

当政府债券开始扩张： 我们对利率债供应压力的估算

报告要点：

● 宽信用兑现过程中萨伊定律似乎是成立的，宽信用之前总会对应一轮宽货币。

● 当前的货币环境对信用不存在压力，之所以政府信用在 2021 年出现了收缩，主要来自于两个原因：

- 1) 我们在 2020 年已经执行了非常积极的财政政策，2021 年在边际上速度降下来是一个正常的节奏；
- 2) 2021 年对专项债及城投债的监管出现了明显升级，这使得政府信用出现了额外的收缩。

● 但无论如何，政府信用当前会面临新一轮的扩张：

- 1) 在高层的表态中，财政的积极已成明牌；
- 2) 后续的货币环境至少不会成为拖累，社会资金成本已经跌入近年来谷底；
- 3) 如果企业信用扩张困难，货币只能流向政府部门信用，这是一个额外的超预期的点。

● 政府信用扩张已经出现了明确的端倪，政府债券已于 2021 年 9 月后出现了明显加速，中央本级财政支出的增长速度也回到了 6 年以来的新高。

● 在测算利率债的供应上，我们做出如下保守的假设：

- 1) 2022 年名义 GDP 规模约为 124.7 万亿元；
- 2) 预期财政赤字规模约为 4.24 万亿。

● 在此假设下，我们对利率债供应的预测如下：

- 1) 2022 年国债总供给约为 9.2 万亿，净供应为 3.04 万亿，且发行高峰会出现在 2022Q4；
- 2) 预计 2022 年地方政府债总发行量为 8.1 万亿，发行高峰在 2022Q3，净供应为 5.32 万亿。
- 3) 预计 2022 年证金债发行规模约为 6.28 万亿，发行高峰在二季度，净供应为 2.74 万亿。

● 如果此预测成立的话，那政府债券的供应速度将从 15.5% 附近弱幅上升至 15.7% 附近，政府信用在今年最多由下转平，但若市场信用收缩的话，政府信用依靠一己之力是难以稳住信用的。

● 如果再加上证金债的话，总的利率债的供应速度将从 14.5% 降到 13.2%，照此来看，利率债的供应对今年的利率债并不构成压力。

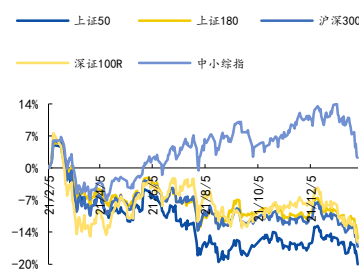
● 当然，这些判断不代表着利率债今年的压力是下降的：

- 1) 我们以上预测成立的前提是：政府部门支出对 GDP 的拉动力与以往并无二致，但现在在市场部门表现极弱的状态下，GDP 的企稳应比以往要更依赖于政府支出；
- 2) 基于这一变化，如果要达到 5.5% 的 GDP 目标的话，财政的发力力度要比标准情形更猛，因此，不排除政府债券的发行高于我们预测值的可能，政府

主要数据：

上证综指：	3361.44
深圳成指：	13328.06
沪深 300：	4563.77
中小盘指：	4448.87
创业板指：	2908.94

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《不是办法的办法：货币政策的拐点正在到来》

2022.01.20

《地产是一切的不确定性》2022.01.18

报告作者

分析师 杨为敦
执业证书编号 S0020521060001
邮箱 yangweixiao@gyzq.com.cn
电话
联系人 孟子君
邮箱 mengzijun@gyzq.com.cn
电话 021-51097188

债券的供应也无论如何都是加速的；

3) 若以此来看，至少对银行的配债资金来说，今年是谈不上什么利好的。

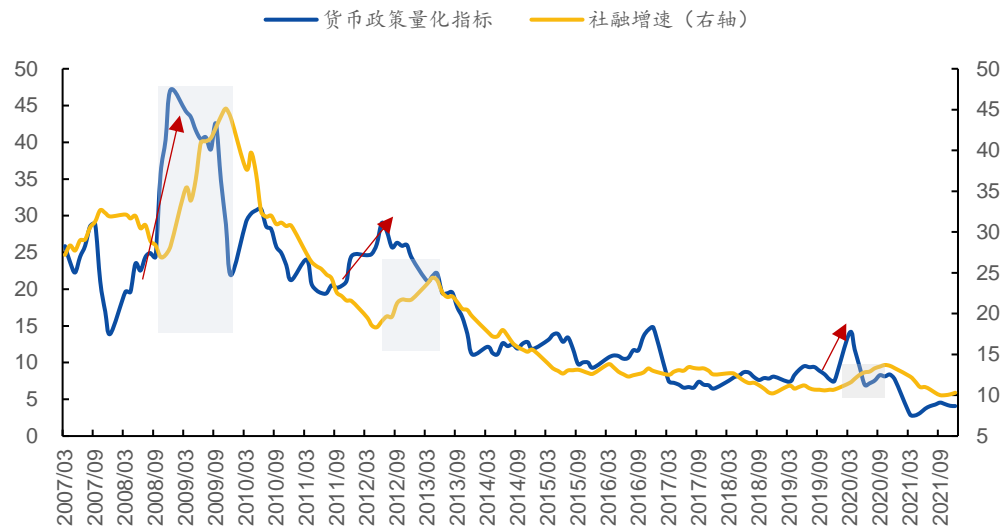
风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

本篇报告主要从货币与财政的视角分析政府信用的变化规律。政府信用，亦即政府债券融资，作为积极财政政策的重要组成部分，是发挥基建投资逆周期调控作用的重要资金来源。基于财政支出视角的政府信用需求分析，能够使投资者对当年政府债券的发行规模与节奏有着量上的把握。但是该视角并没有嵌入流动性因素，似有管中窥豹之嫌，也就无法把握政府债券的平滑趋势与运行拐点。因此，本篇报告将货币视角与财政视角相互结合，以分析今年政府信用的运行趋势。

1. 货币视角的政府信用分析

从信用供给端看，宽信用之前总会对应一轮宽货币。基于目标与现实的差异，宽松的货币政策目标总是希望带来宽松的信用现实。但是受金融摩擦的影响，事与愿违的情况比比皆是。然而现实中宽信用周期总会对应着一轮量上的货币投放，这不仅能为信用扩张提供充足的流动性，也能进一步降低银行的信贷资金成本。

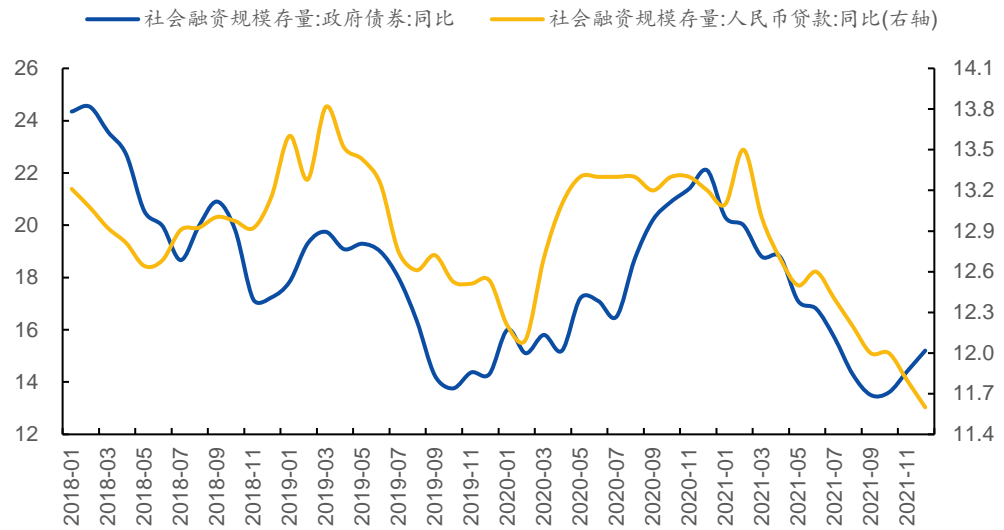
图 1：现实中宽信用周期总会对应着一轮量上的货币投放



资料来源：Wind，国元证券研究所

从需求端来看，政府与实体企业的信用需求是宽信用的两大关键。有效的宽信用需要政府部门与实体企业的信用需求同时发力，才能实现扩大有效投资的目的。当企业信用扩张受产业管控政策制约，抑或是政府信用受监管政策束缚时，一方必须先扩张信用以托底另一方的需求萎靡，否则宽信用刺激无从谈起。

图 2：政府与实体企业的信用需求是宽信用的两大关键



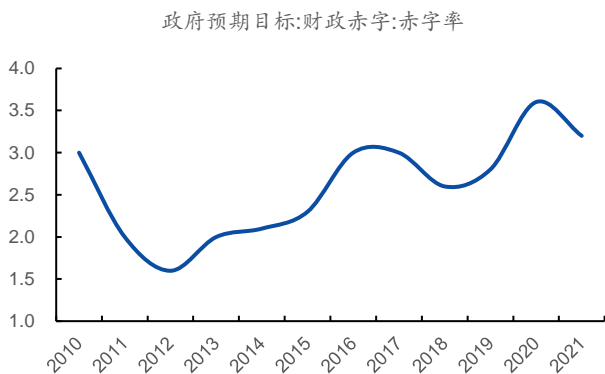
资料来源：Wind，国元证券研究所

基于上述信用供需框架，实现宽信用的过程中萨伊定律似乎是成立的。银行体系获得足量低成本流动性后，实体经济融资意愿会因借贷成本的降低而上升。此时，政府部门信用，抑或是实体企业信用，都将助推形成整个社会的宽信用状态。从而，政府信用的走势分析可借助实体经济融资意愿与企业实际信贷情况来判断。

当前的货币环境对信用不存在压力，之所以政府信用在 2021 年出现了收缩，主要来自于两个原因：

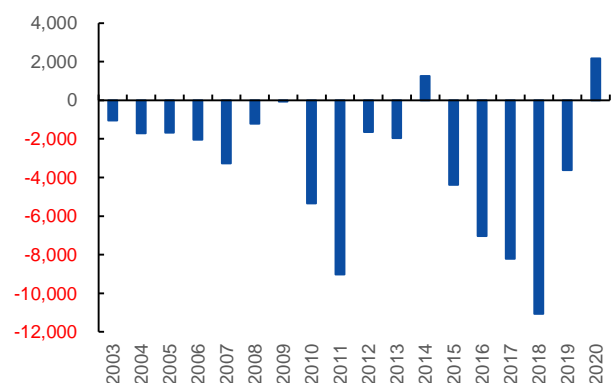
1) 我们在 2020 年已经执行了非常积极的财政政策，2021 年在边际上速度降下来是一个正常的节奏。首先，2020 年疫情冲击下财政政策十分积极，在 1 万亿特别国债的基础上，新增专项债额度也同比多增 1 万亿元，目标赤字率更是达到有史以来最高的 3.6%。然而，2020 年的财政支出力度并不大，全国公共财政支出仅完成预算的 99%，预决算缺口创新高。

图 3：2020 年目标赤字率更是达到有史以来最高



资料来源：Wind，国元证券研究所

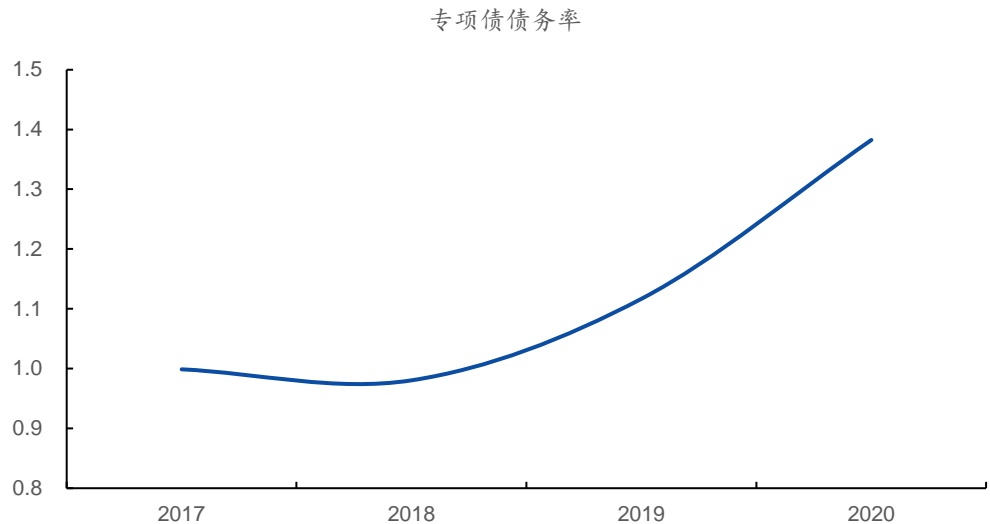
图 4：2020 年预决算缺口创新高



资料来源：Wind，国元证券研究所

2) 2021 年对专项债及城投债的监管出现了明显升级，这使得政府信用出现了额外的收缩。一则，去年对专项债券项目实行的穿透式、全过程监控，在抑制专项债务风险的同时，也打消了部分地方发债的积极性。二则，“15 号文”实施下部分金融机构对有涉及隐性债务的城投主体收紧了放款，也牵连了地方政府的信用。

图 5：2020 年专项债债务率创新高



资料来源：Wind，国元证券研究所

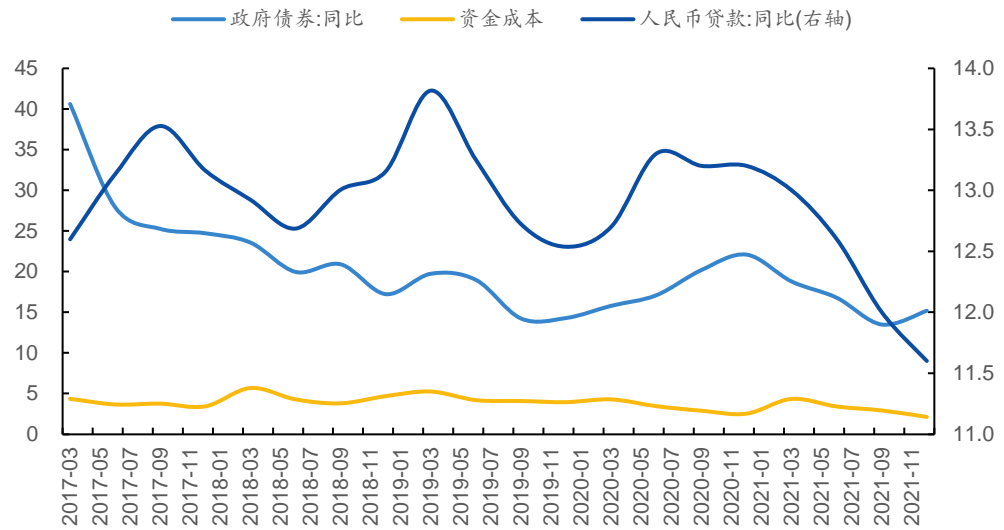
但无论如何，政府信用当前会面临新一轮的扩张：

1) 在高层的表态中，财政的积极已成明牌。早前中央经济会议已经为积极的财政政策做了基调，强调要积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前。最近的全国财政工作会议也指出，积极的财政政策要“着力稳定宏观经济大盘”，“保持适当的支出强度”。

2) 后续的货币环境至少不会成为拖累，社会资金成本已经跌入近年来谷底。货币政策已经转向实质性宽松，前期的降准与 LPR 的两次下调均证明银行体系注入了足量的可贷资金。与此同时，实体经济融资意愿映射的社会资金成本已经跌入近年来谷底。全社会的信用扩张处于蓄势待发中。

3) 如果企业信用扩张困难，货币只能流向政府部门信用，这是一个额外的超预期的点。当前实体经济融资意愿已经开始回升，而企业部门信贷需求却难以提振，实体经济融资意愿的阀门只能流向政府部门信用。可以料想，上半年企业信贷延续回落，或企稳的时间区间，都将对应这此次政府信用扩张的持续期。

图 6：实体经济融资意愿的阀门只能流向政府部门信用

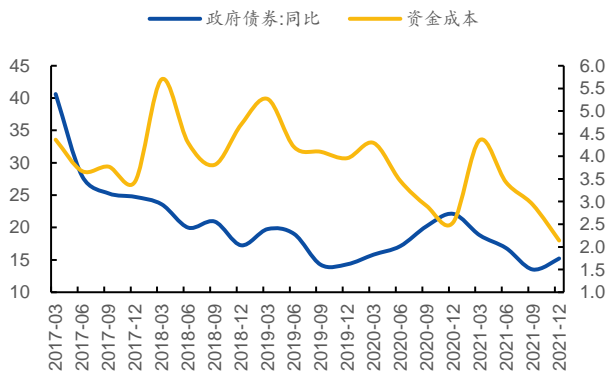


资料来源：Wind，国元证券研究所

当前来看，政府部门的信用需求已经率先托底实体经济的信用低迷状态。去年地产的超预期下降拖累了信贷出现异常滑坡，同时预期的恶化也使信贷需求短期难以出现反转。庆幸的是，政府债券增速已在去年9月达到历史低点后开始转入上升轨道，扮演了信用托底的“白衣骑士”角色。支出端，中央本级财政支出的增长速度也回到了6年以来的新高。

图 7：政府的信用需求率先托底实体的信用低迷状态

图 8：中央本级财政支出的增长速度也回到了 6 年以来的新高



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Wind，国元证券研究所

2. 财政视角的政府信用供给

2.1 国债发行规模与节奏

2.1.1 国债发行规模测算

国债年度发行规模取决于中央财政赤字规模与当年国债到期规模，前者决定新增国债发行量，后者决定国债滚动发行量。而财政赤字则由名义 GDP 与赤字率的乘积决定。具体推测步骤如下：

2022 年名义 GDP 规模约为 124.7 万亿元。从绝大多数已公布的地方经济增长目标来看，全国 GDP 增速目标极有可能在 5.5% 左右。结合我们在年度宏观展望中对 CPI 与 PPI 的预测，明年物价总水平的判断约为 3.6%。站在当前时点，2022 年名义 GDP 增速约为 9.1%。基于去年 114.37 万亿元的基数，估算得到 2022 年名义 GDP 规模约为 124.7 万亿元。

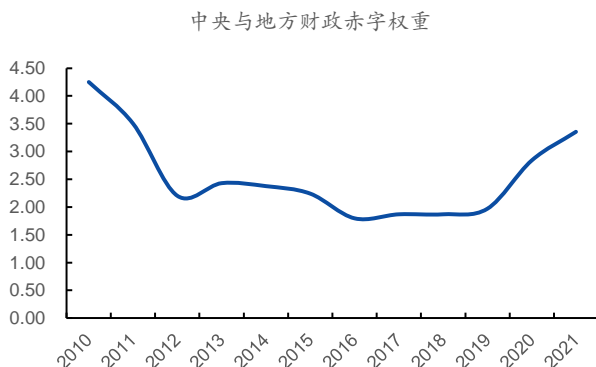
2022 年预期财政赤字规模 4.24 万亿，中央和地方的财政赤字占比权重 3.1:1。今年基建作为稳增长的重要支撑，对财政支出有着刚性压力。以近两年目标赤字均值 3.4% 推测，得到 2022 年预期财政赤字规模 4.24 万亿。此外，两年疫情时期，中央财政赤字与地方财政赤字的配比显著提升，分别为 2.84:1 以及 3.35:1。因此，根据过去两年的权重均值 3.1:1，预计 2022 年中央财政赤字约为 3.2 万亿，地方财政赤字约为 1.03 万亿元。

2022 年国债净融资约为 3.04 万亿。国债净融资规模和中央财政赤字规模虽然比较接近，但两者也存在一定差额。除 2013 年和 2020 年国债净融资规模超过中央财政赤字外，其他年份国债净融资均低于财政赤字规模，且基本覆盖 95% 的中央财政赤字。因此，我们估算 2022 年国债净融资约为 3.04 万亿。

2022 年国债到期规模为 5.44 万亿，贴现国债滚动发行规模为 0.73 万亿。疫情期间两年贴现国债发行规模分别为 1.49 与 1.86 万亿，假设 2022 年贴现国债发行规模为 1.68 万亿。考虑到过去两年当年发行当年到期的贴现国债在贴现国债发行中的比例稳定在 43%，则贴现国债滚动发行规模约为 0.73 万亿。

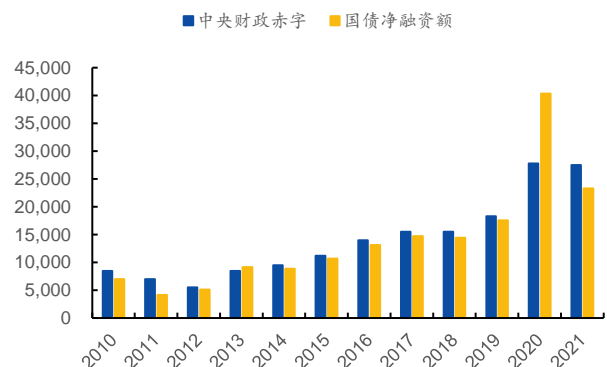
综合考虑，2022 年国债净融资规模、2022 年国债到期规模以及贴现国债滚动发行规模，估算的 2022 年国债总供给约为 9.2 万亿。

图 9：过去两年中央与地方财政赤字的配比显著提升



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 10：国债净融资基本覆盖 95% 的中央财政赤字



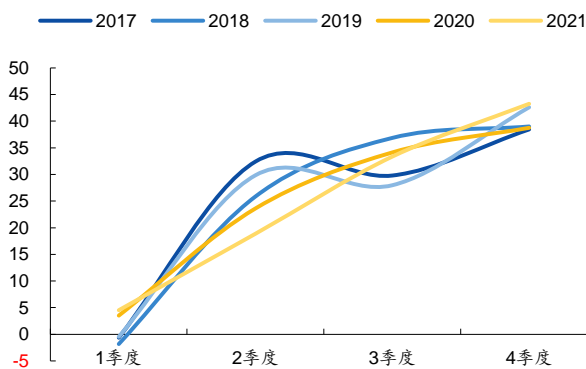
资料来源：Wind，国元证券研究所

2.1.2 国债发行节奏：逐季发行斜率依然陡峭

一般而言，国债发行具有鲜明的节奏，呈现一季度低点、二季度跳升、三季度平稳爬升以及四季度达到高峰的规律。由于公布的 2022 年一季度国债发行计划与往年区别不大，我们根据过往年份的国债发行节奏对 2022 年的发行节奏作预测。

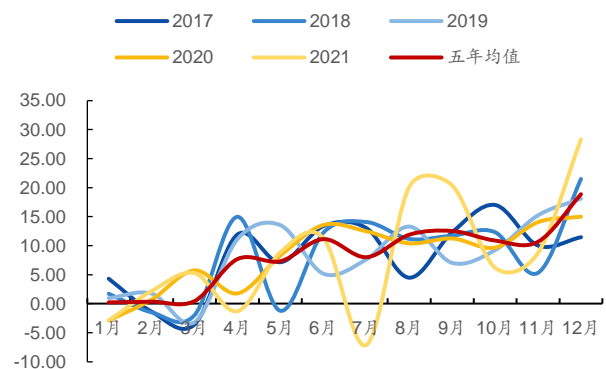
过去 5 年各季度国债净融资比重中，疫情年份一季度国债净融资均为正。基于此，2022 年一季度国债净融资比重仍可能在 2% 水平。考虑到财政前置的支出节奏以及二季度比重爬升的特征，2022 年二季度国债净融资比重可能在 26%。下半年国债发行节奏抬升明显，尤其在疫情年份，因此三季度国债净融资比重预计在 34%，四季度国债净融资比重预计在 38%。

图 11：国债发行的季度节奏



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：国债发行的月度节奏



资料来源：Wind，国元证券研究所

2.2 地方债发行规模与节奏

2.2.1 地方债发行规模测算

地方政府债的发行规模预测主要依据资金用途细分为新增债、再融资债与置换债的估计。具体估算如下：

新增一般债规模约为 1.03 万亿元。新增一般债的规模取决于地方财政赤字。基于前文预测，地方财政赤字约为 1.03 万亿元，因此 2022 年新增一般债规模约为 1.03 万亿元。

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_37111



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn