

2021 年 08 月 15 日

地方债供给三论

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

近期，关于地方债供给，及对市场和经济的影响等问题，市场关注较高、争议较大。在前期系统上梳理基础上，本文结合最新数据再做进一步梳理，可供参考。

● 截至 8 月中旬，地方债额度已下达九五成，但发行进度不及一半

地方债额度已下达九五成，但发行进度不到一半、部分中西部地区尤为缓慢。截至 8 月 15 日，地方债额度已下达两批，其中一般债和专项债分别为 8000 亿元和 3.47 万亿元，占全年额度的比重达 98% 和 95%。但地方债发行进度缓慢，专项债新券已发行 1.46 万亿元、占全年额度的比重只有 42%；分省市来看，中部的山西，西部的甘肃、重庆、陕西，及东北吉林等，专项债发行进度慢于全国平均。地方债发行缓慢，或与政策强调效能、额度下达较晚、项目开工手续不完备等有关。相较于前两年，2021 年财政部下达提前批额度相对较晚，也没有设定明确进度目标，更加注重地方债使用绩效管理，要求避免地方债募资滞留国库等。在此背景下，新开工项目手续不完备等，可能会影响债券发行进度，使得部分地区地方债实际发行低于此前计划，例如，4-7 月专项债实际发行占计划比重不足 77%。

● 年内地方债额度或基本用完，三季度较集中、四季度发剩余

土地财政承压、隐性债务监管下，地方债补充政府财力的重要性愈加凸显，年内额度或基本用完。受地产调控影响，土地成交持续下降，加大政府性基金收入压力；而隐性债务监管加强，约束了地方国企和平台融资，使得地方债融资重要性凸显。前几年累积的存量在建项目，也需要专项债资金的持续支持。伴随项目手续完善、融资需求释放，此前计划发行而当期未发的地方债，大多滞后发出来。年内地方债发行高峰或在 8 月和 9 月、剩余额度或在四季度发行，实际供给规模或小于新券发行。合理把握发行进度要求下，9 月底发行完前两批额度的可能性较低；中性情景下，假设地方债发行在 10 月底之前完成全年的近 80%，8 月和 9 月月均新券发行 8000 亿元左右，四季度可能还需发行近 1 万亿元。考虑到再融资券发行前置，后 5 个月地方债净供给或低于新券发行、可能在 2.1 万亿元左右。

● 年内地方债的供给，或较难改变债市格局和经济趋势

地方债供给对货币流动性的影响有限，或一定程度缓解欠配压力、但不会改变债市格局。经验显示，当地方债供给对流动性冲击较大时，央行多通过逆回购、MLF 等加大货币支持；近期，央行也明确强调要加强对政府债券发行等监测分析，保持流动性合理充裕。同时，地产调控、债务监管带来传统负债收缩尚未结束，决定了“资产荒”仍将延续；地方债供给或阶段性干扰交易行为，不改变债市趋势。防风险、调结构下，财政“发力”，可一定程度对冲经济下行压力，或较难改变经济趋势。提升政策效能下，财政“发力”兜牢基层“三保”底线，引导产业升级和科技创新，对传统基建的支持下降。项目质量、债务压制下，财政资金撬动的杠杆也有限，专项债项目几乎没有外部融资。重申观点，年内经济下行趋势已非常明确，需要留意地产和出口两大动能走弱下，四季度经济加速回落的风险。

● 风险提示：经济压力加大，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-Delta 病毒冲击，影响及展望》-2021.8.14

《宏观经济点评-信用“收缩”远未结束》-2021.8.11

《宏观经济专题-从大历史观，看通胀演绎》-2021.8.11

目 录

1、 地方债额度已下达九五成，发行进度不及一半	3
2、 三季度地方债供给或较集中，四季度发剩余额度	5
3、 地方债供给，较难改变债牛格局和经济趋势	7
4、 流动性与政策跟踪	10
5、 风险提示	11

图表目录

图 1: 地方债发行进度明显慢于以往	3
图 2: 地方债前两批额度已下达，占比超过 95%	4
图 3: 专项债发行进度明显偏慢、占额度比重不到 50%	4
图 4: 一般债发行进度整体较快	4
图 5: 部分中、西部省市发行进度明显偏慢	4
图 6: 地方债新券实际发行规模明显低于计划	5
图 7: 城投债“借新还旧”比例进一步抬升	5
图 8: 2021 年专项债项目中，在建项目比重明显上升	5
图 9: 地方债新券实际发行规模明显低于计划	6
图 10: 三季度或为地方债的发行高峰	6
图 11: 2021 年上半年再融资券发行明显快于地方债到期	7
图 12: 历年再融资券发行规模未超过地方债到期规模	7
图 13: 地方债放量时，货币多有配合	7
图 14: 7 月以来，广义基金明显增持利率债	8
图 15: 保险、广义基金持有地方债比重抬升	8
图 16: 地产相关贷款增速、制造业需求指数均回落	8
图 17: 地方债放量不改国债收益率趋势	8
图 18: 专项债投向基建占比有所下降	9
图 19: 2021 年，交通类基建计划投资规模下降	9
图 20: 专项债项目资金大多来自于财政	9
图 21: 财政支出与经济增长并不必然相关	9
图 22: 本周(8 月 9 日-8 月 15 日)资金净投放为零	10
图 23: 下周(8 月 16 日-8 月 22 日)有 900 亿元资金到期	10
图 24: 本周(8 月 9 日-8 月 15 日)货币市场利率整体上涨	10
图 25: 本周(8 月 9 日-8 月 15 日)SHIBOR 多数上涨	10
表 1: 有关报道称，某省第二批专项债预计在 9 月发行	3
表 2: 地方债务监管加强、项目审核趋严	5
表 3: 政策强调灵活把握发债节奏	6
表 4: 部分省市专项债存在“闲置”	6
表 5: 政策强调保持流动性合理充裕、配合政府债券发行	7
表 6: 本周重点政策概览（8 月 9 日-8 月 15 日）	11

1、地方债额度已下达九五成，发行进度不及一半

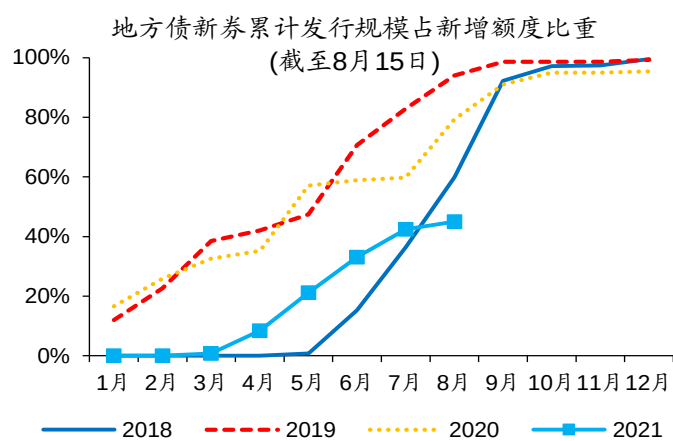
近期，关于地方债供给的讨论较多、分歧较大，甚至可能存在误读。8月中旬，21世纪经济报道称，某省“第二批专项债预计在9月发行，第三批预计在年底发”，引发市场广泛讨论，对9月底前发行完前面两批额度带来的集中供给担忧明显增多，债券市场一度出现明显调整；而此前地方债发行偏慢，使得市场一度预期额度下调或年内有较大比例发不完（详情参见《地方债的供给再论》）。针对年内地方债供给可能还有多少，对市场和经济的影响几何等问题，本文尝试系统梳理。

表1：有关报道称，某省第二批专项债预计在9月发行

时间	媒体	主要内容
2021年8月	21世纪经济报道	(1)按照监管要求，地方将 预留部分专项债额度在今年12月发行 ，这部分资金需在 明年年初支出形成实物工作量 。
		(2)中部省份某地市财政局人士：“我们省厅通知，在预留12月发债额度后， 剩余新增专项债额度需在9月发行完毕 ，棚改、收费公路项目要求在9月份发行。”
		(3)南方某省财政厅人士表示：“我们 第二批专项债预计在9月发行，第三批预计在年底发。今年年内肯定要发完，但不要求用完。 ”
		(4)国家发改委7月初向地方下发通知，要求做好 2022年地方专项债项目前期工作 。值得注意的是，这一工作 较往年提前了近两个月的时间 。这有利于避免因专项债项目绩效管理趋严、合格项目储备不足等导致发行进度偏慢、投资拉动不及时等问题。
		(5)在已反馈的2021年专项债准备清单中拟发行专项债券确定实施的项目， 地方要抓紧完成项目各项前期工作，并于8月26日前报送国家发改委 。同时，统筹考虑在建项目和新开工项目资金需求，做好明年上半年专项债项目准备工作， 各地要在10月底前将一批符合条件、已完成前期工作的项目录入重大项目库 ，确保这批项目具备尽快开工建设的条件。

资料来源：21世纪经济报道、开源证券研究所

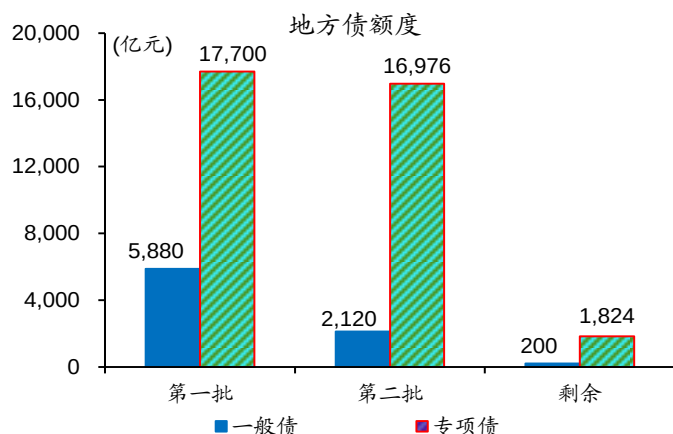
图1：地方债发行进度明显慢于以往



数据来源：Wind、开源证券研究所

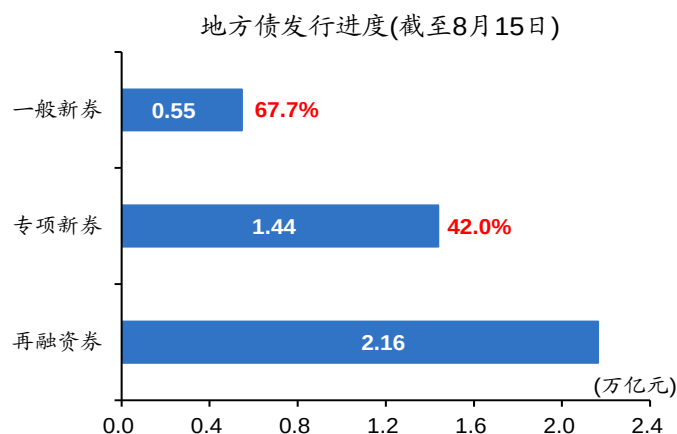
地方债额度已下达九五成，但发行进度不到一半、部分中西部地区尤为缓慢。地方债额度已下达两批，其中一般债和专项债分别为8000亿元和3.47万亿元，占全年额度比重达98%和95%（详情参见《地方债的供给压力》）。但地方债发行进度缓慢，截至8月15日，地方债新券发行规模达2万亿元，占全年额度比重仅47%、远低于2019-2020年均值的70%左右，其中，一般债发行占比68%，专项债拖累进度明显，发行规模1.46万亿元、占全年额度比重只有42%；分省市来看，中部的山西，西部的甘肃、重庆、陕西，及东北吉林等，专项债发行进度慢于全国平均。

图2：地方债前两批额度已下达，占比超过 95%



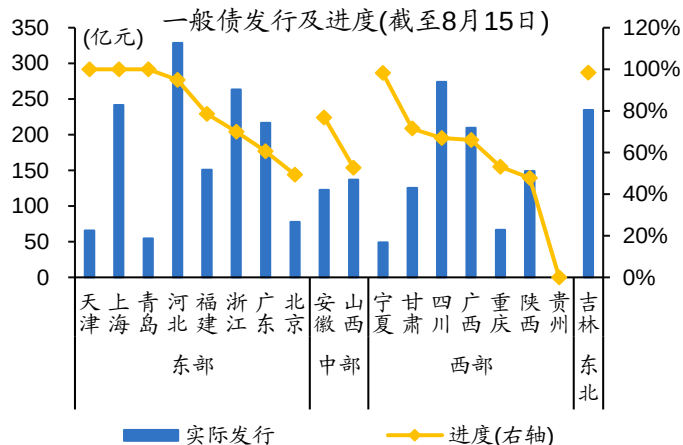
数据来源：财政部、开源证券研究所

图3：专项债发行进度明显偏慢、占额度比重不到 50%



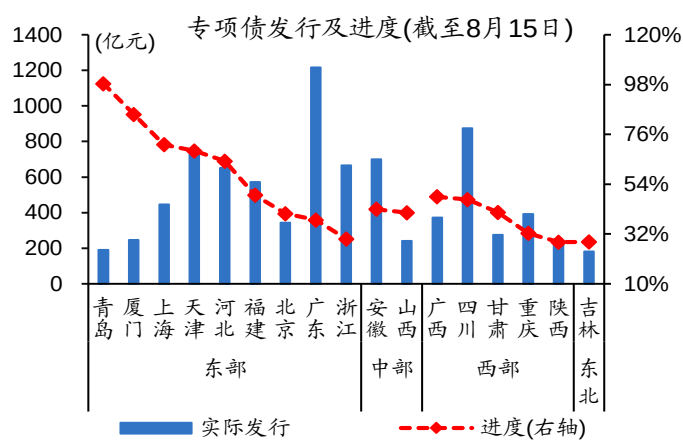
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：一般债发行进度整体较快



数据来源：Wind、各省财政厅、开源证券研究所

图5：部分中、西部省市发行进度明显偏慢



数据来源：Wind、各省财政厅、开源证券研究所

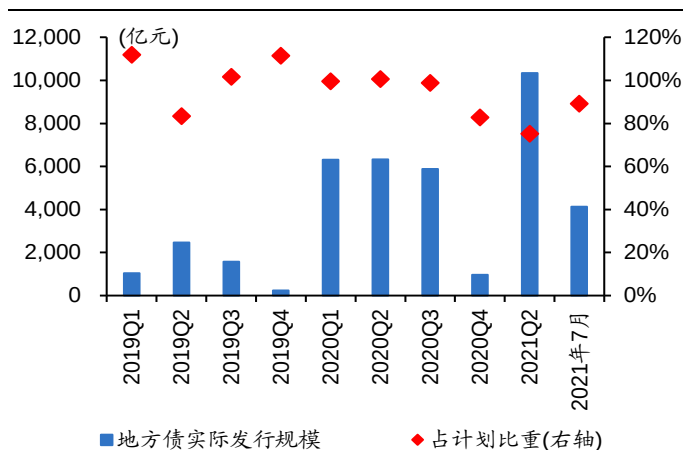
地方债发行缓慢，或与政策强调效能、额度下达较晚、项目开工手续不完备等有关。相较于前两年，2021 年财政部下达提前批额度相对较晚、也没有设定明确进度目标，更加注重地方债使用绩效管理，要求避免地方债募资滞留国库等。在此背景下，新开工项目手续不完备等，可能会影响债券发行进度，使得部分地区地方债实际发行低于此前计划，例如，4-7 月专项债实际发行占计划比重不足 77%（详情参见《财政支出偏慢，原因及影响》）。

表2：地方债务监管加强、项目审核趋严

时间	事件	主要内容
2020年11月	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》	严格专项债券项目合规性审核和风险控制 ，强化专项债券项目的全过程管理，对专项债券项目“借、用、管、还”实行逐笔监控，确保到期偿债、严防偿付风险
2021年1月	《地方政府债券发行管理办法》	加强专项债券项目跟踪管理 ，严格落实项目收益与融资规模相平衡的有关要求，保障债券还本付息，防范专项债券偿付风险...充分结合项目周期、债券市场需求等合理确定专项债券期限， 专项债券期限应当与项目期限相匹配 ，专项债券期限与项目期限不匹配的，可在同一项目周期内以接续发行的方式进行融资等
2021年4月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	(1) 加强对项目执行情况的分析和结果运用 ，将科学合理的实际执行情况作为制定和调整标准的依据。加快推行项目要素、项目文本、绩效指标等标准化规范化。 (2)将项目作为部门和单位预算管理的基本单元，预算支出全部以项目形式纳入预算项目库， 实施项目全生命周期管理，未纳入预算项目库的项目一律不得安排预算...实行项目标准化分类，规范立项依据、实施期限、支出标准、预算需求等要素 。建立健全项目入库评审机制和项目滚动管理机制。
2021年5月	刘昆《建立健全有利于高质量发展的现代财税体系》	充分利用信息化手段掌握项目资金使用和建设进度等情况 ...坚决遏制增量，落实地方政府不得以任何形式增加隐性债务的要求
2021年6月	《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》	(1) 提高专项债券资金使用效益，有效防范政府债务风险 ...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”...注重融资收益平衡与偿债风险。 (2)将事前绩效评估作为项目 进入专项债券项目库的必备条件 ...对 专项债券项目实行穿透式监管 ...每年选取部分重大项目开展重点绩效评价...对严重偏离绩效目标的项目要暂缓或停止拨款，督促及时整改...项目无法实施或存在严重问题的要及时追回专项债券资金并按程序调整用途。

资料来源：财政部、政府网站、开源证券研究所

图6：地方债新券实际发行规模明显低于计划

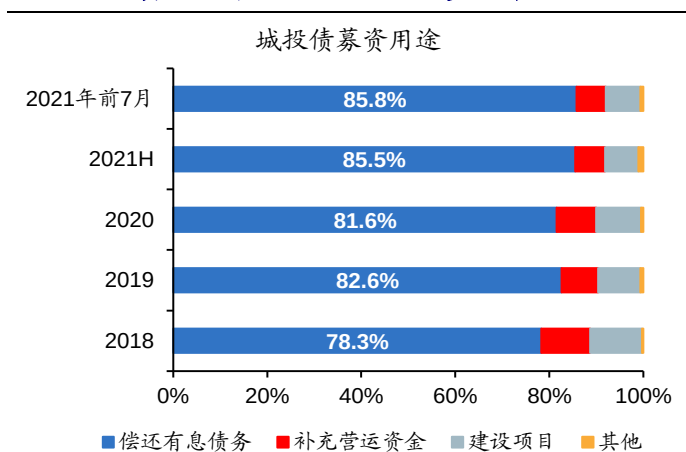


数据来源：Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

2、三季度地方债供给或较集中，四季度发剩余额度

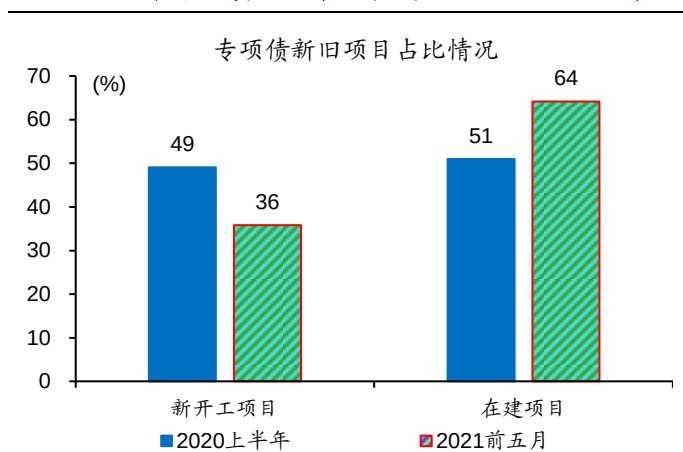
土地财政承压、债务监管加强下，专项债是地方政府重要的融资来源，也需要支持在建项目再融资。受地产调控影响，土地成交持续下降，加大政府性基金收入压力；而隐性债务监管加强，约束了地方国企和平台融资，使得地方债融资重要性凸显。前几年累积的存量在建项目，也需要专项债资金的持续支持；政策也明确表示，专项债优先支持在建项目，前5个月在建项目比重较2020年上半年抬升13个百分点至64%（详情参见《地产调控，这次不一样》、《城投债融资，或告别高增》、《地方在供给再论》）。

图7：城投债“借新还旧”比例进一步抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2021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

灵活把握发行节奏要求下，9月底前用完已下达额度可能较低，一定比例地方债或将在四季度发行。相较于过去两年要求9月底发行完毕，2021年没有明确设定地方债发行进度要求，同时强调“合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度”。结合当前发债节奏较慢等，9月集中将剩余额度全部使用完毕的概率较小。同时，伴随

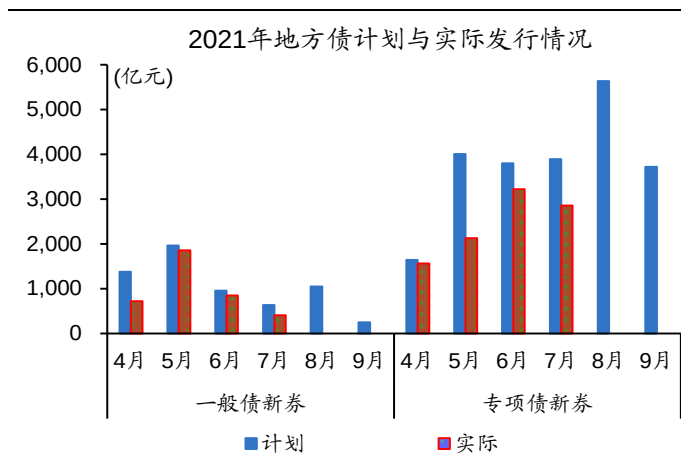
项目手续完善、融资需求释放，此前计划发行而当期未发的地方债，大多滞后发出来，例如，广西省已下达一般债、专项债额度分别为 318 亿元和 772 亿元，前 7 月分别发行 210 亿元和 373 亿元；而 8、9 月公布计划的合计规模只有 80 亿元和 299 亿元、远低于剩余额度，或滞后在四季度发行（详情参见《地方债供给再论》）。

表3：政策强调灵活把握发债节奏

年份	文件/会议	专项债发行进度情况
2019年4月	关于做好地方政府债券发行工作的意见	各地应当合理把握发行节奏，切实加快债券发行进度，2019年6月底前完成提前下达新增债券额度的发行， 争取在9月底前完成全年新增债券发行。
2020年7月	关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知	妥善做好稳投资稳增长和维护债券市场稳定工作，确保专项债券有序稳定发行， 力争在10月底前发行完毕，加快新增专项债券资金使用进度 合规调整新增专项债券用途，赋予地方一定的自主权， 应当于9月底前完成。
2020年11月	关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见	科学设计地方债发行计划，合理选择发行时间窗口， 适度均衡发债节奏 ，既要保障项目建设需要，又要避免债券资金长期滞留国库。
2021年6月	关于2020年中央决算的报告	用好地方政府专项债券，指导地方加强项目储备，适当放宽专项债券发行时间限制， 合理把握发债节奏 ，提高债券资金使用绩效。
2021年7月	7月政治局会议	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线， 合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度 ，推动今年底明年初形成实物工作量。

资料来源：政府网站、财政部、开源证券研究所

图9：地方债新券实际发行规模明显低于计划



数据来源：Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

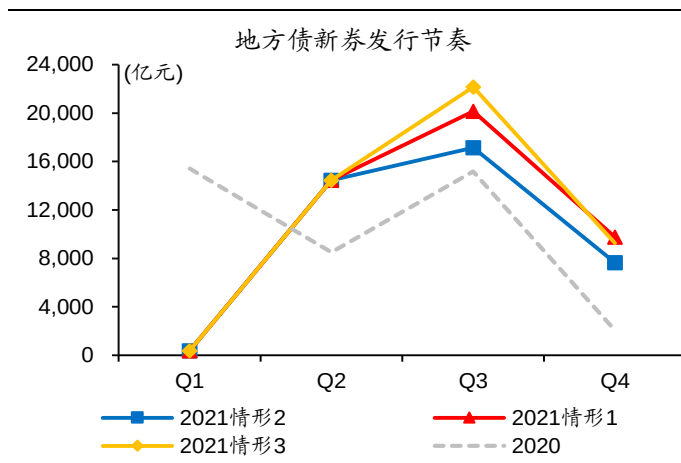
年内地方债发行高峰或在 8 月和 9 月、剩余额度或在四季度发行，实际供给规模或小于新券发行。合理把握发行进度要求下，9 月底之前完成前两批已下达额度地方债发行的可能性较低；结合当前发行情况、发行计划等来看，中性情景下，假设地方债发行在 10 月底之前完成全年额度的近 80%，8 月和 9 月为年内供给高峰、月均新券发行可能在 8000 亿元附近，四季度可能还需发行近 1 万亿元。考虑到再融资券发行“前置”，即使假设全年再融资券发行与地方债到期规模相当，8 月至 12 月地方债到期带来供给减少近 4500 亿元，实际上的地方债净供给或在 2.1 万亿元左右。

表4：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%
2020	河南	1853	439	24%
平均占比		5987	796	14%

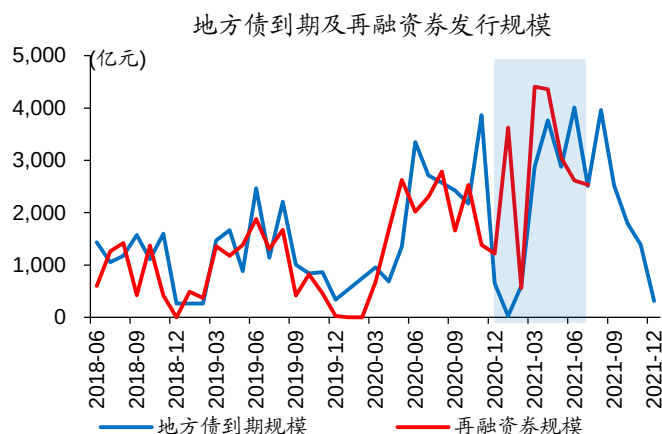
数据来源：各省审计报告、开源证券研究所

图10：三季度或为地方债的发行高峰¹

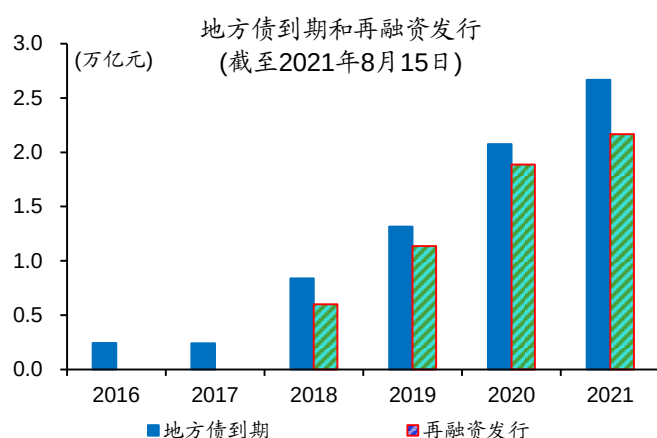


数据来源：Wind、开源证券研究所

¹ 情形 1，假设地方债额度年内全部用完，扣除前 7 个月发行规模为剩余发行规模、年底前发行完毕；情形 2，假设专项债额度有 14% 未使用、加上一般债额度，扣除前 7 个月发行规模后、年底发行结束；情形 3，地方债额度年内全部用完，加上 2020 年剩余 1500 亿元专项债额度，扣除前 7 个月发行规模后为剩余发行规模、年底前发完。

图11：2021年上半年再融资券发行明显快于地方债到期


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：历年再融资券发行规模未超过地方债到期规模


数据来源：Wind、开源证券研究所

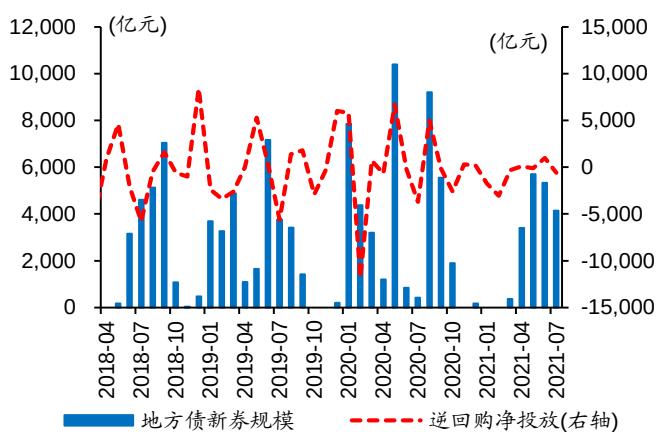
3、地方债供给，较难改变债牛格局和经济趋势

货币政策“稳字当头”下，地方债供给对流动性冲击或相对有限。经验显示，当地方债供给较多、对流动性冲击较大时，央行多通过逆回购、MLF等加大货币支持。4月中旬，政策明确表示，“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”；近期发布的货币政策执行报告也明确强调，要加强对政府债券发行等监测分析，保持流动性合理充裕。政策“呵护”下，地方债供给带来的资金压力或相对可控、货币市场利率或在政策利率附近窄幅波动（详情参见《地方在放量，对流动性环境的影响》）。

表5：政策强调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 。
2021年7月	政治局会议	要做好宏观政策跨周期调节， 保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性 ，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间... 稳健的货币政策要保持流动性合理充裕 。
2021年8月	二季度货币政策执行报告	加强对财政收支、 政府债券发行 、主要经济体货币政策调整等不确定性因素的监测分析， 进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性 。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

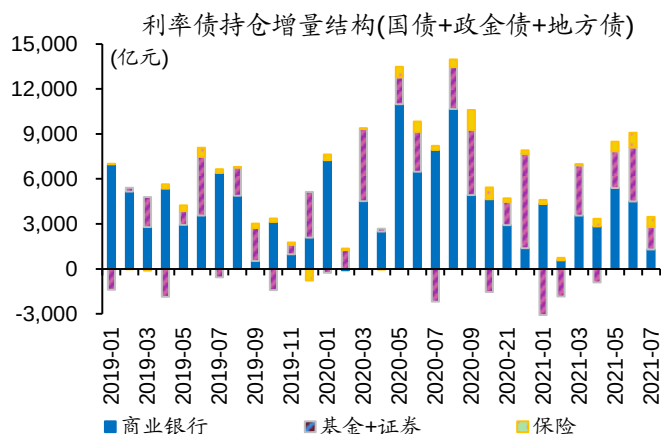
图13：地方债放量时，货币多有配合


数据来源：Wind、开源证券研究所

地方债供给或一定程度缓解欠配压力，但较难改变债市走势和“资产荒”格局。

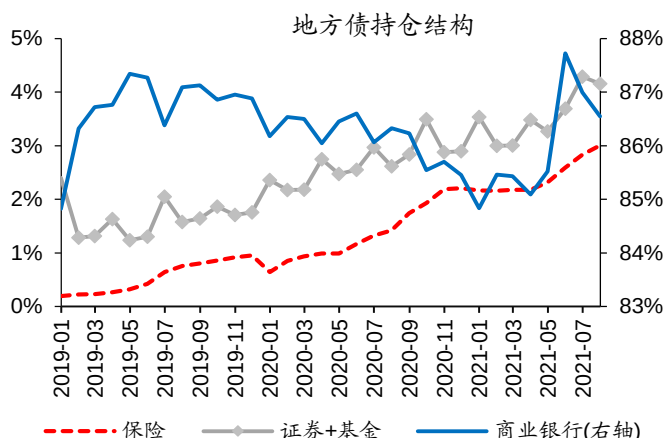
2月以来，债市震荡走强，一定程度上流动性宽松下、部分机构资产“欠配”、地方债供给偏少等因素有关。伴随地方债供给增多，机构“欠配”压力或得到一定缓解；但地产调控、债务监管带来传统负债收缩尚未结束，决定了“资产荒”仍将延续。地方债供给或阶段性干扰交易行为，不改变债市趋势（详情参见《战略看多债市》）。

图14: 7月以来, 广义基金明显增持利率债



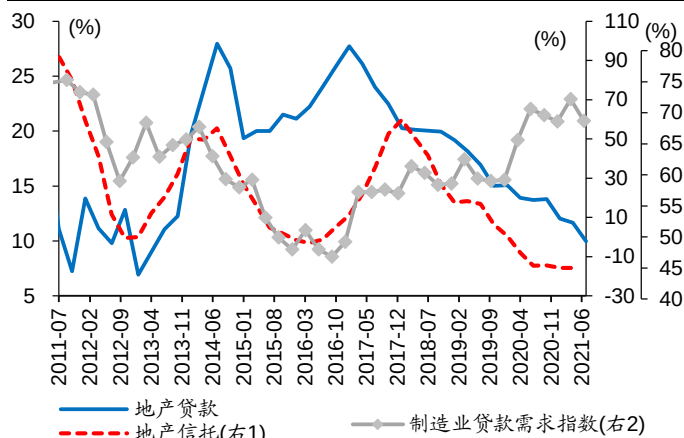
数据来源: Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

图15: 保险、广义基金持有地方债比重抬升



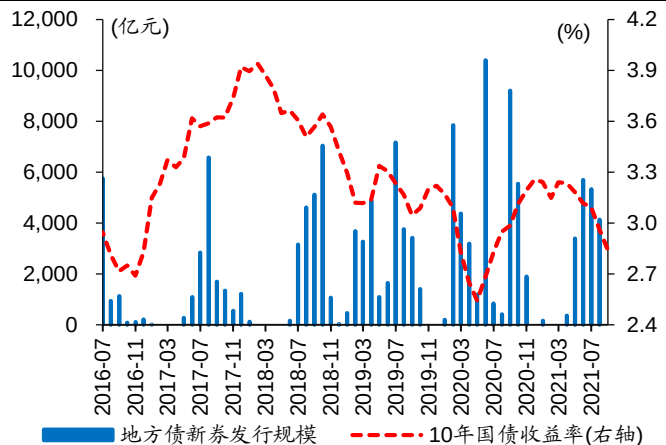
数据来源: Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

图16: 地产相关贷款增速、制造业需求指数均回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 地方债放量不改国债收益率趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

防风险、调结构下, 财政“发力”, 可一定程度对冲经济下行压力, 或较难改变经济趋势。提升政策效能下, 财政“发力”兜牢基层“三保”底线, 引导产业升级和科技创新, 对传统基建的支持下降。项目质量、债务压制下, 财政资金撬动的杠杆也

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_25135

