

## 政治局会议提及的增量工具是什么？

2022年08月01日

7月28日政治局会议提到，支持地方政府“用足用好专项债务限额”，这一提法非常新鲜，被市场理解为是下半年重要的财政增量工具。

### ► 专项债“剩余”额度是什么？

2014年新预算法实施，地方债务限额管理纳入预算体系，即地方政府每年举债不得突破已批准的限额。地方债务不得突破限额，具体有两个要求：

第一，每年地方债净融资额度不得突破当年**新增债务限额**；

第二，每年末累计的地方债务余额，不得超过当年**总量债务额度**。

当年财政部划定的专项债务限额，扣减地方政府实际的专项债务余额，所得剩余部分，所得部分即为**专项债“剩余”额度**。

### ► 专项债“剩余”额度规模几何？

**今年专项债“剩余”额度规模总共有 1.3 万亿。**

1.3 万亿剩余额度可以再拆分，其中 0.22 万亿是 2018 年至今地方政府未使用完毕的专项债额度；1.1 万亿是历史原因积攒的未使用额度。

按照政治局会议定调，这两笔资金都可以在今年使用。但需强调，0.22 万亿和 1.1 万亿的资金用途有所不同，我们有必要分开讨论。

### ► 专项债“剩余”额度如何使用？

历史上专项债“剩余”额度主要有两种用途。

**其一**，当年未用尽的新增债务额度，可结转至未来年份正常使用。地方政府对这部分资金用途的掌控权较高，无需再经过财政部下达额度，也无需报备人大审批。截至 2021 年末，**结转专项债额度累计达 2190 亿元**。

**其二**，**历史原因积攒的剩余额度 1.1 万亿**。这部分资金使用的主动权不在地方政府，且需要财政部审批。参照历史经验，这部分资金主要用于偿还隐性债务等操作，重点在于化解系统性风险。

### ► 地方债“剩余”额度能否高效使用？

市场担心财力雄厚的地区恰恰不需要动用这笔专项债剩余额度，而需要动用剩余额度撬动资金来源的省份，剩余额度又不够。如此一来，看似认购 1.3 万亿剩余额度，但实际能使用的额度远小于 1.3 万亿。

其实针对剩余额度跨地跳转，目前财政部已有一套机制，回收剩余额度并重新分配。历史上地区间剩余额度可以腾挪。

以 2020 年为例，财政部于年中回收了部分省份债务限额（例如河南、宁夏），并且向其他省份下达了特殊再融资债额度（例如新疆、陕西）。

**政治局会议既然已经强调“用好用足专项债务限额”，跨地调节或许不是硬约束。**

### ► “用足用好专项债务限额”的两点理解

**第一**，增扩今年专项债额度，亦或在三季度提前下达 2023 年专项债额度，这两种方法涉及复杂的财政机制，使用剩余额度或是更为合意的政策选择。

**第二**，参考历史经验，1.1 万亿专项债务限额，或更多用于化解系统性风险，或为近期地产保交付、保民生领域赋能。纯粹投向地方基建项目投资的概率较小。

► **风险提示**：疫情发展超预期，地产政策超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 周恺悦

执业证书：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

#### 相关研究

- 1.宏观事件点评：PMI 大幅下滑？经济没那么糟-2022/07/31
- 2.政治局会议点评：政治局会议的四个求稳信号-2022/07/29
- 3.美联储7月会议为什么偏鸽？——美联储7月议息会议点评-2022/07/28
- 4.宏观专题研究：美国企业债务风险评估-2022/07/27
- 5.宏观专题研究：客观理解当下中国地产问题-2022/07/26

# 目录

前言	3
1 专项债“剩余”额度是什么？	3
2 专项债“剩余”额度规模几何？	4
3 地方债“剩余”额度如何使用？	5
4 地方债“剩余”额度能否高效使用？	7
5 “用足用好专项债务限额”的两点理解	8
6 风险提示	10
插图目录	11

## 前言

7月28日政治局会议强调，宏观政策要在扩大需求上积极作为，财政货币政策要有效弥补社会需求不足。

弥补社会需求不足，需要更多增量政策工具。后续增量工具方面，政治局会议提到了三个要点：第一，货币政策“保持流动性合理充裕”；第二，用好政策性银行新增信贷和基础设施建设投资基金；第三，支持地方政府用足用好专项债务限额。

截至今年6月底，年度的新增专项债限额仅剩0.2万亿，存量专项债“剩余”限额仍有1.3万亿。

政治局会议“用足用好专项债务限额”提法非常新鲜。1.3万亿专项债剩余空间，能否灵活腾转，成为下半年重要的增量政策工具，为下半年财政赋能？市场对此颇为关注。

本文重点阐述所谓专项债“剩余”限额是什么，如何推导得到相应规模，并进一步梳理历史上专项债“剩余”限额的使用案例，以此为基础，展望1.3万亿专项债“剩余”限额可能的使用方法。

## 1 专项债“剩余”额度是什么？

2014年新预算法实施，地方债务限额管理纳入预算体系。地方政府举债不得突破已批准的限额。

**地方债务不得突破限额，具体有两个要求：第一，每年净融资的地方债额度不得突破当年新增债务限额；第二，每年年末累计的地方债务额度，不得超过当年总量债务额度。**

我们可以举例说明这两大限额要求。

2021年年底，按照限额规定，中国地方政府专项债限额18.2万亿。2022年新增债务限额3.65万亿，推导可得2022年专项债限额为21.85万亿（18.2万亿加上3.65万亿）。

**我们再以一般性框架理解债务存量限额和新增债务限额的关系。**

假设 $t$ 年存量债务限额是 $A$ 亿元， $(t+1)$ 年新增债务限额是 $a$ 亿元，那么 $(t+1)$ 年存量债务限额就是 $(A+a)$ 亿元。

$(t+1)$ 面临两个限额规定。第一，当年新增债务发行量不能超过 $a$ 亿元。即发行的债务扣减到期债务之后，新增债务融资量不得超过 $a$ 亿元。第二，当年年底，总共的债务余量不得超过 $(A+a)$ 亿元。

**实际可见两种情况，地方政府实际拥有的债务余额低于存量债务限额。**

情况一，某些年份地方政府实际债务融资小于新增限额。

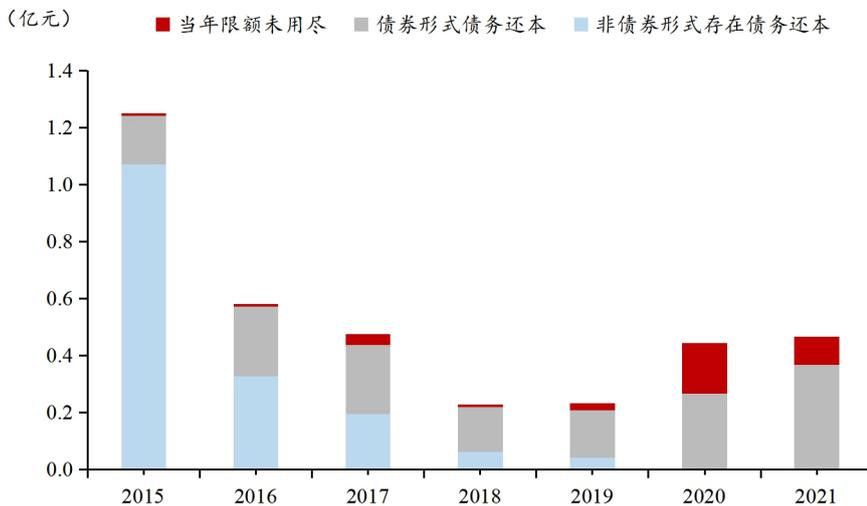
例如可以净融资 a 亿元，但实际融资是 b 亿元 (b 小于 a)。最终当年实际债务余额为 (A+b) 亿元，小于 (A+a) 亿元。

情况二，某些年份财政为降低债务负担，主动用财政资金还本。

例如当前新增债券融资 a 亿元，但同时财政部用多余税收或土地出让收入，用于偿还 c 亿元债务本金。当年最终债务存量的余额为 (A+a-c) 亿元，小于 (A+a) 这一限额。

为便于表述，下文我们将地方政府存量限额扣减实际的债务余额，所得差额称为“剩余”额度。

图 1：地方债务“限额-余额”有两种形成方式



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 专项债“剩余”额度规模几何？

从直观数据上看，截至 2022 年 6 月底，专项债“剩余”限额尚有 1.6 万亿使用空间。2022 年 6 月底，专项债务限额 21.8 万亿，实际专项债务余额 20.3 万亿，专项债剩余限额达到 1.6 万亿。

细拆这 1.6 万亿，其中 0.25 万亿是今年还未使用的新增专项债额度，有 0.22 万亿是 2018 年以来未用尽的专项债额度，还有 1.1 万亿主要是历年债务还本时留出的额度。

今年下半年真正能够额外动用的是 1.3 万亿左右的额度剩余 (1.6 万亿减去 0.25 万亿)。

**图 2：截至 2022 年 6 月底，专项债“剩余”额度有 1.6 万亿**


资料来源：财政部，民生证券研究院

### 3 地方债“剩余”额度如何使用？

回顾历史，历史上专项债“剩余”额度主要有两种用途。

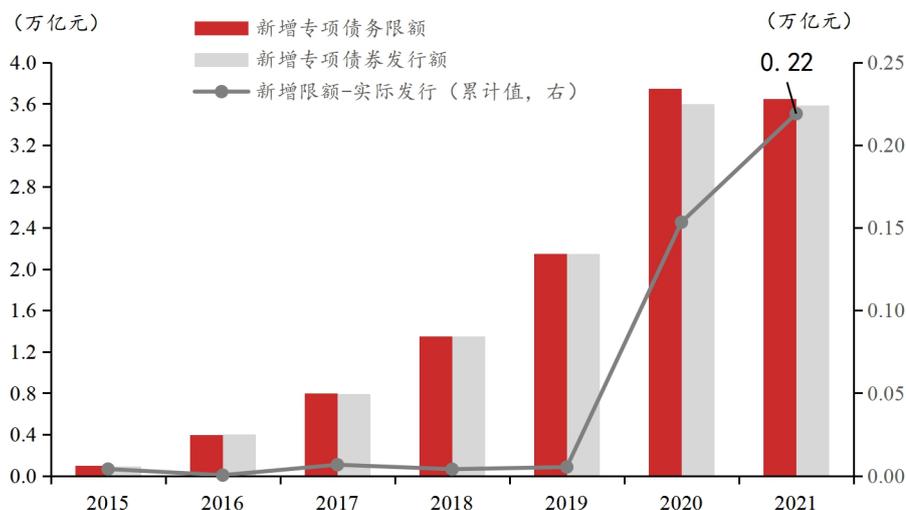
**其一，当年未用尽的新增债务额度，可结转至未来年份使用。**

以 2020 年为例。当年专项债新增限额 3.75 万亿，2020 年实际发行仅 3.6 万亿，剩余的 1534 亿元直接结转至 2021 年使用<sup>1</sup>。

若往年专项债新增限额高于实际发行额度，都可以累计结转至后续年份发行。地方政府对这部分资金用途的掌控权较高，无需另外经过财政部下达额度，也无需报备人大审批。

经测算，截至 2021 年末，历史上形成的结转专项债额度累计达 2190 亿元。这部分额度可以直接在 2022 年直接使用。

<sup>1</sup> 2021 年 12 月地方政府债券发行情况 ([mof.gov.cn](http://mof.gov.cn))，提到 1—12 月，各地已组织发行新增地方政府专项债券 35844 亿元（含 2020 年新增专项债券结转额度 1494 亿元）。

**图 3：2021 年末，专项债历年未用尽新增额度达 0.22 万亿元**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 其二，经财政部审批，剩余额度可用于发行特殊再融资债。

**地方政府再融资债**一般用于偿还地方政府到期债务（即到期的政府债券），不会新增地方债务余额。

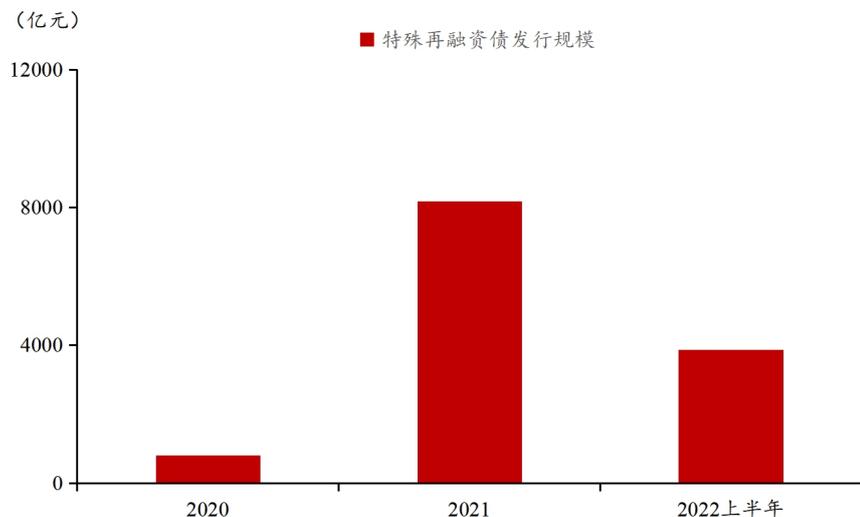
2020 年 12 月开始，部分再融资债的资金用途发生改变，从原来的“偿还债券本金”转变为“偿还存量债务”，此处的“存量债务”，具体指代 2015 年以来地方形成的隐性债务。

政策支持发行特殊再融资债偿还隐债，一方面是想缓解部分财力紧张建制县的隐债偿付压力，另一方面则想要帮助北京、广州、上海等财力实力较强的省市化解隐性债务，从而有序推进全域无隐债试点。

然而，2015 年以后形成的隐性债务并不纳入地方预算管理，也就没有匡算在政府债务余额限额中。发行这种特殊再融资债，实质上是将原不由地方政府偿还的债务明确认定由政府偿还，必然会让地方债务余额净增。而净增的这部分额度，便来源于以往年度形成的剩余债务额度。

流程上来看，这种特殊再融资债额度需要由中央财政部下达到各省，才能发行，地方政府并不具备自主发行的权力。

经测算，2020 年末发行该类特殊再融资债约 805 亿，2021 年全年发行该类债券约 8170 亿元。今年 2022 年 1-6 月该类债券或发行 3865 亿元，后续月份可能会进一步发行该类再融资债。

**图 4：2020 年底开始发行用于置换隐性债务的特殊再融资债**


资料来源：财政部，民生证券研究院测算

## 4 地方债“剩余”额度能否高效使用？

**专项债剩余限额仍有 1.3 万亿，我们预计这部分资金有两处用途。**

**第一，0.22 万亿为历史专项债剩余额度，地方政府可自主发行。**

根据历史经验，使用往年结转的新增专项债额度，无需财政部、人大审批，地方政府可以自主使用。需要明确的是，今年 3 月央行公布信息，去年有 1200 亿未用完专项债限额，已经明确其用途为补充中小银行资本金<sup>2</sup>。

**第二，剩余 1.1 万亿，参考历史经验可以用作特殊再融资债。**

按照以往经验，2015 年-2016 年那段时期留下的专项债剩余额度，可以用来发行特殊再融资债，用于偿还既有隐性债务。

目前不同地方剩余额度存在差异，按以往经验来看，地区间剩余额度可以腾挪，且财政部也已经有一套回收剩余额度重新分配的机制。

财政部曾在 2019 年 4 月 23 日非公开下发《财政部关于按规定收回政府债务部分限额的通知》（财预〔2019〕83 号）。

**多个省份 2020 年预算决算报告显示，财政部于 2020 年中回收了部分省份债务限额，并且向其他省份下达了特殊再融资债额度。**

例如河南省、宁夏，分别于 2020 年被上收债务限额 358 亿元、44 亿元。而同年新疆、陕西在年中获得财政部下达 348 亿元、248 亿元再融资债限额，专项

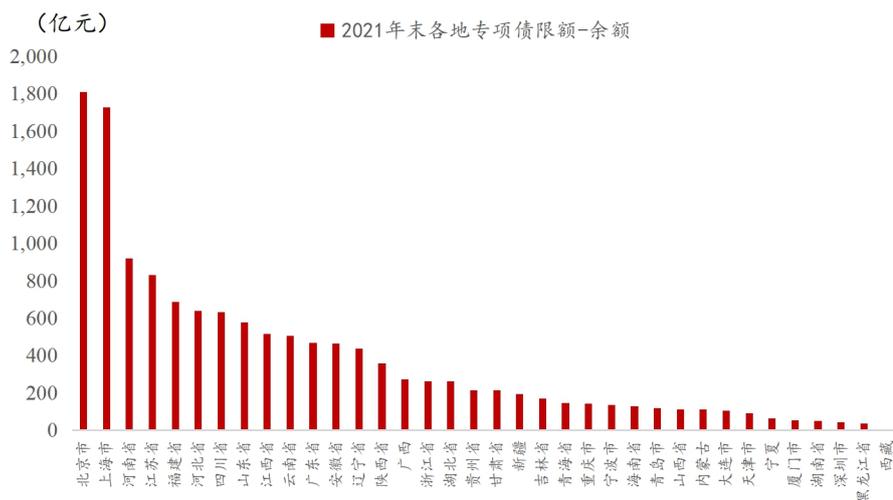
<sup>2</sup> <https://mp.weixin.qq.com/s/9x-tR-r0Pn8Ta-sVmusrXw>。

用于偿还存量债务。

剩余余额在用于发行再融资债时，可以在各地区间进行灵活调配使用。既然可以跨地区调配，并且政治局会议强调“用足用好专项债务限额”，那么地方剩余额度分布不一，并不成为今年这 1.1 万亿专项债剩余限额使用的约束。

**剩余 1.1 万亿专项债务限额的使用效率，可能比市场预期的要强。**

图 5：专项债剩余额度的地域分布并不均匀



资料来源：财政部，民生证券研究院

## 5 “用足用好专项债务限额”的两点理解

针对政治局会议“用足用好专项债务限额”，后续财政增量工具还会有哪些？专项债务限额主要用作哪些用途？对此我们两点理解。

**第一，相较增扩今年专项债额度，亦或在三季度提前下达 2023 年专项债额度，使用 1.1 万亿剩余债务限额或是更为合意的政策选择。**

**首先，使用专项债剩余额度，流程上更为精简。**

1.1 万亿剩余额度的使用流程简单，无需经过人大审核。参照特殊再融资债的发行流程，想要使用 1.1 万亿额度，仅需财政部收回某些省份额度（也可以省去），随后再下达到有发行债务需求的省份。

反观调整今年新增债务限额，亦或提前下达 2023 年专项债额度，这两种操作都涉及预算调整，需要经过全国人大审批或备案。而最近一次人大常委会要等到 8 月底召开。通过这两种方式获得的专项债额度可能要等到今年四季度发行，无法满足近期地方政府的紧迫的资金需求。

**其次，既有政策表述，显示下半年政策更多强调防风险而非增扩投资需求。**

6月15日，李克强总理曾在国常会表示，应“抓住时间窗口，注重区间调控，既果断加大力度、稳经济政策应出尽出，又不超发货币、不透支未来”。7月末政治局会议强调“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，也对GDP增速做出淡化处理。

**第二，我们倾向于认为，1.1万亿专项债务限额，更多用于化解地方财政金融风险，同时为近期地产保交付、保民生领域赋能。**

今年地方土地出让收入减收，城投及地方信用风险抬升，地方政府或面临着较以往更大的隐债偿付压力，1.1万亿剩余专项债额度也能帮助这些地方化解当前财政金融风险。

今年专项债项目储备时间早，大部分已经安排为基建项目，预留给地产相关资金本身偏少。而当期地方政府亟需应对的是商品房交付风险，因此1.1万亿的剩余额度，后续或更多用于地产相关项目。

从2022年专项债项目正负面清单来看，专项债本就可用于在建棚改、老旧小区改造以及保障性租赁住房的土储项目。

图 6：专项债剩余额度的形成与可能的使用方式



资料来源：财政部，民生证券研究院

## 6 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若国内疫情进一步扩散，经济下行压力加大，政策可能做另外调整超预期。

2) **地产政策超预期。**若后续有力度更大的地产纾困政策，专项债限额的使用诉求或不及预期。

## 插图目录

图 1: 地方债务“限额-余额”有两种形成方式	4
图 2: 截至 2022 年 6 月底, 专项债“剩余”额度有 1.6 万亿	5
图 3: 2021 年末, 专项债历年未用尽新增额度达 0.22 万亿元	6
图 4: 2020 年底开始发行用于置换隐性债务的特殊再融资债	7
图 5: 专项债剩余额度的地域分布并不均匀	8
图 6: 专项债剩余限额的形成与可能的使用方式	9

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026