

每当年末，专项债提前下达事宜便开始有所推进。专项债提前下达一般蕴含怎样的规律，通过专项债提前下达，我们如何把握来年专项债节奏？本文设置五问五答，梳理专项债提前下达的常见疑惑。

➤ 问题一，专项债通常在何时提前下达？最早在上一年 11 月

2019 年以后，财政部可以在两会前提前下达未来年度专项债额度，确保来年初地方债及时发行。实际操作中，多数年份选择在上一年末提前下达专项债额度。

2019 年额度在 2018 年 12 月末提前下达。2020 年额度在 2019 年 11 月首次提前下达，而 2020 新冠疫情爆发，国务院随后在 2020 年 1 月、4 月（当年两会于 5 月召开）新增两轮提前下达。由于上一年财政结存资金和存量项目较为丰厚，2021 年初无须紧密发行专项债并驱动项目开工，由此 2021 年专项债直至 3 月初才提前下达。也就是说，2021 年是较为罕见年份，没有在上一年（2020 年）提前下达专项债额度。2022 年额度于 2021 年 12 月提前下达。

➤ 问题二，提前下达专项债额度可达多少？不超过 60%，一般在 40%~50%

政策规定，专项债提前下达额度不超过当年新增限额的 60%。实际操作中，每年末提前下达额度占来年总额度的 40%-50%。2020、2021 年提前下达额度占来年限额 48%，2019、2022 这一比例约 40%。提前下达额度占比与提前下达时间有关，通常提前下达时间越晚，下达额度越大。

➤ 问题三，提前下达专项债的使用节奏？1-2 个季度内发行使用。

历史经验表明，提前下达额度一般在下达后 1-2 个季度发行完毕。

2020 和 2022 年面临疫情冲击，经济下行压力较大，专项债提前下达额度使用进度较快。提前下达后 4 个月内，对应额度基本使用完毕。2019 和 2021 年，发债需求并不紧迫，提前下达后 6 个月内，额度使用完毕。

➤ 问题四，上一年提前下达专项债，能否当年使用？不能，规定只能用在来年

根据预算流程与历史经验，提前下达额度应在债务对应年份安排使用。

按照预算流程，地方财政运行体系明确上一年提前下达额度要在第二年使用。

从历史经验上看，2018、2019、2021 年年末提前下达来年专项债，但这些专项债，虽在上一年提前下达，但必须在第二年才发行使用。上一年提前下达专项债额度，在上一年就发行使用，这种情况历史上从未有过。

➤ 问题五，提前下达专项债时间偏前意味着什么？政府现金流相对紧缺。

来年财政平衡比较依赖专项债，所以提前下达专项债以便尽早布局。以今年为例。今年初经济下行压力大，财政发力靠前，资金相对紧缺，即便去年已有逾万亿专项债结转至今年初使用，去年 12 月仍提前下达了 1.46 万亿专项债，以平衡今年初财政收支。

➤ 通过未来专项债提前下达时点，观察 2023 年财政收支平衡意图。

若今年提前下达 2023 年专项债的时间较早，如 10 月底或 11 月，或意味着明年初财政平衡较依赖专项债资金。若推迟至来年下达，意味着来年初财政或较为宽裕。

另外，若今年提前下达额度比例较低，可能意味着 2023 年专项债使用节奏大概率后倾。当然也有另一种可能，即仍有较多财政项目及资金结转至 2023 年初。

➤ 风险提示：预算流程机动调整可能，疫情发展超预期。



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. 二十大报告点评：二十大报告的五个关键词-2022/10/16
2. 全球大类资产跟踪周报：国内资产止跌回升-2022/10/16
3. 美国 9 月 CPI 数据点评：美国通胀难驯-2022/10/14
4. 宏观事件点评：人民币汇率的下一个关键时刻-2022/10/13
5. 2022 年 9 月金融数据点评：金融数据老故事：政府加杠杆，居民降杠杆-2022/10/12

目录

1 问题一：专项债通常在何时提前下达？	3
2 问题二：提前下达专项债额度可达多少？	4
3 问题三：提前下达专项债的使用节奏？	4
4 问题四：提前下达专项债能否提前使用？	5
5 问题五：提前下达专项债时间靠前意味着什么？	6
6 风险提示	8
插图目录	9
表格目录	9

1 问题一：专项债通常在何时提前下达？

2019 年以后，财政部可以在两会前提前下达未来年度专项债额度，确保来年初地方有债可发。

按照当前预算流程，财政部每年 3 月在全国人民代表大会批准预算后，将国务院批准的分地区地方政府债务限额下达各地，各地依法调整预算报同级人大常委会批准后，发行地方政府债券。

实际操作中，各地多数在 5 月左右调整预算，导致地方政府债券发行使用进度偏慢，出现上半年无债可用、下半年集中发债的情况。

2019 年之后，国务院被授权可以提前下达额度，即在债务总限额（3 月两会）确定前就向地方下达部分专项债额度，确保年初地方有债可用。

实际操作中，多数年份选择在上一年末提前下达专项债额度，最早在上一年 11 月。

2019 年额度在 2018 年 12 月末提前下达。

2020 年额度在 2019 年 11 月首次提前下达，而 2020 新冠疫情暴发，国务院随后在 2020 年 1 月、4 月（当年两会于 5 月召开）新增两轮提前下达。

2020 年财政结存资金和存量项目较为丰厚，2021 年初无须紧密发行专项债并驱动项目开工，由此 2021 年专项债直至 3 月初才提前下达。

2022 年额度于 2021 年 12 月提前下达。

表1：2019-2022 年提前下达专项债时间

债务限额年份	提前下达时间	下达额度
2019	2018.12.29	提前下达 2019 年新增专项债额度 8100 亿元
2020	2019.11.27	提前下达 2020 年新增专项债额度 10000 亿元（第一批）
	2020.1	提前下达 2020 年新增专项债额度 2900 亿元（第二批） (根据财政部债务研究和评估中心的 1 月专项债报告推测)
	2020.4.20	2020 年一季度财政收支情况新闻发布会公布，近期再次提前下达 2020 年新增专项债额度 10000 亿元（第三批）
2021	2021.3	经国务院批准并报全国人大常委会备案，财政部提前下达专项债务限额 17700 亿元 。
2022	2021.12	财政部副部长许宏才出席《加强和完善地方政府债务管理情况国务院政策例行吹风会》，明确提前下达 2022 年专项债额度 14600 亿元 。

资料来源：财政部，民生证券研究院整理

2 问题二：提前下达专项债额度可达多少？

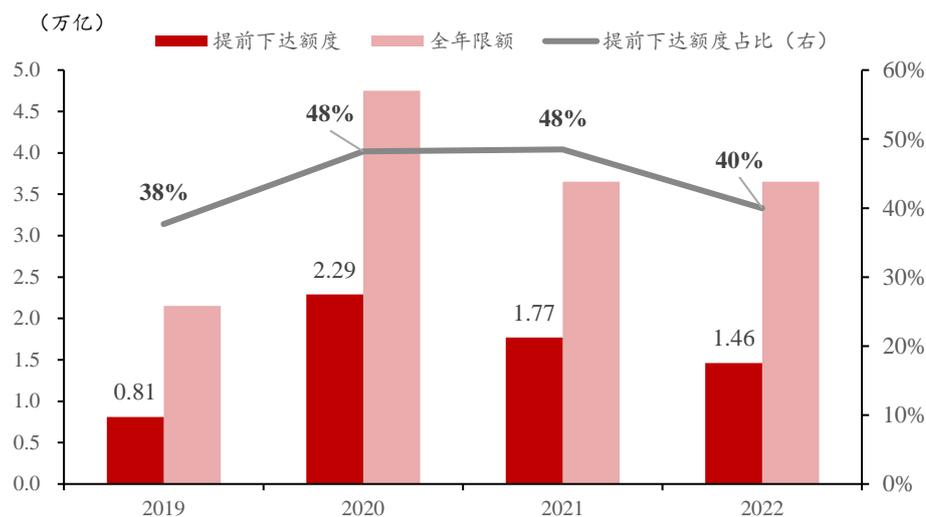
政策规范专项债提前下达额度小于等于当年新增限额的 60%。

2018 年关于提请审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案的说明指出：“建议从 2019 年起，授权国务院根据宏观调控政策需要，在当年新增地方政府债务限额的 60% 以内，提前下达部分下一年度新增地方政府债务限额。”

实际操作中，每年未提前下达额度占总额度的 40%-50%。

2019-2022 年，提前下达额度分别占全年限额的 38%、48%、48%、40%。提前下达额度占比较高一方面与提前下达时间有关，通常来说，提前下达时间越晚，下达金额越高；还有可能因为两会前出现突发事件（譬如 2020 疫情），财政临时加大提前下达额度，保证当期政府财力所致。

图1：往年提前下达额度及占比



资料来源：wind，民生证券研究院。注：2020 年全年限额包括 1 万亿特别国债

3 问题三：提前下达专项债的使用节奏？

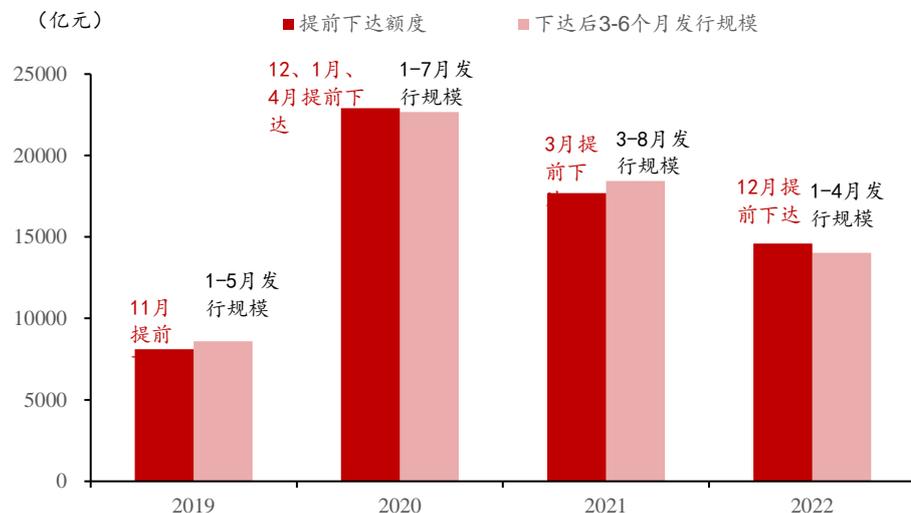
历史经验表明，提前下达额度一般在提前下达后 1-2 个季度发行完毕。

2019 年 1-5 月发行 0.86 万亿元（11 月提前下达 0.81 万亿元）；2020 年 1-7 月发行 2.26 万亿（12 月、1 月提前下达 1.29 万亿，4 月提前下达 1 万亿）；2021 年 3 月-8 月发行 1.84 万亿元（3 月提前下达 1.77 万亿）；2022 年 1-4 月发行 1.4 万亿（12 月提前下达 1.46 万亿）。

在疫情冲击、经济下行压力较大的 2020、2022 年，专项债提前下达额度使用进度较快，基本在下达后 4 个月内发行完毕，而 2019、2021 需要 5-6 个月时

间发行用尽提前下达额度。

图2：提前下达专项债额度一般在 1-2 个季度内发行完毕



资料来源：财政部，民生证券研究院

4 问题四：提前下达专项债能否提前使用？

根据政策规范、预算流程以及历史经验，提前下达额度应在债务对应年份安排使用。

从政策规范看，根据 2020 年财库 43 号文，明确“新增债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区债券限额”。

举例来说，若 2022 年末提前下达并发行 2023 年专项债额度，2022 年新增债券发行规模将超过当年新增限额。

从预算流程来看，专项债额度提前下达后，地方政府需要将其纳入来年地方预算，经人大批准后方可发行。而地方预算一般在来年初制定，因此发债时点必然在来年。预算流程决定了上一年提前下达额度要在第二年使用。

而从历史经验上看，2018、2019、2021 年年末下达的专项债额度，均在第二年才发行，未有提前发行使用的先例。

表2：2019-2022 年提前下达及发行时间

时间		下达发行节奏	
2019	2018.12.29	提前下达	提前下达 2019 年新增专项债额度 8100 亿元
	2019.1	发行	各省开始发行专项债
2020	2019.11.27	提前下达	提前下达 2020 年新增专项债额度 10000 亿元（第一批）
	2020.1	提前下达	提前下达 2020 年新增专项债额度 2900 亿元（第二批） （根据财政部债务研究和评估中心的 1 月专项债报告推测）
	2020.1	发行	各省开始发行专项债
	2020.4.20	提前下达	2020 年一季度财政收支情况新闻发布会公布，近期再次提前下达 2020 年新增专项债额度 10000 亿元（第三批）
2021	2021.3	提前下达	经国务院批准并报全国人大常委会备案，财政部提前下达专项债务限额 17700 亿元。
	2021.3	发行	各省开始发行专项债
2022	2021.12	提前下达	财政部副部长许宏才出席《加强和完善地方政府债务管理情况国务院政策例行吹风会》，明确提前下达 2022 年专项债额度 14600 亿元。
	2022.1	发行	各省开始发行专项债

资料来源：财政部，民生证券研究院整理

5 问题五：提前下达专项债时间靠前意味着什么？

若来年财政平衡比较依赖专项债，则需要提前下达专项债以便尽早布局。

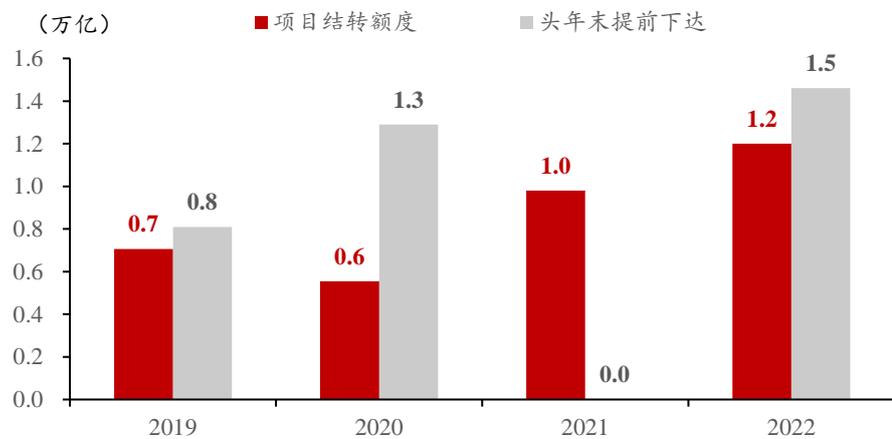
以今年为例。今年初经济下行压力大，财政发力靠前，资金相对紧缺，即便去年已有逾万亿专项债结转至今年初使用，去年 12 月仍提前下达了 1.46 万亿专项债，以平衡今年初财政收支。

后续我们可以通过专项债提前下达时点，观察 2023 年财政收支平衡意图。

若今年提前下达 2023 年专项债的时间较早，如 10 月底或 11 月，意味着明年初财政平衡较依赖专项债资金。若推迟至来年下达，意味着来年初财政较为宽裕。

另外，若今年提前下达额度比例较低，可能意味着 2023 年专项债使用节奏大概率后倾。当然也有另一种可能，即仍有较多财政项目及资金结转至 2023 年初。

图3：2022 年提前下达与结转项目均达历史最高值



资料来源：财政部，民生证券研究院

6 风险提示

1) **预算流程机动调整可能。**专项债提前下达后使用时间可能随经济环境变化有机动调整可能。

2) **疫情发展超预期。**疫情发展超预期，可能使得经济下行压力加大，提前下达资金规模以及占年度总限额可能超预期。

插图目录

图 1: 往年提前下达额度及占比.....	4
图 2: 提前下达专项债额度一般在 1-2 个季度内发行完毕.....	5
图 3: 2022 年提前下达与结转项目均达历史最高值.....	7

表格目录

表 1: 2019-2022 年提前下达专项债时间.....	3
表 2: 2019-2022 年提前下达及发行时间.....	6

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