



宏观研究

【粤开宏观】一季度专项债和城投债的发行与投向及其对基建的影响

2022年04月11日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨、牛琴

近期报告

《【粤开宏观】稳地产就是稳经济：房地产数据背离的真实含义》2022-03-22

《【粤开宏观】解析美联储加息冲击与新兴市场危机》2022-03-27

《【粤开宏观】一季度GDP增速或跌破百分之5，稳增长保民生迫在眉睫》2022-04-05

《【粤开宏观】稳增长再发力——解读国常会精神》2022-04-07

《【粤开宏观】盘点历年积极的财政政策：回顾、比较与展望（1998-2021）》2022-04-08

导读：

当前我国经济下行压力加大，稳增长重回政策首要目标。专项债、城投债作为影响基建投资的重要资金来源，备受关注。专项债发行进度如何？投向基建的比例有多少？有哪些特征？城投债监管是否放松？净融资情况如何？地区间“两极分化”形势有没有改变？本文主要回答以上问题。

摘要：

在以往经济下行压力较大时期，城投债、PPP、非标等是拉动基建的重要资金来源。伴随政策“开前门、堵后门”，近年来专项债对基建的重要性提升，逐渐成为稳投资、促基建的主要抓手，而在严控隐性债务的基调下，城投债融资延续整体偏紧的政策导向。今年一季度以来，专项债与城投债延续一“进”一“退”，彰显了当前稳增长和防风险并重政策导向。

从实际效果来看，专项债的“进”难以弥补城投平台的“退”带来的基建投资资金缺口，当前基建投资面临三重矛盾：一是专项债发行放量与项目边际收益下行及财政可持续性的矛盾，二是银行加大信贷投放与社会资本预期转弱及基建投资意愿下降的矛盾，三是严控地方隐性债务、避免宏观杠杆率过快上升与地方可用财力下降及刚性支出不减的矛盾。若政策不加码，预计2022年基建投资增速前高后低、整体难以大幅反弹，维持全年增速4%-6%的判断。

一、一季度专项债放量发行，呈现四大特征

一是发行节奏加快。一季度新增专项债共发行12981亿元，完成财政部提前下达额度的88.9%，占全年新增额度的35.6%，发行进度较去年加快34.9个百分点。

二是投向更趋优化。一季度投向基建相关领域的占比达到61.6%，较2021年全年提高2.3个百分点，与财政发力稳基建相关。

三是向重点地区倾斜。广东、山东、浙江三省新增专项债发行规模靠前，均超过千亿元，合计发行规模占全国的33.3%。

四是撬动作用更强。一季度共有19个省将专项债作为项目资本金，合计规模为1165亿元，占专项债发行规模的9.0%，而去年全年专项债用作资本金的规模比重大约为5.2%。

二、城投融资监管趋严，净融资缩减

防范化解隐性债务风险大背景下，城投债融资政策维持2021年以来整体偏紧的态势，甚至有所加码。

一季度城投债发行端依然偏紧，批文相对稀缺，终止审查金额大幅提升。2022



年一季度，城投债终止审查金额为 1185.1 亿元，为 2021 年同期的 2.7 倍。此外，从“终止审查/（已通过发审会+注册生效+终止审查）”来看，2021 年 5 月和 2022 年 2 月这一比率大幅攀升，分别达到 67.9%和 139.8%，分别反映两轮政策收紧对发行注册通过率的影响。

一季度城投债发行与净融资规模均有所下滑。一季度城投债共发行 14170 亿元，较去年同期减少 1342 亿元；净融资规模 6022 亿元，较去年同期减少 1128 亿元，同比下降 15.8%。**政策端的边际变化在城投债的发行结构上也有所体现，呈现出公募化、评级高、期限短三个明显的倾向。**

不同地区城投债净融资从去年的“两极分化”逐步走向“均值回归”。2021 年受隐性债务监管趋严、土地市场遇冷导致地方实际可用财力增速下降，市场投资者避险情绪浓厚，城投债市场以省域为单位呈现出极致的两极分化、冷热不均的现象。但从今年一季度逐步向均值回归。江苏、浙江、山东三省净融资规模依然位居全国前三，但是较去年同期出现大幅下滑，分别下降 39.5%、46.5%和 24.7%。而天津、云南、辽宁等省份净融资明显改善。尤其是天津，一季度城投债净融资规模为 133 亿元，已经在全国排到第 14 名，较去年同期增加 414 亿元。

融资形势的变化体现了在政策有保有压、逐步推进精细化管理中，市场回归理性，对城投债的投资逻辑也相应发生了变化，更加关注城投主体自身的业务转型、关注城投平台的经营业务、流动性、偿债能力，而不仅以地域进行简单划分。

风险提示：专项债对基建的拉动作用不及预期、城投债发行政策超预期收紧



目 录

一、专项债加快发行，助力稳增长.....	4
二、隐债高压监管下，城投债净融资缩减.....	7

图表目录

图表 1：今年新增专项债额度维持高位.....	5
图表 2：今年以来专项债发行节奏加快.....	5
图表 3：一季度，广东、山东、浙江三省新增专项债发行规模超千亿.....	6
图表 4：2021 年一季度专项债投向.....	6
图表 5：2021 年一季度各省专项债作为项目资本金的规模.....	7
图表 6：去年年底以来关于防范化解隐性债务的相关表述.....	8
图表 7：2022 年一季度城投在终止审查金额大幅攀升.....	8
图表 8：城投债发行与到期情况.....	9
图表 9：2022 年一季度城投债发行方式分布.....	9
图表 10：2022 年一季度城投债发行分券种结构.....	10
图表 11：2022 年一季度城投债发行分层级结构.....	10
图表 12：2022 年一季度城投债发行分评级结构.....	11
图表 13：2022 年一季度城投债发行分期限结构.....	11
图表 14：江苏、浙江、山东一季度城投债净融资额超 500 亿元.....	12
图表 15：2022 年一季度分省份城投债净融资情况.....	13
图表 16：2022 年一季度分省份城投债发行与到期情况.....	14



一、专项债加快发行，助力稳增长

近年来，我国财政收支呈现紧平衡态势，部分地区收支矛盾较为突出。当前，我国经济下行压力持续凸显，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重冲击，需要强化跨周期和逆周期调节。作为拉动经济增长的三驾马车之一，投资是连接供需两端的关键变量，对经济起着重要支撑作用。在隐性债务监管趋严的大背景下，地方政府其他融资渠道受限，专项债成为稳投资、促增长的重要抓手。政府工作报告指出，今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，带动扩大有效投资。一季度新增专项债发行呈现出四大特征：

一是发行节奏加快，一季度新增专项债发行规模占提前下达额度近九成。今年以来，各地积极响应专项债发行“早、准、快”的要求，推动专项债早发行、早使用、早见效，发行节奏明显加快。一季度新增专项债共发行 12981 亿元，完成财政部提前下达新增专项债额度的 88.9%，占全年新增额度的 35.6%，较去年加快 34.9 个百分点。3 月 29 日，国常会进一步明确了专项债的发行时间表，去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕，有助于地方合理安排发行计划，尽早发挥债券资金的撬动作用，稳定宏观经济大盘。

二是投向更趋优化，基建相关领域占比达到六成以上。今年以来，专项债资金投向更加明确和优化，对基建的支持力度有所提高；同时更加注重产业引导，新能源、新基建、生物医药、数字经济等成为亮点。一季度投向基建相关领域的占比达到 61.6%，较 2021 年全年提高 2.3 个百分点，与财政发力稳基建相关。具体来看，产业园区（14.7%）、棚改（10.8%）、基础设施（9.4%）、高质量发展（7.0%）、社会事业（7.0%）、水利（6.5%）等为重点支持领域。此外，4 月 6 日国常会明确继续将补充中小银行资本纳入专项债使用范围，有利于增强银行信贷能力。

三是向重点地区倾斜，广东、山东、浙江三省合计发行额占到全国三成以上。专项债在发行使用上仍然以“专”为本，不“撒胡椒面”，遵循举债与偿债能力相匹配的原则，注重融资与收益相平衡。在额度分配上，向偿债能力强、项目储备充足、实施条件充分的重点地区倾斜，以保证专项债发行后尽快形成实物工作量。从区域分布来看，广东、山东、浙江三省新增专项债发行规模靠前，均超过千亿元，占到 33.3%。以上三省项目储备相对充足，以广东为例，省内市政和产业园区，粤东城际铁路、穗莞深城际轨道交通基础设施项目优质项目较多。相对而言，西藏、宁夏、辽宁、黑龙江、青海等西部和东北省份，综合财力与偿债能力较弱，区域内符合条件的项目有限，分配到的新增专项债额度少，一季度五省新增专项债发行量均不超过 50 亿元，其中宁夏、西藏尚未发行新增专项债。

四是撬动作用更强，一季度专项债用作项目资本金的比例达到 9.0%，较去年有明显的提高。专项债作为项目资本金，有助于发挥专项债券“四两拨千斤”的杠杆作用，吸引更多社会资本投入。但从实践来看，专项债用作项目资本金的比例远低于 25% 的政策上限，今年一季度这一情况有所好转。从各省专项债发行披露文件来看，一季度共有 19 个省将专项债作为项目资本金，合计规模为 1165 亿元，占专项债发行规模的 9.0%；而去年专项债用作资本金的规模在 1800 亿元左右，占全年发行规模的比重大约为 5.2%。其中，两广地区持续用足用好专项债券作为项目资金政策，专项债用作项目资本金的金额合计达到 505.8 亿元，占比为 23.1%，高于全国平均水平。3 月 29 日，国常会提出要用改革的举措、市场的办法，发挥专项债“四两拨千斤”作用，吸引更多社会资本投资，支持民营企业投资，后续专项债用作项目资本金的比例有望进一步提高。

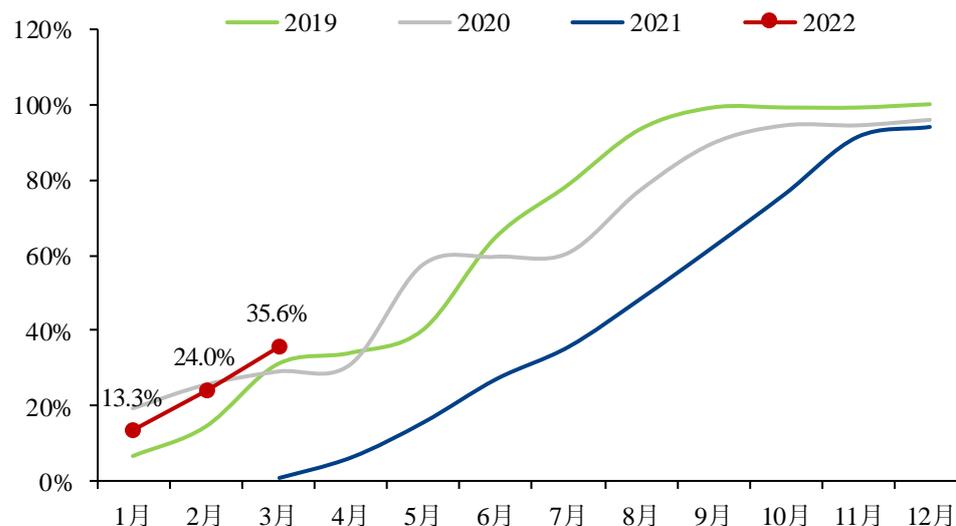


图表1：今年新增专项债额度维持高位



资料来源：历年中央和地方预算草案的报告、粤开证券研究院

图表2：今年以来专项债发行节奏加快

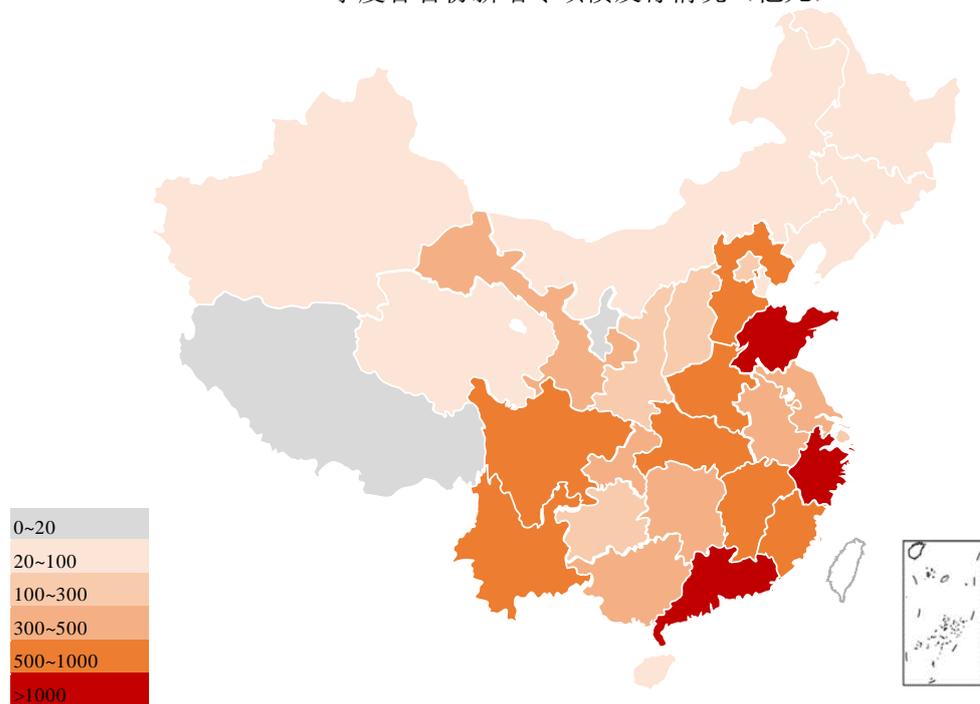


资料来源：wind、粤开证券研究院



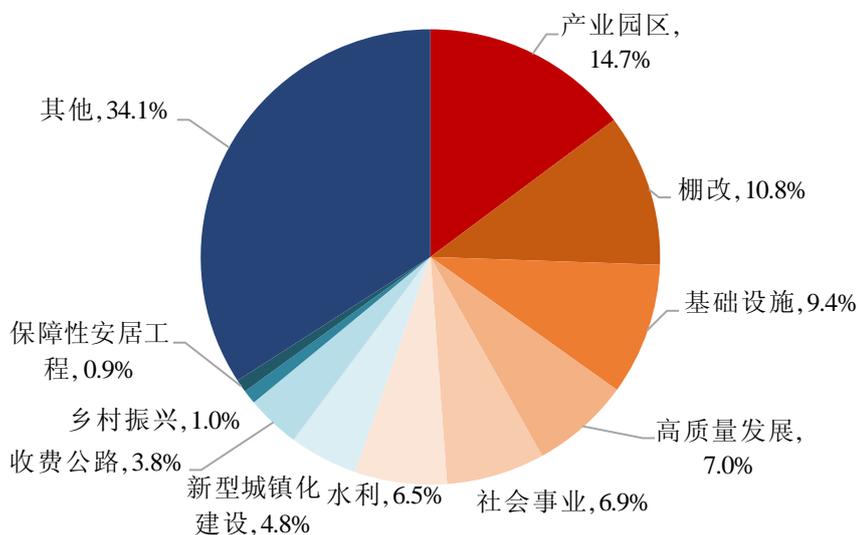
图表3：一季度，广东、山东、浙江三省新增专项债发行规模超千亿

一季度各省份新增专项债发行情况（亿元）



资料来源：wind、粤开证券研究院

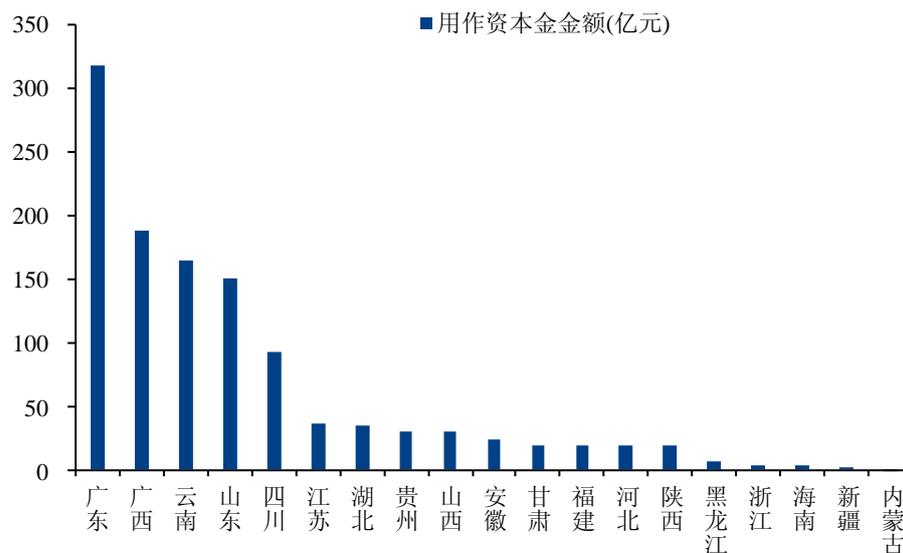
图表4：2021年一季度专项债投向



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表5：2021年一季度各省专项债作为项目资本金的规模



资料来源：专项债券信息披露文件、粤开证券研究院

注：以上仅发行文件中披露作为项目资本金的规模，尚未披露的数据不可得；

二、隐债高压监管下，城投债净融资缩减

防范化解隐性债务风险背景下，2021年以来整体偏紧的政策尚未放松，甚至有所加码。2021年以来，随着监管层持续推进隐性债务化解工作，城投债发行端历经数次收紧。2021年4月，国务院在《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》中，把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩；4月，沪深交易所指引提高对公司债的审核标准；7月，银保监会“15号文”规定强化对地方政府融资行为的监管。一系列政策体现了城投债审核标准逐步趋严、发行门槛逐步提高的趋势。去年年底以来，经济下行压力加大，稳增长成为首要任务，但新增隐性债务仍然是红线、高压线，中央不断重申“防风险”的工作要求，强调对地方政府隐性债务问题的管理。2021年底中央经济工作会议定调，2022年要“坚决遏制新增地方政府隐性债务”；全国财政工作会议、政府工作报告以及财政预算报告均强调，从严遏制新增隐性债务、稳妥化解存量隐性债务。

2022年一季度城投债终止审查金额大幅提升，印证了发行端依然偏紧的态势。年初曾有媒体报道，交易商协会出台新政策，城建类企业发债政策大幅缩紧，所有红色、橙色区域发债客户后期只能借新还旧协会债券，原1234分类政策取消；交易所也拟进一步收紧城投债发行政策，包括限制区域新增城投债发行额度、公司城投债借新还旧额度打折等。相关政策的真实性无法求证，但从近期城投债的注册审批情况窥见一斑。注册审批作为城投债发行的前置工作程序，与一级发行、二级交易数据相比，直接受到交易所和交易商协会的偏好影响，更能直观反映政策的边际变化。2022年一季度，城投债终止审查金额为1185.1亿元，为2021年同期的2.7倍。此外，从“终止审查/(已通过发审会+注册生效+终止审查)”来看，2021年5月和2022年2月这一比率大幅攀升，分别达到67.9%和139.8%，体现出两轮政策收紧对发行注册通过率的影响。

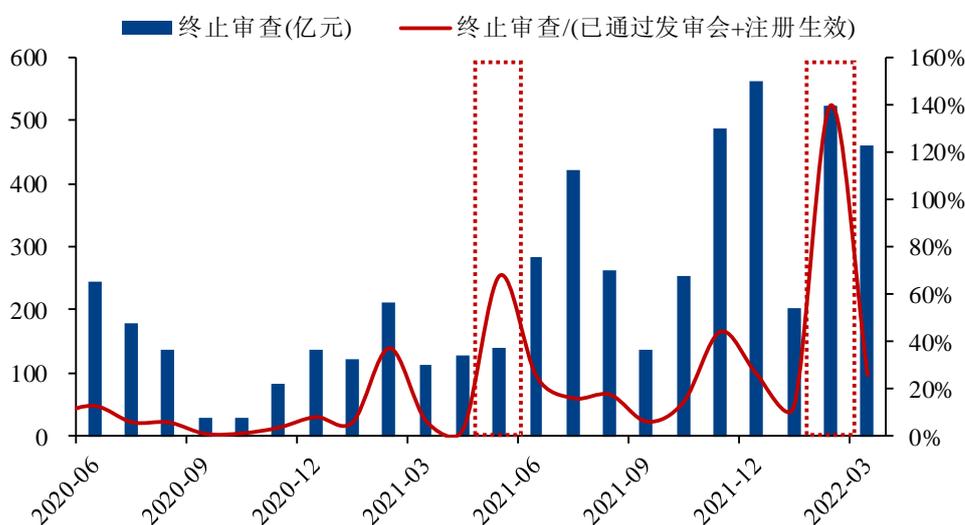


图表6：去年年底以来关于防范化解隐性债务的相关表述

时间	会议	主要内容
2021-12-10	中央经济工作会议	严肃财经纪律。 坚决遏制 新增地方政府隐性债务。
2021-12-27	全国财政工作会议	持续防范化解地方政府隐性债务风险，对化债不实、新增隐性债务的要 严肃问责 ，完善防范化解隐性债务风险长效机制。
2022-03-05	政府工作报告	防范化解重大风险……做好经济金融领域风险防范和处置工作……牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2022-03-14	财政预算报告	坚决遏制新增地方政府隐性债务……支持地方有序化解存量隐性债务，防范“处置风险的风险”……支持部分有条件的地区稳妥推进全域无隐性债务试点，研究完善防范化解隐性债务风险长效机制。对违法违规举债融资的 严肃追责问责 ，以强有力问责形成震慑。

资料来源：wind、粤开证券研究院

图表7：2022年一季度城投在终止审查金额大幅攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院

2022年一季度城投债发行与净融资规模均有所下滑。受注册审批的影响，一季度城投债共发行 14170 亿元，较去年同期减少 1342 亿元；净融资规模 6022 亿元，较去年同期减少 1128 亿元，同比下降 15.8%。

政策端的边际变化在城投债的发行结构上也有所体现，呈现出公募化、评级高、期限短三个明显的特征。一是公募债占比上升，私募债占比下降。一季度城投公募债占比为 62.2%，较去年同期提高 6.5 个百分点。二是发债主体评级上升。一季度主体评级 AA 城投发债占比有所下降，从去年同期的 25.7% 下降至 23.7%，而主体评级为 AAA 和 AA+ 城投发债占比均提高 1.3 个百分点分别至 32.8% 和 43.2%。三是城投债发行期限呈现短期化趋势。1 年以内、1-3 年城投债发行占比分别较去年同期提高 2.5 和 2.3 个百分点，5 年以上城投债占比大幅缩减，较去年同期下降 4.7 个百分点。

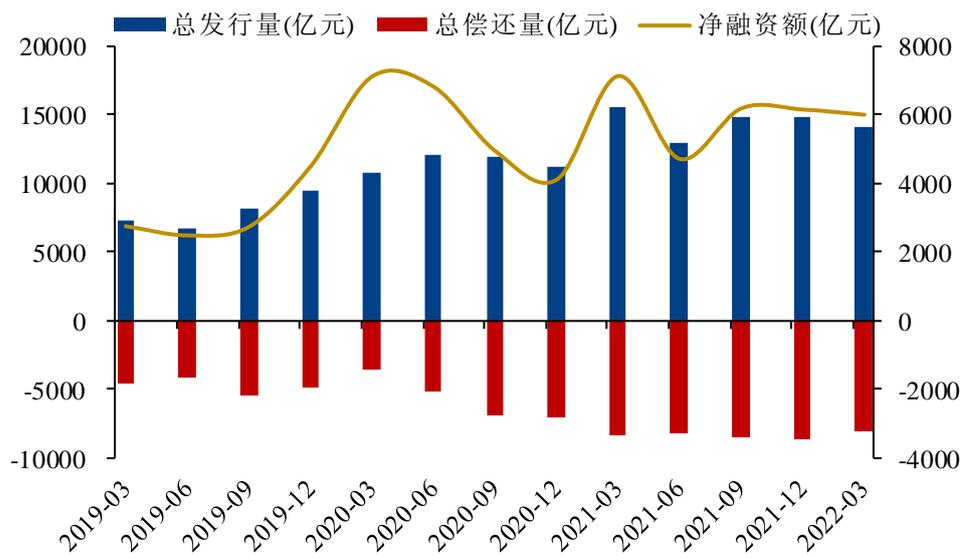
不同地区城投债净融资从去年的“两级分化”逐步走向“均值回归”。我们在《城投之变-2022 年城投债展望与投资策略》一文中曾提到，2021 年受隐性债务监管趋严、土地市场遇冷导致地方实际可用财力增速下降，市场投资者避险情绪浓厚，城投债市场以省域为单位呈现出极致的两极分化、冷热不均的现象。但从今年一季度分省份城投债净



融资来看，这种“两极分化”现象逐渐扭转。江苏、浙江、山东三省净融资规模依然位居全国前三，但是较去年同期出现大幅下滑，分别下降 39.5%、46.5%和 24.7%。而天津、云南、辽宁等省份净融资明显改善。尤其是天津，一季度城投债净融资规模为 133 亿元，已经在全国排到第 14 名，较去年同期增加 414 亿元。

以上融资形势的变化体现了在政策延续有保有压的态势、逐步推进精细化管理中，市场回归理性，对城投债的投资逻辑也相应发生了变化，更加关注城投主体自身的业务转型、关注城投平台的经营业务、流动性、偿债能力，而不是仅以地域进行简单划分。

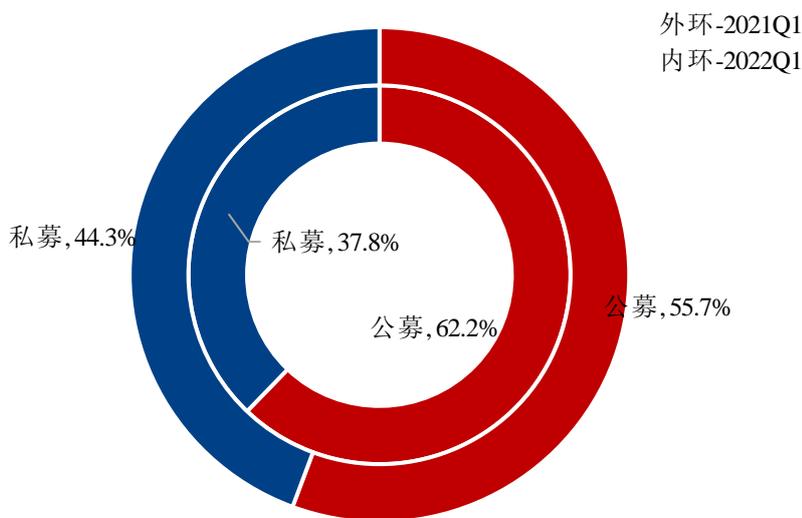
图表8：城投债发行与到期情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

注：Wind 于 2022 年 2 月 18 日盘后调整城投口径，本文采用调整后口径

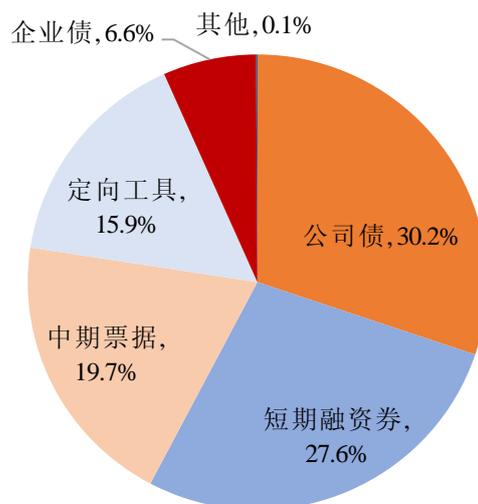
图表9：2022 年一季度城投债发行方式分布



资料来源：wind、粤开证券研究院

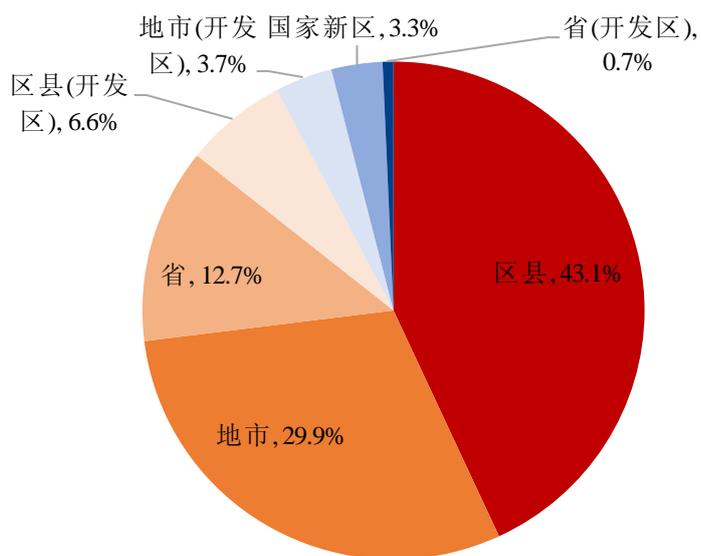


图表10：2022年一季度城投债发行分券种结构



资料来源：wind、粤开证券研究院

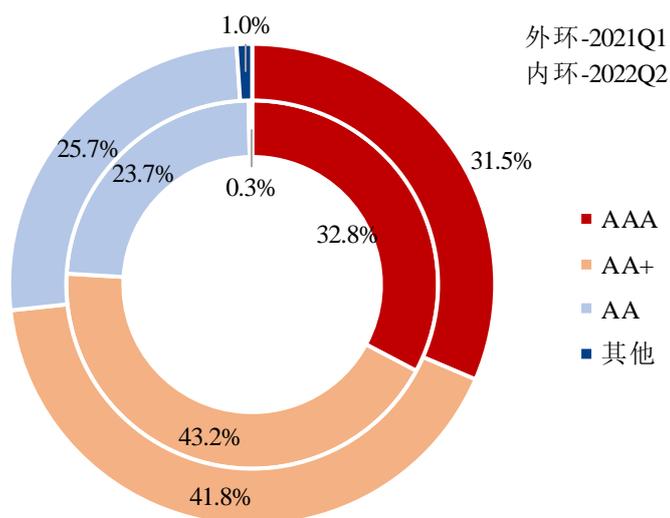
图表11：2022年一季度城投债发行分层级结构



资料来源：wind、粤开证券研究院

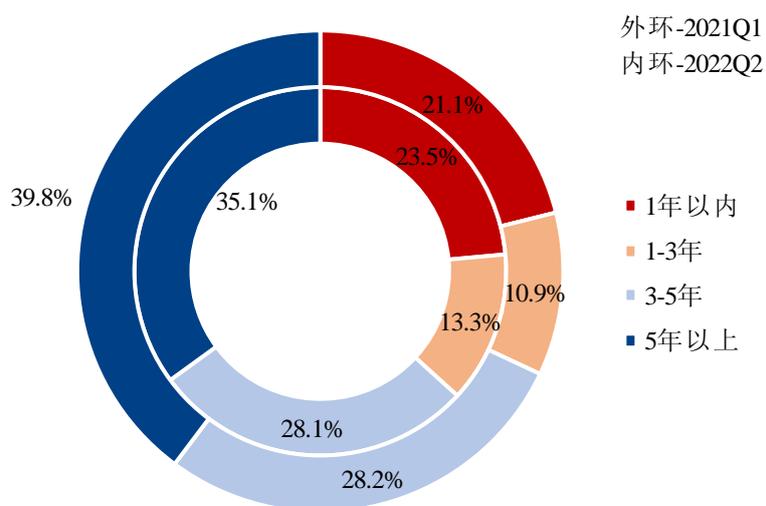


图表12：2022年一季度城投债发行分评级结构



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表13：2022年一季度城投债发行分期限结构

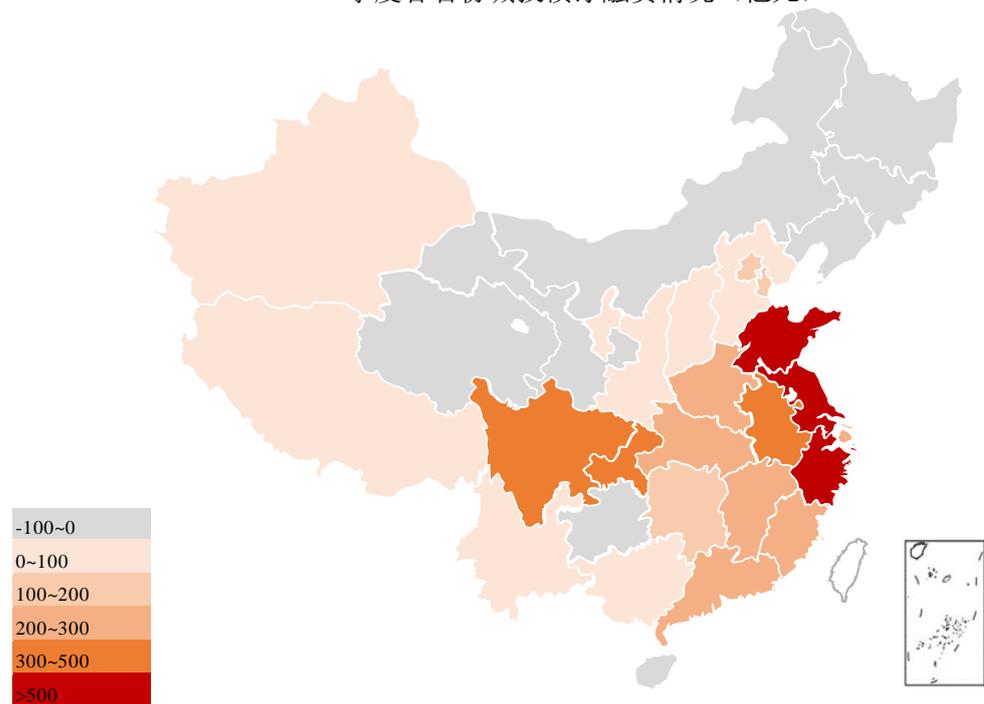


资料来源：wind、粤开证券研究院



图表14：江苏、浙江、山东一季度城投债净融资额超 500 亿元

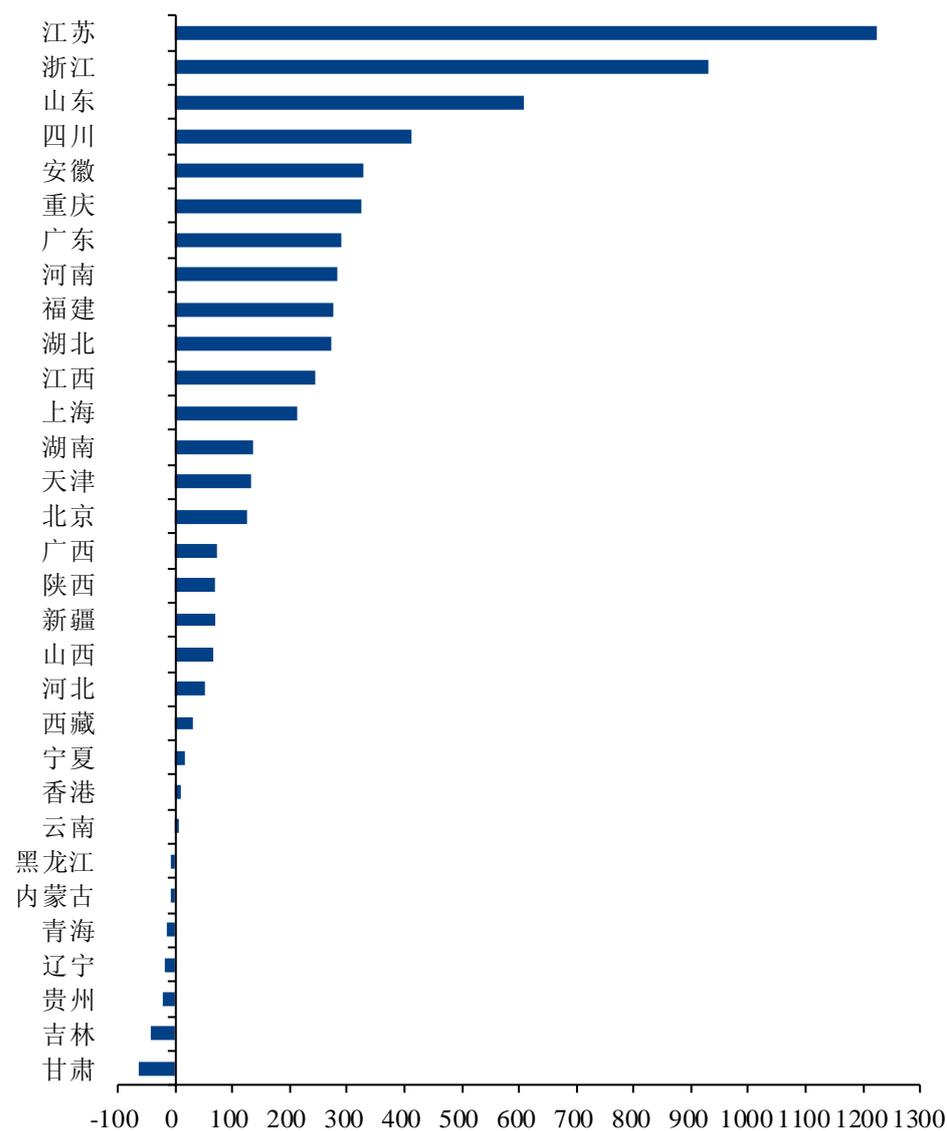
一季度各省份城投债净融资情况（亿元）



资料来源：wind、粤开证券研究院



图表15：2022年一季度分省份城投债净融资情况



资料来源：wind、粤开证券研究院


图表16：2022年一季度分省份城投债发行与到期情况

省份	净融资额(亿元)			总发行量(亿元)			总偿还量(亿元)		
	2022Q1	2021Q1	变动	2022Q1	2021Q1	变动	2022Q1	2021Q1	变动
江苏	1223	2021	-799	3641	4275	-634	91	41	51
浙江	932	1743	-811	1533	2244	-711	96	63	34
山东	608	807	-199	1009	1191	-183	98	150	-52
四川	411	517	-106	737	917	-180	35	125	-90
安徽	328	304	24	713	685	28	19	2	17
重庆	325	165	160	644	560	84	12	7	5
广东	289	239	50	491	533	-42	7	7	0
河南	285	-100	385	571	143	428	144	117	27
福建	275	239	37	451	426	25	0	9	-9
湖北	272	335	-64	581	588	-6	0	29	-29
江西	246	474	-228	589	850	-261	10	0	10
上海	215	113	101	361	225	137	101	230	-129
湖南	137	426	-289	631	859	-229	68	125	-57
天津	133	-282	414	681	358	323	74	109	-35
北京	127	46	81	214	179	35	177	216	-39
广西	72	143	-71	244	289	-45	172	146	26
陕西	70	52	18	247	268	-21	87	133	-46
新疆	69	22	46	143	132	12	548	639	-92
山西	65	12	53	133	137	-4	494	434	61
河北	52	-75	127	154	156	-2	146	111	35
西藏	30	30	0	40	30	10	343	376	-33
宁夏	19	-26	44	19	4	15	310	252	57
香港	10	11	-1	10	20	-10	176	188	-12
云南	6	-45	51	150	72	78	287	243	43
黑龙江	-7	-7	0	0	0	0	202	294	-92
内蒙古	-7	18	-25	5	25	-20	319	395	-76
青海	-15	3	-18	4	5	-1	385	381	4
辽宁	-19	-114	95	17	11	5	326	400	-74
贵州	-22	64	-86	76	214	-137	401	384	16
吉林	-44	12	-55	52	74	-22	601	501	99
甘肃	-62	2	-64	29	43	-14	2418	2254	165

资料来源：wind、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com