2021 年 06 月 07 日

地方债的供给压力

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）	杨飞（分析师）	马洁莹（联系人）
zhaowei1@kysec.cn	yangfei1@kysec.cn	majieying@kysec.cn
证书编号：S0790520060002	证书编号：S0790520070004	证书编号：S0790120080081

近期，地方债额度、供给节奏等问题，市场关注较高、分歧较大。为此，本文详细梳理，年内地方债供给规模和节奏、对流动性的影响，供参考。

● **已下达地方债额度低于预算，或与额度批次下达有关，并不一定指向预算调整**

已下达地方债额度低于预算，可能与额度分批次下达有关，并不一定指向预算调整。近期，财政部第 2 次下达 2021 年地方债额度、累计达 42676 亿元，其中新增一般债务限额 8000 亿元、专项债限额 34676 亿元，分别低于预算的 8200 亿元和 36500 亿元。但这并不一定意味着地方债额度的下调，近年来地方债额度均分多批次下达，其中 2019 年分 2 批，2020 年分 5 批、最后一批额度 11 月才下达。**回溯历史，财政预算赤字规模在年中调整的情况较为少见，而预算收支结构调整的情况较为常见。**1998 年以来，预算赤字规模在执行过程中调整的情况，只在 1998 年至 2000 年出现过，主要为了应对亚洲金融危机，而增发长期建设国债。相较之下，预算收支结构的调整较为常见，如财政支出结构变化、政府性基金收入调入一般财政等，2016 年专项债额度调减 116.8 亿元、一般债额度等额增加。

● **额度下达、项目融资需求释放等，地方债发行开始加快，三季度供给压力较大**

伴随额度下达、项目融资需求释放等，地方债发行开始加快。1-4 月，地方债新券发行 3763 亿元、占全年额度的 8.4%，远低于过去两年同期，专项债拖累明显。专项债发行较慢，与财政“维稳”必要性和紧迫性下降、额度下达较晚，及地方债务监管加强、项目审核趋严等因素有关。伴随在建项目再融资、新项目逐步落地等，5 月下旬开始地方债发行加快，最后一周发行地方债新券近 2000 亿元。**年内地方债供给高峰或在三季度出现，月均新券发行规模或在 5000-7000 亿元左右。**经验显示，地方债新增额度在当年基本用完、最大剩余比例不到 5%，但存在资金当年未使用的情况，与项目不具备开工条件等有关；部分省市审计结果显示，募资当年未使用比例平均为 13%。以此为参照，假设 2021 年地方债额度有 13%未使用、11 月基本结束发行，对应三季度地方债新券发行超过 1.8 万亿元。

● **地方债供给上量，较难引发流动性趋势收紧，可能加大波动**

政策“呵护”下，地方债供给带来的资金压力或相对可控，较难引发流动性趋势性收紧。2 月以来，流动性环境超预期宽松，与政策中性操作下，部分机构资产“欠配”、地方债供给偏少等因素有关。地方债供给增多，或减缓机构“欠配”现象，使得银行资金融出减少、加大资金压力。经验显示，地方债集中发行时，央行多会加大对冲；4 月央行也明确表示，为政府债券发行提供适宜的流动性环境。**然而，机构杠杆行为增多，对市场环境变化较为敏感，容易放大资金波动。**前期流动性持续宽松下，机构杠杆行为明显增多，隔夜质押回购单日成交规模一度接近 4 万亿元、成交占比接近 90%。伴随地方债供给增多，银行资金融出意愿可能阶段性下降，容易引发机构杠杆资金紧张、加大资金波动，进而对债市形成扰动。

● **风险提示：**项目审批落地超预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-5 月非农数据，对政策及市场的指引》-2021.6.6

《宏观经济专题-全球“战疫”形势推演》-2021.6.2

《宏观经济专题-财政支出偏慢，原因及影响》-2021.5.31

目　录

1、 已下达地方债额度低于预算，并不一定指向预算调整 3
2、 地方债发行开始加快，三季度供给压力较大 4
3、 地方债发行，较难引发流动性趋势性收紧、或加大资金波动 6
4、 研究结论 8
5、 风险提示 8

图表目录

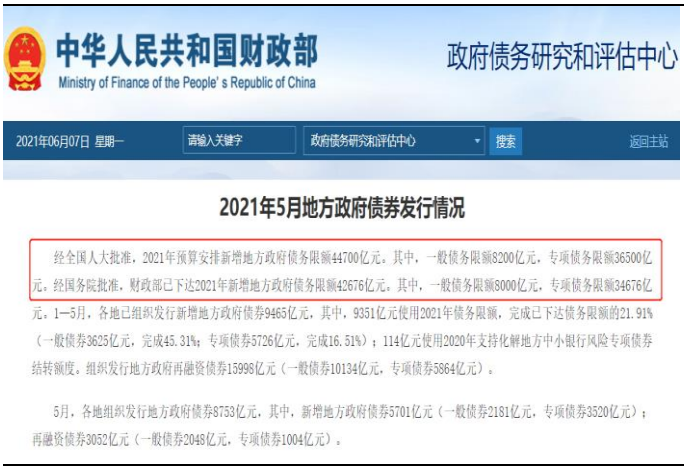
图 1: 财政部已下达地方债限额、低于预算 3
图 2: 财政部下达新增限额、低于两会预算安排 3
图 3: 财政预算调整较为少见 4
图 4: 2016 年，专项债限额调减、一般债限额等额增加 4
图 5: 年初以来，地方债发行节奏明显偏慢 4
图 6: 多个省市专项债实际发行规模低于计划发行规模 4
图 7: 2021 年专项债项目中，在建项目比重明显上升 5
图 8: 5 月，专项新券发行规模明显增多 5
图 9: 三季度或为地方债供给高峰 5
图 10: 地方债供给偏少下，银行债券持仓下降 6
图 11: 银行超储率季节性回落 6
图 12: 下半年 MLF 到期规模较大 7
图 13: 地方债集中供给时，流动性多较为宽松 7
图 14: 5 月底，隔夜利率明显波动加大 7
图 15: 隔夜质押成交规模、杠杆较多 7

表 1: 2019-2021 年，地方债额度多分批次下达 3
表 2: 部分省市专项债存在“闲置” 5
表 3: 政策保持流动性合理充裕、配合政府债券发行 6

1、 已下达地方债额度低于预算，并不一定指向预算调整

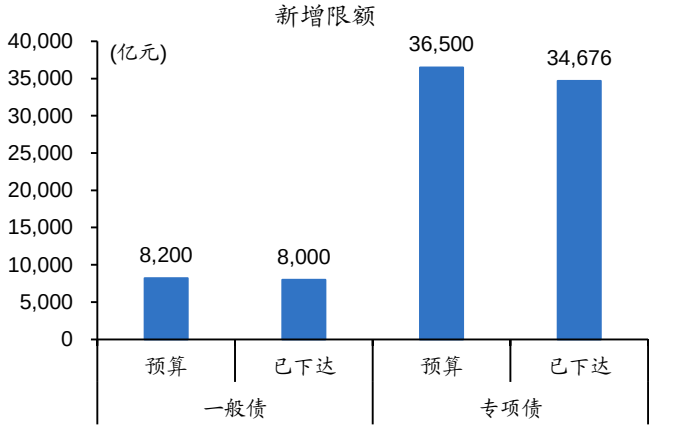
近期，已下达地方债限额低于年初预算安排，引起大家对额度下修的讨论。近期，财政部第 2 次下达 2021 年地方债额度、累计达 42676 亿元，其中新增一般债务限额 8000 亿元、专项债限额 34676 亿元，分别低于预算的 8200 亿元和 36500 亿元。在地方债发行偏慢下，市场对此解读分歧较大，有人认为地方债额度可能出现下修。

图1：财政部已下达地方债限额、低于预算



资料来源：财政部

图2：财政部下达新增限额、低于两会预算安排



数据来源：财政部、开源证券研究所

已下达地方债额度低于预算，可能与额度分批次下达有关，并不一定指向预算调整。近年来，地方债额度多分批次下达，2019 年额度分 2 次下达，第 1 批提前在 2018 年底下达、第 2 批在全国两会后下达；2020 年额度分 5 次下达，分别在 2019 年底、2020 年 2 月和 4 月提前下达 3 批次，提前下达规模占全年额度的 60%，剩余额度在 7 月和 12 月下达。2021 年地方债额度下达较晚，第 1 批在 3 月下达、第 2 批 5 月下达，已下达额度占年初预算比重达 95.5%。

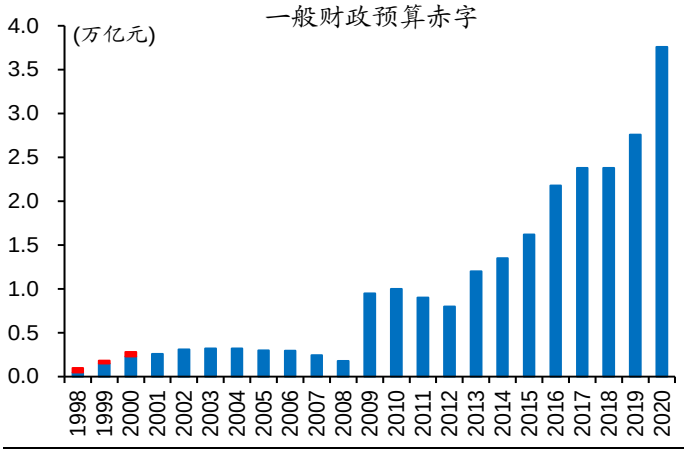
表1：2019-2021 年，地方债额度多分批次下达

时间		批次	每批次下达额度		累计下达额度	
			一般债	专项债	一般债	专项债
2019 年	2018 年 12 月	第 1 批	5800	8100	5800	8100
	2019 年 3 月	第 2 批	3500	13400	9300	21500
2020 年	2019 年 11 月	第 1 批	0	10000	0	10000
	2020 年 2 月	第 2 批	5580	2900	5580	12900
	2020 年 4 月	第 3 批	0	10000	5580	22900
	2020 年 7 月	第 4 批	4220	12600	9800	35500
	2020 年 11 月	第 5 批	0	2000	9800	37500
2021 年	2021 年 3 月	第 1 批	5880	17700	5880	17700
	2021 年 5 月	第 2 批	2120	16976	8000	34676

数据来源：财政部、开源证券研究所

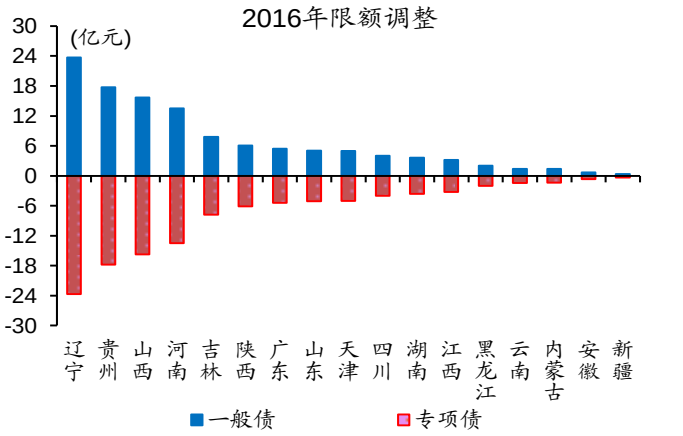
回溯历史，财政预算赤字规模在年中调整的情况较为少见，而预算收支结构调整的情况较为常见。1998 年以来，预算赤字规模在执行过程中调整的情况，只在 1998 年至 2000 年出现过，主要为了应对亚洲金融危机，而增发长期建设国债。相较之下，预算收支结构的调整较为常见，例如财政支出结构变化、政府性基金收入调入一般财政使用等，2016 年专项债额度调减 116.8 亿元、相应一般债额度等额增加。

图3：财政预算调整较为少见



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2016 年，专项债限额调减、一般债限额等额增加

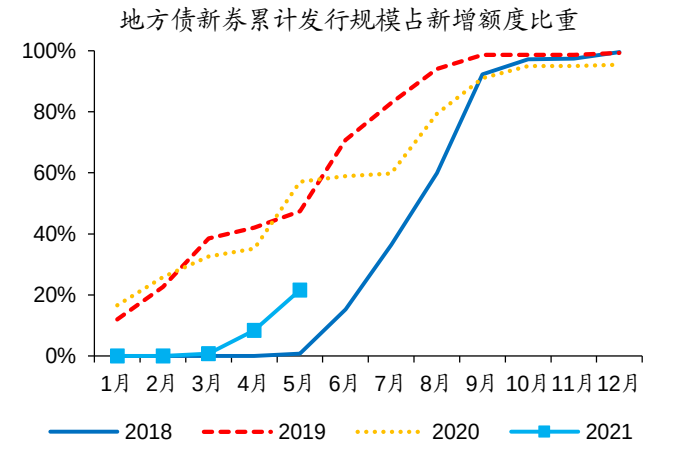


数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

2、 地方债发行开始加快，三季度供给压力较大

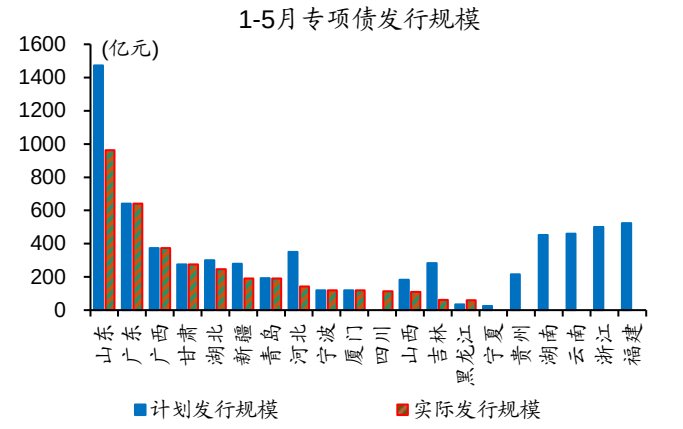
年初以来，地方债发行节奏偏慢，与政策重心回归、额度下达较晚、项目审核趋严等因素有关。1-4 月，地方债新券发行 6000 亿元、占全年额度的 10%，远低于过去两年同期，专项债拖累明显。专项债发行较慢，与财政“维稳”必要性和紧迫性下降、额度下达较晚，及地方债务监管加强、项目审核趋严等因素有关。项目质量不过关等，或是部分地区专项债实际发行规模，低于计划的原因（详细分析参见《财政支出偏慢，原因及影响》）。

图5：年初以来，地方债发行节奏明显偏慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

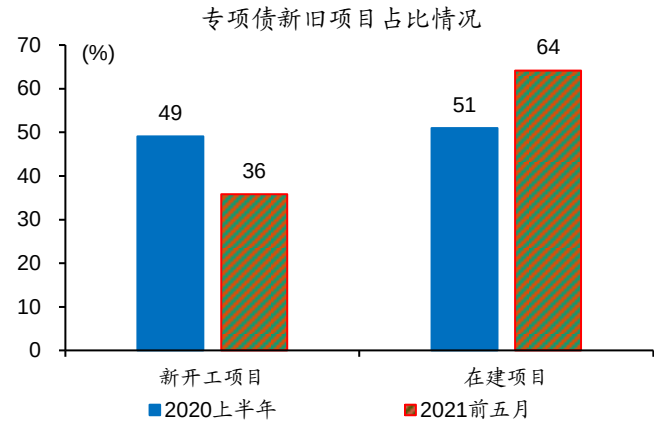
图6：多个省市专项债实际发行规模低于计划发行规模



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

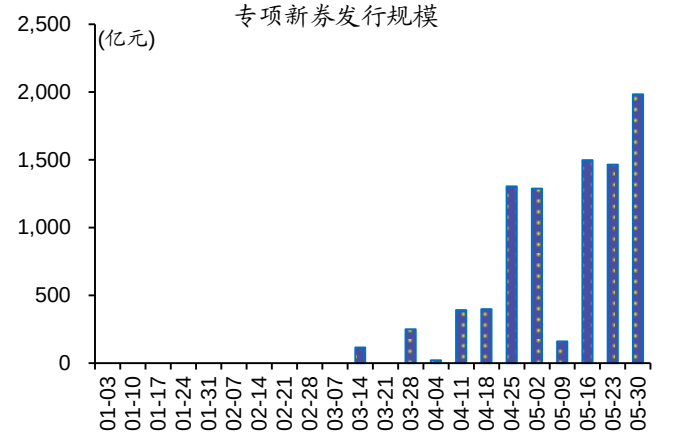
伴随额度下达、项目融资需求释放等，地方债发行开始加快。过去几年专项债扩容下，专项债支持的在建项目逐渐累积，需要持续的融资支持。2021 年政策也明确表示，专项债优先支持在建项目，前 5 个月在建项目比重较 2020 年上半年抬升 13 个百分点至 64%。结合 2020 年项目开工节奏等来看，在建项目融资需求或在 5 月开始逐步增多；同时，新项目也在逐步落地，进而带动地方债发行加快，5 月下旬地方债发行明显增多、最后一周新券发行近 2000 亿元。

图7：2021 年专项债项目中，在建项目比重明显上升



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图8：5 月，专项新券发行规模明显增多



数据来源：Wind、开源证券研究所

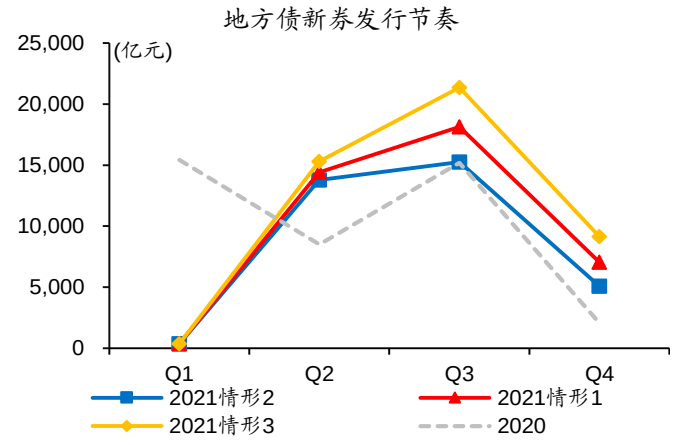
年内地方债供给高峰或在三季度出现，月均新券发行规模或在 5000-7000 亿元左右。经验显示，地方债新增额度在当年基本用完、最大剩余比例不到 5%，但存在资金当年未使用的情况，与项目不具备开工条件等有关；部分省市审计结果显示，募资当年未使用比例平均为 13%。以此为参照，假设 2021 年专项债额度有 13%未使用、11 月基本结束发行，对应三季度地方债新券发行或超过 1.8 万亿元；如果假设 2021 年地方债额度全部使用、最后 1 批额度在年底发行，对应三季度地方债新券发行规模或 2.1 万亿元左右。

表2：部分省市专项债存在“闲置”

年份	省份	专项债发行规模(亿元)	闲置规模(亿元)	占比
2018	广东	999	139	14%
2018	陕西	258	2	1%
2019	四川	980	276	28%
2019	福建	676	175	26%
2019	广东	2169	169	8%
2019	陕西	379	26	7%
2019	广西	526	9	2%
合计/加权占比		5987	796	13%

数据来源：各省审计报告、开源证券研究所

图9：三季度或为地方债供给高峰[1]



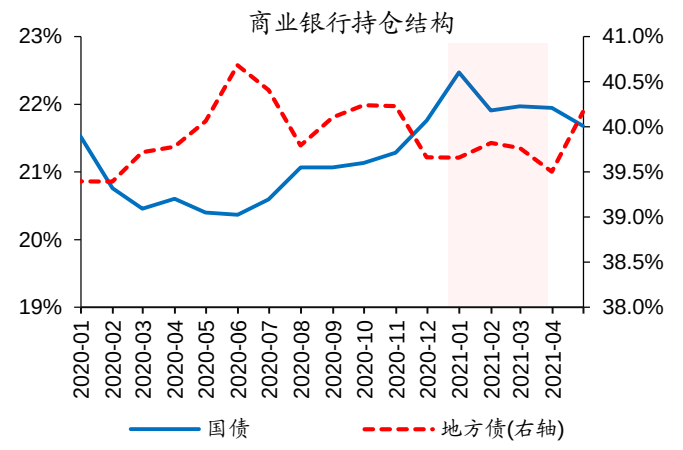
数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 情形 1，假设专项债额度中有 13%未使用、加上一般债额度，扣除前 5 月发行规模后为剩余发行规模，11 月基本发行结束；情形 2，假设专项债额度中有 28%未使用、加上一般债额度，扣除前 5 个月发行规模后，于 10 月发行完毕；情形 3，假设地方债额度全部用完，加上 2020 年的剩余额度、扣除前 5 月发行规模后为 6-10 月发行规模，最后一批额度于 11、12 月发行。

3、 地方债发行，较难引发流动性趋势性收紧、或加大资金波动

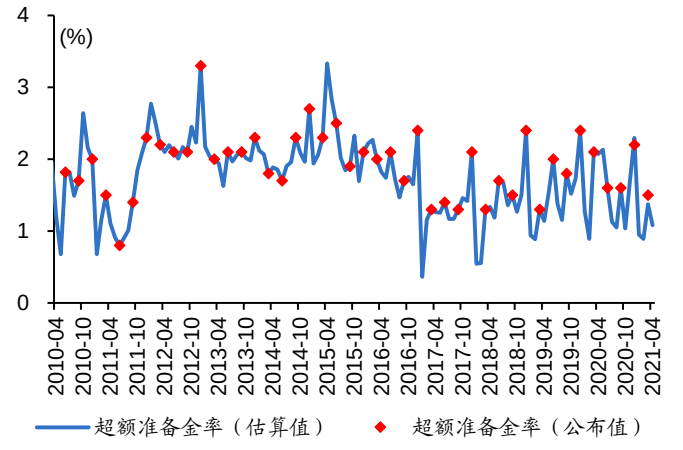
地方债供给的放量，可能引发资金压力阶段性上升。2 月以来，流动性环境超预期宽松，与政策中性操作下，部分机构资产“欠配”、地方债供给偏少等因素有关（详情参见《流动性宽松的“三大猜想”》）。地方债供给增多，或逐步缓解机构“欠配”现象，甚至可能加快银行超额准备金的消耗，进而加大资金压力。

图10：地方债供给偏少下，银行债券持仓下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：银行超储率季节性回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

政策“呵护”下，地方债供给带来的资金压力或相对可控，较难引发流动性趋势性收紧。经验显示，地方债供给较多时，央行均加大货币支持，2016 年以逆回购和 MLF 为主、2018 年和 2019 年降准和逆回购等相结合、2017 年和 2020 年以逆回购为主（详情参见《地方债放量，对流动性环境的影响》）。近期，政策表态也明确表示，“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”。考虑到下半年 MLF 到期较多、掣肘 MLF 净投放，地方债供给带来的流动性冲击，或主要通过逆回购加码等来平抑。

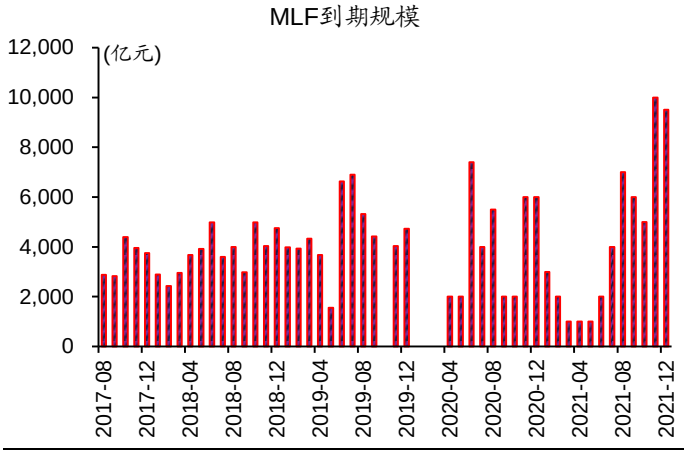
表3：政策保持流动性合理充裕、配合政府债券发行

时间	文件/会议	主要内容
2021 年 1 月	2020 年金融统计数据新闻发布会	稳健的货币政策会更加**灵活精准、合理适度**，继续保持对经济恢复必要的支持力度…巩固贷款实际利率下降成果，**推动企业综合融资成本稳中有降**。
2021 年 2 月	四季度货币政策执行报告	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，坚持稳字当头，不急转弯…综合运用多种货币政策工具，**保持流动性合理充裕**…巩固贷款实际利率下降成果，**促进企业综合融资成本稳中有降**。
2021 年 3 月	政府工作报告	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**。把服务实体经济放到更加突出的位置…优化存款利率监管，**推动实际贷款利率进一步降低**，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。
2021 年 3 月	货币政策委员会例会	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，把握好政策时度效，**保持流动性合理充裕**…保持对经济恢复的必要支持力度…健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，**推动实际贷款利率进一步降低**。
2021 年 4 月	一季度金融统计数据新闻发布会	综合运用公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性进行精准调节，保持银行体系流动性合理充裕，**为政府债券发行提供适宜的流动性环境**。

2021 年 5 月	一季度货币政策执行报告	**保持流动性合理充裕**，综合运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，对流动性精准调节，**维护市场预期稳定和货币市场利率平稳运行**。

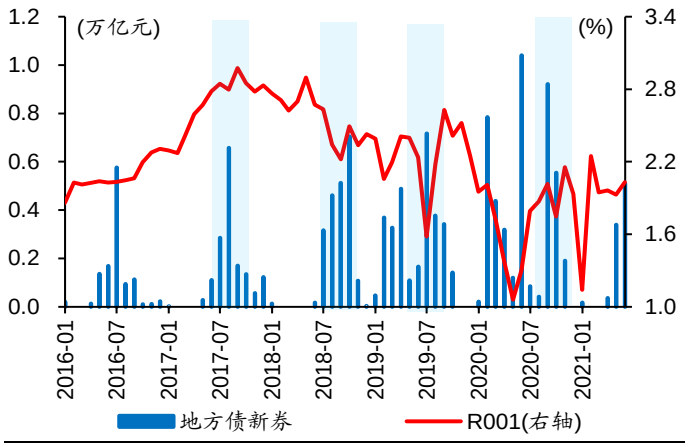
资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图12：下半年 MLF 到期规模较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：地方债集中供给时，流动性多较为宽松

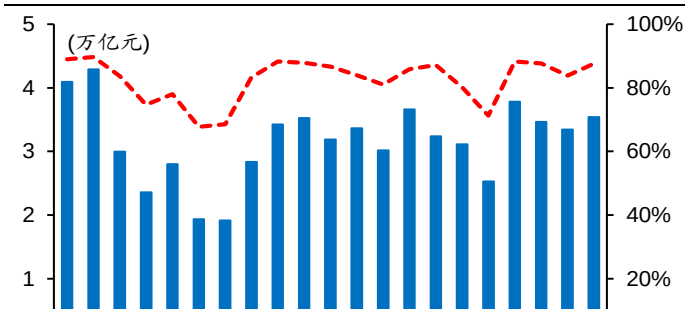


数据来源：Wind、开源证券研究所

然而，机构杠杆行为增多，对市场环境变化较为敏感，容易放大资金波动。前期流动性持续宽松下，机构杠杆行为明显增多，隔夜质押回购单日成交规模一度接近 4 万亿元、成交占比接近 90%。伴随地方债供给增多，银行资金融出意愿可能阶段性下降，容易引发机构杠杆资金紧张、加大资金波动，进而对债市形成扰动。

图14：5 月底，隔夜利率明显波动加大

图15：隔夜质押成交规模、杠杆较多



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20009