行情况，截止9月13日棚改类专项债发行3100亿元，预计后续棚改类专项债需求将高位回落，除去全年可能的棚改专项债（3500-4500亿元）⁷，剩余资金约3.25万亿元主要投向基建。其次，分别估算专项债作为项目资本金及配套融资对基建投资的撬动效应。2020年4月，财政部曾表示地方政府专项债作为重大项目资本金比例可高于20%，若以20%比例估算，用作资本金的专项债规模约6500亿元，用作配套融资的专项债规模约2.6万亿元，结合目前资本金项目中资本金比例均值约50%，对应撬动杠杆为2倍，或撬动基建投资1.3万亿元；然而，实际运用中专项债作资本金比例不足10%，若以10%为标准估算，则撬动基建投资0.65万亿元。从专项债作为项目配套融资看，目前此类项目配套融资比例均值约60%，对基建的撬动乘数约为1.67倍，资本金比例20%情形下对应撬动基建投资4.34万亿元，资本金比例10%情形下可撬动4.88万亿元。总体而言，若今年有3.25万亿元新增专项债投向基建领域，理论上或可拉动基建投资约5.5-5.6万亿元。具体落实过程中，专项债实际撬动效应还会受额度使用、领域投向、资本金应用、项目建设进度等多因素限制，真实效果或远小于理论估算水平。

表 2：2021 年专项债对基建投资的撬动效应估算

情形一：资本金比例 20%			
	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	全年合计
投入基建领域的专项债规模	0.65 万亿元	2.6 万亿元	约 3.25 万亿元
项目资本金或配套融资情况	项目资本金比例均值 50%	项目配套融资比例均值 60%	/

⁶ 因各地需偿还政府存量债务的规模较难获取，因此偿还债务类再融资债规模不易预测，此表仅估算用于偿还到期地方债的再融资债发行规模；此外，再融资债合计规模与再融资一般债及再融资专项债规模加总不一致，是由于此前部分到期地方债未区分一般债或专项债。

⁷ 棚户区改造属于房地产行业，不纳入基建领域估算范围。

撬动杠杆	2 倍	1.67 倍	/
基建投资撬动规模	1.3 万亿元	4.34 万亿元	5.64 万亿元
情形二：资本金比例 10%			
	专项债作为项目资本金	专项债作为项目配套融资	全年合计
投入基建领域的专项债规模	0.325 万亿元	2.925 万亿元	约 3.25 万亿元
项目资本金或配套融资情况	项目资本金比例均值 50%	项目配套融资比例均值 60%	/
撬动杠杆	2 倍	1.67 倍	/
基建投资撬动规模	0.65 万亿元	4.88 万亿元	5.53 万亿元

3. 后续关注

今年以来，监管层持续加强专项债风险管理力度，在常态化管理下，项目审核将进一步趋严，项目质量有望提升，资金使用效率亦将有所抬高，各地债务限额分配或更贴近项目实际绩效，从而提高政府投资有效性。然而，在措施落地的短期内专项债项目收益质量偏低问题仍难以根本解决，且监管加码还将对地方政府治理水平带来一定挑战。特别值得注意的是，经济下行背景下地方财政或将持续承压，尤其是土地出让市场遇冷持续拖累政府性基金收入增幅缩窄，房地产严监管基调下地方政府土地财政模式弱化，依赖“土地财政”的专项债项目偿付或面临一定压力，需持续关注潜在风险。

第一，房地产严监管背景下土地财政模式被动弱化，地方债还本付息压力加大。2020年下半年以来，伴随“三道红线”、贷款集中度管理、“两集中”供地等政策落地，中央对房地产行业全局性管控政策体系逐渐形成，严监管基调下高杠杆房企风险暴露、房企拿地意愿减弱，加之土拍要求趋严，今年以来土地出让市场景气度明显下滑，土地财政模式随之被动弱化。这一现象将造成地方债还本付息压力进一步加大，可能通过两条路径进行传导：**一方面**，土地出让收入持续趋弱将拖累地方财政收入增长，今年以来全国政府性基金收入增幅持续收窄，1-8月完成进度仅56.8%、处于2017年以来同期最低水平，7月起第二批集中供地中多城出现零溢价、流拍现象，尤其是中西部地区和三四线区域受冲击更大，或将加剧财政收支矛盾，从整体上压缩地方债偿债资金规模。**另一方面**，在专项债项目收益能力整体偏低的现状下，部分以土地出让收入为主要还款来源的专项债或将面临偿付风险。据中诚信国际统计，在收益测算方式较为宽松的情况下今年有超过七成专项债项目本息覆盖倍数不足2倍，少数项目不足1倍，部分专项债项目到期偿付对土地出让收入有一定依赖性。截至9月13日，今年新增专项债项目主要收入来源中含土地出让收入的专项债数量占比超两成、规模占比超30%，其中非棚改和旧改类项目数量占全部专项

债比重近一成、规模占比达15%。未来，依赖“土地财政”的专项债项目和模式将受到更多挑战，亟需着力提高专项债项目质量和收益能力。

第二，专项债到期借新还旧比例上升，警惕再融资债超限发行及后续偿还风险。在地方财政仍承压的背景下，地方债到期仍依赖再融资滚动。据财政部披露数据，1-8月地方债到期偿还本金中，再融资债偿还比例高达84%，而安排财政资金偿还比例仅16%。前三季度再融资专项债发行规模是去年同期的3倍，占比高达三成，用于偿还债券和存量债务的专项债借新还旧比例为82.72%，高于去年全年比例76.68%。2020年底出台的《地方政府债券发行管理办法》（财库〔2020〕43号）明确要求再融资债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区发行规模上限，但2020年再融资债券发行已超限，若继续大规模发行或将在一定程度上透支未来。此外，据中诚信国际统计，前三季度10年及以上期限的再融资专项债占比超五成，发行长期限再融资专项债意味着化债压力后移，将导致债券付息成本显著增加，且未来可能面临利率风险，将引发偿债不确定性。

第三，专项债风险管控常态化趋势下，地方政府治理水平有待提升。长期以来，地方政府对专项债“重发行、轻管理”，据各地预算执行和其他财政收支审计工作报告披露普遍存在资金闲置或挪用、项目建设进度滞后、收益质量偏低等问题。监管层今年持续加强专项债风险管理力度，2月推进专项债项目穿透式监测，及时掌握项目资金使用、建设进度、运营管理等情况；3月《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发5号文）强调专项债项目必须有收益，债券期限要与项目期限相匹配，要求建立健全专项债券项目全生命周期收支平衡机制、加强政府债务风险评估预警结果应用、健全信息公开及债券信息披露机制；7月财政部出台《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》（财预61号文），从事前强化绩效评估、事中加强绩效运行监控、事后开展绩效评价管理等环节做好债券及项目全链条常态化风险防控；10月专项债监管再加码，据21世纪经济报道消息，国家发改委已将按月开展的地方政府专项债项目发行使用情况调度调整为按周开展，监测频率的加快旨在加强专项债券项目管理，推动专项债项目形成实物工作量。专项债常态化管控措施的不断加强，对地方政府治理水平提出了新挑战，若准备不足、把关不严、监测滞后、管理松懈，或导致专项债项目申报不过关、未来专项债配额减少等问题，进而拖累地方经济发展。

作者：

中诚信国际 研究院

袁海霞 010-66428877-261 hxyuan@ccxi.com.cn

王秋凤 010-66248877-452 qfwang01@ccxi.com.cn

鲁璐 010-66428877-318 ll@ccxi.com.cn

过往研究：

【货币政策及利率债前三季度回顾与展望】稳货币下政策更加有效精准，年内收益率或存在上行空间，2021-10-18

【宏观经济及利率研究系列】财政资金直达机制如何提升财政政策效能？2021-08-10

【地方债与城投行业 2021 年上半年回顾与展望之政策篇】预算制度改革持续深化，地方债常态化管理加强，2021-08-02

【2021 年上半年宏观经济与大类资产配置分析与展望】经济不平衡修复，资产配置重点从商品转向股债，2021-07-22

【货币政策及利率债 2021 年上半年回顾与展望】货币政策常态化全面降准落地，收益率或围绕 3.0% 中枢区间波动，2021-07-20

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。