

地方债解局，2021 会有何不同？

摘要

- **地方债增量与存量双双走高：**为应对疫情冲击，今年宏观政策力度加大，地方政府债券作为积极财政政策重要的工具，出现了较大幅度的增长。根据全国人大批准，2020 年新增地方政府债务限额 4.73 万亿元，截至 10 月末，已发行 4.49 万亿元，财政部明确 2020 年再融资债券限额为 1.84 万亿元，预计 2020 年度地方债发行总量将突破 6.5 万亿元。由于新增债券额度不断扩大，地方债存量规模持续增长。随着每年到期规模的增加，再融资债券需求量将继续旺盛，但在债务率的约束下，预计未来债务扩张的总体规模将有所减缓。
- **专项债主投基建、民生，地方自控杠杆安全性：**新增专项债资金重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，8、9 月份棚改债现转机；发行规模前三的省份中，山东省专项债资金主要投向“两新一重”重点项目建设，广东省新增专项债中粤港澳大湾区专项债占比接近半成，四川省专项债主要投向产业园及城乡基础设施建设，发行规模前十的省份中，半数东部沿海地区，其余多为中部地区；预计 2021 年专项债使用的规范性将进一步提升，仍将严控资金流向与房地产相关领域，同时加强对传统基建和新基建的投入，地方政府需要对其债务杠杆的规模 and 安全性负责，中央不会兜底。
- **2021 年地方专项债的可能下达情况。**考虑到今年的专项债发行的主要目的之一一是应对疫情冲击，维稳经济，因此额度增长较大。明年我国经济持续复苏，新增专项债发行规模或有所减少。2021 年专项债限额可能不及今年，但全年发行总额大概率依然会维持在 3 万亿元以上。此外，2021 年新增专项债限额或将于今年 12 月前后提前下达。
- **风险提示：**发行限额不及预期，资金使用不及预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济复苏走稳，哪些领域走强在即？ (2020-11-16)
2. 互联网野蛮生长时代落幕 (2020-11-13)
3. 社融仍高，经济活跃度上升进行时 (2020-11-12)
4. 终于吃得起猪肉了——10 月通胀数据点评 (2020-11-10)
5. 结构变化了，出口超预期还能持续多久？ (2020-11-08)
6. 他赢了，美国赢了吗？ (2020-11-08)
7. 彼岸政局：乱花渐欲迷人眼 (2020-11-06)
8. 行稳致远 治之有为——“十四五”规划建议稿详解 (2020-11-04)
9. 变局之下，向阳而生——2021 年宏观经济展望 (2020-11-03)
10. 全球疫情蔓延对我国制造业冲击几何？ (2020-10-31)

目 录

1 地方债增量与存量双双走高	1
1.1 地方政府债券发行持续增长	1
1.2 地方债存量规模持续扩大	2
2 专项债主投基建、民生，地方自控杠杆安全性.....	2
2.1 棚改债发行现转机，专项债券主投基建与民生领域.....	2
2.2 东部地区专项债发行规模较大，投向“两新一重”	3
2.3 后续专项债使用：地方自控杠杆安全性，中央不兜底.....	4
3 2021 年地方专项债的可能下达情况.....	4

近日，财政部公布了对人大代表专项债相关建议的回复内容，提出了六个重大的政策方向。10月下旬，财政部召开了2020年前三季度财政收支情况新闻发布会，强调各地方政府应扎实做好专项债发行使用工作，切实提高资金效益。截至2019年末，地方政府债务余额21.31万亿元，地方政府债务率（债务余额/综合财力）为82.9%，低于国际通行的100%-120%警戒线；加上纳入预算管理的中央政府债务余额16.8万亿元，政府债务余额与GDP之比为38.5%，低于国际通行的60%警戒线。今年财政预算赤字率提高至3.6%以上，发行1万亿元抗疫特别国债，地方政府专项债券3.75万亿元，比去年同期增加1.6万亿元。疫情冲击下，2020年地方债增量与存量双双走高，2021年为防范“灰犀牛”，预计地方债风险防控将持续加码。

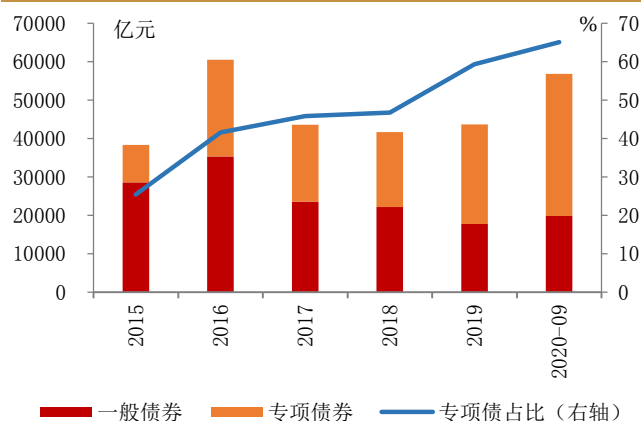
1 地方债增量与存量双双走高

1.1 地方政府债券发行持续增长

为应对疫情冲击，今年宏观政策力度加大，地方政府债券作为积极财政政策重要的工具，出现了较大幅度的增长。自2015年地方债全面实行自发自还以来，除了2016年置换高峰期外，年度地方债发行规模相对稳定，均保持在4万亿元左右。而根据全国人大批准，2020年新增地方政府债务限额4.73万亿元，其中，新增一般债券限额为9800亿元，比2019年增加500亿元；新增专项债券限额为37500亿元，比2019年增加16000亿元。2020年地方债到期偿还规模为20746.9亿元，再融资债券限额1.84万亿元，占到期偿还额之比为88.69%，预计2020年度地方债发行总量将突破6.5万亿元。

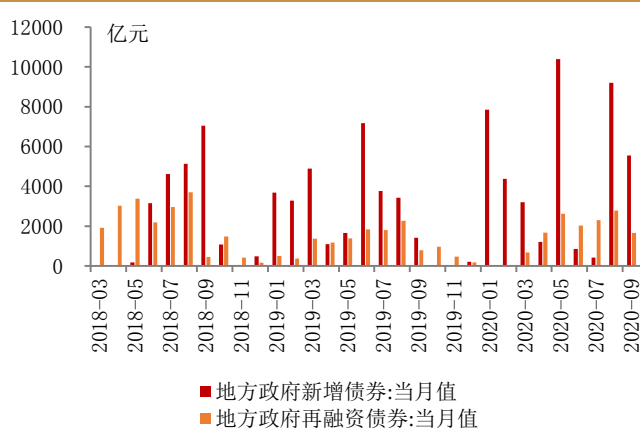
截至10月末，今年累计发行地方债61218亿元，完成全年发行计划的93.18%。其中，新增债券44945亿元，再融资债券16273亿元。新增债券中，一般债券发行9479亿元，完成全年计划的100%；专项债券发行35466亿元，完成全年计划（37500亿元）的94.6%，完成已下达额度（35500亿元）的99.9%。11-12月政府债券发行量下降，对市场流动性的影响减弱。

图1：2018年以来地方债年度发行规模持续走高



数据来源：同花顺、西南证券整理

图2：地方新增债券与再融资债券发行情况



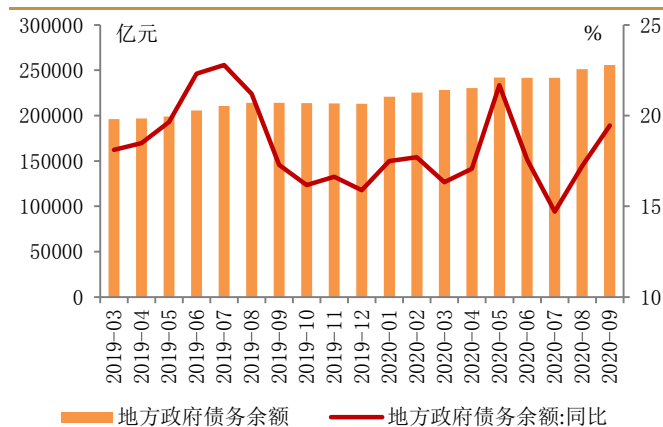
数据来源：Wind、西南证券整理

1.2 地方债存量规模持续扩大

近年来，地方债存量规模持续增长，由 2015 年末的 4.83 万亿元增至 2020 年 9 月末的 25.58 万亿，占债券市场的比重也从 9.95% 升至 22.83%，成为仅次于金融债的第二大债券品种。其中，专项债务余额增长较快，占地方债余额的比例由 2017 年底的 37.27% 增至 2020 年 9 月底的 49.89%；一般债务余额增速减缓，占比也由 2017 年底的 62.73% 逐步走低至 2020 年 50.11%。

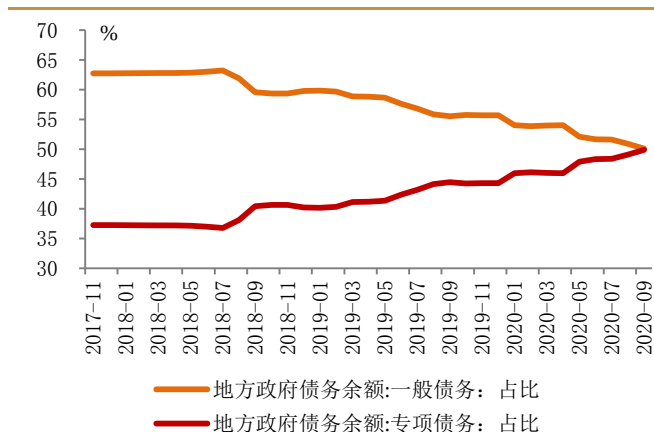
地方政府债务余额持续增长的原因一方面是由于新增债券额度不断扩大，已由 2016 年的 1.18 万亿元增至 2020 年的 4.73 万亿元；另一方面地方债到期后，基本通过发行再融资债券的方式进行周转，2018 年，为了缓解地方债偿还压力，首度出现再融资债券，用于偿还以前年度发行到期的政府债券。随着每年到期规模的增加，再融资债券需求量将保持旺盛。在债务率的约束下，预计未来债务扩张的总体规模将有所减缓。

图 3：债务余额持续走高，今年下半年后增速上行



数据来源：Wind、西南证券整理

图 4：专项债与一般债占比持续接近



数据来源：Wind、西南证券整理

2 专项债主投基建、民生，地方自控杠杆安全性

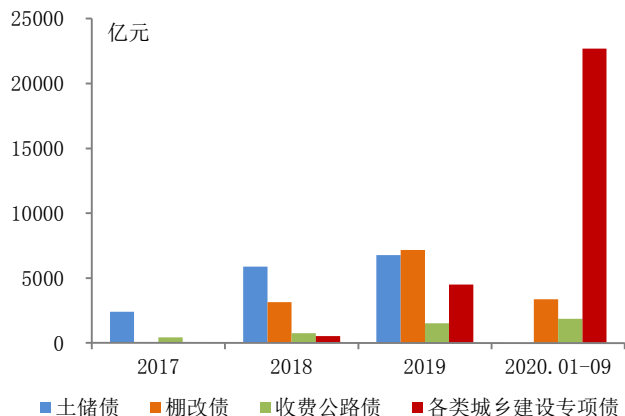
2.1 棚改债发行现转机，专项债券主投基建与民生领域

2017 年《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》发布后，土储债和棚改债一度成为各省的发债热点。2019 年 9 月，国务院常务会议在明确提前下达 2020 年专项债部分新增额度的同时，要求专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。受此影响，今年 1-9 月，没有省市发行土储债。3 月，各地上报新一批专项债项目时，监管也要求不得用于棚改领域，但 8、9 月份出现转机，棚改债发行规模均在 1500 亿元以上。

根据今年 7 月 29 日，财政部发布的《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，新增专项债资金重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域。积极支持“两新一重”、公共卫生设施建设中符合条件的项目，可根据需要及时用于加强防灾减灾建设。截至 9 月末，今年新增专项债券资金已支出 2.8 万亿元，占发行规模的 83.20%，

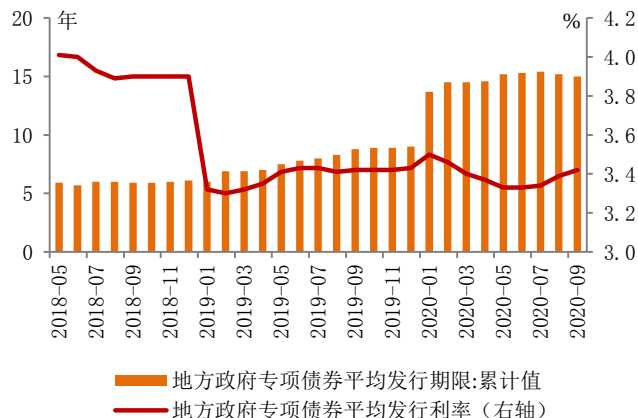
用于交通、市政和产业园区基础设施，以及职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务领域约占 80%；用于生态环保、农林水利、能源、冷链物流等领域约占 20%。

图 5：2017-2020 年项目收益专项债发行规模情况



数据来源：同花顺，西南证券整理

图 6：专项债发行利率回升，期限增长

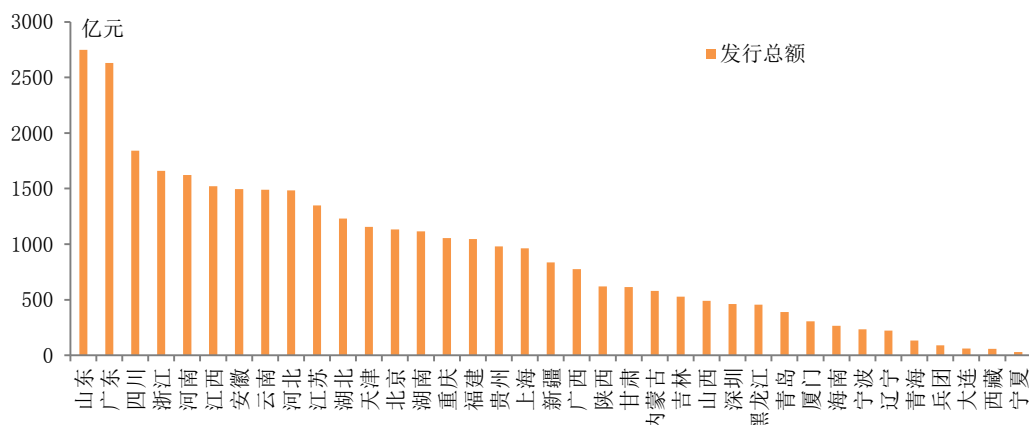


数据来源：Wind，西南证券整理

2.2 东部地区专项债发行规模较大，投向“两新一重”

从发行地区来看，前三季度，山东、广东新增发行专项债规模遥遥领先，分别为 2747 亿元和 2631 亿元，占总发行规模的比例分别为 8.16% 和 7.82%。发行规模前三的省份中，山东省发行规模最大，资金主要投向“两新一重”重点项目建设；广东省规模第二，其发行的粤港澳大湾区专项债 1288 亿元，占广东省新增专项债的 48.95%；四川省发行规模 1840 亿元，较去年全年发行规模增长 87.76%，主要投向产业园及城乡基础设施建设目。发行规模前十的省份中，半数东部沿海地区，占全国总发行规模的 29.33%，其余多为中部地区。前三季度发行规模在 100 亿元以下的地区有 4 个，分别为新疆生产建设兵团、大连、西藏和宁夏，这四个地区与全国大多数省市的发债规模相比较小。

图 7：1-9 月份各省市新增专项债发行规模情况



数据来源：中国地方政府债券信息公开平台，西南证券整理

2.3 后续专项债使用：地方自控杠杆安全性，中央不兜底

从今年前三季度发行规模来看，专项债已经成为地方政府重要的法定债务融资工具之一，在实现财政逆周期调控中发挥了一定的积极作用，但在实际操作过程中，也存在一些“异化”和“泛化”的问题，具有一定的风险隐患。10月底，财政部公布了对人大代表专项债相关建议的回复内容，提出了六个重大的政策方向：一是专项债不宜作PPP项目资本金；二是专项债暂不投向土储；三是新基建已是专项债支持领域；四是专项债已实现多元化投向；五是鼓励重大基建项目依法合规向金融机构融资；六是地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则。随着专项债发行规模的持续扩大，专项债规范化使用的新规也不断推出，作为地方政府项目建设的重要资金来源之一，我们认为，2021年专项债使用的规范性将进一步提升，仍将严控资金流向与房地产相关领域，同时加强对传统基建和新基建的投入，地方政府需要对其债务杠杆的规模 and 安全性负责，中央不会兜底。

表 1：前三季度地方债相关政策梳理

发布时间	政策法规/窗口指导	主要内容
2020.1.6	放开外资银行加入地方政府债券承销团限制	财政部积极指导各地财政部门修改完善地方政府债券承销团组建办法，放开外商独资银行、中外合资银行、外国银行分行加入地方政府债券承销团的资格限制，按程序吸收外资银行加入承销团。
2020.4.3	提高专项债券作为重大项目资本金的比例	财政部允许地方适当提高专项债资金用于项目资本金的规模占各省专项债规模的比例，加大社会资本投入，提高专项资金发挥作用。
2020.7.1	专项债可用于补充中小银行资本金	国务院常务会议决定，在今年新增地方政府专项债限额中安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
2020.7.27	《关于加快地方政府专项债发行使用有关工作的通知》	财政部确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕。赋予地方一定的自主权，对因准备不足短期内难以建设实施的项目，允许省级政府及时按程序调整用途。
2020.8.3	《中华人民共和国预算法实施条例》	政府债务管理方面，接受转贷并向下级政府转贷的政府应当将转贷债务纳入本级预算管理，地方各级政府财政部门负责统一管理本地区政府债务。
2020.8.28	按月开展地方政府专项债项目发行使用情况调度	发改委要求地方通过国家建设重大项目库按月开展地方政府专项债项目发行使用情况调度，调度内容包括项目实际开工时间、实际竣工时间，资金到位、完成和支付情况，形象进度等信息。
2020.10.21	前三季度财政收支情况新闻发布会	严格新增地方政府专项债券使用负面清单，严禁将新增专项债券资金用于置换存量债务，决不允许搞形象工程、面子工程。严禁用于发放工资、单位运行经费、发放养老金、支付利息等，严禁用于企业补贴等。

资料来源：财政部，西南证券整理

3 2021 年地方专项债的可能下达情况

10月份，各地已经开启了2021年专项债发行准备工作，考虑到今年的专项债发行的主要目的之一是应对疫情冲击，维稳经济，因此额度增长较大。明年我国经济持续复苏，新增专项债发行规模或有所减少。2021年专项债限额可能不及今年，但全年发行总额大概率依然会维持在3万亿元以上。考虑到2019年11月底，财政部就已经提前下达了2020年部分新增专项债限额1万亿元，占2019年当年新增专项债务限额2.15万亿元的47%。因此，2021年新增专项债限额或也将于今年12月前后提前下达。

11月11日，财政部公布了《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，其中指出，鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。专项债方面，地方财政部门应当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。针对目前地方债期限显著延长的趋势，《意见》要求地方政府将年度新增一般债券平均发行期限控制在10年以下（含10年），10年以上（不含10年）新增一般债券发行规模应当控制在当年新增一般债券发行总额的30%以下（含30%），再融资一般债券期限控制在10年以下。考虑到地方财政的可持续性 & 债务成本以及与项目的匹配度，预计明年地方债平均发行期限将有所缩短，过程监管也将趋严。

根据2020年前三季度新增专项债发行规模占当地政府性基金收入的比例，按照“资金跟着项目走”的原则，同时考虑到今年的经济增速，以及“十四五”区域建设的政策倾斜，我们认为，2020年专项债发行规模占当地政府性基金收入比例越高的省份，2021年新增的限额可能越低，今年经济增速较快的省市2021年具有较好的增额基础，京津冀、长江经济带、成渝经济圈、粤港澳大湾区、海南自贸港等相关省市2021年限额保持或提高的可能性较大。

表2：2021年重点省市新增专项债限额预测

地区	2019年	2020年1-9月发行额	2021年预测
北京市	975	1132	↑
天津市	818	1156	↑
河北省	1171	1484	—
山西省	379	489	—
内蒙古自治区	279	579	↓
辽宁省	87	222	↓
大连市	17	60	—
吉林省	380	527	↓
黑龙江省	251	454	↓
上海市	675	962	—
江苏省	1678	1349	↓
浙江省	1025	1660	↑
宁波市	111	235	—
安徽省	1186	1496	↑
福建省	676	1047	—

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_1351

