

行至过半，地方债务何去何从？

摘要

- **上半年地方债发行情况总览。**2021年上半年各地政府共发行地方政府债券33411.77亿元，其中受今年地方政府债务限额下达较晚影响，新增地方政府债券发行14800.51亿元，较去年同比减少46.89%，再融资债券同比增加166.03%。上半年的新增地方债仅占财政部下达限额的34.68%，二季度地方债发行速度明显提升。今年政府工作报告则明确提出，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，上半年新增专项债资金主要投向市政和产业园区基础设施建设、交通基础设施、棚改、老旧小区改造等保障性安居工程以及医疗卫生、教育等社会事业。除往年就有较大规模的市政园区、交通设施等，上半年新增地方债资金投向中，医疗卫生、教育等社会事业项目比重明显增加。从地区来看，上半年发行新增债券最多的十大省份分别为广东、山东、四川、江苏、湖南、黑龙江、安徽、重庆、福建以及河北。
- **监管趋严下的城投不弱，地区分化较大。**上半年城投债累计发行2.88万亿元，同比规模增长27%，净融资额达到1.04万亿元，城投债发行总体不弱，但从季度以及单月的趋势来看，随着监管趋严，城投债的发行也有收缩态势。城投债的地域差异明显，从存量看，主要集中在江苏和浙江，此外四川、山东、湖南、湖北及重庆的余额也较高；从评级看，今年上半年被下调评级的城投主体主要分布在贵州、云南、甘肃、内蒙古等区域；从可以置换存量债务的再融资债券发行看，贵州、安徽、辽宁、重庆和天津发行的可置换城投债的再融资债券规模靠前；从到期情况看，2021年全国城投债到期和行权集中分布于3月、4月以及下半年，其中8月份的到期规模为2915.28亿元。
- **开好“前门”、严堵“后门”，政策梳理地方债、城投债。**关于地方债，今年的主基调是积极支持重点领域，并重视项目管理。积极的财政政策要提质增效、更可持续，继续完善政府债务管理机制，开好“前门”、严堵“后门”，发挥政府规范举债对宏观经济平稳运行的促进作用。在地方债管理方面，今年政策层层递进并逐渐细化、深化。城投债方面，防范地方债务风险，进一步加强监管成必然。2021年4月，公司债券审核新规发布，交易所审慎推进防风险工作，能看出监管层择优趋劣的态度，城投债地区分化加深也印证了这一点。
- **展望下半年地方债、城投债发行。**根据发行限额、各省发布的发债计划，下半年地方债发行将加速。根据各省披露的三季度新增地方债发行计划，已公布21535.45亿元发行计划，7、8、9月的计划发行占比分别为32.59%、44.75%和22.75%，地方发行新增专项债的高峰将在三季度。四季度地方债发行较往年可能有所提高，预计今年新增地方债额度发行远不及限额的可能性不高，发行额度占比或与之之前年份差别不大。另外，从地方债中标利率来看，地方债发行市场化程度提升。城投债方面，受到去年基数影响，今年下半年的城投债发行规模或将弱于上半年。8月城投债有大规模到期情况，可能会有地方债置换，但更多可能会发生在经济欠发达、财务情况较差、风险较高的地区。
- **风险提示：**经济复苏不及预期，城投债信用风险暴露。

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
联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 全球规模最大碳市场开启，美国通胀高温暂难消退 (2021-07-16)
2. “稳稳”的幸福——二季度经济数据点评 (2021-07-15)
3. 强劲的数据中，品类分化——6月贸易数据点评 (2021-07-13)
4. 全面降准≠全面宽松——6月社融数据点评 (2021-07-10)
5. 国内宽松预期骤起，联储仍称保持耐心 (2021-07-09)
6. 不出所料，PPI下行开始——6月通胀数据点评 (2021-07-09)
7. 风华正茂，稳住大局 (2021-07-02)
8. 平而不淡，数据中的细节——6月PMI数据点评 (2021-07-01)
9. 年中流动性无虞，美国债务引担忧 (2021-06-25)
10. 真实利率的真相 (2021-06-25)

目 录

1 上半年地方债发行情况总览.....	1
1.1 二季度地方债发行速度明显加快	1
1.2 新增地方债发行方向依旧向民生倾斜	2
2 监管趋严下的城投不弱，地区分化较大	3
3 开好“前门”、严堵“后门”，政策梳理地方债、城投债	5
4 展望下半年地方债、城投债发行.....	7

在上一篇专题《节奏、投向与展望——地方债发行全视角观察》中，我们梳理了1-4月地方债发行情况以及各省的投向方向，并对接下来地方债发行的节奏和投向进行展望，我们认为地方专项债发行将在二三季度发力。观察到上半年地方债发行节奏较慢，本篇专题聚焦全年地方债发行进度，且鉴于地方债务监管趋严，我们也梳理了地方政府债以及城投债的相关政策，对地方债和城投债下半年的发行和使用作出展望。

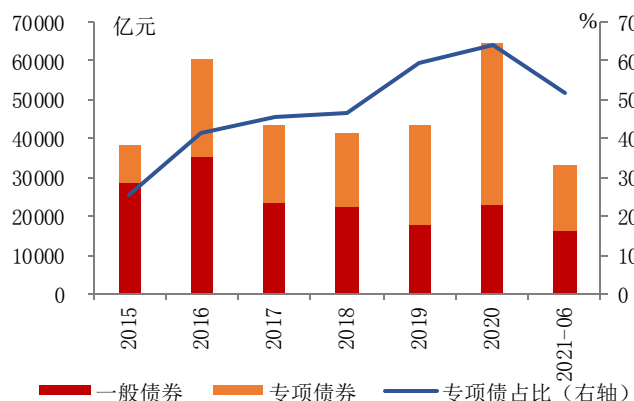
1 上半年地方债发行情况总览

1.1 二季度地方债发行速度明显加快

上半年新增地方政府债券发行额同比回落，仅发行限额的三分之一。2021年上半年各地政府共发行地方政府债券33411.77亿元，较去年同期减少4.17%，其中受今年地方政府债务限额下达较晚影响，新增地方政府债券发行14800.51亿元，较去年同期27868.43亿元同比减少46.89%，再融资债券发行18611.26亿元，较去年同期6996亿元同比增加166.03%。6月，财政部将新增地方政府债务限额下调为42676亿元，上半年的新增地方债仅财政部下达限额的34.68%，而2021年一季度债务发行额仅占财政部下达限额的0.85%，二季度地方债发行速度明显提升。具体来看，上半年新增债券发行进度较慢主要在专项债上，在2021年上半年新增的14800.51亿元的地方政府债券中，一般债券共发行4656.56亿元，同比减少16.81%，专项债券发行额为10143.95亿元，同比减少54.54%；再融资债券中，一般债券共发行11447亿元，同比增加105.03%，专项债券共发行7164亿元，同比增加407.01%，受上半年大量地方政府债务到期影响，为了缓解地方政府债务压力，再融资债券同比大幅增加。二季度，地方政府发行新增债务14436.51亿元，其中新增一般债券4556.56亿元，新增专项债9879.95亿元。

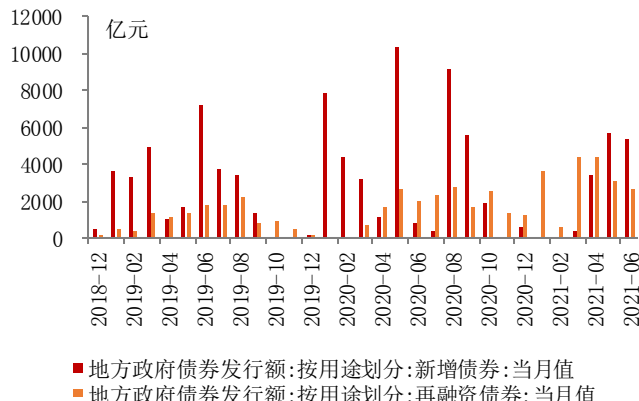
单月来看，6月新增债券发行进度较快，预计后续仍会维持较高水平。6月单月各地政府共发行地方政府债券7949亿元，虽然较5月发行额8753.43亿元环比降低9.19%，但较去年同期发行额2867亿元同比增加177.26%，整体发行规模维持在高位。且6月数据看，新增地方债发行明显加快，具体来看，新增地方政府债券发行5336亿元，同比增长531.48%，其中一般债券共发行1032亿元，同比增长2935.29%，专项债共发行4304亿元，同比增加430.70%，较上月环比增长22.24%。6月新增地方政府债券发行进度较快，主要原因在于今年限额下发较晚，一季度地方债发行速度较慢，6月发行提速，叠加去年基数较小，所以同比增速较快。6月再融资债券共发行2613亿元，同比增长29.23%，但环比继续下降，其中一般债券1312亿元，同比减少20.82%，专项债券1301亿元，同比增加256.44%。

图 1：2021 年 1-6 月地方债发行速度偏慢



数据来源：wind、西南证券整理

图 2：6 月地方新增债券发行依然在高位



数据来源：wind、西南证券整理

1.2 新增地方债发行方向依旧向民生倾斜

今年政府工作报告明确提出,政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜。根据财政部要求,今年的新增专项债重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施、市政和产业园区基础设施、国家重大战略项目、保障性安居工程等九大领域。行至半年,新增一般债资金主要投向医疗卫生、教育等社会事业、交通基础设施、市政建设以及乡村振兴与农林水利,规模分别达到 1094.43 亿、953.13 亿、941.11 亿和 802.40 亿元;新增专项债资金主要投向市政和产业园区基础设施建设、交通基础设施、棚改、老旧小区改造等保障性安居工程以及医疗卫生、教育等社会事业,资金规模分别达到 3109.07 亿、1888.49 亿、1788.03 亿和 1638.97 亿元。除往年就有较大规模的市政、园区、交通设施等项目外,上半年新增地方债资金投向中,医疗卫生、教育等社会事业项目比重明显增加。同时,上半年全国一般公共预算支出里,教育支出、社会保障和就业支出、卫生健康支出力度也显著加大,同比分别增长 10.1%、8.2%和 3.8%。从 6 月单月来看,新增债券投向最多的分别是市政及产业园区基础设施、交通基础设施以及医疗卫生、教育等社会事业,分别为 1535.52 亿、1032.51 亿和 941.28 亿元,分别占比 28.78%、19.35%以及 17.64%,较 5 月环比增长 1.96%、减低 1.66%以及下降 21.5%,依然向民生方向倾斜。

表 1：2021 年各月地方新增一般债券投向情况（亿元）

项目类型	3 月	4 月	5 月	6 月	合计
医疗卫生、教育等社会事业	21.37	319.07	529.31	224.68	1094.43
交通基础设施	10.72	299.34	431.14	211.93	953.13
市政建设	43.8		411.71	248.36	703.87
乡村振兴、农林水利	6.99	234.99	420.39	140.03	802.4
自然灾害防治及其他	12.24	146.71	104.89	138.12	401.96
生态环保	3.08	76.22	127.4	68.79	275.49
棚改、老旧小区改造等安居工程			156.56		156.56
保障性安居工程	1.47	25.89			27.36
物流及能源基础设施	0.33	3.64			3.97

资料来源：wind、西南证券整理

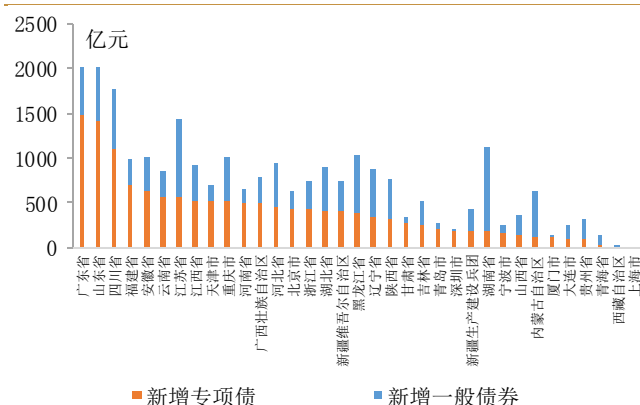
表 2：2021 年各月地方新增专项债券投向情况（亿元）

项目类型	3 月	4 月	5 月	6 月	合计
医疗卫生、教育等社会事业	10.28	242.01	670.08	716.6	1638.97
交通基础设施	53.87	395.22	618.82	820.58	1888.49
农林水利	1.09	196.81	170.89	447.83	816.62
棚改、老旧小区改造等保障性安居工程	74.76	366.51	677.7	669.06	1788.03
生态建设、环境保护		117.77	131.61	121.59	370.97
市政建设及产业园区基础设施	10	717.67	1094.24	1287.16	3109.07
物流及能源基础设施		20.09	156.53	67.57	244.19
支持化解地方中小银行风险	114				114
其他				173	173

资料来源：wind、西南证券整理

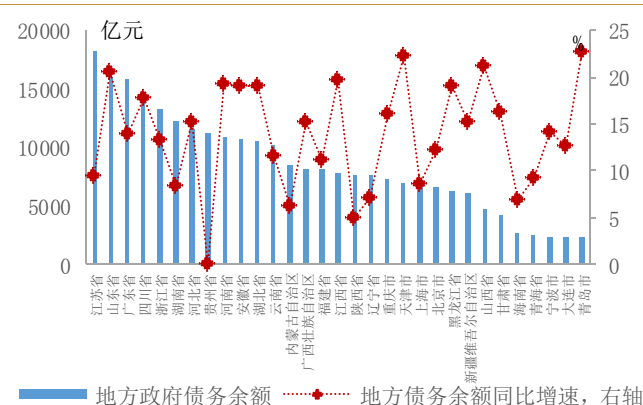
从地区来看，上半年发行新增债券最多的十大省份分别为广东、山东、四川、江苏、湖南、黑龙江、安徽、重庆、福建以及河北，此外在新增专项债发行上，福建、四川、云南、河北、黑龙江等地的发行速度明显加快。7 月，按照国务院统一部署，京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设等国家重大区域战略项目已被纳入 2021 年地方政府专项债券重点支持范围，预计相关地区的地方债发行将进一步加快。

图 3：2021 年 1-6 月各省、直辖市新增债券情况



资料来源：中国地方政府债务公开信息平台、西南证券整理

图 4：截至 2021 年 6 月地方债务余额情况



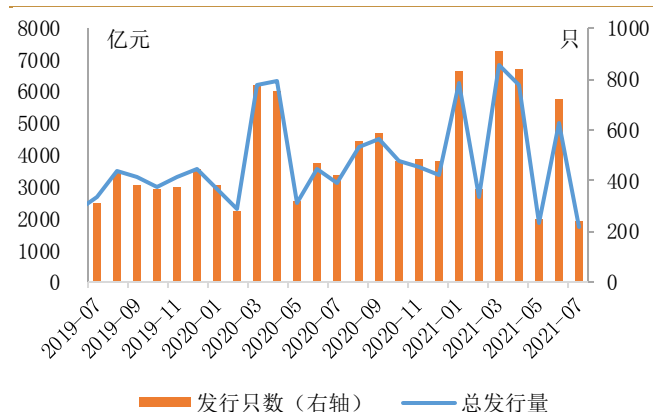
资料来源：中国地方政府债务公开信息平台、西南证券整理

2 监管趋严下的城投不弱，地区分化较大

上半年城投债发行总体不弱，但二季度明显弱于一季度。去年，因疫情影响政策宽松，再加上对于“两新一重”建设推出多项政策支出，城投债发行情况较好；今年上半年管理层多次关于地方债务表态，监管趋严，4 月国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，提出充分发挥财政政策逆周期调节作用，安排财政赤字和举借债务要与经济逆周期调节相适应，将政府杠杆率控制在合理水平，并预留应对经济周期变化的政策空间。在此背景下，城投债的表现不弱，上半年城投债累计发行 2.88 万亿元，同比规模增长 27%，净融资额达到 1.04 万亿元，其中 2021 年一季度，城投债共发行 2115 只，发行规模为 1.58 万亿元，环比增长分别为 47.39%和 45.64%，较 2020 年同期分别同比上升 46.67%和 36.89%，

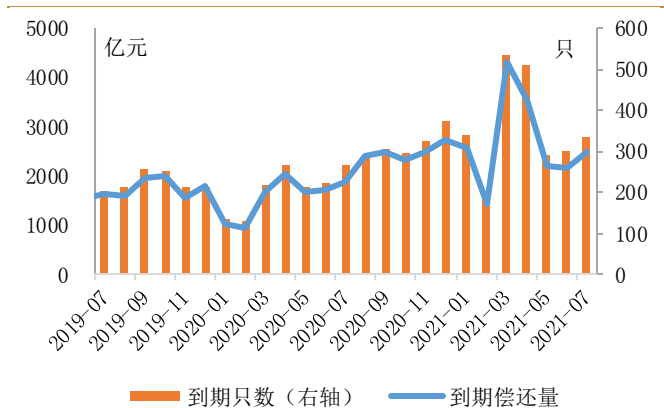
净融资规模达 6411.30 亿元，这主要受到较低基数、一季度再融资需求扩大的影响，其中 1 月和 3 月的发行量都超过 6000 亿元，3 月发行城投债 6835.21 亿元；2021 年二季度城投债累计发行 1812 支，较 2020 年同期上升 17.13%，发行规模为 1.31 万亿元，同比增长 5.33%，环比下降 16.92%，净融资规模达 4020.92 亿元。二季度城投债发行速度较一季度明显放缓，这主要是由于债券发行条件收紧以及审核趋严所致，尤其是 5 月份，总发行量为 1882.85 亿元，大幅低于 4 月份的 6217.33 亿元，虽然 6 月有所回升，但 7 月的发行量又低于 2000 亿元以下。整体看上半年，受多重因素影响，城投债发行不弱，但从季度以及单月的趋势来看，随着监管趋严，城投债的发行也有收缩的态势。

图 5：2021 年城投债发行不弱



数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：2021 年城投债到期规模较大



数据来源：wind、西南证券整理

城投债的地域差异明显，预计之后的分化将延续。从城投债发行存量来看，主要集中在江苏和浙江，截至 7 月 21 日，城投债券分别为 24976.55 亿元和 13654.99 亿元，分别占比 20.66% 和 11.30%，此外，四川、山东、湖南、湖北以及重庆的城投债余额也都超过了 5000 亿元，排名靠前的省市相对来说经济更发达，这也符合今年加强城投债监管的逻辑。从评级来看，今年上半年，被上调评级的城投主体数量共 12 家，但对比 2020 年共有 159 家城投主体被上调评级，今年上调评级的城投主体数较少；同时被下调评级的城投主体数量已有 7 家，另有多家城投主体的展望被调整至负面，这些企业以地级市及区县城投为主，主体评级被调低的城投企业主要分布在贵州、云南、甘肃、内蒙古等经济财政实力偏弱、市场较为关注的区域。从可以置换存量债务的再融资债券发行来看，目前仅黑龙江、广东、海南和上海至今尚未发行特别再融资债券，而贵州、安徽、辽宁、重庆和天津发行的可置换城投债的再融资债券规模靠前，这在一定程度上缓解了当地的债务偿还压力，有效防范了债务风险的发生。从城投债的地域利差来看，同为评级 AAA 的债券，云南、天津、吉林的利差超过 200 基点，利差最小的分别是上海、福建、广东、浙江和新疆，均在 70 个基点以下。从到期情况看，2021 年全国城投债到期和行权集中分布于 3 月、4 月以及下半年，3 月、4 月城投债到期和行权规模分别为 4319.00 亿元和 3549.29 亿元，而自 5 月起，城投债到期规模每月均超过 2000 亿元，其中 8 月份的到期规模为 2915.28 亿元。

图 7：城投债存量热力图



数据来源：Wind、西南证券整理。注：颜色由深及浅代表存量由多变少

图 8：城投债地域利差热力图



数据来源：wind、西南证券整理。注：颜色由深及浅代表利差由大变小

3 开好“前门”、严堵“后门”，政策梳理地方债、城投债

通过梳理地方债的相关政策，今年的主基调在于对重点领域的支持仍然积极，但与此同时重视项目管理。上半年全国财政支出保持扩张态势，支出总规模在去年的基础上继续增长。今年全国一般公共预算支出安排超过 25 万亿元，对地方转移支付安排 83370 亿元，约占全国一般公共预算支出的三分之一，用以拉动投资和消费。地方债作为地方重要的融资手段，配合整体的积极基调，对于重点区域和领域进行支持。上半年，新增地方债尤其是专项债发行进度远低于近两年同期水平，今年经济工作会议对积极的财政政策要求是，要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，抓实化解地方政府隐性债务风险工作。财政部在其召开的上半年财政收支新闻发布会上表示，积极的财政政策要提质增效、更可持续，要求继续完善政府债务管理机制，开好“前门”、严堵“后门”，发挥政府规范举债对宏观经济平稳运行的促进作用。

在地方债管理方面，今年政策频出，层层递进并逐渐细化深化。3月，财政部在官网发布《财政部关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，在地方债发行机制、地方债发行计划、地方债期限结构、地方债发行项目评估、地方债信息披露和信用评级、承销团组建和管理等方面做出了详细规定；5月，财政部印发《地方政府债券发行管理办法》的通知，为规范地方政府债券发行管理，保护投资者合法权益，进一步规范了债券发行额度和期限、信用评级和信息披露、债券发行与托管、相关机构职责、监督检查等方面；6月，财政部印

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_22328

