

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

从“万亿专项债限额提前下达”说开去

摘要

明年万亿专项债新增限额提前下达的背景和原因：近期基建投资增速暴跌后企稳，从引领变成拖累投资增长；宏观经济增势加速下行，投资拉动效应显著减弱；基建项目遭遇“投资不足、融资困难”双重局限；专项债资金系基建投资重要来源，19年新增限额使用殆尽。

结合18年前后环境变化，近期专项债发力基建补短板成效不足，有以下因素：17年11月以来地方隐性负债监管趋严，基建投资增速应声高速下降；资管新规导致城投企业非标融资受挫，从而影响基建项目融资；政府性基金收支平衡压力，以及专项债用途多元化和区域性矛盾，对于专项债发力基建短板形成一定制约。

事实上，专项债只是基建投资的重要来源之一，基建投资还依赖于一般债、财政收入以及社会资金（尤其城投企业融资）。以专项债为发力点，加大基建投资力度，还需多措并举。一是引导地方政府落实国务院、财政部有关专项债、项目资本金制度，并且着力改善地方政府财政收入，增厚基建项目投资的地方财力基础。二是深化基建投融资模式创新和应用推广，深化、拓宽PPP（狭义）、ABS、ABO、BOT、TOT等多元化基础设施融资模式应用。三是培育基建投资领域新增长点，新基建相对于传统基建有着更大发展潜力，且对社会资本吸引力也更大。四是促进投资主体多元化，激发民营资本参与基建投资积极性。五是加快城投企业市场化转型，拓宽城投企业融资渠道。

相关研究报告：

- 1.《变中寻机——解码地方债“三化一强”新趋势》，2019.10.15
- 2.《2019年前三季度地方债市场运行扫描》，2019.10.14
- 3.《2019年1-7月地方债运行分析》，2019.08.26
- 4.《2019年一季度地方债运行分析》，2019.05.27
- 5.《2018年度地方债运行分析》，2019.02.20

最近，财政部提前下达了2020年部分新增专项债务限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%，控制在依法授权范围之内。财政部要求各地尽快将专项债额度按规定落实到具体项目，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。我们对此有以下解读。

一、万亿专项债限额提前下达的背景和原因

（一）基建投资增速暴跌后企稳，从引领变成拖累投资增长

基础设施主要包括交通运输、机场、港口、桥梁、通讯、水利及城市供排水、供气、供电设施或服务于科教文卫等部门所需的固定资产等。基建投资是促进经济发展、提升公共服务水平、改善居民生活质量的一大利器，是我国固定资产投资的重要组成部分（见图1）。2014-2017年，我国各月累计基建投资额（不含电力，下同）同比呈现15%-27.3%的高位增长，远超同期制造业、房地产业固定资产投资增速，因而基建投资额占固定资产投资额从14年的17.26%逐级跳升至17年的22.16%（见图2）。

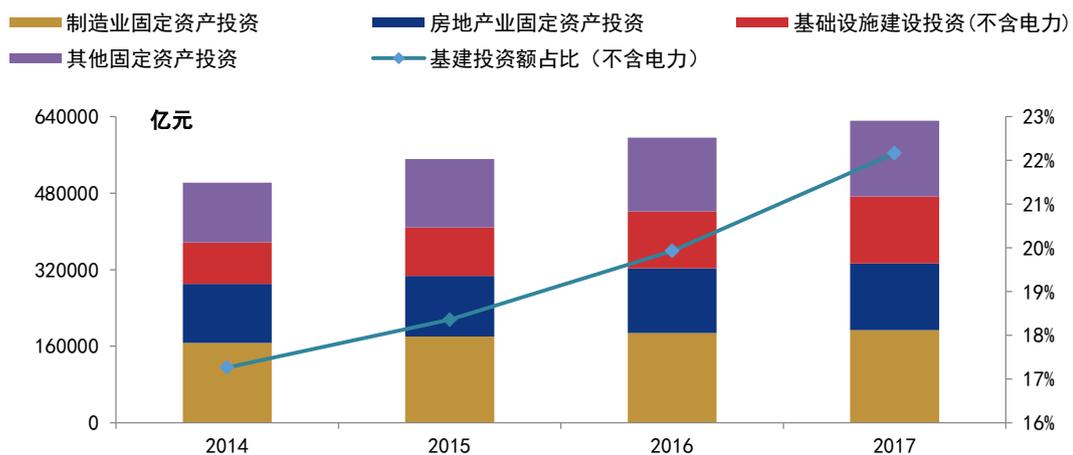


图1：2014-2017年固定资产投资额构成

注：2018年以来，Wind资讯没有提供固定资产投资结构数据。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

但自17年四季度以来，受到紧信用、严监管政策下，PPP清理、资管新规以及18年上半年地方债发行进度放缓（见图6）、地方隐性负债监管趋严等影响，基建投资累计增速呈现断崖式下滑，从17年的19%急降至18年的3.8%。尤其18年8月以来，基建投资增速持续低于固定资产投资增速，从引领投资增长变成拖累投资增长，基建短板特征开始凸显。

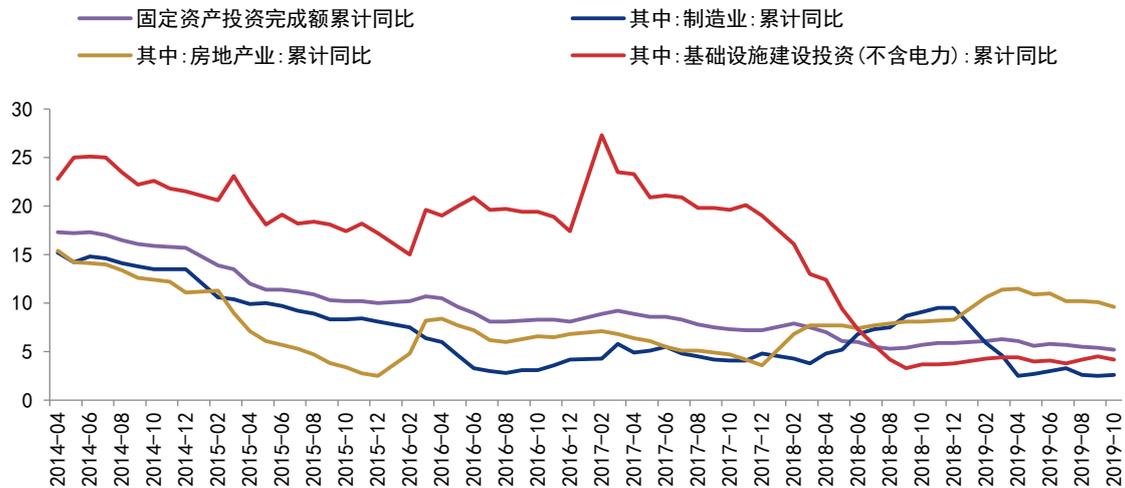


图2：基建投资对投资增长的作用从“拉动”变成“拖累”

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）宏观经济增势加速下行，投资拉动效应显著减弱

2010年以来，我国宏观经济增长逐步走出数量型增长模式，更加注重质量型增长，经济增速呈现持续下行状态。其中，2014-2017年，历年内各季度GDP增速保持较强的稳健性，没有出现逐季下滑。但自18年下半年以来，受到复杂严峻的外部局势和内部供给侧结构性改革深化等影响，GDP增速呈现逐季下滑的新变化，经济下行压力较往年明显增加。具体从影响GDP增速的三驾马车来看，主要受基建投资、制造业固定资产投资增长放慢等拖累，18年下半年以来固定资产投资增速明显滑落，进而固定资本形成额对GDP增长的拉动从2018Q2的2.5%持续、大幅下跌至2109Q1的0.8%，远低于2019Q1消费拉动4.2%、净出口拉动1.5%的拉动水平；2018Q2至2019Q1，固定资本形成额对GDP增长的贡献率则从36.7%暴跌至12.1%。综上所述，2018年以来，固定资本形成额对GDP增长的贡献率和拉动效应大幅下挫，从而拖累GDP增速，而这明显受到了紧信用、严监管背景下的基建投资增速断崖下跌并企稳的影响。

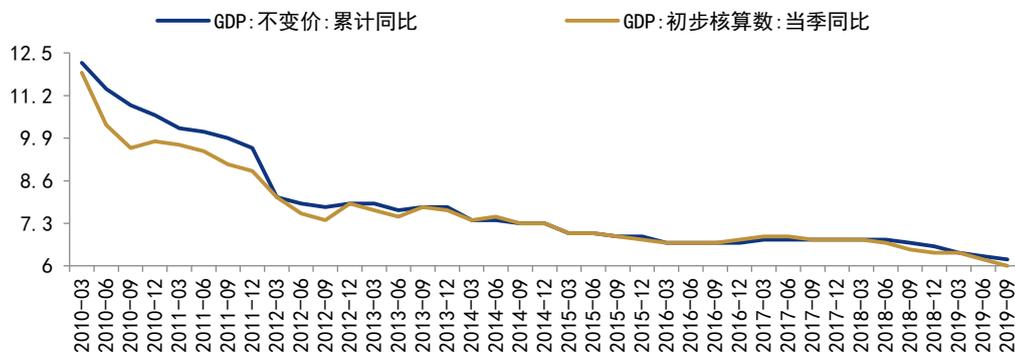


图3：2018年以来GDP增速明显呈现逐季下滑新特征

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

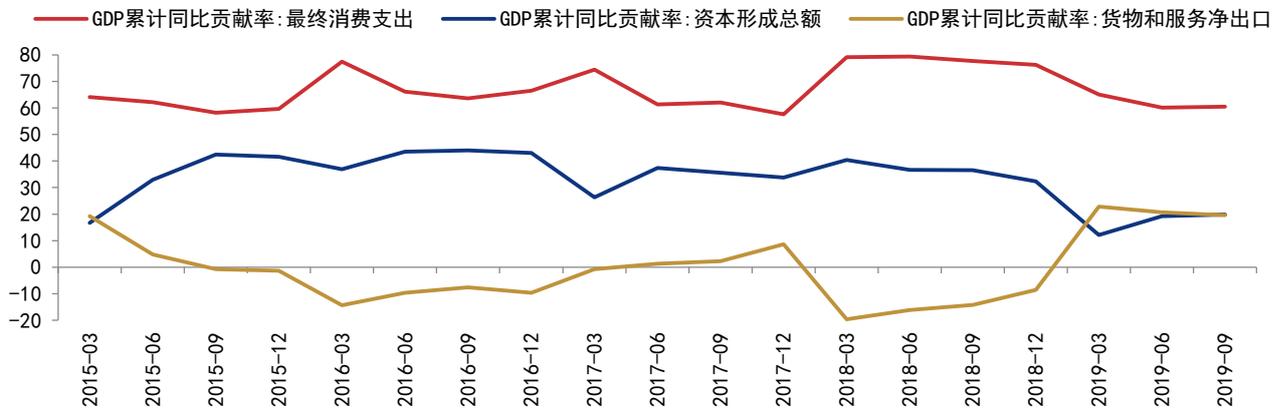


图4：近年各季“三驾马车”对GDP的贡献率对比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

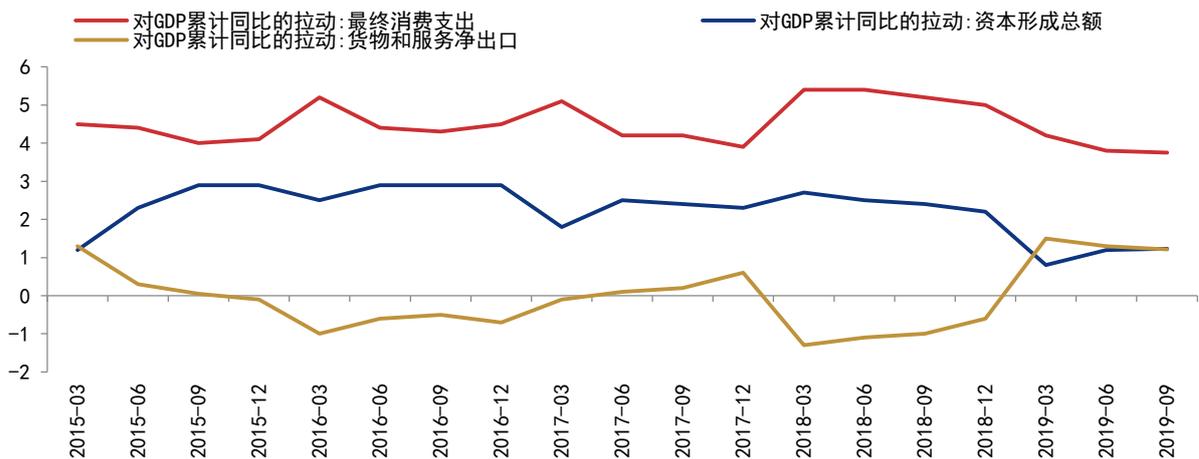


图5：近年各季“三驾马车”对GDP增速的拉动对比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）基建项目遭遇“投资不足、融资困难”双重局限

近年以来，中国在基建方面取得了举世瞩目成就，沪昆高铁、港珠澳大桥、大兴机场等标志性成果不断涌现，公路、铁路、航线里程稳步增长，基础设施环境不断改善。但是从基础设施密度来看，据国家发改委有关负责人指出，目前我国人均基础设施存量相当于西方发达国家的20%至30%，并且在交通、水利、能源、生态环保、社会民生等基础设施领域存在不少短板，总体来看，我国在基础设施领域投资仍有很大空间和潜力。尤其中西部地区基础设施投资相对不足，增长潜力巨大。

与此同时，中国现阶段基建面临融资难的局面。我国基建普遍存在公益性强、投资规模大、沉淀成本高、建设周期长等特征，叠加近年来中央对地方政府隐性债务加强管控，原先采取政府购买服务方式解决项目建设资金的渠道不再可行，创新投融资模式，统筹推进基建迫在眉睫。

（三）专项债资金系基建投资重要来源，19年新增限额使用殆尽

我国基建项目以公益性、准公益性为主，项目融资方式包括PPP、BOT、BT、TOT等多种模式，总体上项目资金来源于公共财政，并引进一定规模的社会资本。其中，各地方基建投资的主要来源——地方政府财力除了包括地方政府一般公共预算收入、政府性基金收入（不含发行地方债形成的地方政府财力）之外，发行地方债也是基础设施融资的重要渠道。公益性项目资金依赖于一般债券收入，纳入一般公共预算管理；准公益性项目资金依赖于专项债券收入，纳入政府性基金预算管理。

18年上半年，地方债发行进度放缓，尤其专项债发行额同比下降52.6%，拖累基建投资增速。18年三季度以来，应对基建投资增速大幅下滑，财政部推动地方加快专项债发行进度，三季度发行额13964.6亿元创地方债分类预算改革以来之最。18年10月，国办印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（简称101号文），明确提出“加强地方政府专项债券资金和项目管理”，强调财政部合理安排专项债发行进度，地方政府确保专项债收入可以迅速使用，重点用于在建项目和补短板重大项目。

19年以来，受首轮8100亿专项债提前下达、全年下达2.15万亿以及财库23号文关于争取9月底前完成全年新增债发行的政策影响，19年前三季度专项债发行规模和发行进度均匀性明显强于往年（见图6），加之国办发文允许将专项债作为符合条件的重大项目资本金，并且下调部分项目资本金比例，这些政策举措对于19年以来推动基建投资稳健增长，防止增速继续下滑发挥了积极作用。

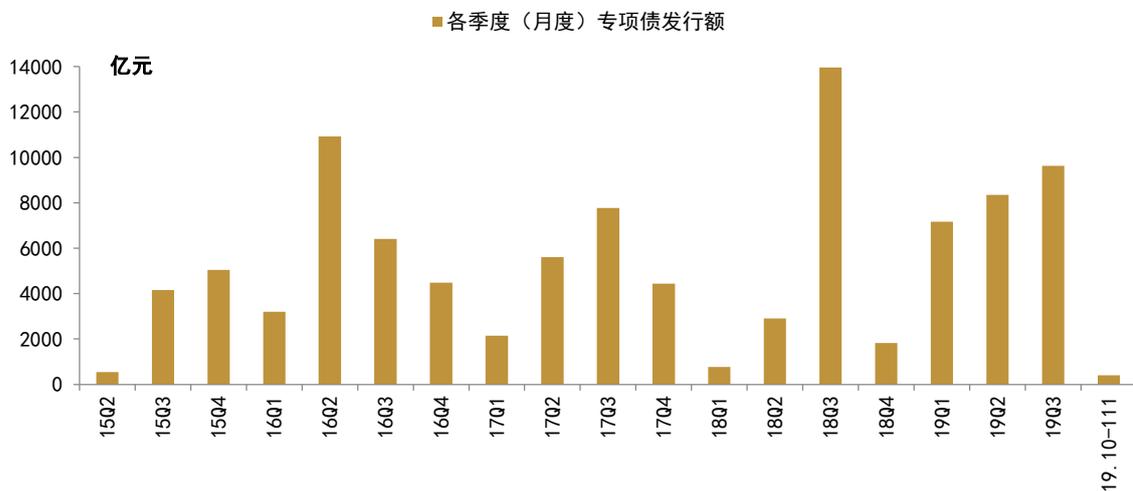


图6：近年各季（月）专项债发行额度变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、从发展环境看专项债补基建短板力度不足

18年底、19年底接连两轮专项债新增限额提前下达（分别8100亿元、1万亿元），这是应对宏观经济下行压力，加快发力基建短板，增强投资对经济增长动能的重要举措表现。从实践来看，专项债大规模、均匀投放虽说阻

止了基建投资进一步大幅下滑，但远未实现恢复性增长，而是在3.7%-5.7%范围内徘徊（见图2）。从18年前后基建投资发展环境对比来看，基建投资额维持低增长包含多方面原因。

(1) 17年11月以来地方隐性负债监管趋严。17年11月以来，中央在促进地方政府举债阳光化，大力发展项目收益专项债的同时，以财办金〔2017〕92号、财金〔2018〕23号、发改办财金〔2018〕194号、财金〔2019〕10号¹等文件出台为标志，中央加大对地方政府隐性债务治理力度以防控债务风险，包括清理PPP项目库、加强平台贷管理、平台公司注资管理，严禁隐性担保等。事实上，17年11月以来，中央持续加强对地方政府隐性债务治理后，基础设施投资增速持续高速下降（见图2）。而且从目前来看，中央严控地方隐性债务决心不变，在监管高压下，通过变相负债为基建投资“补血”的老路行不通。例如：18年底全国财政工作会议将严控地方政府隐性债务作为工作重点之一；19年内，1·9与11·13国常会分别提出“严控地方政府隐性债务”“筹措资本金不得违规增加地方政府隐性债务”；两会期间，财政部长明确表示，不允许发生新的隐性债务；8月份财政部表示，强化监督问责，从严整治举债乱象，有效遏制隐性债务增量。

(2) 资管新规对城投企业非标融资造成影响，从而影响基建项目融资。银发〔2018〕106号文《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》对非标债权加大了约束，包括禁止非标资产池业务、禁止非标期限错配、禁止两层以上嵌套等。而近年以来城投企业承担的基建项目，非标融资包括委托贷款、信托贷款、信托受益权转让、资管计划、融资租赁、明股实债等多种形式，一定程度上弥补了基建融资缺口。但18年以来资管新规叠加中央加大隐性负债治理，导致城投企业非标净融资额收缩，对城投企业承担的基建项目融资造成一定影响。

(3) 政府性基金收支平衡压力对于专项债发力基建构成一定制约。18年下半年以来，应对宏观经济增长压力，中央逆周期财政政策力度加码，19年实施更大规模减税降费（18年1.3万亿、19年目标2万亿），并制定了2.8%的财政赤字率目标，但这也导致地方财政收支面临较大平衡压力。具体从专项债偿债资金来源——地方政府性基金收支来看，18年底以来，地方政府性基金收入累计增速急剧探低后企稳回升，其中19年1-10月累计增长9.1%，前值8.3%，远未恢复至18年内20%以上的增速；同时，18年底以来地方政府性基金累计支出维持20%以上高速增长，19年内地方政府性基金收支因此呈现持续逆差且呈增势。当前环境下，以土地财政为主的政府性基金收入增长低位回暖、支出维持高增，使得专项债规模扩张幅度受到政府性基金收支矛盾的约束，未来专项债新增限额亦将受此制约。

(4) 专项债用途多元化和区域性矛盾，对于其发力基建短板构成一定制约。近期发行的专项债除用于收费公路、轨道交通、学校、医院、园区等基建领域外，还用于土储、棚改等领域，尤其19年内发行的新增专项债大部分用于土储、棚改等领域。近期，国务院叫停土储、棚改等专项债申报，客观有利于推动地方政府将有限的新增专

¹财办金〔2017〕92号文即《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》，在92号文指导下，PPP项目集中清理工作在全国展开。财金〔2018〕23号文即《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》。发改办财金〔2018〕194号文即国家发展改革委办公厅财政部办公厅关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》、财金〔2019〕10号文即《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》。

项债余额更多投向基建。此外，专项债在发力基建方面，还面临区域性矛盾，中西部地区基础设施状况相对较为薄弱，表现为人均基础设施存量不及东部地区，中西部地区面积、人口均占全国大部分，基建投资发展潜力巨大，但是地方财力普遍相对较为薄弱，而且发行的专项债占地方债比重也较低（一般债资金占比更大，从而地方债相对较多用于公益性项目），因此在专项债发力基建方面力度还有待增强，但却面临更大的财政资金平衡压力。

三、结语：除了专项债发力，基建补短板还需多措并举

鉴于基建投资的乘数效应，加快基建投资增速对于稳定经济增长、改善城乡面貌和社会民生等都具有积极意义。由于基建项目资金源于地方财力和社会资金等，加快基建投资，除了推动专项债精准发力之外，还需加大一般债和地方政府一般预算、政府性基金投入，并通过政策引导和市场手段，吸引更多社会资金投入。尤其城投企业作为城市基建项目投融资和项目建设重要载体，在吸纳社会资金（包括城投债、信贷、ABS等）投入基建项目方面具有重要作用。鉴于以上情况，建议多措并举，着手改善基建投资的发展环境。

一是引导地方政府落实国务院、财政部有关专项债、项目资本金制度，切实调整专项债用途结构，将有限的新增限额用于扩大基建投资，发挥专项债资金杠杆效应。**并且着力改善地方政府财政收入**，支持地方政府深入挖潜增收，提高非税收入；完善税收制度，扩大地方税源；精耕土地出让市场，盘活土地存量，**增厚基建投资的地方财力基础**。

二是深化基建投融资模式创新和应用推广。在厘清政企边界、严防隐性/变相负债等前提下，促进PPP（指狭义）、ABS、ABO、BOT、TOT等多元化基础设施融资模式应用。其中：PPP（指狭义）仍然是基建融资的重要手段，适合供水、供热、地下综合管廊等适宜社会资本参与的公益性项目；ABS模式有利于提高资产流动性，开辟基建项目融资新渠道，适合有稳定现金流来源的市政、交通、公共服务类基础设施；ABO模式在政府授权下，由城投企业负责项目建设运营，政府履行规则制定、绩效考核等职责，并按协议约定支付授权经营服务费；TOT模式只涉及经营权转让而回避产权竞争，有利于盘活国资存量，缓解资金矛盾。

三是培育基建投资领域新增长点。与铁路、公路、桥梁等传统基建不同，新基建主要是指发力于科技端的基础设施建设，包括5G基站、特高压、城际高铁和轨交、新能源充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等，新基建是引领国民经济创新转型的新兴动能，未来基建支持政策的重心有望向新基建领域倾斜，并将吸引资本竞逐。在政策和资本的双重发力下，新基建或将迎来飞跃式发展。总之，新基建相对于传统基建有着更大发展潜力，而且对社会资本的吸引力也更大，应着力培育新基建成为拉动基建投资的新兴增长点。

四是促进投资主体多元化，激发各类市场主体参与基建投资积极性。扩大基建项目对优质民营企业的开放力度，破除民企参与基建投资受到的隐性掣肘，鼓励和引导民营资本参与包括传统基建和新基建等项目投资、建设和运营，增强民营资本参与基建投资积极性。

五是加快城投企业市场化转型，拓宽城投企业融资渠道。构建城投企业市场化转型扶持政策体系，厘清城投企业与政府关系边界，支持城投企业打造城市综合运营商，强化新型城镇化和运营主体角色定位，推进城投企业混合所有制改革，增强城投企业参与城市基建项目的市场化运作能力。支持城投企业以规范途径获取城投债融资、信贷融资，支持城投企业广泛、深入应用规范的PPP、ABS、ABO等多元化投融资模式，吸收社会资本投资基建项目。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学经济学硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。