

跨周期调节下专项债发行进度加快 土地出让遇冷或加大地方财政压力

香港时间 2021 年 10 月 22 日，中诚信国际信用评级有限责任公司研究院（以下简称“中诚信国际”）近日发布题为《跨周期调节下专项债发行进度加快 土地出让遇冷或加大地方财政压力——2021 年地方政府专项债前三季度回顾与展望》的报告。报告认为，在经济面临下行压力的背景下，专项债作为基础设施建设的重要资金来源，是补短板、调结构、稳投资的重要着力点。年内专项债发行节奏前慢后快，新增专项债发行进度仍较为滞后，对基建投资的拉动效果相应延迟。在“专项债需在 11 月底前发行完毕，不再为 12 月预留额度”的政策约束下，四季度发行将有所放量，在提供借新还旧支持的同时，将以更大力度聚焦重点领域及重大项目建设。此外，在地产严调控基调下，房地产企业资金压力加大，地方土地出让尤其是中西部地区和三四线城市的土地出让受影响较大，或进一步加大地方政府收支矛盾，依赖土地财政的专项债项目和模式将受到更多挑战，需持续关注其潜在风险。

报告指出，在跨周期调节的政策导向下，专项债二、三季度发行明显提速，短期化趋势仍然明显，发行利率市场化进程势头良好。前三季度共发行地方债 5.63 万亿元，较去年同期小幅减少 500 亿元，其中专项债 3.38 万亿元，同比减少 0.32 万亿元，为去年同期的九成。发行期限同比缩短，由于期限相对较长新增专项债发行节奏迟滞，专项债加权平均发行期限同比缩短 1.39 年至 13.61 年，10 年及以上期限合计占比 60.33%，同比回落超 20 个百分点，较上半年回落近 10 个百分点。从发行成本看，前三季度专项债发行成本回落至与去年同期水平 3.42% 持平；发行期限结构呈平坦化趋势，3 年期、5 年期、7 年期、10 年期专项债发行利率较去年同期明显回升，20 年期、30 年期发行利率较去年回落，原因或为资产荒背景下配置型机构更为偏好长久期地方债；此外，三季度以来 31 省均有地方债发行利差突破“25bp 限制”，地方债发行利率市场化进程势头良好。

报告同时指出，再融资专项债占比已达三成，新增专项债发行进度仍滞后，资金向新开工项目倾斜，棚改类占比高位回落。前三季度共发行再融资专项债 1.01 万亿元，为去年同期的 3 倍，占专项债比重达 29.93%，较去年同期上升 21 个百分点，超七成用于偿还到期债券本金，剩余用于偿还存量政府债务；新增专项债共 2.37 万亿元，完成全年额度的 64.82%，比去年同期发行额少 1 万亿元，完成比例低 25 个百分点。分区域看，山东、广东、河南、安徽、江苏发行规模居前列，其中山东、广东发行规模均超过 3000 亿元；从结构看，除宁夏外其余 30 省均发行了新增专项债，广东、山东、河南、安徽、浙江、福建、河北 7 省发行规模超千亿元；偿债压力下 31 省均发行了再融资专项债，债务滚动压力较大区域再融资债占比相对更高；分品种看，新增专项债约 75% 投向存量项目，较上半年的 80% 有所下降，主要用于市政产业园区、交通、棚改、民生等领域，其中主要投向存量项目的棚改类专项债占比由上半年的 18% 高位回落至 15%；值得注意的是，2020 年以来共有 20 个省份合计发行中小银行专项债 2100 亿元，惠及 315 家中小银行，2021 年前三季度共发行 1594 亿元，当前额度已全部发完。此外，前三季度专项债用作项目资本金的规模和项目数量略低于去年同期，投向交通基础设施领域的比例有所下降。

展望未来，报告认为，在“专项债需在 11 月底前发行完毕，不再为 12 月预留额度”的政策约束下，四季度专项债发行将有所放量，在提供借新还旧支持的同时，将以更大力度聚焦重点领域及重大项目建设，对基建投资的拉动作用或于四季度和明年年初有所显现。报告预测了四季度专项债的发行规模及节奏：截至 9 月底，新增专项债额度尚余 1.28 万亿元，按照目前的政策要求，10 月、11 月月均需发行新增专项债 6400 亿元；债券到期压力下再融资专项债或需发行至少

0.14 万亿用于偿还到期债券本金，用于偿还存量债务的再融资专项债自三季度起发行量骤降，四季度继续发行的可能性较小。**资金投向方面**，三季度以来经济数据持续走弱、基建托底经济的预期更为确定，专项债仍将重点用于基建领域。**此外**，在棚改债规模收缩的预期下，报告估算全年理论上或可拉动基建投资 5.5-5.6 万亿元，但实际撬动效应仍受额度使用、领域投向、资本金应用、项目建设进度等多因素限制，需持续关注。

报告最后提醒，在措施落地的短期内专项债项目收益质量偏低问题仍难以根本解决，叠加经济下行压力、土地出让市场遇冷的背景，需持续关注专项债领域存在的潜在风险。**第一**，房地产严监管背景下土地财政模式被动弱化，地方财政或持续承压，地方债还本付息压力加大，依赖土地财政的专项债项目和模式将受到更多挑战。**第二**，专项债到期借新还旧比例上升，需警惕再融资债超限发行的可能，且化债压力的后移将导致债券付息成本显著增加，引发偿债不确定性。**第三**，今年以来专项债常态化管控措施不断加码，对地方政府治理水平提出了新挑战，若地方政府准备不足、把关不严、监测滞后、管理松懈，或导致专项债项目申报不过关、未来配额减少等问题，进而拖累地方经济发展。

如欲获取报告的完整内容，请致电我们的客户服务热线+852-2860 7111。

版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司**、**中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“**中诚信**”）和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、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。中诚信对于该等信息的准确性、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陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、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)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人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。



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼
邮编：100020
电话：(8610) 6642 8877
传真：(8610) 6642 6100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场1号
怡和大厦19楼1904-1909室
电话：(852) 2860 7111
传真：(852) 2868 0656
网址：<http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House, 1 Connaught Place,
Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>