

财政如何“续力”？

伴随收支压力显现，财政“续力”预期升温。当前，补充财政收支缺口，有哪些潜在途径和约束，影响几何？本文梳理，可供参考。

■ 一问：财政“续力”，有哪些潜在途径？专项债“加量”、“准财政”发力等

尽管财政收支压力显现，近期专项债项目申报、政策性金融工具等，透露的“广义财政”继续发力信号明确。前5个月，地方广义财政收支差额达5.8万亿元、创近年来同期新高，而中央转移支付、专项债募资等途径已明显“前置”，或使得地方财政收支平衡压力逐渐凸显。在此背景下，第三批专项债项目申报，3000亿元政策性、开发性金融工具推出等，推升了市场对广义财政“续力”的预期。

专项债“加量”、“准财政”发力等，或是财政“续力”的潜在途径。截至6月，专项债新券已发行3.41万亿元、基本用完前两批下达额度，第三批专项债项目申报，或为新一批额度做准备。同时，“准财政”明显发力，新增8000亿元政策性、开发性贷款额度，创设3000亿元政策性、开发性金融工具，可作为预算内财政有效补充；金融工具还可为专项债项目资本金搭桥，助力项目加快落地。

■ 二问：财政“续力”，可能面临哪些约束？预算制度、额度分布、项目储备

除“准财政”外，专项债额度提前下达、使用过往剩余限额或是财政“续力”的潜在方式，后者制度程序或相对简单。按此前授权，今年年底前，国务院可提前下达部分明年地方债额度，但提前使用可能涉及预算调整、额度分配等。相较之下，各地使用上年末专项债务剩余限额，制度流程或相对简单，地方人大审议通过即可；2018年财政部鼓励地方积极利用剩余限额，部分地区已有使用先例。

但剩余限额地区分布不均、优质项目储备不足等，可能影响专项债“加量”效果。截至2021年底，地方专项债务限额与余额之差有1.47万亿元，总体规模不小、但地区分布不均，仅北京和上海剩余限额合计超3500亿元、占全部剩余额度的24%，而财政收支压力较大的欠发达地区剩余限额较少。额度充足下，优质项目储备亦是关键，不仅影响额度使用，也可能拖累财政资金撬动杠杆的效果。

■ 三问：财政“续力”，或带来什么影响？投资支持增强，但债务加快显性化

广义财政“续力”，增强基建投资支持力度的同时，助力产业、能源转型等。考虑到“准财政”的部分替代后，中性情景，今年广义财政收支缺口可能在5000-8000亿元附近，可能需专项债等“补充”。专项债放量的同时，投向基建比例抬升，侧重智能高科技等产业园区配套基建；近期，专项债支持范围扩大、新基建和新能源被纳入，“准财政”支持水利等重大项目，或有助于产业、能源转型。

但专项债快速扩张，可能加快地方债务压力的显性化，压缩未来地方财政腾挪空间。按照年初预算推算，今年地方政府债务率或达109%，如果考虑土地财政低迷、专项债“加量”，年底地方政府债务率可能接近120%的全国警戒线上限。债务累积下，专项债付息占地方政府性基金支出比重2021年已抬升至4.2%、部分地区甚至超过8%，专项债增多、土地低迷等，或进一步推升专项债付息压力。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1.1、一问：财政“续力”，有哪些潜在途径？	3
1.2、二问：财政“续力”，可能面临哪些约束？	4
1.3、三问：财政“续力”，或带来什么影响？	6
风险提示：	8

图表目录

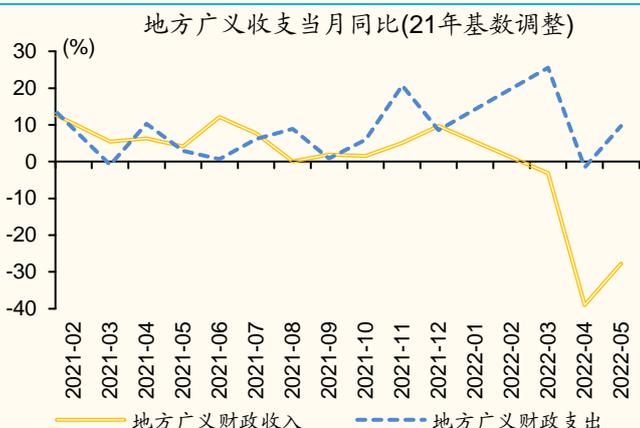
图表 1：2022 年，地方广义财政收支增速背离	3
图表 2：今年前 5 月，地方财政收支差额达 5.8 万亿元	3
图表 3：专项债项目资本金政策支持力度加大	3
图表 4：截至 6 月底，今年专项债额度已基本发行完毕	3
图表 5：专项债额度多分批次下达	4
图表 6：2022 年 3-5 月，专项债新开工项目比例提升	4
图表 7：专项债额度申请、下达、使用流程	4
图表 8：历年专项债提前下达额度	4
图表 9：地方预算修改流程	5
图表 10：部分省市已使用上年专项债务剩余限额	5
图表 11：2021 年，地方专项债务剩余限额 1.5 万亿元	5
图表 12：2021 年，地方专项债务剩余限额分布不均	5
图表 13：部分审计报告显示，专项债资金“闲置”	6
图表 14：2022 年 3-5 月，专项债项目撬杠杆能力减弱	6
图表 15：全年财政收支差额预测	6
图表 16：2022 年前 4 月，专项债基建投资占比超六成	6
图表 17：2022 年前 5 月，产业园基础设施配套项目中智能高科技占比近三成	7
图表 18：2022 年前 5 月，专项债项目杠杆率为 17%	7
图表 19：预算内资金投向基建项目比例	7
图表 20：近年来，地方政府债务率快速提升	8
图表 21：部分地区专项债付息压力大、土地依赖度高	8

伴随收支压力显现，财政“续力”预期升温。当前，补充财政收支缺口，有哪些潜在途径和约束，影响几何？本文梳理，可供参考。

1.1、一问：财政“续力”，有哪些潜在途径？

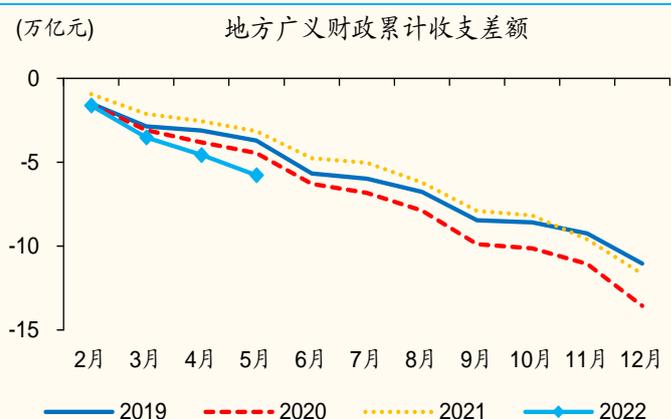
转移支付力度加大、地方债加快发行等，为地方财政支出前置提供有力支撑，但其财政收支平衡问题或在三季度末加快凸显。2022年前5月，地方广义财政收支差额达5.8万亿元、创近年同期新高，通过中央转移支付、专项债加快发行等资金尚可补充。但如果后续支出强度维持、而收入继续低迷，三季度末前后地方财政可能较难维持收支平衡，或需新的增量政策补充财政缺口。

图表 1：2022 年，地方广义财政收支增速背离



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：今年前 5 月，地方财政收支差额达 5.8 万亿元



来源：Wind、国金证券研究所

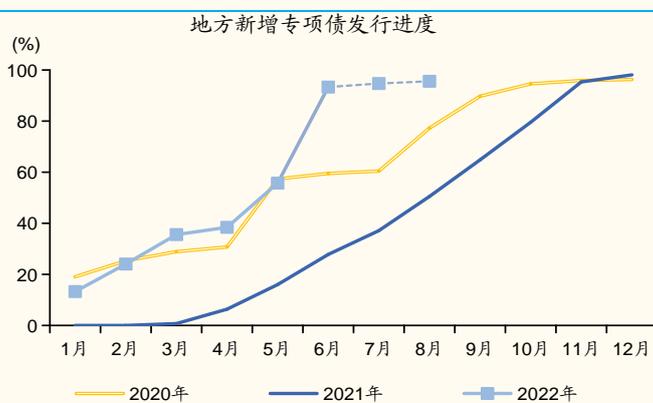
尽管财政收支压力显现，近期专项债项目申报、政策性金融工具等，透露的“广义财政”继续发力信号明确。近期，2022年第三批专项债项目开始申报，专项债支持范围进一步扩大；同时，国常会确定发行金融债券筹资3000亿元，用于补充重大项目资本金或为专项债项目资本金搭桥。专项债项目的储备与“准财政”发力，推升了市场对广义财政“续力”的预期。

图表 3：专项债项目资本金政策支持力度加大

发布时间	相关会议	政策内容
2019/9/4	国务院常务会议	扩大专项债券使用范围，专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例可为20%左右。
2021/4/15	国务院政策例行吹风会	制定印发中央预算内投资资本金注入管理办法，修订完善可行性研究报告编制等制度规范，促进投资决策制度化、规范化。
2021/11/17	国务院常务会议	统筹研究合理降低项目资本金比例、适当税收优惠、加强政府专项债资金支持、加快折旧等措施，加大对煤炭清洁高效利用项目的支持力度。
2022/7/1	国务院常务会议	运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金，但不超过全部资本金的50%，或为专项债项目资本金搭桥。

来源：财政部、国金证券研究所

图表 4：截至 6 月底，今年专项债额度已基本发行完毕



来源：Wind、国金证券研究所

专项债“加量”、“准财政”发力等，或是财政“续力”的潜在途径。截至6月，专项债新券已发行3.41万亿元、基本用完前两批下达额度，第三批专项债项目申报，或为新一批额度做准备。同时，“准财政”明显发力，新增8000亿元政策性、开发性贷款额度，创设3000亿元金融工具，可作为预算内财政有效补充；金融工具还可为专项债项目资本金搭桥，助力项目加快落地。

图表 5：专项债额度多分批次下达

时间	批次	专项债下达额度(亿元)	累计额度(亿元)
2019年	2018年12月 第1批	8100	8100
	2019年3月 第2批	13400	21500
2020年	2019年11月 第1批	10000	10000
	2020年2月 第2批	2900	12900
	2020年4月 第3批	10000	22900
	2020年7月 第4批	12600	35500
	2020年11月 第5批	2000	37500
2021年	2021年3月 第1批	17700	17700
	2021年5月 第2批	16976	34676
2022年	2021年12月 第1批	14600	14600
	2022年3月 第2批	19900	34500

来源：政府网站、国金证券研究所

图表 6：2022年3-5月，专项债新开工项目比例提升

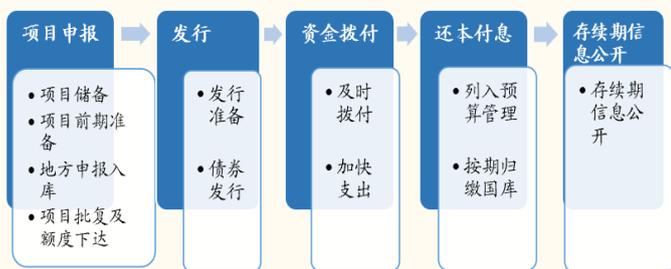


来源：中国债券信息网、国金证券研究所

1.2、二问：财政“续力”，可能面临哪些约束？

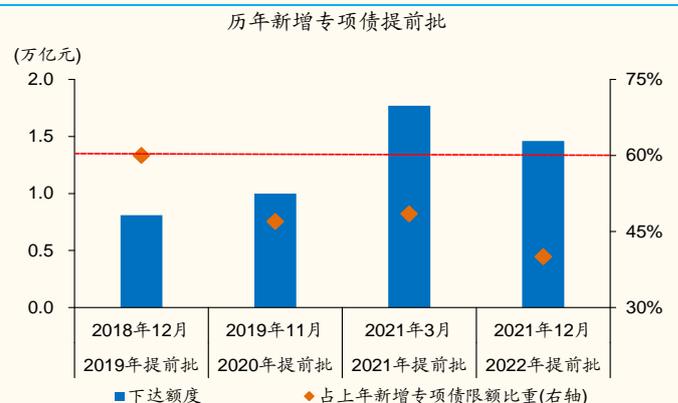
除“准财政”外，专项债额度提前下达、使用过往剩余限额或是财政“续力”的潜在方式，后者制度程序或相对简单。按照此前授权，今年年底前，国务院可提前下达部分明年地方债额度¹，但提前发行和使用，可能涉及总体预算调整、额度分配等。相较之下，各地使用上年末专项债务未使用的限额，需要走的制度流程或相对简单，地方人大审议通过即可；2018年财政部鼓励地方积极利用剩余限额²，部分地区已使用过部分额度³。

图表 7：专项债额度申请、下达、使用流程



来源：政府网站、财政部、国金证券研究所

图表 8：历年专项债提前下达额度



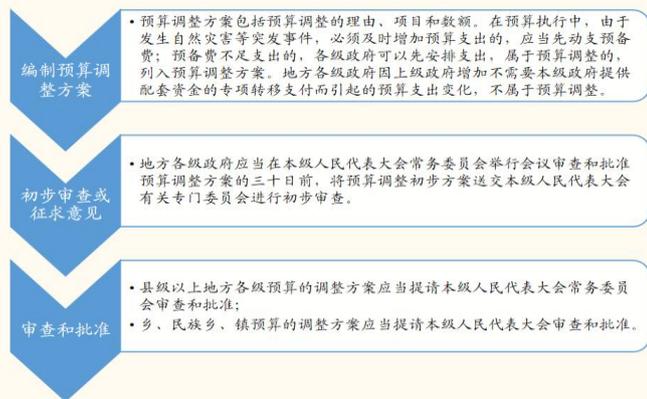
来源：政府网站、财政部、国金证券研究所

¹ http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-12/29/content_5353467.htm

² http://www.gov.cn/xinwen/2018-03/27/content_5277661.htm

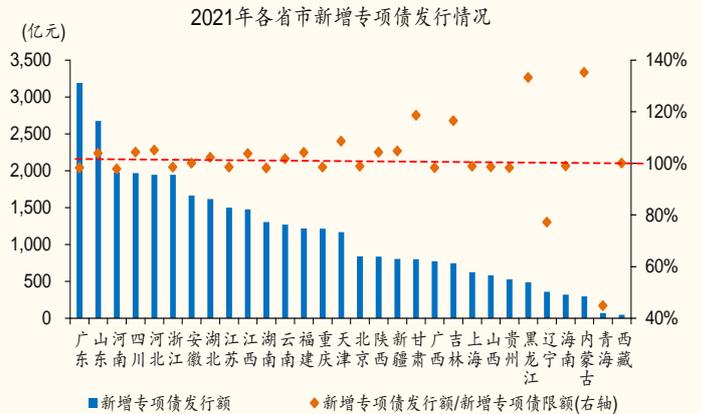
³ http://czt.jl.gov.cn/yjs/zfjys/zfysjtz/2020_294917/202108/t20210817_8185232.html

图表 9：地方预算修改流程



来源：《预算法》、国金证券研究所

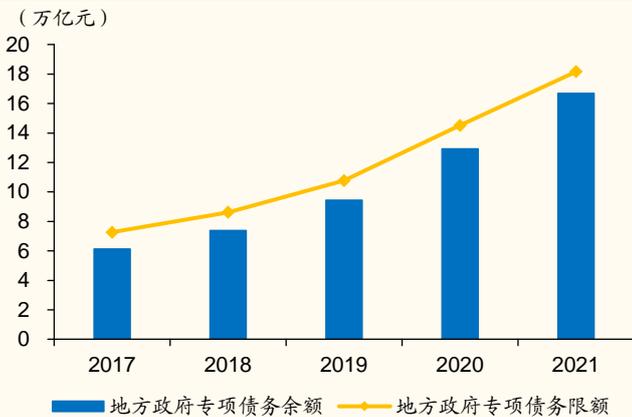
图表 10：部分省市已使用上年专项债务剩余限额



来源：中国债券信息网、Wind、国金证券研究所

但专项债“加量”空间，可能受到剩余限额地区分布不均等影响。截至2021年底，地方专项债务限额与余额之差虽有 1.47 万亿元，但地区分布不均；经济发达、财政实力雄厚的地区剩余额度较多，北京和上海剩余额度超 3500 亿元、占全部剩余额度的 24%，欠发达地区剩余限额较少；而眼下欠发达地区财政收支压力更大，专项债剩余限额对其财政支持或有限。

图表 11：2021 年，地方专项债务剩余限额 1.5 万亿元



来源：Wind、国金证券研究所

图表 12：2021 年，地方专项债务剩余限额分布不均



来源：财政部、中国债券信息网、国金证券研究所

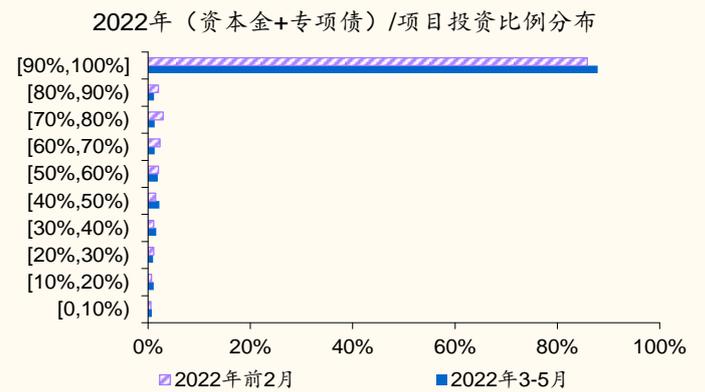
此外，优质项目储备不足等，可能影响专项债“加量”效果。部分审计报告显示，2020 年专项债资金“闲置”比例近 20%，或指向专项债缺乏匹配项目。当前，超九成专项债项目外部融资比例不足 10%；且随着项目加快落地，3-5 月专项债项目外部融资比例进一步下降，或指向优质项目储备并不充裕，专项债“加量”发行或受项目掣肘。

图表 13: 部分审计报告显示, 专项债资金“闲置”



来源: 审计署、国金证券研究所

图表 14: 2022年3-5月, 专项债项目撬杠杆能力减弱



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

1.3、三问：财政“续力”，或带来什么影响？

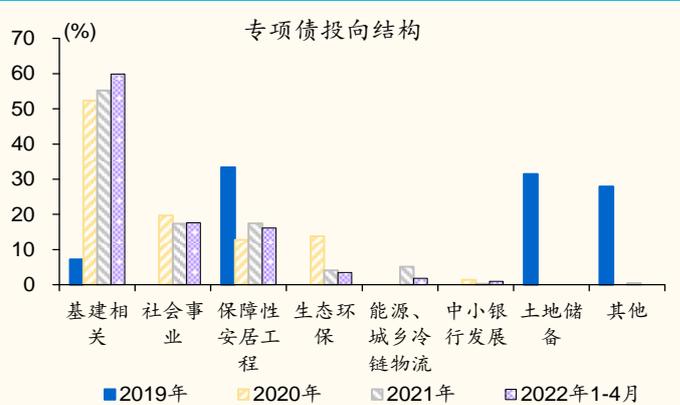
广义财政“续力”，增强基建投资支持力度的同时，助力产业、能源转型等。考虑到“准财政”的部分替代后，中性情景，今年广义财政收支缺口可能在5000-8000亿元附近，可能需专项债等“补充”。专项债放量的同时，投向基建比例抬升，侧重智能高科技等产业园区配套基建；近期，专项债支持范围扩大、新基建和新能源被纳入，“准财政”支持水利等重大项目，或有助于产业、能源转型。

图表 15: 全年财政收支差额预测



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

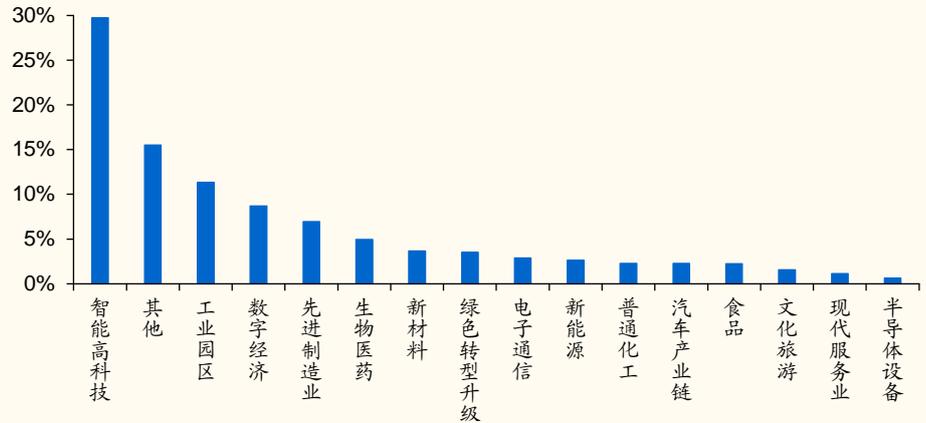
图表 16: 2022年前4月, 专项债基建投资占比超六成



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

图表 17: 2022 年前 5 月, 产业园基础设施配套项目中智能高科技占比近三成

2022年前5月专项债产业园项目具体分类

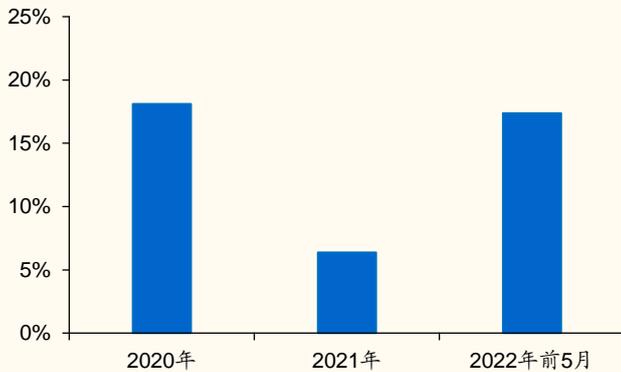


来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

但优质项目不足, 可能对财政资金撬动杠杆的能力产生约束, 或导致基建投资弹性低于预期。2022 年前 5 月, 专项债项目外部融资比例为 17.4%, 虽较去年的 6.4% 有所提升, 但仍表明专项债项目投资主要依赖自身资本金与专项债资金, 带动外部融资能力较弱。因此, 即便专项债“加量”发行、“准财政”金融工具对项目资本金给予支持, 对基建投资影响也可能低于预期。

图表 18: 2022 年前 5 月, 专项债项目杠杆率为 17%

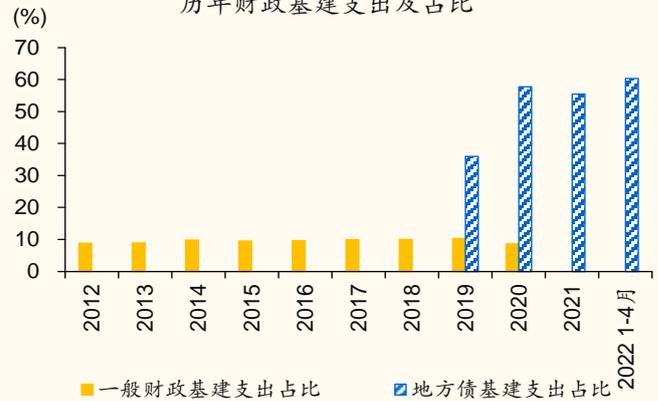
专项债项目杠杆率



来源: 中国债券信息网、国金证券研究所

图表 19: 预算内资金投向基建项目比例

历年财政基建支出及占比



来源: 财政部、国金证券研究所

此外, 专项债快速扩张, 可能加快专项债付息压力的显性化, 压缩未来地方政府举债空间。按照年初预算推算, 今年地方政府债务率或达 109%, 如果考虑土地财政低迷、专项债“加量”, 年底地方政府债务率可能接近 120% 的全 国警戒线上限。债务累积下, 专项债付息占地方政府性基金支出比重 2021 年已抬升至 4.2%、部分地区甚至超过 8%, 专项债增多、土地低迷等, 或进一步推升专项债付息压力。

图表 20: 近年来, 地方政府债务率快速提升



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

图表 21: 部分地区专项债付息压力大、土地依赖度高



来源: 财政部、Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- (1) 财政收支压力显现下, 第三批专项债项目申报, 3000 亿元政策性、开发性金融工具推出等, 或指向专项债“加量”、“准财政”发力是下半年财政“续力”的潜在途径。
- (2) 除“准财政”外, 专项债额度提前下达、使用过往剩余限额或是财政“续力”的潜在方式, 后者制度程序或相对简单; 但剩余限额地区分布不均、优质项目储备不足等, 可能影响专项债“加量”效果。
- (3) 广义财政“续力”, 增强基建投资支持力度的同时, 助力产业、能源转型, 但优质项目不足, 撬动杠杆的能力较弱, 或导致基建投资弹性低于预期。且专项债快速扩张, 可能加快地方债务压力的显性化, 压缩未来地方财政腾挪空间。

风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情潜在反复风险, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。变异毒株加大防控难度, 不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402