



宏观研究

【粤开宏观】专项债的前世今生与未来（2015—2025 年）：发展历程、新问题与新对策

2025 年 03 月 09 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

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
电话：13681810367
邮箱：niuqin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】如何理解 2025 年财政政策安排》2025-03-05

《【粤开宏观】2025 年财政更加积极：赤字率首次达到 4%，发展优先》2025-03-05

《【粤开宏观】政府工作报告释放的九大信号》2025-03-05

《【粤开宏观】2025 开局之变：中国经济新叙事与资产重估》2025-03-02

《【粤开宏观】贸易摩擦如何影响资本市场？——“特朗普 1.0 时期”的 A 股走势复盘及启示》2025-02-23

导读

3 月 5 日，《政府工作报告》提出“拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等”，专项债将在稳增长、补短板、促进房地产止跌回稳、防范化解债务风险和畅通经济循环上发挥更大作用。

专项债自 2015 年发行以来，作为财政政策逆周期调节的重要工具，通过投资基础设施、民生工程等关键领域，既扩大了需求，又优化了供给结构，有力地推动了经济社会发展。然而近年来，伴随着专项债发行规模的不断扩大，其在发行使用中出现了一些问题，制约了专项债效益的发挥。有效解决这些问题，才能更好地发挥专项债促投资、惠民生、防风险的作用。2015 年以来，专项债的发展经历了哪些阶段？呈现出什么特征？专项债发挥了怎样的积极作用？目前存在哪些问题以及该如何应对？本文主要回答以上问题。

摘要

一、自 2015 年专项债诞生以来，专项债的发展大致经历了四个阶段

一是诞生与探索阶段（2015-2018 年）：初步建立债务管理框架，试点中国版“市政项目收益债”。2014 年新《预算法》从法律层面赋予了地方政府举债的权力，国发〔2014〕43 号文对地方政府融资开前门、堵后门，专项债走上历史舞台。此阶段地方政府债务管理框架初步建立，发行的专项债以置换专项债为主，而用于项目建设的新增专项债发行规模较小。2017 年下半年，专项债开始试点中国版“市政项目收益债”，先后推出土地储备、收费公路、棚改三大标准化地方政府专项债。

二是创新与扩大阶段（2019—2021 年）：专项债成为稳投资稳经济的重要抓手，新增额度快速攀升。2018 年以来，我国经济面临复杂多变的内外部环境，亟需加大逆周期调节力度，专项债作为财政政策的重要发力点。这一时期的专项债政策重心在于更好地发挥专项债稳投资稳经济的重要作用，具体包括：**其一**，加快专项债券发行使用进度，提前下达下一年度新增地方政府债务限额，尽早形成实物工作量。**其二**，扩大专项债使用范围，专项债重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施 7 大领域，后增加国家重大战略项目、保障性安居工程、新型基础设施后拓展至 10 领域。同时明确专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。**其三**，允许将专项债券用作符合条件的重大项目资本金，以省为单位，专项债资金用于项目资本金的比例可为 20%左右，后提高至 25%。

三是转型与规范阶段（2022—2024 年）：专项债项目实行穿透式监管，提高专项债券资金使用效益。2022 年以来，专项债政策进入强化合规管理阶段，着力通过对专项债券项目实行“全生命周期管理”以及“穿透式监管”等方



式提升专项债券资金使用效益。

四是优化与完善阶段（2024 年底以来）：进一步优化完善专项债管理机制，更好地发挥专项债的积极作用。其一，实行专项债券投向领域“负面清单”管理，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金，重启土地储备专项债。其二，提高专项债券用作项目资本金的比例至 30%。其三，开展专项债券项目“自审自发”试点，缩短项目申报与审核周期。

二、近年来专项债发行使用的总体特征

一是专项债的发行使用情况趋于复杂多元，专项债用于新增项目建设、置换隐性债务和偿还到期债务多种用途，置换隐性债务的来源既有再融资专项债，又有新增专项债。2024 年用于项目建设的专项债占比为 40.5%，用于偿还到期专项债券的占比为 19.2%，用于化债置换的专项债发行规模达到 3.1 万亿元，占比为 40.4%。

二是新增专项债券投向范围不断扩大，2025 年将重启土地储备专项债。2019—2024 年，新增专项债券的前 5 大投向为市政和产业园区、棚户区改造、医疗卫生、农林水利和轨道交通，累计规模占比分别为 27.4%、13.4%、7.2%、5.8%和 4.7%。

三是专项债用作项目资本金规模呈上升趋势，占比提高，2024 年达到 9.8%，距离 30%的政策上限仍有较大提升空间。

四是专项债务在地方债务余额中的占比逐年攀升，截至 2024 年底为 64.9%。

五是专项债务余额上升叠加土地出让收入下滑，专项债务付息压力较大。从分省份专项债务付息支出占政府性基金预算支出比重来看，2023 年全国有 10 个省份专项债务付息支出占比高于 10%，分别为青海、天津、黑龙江、甘肃、宁夏、辽宁、云南、广西、内蒙古和新疆。

三、专项债存在的不足

一是专项债定位不清，与初衷和实质存在偏离。专项债始终没有解决一个根本问题：存在的必要性及规模扩张的边界。具体而言是完全没有收益的项目由一般债在支持实施，由财政资金偿还；有较高收益的项目由市场机构在实施，由市场化项目收益来偿还。同时，专项债实施具有一定的政策导向性，对投资方向做了限定，实际上也就限定了项目收益区间，政策性与收益性很难达成平衡。因此专项债工具从诞生之日起就存在这个悖论，如何界定有一定收益，既不能完全没有收益，也不能收益过高与市场抢空间，这个狭窄的空间很难权衡。

二是专项债的区域额度分配虽然有公式可依，但随着专项债成为地方化债的重要工具，专项债的额度分配更多与隐性债务的区域分布格局保持一致，未能充分体现正向激励的原则，也不利于专项债券资金使用效率的提高。

三是专项债投向范围扩大短期有利于尽快让资金形成实物工作量、推动经济回升，但从长期看不能无限制扩张，需要考虑资金偿还来源问题，避免对一般公共预算的挤压；专项债用作项目资本金有利于解决资本金不足的问题，但从长期看债务资金用作资本金需要考虑合理性。



四是专项债发行定价市场化程度较低，其信用利差与地方债务水平、项目风险等相关性不大。其一，在省级层面，31个省份专项债券评级均为AAA，债券发行利率更多受到宏观利率走势与市场流动性的影响，与地方经济财政状况、产业结构、地方债务规模、负债率、债务率等因素相关性不大。其二，在省以下层面，当前专项债由省级发行转贷市县使用，即“省级发行，市县使用”，各地可在省内集合发行不同市、县相同类型专项债券，省级、市级和区县的项目风险存在较大差别，却共享统一利率水平，存在债务主体责任不清、信用评级错位的现象，实际暗含了省级政府隐性兜底的预期。

五是项目申报重数量、轻质量。其一，前期准备工作不充分。部分地方仓促申报专项债券额度，前期工作不够充分，导致项目推进缓慢，债券发行后“钱等项目”，降低了债券资金的使用效率。其二，虚增收入“包装”项目。专项债项目收入、成本预测缺乏可行性论证和尽职调查，部分数据甚至是中介机构“人造”的，为未来专项债本息偿还留下隐患。其三，虚构项目。部分地方将已完工或不符合规定的项目纳入项目清单。

六是债券资金重发行、轻管理。其一，债券资金闲置或被挪用。专项债券资金被用于“三保”、偿还债务、平衡一般公共预算、购置产业园区用地、购买理财产品、投资入股等。其二，债券资金与企业自有资金混用。部分项目单位未能按照规范设立专用账户，以确保专项债券资金的“专款专用”，反而将此类资金与企业自有资金混同使用，违背了资金使用的原则性要求。

七是项目建设重投资、轻运营。一方面，项目建成后运营不佳或闲置，造成资产资源的浪费。另一方面，项目收益不及预期，无法依靠项目收益还本付息。

四、关于进一步完善专项债券制度、用好专项债券的建议

一是明晰专项债的定位，回归本源，让专项债真正“专项化”，避免专项债一般化，防范专项债对一般公共预算的挤压，这需要提高一般债比重、压降专项债比重。专项债虽然不计入赤字，但是随着项目收益的降低正成为事实上的一般债。未来需实事求是地通过一般债让风险显性化，将专项债部分额度转化为一般债额度纳入赤字。无收益的项目通过国债和一般债实施，真正有收益、可覆盖本息的项目才能发行专项债，这在专项债使用范围不断拓宽的背景下尤其需要引起高度重视。

二是额度分配坚持“项目为王”的理念，向人口持续流入、产业基础好、项目质量高的区域倾斜，对于广大中西部人口持续流出的区域更多通过一般债搞建设。

三是明确主体责任，强化信息披露与建立市场化信用评级体制，探索将专项债券的发行主体由省级政府下放至有条件的市县政府。

四是明确专项债项目挖掘方向，投向民生领域补短板，基建领域实现四个挂钩。

五是强化项目前期论证与储备，从“额度找项目”改变为“储备项目决定额度”的机制。建立项目储备机制，对潜在项目进行筛选和排序，优先支持成熟度高、经济社会效益显著的项目，从而确保资金能够精准投放。



六是完善专项债券的监督管理机制，提高专项债券资金使用效率。

七是建立债务预算与资本预算。

风险提示：隐性债务置换效果不及预期、稳增长政策不及预期



目 录

一、专项债发展历程回顾.....	6
（一）诞生与探索阶段（2015—2018年）：初步建立债务管理框架，试点中国版“市政项目收益债”.....	6
（二）创新与扩大阶段（2019—2021年）：新增专项债额度攀升，成为稳投资稳经济的重要抓手.....	7
（三）转型与规范阶段（2022—2024年）：专项债项目实行穿透式监管，提高专项债券资金使用效益.....	8
（四）优化与完善阶段（2024年底以来）：进一步优化完善专项债管理机制，更好地发挥专项债的积极作用.....	8
二、近年来专项债发行使用的总体特征.....	11
三、专项债发挥的积极作用：扩投资、补短板、防风险.....	14
四、专项债存在的不足.....	16
五、关于进一步完善专项债券制度、用好专项债券的建议.....	21

图表目录

图表 1： 2018 新增专项债主要投向.....	7
图表 2： 专项债相关的主要政策梳理.....	9
图表 3： 2015 年以来，专项债债券发行情况.....	11
图表 4： 2019—2024 年新增专项债投向.....	12
图表 5： 2019-2024 年专项债用作项目资本金的情况.....	12
图表 6： 2015 年以来，专项债务余额占比增长较快.....	13
图表 7： 2023 年分省份专项债务付息压力.....	14
图表 8： 2021 年以来，广义基建投资增速对城投公司有息债务扩张的依赖性有所减弱.....	15
图表 9： 2019-2024 年专项债撬动项目投资情况.....	15
图表 10： 2019-2024 年专项债发挥出的杠杆倍数.....	16
图表 11： 2020-2023 年专项债务对应项目专项收入情况.....	17
图表 12： 分省份 2024 年专项债加权平均发行利率.....	18
图表 13： 部分地区审计专项债发行使用存在的问题.....	19



一、专项债发展历程回顾

自 2015 年专项债诞生以来，专项债的发展大致经历了四个阶段：诞生与探索阶段，2015—2018 年初步建立起专项债管理框架，并试点中国版“市政项目收益债”，此阶段专项债发行以置换债为主；创新与扩大阶段，2019—2021 年专项债成为稳投资稳经济的重要抓手，新增额度快速攀升；转型与规范阶段，2022—2024 年强化合规管理，对专项债项目实行全穿透式监管，致力于提高专项债券资金使用效益；优化与完善阶段，2024 年底以来进一步优化完善专项债管理机制，更好地发挥专项债的积极作用。专项债发展历程展现了其管理政策的逐步完善以及专项债在促投资中角色的变化与演进。

（一）诞生与探索阶段（2015—2018 年）：初步建立债务管理框架，试点中国版“市政项目收益债”

2014 年新《预算法》从法律层面赋予了地方政府举债的权力，国发〔2014〕43 号文对地方政府融资开前门、堵后门，专项债走上历史舞台。20 世纪 90 年代以来，地方政府以城投公司等主体作为投融资抓手，在促进我国经济社会发展、加快基础设施建设和改善民生等方面发挥了积极作用；但也伴随着政府性债务规模的快速扩张，尤其 2008 年四万亿政策出台后，融资平台债务快速增长。随着地方债务风险不断积累，中央清晰认识到其中蕴含的巨大隐患，监管层面陆续发文对地方政府融资“开前门、堵后门”，并将存量债务纳入预算管理。2014 年 8 月，全国人民代表大会常务委员会修改《中华人民共和国预算法》，“经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措”，赋予地方政府依法适度举债的权限。2014 年 10 月国务院发布的《关于加强地方政府性债务管理的意见》明确，开前门、堵后门，坚决制止地方政府违法违规举债，对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换。

此阶段地方政府债务管理框架初步建立，包含债务还本付息、债务风险应急预案、新增额度分配等。其一，明确专项债务还本付息方案。2016 年 11 月财政部印发《地方政府专项债务预算管理办法》，明确专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还；专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还。其二，建立债务风险应急预案。2016 年 10 月，国务院办公厅印发《地方政府性债务风险应急处置预案》，其中提到市县年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10% 的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10% 的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。其三，明确新增债务限额分配方法。2017 年 3 月，财政部印发《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》，明确新增限额分配应当体现正向激励原则，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排。具体分配用公式表示为，某地区新增限额=[该地区财力×系数 1+该地区重大项目支出×系数 2]×该地区债务风险系数×波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整。

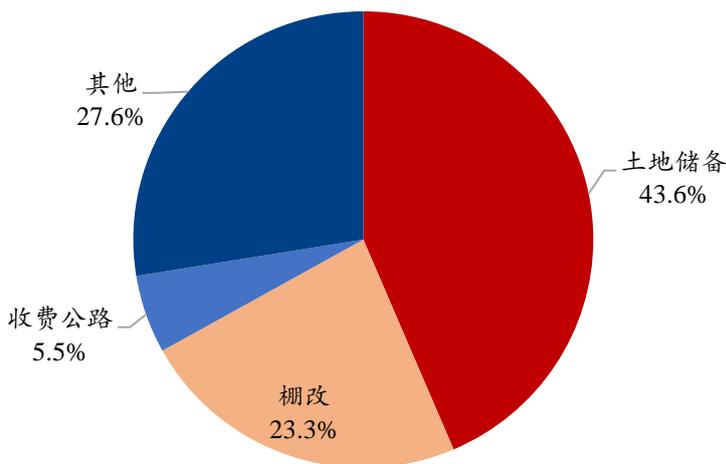
此阶段发行的专项债以置换专项债为主，用于项目建设的新增专项债发行规模较小。2015-2018 年分别发行置换专项债 8785、21082、12025 和 4574 亿元，合计发行规模为 46466 亿元；因新增专项债额度较小，分别为 1000、4000、8000 和 13500 亿元，新增专项债发行规模较小；伴随专项债陆续到期，2018 年开始发行再融资专项债券，当年发行规模为 1358 亿元。

同时 2017 年下半年，专项债开始试点中国版“市政项目收益债”，先后推出土地储备、收费公路、棚改三大标准化地方政府专项债。2017 年 7 月，财政部印发《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》，鼓励地方政府积极探索



在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，打造中国版的地方政府“市政项目收益债”。2017年6月和7月财政部先后联合原国土资源部和交通运输部印发《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》和《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》的通知，当年土地储备和收费公路专项债分别发行2407和440亿元，占当年新增专项债发行规模的比重分别为30.3%和5.5%。2018年4月，财政部联合住房城乡建设部印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》，推出棚改专项债债券。2018年土地储备、棚改、收费公路专项债分别发行5893、3102和750亿元，占当年新增专项债发行量的43.6%、23.3%和5.5%，三者合计占比达到72.4%。

图表1：2018 新增专项债主要投向



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（二）创新与扩大阶段（2019—2021年）：新增专项债额度攀升，成为稳投资稳经济的重要抓手

2018年以来，我国经济面临复杂多变的内外部环境，中美贸易摩擦不断升级冲击出口，基建投资增速呈现放缓趋势，亟需加大逆周期调节力度，以有效应对经济下行压力。专项债作为财政政策的重要抓手，新增额度快速扩大，从2018年的1.35万亿元到2019年的2.15万亿元，再到2020年的3.75万亿元。这一时期的专项债政策重心在于更好地发挥专项债稳投资稳经济的重要作用，包括加快专项债发行使用、扩大专项债投资范围、允许将专项债作为重大项目资本金等方面。

一是加快专项债发行使用进度。2018年12月，为了加快地方政府债券发行使用进度，保障重点领域重大项目资金需求，全国人大常委会授权国务院在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。授权期限为2019年1月1日至2022年12月31日，2023年10月授权期限延长至2027年12月31日。地方政府需根据提前下达的部分新增专项债务限额和后续下达的专项债券额度，抓紧启动新增债券发行，尽早形成实物工作量。

二是扩大专项债使用范围。2019年6月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确专项债重点支持京津冀协同发展、长江经济带发展等重大战略，保障性安居工程等领域以及其他符合条件的重大项目建设。2019年9月，国务院常务会议首次提出了专项债重点用于交通基础设施、



能源、农林水利、生态环保、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施 7 大领域，同时明确专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。2021 年 9 月，财政部办公厅、国家发改委办公厅联合发布《关于申报 2022 年新增专项债券项目资金需求的通知》，明确 2022 年新增专项债券资金投向领域增加国家重大战略项目、保障性安居工程至 9 大领域。随后在 2022 年 5 月，国务院印发关于《扎实稳住经济一揽子政策措施》的通知，强调在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等 9 大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围，国家发改委将“新能源”并入原有能源领域，增加“新型基础设施”领域，其他领域分项也进行了调整和完善。至此，专项债券投向领域拓展至“十大领域”。

三是允许将专项债券用作符合条件的重大项目资本金。2019 年 6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，明确允许将部分专项债券用作符合条件的重大项目资本金。2019 年 9 月，国务院常务会议指出，以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右。2020 年这一比例提高至 25%。

（三）转型与规范阶段（2022—2024 年）：专项债项目实行穿透式监管，提高专项债券资金使用效益

随着新增专项债券发行规模不断攀升，大量资金涌入基础设施、社会事业、生态环保等重点领域，专项债券在稳投资、补短板、扩内需方面发挥出举足轻重的作用。然而，专项债发行使用过程中也逐渐暴露出一些亟待解决的问题，如前期项目储备不足、资金闲置或挪用、投向不合规等问题，不仅降低了专项债券资金使用效率，也加大了地方债务风险。因此，2022 年以来，专项债政策进入强化合规管理阶段，着力提升专项债券资金使用效益。

对专项债项目实行穿透式监管，提高专项债券资金使用效率。2021 年 6 月，财政部印发《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，明确专项债项目资金绩效实行全生命周期管理，坚持“举债必问效、无效必问责”，注重融资收益平衡与偿债风险；财政部门利用信息化手段探索对专项债券项目实行穿透式监管，根据工作需要组织对专项债券项目建设运营等情况开展现场检查，及时纠偏纠错。这一政策旨在通过严谨规范的绩效管理，确保每一笔资金都精准流向最具效益的项目环节，避免盲目投资与资源错配，促进财政资金更好支持实体经济发展，是提高专项债券资金使用效益的有力制度保障。

（四）优化与完善阶段（2024 年底以来）：进一步优化完善专项债管理机制，更好地发挥专项债的积极作用

为了更好地发挥出专项债强基础、补短板、惠民生、扩投资等积极作用，2024 年 12 月，国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（以下简称《意见》），提出 7 方面 17 项措施，对原有专项债管理机制进行优化和完善。具体来看，

一是进一步扩大专项债投资范围，实行专项债券投向领域“负面清单”管理。《意见》正式确定实施专项债券投向领域“负面清单”管理，重启土地储备专项债。将完全无收益的项目纳入专项债券投向领域“负面清单”，未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。此前专项债既有禁止投向领域的“负面清单”，但同时有支持投向领域的“正面清单”，且更多以“正面清单”为主。未来“负面清单”之外的领域，专项债券都可以投，实际是拓宽了专项债投向领域，这有利于地方政府找到合适的专项债项目，让债务资金尽快形成实物工作量，以稳投资稳经济。



二是进一步扩大专项债用作项目资本金的范围，提高专项债用作项目资本金的比例。《意见》明确，在专项债券用作项目资本金范围方面实行“正面清单”管理，并将行业支持范围拓展至 22 个，包含新兴产业基础设施、算力设备及辅助设备基础设施等；提高专项债券用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的 25%提高至 30%。

三是开展专项债券项目“自审自发”试点，缩短项目申报与审核周期。专项债券项目开展“自审自发”试点，包括北京、上海、江苏、浙江、安徽、福建、山东、湖南、广东、四川 10 个省份以及河北雄安新区，下放项目审核权限，由省级政府审核批准本地区项目清单。这一举措将缩短项目的申报和审核时间，同时利用省级政府的信息优势将债券资金投向更能带动本地经济发展的项目中，提高专项债券资金发行使用效率。同时，需要建立起配套的监管机制，确保专项债券资金得到有效利用，未被用于“负面清单”领域、不能达到融资收益自求平衡项目或闲置挪用。

图表2：专项债相关的主要政策梳理

序号	发布时间	文件名称	主要内容
1	2014/8/31	《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国预算法〉的决定》	经国务院批准的省、自治区、直辖市的预算中必需的建设投资的部分资金，可以在国务院确定的限额内，通过发行地方政府债券举借债务的方式筹措。
2	2014/10/2	《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号）	有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还。
3	2016/10/27	《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》（国办函〔2016〕88号）	市县年度一般债务付息支出超过当年一般公共预算支出 10%的，或者专项债务付息支出超过当年政府性基金预算支出 10%的，债务管理领导小组或债务应急领导小组必须启动财政重整计划。
4	2016/11/9	《关于印发〈地方政府专项债务预算管理办法〉的通知》（财预〔2016〕155号）	专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还。专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还。
5	2017/3/23	《关于印发〈新增地方政府债务限额分配管理暂行办法〉的通知》（财预〔2017〕35号）	增限额分配用公式表示为：某地区新增限额=[该地区财力×系数 1+该地区重大项目支出×系数 2]×该地区债务风险系数×波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整。
6	2017/5/16	《关于印发〈地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）〉的通知》（财预〔2017〕62号）	地方政府土地储备专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指地方政府为土地储备发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入（以下统称土地出让收入）偿还的地方政府专项债券。
7	2017/7/21	《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）	鼓励有条件的地方立足本地区实际，围绕省（自治区、直辖市）党委、政府确定的重大战略，积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，以对应的政府性基金或专项收入偿还，项目成熟一个、推进一个。
8	2017/6/26	《关于印发〈地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）〉的通知》（财预〔2017〕97号）	地方政府收费公路专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指地方政府为发展政府收费公路举借，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。
9	2018/4/2	《关于印发试点发行〈地方政府棚户区改造专项债券管理办法〉的通知》（财预〔2018〕28号）	地方政府棚户区改造专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指遵循自愿原则、纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。
10	2018/12/30	全国人民代表大会常务委员会关于授权国务院提前下达部分新增	授权国务院在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。



序号	发布时间	文件名称	主要内容
		地方政府债务限额的决定	授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。
11	2019/6/10	《中共中央办公厅 国务院办公厅印发〈关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知〉》	精准聚焦重点领域和重大项目。 鼓励地方政府和金融机构依法合规使用专项债券和其他市场化融资方式，重点支持京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角区域一体化发展、推进海南全面深化改革开放等重大战略和乡村振兴战略，以及推进棚户区改造等保障性安居工程、易地扶贫搬迁后续扶持、自然灾害防治体系建设、铁路、收费公路、机场、水利工程、生态环保、医疗健康、水电气热等公用事业、城镇基础设施、农业农村基础设施等领域以及其他纳入“十三五”规划符合条件的重大项目建设 允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。 加快专项债券发行使用进度。
12	2019/9/4	国务院常务会议 部署精准施策加大力度做好“六稳”工作等	一是根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。 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。 二是将专项债可用作项目资本金范围明确为符合上述重点投向的重大基础设施领域。 以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右。
13	2020/7/27	《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94 号）	优化新增专项债券资金投向。用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域。积极支持“两新一重”、公共卫生设施建设中符合条件的项目，可根据需要及时用于加强防灾减灾建设。
14	2021/6/10	《关于印发〈地方政府专项债券项目资金绩效管理办法〉的通知》（财预〔2021〕61 号）	专项债券项目资金绩效实行全生命周期管理。坚持“举债必问效、无效必问责”，遵循项目支出绩效管理的基本要求，注重融资收益平衡与偿债风险。
15	2021/9/30	《关于申报 2022 年新增专项债券项目资金需求的通知》（财办预〔2021〕209 号）	2022 年专项债券资金继续重点用于交通基础设施、能源、农林水利、生态环保、社会事业、城乡冷链等物流基础设施（含粮食仓储物流设施）、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等领域。在符合政策规定和防控风险的基础上，鼓励和支持将 2022 年新增专项债券资金用于符合条件项目的资本金。政策范围仍为国务院确定的铁路、收费公路、干线机场、内河航电枢纽和港口、城市停车场、天然气管网和储气设施、城乡电网、水利、城镇污水垃圾处理、供水 10 个领域。
16	2021/9/8	《关于印发〈地方政府专项债券用途调整操作指引〉的通知》（财预〔2021〕110 号）	专项债券资金使用，坚持以不调整为常态、调整为例外。专项债券一经发行，应当严格按照发行信息公开文件约定的项目用途使用债券资金， 各地确因特殊情况需要调整的，应当严格履行规定程序，严禁擅自随意调整专项债券用途，严禁先挪用、后调整等行为。
17	2022/5/24	《国务院关于印发〈扎实稳住经济一揽子政策措施〉的通知》	在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等 9 大领域基础上， 适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。
18	2023/10/24	第十四届全国人民代表大会常务委关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定	授权国务院在授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的 60% 以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。 授权期限为决定公布之日至 2027 年 12 月 31 日。
19	2024/12/25	《国务院办公厅关于优化完善地	实行专项债券投向领域“负面清单”管理。 将完全无收益的项目，楼堂馆所，形



序号	发布时间	文件名称	主要内容
		方政府专项债券管理机制的意见》(国办发(2024)52号)	象工程和政绩工程,除保障性住房、土地储备以外的房地产开发,主题公园、仿古城(镇、村、街)等商业设施和一般竞争性产业项目纳入专项债券投向领域“负面清单”,未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金。 扩大专项债券用作项目资本金范围。 提高专项债券用作项目资本金的比例,以省份为单位,可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的25%提高至30%。 开展专项债券项目“自审自发”试点。

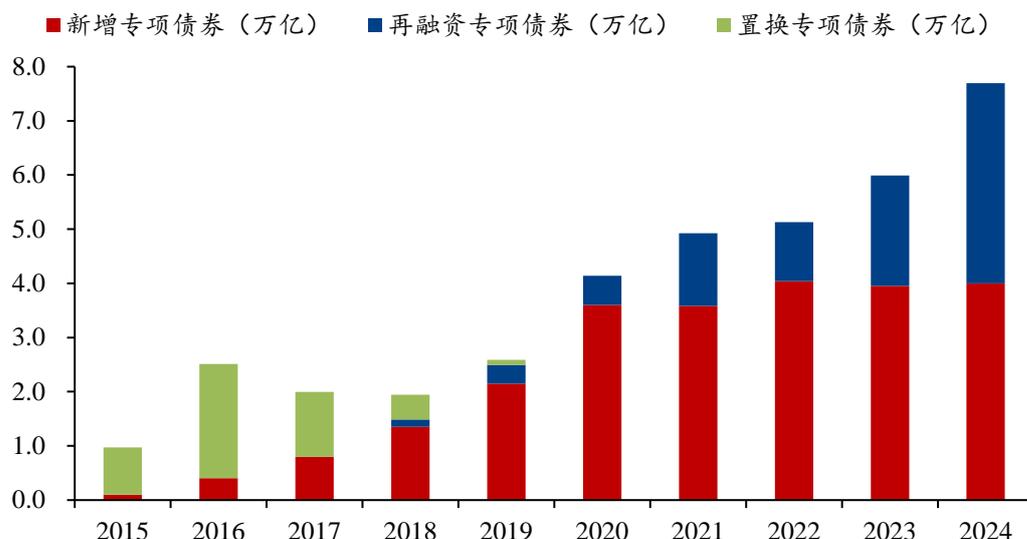
资料来源:中国政府网、财政部官网等,粤开证券研究院整理

二、近年来专项债发行使用的总体特征

一是专项债的发行使用情况趋于复杂多元,专项债用于新增项目建设、置换隐性债务和偿还到期债务等多种用途,置换隐性债务的来源既有再融资专项债,又有新增专项债。从结构上看,可分为当年新增专项债券和再融资专项债券,区别在于额度来源,前者来源于年初全国人民代表大会通过的新增债务限额,主要用于当年新增项目建设,后者属于借新还旧,不超过债务限额即可。“6+4+2”的化债方案出台后,当年新增额度和再融资之间界限相对模糊。“6”属于再融资用于置换隐性债务,6万亿分三年安排,2024—2026年每年2万亿元,以特殊再融资专项债券的形式发行;“4”属于每年新增融资但也用于置换隐性债务,4万亿元为2024—2028年连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元,以特殊新增专项债券的形式发行。从资金用途来看,包括三大部分:项目建设、置换隐性债务和偿还到期专项债券。

以2024年为例,地方政府专项债券累计发行7.7万亿元。其中,新增专项债券发行4.0万亿元,再融资专项债券发行3.7万亿元。再融资债券占比为48.1%,较2023年上升14.1个百分点,创2015年专项债券发行以来的新高。从具体用途来看,2024年用于项目建设的专项债占比为40.5%,用于偿还到期专项债券的占比为19.2%,用于化债的专项债发行规模达到3.1万亿元,占比为40.4%。

图表3: 2015年以来,专项债债券发行情况

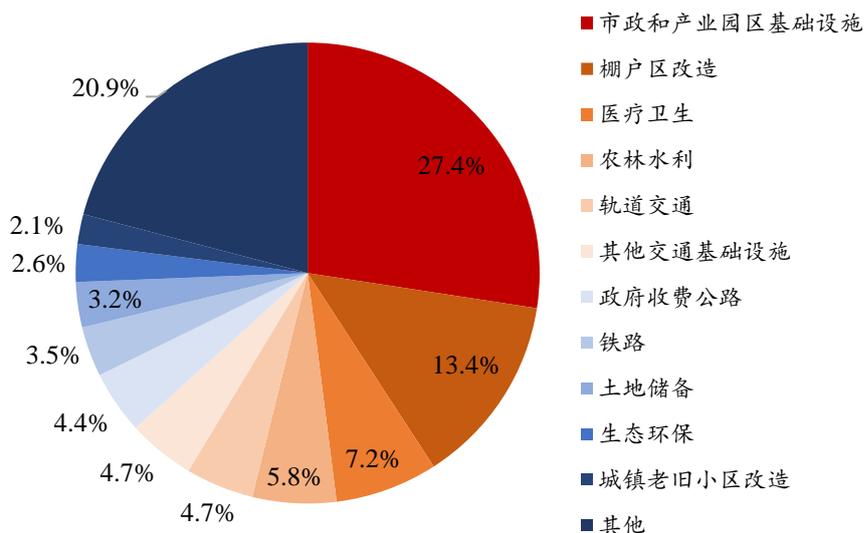


资料来源:财政部官网、中国地方政府债券信息公开平台(CELMA)、粤开证券研究院



二是新增专项债券投向范围不断扩大，土地储备专项债重启。自 2019 年以来，专项债券的投资范围不断扩大，不仅包含铁路、收费公路、机场、城市轨道交通等传统交通基础设施，还投向能源、农林水利、生态环保、社会事业、市政和产业园区基础设施等民生与新基建领域，助力经济高质量发展。具体来看，2019—2024 年，新增专项债券的前 5 大投向为市政和产业园区、棚户区改造、医疗卫生、农林水利和轨道交通，规模占比分别为 27.4%、13.4%、7.2%、5.8%和 4.7%。2025 年土地储备专项债将重启，用于收回存量闲置土地，减少市场存量土地供应，促进房地产市场止跌回稳。

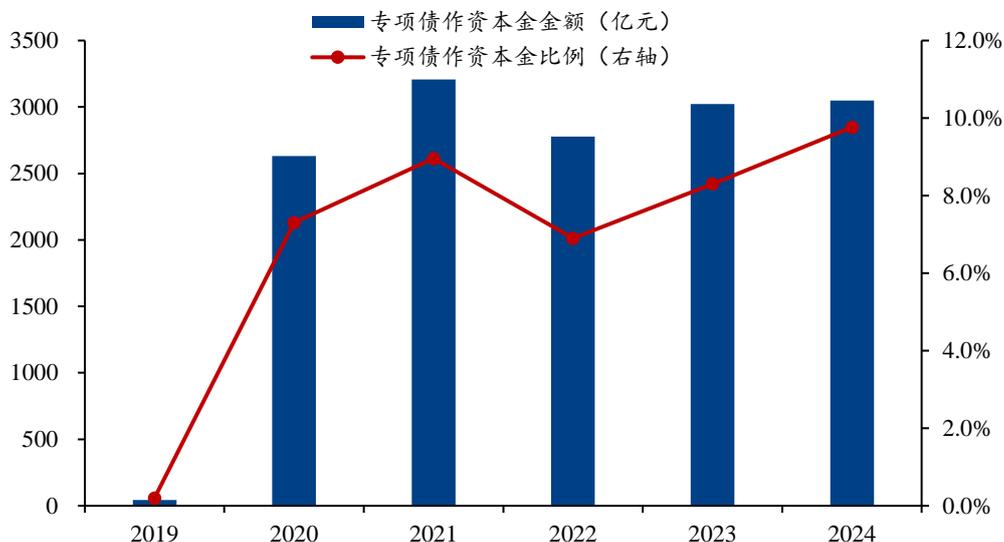
图表4：2019—2024 年新增专项债投向



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院；

三是专项债用作项目资本金规模和占比呈上升趋势，但仍有较大提升空间。自 2019 年 6 月专项债被允许用作符合条件的重大项目资本金以来，新增专项债用作项目资本金的规模和占比呈上升趋势。2020-2024 年专项债用作项目资本金的规模分别为 2631.1、3207.9、2777.0、3022.1 和 3047.8 亿元，占当年用于项目建设的专项债的比例分别为 7.3%、9.0%、6.9%、8.3%和 9.8%，距离 30%的政策上限仍有一定的提升空间。

图表5：2019-2024 年专项债用作项目资本金的情况

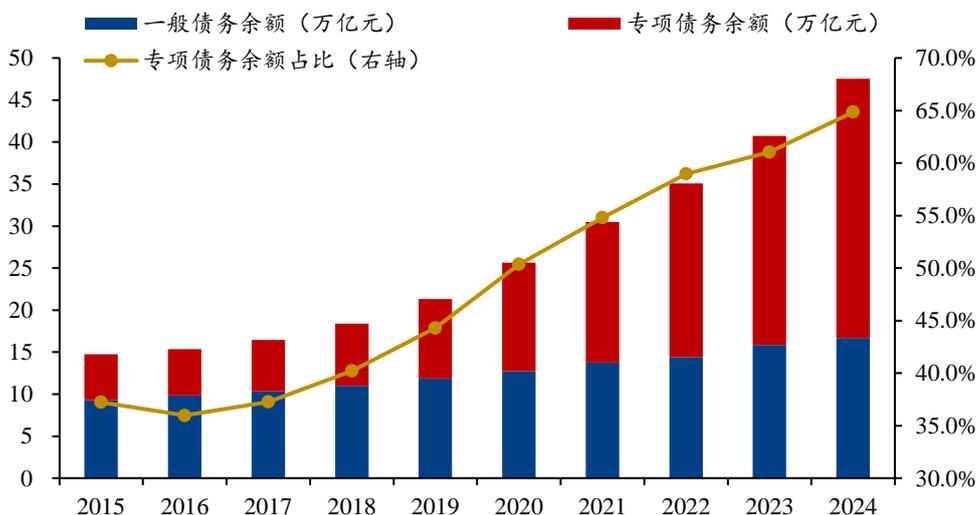




资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

四是专项债务在地方债务余额中的占比逐年攀升。在新增专项债限额的带动下，专项债务余额亦呈现出逐年攀升的趋势，在地方政府债务余额中的占比逐年提高。截至 2024 年底，地方政府债务余额 47.5 万亿元，其中，一般债务余额 16.7 万亿元，专项债务余额 30.8 万亿元，专项债务余额在地方政府债务中的占比达到 64.9%。

图表6：2015 年以来，专项债务余额占比增长较快

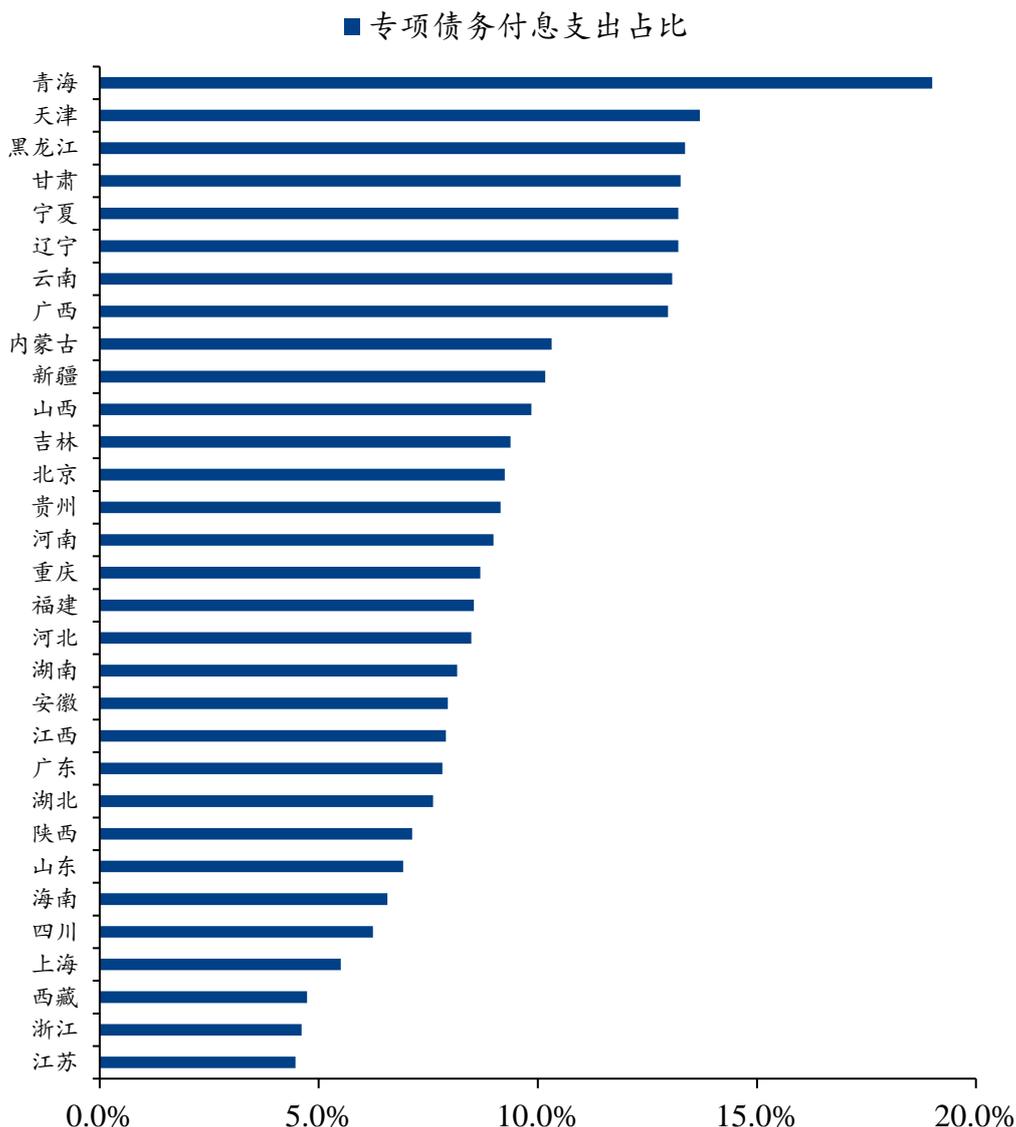


资料来源：财政部官网、粤开证券研究院

五是专项债务余额上升叠加土地出让收入下滑，专项债务付息压力较大。从分省份专项债务付息支出占政府性基金预算支出比重来看，因 2024 年部分省份相关数据尚未披露，采用 2023 年数据，2023 年全国有 10 个省份专项债务付息支出占比高于 10%，分别为青海（19.0%）、天津（13.7%）、黑龙江（13.4%）、甘肃（13.3%）、宁夏（13.2%）、辽宁（13.2%）、云南（13.1%）、广西（13.0%）、内蒙古（10.3%）和新疆（10.2%）。总体来看，专项债务付息压力较大，这主要是源于分子端专项债务余额逐步上升带动还本付息规模扩大，分母端受房地产和土地市场持续调整的影响，国有土地使用权出让收入下降幅度较大，带动政府性基金预算收入同比下降，分子上升的同时分母反而收缩，专项债务偿债风险进一步攀升。



图表7：2023年分省份专项债务付息压力



资料来源：企业预警通、中国地方政府债券信息公开平台（CELMA）、粤开证券研究院

注：新疆数据不含建设兵团；

三、专项债发挥的积极作用：扩投资、补短板、防风险

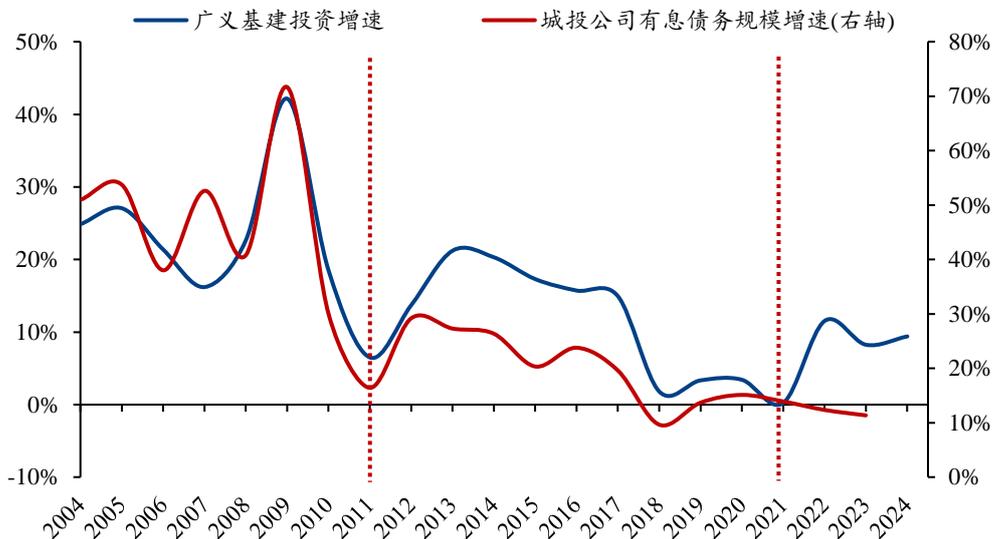
专项债券自发行使用以来，是财政政策逆周期调节的重要抓手，在推动经济社会发展中发挥着至关重要的作用。具体来看：

一是扩大有效投资对冲经济下行压力，有效发挥逆周期调节作用。专项债作为一种重要的财政政策工具，通过发行债券筹集资金，用于基础设施建设和社会事业发展等领域，成为逆周期调节的重要手段，促投资、稳增长，为长期经济发展奠定了坚实基础。从基建投资来看，过去城投公司作为地方政府投融资的主要抓手，通过银行贷款、城投债、非标等债务融资手段为地方政府投资提供资金。因此从数据上看，过去基建投资周期与城投公司债务扩张周期表现出高度的同步性，但近年来这一关系有所弱化。这是由



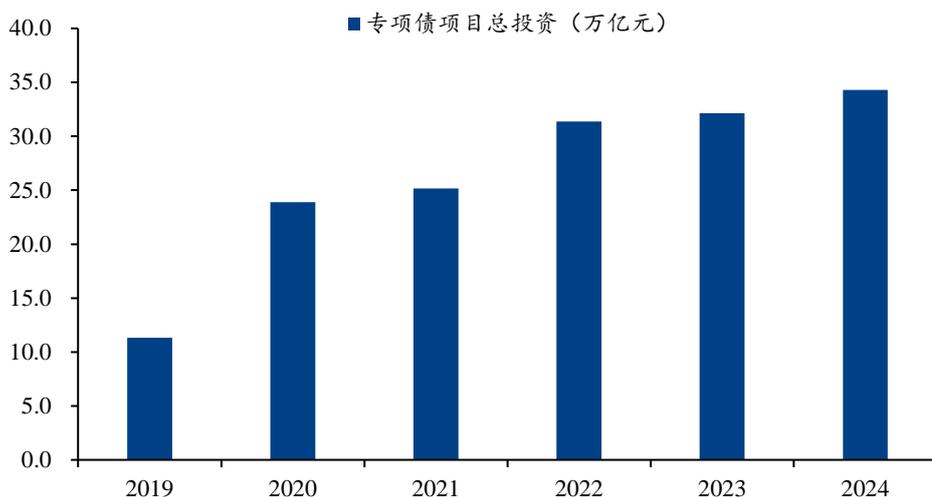
于自 2019 年以来，专项债新增额度不断扩大，吸引带动社会资本投向专项债项目，逐渐发挥出扩大有效投资的积极作用，对冲了城投债务扩张放缓对基建投资形成的压制。2019-2024 年，新增专项债额度分别为 2.15、3.75、3.65、3.65、3.8、3.9 万亿元；新增专项债带动的项目投资规模逐年攀升，2019-2024 年专项债累计投资项目 12.9 万个、项目总投资额 158.2 万亿元。

图表8：2021 年以来，广义基建投资增速对城投公司有息债务扩张的依赖性有所减弱



资料来源：企业预警通、Wind、粤开证券研究院

图表9：2019-2024 年专项债撬动项目投资情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

二是支持重点领域和重大项目建设，促进经济结构优化与产业升级。专项债资金使用聚焦于经济社会发展的重点领域和重大项目，进而有力地促进了经济结构的优化和升级。从投向上看，专项债资金可投向能源，城乡冷链等物流基础设施，信息基础设施、融合基础设施和创新基础设施等新型基础设施，京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等国家重大战略项目。专项债不仅能够加快相关领域项目的落地实施，



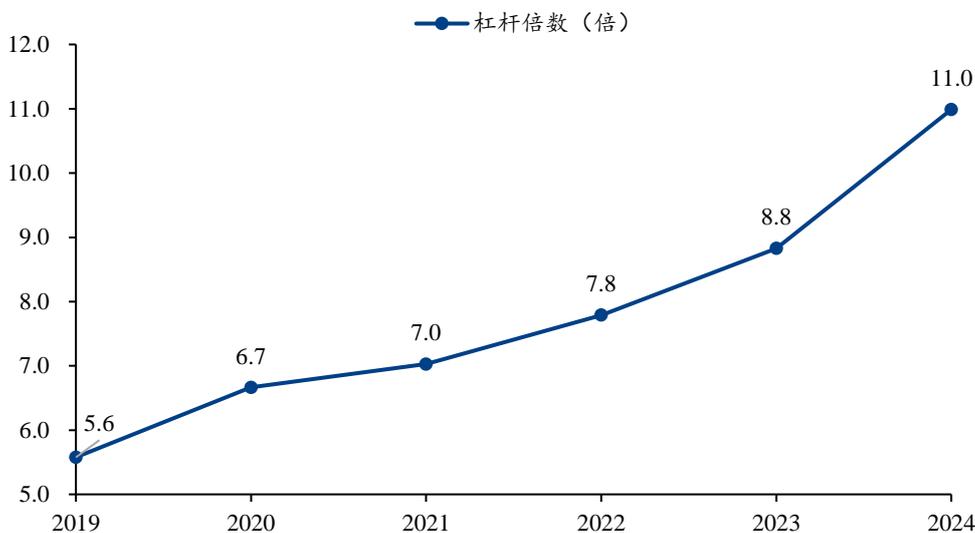
还带动了相关产业链的延伸与完善，促进经济结构优化与升级，有助于经济高质量发展。

三是支持民生领域补短板，增强社会公共服务能力。民生领域作为地方政府补短板、惠民生的重要领域，也是专项债的一大投资方向。具体来看，专项债可以投向农林水利、保障性安居工程（含城镇老旧小区改造、保障性租赁住房、棚户区改造、公共租赁住房）、生态环保等民生工程的建设，以及卫生健康、教育（学前教育和职业教育）、养老托育、文化旅游等社会事业。以上领域的投资有利于改善人民群众的生活条件，为地方经济社会发展补齐短板，有利于解决消费者的后顾之忧，提高边际消费倾向，进而促进消费。

四是撬动社会资本投资，形成多元化投资的格局。专项债作为政府投资的重要形式，通过吸引更多的社会资本参与，发挥出政府债券“四两拨千斤”的作用。专项债除了作为债务性投资外，还可以作为重大项目资本金，更好地发挥专项债的撬动作用。以（项目总投资额/专项债资金投入）衡量，专项债的撬动作用逐渐增强，杠杆倍数逐年扩大，从2019年的5.6倍稳步上升至2024年11.0倍。

五是助力地方融资“开前门、堵后门”，切实防范化解地方债务风险。一方面，从过去隐蔽、无序的隐性融资转化为公开、透明的地方政府债券，地方债务透明化的过程也是风险降低的过程。另一方面，专项债已经初步建立起“借、用、管、还”全生命周期监管，利用专项债实施项目的总体风险更可控。在项目开始时，由于专项债项目经过严格的筛选、审核，可以避免出现盲目跟风、重复建设等问题；在项目建设中，专项债在建项目的后续融资有保障，减少出现“半拉子”工程的现象；在项目建设后，专项债项目可以产生一定的收益，用于覆盖专项债的本息。

图表10：2019-2024年专项债发挥出的杠杆倍数



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

四、专项债存在的不足

专项债作为财政政策的重要工具，在扩投资、补短板、防风险等方面发挥了积极作用。然而，专项债在实际运行中也暴露出一些问题，如定位不清、发行定价市场化程度较低、项目前期准备不充分等，降低了专项债券资金的使用效用。具体来看：

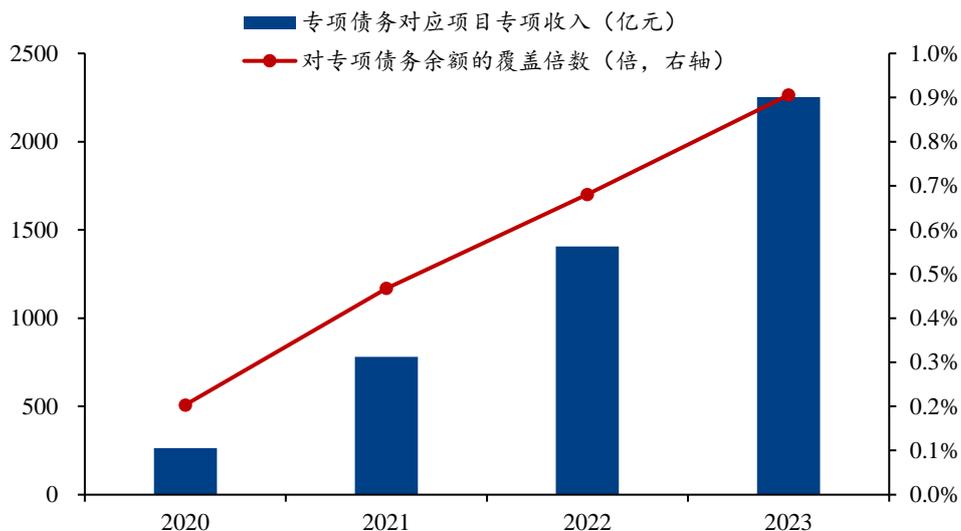
一是专项债定位不清，与初衷和实质存在偏离。伴随专项债项目收益持续递减，专



项债已名不副实，专项债一般化的倾向越发明显，专项债成为地方政府弥补收支不足的重要来源，偏离了专项债的初衷即专门项目收益偿债，加大了偿债风险。专项债的设立初衷及其与一般债的核心区别在于，专项债券投向具有一定收益的项目，项目本身需要达到融资与收益自求平衡，因而不计入赤字。然而现实情况是，专项债项目对应的收入不足以支撑专项债项目还本付息。从全国层面来看，2020-2023年，专项债对应项目专项收入分别为262.7、780.7、1406.3和2252.7亿元，对同期专项债务余额的覆盖倍数为0.2%、0.5%、0.7%和0.9%，均不到1%，远低于专项债券的发行利率。因此，专项债付息一直依赖政府性基金收入。然而随着房地产市场持续调整，国有土地使用权收入持续下降，部分地区甚至出现专项债务风险向一般公共预算蔓延的现象。2024年地方政府性基金预算本级收入同比下降12.2%，其中，国有土地出让收入同比下降16%。从规模上看，国有土地使用权出让收入近4.9万亿元，仅为2021年高点的55.9%，较其减少3.8万亿元。

专项债始终没有解决一个根本问题：存在的必要性及规模扩张的边界，具体而言是完全没有收益的项目由一般债在支持实施，由财政资金偿还；有较高收益的项目由市场机构在实施，由市场化项目收益来偿还。同时，专项债实施具有一定的政策导向性，对投资方向做了限定，实际上也就限定了项目收益区间，政策性与收益性很难达成平衡。因此专项债工具从诞生之日起就存在这个悖论，如何界定有一定收益，既不能完全没有收益，也不能收益过高与市场抢空间，这个狭窄的空间很难权衡。

图表11：2020-2023年专项债务对应项目专项收入情况



资料来源：历年财政决算、粤开证券研究院

二是专项债的区域额度分配虽然有公式可依，但随着专项债成为地方化债的重要工具，专项债的额度分配更多与隐性债务的区域分布格局保持一致，未能充分体现正向激励的原则，也不利于专项债券资金使用效率的提高。最初专项债新增限额分配机制是，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，反之则少安排。但随着特殊再融资专项债和特殊新增债务用于置换隐性债务，专项债成为地方化债的重要工具，额度分配倾向于向隐性债务规模较大的地方倾斜，在一定程度上不利于资源的有效利用。例如，2024年2万亿化债额度分配中，江苏、湖南、山东、河南、贵州和四川特殊再融资专项债券发行规模居前，均超过1000亿元，北京规模最小，为47亿元。其中，广东和上海因纳入隐性债务清零试点，本轮尚未发行特殊再融资专项债券；而北京此前虽然宣布完成隐性债务清零，但由于统计口径调整，分配到一定的额度，但规模较小。未来专项债额度分配需进一步优化，体现出正向激励原则，综合考虑各地区重大项目支出、债务风险、财力状况、管理水平，专项债额度分配向项目准备充分、投资效

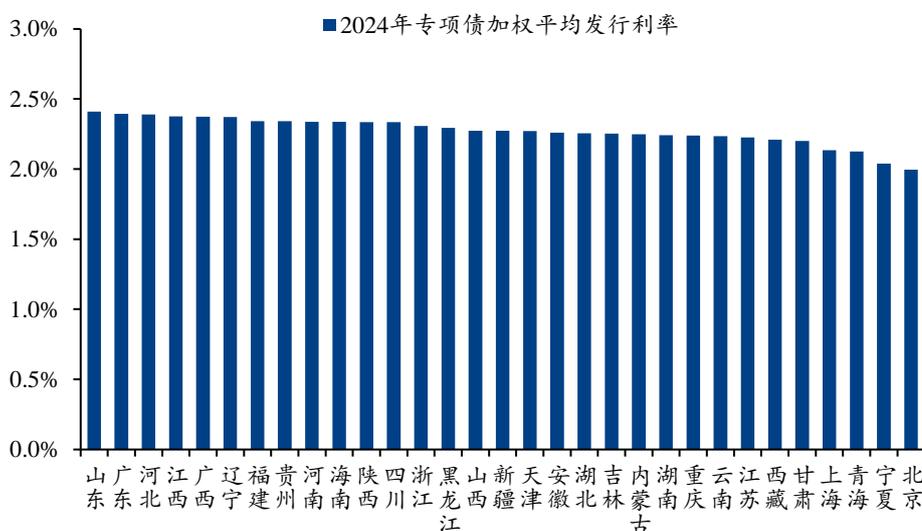


率较高、资金使用效益好的地区倾斜。

三是专项债投向范围扩大短期有利于尽快让资金形成实物工作量、推动经济回升，但从长期看不能无限制扩张，需要考虑资金偿还来源问题，避免对一般公共预算的挤压；专项债用作项目资本金有利于解决资本金不足的问题，但从长期看债务资金用作资本金需要考虑合理性。如果项目收益不足以偿还债务，有可能需要从一般公共预算调入至今解决，造成对一般公共预算的挤压，此时一般公共预算收入并非真正的可支配财力，导致在评估债务风险时可能低估风险。因此，长短结合，未雨绸缪是有必要的。

四是专项债发行定价市场化程度较低，其信用利差与地方债务水平、项目风险等相关性不大。当前地方政府专项债券发行定价存在市场化程度较低的问题，主要体现在两个方面：其一，在省级层面，31个省份专项债券评级均为AAA，债券发行利率更多受到宏观利率走势与市场流动性的影响，与地方经济财政状况、产业结构、地方债务规模、负债率、债务率等因素相关性不大。以2024年发行的专项债为例，各省专项债加权平均发行利率相差较小，其中北京、宁夏、青海和上海四地加权平均发行利率位列全国倒数前四，分别为2.0%、2.0%、2.1%、2.1%，发行利率几乎一致，但四地经济规模、债务风险相差较大。其二，在省以下层面，当前专项债由省级发行转贷市县，省级政府是举债主体，但实际资金使用和偿债主体往往是市和区县，即“省级发行，市县使用”，且各地可在省内集合发行不同市、县相同类型专项债券，省级、市级和区县的项目风险存在较大差别，却共享统一利率水平，存在债务主体责任不清、信用评级错位的现象，实际暗含了省级政府隐性兜底的预期。

图表12：分省份 2024 年专项债加权平均发行利率



五是项目申报过程中重数量、轻质量。由于专项债的偿还期限较长，部分地区在专项债额度申报时忽略未来偿债能力，存在“多报多得”的侥幸心理。为了争取更多的新增专项债限额，各地在申报环节盲目追求项目数量与规模，项目存在“临时拼凑”现象，而忽略了项目质量，导致专项债项目先天不足。其一，前期准备工作不充分。部分地方仓促申报专项债券额度，项目勘察、设计、用地、环评、开工许可、可研报告等前期工作不够充分，项目在实际操作过程中面临各种问题，实操性不足，导致项目推进缓慢，债券发行后“钱等项目”，降低了债券资金的使用效率。例如，吉林、辽宁、海南等省份在审计中发现均存在因招投标、建设工程规划许可手续等前期准备不充分，导致项目推进缓慢的现象。其二，虚增收入“包装”项目。专项债项目前期需要提交《项目收益与融资自求平衡专项评价报告》，对投资、收益、成本、本息覆盖倍数进行测算。实际操作过程中，为了提高专项债项目审核通过的概率，专项债项目收入、成本预测缺乏可行性



论证和尽职调查，部分数据甚至是中介机构“人造”的，为未来专项债本息偿还留下隐患。例如，宁夏审计发现 5 个项目通过虚报项目收入等将项目“包装”成收益与融资规模平衡的项目，借此发行专项债券 3.95 亿元。**其三，虚构项目。**部分地方为了做大项目库，将已完工或不符合规定的项目纳入项目清单。审计署审计发现 2023 年 522 个缺乏要素保障甚至已停工的项目被纳入项目库。

六是债券资金管理上重发行、轻管理。地方政府更加重视专项债券的发行与拨付，相关财政部门在其后续的使用流程中引导与监管不够，导致债券资金使用不规范的现象较为突出，包括闲置或挪用，与项目自有单位资金混用等。**一方面，债券资金闲置或挪用。**由于项目前期准备不足或者规划不符合实际需求，导致债券发行后项目推进缓慢，大量专项债券资金长期处于闲置状态，或被用于“三保”、偿还债务、平衡一般公共预算、购置产业园区用地、购买理财产品、投资入股，未发挥出应有的效益。根据审计署披露，2023 年审计发现 522 个项目 279.24 亿元债券募集资金当年即闲置或被挪用。**另一方面，债券资金与企业自有资金混用。**部分项目单位未能按照规范设立专用账户，以确保专项债券资金的“专款专用”，反而将此类资金与企业自有资金混同使用，违背了资金使用的原则性要求。例如，吉林审计发现 5 市县 58 个项目单位将专项债券作为财政拨款或财政补贴收入，债权债务不明确，财政已经垫付利息 3.8 亿元未在项目单位财务账体现。

七是项目建设过程中重投资、轻运营。在专项债券投资时，未严格遵循“花钱必问效，无效必问责”的绩效理念，重点放在追求项目形成实物工作量，忽视了对资产使用及运营效益的评估。**一方面，项目运营不佳或闲置，造成资产资源的浪费。**部分专项债项目在落地并建成之后，运营状况未能达到预期，甚至出现长期闲置的情况，直接导致资产与资源未能得到有效利用。这种低效或无效的投资不仅浪费项目本身投入的巨额资金、人力、物力等，还扭曲了社会资源的优化配置。**另一方面，项目实际收益与预期差距较大，无法依靠项目收益还本付息。**由于专项债项目申报时存在虚增收入的问题，因此已建成项目的收入普遍不及预期。这种情况导致专项债项目难以完全依靠自身收益来实现还本付息，反而需要依赖土地出让收入，甚至是一般公共预算收入进行偿还，进一步加剧地方财政紧平衡态势。在地方审计中，宁夏全区 27 个市、县（区）实施的 242 个专项债券项目，收益与融资自求平衡方案预测 2023 年底实现收入 121 亿元，实际无收益，无法依靠项目收益还本付息，财政支出压力大。

图表13：部分地区审计专项债发行使用存在的问题

序号	地区	相关文件	具体表述
0	全国	国务院关于 2023 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告	专项债项目安排不科学 ，国家发展改革委将 283 个未完成可研报告审批或不符合资本金比例要求的项目纳入准备项目清单，财政部将 522 个缺乏要素保障甚至已停工的项目纳入项目库。截至 2023 年底，其中 522 个项目 279.24 亿元债券募集资金当年即 闲置或被挪用 。部分专项债项目 未发挥政府投资带动放大效应 ，52 个地区 597 个获得 2023 年专项债资金的项目，至 2023 年底政府累计投资 6006.34 亿元，很少吸引民营资本。
1	吉林	吉林省人民政府关于 2023 年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告	一是项目推进缓慢 。2 市 5 个项目因自筹资金不足、项目用地征拆未完成等原因停工 1 年以上；3 市县 6 个项目因后续建设资金接续困难面临停工风险；11 市县 82 个项目未按期完成投资，涉及总投资 373.41 亿元。 二是资金使用不严格 。3 市县挪用专项债券 18.34 亿元，用于“三保”、偿还债务等支出；2 县超进度拨付资金 19.17 亿元，部分资金被项目单位占用；4 市县 8 个项目单位在项目未形成实物工作量的情况下，超出合同约定付款比例提前支付施工单位工程款 3.65 亿元。 三是已建成项目效益不高 。7 市县 44 个项目因市政管网等基础设施配建不到位、招商引资困难等原因建成后闲置、未达预期收益，涉及专项债券 49.54 亿元，财政已垫付利息 3.47 亿元。 四是财务管理不规范 。5 市县 58 个项目单位将专项债券



序号	地区	相关文件	具体表述
			作为财政拨款或财政补贴收入，债权债务不明确，财政已经垫付利息 3.8 亿元未在项目单位财务账体现。
2	辽宁	省政府关于 2023 年度省本级预算执行和其他财政收支的审计工作报告	一是部分债券资金被挪用。2 个市 5 个县挪用 9 个专项债券资金 1.87 亿元用于“三保”、购置产业园区用地等非债券项目支出；1 个县使用专项债券资金，归垫项目前期支出 710 万元。二是部分债券资金使用进度慢。省本级 11 个债券项目 4.79 亿元资金未支出，其中 1 个市医院新建项目 9000 万元、1 个县城乡供水项目 8000 万元因前期准备不充分，招投标、建设工程规划许可等手续未完成未开工建设，相关资金全部未支出；3 个县在监管系统中虚报债券支出 1.69 亿元。三是部分债券项目实施不规范。1 个县污水管网维修改造配套恢复工程（调整）项目 7664.39 万元未进行公开招标；1 个示范区公交场站及站亭建设工程部分内容发生较大变更，未按规定程序报批。
3	河北	河北省人民政府关于 2023 年度省级预算执行和其他财政收支情况的审计工作报告	政府专项债券使用效率不高。一是专项债券项目推进缓慢，专债资金未发挥应有效益。截至 2024 年 5 月，4 市专项债券资金账面显示尚有 110.4 亿元在财政部门结存，占当年发行比例的 16.75%；2 市账面显示 17.79 亿元专项债券资金闲置超一年。二是 2 市挤占挪用专项债券资金用于平衡一般公共预算等 6.31 亿元。三是部分专项债券项目未产生预期效益，市县债券还本付息面临压力。2022 和 2023 年，分别有 13 个县和 12 个县的基金预算收入和再融资债券额度不足以覆盖专项债券还本付息；部分项目未按期完工或未及时投入使用，有的项目建成后闲置达 27 个月；55 个项目投入运营后无收入，涉及债券资金 51.57 亿元。
4	宁夏	自治区人民政府关于 2023 年度自治区本级预算执行和其他财政收支情况的审计工作报告	一是项目收益不及预期。全区 27 个市、县（区）实施的 242 个专项债券项目，收益与融资自求平衡方案预测 2023 年底实现收入 121 亿元，实际无收益，无法依靠项目收益还本付息，财政支出压力大。二是“包装”项目获取专项债券发行资格。5 个项目通过虚报项目收入等将项目“包装”成收益与融资规模平衡的项目，借此发行专项债券 3.95 亿元。三是债券资金闲置。42 个项目由于前期论证不充分、规划和设计方案不合理等原因，6.19 亿元专项债券资金未使用。四是项目资产未发挥效益。12 个项目腾空的 1.35 万亩土地、建成的 30.98 万平方米安置房闲置，涉及专项债券资金 20.69 亿元。五是部分项目拖欠工程款。42 个项目因配套资金不到位、地方财政部门未及时拨付债券资金等原因，拖欠工程款 3.53 亿元。
5	内蒙古	自治区人民政府关于 2023 年度自治区本级预算执行和其他财政收支审计工作的报告	地方政府债券管理不规范。未严格执行评审方案，向 3 个不符合条件的项目安排债券资金 4.3 亿元；未对 171 个项目共计 47.75 亿元专项债券支出情况进行核查，难以掌握支出进度；自治区本级未收回为盟市垫付的到期债券本息 52.4 亿元。
6	海南	海南省人民政府关于 2023 年度省本级预算执行和其他财政收支的审计工作报告	1.向前期工作不充分的 3 个项目分配专项债券资金 3.65 亿元。因前期未办理土地农转用手续、未解决林地占用问题，项目推进缓慢，资金支出率仅为 31.26%。 2.违规申报债券 4000 万元。2 个项目虚报灌溉效益为收益来源，且无实际现金流入，不符合专项债券发行条件，仍违规申报专项债券 4000 万元。 3.部分专项债券资金安排与项目需求不匹配，发行后频繁调整。专项债券资金使用应坚持“以不调整为常态、调整为例外”，但市县在谋划项目时工作不扎实，项目频繁调整。有的市县 14 个专项债券项目 3.67 亿元发行后即全额调整，最短的仅发行 1 个月便进行调整；有的市县 8 个专项债券项目，
7	重庆	重庆市审计局关于 2023 年度市级预算执行和其他财政收支审计情况的公告	专项债券申报管理不严格。对绩效考核结果、区域倾斜等债务限额分配因素设定不够细化量化，以及有关主管部门对债券项目申报、资金使用等审核监管不严，2 个单位 7 个项目前期准备不充分，9.56 亿元债券资金结存超过半年；2 个单位 3 个项目 7.53 亿元债券资金被用于其他项目；1 个单位将 1.65 亿元债券资金超进度拨付至代建单位共管账户脱离财政监管。
8	甘肃	甘肃省 2023 年度省级预算执行和其他财政收	政府债务管理不够严格。专项债券资金效益未充分发挥，由于施工区域拆迁未完成、工程进度缓慢和结算不及时等原因，省级 4 个专项债券项目 1.74 亿元当年未形成实物工作量。专



序号	地区	相关文件	具体表述
		支审计结果公告	项债券申报审核不严，1个市本级夸大项目收益申报专项债券6.91亿元。
9	湖北	湖北省人民政府关于2023年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告	新增专项债券资金使用效益未达预期。8个市县37个项目前期准备不充分，项目推进缓慢，20.88亿元债券资金闲置，增加资金成本2517.52万元；2个市县报建建小、提前申报导致债券资金闲置3.88亿元。7个市县18.32亿元债券资金被用于投资入股、购买商服用地及附属房产、新建酒店、还本付息等。9个市县28个专项债券项目建成后收益不及预期，涉及金额27.25亿元。
10	湖南	关于2023年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告	部分市县重新包装已完工或部分完工项目用于申请专项债券。部分市县挤占挪用专项债券资金，用于偿还债务或其他项目支出。专项债券资金未及时发挥效益，部分项目未及时开工。
11	江西	江西省人民政府关于2023年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告（公开稿）	市县财政管理仍需进一步加强：3个设区市24个专项债券项目资金支出进度较慢；2个设区市17.64亿元专项债券资金未按规定用途使用。
12	山东	山东省人民政府关于2023年度省级预算执行和其他财政收支的审计工作报告	专项债券资金全流程管理需进一步加强。一是专项债券发行、资金拨付与项目建设进度不匹配。省级和2市5县10个项目5.09亿元专项债券资金闲置；为加快资金支出进度，6县7个项目超进度付款3.63亿元。二是项目未达预期收益。2市10县14个项目建成后闲置，5市30县64个项目运营效果不佳，实际运营收益与预期差距较大。2市5县有8.15亿元债券利息未能按时支付，由财政垫付。
13	浙江	浙江省人民政府关于2023年度省级预算执行及全省其他财政收支的审计工作报告	专项债券资金未及时形成实物量，项目融资收益难以平衡。9个市县22个专项债券项目建设进度缓慢，21.25亿元债券资金滞留代建单位等账户，未按要求形成实物工作量；9个市县23个项目融资收益难以平衡，其中，20个项目实际无收益或收益不及预期，3个项目申报时将其他无关收益作为平衡来源。
14	北京	关于北京市2023年度市级预算执行和其他财政收支的审计工作报告	一是部分政府举债不够规范。海淀区、朝阳区3个棚户区改造专项债券项目因前期手续不完备，地块无法上市，影响资金回笼。石景山区违反规定举借债券10亿元用于非公益性产业园建设项目。此外，3个区5个项目融资平衡方案编制依据不充分，高估预期收益，债券偿还风险较大。 二是部分政府债券使用不合规。2个区未按规定使用债券资金，其中昌平区47.90亿元转增区属国有企业权益，债券项目收入归属企业，还本付息责任由区级财政承担。4个区7个项目提前预付债券资金26.75亿元，未形成实物工作量。

资料来源：审计署、各省审计厅、粤开证券研究院

五、关于进一步完善专项债券制度、用好专项债券的建议

当前宏观经济仍面临一定的下行压力，专项债券作为积极财政政策的重要工具，其重要性不言而喻。有效解决上述问题，才能更加精准、可持续用好地方政府专项债券，充分发挥其积极作用。相关建议如下：

一是明晰专项债的定位，回归本源，让专项债真正“专项化”，避免专项债一般化，防范专项债对一般公共预算的挤压，这需要提高一般债比重、压降专项债比重。专项债虽然不计入赤字，但是随着项目收益的降低正成为事实上的一般债。未来需实事求是地通过一般债让风险显性化，将专项债部分额度转化为一般债额度纳入赤字。无收益的项目通过国债和一般债开展，真正有收益、可覆盖本息的项目才能发行专项债，这在专项债使用范围不断拓宽的背景下尤其需要引起高度重视。



二是额度分配坚持“项目为王”的理念，向人口持续流入、产业基础好、项目质量高的区域倾斜，对于广大中西部人口持续流出的区域更多通过一般债搞建设。在具体分配额度上，打通全国项目清单，从中挑选带动经济效应强、未来收益良好、前期准备工作充足的项目，再根据“好项目在哪，专项债额度在哪”的原则确定各地专项债额度，做到专项债额度分配只与项目相关，与往年额度、地区均衡发展等非项目因素无关。

三是明确主体责任，强化信息披露与建立市场化信用评级体制，探索将专项债券的发行主体由省级政府下放至有条件的市县政府。在发行专项债时需披露债券使用、偿还主体等信息，由市场对专项债风险进行定价，建立市场化信用评级体制。同时，可探索将专项债券的发行主体由省级政府下放至有条件的市县政府，使债券发行与使用主体一一对应，解决省级政府对市县政府的隐性担保问题。

四是明确专项债项目挖掘方向，投向民生领域补短板，基建领域实现四个挂钩。目前专项债投向领域已经实行“负面清单”管理，意味着未纳入“负面清单”的项目均可申请专项债券资金，不再明确支持领域。在具体使用专项债资金的过程中，需进一步明确挖掘符合条件项目的方向，避免盲目投资。一方面，民生领域可投向农村污水治理工程、雨污分流系统改造、地下管网升级、老城改造更新等补短板领域，促进地方经济发展的同时改善民生。另一方面，基建领域要实现四个挂钩，即与人口流动、人口结构挂钩，要有利于维护安全、提高经济潜在增速。传统基建、新基建都有必要，关键是两者的比例关系以及投向的项目要有经济和社会效益。

五是强化项目前期论证与储备，从“额度找项目”改变为“储备项目决定额度”的机制。为确保专项债券资金的有效利用，必须加强对项目前期论证的重视程度，确保项目具备较高的可行性和必要性。同时，建立项目储备机制，对潜在项目进行筛选和排序，优先支持成熟度高、经济社会效益显著的项目，从而确保资金能够精准投放。

六是完善专项债券的监督管理机制，提高专项债券资金使用效率。其一，建立健全专项债券资金的监管机制。对资金的分配、使用、管理等环节进行全过程监督。对于挪用、挤占、截留专项债券资金的行为，应依法依规进行严肃处理。其二，完善项目后续评价与反馈机制。建立项目后续评价机制，对项目实施效果进行定期评估。同时，建立反馈机制，及时收集项目单位、投资者等利益相关方的意见和建议，为后续项目储备和债券发行提供参考。其三，强化责任追究与激励机制。明确专项债券资金使用过程中的责任主体和职责分工，建立健全责任追究机制。对违规使用资金、项目进展缓慢等行为进行严肃处理，形成有效的震慑作用。同时，建立激励机制，对资金使用效率高、项目进展顺利的单位和个人给予表彰和奖励，激发工作积极性和创造力。

七是建立债务预算与资本预算，真正对债务形成约束并有利于未来盘活资产资源。债务预算是对政府债务规模、结构、还本付息计划等进行详细规划的预算，是现行债务限额管理的升级版。资本预算即针对政府固定资产投资等能够形成公共固定资产的财政支出活动编制的预算。尤其是专项债债务形成的资产具有一定收益或潜在收益，需要积极提高相关资产收益率，避免资产资源浪费。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任总裁助理，兼首席经济学家、研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

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“本公司”）向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的公开信息和资料，但本公司不保证信息的准确性和完整性，亦不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。投资者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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。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，本公司不承担任何法律责任。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com