



孙彬彬：如何看待地方债发行影响？





摘要

按照目前披露信息估计，2023 年一季度专项债发行规模可能占全年 1/3，全年新增接近 4 万亿。

地方债启动发行，对于 2023 年开年债市意味着什么？

我们从历史复盘分析：

2019 年专项债提前批落地发行叠加 2019 年 1 月信贷开门红和中美贸易摩擦缓和，逐步构筑了年初长端利率底部，虽然在过程中货币政策采取宽松行动予以配合，但是有利影响仅限于提前批落地发行前。

2020 年三轮提前批共计下达 5580 亿元一般债额度、2.29 万亿元专项债额度。因为叠加了疫情影响，货币政策不断积极投放，市场避险情绪推动下，利率逐步下行。直到疫情改善、特别国债落地、3 月社融大幅上行，货币政策逐步开启正常化，长端利率开始见底回升。

2020 年底到 2021 年初，在货币政策正常化和不急转弯的基调下，因为永煤事件，央行连续两个多月提供宽松资金面稳定市场，到 2021 年 1 月资金再度出现紧张局面，表明央行再度回收流动性。恰好 2021 年一季度地方债提前批下达额度较晚、且实际发行节奏整体平缓，导致一季度供给较少，事后看，这对市场走出 1 月资金紧张，逐步做多形成较为有利的驱动。

2021 年底到 2022 年初，货币政策紧锣密鼓配合靠前发力和开门红，12 月降准、信贷形势分析会、1 月降息以及连续调降 LPR，类似于 2019 年，对市场的有利影响主要集中财政和信贷落地以前，随后在票据利率回升、专项债发行、地产因城施策等因素带动下，市场交易重心重回宽信用，利率逐步上行。

过去四年的历史告诉我们什么？

货币政策会配合支持，但是这种配合支持对于债市有利的一面主要体现在债市交易重心没有改变的阶段。一旦交易重心改变，比如中美关系缓和、疫情改善，或者当财政信用协调起效，资金利率容易出现收敛，长端利率也会逐步走高。

所以，地方债或者说利率债供给不会单一影响资金面和长端利率，但是当多因素叠加时，要注意债市交易平衡的改变。也就是说，并不是单纯货币政策是否配合的问题，而在于多部门协调的结果，是否会逐步导向债市不利的一面。

回到问题，2023 年因为是稳增长十分明确和突出的年份，财政加力、货币有力，货币会配合，但是财政加力配合产业政策支持，随着各项工作按部就班推进，还是要合理估计 1 月财政和信贷开门红情况，关注资金利率收敛的可能。考虑曲线变平，建议参与过程中，秉持适度防御心态，浅尝辄止。

目录

1. 2023 年提前批和全年专项债规模预计	3
2. 历年提前批下达与发行情况	3
3. 提前批是否影响长端利率?	6
3.1. 2019 年提前批落地与利率走势复盘	6
3.2. 2020 年提前批落地与利率走势复盘	7
3.3. 2021 年提前批落地和利率走势复盘	10
3.4. 2022 年提前批落地和利率走势复盘	12
4. 提前批地方债供给是否影响资金利率?	14
5. 小结	16

2023 年提前批地方债开始启动发行，因为今年提前批规模估计较大，债券市场关注是更大力度货币政策配合还是供给冲击？

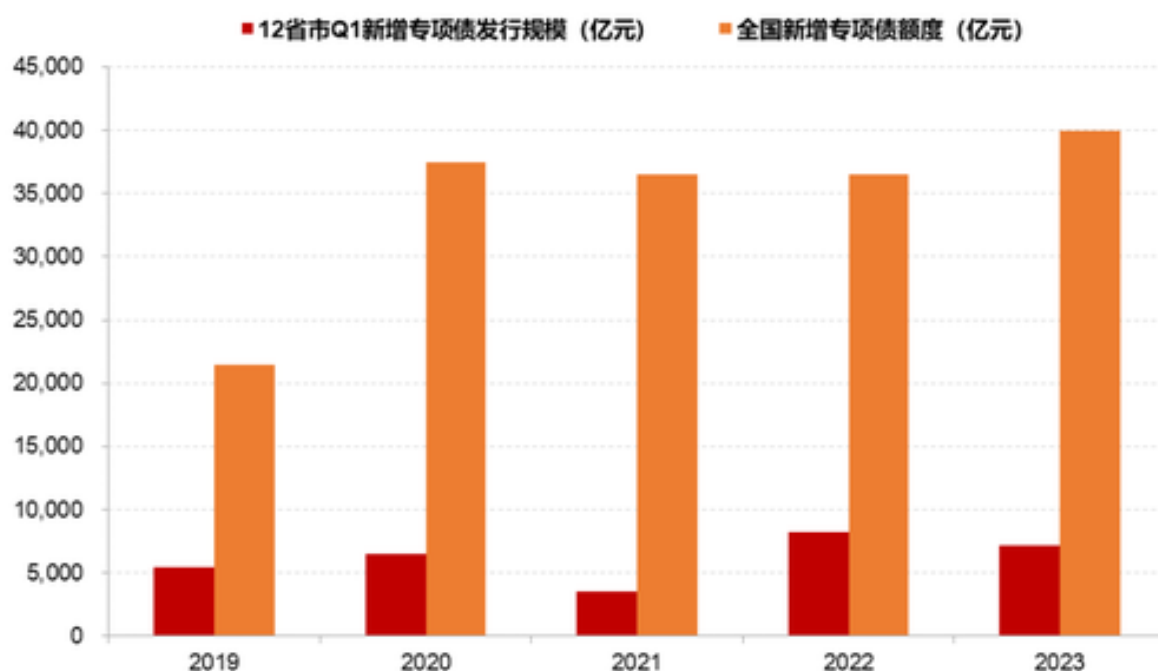
1. 2023 年提前批和全年专项债规模预计

参考已披露一季度发行计划的 13 个省级区域情况，新增专项债计划发行规模总计 7222 亿元。与这些省市 2019-2022 年一季度实际发行的新增专项债规模相比，处于较高水平。

节奏上，2019-2022 年全国层面新增专项债发行一季度占比分别为 30.9%、28.9%、0.7%和 31.3%（2022 年不计入 10 月下达的 5000 多亿结存限额则为 35.6%）。假设今年发行节奏依然适度靠前，意味着一季度新增专项债发行占比可能高于 2019-2020 年，接近或者略低于 2022 年。

综上所述，估计 2023 年一季度专项债发行规模可能占全年 1/3，全年新增专项债总额度接近 4 万亿。

图 1：历年新增专项债发行规模



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：2023 年数据为估计

2. 历年提前批下达与发行情况

从 2019 年起，每年都会提前下达部分新增债务限额，首次下达时点通常发生在上一年度的 11 月或 12 月。

2020 年较为特殊，疫情冲击带来政策进一步发力对冲需求，因此财政部在当年两会召开前追加下达两批次新增地方债额度。

而 2021 年由于财政资金结余较多，开年稳增长需求相对较弱，因此提前批额度直到当年 3 月才下达。

表 1：历年提前下达新增债务限额情况

年份	提前下达规模	公告时点	开始发行时间	具体内容
2019 提前批	5800 亿元一般债限额+8100 亿元专项债限额	2018 年 12 月	2019 年 1 月 21 日	在 2019 年 3 月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元，合计 13900 亿元；授权国务院在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）。授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。
2020 提前批	第一批 1 万亿元专项债限额； 第二批 5580 亿元一般债限额+2900 亿元专项债限额； 第三批 1 万亿元专项债限额	2019 年 11 月， 2020 年 2 月， 2020 年 4 月	2020 年 1 月 2 日	第一批：经国务院同意，近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，控制在依法授权范围之内。第二批：为贯彻落实党中央、国务院决策部署，加快地方政府债券发行使用进度，经国务院决定并报全国人大常委会备案，近期财政部提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债务限额 5580 亿元、专项债务限额 2900 亿元。第三批：经国务院批准并依法向全国人大常委会备案，财政部于 4 月底提前下达第三批 2020 年地方政府新增专项债券额度 1 万亿元，要力争 5 月底发行完毕。
2021 提前批	1.77 万亿元专项债限额+部分一般债限额	2021 年 3 月	2021 年 3 月 9 日	3 月初财政部按程序提前下达各地部分新增专项债券额度 17700 亿元，并要求地方尽快将专项债券额度对应到具体项目。
2022 提前批	3280 亿元一般债限额+146 亿元专项债限额	2021 年 12 月	2022 年 1 月 13 日	经全国人大常委会授权和国务院同意，财政部已向各地提前下达了 2022 年新增专项债务限额 146 亿元。这次提前下达在额度分配上没有搞“一刀切”，而是充分考虑了各地项目资金的需求和施工条件，项目资金需求多、施工条件好的地方多分，反之则适当少分。

资料来源：中国政府网，全国人大网等，天风证券研究所

根据 2018 年人大授权中的表述，提前下达的新增地方债务限额规模，“应当按照党中央决策部署，并根据经济形势和宏观调控的需要来确定。”，也就是额度规模视当年情况具体而定。上限方面，“在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度新增地方政

府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）”。

每年提前下达的新增额度以专项债为主，通常占当年新增专项债额度的 40%-50%左右。

图 2：历年提前下达专项债额度规模及占下一年总额度的比例

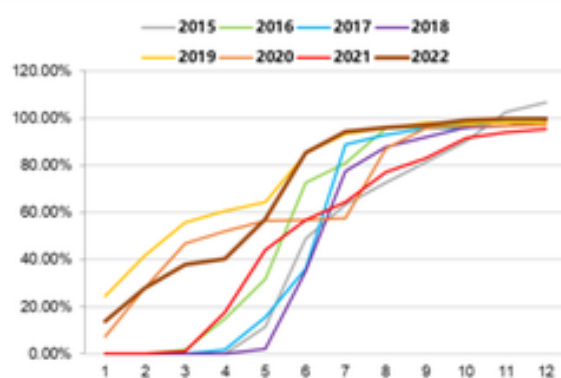


资料来源：Wind，天风证券研究所；2020 年仅考虑首批 1 万亿元额度

提前下达部分额度后，地方债通常从 1 月即开始发行，2021 年是例外。

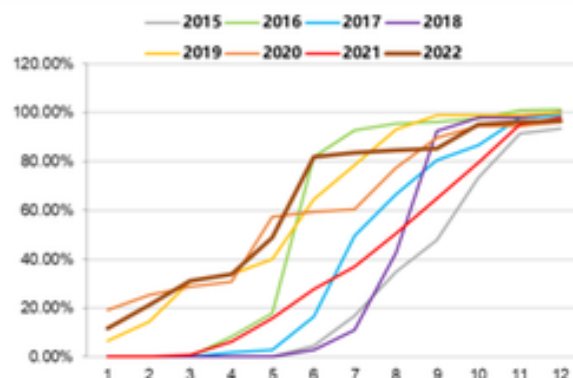
对于专项债而言，在两会召开月结束前，实际发行规模占当年新增限额的比例分别为 30.9%（2019 年）、57.4%（2020 年）、0.72%（2021 年）、31.3%（2022 年考虑了追加 5000 多亿元结存限额）。提前批下达较晚的 2021 年，其发行进度也较慢。

图 3：历年一般债发行进度



资料来源：Wind，天风证券研究所

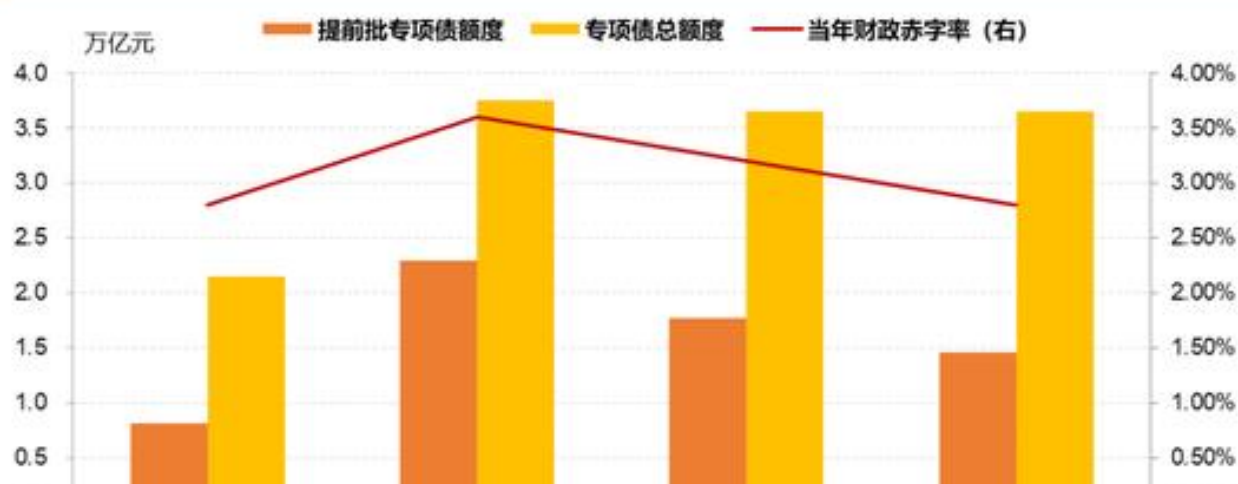
图 4：历年专项债发行进度



资料来源：Wind，天风证券研究所

提前批规模一定程度上反映了对应年度的财政政策态度。提前批额度早下达、多下达，说明财政节奏前置，对应财政态度更积极，当年的赤字率安排通常较高。

图 5：提前批规模与当年财政赤字率



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_51097

