

专题研究

2019年04月24日

地方政府债与城投行业

补短板新增专项债加速发行，
稳投资撬动规模有望翻倍

——地方政府专项债一季度回顾与展望

报告要点

联络人

作者

研究院 宏观金融研究部

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

相关报告：

另类置换相继开展，债务化解路在何方——从镇江模式看地方政府债务化解之道，2019年3月25日；

城投债发行交易波动较大，风险分化 2019 年信仰仍承压——地方债与城投行业 2018 年回顾与展望之市场运行篇，2019 年 1 月 15 日；

开前门力度加大稳增长，规范管理持续防控风险——地方债与城投行业回顾与 2019 年展望之政策篇，2019 年 1 月 11 日；

政府购买服务将被取消，未来棚改何去何从？——对棚改现状及融资展望分析，2018 年 12 月 11 日；

置换收官新增债加速发行，补短板专项债持续扩容——2018 年专项债回顾与 2019 年展望，2018 年 12 月 5 日；

河南省城投企业信用风险排查——城投风险地图系列之十，2019 年 4 月 1 日；

山东省城投企业信用风险排查——城投风险地图系列之九，2019 年 3 月 29 日；

内蒙古城投企业信用风险排查——城投风险地图系列之八，2018 年 12 月 24 日；

湖北省城投企业信用风险排查——城投风险地图系列之七，2018 年 11 月 30 日；

广西城投企业信用风险排查——城投风险地图系列之六，2018 年 11 月 12 日

◇ 一季度地方债发行特点：同比规模大增，期限趋长期化，以新增债券为主

- 发行规模：同比规模大增，节奏明显提前
- 发行期限：期限趋长期化，中长期债券占比超过九成
- 发行结构：以新增债券为主，暂未发行置换债券
- 发行利率：中枢有所下移，利差先降后升

◇ 一季度专项债发行特点：新增专项债超九成，债务压力较大区域发行相对较少

- 发行规模：持续大幅扩容，占比超过一般债
- 发行结构：新增专项债超九成，置换专项债零发行
- 区域分布：债务压力较大区域发行较少，债务限额使用程度较低

◇ 专项债作用：助力财政政策更积极，发挥补短板与稳投资强功效

➢ 助力积极财政政策更积极

若将专项债额度(2.15 万亿)考虑在内，今年更为广义的赤字率【(财政赤字+专项债额度)/GDP】将达到 4.98%，较 2018 年提升了 0.84 个百分点，因此，在专项债的助力下，财政积极力度显著加大。

➢ 发挥稳基建与补短板的重要作用

政府工作报告再次强调“合理扩大专项债券使用范围”，专项债筹集资金将更多用于支持重大在建项目和弥补短板领域。从项目收益债品种看，投向重点短板领域的项目收益专项债占比不断上升，当前发行规模已大幅超过收费公路专项债。

➢ 对投资的拉动作用逐渐明显

根据中诚信国际测算，一季度新增专项债(6660 亿)中投入基建项目的资金规模约 4035 亿，能撬动基建投资约 0.6-1.33 万亿，能撬动总投资规模约 2.4-5.32 万亿，超过 2018 年全年投资撬动规模的 50%。

◇ 专项债展望：重点短板领域加速推进，投资撬动规模有望翻倍

➢ 发展趋势：项目收益债快速扩容，品种更加丰富，重点短板领域有望加快推进

➢ 规模预测：新增专项债仍将持续提速，考虑留存额度后的可发行规模大幅提升

1. 置换专项债：全年最大规模为 3151 亿，一季度暂无发行
2. 再融资专项债：全年最大规模 0.6 万亿，年内余 0.55 万亿
3. 新增专项债：全年限额 2.15 万亿，年内余 1.48 万亿；若考虑使用上年留存额度 1.23 万亿，年内仍可发行 2.71 万亿

➢ 投资撬动规模估算：全年总投资撬动规模有望较去年翻倍

1. 不使用上年专项债留存额度：全年基建投资撬动规模约 1.9-4.3 万亿，总投资撬动规模约 7.8-17 万亿
2. 考虑上年专项债留存额度：全年基建投资撬动规模约 3-6.7 万亿，总投资撬动规模约 12.2-26.8 万亿

2019 年政府工作报告提出，有效发挥地方政府债券作用，为重点项目建设提供资金支持，也为更好防范化解地方政府债务风险创造条件，并且合理扩大专项债券使用范围。作为积极财政政策的重要组成部分，地方政府专项债是支持基础设施补短板、稳投资的重要资金来源。在经济下行态势仍未根本扭转的大背景下，地方政府专项债尤其是新增专项债的规模有望持续快速扩容，种类也将日趋多样化，助力积极的财政政策更加有效。本文概述了 2019 年一季度地方政府专项债的发行情况，详细分析了专项债对稳基建补短板稳投资的重要作用，并对年内地方政府专项债的发展趋势、发行规模及撬动投资规模进行了预测和估算。

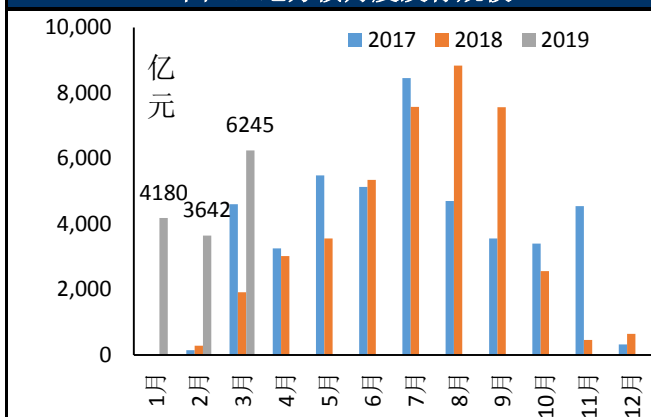
一、 一季度地方债发行特点：同比规模大增，期限趋长期化，以新增债券为主，利率中枢下移

进入 2019 年以来，在稳增长与防风险动态求稳的大背景下，地方政府债务管理延续“开前门、堵后门”的工作思路，地方政府债大幅扩容，一季度发行规模远超去年同期水平，且发行节奏明显提前，打破历年 1 月零发行的记录，此外，还呈现出债券期限趋长期化、新增债券占比较高、区域分布不平衡的发行特点。

（一）发行规模：同比规模大增，节奏明显提前

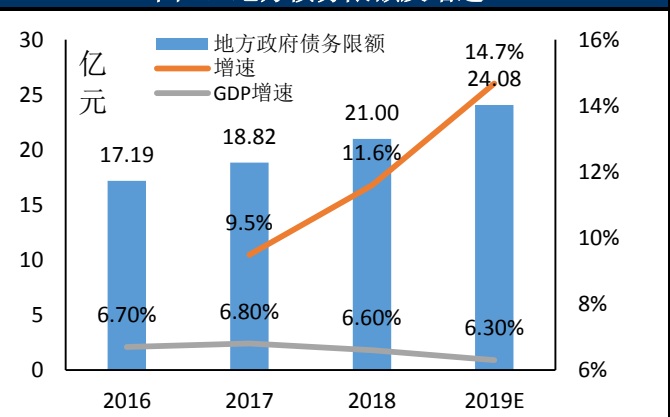
2019 年地方债发行进度明显提前，一季度共发行地方债 14066 亿，远超去年及前年同期发行规模；从月度发行看，今年地方债发行打破了历年 1 月零发行的记录，1 月-3 月分别发行 4180 亿、3642 亿、6245 亿，均明显高于前两年月均发行规模。地方债发行加快，除与今年提前下达部分地方债务限额安排有关外，还受宽信用政策下地方政府“开前门”力度加大的影响。十三届人大七次会议授权国务院提前下达地方政府新增债务限额 1.39 万亿，其中新增一般债务 5800 亿、专项债务 8100 亿，这一举措使得地方债整体发行节奏大幅提前。同时，自 2018 年下半年以来，为稳定基建投资、弥补地方资金需求，政策不断出台加快地方债发行，《2019 年政府工作报告》指出，有效发挥地方政府债券作用，今年新增专项债务限额 2.15 万亿，较去年增加 8000 亿，叠加新增一般债务限额 9300 亿，今年新增地方政府债务限额总计 3.08 万亿，较去年限额增加了 0.9 万亿，增速为 14.7%，地方债持续快速扩容。

图 1：地方债月度发行规模



数据来源：中诚信国际整理

图 2：地方债务限额及增速



数据来源：中诚信国际整理

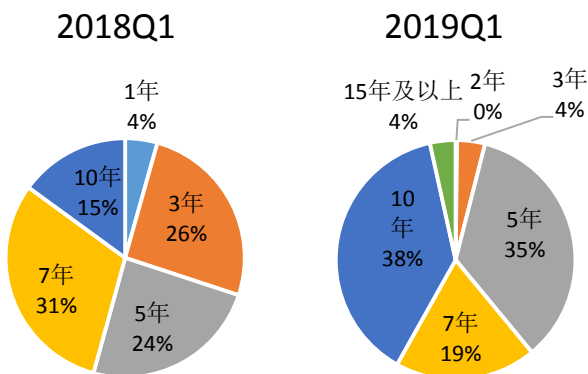
（二）发行期限：期限趋长期化，中长期债券占比超过九成

从一季度地方债的发行期限看，地方债发行仍以5年-10年为代表的中长期债券品种为主，但期限趋于长期化。较去年同期相比，中长期债券品种（5年、7年、10年）占比由70%大幅升至今年一季度的92%，其中，10年期地方债占比从15%跃升至首位38%，且出现了15年期及以上的地方债品种，占比达4%；而中短期限品种有明显减少，3年及以下期限地方债占比由去年同期的30%下降至今年的4%。

（三）发行结构：以新增债券为主，暂未发行置换债券

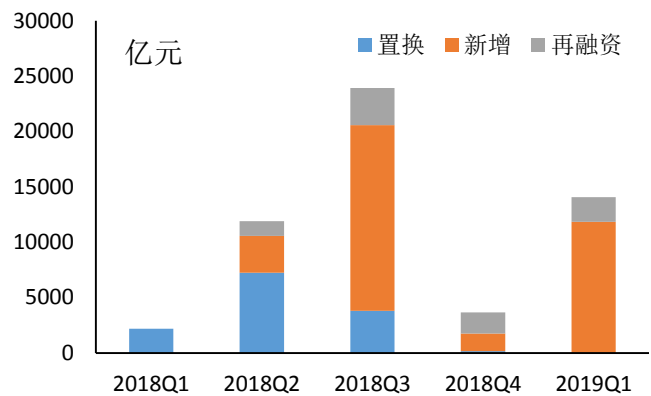
从一季度地方债发行结构看，地方债发行以新增债券为主，新增债券共计发行11847亿元，占比达84.2%；再融资债券发行2220亿元，占比为15.8%；暂未发行置换债券。受去年债务置换工作大限影响，去年上半年地方债发行均以置换债券为主，8月置换基本结束后，置换债券发行大幅减少，同时宽信用政策背景下，新增债券占比快速攀升。从债务限额使用情况看，一季度新增债券已使用十三届人大七次会议授权国务院提前下达新增债务限额（1.39万亿）的82.2%，并已完成全年新增债务限额（3.08万亿）的38.5%。

图 3：一季度各期限地方债发行占比



数据来源：中诚信国际整理

图 4：一季度地方债发行结构



数据来源：中诚信国际整理

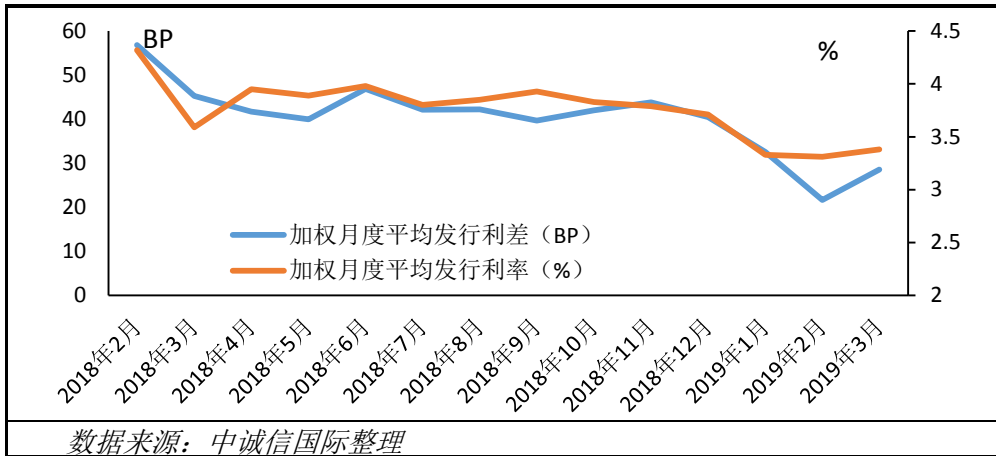
（四）发行利率：中枢有所下移，利差先降后升

2018年下半年以来，在稳监管及宽信用背景下，债券市场利率中枢出现下移，地方债发行成本有所下降。从地方债加权平均发行利率看，一季度地方债发行利率较去年呈现明显下行态势，1月发行利率为3.33%，较去年底3.71%回落38个百分点；2月，发行利率小幅下探至3.31%；3月，发行利率略有上行，升至3.38%。从地方债加权平均发行利差看，1月受地方债发行利率较国债收益率上浮的下限由40BP下调为25BP影响，地方债投标倍数由50倍快速缩减至个位数，地方债流动性有所下降；但随着3月财政部发布了《关于通过商业银行柜台发行地方政府债券工作的通知》，地方债投资群体扩容至个人和中小机构，地方债投资者主体趋多元化，为地方债增加一定流动性支持。

图 5：一季度地方债发行利率及利差

二、 一季度专项债发行特点：新增专项债超九成，债务压力较大区域发行少

我国债可细分和专项是地方政解资金紧临时经费行的债是地方政集资金建具体工程

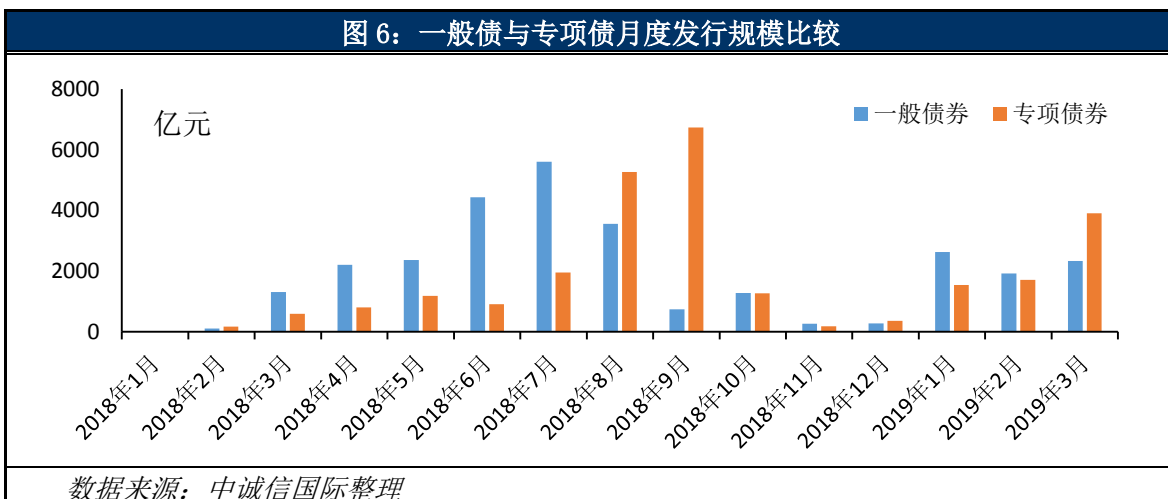


地方政府为一般债,前者府为了缓张或解决不足而发券,后者府为了筹设某专项而发行的

债券。从历年地方债发行品种看,一般债均占主要部分。2019年以来,在进一步落实积极财政政策的要求下,专项债持续快速扩容,一季度专项债占比已超过一般债,其中新增专项债占比超过九成。

(一) 发行规模: 持续大幅扩容, 占比超过一般债

积极的财政政策明显发力,地方政府专项债大幅扩容。去年下半年以来,伴随8月财政部《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》(财库〔2018〕72号)进一步解除地方债发行的季度均衡限制,专项债于三季度集中发行,三季度共发行13965亿,较2017年同期(7766亿)增长了80%,占全年总规模的72%,且大幅高于一般债券。去年底以来财政工作会议和中央经济工作会议提出“较大幅度增加地方政府专项债券规模”等要求,2019年专项债延续大幅扩容的态势。3月《政府工作报告》提出今年拟安排地方政府专项债券2.15万亿元,较去年增加8000亿元,积极的财政政策下专项债持续放量发行,一季度共发行专项债7172亿,占地方债总发行量的51%,已超过一般债发行规模,较去年同期(770亿)显著增加6400亿;其中,新增专项债6660亿,占新增债券的56.2%。



(二) 发行结构: 新增专项债超九成, 置换专项债零发行

从专项债发行结构看,为进一步提升积极财政政策的执行效率,去年下半年以来新增专项债不断提速,在专项债中的规模占比持续上升,今年一季度新增专项债共发行6660亿元,较去

年同期零发行有较大突破，占专项债的比重也已超过九成；置换专项债自去年8月债务置换大限过后仅在12月有少量发行，规模仅41亿，今年一季度仍无发行；再融资专项债规模始终不高，一季度发行512亿，占比仅7%。从专项债务限额使用情况看，一季度新增专项债发行规模完成了十三届人大七次会议授权国务院提前下达的新增专项债务限额（8100亿）的82.2%，并完成了全年新增专项债务限额（2.15万亿）的31%，仍有较大使用空间。

图7：月度专项债发行结构

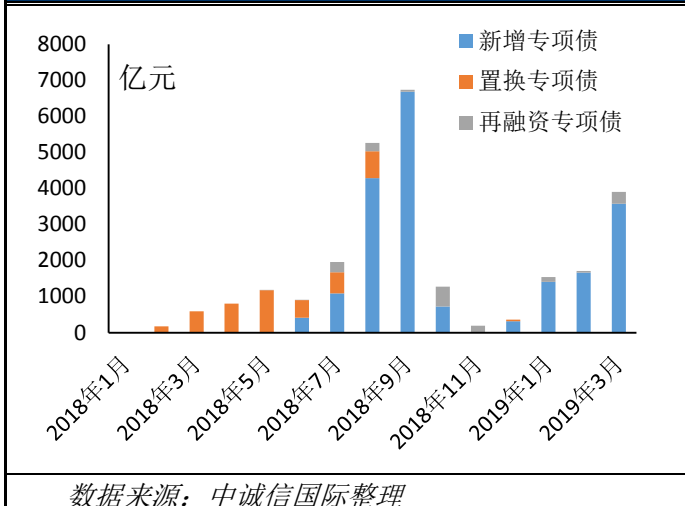
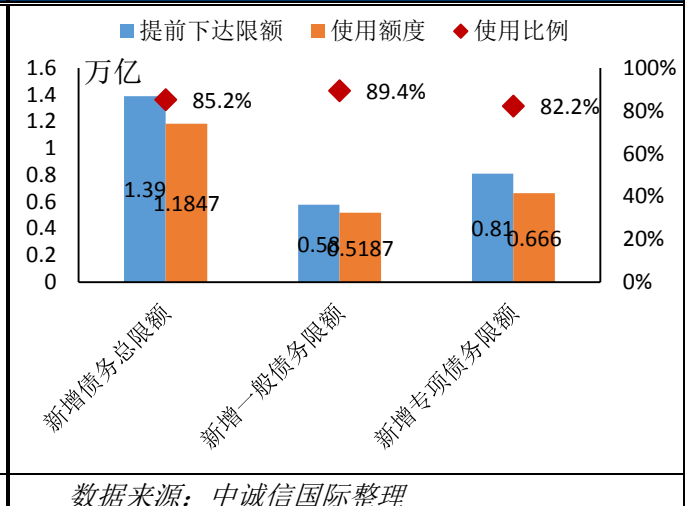


图8：一季度提前下达限额的使用情况



（三）区域分布：债务压力较大区域发行规模较少，债务限额使用程度较低

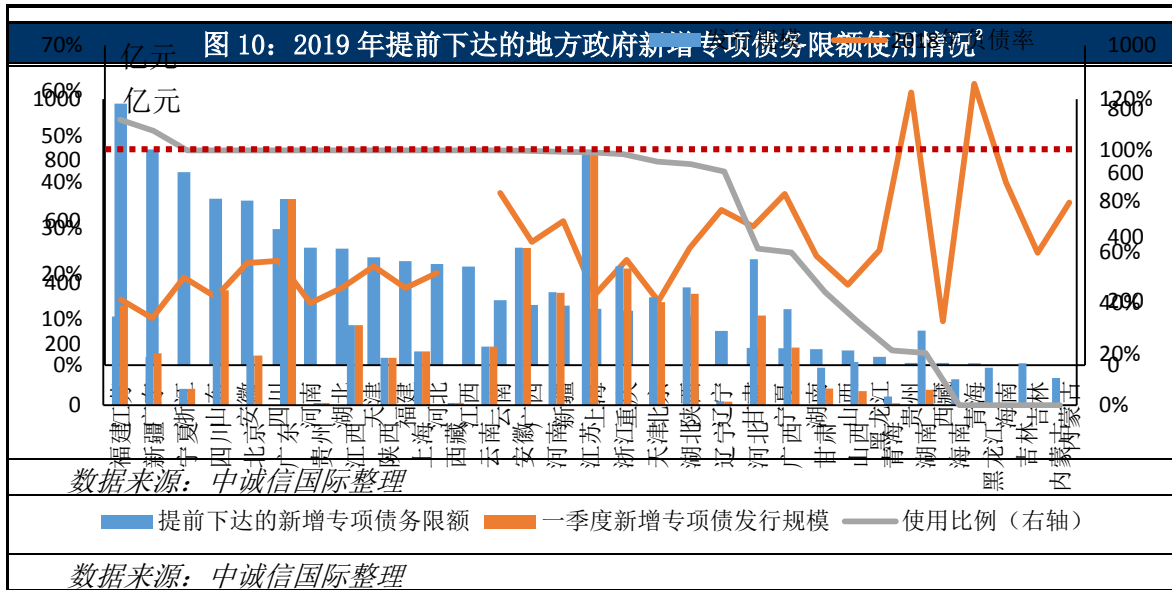
从地方债发行的区域分布看，各省市地方债发行与自身地方政府债务压力存在一定关系，债务压力较大的地区，分配到的新增债务限额相对较少，因此一季度专项债发行规模也相应减少。根据中诚信国际测算，我国部分地区负债水平过高，存在较高债务风险，2018年负债率（债务/GDP）超过欧盟60%警戒线的是青海及贵州；广东、河南、江苏等较低。从各省市一季度专项债发行情况看，区域分化较为明显。发行规模超过500亿元的省份分别是江苏、广东、浙江、山东和安徽，这些区域债务压力相对较小，其中，江苏以818亿元的发行规模位于所有省（市）之首；但山西、黑龙江、贵州、西藏及青海发行规模不足50亿元，吉林、内蒙古、海南三省均未发行专项债，这些区域债务风险相比其他省份较重。

图9：一季度专项债发行区域分布¹

从各省市专项债务限额使用情况看，不同地区对提前下发的新增专项债务额度的使用比例也存在明显差异，使用比例较低的省份多为债务风险相对较重的区域。截至一季度末，福建、新疆、宁夏、四川等12个省份提前下达的专项债限额已全部使用，其中，福建和新疆专项债新增发行规模已超过提前下达的新增专项债务限额，使用比例较高；而甘肃、山西、青海等8个省份新增专项债务限额的使用比例均在50%以下，其中，海南、黑龙江、吉林、内蒙古暂未发行新增专项债，专项债务限额的使用效率较低。

三、专项债作用：助力财政政策更积极，发挥补短板与稳投资强功效

¹ 因江西省暂未披露2018年地方政府债务余额，因此无法计算负债率。



当前经济仍面临下行压力，作为积极财政政策的重要组成部分，地方政府专项债是补短板与稳投资的直接力量，已逐步成为稳定经济增长的必要着力点。加快专项债的发行有利于缓解地方政府资金压力，保障重点项目资金需求，同时进一步发挥基建托底经济增长的作用，从而提升财政政策的实行效率，是积极财政政策更积极的重要体现。

（一） 助力积极财政政策更积极

从广义赤字率来看，地方政府专项债助力积极的财政政策更积极。财政赤字率是财政政策扩张度的重要衡量指标，此次政府工作报告中，财政赤字率目标为 2.8%，比去年预算高 0.2 个百分点；财政赤字 2.76 万亿元，较上年预期目标和实际发生的赤字高 3800 亿元，其中中央财政赤字 1.83 万亿元、地方财政赤字 9300 亿元。上述赤字率仅仅就一般公共预算而言，而地方政府专项债务收支在政府性基金预算中体现，且专项债的发行可视为积极财政政策的有机组成部分，其募集资金均用于扩大投资与支出，同样是财政扩张性的表现，因此，狭义的财政赤字率低估了当前财政政策的扩张程度。若将专项债额度（2.15 万亿）考虑在内，今年更为广义的赤字率【（财政赤字+专项债额度）/GDP】将达到 4.98%，较 2018 年提升了 0.84 个百分点，因此，在专项债的助力下，财政积极力度显著加大。

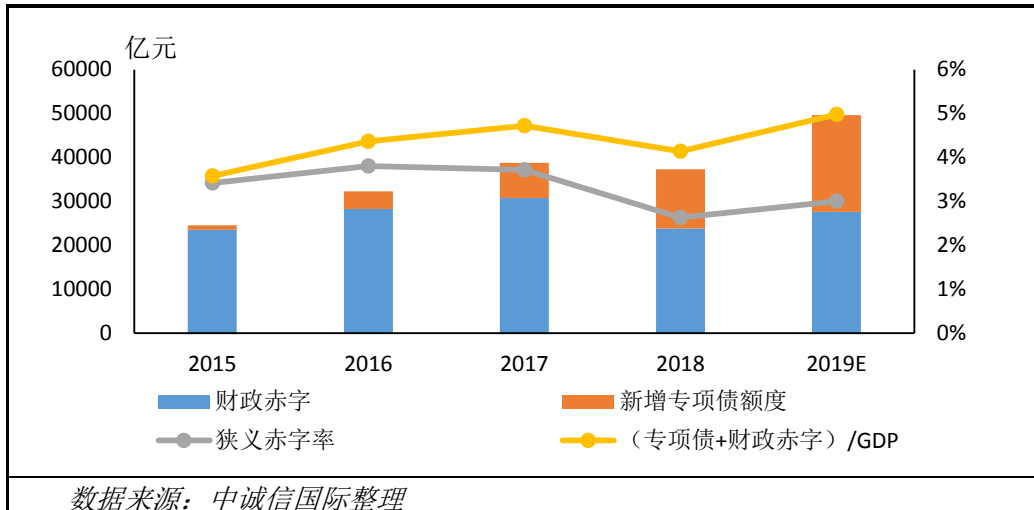
图 11：考虑新增专项债后的赤字率接近 5%

（二） 发挥稳基建与补短板的重要作用

积极的财政政策要求下，专项债成为稳基础设施建设与补短板的主力军。去年 10 月 31 日，国务院办公厅《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确提出聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目；今年政府工作报告再次强调“合理扩大专项债券使用范围”，专项债筹集资金将更多用于支持重大在建项目和弥补短板领域。第一，支持打好三大攻坚战，包括“三区三州”等深度贫困地区脱贫攻坚项目、污染防治项目；第二，支持重大发展战略，如雄安新区

² 因山东省、重庆市暂未披露 2019 年提前下达的新增专项债务限额规模，因此本图暂未考虑该两省的限额使用情况。

建设、经济带、粤湾区、三、支项目建、铁路和交通基、重大水



长江经展、“一路”建港澳大等；第持重大、包区改造、公路等基础设施、利设施、

乡村振兴等公益性项目建设，并将重点支持在建项目续建。为更有利的推进积极的财政政策，地方政府专项债将扩大基础设施投资及最大限度补齐短板，创造经济持续增长的重要基础。

从新增专项债的发行结构看，项目收益债已成为主要发行成分，短板领域品种加速发行。相比普通专项债，项目收益专项债更为封闭、独立，发行用途均用作新增，项目收益专项债所对应的项目，必须能够产生持续稳定的现金流收入且能够完全覆盖还本付息的规模。据中诚信国际统计，截至3月底，目前共计发行1.6万亿项目收益专项债，其中一季度共计发行6236亿项目收益专项债，占一季度专项债发行规模的86.9%，占一季度新增专项债的93.6%。从项目分类看³，自始发当月至今，与土地储备相关的项目收益债规模最大，当前已发行超过8000亿元，但占比持续下滑，从始发当月的91.5%下降为当前的50.7%；值得注意的是，投向重点短板领域的项目收益专项债占比不断上升，一季度末涵盖补短板领域的其他项目收益债的比重较去年10月底101号文发布前上升6.25个百分点，且当前发行规模已经大幅超过前期居第三位的收费公路专项债。

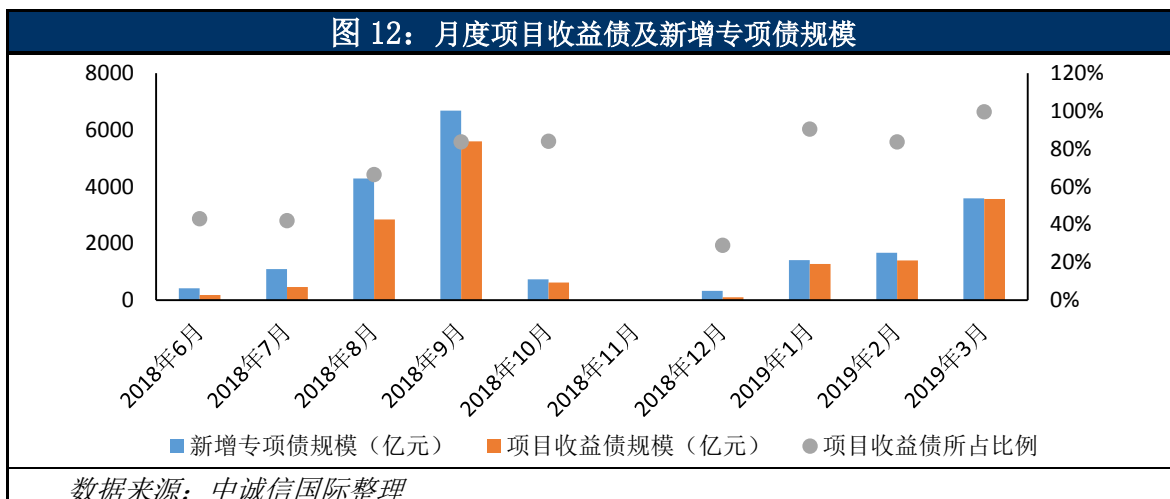
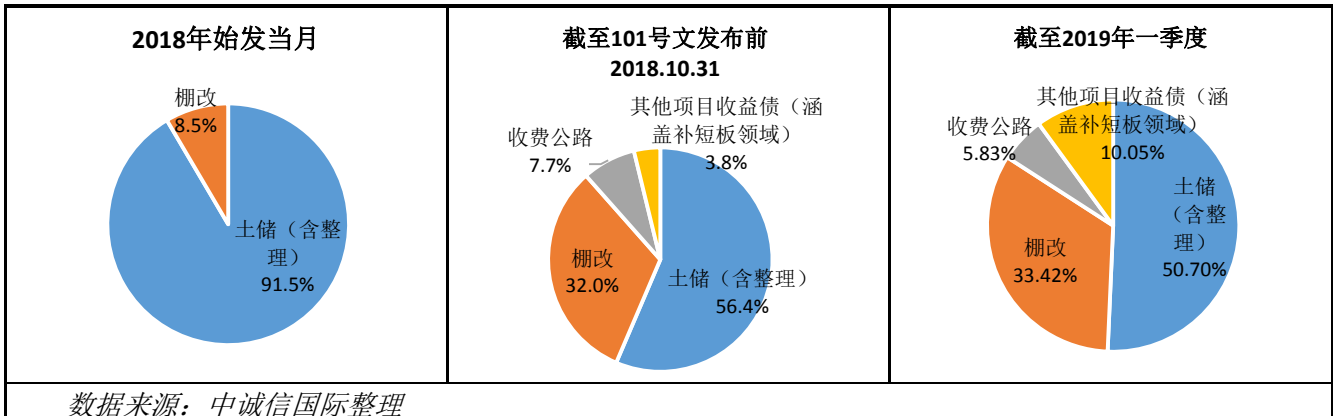


图 13: 项目收益专项债发行品种占比变化

³由于普通专项债未详尽披露项目内容，本文只考虑项目收益专项债的投向领域。



(三) 对投资的拉动作用逐渐明显

在一系列支持政策护航下，专项债发行明显提速，对稳投资的支撑及拉动作用渐趋明显。专项债纳入政府性基金预算管理，对应支出类别除土地出让金相关支出外，其余涉及交通设施、水力设施、生态环境建设等支出均与基础设施建设相关，因此，新增专项债是基础设施建设资金的重要来源。由于普通专项债未详尽披露项目内容，暂以项目收益专项债的资金投向及规模来估算专项债对基建投资的撬动规模，对当前基建投资的拉动作用估算如下：

首先，根据固定资产投资范围，土地开发的前期作业即土地一级开发并不计入固定资产投资，因此存量规模最大的土储专项债暂无法成为拉动基建的主力，不计入估算范围，剩余资金主要投向基础设施相关领域，如棚户区改造、收费公路、轨道交通等。以此估算，2019年1季度新增专项债（6660亿）中投入基建项目的资金规模约4035亿。

其次，从项目收益专项债的另两大品种看，棚改项目中资本金投入量偏低，新增项目中多依靠专项债的资金支持，专项债占比在15%-70%之间；而收费公路项目基本采用项目资本金+专项债的模式运作，专项债在其中占比为45%-60%；综合这两类存量规模较大的专项债，粗略估算专项债在项目投资中的占比约为25%-70%。若按该比例估算对基建的撬动乘数约为1.5-3.3倍，因此2019年一季度专项债能撬动的基建投资约为0.6-1.33万亿；若接近五年基建投资在固定资产投资中的平均占比25%估算，一季度专项债能撬动的投资规模约为2.4-5.32万亿，超过2018年全年投资撬动规模的50%。伴随未来专项债的持续大幅扩容，对稳投资的作用将更为显著。

表1：项目收益专项债拉动投资情况⁴（2018年&2019年1季度）

	2018年发行规模（亿元）	2019年1季度发行规模（亿元）	专项债/项目总投资	拉动基建投资倍数	2018年基建投资撬动规模（万亿）	2018年投资撬动规模（万亿）	2019年1季度基建投资撬动规模（万亿）	2019年1季度投资撬动规模（万亿）
土储	5496	2625	/	/	/	/	/	/
棚改	3155.8997	2195	15%-70%	1.4-6.7	/	/	/	/
收费公路	749.6	185	45%-	1.7-	/	/	/	/

⁴ 此表基于项目收益专项债的具体项目估算项目中的资金比例。

			60%	2.2				
新增专项债 (扣除土储)	7762.731 7	4035.272 3	30%- 65%	1.5- 3.3	1.16-2.56	4.46-9.85	0.6-1.33	2.4-5.32

四、 专项债展望：重点短板领域加速推进，投资撬动规模有望翻倍

为进一步落实积极财政政策、缓解地方政府基建资金压力、持续发挥专项债补短板作用，年内专项债将持续快速扩容，重点短板领域项目收益债也将加快推进。全年专项债发行目标或将提速至三季度完成，未来两个季度内专项债仍将不断加快发行，对基建投资及总投资的撬动作用也将进一步显现。

（一）发展趋势：项目收益债快速扩容，品种更加丰富，重点短板领域有望加快推进

以2014年新《预算法》及43号文的出台为标志，地方政府债务管理进入规范期，融资平台逐渐与政府信用剥离。伴随地方政府融资行为的进一步规范，增加法定债务的规模是有效防范化解隐性债务的必要手段，考虑到地方政府隐性债务高压下“开前门、堵后门”的政策需要，以项目收益专项债为主的新增专项债发行规模将大幅增加，且专项债有明确的偿还来源，所有立项、发行、还款过程均纳入现行的预算收支表内，更能有效隔离风险。未来在隐性债务风险持续防控下，专项债将逐渐替代以往融资平台在基建和公共服务等领域的地方政府融资功能，对缓释地方政府隐性债务风险有重要意义。

当前项目收益专项债发行仍以土储为主，从项目收益债品种分布看，一季度发行的土储类项目收益债占比为42.09%，而其他品种例如乡村振兴扶贫、市政城乡发展基建、环保、社区建设、民生保障等短板领域所占比例虽不断上升，但绝对水平仍较小，仅有11.64%。伴随国家对专项债发行的大力推进，目前专项债的整体规模及品种范围已无法完全满足地方在基建投资和改善民生等领域的资金需求，为进一步落实积极财政政策，政策相继出台大力推进专项债发行，缓解地方政府基建资金压力，持续发挥专项债补短板作用。去年10月31日国务院办公厅印发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，明确提出要聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板，加快推进已纳入规划的重大项目；2019年政府工作报告指出，有效发挥地方政府债券作用，为重点项目建设提供资金支持，并且合理扩大专项债券使用范围；在宽信用政策环境下，项目收益专项债品种仍将不断创新，年内发行规模及试点范围有望进一步扩大，尤其在重点短板领域将加快推进。

（二）规模预测：新增专项债仍将持续提速，考虑留存额度后的可发行规模大幅提升

进入2019年，地方债发行不断提速，一季度已完成大部分提前下达的新增额度，且全年新增额度也只余下六成未使用，其中新增一般债已完成全年限额的55%，新增专项债已完成31%。考虑到1月9日国务院常务会议部署加快发行地方政府专项债券，力争9月底前基本发行完毕，避免出现重点项目融资困难的情况，全年专项债发行目标或将提速至三季度完成，因此未来两个季度内专项债仍将不断加快发行，且发行速度及规模将明显高于一般债。分类来看：

1. 置换专项债：全年最大规模为3151亿，一季度暂无发行

根据财政部最新公布数据，截至2019年3月末，非政府债券形式存量政府债务尚余3151亿

元；《2019年政府工作报告》提出“继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担”，该部分存量政府债务或在年内全面完成置换，因此，预计年内置换债券仍将发行3151亿元；若全以专项债券形式发行，则置换专项债最大规模将为3151亿元。

2. 再融资专项债：全年最大规模 0.6 万亿，年内剩余规模约 0.55 万亿

根据财政部在《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61号）对再融资债券的提及，再融资债券主要用于偿还部分到期地方政府债券本金。因此，对再融资债券发行规模的预测以该年地方债到期量为基础。2019年全年地方政府债到期量为13151.87亿元，其中一般债券到期7127.09亿元，专项债券到期4280.5亿元，2015年前未区分一般及专项的债券到期1744.3亿元；因此，全年再融资专项债最大规模为0.6万亿，一季度已发行512亿元，预计年内再融资专项债剩余发行规模约为0.55万亿元。

3. 新增专项债：限额剩余1.484万亿，若考虑上年留存额度，年内仍可发行2.71万亿

新增债券可分为一般债券和专项债券。新增一般债券受预算赤字约束，2019年新增一般债限额为0.93万亿元，一季度已发行5187亿元，年内还余4113亿元，预计下阶段新增一般债发行将趋于平缓。

新增专项债部分，全年新增专项债限额为2.15万亿元，一季度已发行6660亿元，额度还余1.484万亿元未使用，考虑到1月9日国务院常务会议部署加快发行地方政府专项债券，力争9月底前基本发行完毕，避免出现重点项目融资困难的情况，全年专项债发行目标或将提速至三季度完成，预计二、三季度每季度新增专项债发行将超过7000亿元，且发行速度将大幅超过新增一般债。

若考虑使用上年专项债留存额度，实际可发行的新增专项债将大幅提升。由于专项债纳入基金预算，不列赤字，在预算管理上不同于地方政府一般债，存在调用历史遗留额度的可能性，2018年财政部34号文提出“积极利用上年末专项债务未使用的限额”，2018年底仍剩余1.23万亿元专项债额度。当前经济仍面临下行压力，大力推动专项债的发行依然是托底基建投资和稳经济的重要途径，积极使用上年留存额度，有利于进一步提升财政政策的实行效率，发挥基建托底经济增长的作用。因此，若考虑使用上年留存额度，则全年可发行新增专项债规模将达到3.38万亿元，较2.15万亿限额增加了57%，年内还余2.71万亿元新增专项债待发行。

表2：2019年地方债及专项债发行结构预测（单位：万亿元）

类别	地方债发行规模			一般债发行最大规模			专项债发行最大规模			
	全年规模	一季度发行	年内剩余	全年规模	一季度发行	年内剩余	全年规模	一季度发行	年内剩余	
置换债券	0.3151	0	0.3151	0.3151	0	0.3151	0.3151	0	0.3151	
再融资债券	1.3152	0.222	1.0932	0.8871	0.1708	0.7163	0.6025	0.0512	0.5513	
新增债券	未考虑上年留存专项债额度	3.08	1.1847	1.8953	0.93	0.5187	0.4113	2.15	0.666	1.484
	考虑上年留存专项债额度	3.08+1.23=4.31	1.1847	3.1253	0.93	0.5187	0.4113	2.15+1.23=3.38	0.666	2.714

总计	未考虑上年留存专项债额度	4.71	1.4067	3.3033	2.1322	0.6895	1.4427	3.0676	0.7172	2.3504
	考虑上年留存专项债额度	5.94	1.4067	4.5333	2.1322	0.6895	1.4427	4.2976	0.7172	3.5804

（三）投资撬动规模估算：全年总投资撬动规模有望较去年翻倍

积极的财政政策下，年内专项债仍将延续高速发行态势，持续发挥其补短板的重要作用，对基建投资的撬动作用也将进一步显现。针对专项债能撬动的基建投资规模，我们综合考虑了2019年地方政府新增专项债限额及2018年专项债留存额度，从留存额度的使用与否两个角度分别进行了基建投资及总投资撬动规模的估算。结果如下：

1. 不使用上年专项债留存额度：全年基建投资撬动规模约 1.9-4.3 万亿，总投资撬动规模约 7.8-17 万亿

若以全年地方政府专项债新增限额 2.15 万亿进行估算，当前新增专项债中土储类项目收益专项债占比约为 40%，剩余 60%为投向基建领域的专项债规模，即可拉动基建投资的专项债规模，约为 1.29 万亿，考虑到前文所述的新增专项债拉动基建投资倍数 1.5-3.3，因此，2019 年全年共能撬动基建投资 1.9-4.3 万亿，接近去年基建投资撬动规模的两倍。若按近五年基建投资在固定资产投资中的平均占比 25%估算，全年专项债能撬动的投资规模约为 7.8-17 万亿，接近去年投资撬动规模的 2 倍。

表 3：项目收益专项债拉动投资情况⁵（2018 年&2019 年）（不利用上年留存额度）

单位：万亿	2018 年发行规模	2019 年发行规模（估算）	专项债 / 项目总投资	拉动基建投资倍数	2018 年基建投资撬动规模	2018 年投资撬动规模	2019 年基建投资撬动规模（估算）	2019 年投资撬动规模（估算）
土储	0.5496	0.86E	/	/	/	/	/	/
棚改	0.3156	/	15%-70%	1.4-6.7	/	/	/	/
收费公路	0.075	/	45%-60%	1.7-2.2	/	/	/	/
新增专项债（扣除土储）	0.7763	1.29E	30%-65%	1.5-3.3	1.16-2.56	4.46-9.85	1.94-4.26E	7.76-17.04E

2. 考虑上年专项债留存额度：全年基建投资撬动规模约 3-6.7 万亿，总投资撬动规模约 12.2-26.8 万亿

若考虑使用上年专项债留存额度 1.23 万亿，则全年实际可发新增专项债规模为 3.38 万亿，按当前新增专项债中土储类项目收益专项债占比 40%估算，剩余 60%为投向基建领域的专项债规模，即可拉动基建投资的专项债规模，约为 2.03 万亿，同样的拉动基建投资倍数 1.5-3.3 下，

⁵ 此表基于项目收益专项债的具体项目估算项目中的资金比例。

考虑留存额度后 2019 年全年共能撬动基建投资 3-6.7 万亿，规模大幅增加，撬动效应更为显著，达到去年基建投资撬动规模的 2.6 倍。若接近五年基建投资在固定资产投资中的平均占比 25% 估算，全年专项债能撬动的投资规模约为 12.2-26.8 万亿，接近去年投资撬动规模的 3 倍。

表 4：项目收益专项债拉动投资情况⁶（2018 年&2019 年）（考虑上年留存额度）

单位：万亿	2018 年发行规模	2019 年发行规模（估算）	专项债/项目总投资	拉动基建投资倍数	2018 年基建投资撬动规模	2018 年投资撬动规模	2019 年基建投资撬动规模（估算）	2019 年投资撬动规模（估算）
土储	0.5496	1.35E	/	/	/	/	/	/
棚改	0.3156	/	15%-70%	1.4-6.7	/	/	/	/
收费公路	0.075	/	45%-60%	1.7-2.2	/	/	/	/
新增专项债（扣除土储）	0.7763	2.03E	30%-65%	1.5-3.3	1.16-2.56	4.46-9.85	3.05-6.70E	12.2-26.8E

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策

⁶ 此表基于项目收益专项债的具体项目估算项目中的资金比例。