

# 一文读懂专项债限额使用：规模、流程以及投向

报告日期：2022-08-16

## 主要观点：

2022年7月政治局会议提到“用足用好专项债限额”，在基建成为稳增长主力军的下半年，专项债也是积极财政政策的重点发力方向。究竟如何“用足用好”？有哪些增量手段可以期待？

- 下半年专项债限额空间有1.5万亿，各地区分布不均。一线城市如北京、上海剩余空间较大，东部沿海省份次之。

1) 全国专项债存量限额减余额的差值达到1.5万亿，其中今年新增限额还有不到2000亿，存量额度空间约为1.3万亿。具体使用上，本文更多篇幅来讨论存量额度空间这部分。政策曾允许地方政府使用这部分额度，且历史上部分地方政府也曾在年内发行政府债券时使用存量限额空间。

2) 从发行流程来看，地方政府可自行安排限额空间的使用，只需地方人大常委会审议通过，并向财政部报备，无需上报全国人大审批。这为尽早发行并在三季度形成实物工作量带来便利。

3) 存在的问题是地方间的不平衡。剩余存量空间多的省份或难有相应规模的项目储备，而有项目的地区不一定有足够额度。今年不同省份在限额内可发行的存量空间不一。北京、上海作为一线城市，2021年底剩余专项债限额最多，分别超过1800、1700亿元；江苏、福建、广东等东南沿海省份存量排名靠前；此外，河南、河北、四川等内陆省份的存量空间均超600亿元。

- 专项债限额使用主要有两类可能情况，一是地方政府范围内使用限额空间，又分为直接使用和省内统筹再分配；二是跨省调用额度再分配，又分为新增限额和存量限额的调用。我们根据规模、流程、以及影响和效果，再具体分成三种情况。

1) 当年新增限额的跨省调用，财政部有自主权，向人大报备，不需全国人大审批。但鉴于年内额度还剩不到2000亿，跨省调用意义不大，效果有限（如果是新增限额的省内使用，就是正常的新增专项债发行使用，这里不予以讨论）。

2) 地方政府省内使用存量限额空间，在政策和实践操作上可行性最高，包括直接使用和省内统筹未充分利用的额度进行再分配。省内回收额度再分配的案例以2020年发行再融资债化解隐性债务较为典型，但今年情况有所不同，更倾向于地方政府在省内回收未充分利用的限额空间，再分配给其他需要的市、区。流程上报省级人大审批，向财政部报备，不需全国人大审批，总计规模还有1.36万亿，对年内基建投资有提振作用。

3) 存量限额跨省调用，流程更复杂，我们猜测可能要报全国人大审批，那么最快要到10月，时滞性高，落实到实物工作量可能要到年底，效果有限。且该方式还涉及到公平等问题，可能性较低。

综上所述，我们认为，下半年专项债“用足用好”的主要方式可能为第二种，即地方政府充分利用省内存量限额空间，尽量将额度内资金分配到项目，推动形成实物工作量。但不排除有些省份存在资金与项目不匹配的情况，如果不能进行跨省调用，那么实际的总量或达不到测算的1.36万亿上限。

- 专项债投向主力大概率落在基建；棚改专项债仍用于在建棚改项目，是否能成为地产增量政策的底牌还需观察。

1) 上半年专项债投向基建比例超60%，下半年基建仍将是主要发力方向。2022年1-7月，地方政府专项债主要发行领域为基础设施建设、棚户区改造、社会事业等。其中基建类专项债占比约63%，主要投向交通等各类基础设施建设（约占81%），收费公路（7%）、产业园区（6%）、水利项目等。下半年基建仍是主要方向，以积极扩大有效投资作为主要抓手。

2) 专项债能否用于稳定房地产市场还需观察。从历史经验和制度安排上来看，棚改专项债的发行主要用于在建棚改项目，要形成实物工作量，且政策规定其不得用于货币化安置。今年市场对棚改专项债增量政策的猜测集中于扩大房地产需求和化解地产风险等方面，但面临制度或不允许进行货币化安置，操作上烂尾楼产权归属存在障碍等问题，还需观察。

- 风险提示

财政政策力度不及预期、政策执行不及预期。

分析师：何宁

执业证书号：S0010521100001

电话：15900918091

邮箱：hening@hazq.com

## 相关报告

- 1.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_5.5%的底气在哪里？——2022政府工作报告解读》2022-03-05
- 2.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_如何理解超预期的经济增速？》2022-03-16
- 3.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_一季度经济数据的喜和忧》2022-04-19
- 4.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们距离5.5%，还有多远的路要走？》2022-05-17
- 5.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_我们与经济“合理区间”的距离》2022-05-31
- 6.《华安证券\_宏观研究\_破局之路，妙手何方？——2022中期宏观展望》2022-6-14
- 7.《华安证券\_宏观研究\_宏观点评\_雨疏霞光现——5月经济数据点评》2022-6-15
- 8.《华安证券\_宏观研究\_宏观专题\_四问利润传导，这次不一样？》2022-08-05

# 正文目录

1 专项债还剩余多少空间? .....	4
1.1 关于专项债余额与限额.....	4
1.2 专项债限额空间.....	6
2 专项债限额如何使用? .....	6
2.1 限额使用的几种可能方式.....	6
2.2 地方政府专项债限额空间.....	7
2.3 限额可以跨省调用吗? .....	9
3 专项债会投向哪些领域? .....	12
风险提示: .....	14

## 图表目录

图表 1 关于专项债限额的政策一览.....	5
图表 2 各省市专项债限额存量空间.....	6
图表 3 专项债限额使用方式总结.....	7
图表 4 当年新增专项债限额与新增发行额差值.....	8
图表 5 今年截至 6 月各省市新增专项债额度未使用部分.....	10
图表 6 部分省市跨省调用限额的政策表述.....	11
图表 7 2022 年 1-7 月新增专项债投向领域.....	12
图表 8 专项债基建领域细分类别占比.....	12
图表 9 棚改专项债发行额占专项债总发行额比重.....	13
图表 10 棚改专项债相关政策梳理.....	13

# 1 专项债还剩余多少空间？

## 1.1 关于专项债余额与限额

7月28日政治局会议提出“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，结合4月政治局会议的“要抓紧谋划增量政策工具”，可以判断增量政策主要从专项债入手。考虑“不超发货币，不预支未来”的要求，发行明年专项债提前批的可能性降低，即便发行，规模或有所下降。因此，我们认为专项债的“用足用好”，一方面，要加快发行使用，形成实物工作量；另一方面，专项债限额空间或成为下半年主要的增量资金。

1) 在讨论专项债增量空间前，先明确几个概念。政府债券余额指的是未到期未偿还政府债券的累计数额，包括专项债券和一般债券。政府债券限额分为两类，一类是新增政府债券限额，另一类是存量政府债券限额（官方口径即地方政府债券限额）。二者之间的关系理论上为，当年的政府债券限额=前一年政府债券限额+当年新增债券限额。

政府债券规模遵循法定限额管理，对于发行规模、余额、限额的规定有过几次演变。2017年财政部明确各地发行专项债务规模应在“国务院批准的本地区专项债务限额内”；2018年5月财政部提出，“地方新增政府债券发行不得超过当年新增政府债券限额”（财库〔2018〕61号）；2020年财政部《地方政府债券发行管理办法》中未提到新增限额，表述变成“发行规模不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限”。这或许标志着对新增债券发行规模的放松。综上所述，**适用至今的规定是政府债券余额不得超过政府债券限额，各地方政府也以此作为发债要求。**

2) 回到今年政策的适用范围，在限额方面有两部分空间，分别是新增债券限额，和年度限额与余额的差，即存量部分。第一部分，鉴于年初至今已新增发行专项债占新增限额的90%，预计年内会充分使用新增债券限额；第二部分，**存量限额与余额的差，是今年发行增量专项债的主要讨论空间。**

**图表 1 关于专项债限额的政策一览**

时间	部门	文件	相关内容
2014年10月	国务院	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号)	地方政府一般债务和专项债务规模纳入 <b>限额管理</b> ，由 <b>国务院确定并报全国人大或其常委会批准</b> ， <b>分地区限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内</b> 根据各地区债务风险、财力状况等因素测算并报国务院批准。
2017年3月	财政部	《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》(财预〔2017〕35号)	各省、自治区、直辖市、计划单列市新增限额由 <b>财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内测算</b> ，报国务院批准后下达地方。
2017年7月	财政部	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预〔2017〕89号)	严格执行法定限额管理，地方政府专项债务余额不得突破专项债务限额。各地试点分类发行专项债券的规模，应当在 <b>国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排</b> ，包括当年 <b>新增专项债务限额</b> 、 <b>上年末专项债务余额低于限额的部分</b> 。 项目收益专项债券由 <b>省级政府发行</b> 。省级财政部门按照专项债务管理规定，审核确定分类发行项目收益专项债券实施方案和管理办法，重点明确专项债券对应的项目概况、项目预期收益和融资平衡方案、分年度融资计划、年度拟发行专项债券规模和期限、发行计划安排等事项，组织做好信息披露、信用评级、资产评估等相关工作。
2018年3月	财政部	《关于做好2018年地方政府债务管理工作的通知》(财预〔2018〕34号)	在严格执行法定限额管理的同时，鼓励 <b>各地区按照《财政部关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预〔2017〕89号)规定</b> ，积极利用上年末 <b>专项债务未使用的限额</b> ，结合项目对应的政府性基金收入、专项收入情况，合理选择重点项目试点分类发行项目收益与融资自求平衡的专项债券(以下简称项目收益专项债券)，保障重点领域合理融资需求。
2018年5月	财政部	《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》(财库〔2018〕61号)	各省、自治区、直辖市、经省政府批准自办债券发行的计划单列市 <b>新增债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区新增债务限额</b> 。
2020年12月	财政部	关于印发《地方政府债券发行管理办法》的通知(财库〔2020〕43号)	新增债券、再融资债券、置换债券 <b>发行规模不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限</b> 。

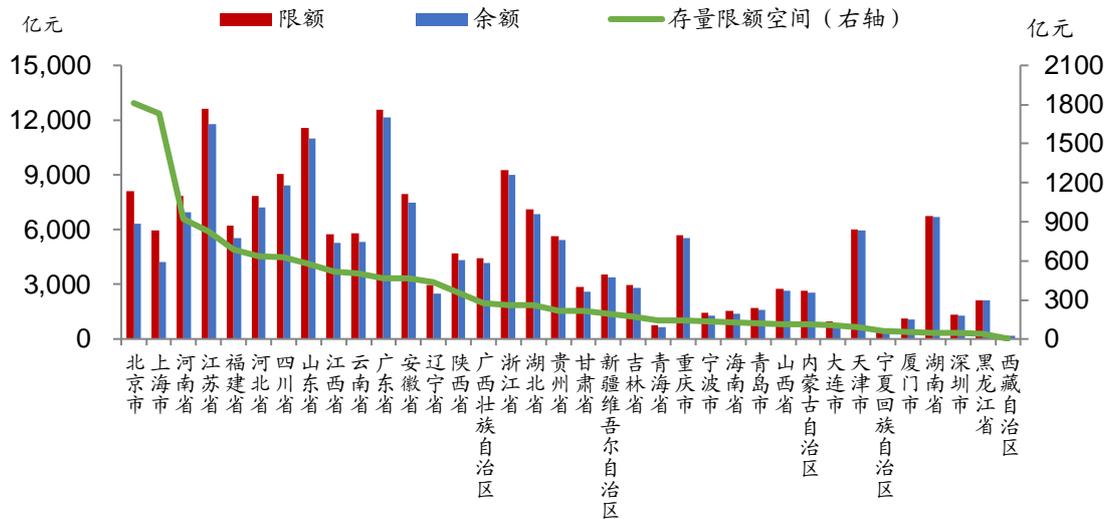
资料来源：国务院，财政部，华安证券研究所

## 1.2 专项债限额空间

根据年初预算数，2022 年全年专项债限额约为 21.82 万亿元。截至今年 6 月，专项债限额总体剩余规模为 1.55 万亿元，剔除新增额度 3.65 万亿中还未发行的 1922 亿元(截至 7 月底，将于年内发行完毕)，共计剩余 1.36 万亿元存量空间。

分地区来看，各省份在年初分配到的专项债限额有所不同，专项债余额也存在差异。因此今年不同省份在限额内可发行的存量空间不一。北京、上海作为一线城市，2021 年底剩余专项债限额最多，分别超过 1800、1700 亿元；江苏、福建、广东等东南沿海省份存量排名靠前；此外，河南、河北、四川等内陆省份的存量空间均超 600 亿元。

图表 2 各省市专项债限额存量空间



资料来源：财政部，华安证券研究所。注：存量限额空间指限额-余额，数据截止到 2021 年底，由左至右排列顺序为存量规模由大到小。

## 2 专项债限额如何使用？

### 2.1 限额使用的几种可能方式

我们梳理了历史上地方使用专项债限额空间的形式，进而提出今年专项债提供增量资金的几种可能。整体上可分为两类，地方存量限额空间使用，和全国统筹再分配。

**一、地方存量限额空间使用。**又可分为使用本地区存量额度，以及地区内统筹再分配。两种方式均有地方文件或案例佐证。地区内统筹又分为收回限额发行再融资债、和收回后在市、区重分配额度。流程上由于在本省内进行，只需上报省级人大，无需经全国人大批准，但需要提前向财政部报告。

**二、全国统筹限额空间再分配。**主要也分为两种情况：统筹当年新增限额、统筹存量限额空间。只有前者在地方有过先例。

下文分别对这几种方式进行详述。

图表 3 专项债限额使用方式总结

	方式	具体操作	案例/表述	程序	
专项债限额使用	地方存量限额空间	使用本地区限额空间额度	将存量限额空间调至市级/区级使用	2018年天津市“市第十七届人大常委会第六次会议审议通过将市级新增限额20亿元、限额空间（政府债务限额高于余额的部分）10亿元调整至区级。” <sup>[1]</sup>	报省本级人大审批，不需全国人大审批，但需向财政部报告。
		地区内统筹	收回部分市区剩余限额，发行再融资债用于建制县区化债试点等工作	2020-2021年，安徽省、宁波市、云南省、江西省、河南省、天津市等	
			省内回收限额，跨市调用	“对部分无法落实到具体建设项目的限额，省财政厅按规程收回，收回部分在严格控制债务风险的前提下，重新核定给项目储备充分的市县。” <sup>[2]</sup>	
	全国统筹再分配	跨省调用当年新增限额空间	收回当年新增限额空间有剩余省份的额度，在全国再分配	2018年天津市、广东省预算调整报告	财政部自主权较大，可以在年度限额内再分配，需要报告人大，但不需走全国人大审批程序。
跨省调用存量限额空间		收回存量限额空间有剩余省份的额度，在全国再分配	无	没有先例，猜测可能要报全国人大审批。	

资料来源：地方财政部门，华安证券研究所，注：[1]《天津市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》；[2]湖北省《省人民政府办公厅关于做好新增政府专项债券发行使用管理工作的通知》。

## 2.2 地方政府专项债限额空间

### 1. 历史上使用存量限额空间的案例

关于限额的使用，2017 年的《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》是政策首次提出地方政府可发行“新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分”内的专项债券，此处同时包含增量与存量。2018 年 3 月，政策表述变成了“积极利用上年末专项债务未使用的限额”。同年 5 月发布“新增发行额不能超过新增限额”的规定，但此表述仅出现过一次。

我们梳理了近 6 年各省市新增专项债限额与发行额的差，用来衡量当年地方政府发行额超出限额的部分。2019 年之前，新增专项债发行额超出新增限额的省份较少。2020 年，有部分省市使用了上年新增额度中结转到当年的部分导致发行额超出新增限额，例如湖北省 2021 年限额增加了 2020 年末使用的化解中小银行风险专项债务限额 37 亿元。

不同的是，天津市、河北省、四川省等地在前年无剩余的情况下直接发行了超出限额规模的新增专项债。这里有两种可能性，一是这些省份调用了存量限额空间；二是使用了跨省调用再分配的额度导致新增发行额超出新增限额。由于天津市和广东省 2018 年被分配到跨省调用额度时，均进行了省级财政预算调整，即最终当年新增限额中已包含了调剂的部分。因此根据我们的推断，第一种可能成立，上述省份可能使用了存量限额空间来发行新增专项债。

**图表 4 当年新增专项债限额与新增发行额差值**

	2021 年	2020 年	2019 年	2018 年	2017 年	2016 年
北京市	9	0	0	0	0	0
天津市	-93	0	0	0	0	0
河北省	-96	0	0	0	0	0
山西省	8	0	0	0	0	0
内蒙古自 治区	-77	77	0	0	0	0
辽宁省	105	96	0	-11	11	0
大连市	0	0	0	-3	3	0
吉林省	-106	126	0	0	0	0
黑龙江省	-122	123	0	0	0	0
上海市	7	0	0	0	10	0
江苏省	21	0	0	0	40	0
浙江省	28	0	0	0	0	0
宁波市	4	0	0	0	0	0
安徽省	-2	0	0	-14	20	0
福建省	-50	50	0	0	0	0
厦门市	0	0	0	0	0	0
江西省	-55	79	0	0	0	0
山东省	-100	100	0	0	0	0
青岛市	0	0	0	2	0	0
河南省	43	257	0	0	0	0
湖北省	-37	37	0	0	0	0
湖南省	23	0	0	0	0	-28
广东省	55	0	0	0	0	0
深圳市	0	0	0	0	-20	0
广西壮族 自治区	13	0	0	0	0	0
海南省	3	0	0	0	0	-9
重庆市	17	0	0	0	0	0
四川省	-82	-173	0	-4	0	0
贵州省	9	179	0	0	0	0
云南省	-23	44	0	0	0	0
西藏自治 区	0	0	0	6	-1	0
陕西省	-35	46	0	0	0	0
甘肃省	-126	126	0	0	0	0
青海省	86	0	0	0	0	0
宁夏回族 自治区	0	0	0	0	0	0
新疆维吾 尔自治区	43	78	230	20	0	0

资料来源：财政部，华安证券研究所

## 2. 地方政府直接使用本省存量限额空间的流程

从程序上来说，使用本省存量限额空间只需要报省级人大常委批准，向财政部报备，无需全国人大审批。《天津市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》提到，“2018 年 11 月，为支持部分区重点项目建设，降低政府融资成本，市第十七届人大常委会第六次会议审议通过将市级新增限额 20 亿元、限额空间（政府债务限额高于余额的部分）10 亿元调整至区级”。

结合财政部规定，和地方政府实际使用的经验，使用存量限额空间无需经全国人大审批，仅需提交地方省（自治区）级人大常委会，审批通过后即可，且需向财政部报告。且省级政府使用限额空间时可将额度调整至下一级政府，不会改变当年新增专项债限额。从今年的时间窗口来看，8-10 月各地方或将陆续提请限额空间的使用，尽快发行专项债以形成实物工作量。

## 3. 地方政府省内统筹再分配限额

这里分两种情况讨论：

1) 2020 年回收限额进行建制县区化债试点工作。2020 年，部分市、区、县发布通知，根据财政部《关于收回部分地方政府债务限额的通知》（财预[2020]152 号），当年市（区）政府债券限额被收回，年度限额进行相应调整。根据天津市静海区的表述“收回我区政府债务限额 0.48 亿元，并下达我区建制县区试点债限额 40 亿元（包括一般债务 20 亿元，专项债务 20 亿元），主要用于发行地方政府再融资债券偿还存量债务”。由于没有提到“新增限额”，我们判断回收的可能是地方的存量限额。且此次限额回收主要在省内范围实施，限额发行再融资债用于建制县区隐性债务化解工作。从今年的政策表述来看，专项债更多是用于支持基建，尽快形成实物工作量，从而稳增长。因此我们判断，今年与 2020 年限额使用的情况可能有所不同。

2) 回收未充分利用额度后向市、区重新分配。部分地方政府会在年内考虑专项债资金的充分利用，而回收部分未使用完限额市、区的额度，在省内统筹再分配。可参考湖北省政府“对部分无法落实到具体建设项目的限额，省财政厅按规程收回，收回部分在严格控制债务风险的前提下，重新核定给项目储备充分的市县。”由此推断，流程上我们认为或只需由本级（比如省级）财政部门核定重分配额度，报本级（比如省级）人大审批即可。我们认为今年地方政府采取这种方式的可能性也较高。

## 2.3 限额可以跨省调用吗？

### 1. 历史上跨省调用限额空间的案例

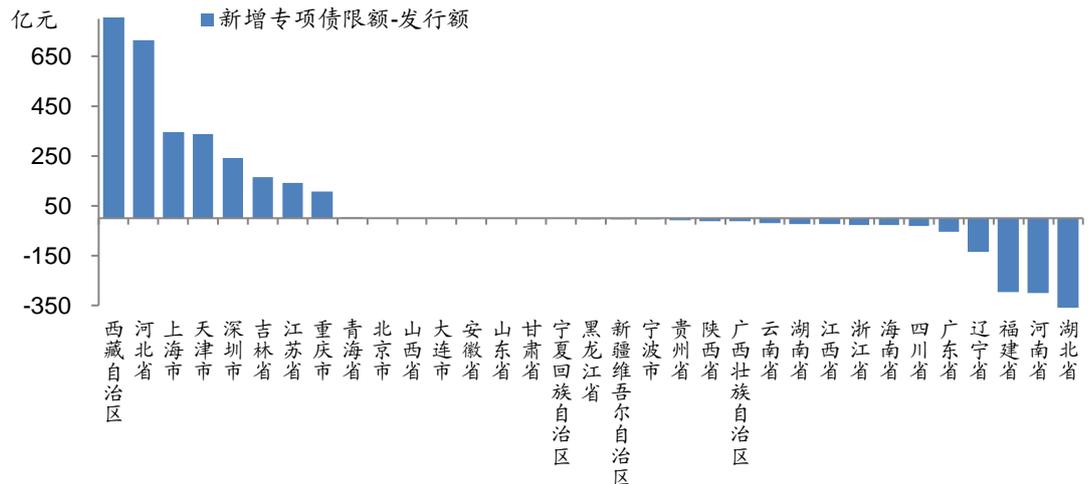
第一种情况，新增限额的全国统筹再分配。2018 年，广东省、天津市的预算调整报告中有关于跨省调用新增债务限额的表述：“财政部根据党中央、国务院关于加快专项债券发行和使用的要求，收回深圳市暂未使用的 2018 年新增债务限额 170.6 亿元，并对回收额度在全国进行重新分配，其中分配广东地区第二批新增债务限额 85 亿元，均为专项债务限额”，“当年 12 月，财政部收回部分省市未发行使用的 2018 年新增债券额度，相应调剂增加我市 25 亿元新增政府债务限额。”但此类案例较少，且具体实施情况不确定。

较为明确的是，此次回收的主要是当年新增债券限额。考虑到今年各省份剩余额度的差异较大，不排除出现跨省进行调用的可能。若出现这种情况，预计会类似 2018 年，财政部收回部分省份当年未发行的新增额度，再向全国额度不足的省市分配。我们梳理了 2022 年各省市新增专项债限额空间，截至 6 月，各省增量专项债额度已基本发完，只有西藏、河北省、上海市等地区还有一部分新增额度，且剩余额度空间较小，这部分增量对投

资的撬动较弱。

而第二种情况，对存量限额的跨省调用在历史上未找到公开的先例，但由于今年存量限额空间还剩 1.3 万亿，各省内自行发行恐难以充分利用，可能存在项目与资金不匹配的问题。若不能进行存量空间的全国统筹再分配，实际可用的额度或许达不到 1.3 万亿。政策上，能否跨省调用存量限额空间还需后续观察。

图表 5 今年截至 6 月各省市新增专项债额度未使用部分



资料来源：财政部，华安证券研究所

## 2. 财政部跨省调用限额空间的可能流程

1) **当年新增额度的统筹再分配。**2017 年《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》“各省、自治区、直辖市、计划单列市新增限额由财政部在全国人大或其常委会批准的地方政府债务规模内测算，报国务院批准后下达地方。”地方债券新增额度的确定或增减只要在债务规模内，若需统筹全国额度，向部分省市倾斜，在不突破存量债务限额的情况下，财务部或有一定自主权。可能经过的程序类比 2018 年，财政部收回某省市新增额度中未使用的部分再进行重新测算和分配，随后向全国部分地方财政部门下达。地方政府收到新分配的额度，经省级人大常委会审议审批预算调整草案并决定省本级和各市区限额的调整，将额度下发至市级。

2) **存量额度再分配。**由于历史上没有过此类操作，我们推断，存量限额空间的全国回收再分配或要经财政部统一部署，报全国人大审批后再下达至各省级政府。这种情况下，可能需 10 月全国人大审批后，下达至各地方政府。地方政府统筹各市区额度进行发行，最快或在 12 月形成实物工作量，对于全年基建投资和经济增长效果甚微。且该方式还涉及到公平等问题，因此我们认为，采取这种方式的概率较低。

图表 6 部分省市跨省调用限额的政策表述

时间	部门	文件	相关内容
2018 年 12 月	广东省财政厅	《关于 2018 年第二次省级财政预算调整方案的报告》	财政部根据党中央、国务院关于加快专项债券发行和使用的要求，收回深圳市暂未使用的 2018 年新增债务限额 170.6 亿元，并对收回额度在全国进行重新分配，其中分配广东地区第二批新增债务限额 85 亿元，均为专项债务限额。
2019 年 3 月	天津市财政局	《天津市 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》	2018 年 11 月，为支持部分区重点项目建设，降低政府融资成本，市第十七届人大常委会第六次会议审议通过将市级新增限额 20 亿元、限额空间（政府债务限额高于余额的部分）10 亿元调整至区级。当年 12 月，财政部收回部分省市未发行使用的 2018 年新增债券额度，相应调剂增加我市 25 亿元新增政府债务限额，市第十七届人大常委会第八次会议审议通过新增限额分配用于区级棚户区改造、生态环保等重点项目。
2020 年	财政部	《关于收回部分地方政府债务限额的通知》（财预[2020]152 号）	（宁波市、河南省驻马店市，天津市、江西省、安徽省、云南省部分市、区、县）财政部下发《关于收回部分地方政府债务限额的通知》（财预[2020]152 号）依法收回部分省市地方政府债务限额，用于建制县区化债试点等专项工作。

资料来源：地方财政部门，华安证券研究所

总结来看，专项债限额使用主要有两类可能情况，一是地方政府范围内使用限额空间，又分为直接使用和省内统筹再分配；二是跨省调用额度再分配，又分为新增限额和存量限额的调用。我们根据规模、流程、以及影响和效果，再具体分成三种情况。

1) 当年新增限额的跨省调用，财政部有自主权，向人大报备，不需全国人大审批。但鉴于年内额度还剩不到 2000 亿，跨省调用意义不大，效果有限（如果是新增限额的省内使用，就是正常的新增专项债发行使用，这里不予以讨论）。

2) 地方政府省内使用存量限额空间，在政策上和实际操作上可行性最高，包括直接使用和省内统筹未充分利用的额度进行再分配。省内回收额度再分配的案例以 2020 年发行再融资债化解隐性债务较为典型，但今年情况有所不同，更倾向于地方政府在省内收回未充分利用的限额空间，再分配给其他需要的市、区。流程上报省级人大审批，向财政部报备，不需全国人大审批，总计规模还有 1.36 万亿，对年内基建投资有提振作用。

3) 存量限额跨省调用，流程更复杂，我们猜测可能要报全国人大审批，那么最快要到 10 月，时滞性高，落实到实物工作量可能要到年底，效果有限。且该方式还涉及到公平问题，可能性较低。

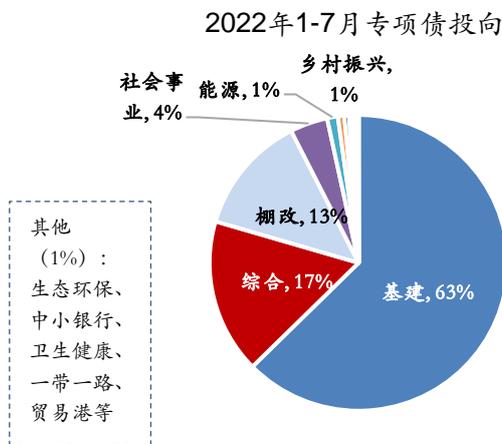
综上所述，我们认为，下半年专项债“用足用好”的主要方式可能为第二种，即地方政府充分利用省内存量限额空间，尽量将额度内资金分配到项目，推动形成实物工作量。但不排除有些省份存在资金与项目不匹配的情况，如果不能进行跨省调用，那么实际的总量或达不到测算的 1.36 万亿上限。

### 3 专项债会投向哪些领域？

#### 1. 上半年专项债投向基建比例超 60%，下半年仍将是专项债主要发力方向

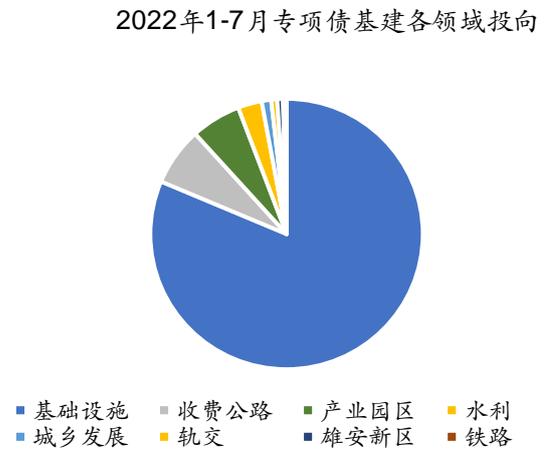
2022 年 1-7 月，地方政府专项债主要发行领域为基础设施建设、棚户区改造、社会事业等。其中基建类专项债占比约 63%。下半年基建预计会继续成为主要方向。在基建领域内，专项债主要投向交通等各类基础设施建设（约占 81%），收费公路（7%）、产业园区（6%）、水利项目等。

图表 7 2022 年 1-7 月新增专项债投向领域



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 8 专项债基建领域细分类别占比

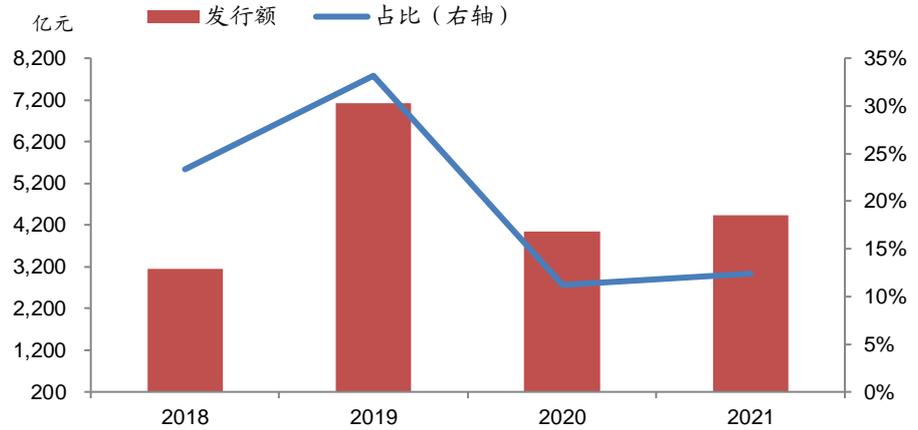


资料来源：Wind，华安证券研究所

#### 2. 专项债能否用于稳定房地产市场还需观察

今年房地产市场风波再起，低迷的现状引起市场对于下半年棚改专项债的猜测。棚改专项债于 2018 年开始试点，主要是地方政府为棚户区改造募集资金而发行。近年来用于棚户区改造的专项债券有一定规模，2019 年地方政府发行棚改专项债达到当年新发行专项债的 30%，但在 2020 年初监管部门对棚改专项债实行限制后，发行规模快速下降。2020、2021 年棚改专项债发行额在 4000 亿元左右。在 2020 年 5 月，棚改专项债被重新允许发行，但不能用于货币化安置项目。

图表 9 棚改专项债发行额占专项债总发行额比重



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 棚改专项债相关政策梳理

时间	部门/机构	文件	相关内容
2018 年	财政部	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》	“试点发行棚改专项债券的棚户区改造项目应当有稳定的预期偿债资金来源, 对应的纳入政府性基金的国有土地使用权出让收入、专项收入应当能够保障偿还债券本金和利息, 实现项目收益和融资自求平衡。”
2019 年 9 月	国务院	国常会	“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。”
2020 年 5 月	监管部门、地方财政部门		允许发行棚改专项债, 但存在三个限制条件: 主要保障在建棚改项目; 必须形成实物工作量。棚改专项债券资金只能用于棚改项目建设, 不得用于偿还棚改债务, 不得用于货币化安置, 不得用于政策性补贴; 属于已纳入分年国家棚改计划的项目。

资料来源: 中国政府网, 财政部, 华安证券研究所

从历史经验和制度安排上来看, 棚改专项债的发行主要用于在建棚改项目, 要形成实物工作量; 不得用于货币化安置。今年若有棚改专项债的增量政策出台以达到扩大房地产投资的目的, 有两个可能方式:

**1. 扩大房地产需求。**棚改专项债用于货币化安置项目在历史上曾起到提振房地产投资的效果。但专项债的制度要求是用于在建工程, 今年尤其强调用于能形成实物工作量的项目。且前期政策已禁止棚改专项债用于货币化安置, 以此途径拉升地产投资需要政策调整,

概率较低。

**2.化解地产风险。**通过棚改专项债发行试图解决“烂尾楼”风险也是一种猜测。但烂尾楼的产权问题或是专项债资金介入的最大障碍，还需观察。

综上，发行较大规模棚改专项债用于稳定房地产市场在当下的政策环境和实际操作中均存障碍，还需持续观察。

## 风险提示：

- 1、财政政策力度不及预期：下半年积极的财政政策力度不及预期。
- 2、政策执行不及预期：若政策执行缓慢、滞后，或导致效果不及预期。

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**何宁，华安证券宏观首席分析师，中国社会科学院经济学博士（定向在读），华东师范大学经济学硕士。2018-2021 年就职于国盛证券研究所宏观团队，2019 年新财富入围（第六），2020 年、2021 年新财富、水晶球、新浪金麒麟最佳分析师团队核心成员。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。