

求真 细节 科技 无界

专项债发行对基建投资提振几何？

混沌天成研究院

投资咨询部

✍：黄婷莉

☎：13761269206

✉：huangtl@chaosqh.com

从业资格号：F3021445

投资咨询号：Z0013504

观点概述：

内需恢复缓慢+外需冲击逐步显性化，417政治局会议定调更大的宏观政策力度，财政政策成为二季度政策主角，广义财政发力下基建投资回升具有较强确定性。作为重要的财政“正门”资金来源，地方政府专项债发行额度将进一步扩容，年内专项债发行额度或达3.5万亿左右，全年专项债拉动新增基建投资规模约2.8-3.0万亿，年内基建投资增速有望达到10%至12%。

• 一季度专项债发行进度如何？

- ① 专项债发行节奏明显加快，累计发行专项债1.08万亿，占提前批额度的83.9%，年内发行开启时间较去年继续提前；
- ② 各地专项债发行额与经济实力及基建项目申报情况相匹配，广东、山东、四川、河南、北京发行额度居前；
- ③ 专项债发行久期明显拉长，更好地实现与项目周期的匹配，并助力缓解地方政府再融资压力；
- ④ 多个省市发行进度较快，广东、四川等发行额度已使用完毕，剩余额度不足拖累3月发行速度，需继续下达可发行额度。

• 一季度专项债发行投向了哪里？

一季度专项债投向基建领域占比大幅提升至75%，无土储和棚改项目发行，交通基建和城乡市政及产业园区等狭义类基建是主要投向，预计年内专项债投向基建比例约80%，对基建支持力度显著增强。

• 一季度专项债作重大项目资本金使用情况如何？

一季度用作重大项目资本金的专项债约1300亿元，占新增专项债的12%，较19年明显提升。广东、江苏、浙江、福建等东部经济较强地区作资本金比例较高，对基建投资的拉动作用较大。但项目要求较高下大部分省市比例仍然较低，未来提升空间较大。

风险提示：

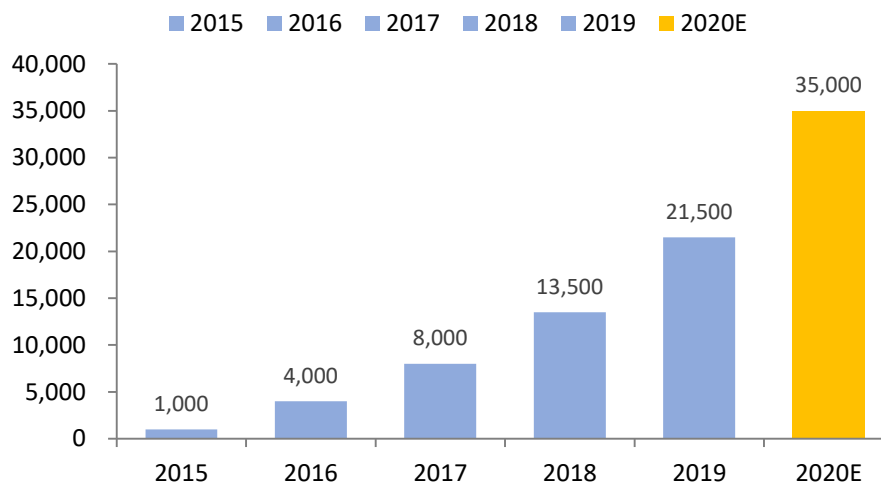
专项债额度不及预期，土地出让收入拖累政府性基金支出

内需恢复缓慢+外需冲击逐步显性化，逆周期调节力度亟需加码，417 政治局会议定调更大的宏观政策力度，财政政策成为二季度政策主角，提高赤字率、发行抗疫特别国债、增加地方政府专项债券三力并举。

作为基建投资的重要财政“前门”资金来源，地方政府专项债发行额度将进一步扩容，在两会延迟召开的背景下，近期财政部称拟再提前下达 1 万亿元地方政府专项债券额度，力争 5 月底发行完毕。根据我们的估计，年内专项债发行额度或达 3.5 万亿左右。

本文意在梳理一季度专项债发行进度和投向，并测算专项债对年内基建投资的拉动作用。

图表 1：地方政府债年度新增限额



数据来源：Wind，混沌天成研究院

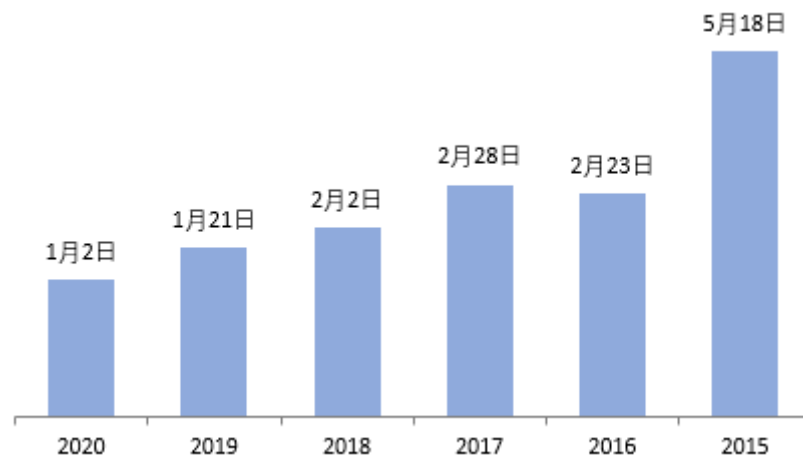
一、一季度专项债发行进度如何？

1. 一季度专项债发行节奏明显加快

财政提前下达超万亿专项债额度，一季度发行节奏加快，1 月份为一季度专项债发行高峰：继去年年底财政提前下达 1 万亿专项债额度后，今年 2 月 11 日财政部再度下达 2900 亿元专项债，总计提前批专项债额度达 1.29 万亿，至此可提前下达的地方政府债务限额已全部下达完毕（前一年新增地方债务限额 60% 以内）。

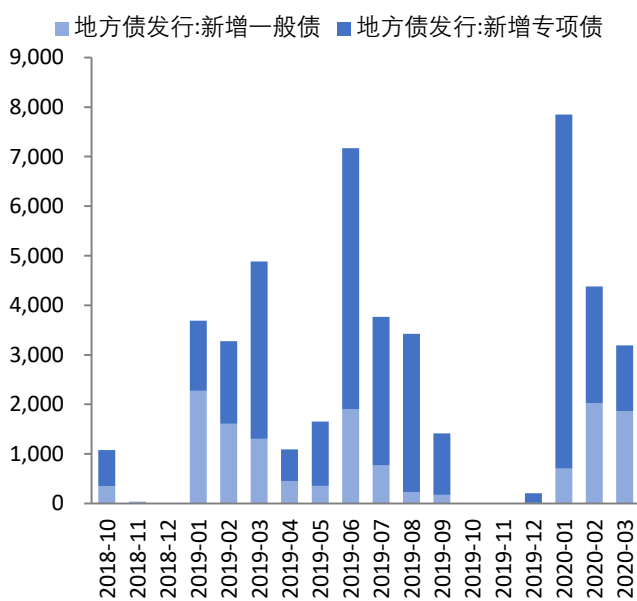
2020 年专项债自今年工作日第一天 1 月 2 日开启，发行时间较 2019 年继续提前，且 1 月份新增专项债发行创下月度发行高峰。一季度累计发行专项债 10829 亿元，较去年一季度发行增加 4000 多亿，占提前批额度的 83.9%。

图表 2: 地方债首次发行日期



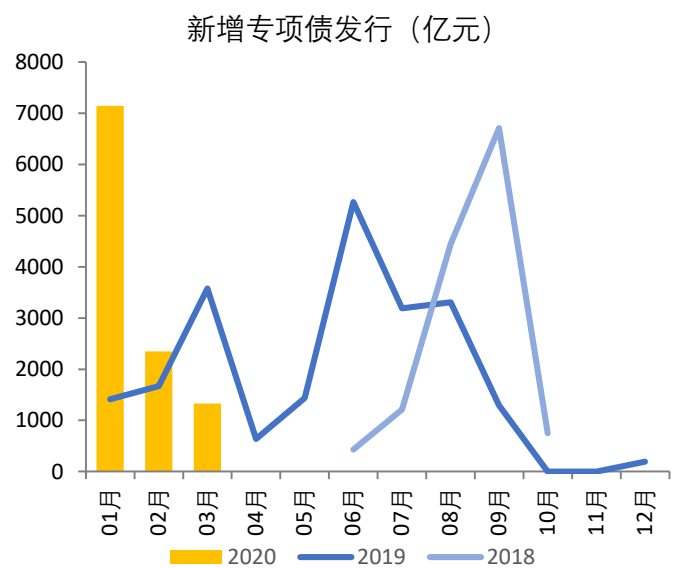
数据来源: 财政部, 混沌天成研究院

图表 3: 新增专项债 (亿元)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 4: 新增专项债 (亿元)

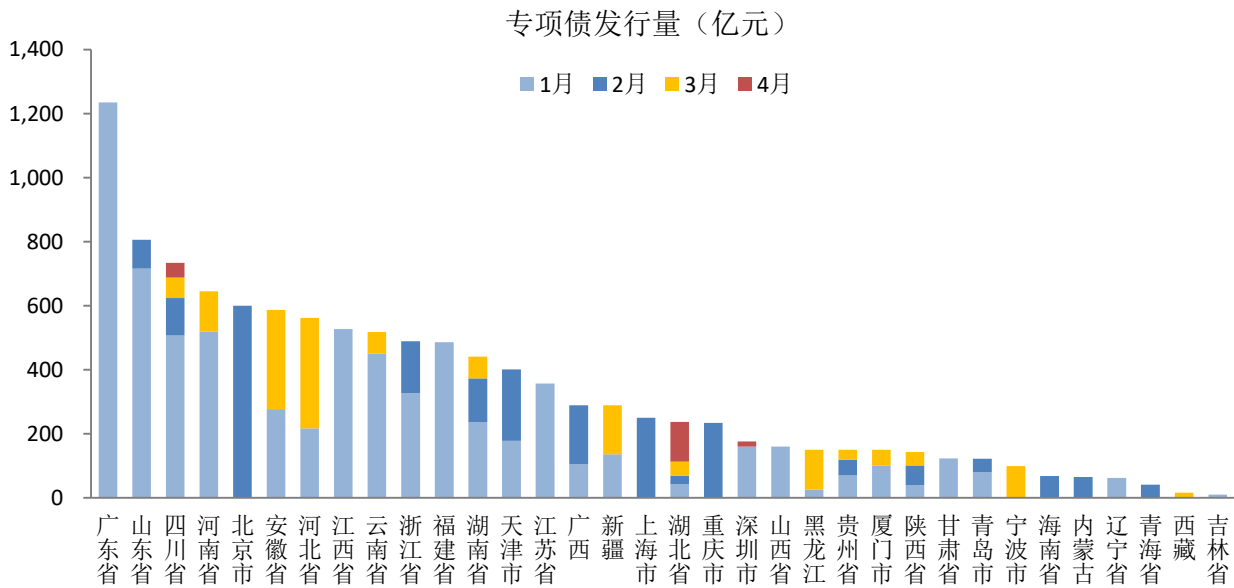


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

2. 各地专项债发行额度与经济实力及基建项目申报情况相匹配

从发行省份分布来看, 地方债发行额度与地区经济实力相对匹配, 广东、山东、四川、河南、北京发行量居前, 尤其广东省一季度发行额度达 1235 亿元, 远超其他省份, 其中近半数 of 粤港澳大湾区建设专项债。而地方财力较为落后的甘肃、青海、宁夏、西藏发行量靠后。

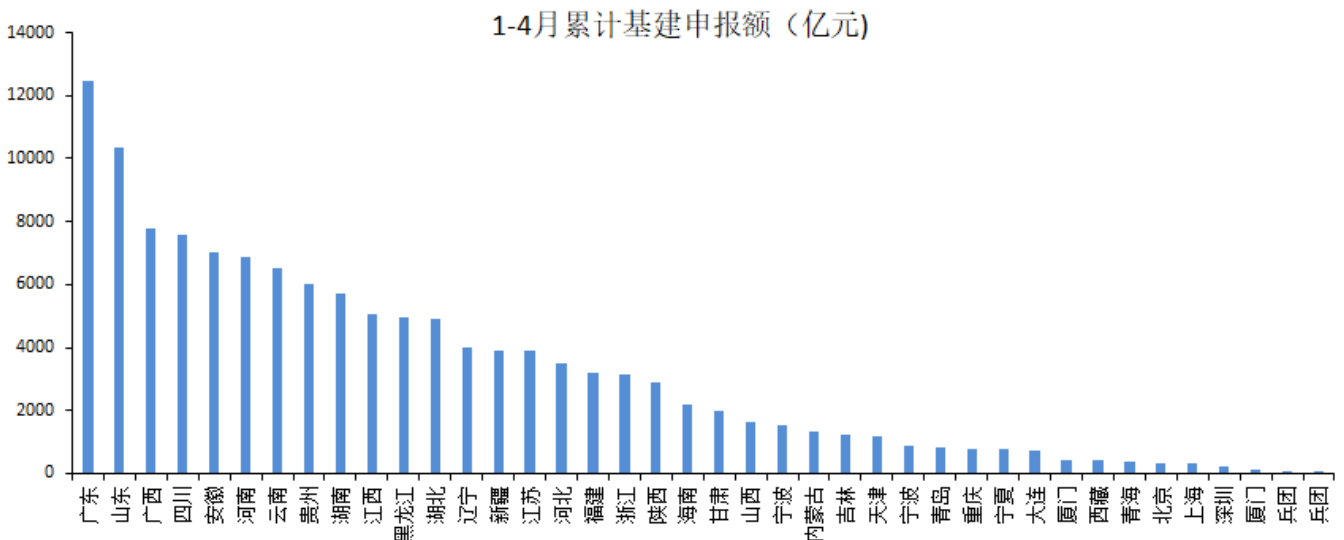
图表 5：一季度分省市专项债发行情况（亿元）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

截止至4月中旬，广东、山东、四川的基建项目申报额居各省市前列，与其专项债发行节奏保持一致。

图表 6：各省市基建项目申报额（亿元）



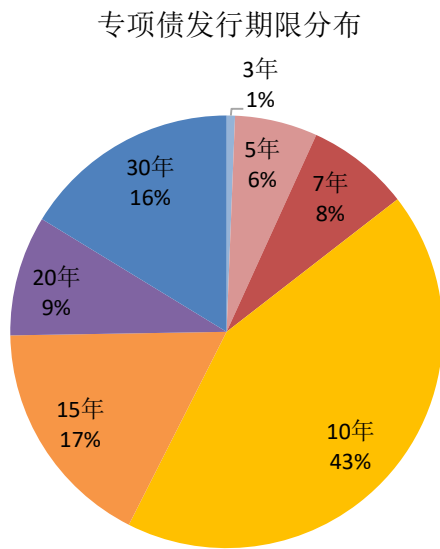
数据来源：Wind，混沌天成研究院

3. 专项债发行久期拉长以匹配项目周期，助力缓解地方政府再融资压力

地方专项债发行久期拉长，更好地实现项目周期的匹配，助力缓解地方政府再融资压力。一

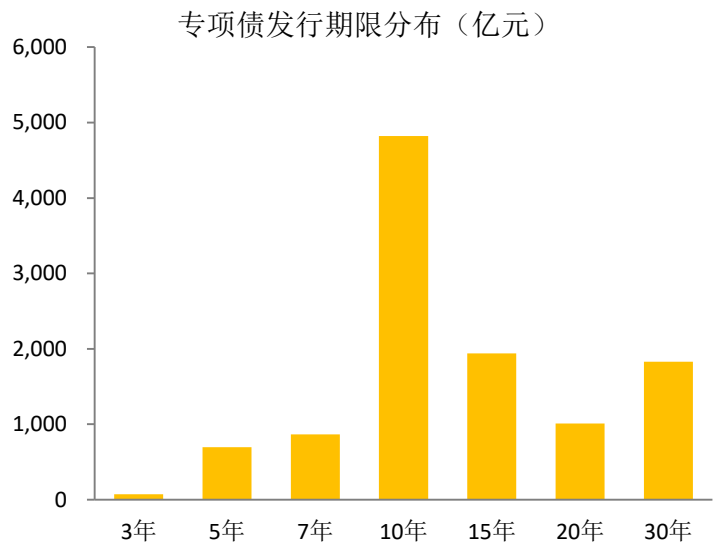
季度新增专项债平均发行期限为 14 年左右，较去年同期 7 年左右的久期水平明显拉长，10 年及以上的专项债达总发行量的 80% 以上，尤其 10 年以上超长期限的发行比例也明显提高。久期的拉长一方面是为了匹配项目自身的建设周期，另一方面也一定程度缓解滚动发行的再融资压力，稳定地方财政。分省市来看，除个别省市加权久期较长外，其余各省市发行期限整体比较平均。

图表 7：一季度新增专项债发行期限分布 (%)



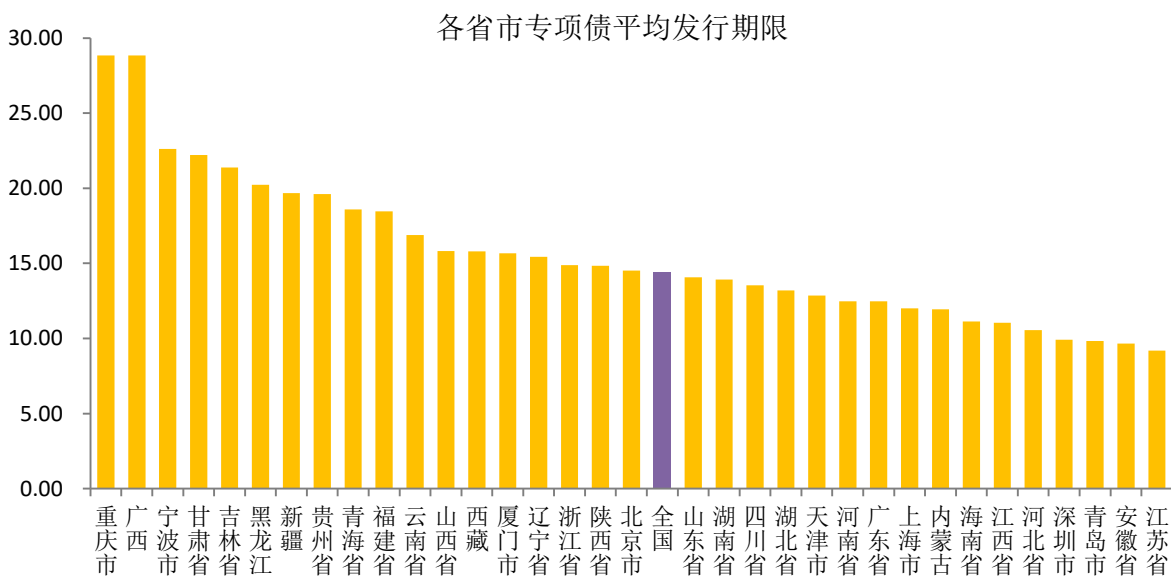
数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 8：一季度新增专项债发行期限分布 (亿元)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 9：一季度分省市专项债平均发行期限 (年)



数据来源：Wind，混沌天成研究院

4. 剩余额度不足下再提前下达一批地方专项债额度紧迫性提升

地方债提前批额度即将使用完毕，再提前下达一批地方专项债额度紧迫性提升。提前批地方债额度已发行进度约为90%，剩余发行额度仅剩2000亿元左右，其中一般债发行额度不足500亿元，提前批额度即将使用完毕。但今年疫情影响下两会迟迟不得召开，为充分发挥专项债对经济的拉动作用，继续下达新的可发行额度的紧迫性不断提升。

大部分省市发行进度较快，3月专项债发行受剩余额度不足约束。分区域来看，65%的地区发行进度已经超过80%，广东、四川、江西等13个地区发行进度为100%，提前批地方债额度已发行完毕，仅有青海、内蒙古、湖北、吉林、宁夏几个省市发行进度低于50%。3月专项债发行速度较1、2月有所放缓，一定程度上也受到年初发行节奏加快下剩余提前发行额度不足的约束。

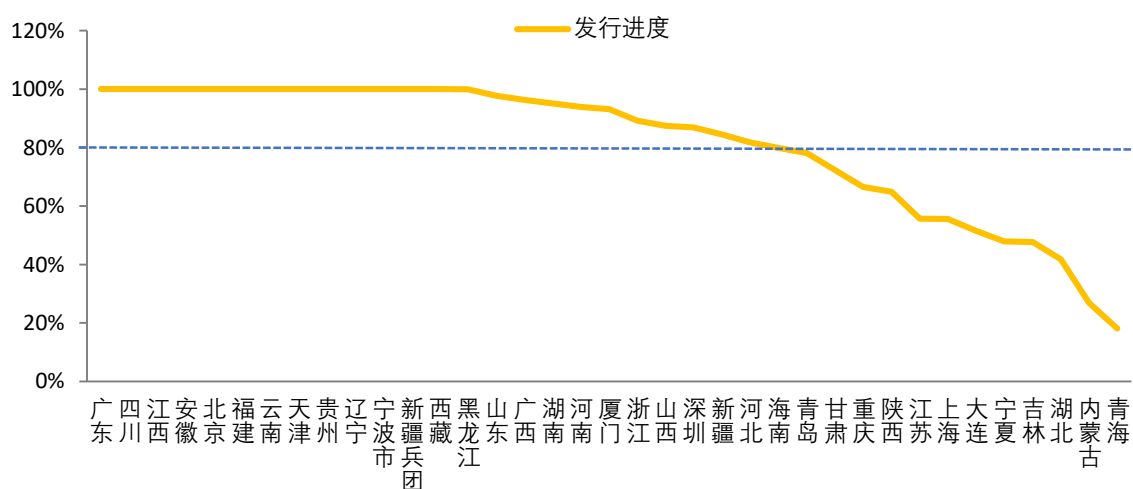
专项债发行额度扩容，国常会确定再提前下达一批地方专项债额度。327政治局会议提出“增加地方政府专项债券规模，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设工作”。预计年内专项债发行额度将进一步抬升至3.5-4万亿，同时国常会强调抓紧按程序再提前下达一定规模地方政府专项债。

图表 10：提前批地方债发行情况统计（亿元，%）

	一般债	专项债	合计
2019年新增限额（亿元）	9300	21500	30800
一季度提前下达额度（亿元）	5580	12900	18480
提前下达额度占去年新增限额比重（%）	60%	60%	60%
已发行额度（亿元）	5136	11226	16362
已发行进度（%）	92%	87%	89%
剩余额度（亿元）	444	1674	2118

数据来源：财政部，Wind，混沌天成研究院

图表 11：一季度各省市“提前批”地方债发行进度（%）



数据来源：财政部，Wind，混沌天成研究院

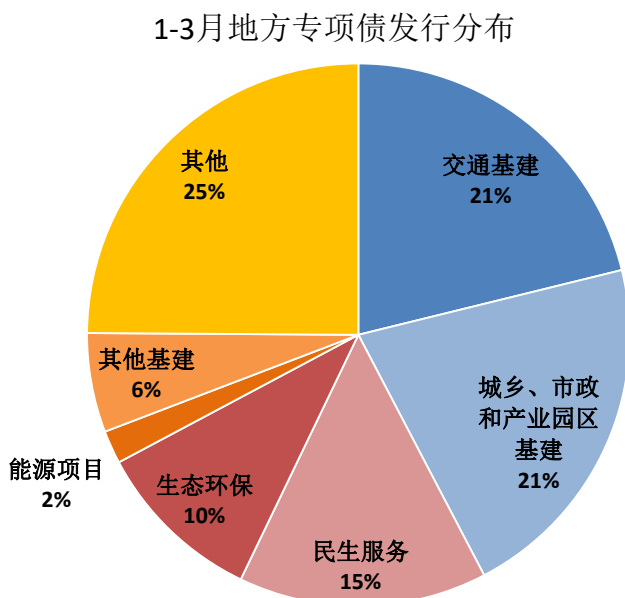
二、一季度专项债发行投向了哪里？

一季度专项债投向基建领域占比大幅提升达 75%，无土储和棚改项目发行，对基建支持力度增强。从专项债投向来看，年初至今交通基建、城乡市政及产业园区基建等狭义基建类项目专项债发行占比约 50%，考虑生态环保、农林水利、民生服务、能源项目等领域后，一季度专项债发行中用于基建领域比重高达 75%。应政策要求，一季度新增专项债无土储和棚改项目。

而 2019 年基建相关领域专项债发行占比不到 20%，半数以上发行的专项债都投向了土储和棚改领域，两者占比分别高达 31% 和 33%。

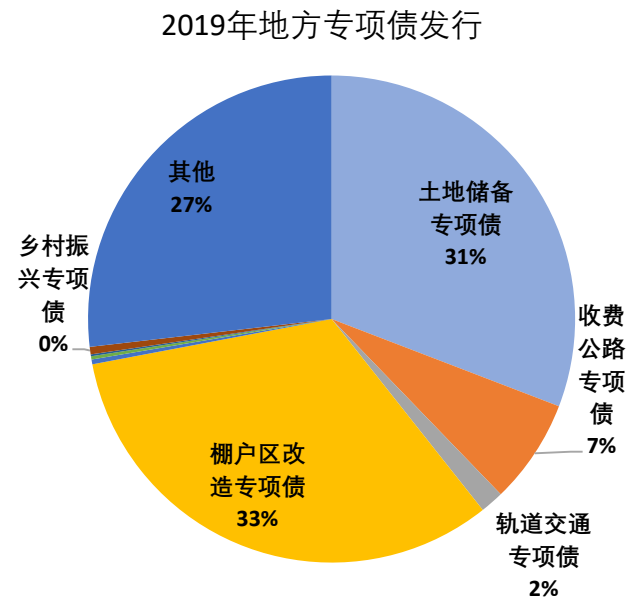
而继提前批专项债不得投向土储棚改项目后，专项债政策继续打补丁，政策要求 2020 年新增部分均不得投向土储和棚改项目，同时新增了应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造等领域项目。年内专项债投向基建比例超 70%，专项债对基建支持力度显著增强。

图表 12：一季度新增专项债发行分布（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 13：2019 年新增专项债发行分布（亿元）

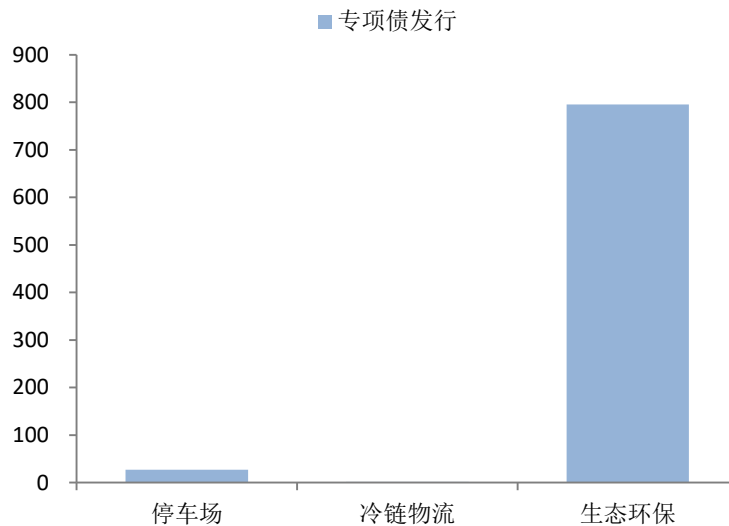


数据来源：Wind，混沌天成研究院

新基建代表结构调整，传统基建代表稳增长方向。新基建比重显著上升，冷链物流项目在专项债投向中实现了从无到有的变化，停车场项目规模增长约 5 倍，配电网项目规模增长约 10.8 倍，生态环保类项目规模增长约 2.6%，狭义新型基建规模增长约 1.2 倍。占专项债基建项目比例在 10%

预计年内广义新基建占基建比例或上升至 15% 左右，新基建代表经济发展的结构方向，仍占绝对比重的传统基建代表稳增长的方向。

图表 14：专项债发行新基建投向（亿元）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

三、一季度专项债作重大项目资本金使用情况如何？

2019年6月专项债新政允许专项债作为部分重大项目的资本金，撬动基建投资乘数效应；9月进一步扩大重大项目范围，并明确专项债用于项目资本金的规模占该省专项债规模比例不超过20%；2020年3月下旬，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或将继续从20%提升至25%。

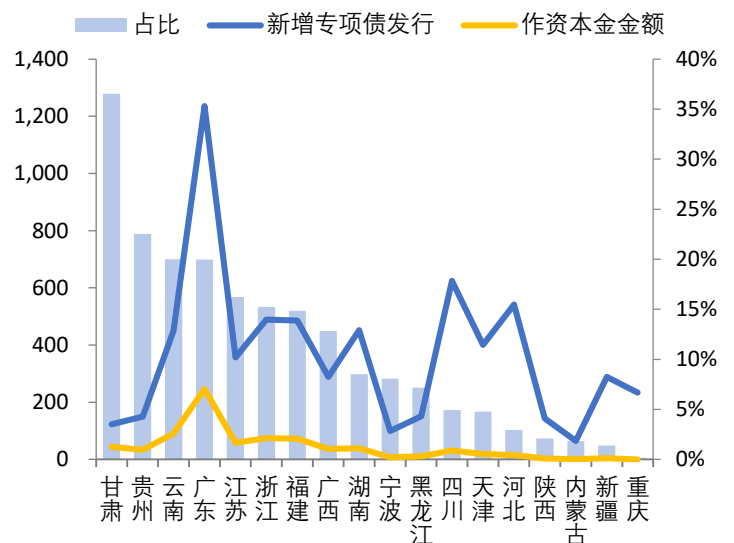
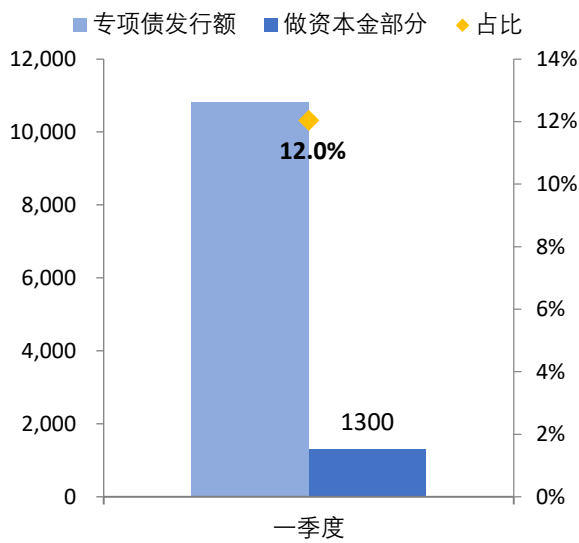
按照财政部官方口径，一季度各地用于符合条件重大项目资本金的专项债券规模约1300亿元，占新增专项债比重约为12%，大致可撬动2600-5200亿元的基建项目总投资额，虽然距20%或25%的门槛还有较大距离，但明显超过19年仅有约0.5%的占比。

分省市来看，甘肃、贵州、云南、广东、江苏、浙江已发行专项债作资本金比例较高，其中甘肃、贵州和云南作为西部省份，作资本金比例或到专项债发行额度较小的影响虚高，对基建投资的拉动作用也相对较小；而广东、江苏、浙江、福建作为东部地区经济实力较强的省份，也是专项债发行额度居前的省份，对基建投资的拉动作用较大。

大部分省市专项债作资本金比例仍然较低，未来提升空间较大。其余大部分省市专项债作资本金比例低于10%，且仍有约16个省市的专项债未作资本金使用，或受到专项债作资本金使用的项目要求较高的影响，接下来仍需关注其他省市专项债资本金使用的推进情况。

图表 15: 专项债作资本金使用情况 (亿元, %)

图表 16: 分省市专项债作资本金使用情况 (亿元, %)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

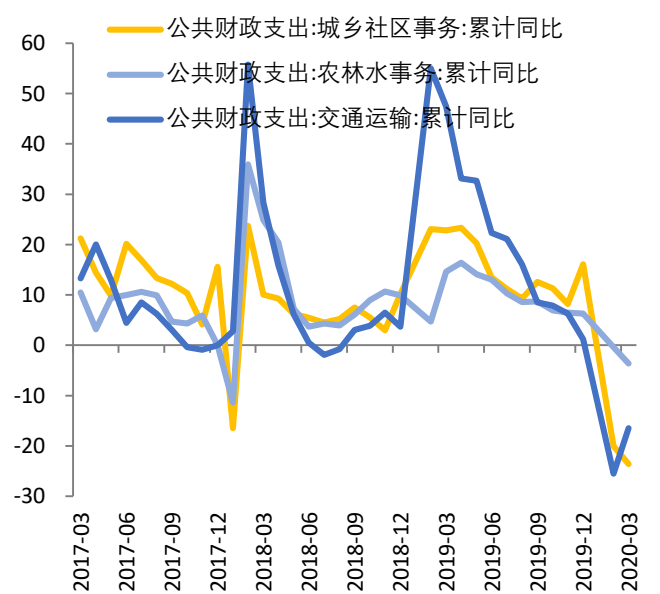
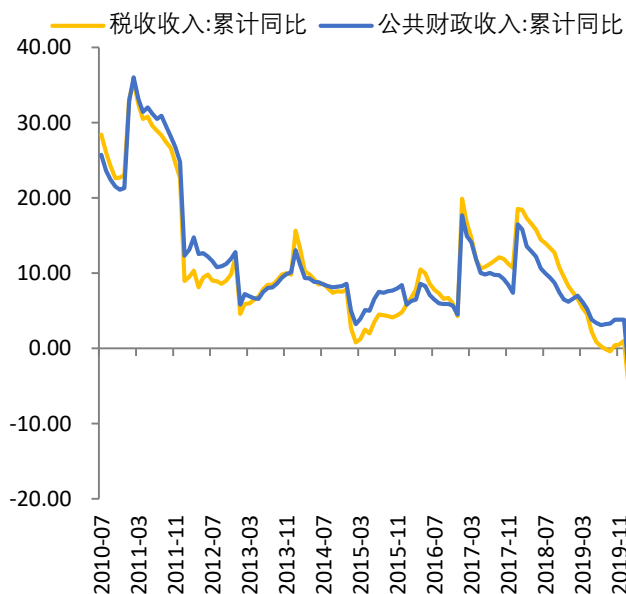
数据来源: Wind, 混沌天成研究院

四、专项债发行扩容对基建投资提振几何?

在预算内财政支出受限的背景下, 广义财政发力带动基建投资的回升具有较强的确定性, 专项债仍将是重要的基建投资增量资金来源。同时通过限制专项债投向(不可用于土储和棚改项目)以及上调资本金使用比例增强专项债托底基建投资的效率。

图表 17: 公共财政收入 (%)

图表 18: 公共财政支出 (%)

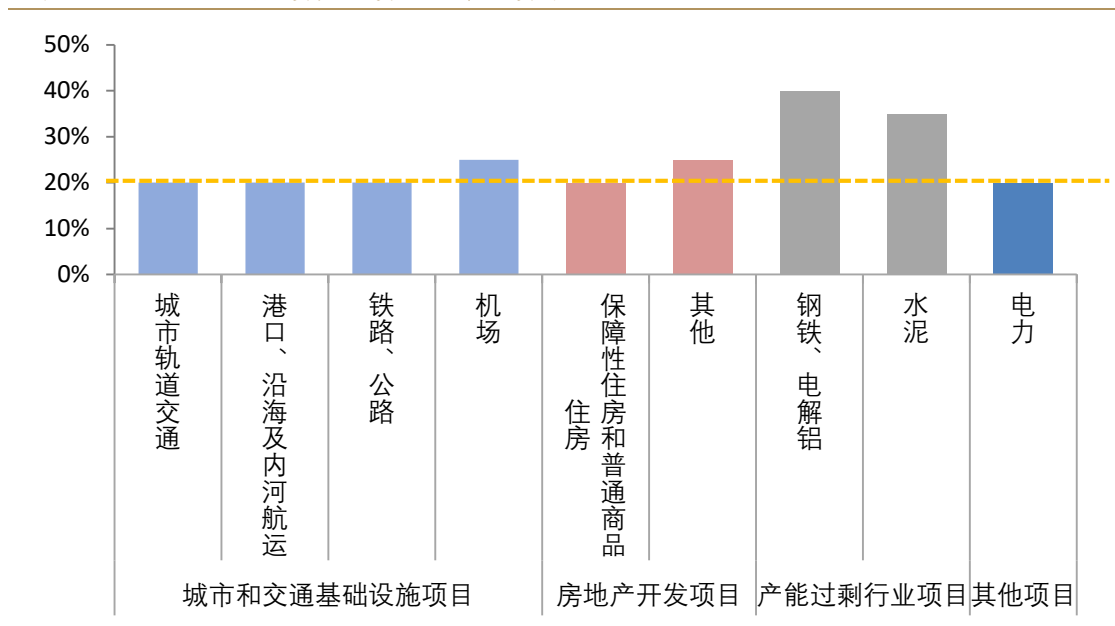


数据来源: Wind, 混沌天成研究院

数据来源: Wind, 混沌天成研究院

受项目回报的约束，专项债作资本金撬动社会资金的杠杆在 2 倍左右。理论上来说，大部分基建项目资本金比例在 20-25%，即意味着 3-4 倍的杠杆水平。但根据财政部 23 号文规定，专项债作资本金使用撬动社会资金不得超越项目收益实际水平过度融资，银行贷款本息的偿还来源为项目的自有经营性现金流，土地出让收入不能作为还款来源。因此在实际操作中，受项目回报的约束，专项债作资本金的撬动杠杆在 2 倍左右。

图表 19：各行业固定资产投资项目最低资本金比例（%）



数据来源：财政部，Wind，混沌天成研究院

全年专项债拉动新增基建投资规模约 2.8-3.0 万亿，年内基建投资增速有望达到两位数增长。预计年内新增专项债额度将达到 3.5 万亿，若按全年投向基建领域占比 80% 估算，则对应 2.8 万亿的基建项目资金，若考虑 20%-25% 的可作资本金比例，以及 50% 的中性假设下的社会资本撬动杠杆，2020 年新增基建投资规模在 2.8 万亿-3.0 万亿之间，年内基建投资增速有望达到 10% 至 12%，专项债的发行提供了较大的基建投资增量资金。

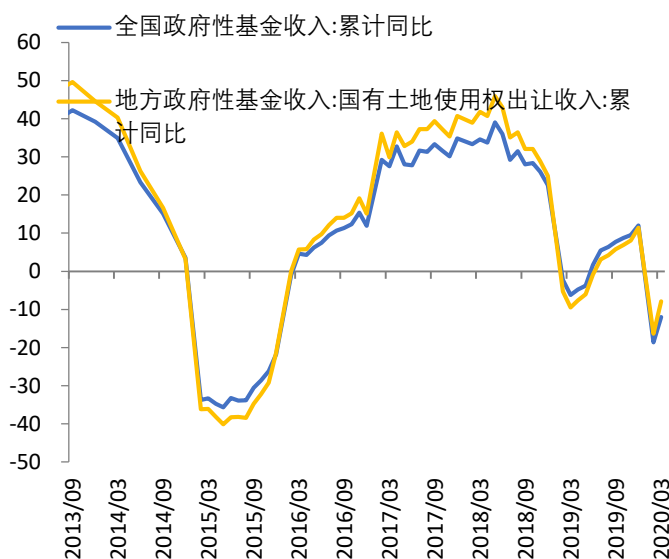
图表 20：专项债发行提振基建投资测算（亿元）

2020年新增专项债（亿元）			35000	
投向基建项目比例			80%	
投向基建项目金额			28000	
可做项目资本金比例			20%	25%
可做资本金规模			5600	7000
仅作为配套融资			22400	21000
拉动基建投资规模	资本金比例	20%	50400	56000
		30%	41067	44333
		50%	33600	35000
新增基建投资规模	资本金比例	20%	45025	50625
		30%	35692	38958
		50%	28225	29625

数据来源：财政部，Wind，混沌天成研究院

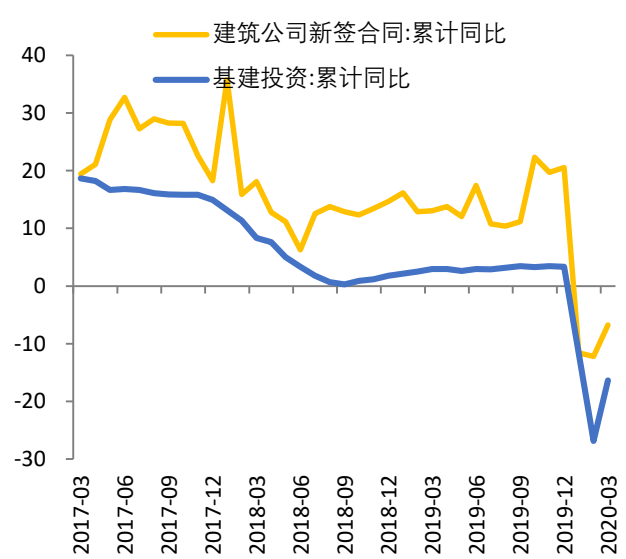
施工进度和土地出让收入或拖累年内支出，房地产市场保持稳定仍有必要。由于政府性基金的主要收入部分为土地出让收入，地方政府的政府性基金收入受到土地出让收入的拖累，进而可能对基建项目资金的投向造成一定挤压。因此在考虑专项债增发对基建投资的提振时，也不可忽略土地出让减收下对政府性基金收入的影响，年内保持房地产市场的稳定仍有必要。

图表 21：政府性基金收入（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

图表 22：建筑公司新签合同 VS 基建投资（%）



数据来源：Wind，混沌天成研究院

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心 3 号楼 A 区 2701-2710 室

联系电话：4001 100 166

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路 468 号时代财富中心 18 层（5）办号

联系电话：027-85610809

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路 38 号永鑫大厦 5 楼

联系电话：0771-5553516

上海营业部

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 2 号楼 702 室

联系电话：021-61838622-801

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路 37 号财富金融中心 2 幢 12 层 05、06 单元

联系电话：0571-86050331

北京营业部

地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 3 号楼 12A11-12A15 室

联系电话：010-63397961

昆明营业部

地址：云南省昆明市环城南路 777 号昆钢大厦 12 层 E+F 单元

联系电话：0871-64100819

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区东方路 899 号 1203 室

联系电话：021-50800369

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 2 号楼 703 室

联系电话：021-61833506

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道 3 号中国工商银行大厦 11 楼 1108-11 室

联系电话: +852 2596 8200
