

跨周期调节下专项债发行前慢后快

稳增长政策发力靠前仍需防范风险

香港时间 2022 年 1 月 10 日,中诚信国际信用评级有限责任公司研究院近日发布题为《跨周期调节下专项债发行前慢后快,稳增长政策发力靠前仍需防范风险——地方政府专项债 2021 年回顾与 2022 年展望》的报告。报告认为,在聚焦疫后经济发展及补短板需求下,2021 年专项债优先支持存量项目建设,积极推进“两新一重”建设,创新应用于支持补充中小银行资本金、乡村振兴、绿色低碳等领域,创新发行离岸人民币专项债,充分发挥了补短板、调结构、稳投资作用。2022 年积极财政政策要提升效能,更加注重精准、可持续,预计新增专项债限额或达 3.50~3.75 万亿,仍将重点投向基建领域,并向新开工项目、省市级项目倾斜。在规模扩容的同时,需重点关注资金使用效率和项目收益质量偏低、撬动社会资本力度不足、基层政府偿债压力大等问题,牢牢守住风险关。

报告指出,2021 年在跨周期调控框架下,地方债尤其是新增专项债的发行呈“前慢后快”特征,发行节奏和时点更灵活,整体呈短期化趋势,发行利率波动下行。此外,今年还创新发行了离岸人民币专项债,正式开启了地方债国际化进程。从发行规模看,全年共发行地方债 7.48 万亿元,较上年增加 1.04 万亿元,其中专项债共发行 4.92 万亿元,接近一般债规模的两倍,较上年增加 0.78 万亿元。从发行期限看,在政策限制叠加再融资债扩容的影响下,专项债加权平均发行期限同比缩短 0.45 年至 14.17 年,10 年及以上期限合计占比 74.46%,同比回落 6.78 个百分点。从发行成本看,专项债发行利率全年波动下行,比上年下降 3bp 至 3.41%,利率期限结构整体平坦化,长端回落幅度大于短端;6 月以来地方债市场化进程加速,全年专项债发行利差为 24.1bp,同比收窄 0.9bp。从品种创新看,深圳市发行了 50 亿元离岸人民币专项债,广东省发行了 22 亿元离岸人民币一般债,开启了地方债国际化进程,开拓了地方政府融资新渠道。

报告同时指出,借新还旧压力下再融资专项债占比大幅上升至近三成,新增专项债资金有近八成投向存量项目,近四成投向“两新一重”项目。2021 年再融资专项债共发行 1.34 万亿元,为去年同期的 2.5 倍,占专项债比重达 27%,比上年高 14 个百分点,其中有 66%用于偿还到期债券本金,剩余用于偿还存量政府债务;用于偿还到期债券和存量债务的专项债借新还旧比例由上年的 76.68%明显提升至 83.89%,达到历史最高值。新增专项债共发行 3.58 万亿元,其中有 1494 亿元补充中小银行资本金的额度由上年结转而来,故实际发行 3.43 万亿元,较去年减少 0.17 万亿元,完成全年下达限额的 99%。分区域看,广东、山东、浙江、北京、四川发行规模居前列,其中广东、山东均超过 4000 亿元;从结构看,除宁夏外其余 30 省均发行了新增专项债,其中广东、山东、浙江超 2000 亿元;偿债压力下 31 省均发行了再融资专项债,北京、广东、山东、江苏、贵州发行规模居前,其中北京 12 月大规模发行了 1721 亿元偿还存量债务的再融资专项债,在“全域无隐性债务试点”开启背景下,推测其或在为着力降低隐性债务规模做准备。分品种看,新增专项债约八成投向存量项目,主要用于市政产业园区、交通、棚改、民生等领域,与 2020 年相比市政、交通领域占比明显下降,棚改占比抬升;近四成投向“两新一重”建设,其中“重大工程”占比 45%,以交通基础设施项目为主,“新型城镇化建设”占比超过 40%,以棚改为主,而“新基建”相关投资占比仅超 10%。此外,2021 年专项债用作项目资本金的规模和项目数量明显低于上年,原因或为交通类专项债发行规模的缩减以及存量项目对资本金需求有限。

展望 2022 年,报告认为,专项债将依然是积极财政政策的重要着力点,新增限额将保持高

位，持续发挥稳增长，调结构，补短板，促转型作用。报告预测了 2022 年专项债的发行规模：预计专项债新增限额或达到 3.50~3.75 万亿元左右，叠加 2021 年未使用的额度，全年或发行新增专项债 3.73~3.98 万亿元；债券到期压力下再融资专项债或需发行至少 0.9 万亿用于偿还到期债券本金；预计 2022 年地方债最大发行规模将达到 7.4 万亿元，考虑偿还存量债务的再融资债券后，总发行量或超过 8 万亿元。资金投向方面，在中央经济工作会议“适度超前开展基础设施投资”的要求下，基建托底经济的预期更为确定，预计专项债将持续聚焦基础设施建设，适度加大水利、城市管网及保障性住房等领域支持力度。此外，报告估算专项债全年理论上或可拉动基建投资 6.17~6.26 万亿元，基建将靠前发力，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。

报告最后提醒，当前专项债资金使用效率和项目收益质量偏低问题尚未扭转，叠加经济下行压力加大、房地产严监管持续、地方债到期高峰来临、隐债化解力度加强等因素，仍需关注专项债领域的潜在风险。第一，财政持续紧平衡，关注地方政府尤其是基层政府的偿债压力。第二，房地产严监管背景下土地财政模式持续弱化，关注专项债收益下滑隐患。第三，专项债用作项目资本金比例持续偏低，关注政府部门撬动社会资本力度不足问题。第四，偿债高峰来临叠加隐债化解需求增大，关注借新还旧后的偿债风险与债务可持续性。

如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。

版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“中诚信”）和/或其被许可人所有。本文文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信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。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO6 号楼
邮编：100020
电话：(8610) 6642 8877
传真：(8610) 6642 6100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd
Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室
电话：(852) 2860 7111
传真：(852) 2868 0656
网址：<http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited
Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>

