



孙彬彬：如何看待下半年利率债供给？





1. 如何看待下半年利率债供给？

如何看待下半年利率债供给与发行节奏？不透支未来是否意味着下半年利率债供给的减少与债市的机会？对此我们进行讨论分析。

1.1. 上半年利率债发行情况回顾

国债净融资约为全年计划的四分之一，基本符合季节性。今年中央赤字规模为 26500 亿元，上半年国债净融资为 6110 亿元，进度为 23%，基本符合季节性。

历史来看，2020 年稳增长压力较大，国债净融资明显高于中央赤字。

2021 年政府去杠杆，国债净融资明显低于中央赤字。2015-2019 年，国债净融资为中央赤字的 93-96%。

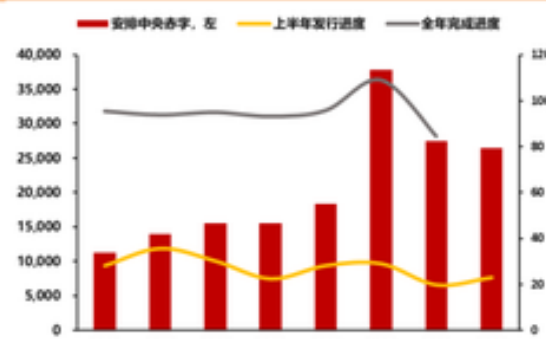
考虑到目前稳增长压力较大，我们预计今年国债净融资至少接近中央赤字安排，不排除最终高于赤字的可能。按全年国债净融资基本持平于中央赤字计算，下半年国债净融资剩余额度约为 20390 亿元。

图 1：半年度国债净融资（亿元）



资料来源：WIND、天风证券研究所。注：2020 年包含特别国债。

图 2：全年国债发行计划与发行进度（亿元、%）

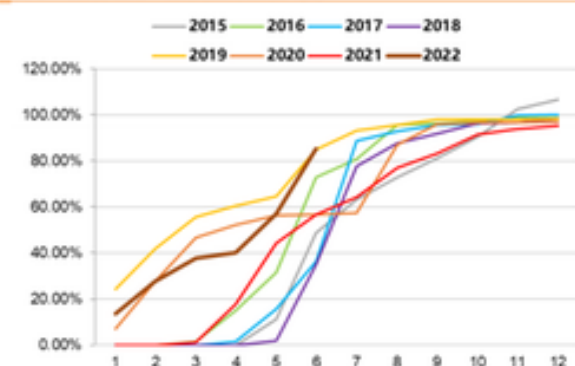


资料来源：WIND、天风证券研究所。注：2020 年包含特别国债。

新增地方债完成全年进度 90%以上。今年地方赤字规模为 7200 亿元，上半年地方一般债净融资为 6148 亿元，进度约为 85.4%。今年安排地方专项债规模为 36500 亿元，上半年地方专项债净融资为 34062 亿元，进度为 93.3%。

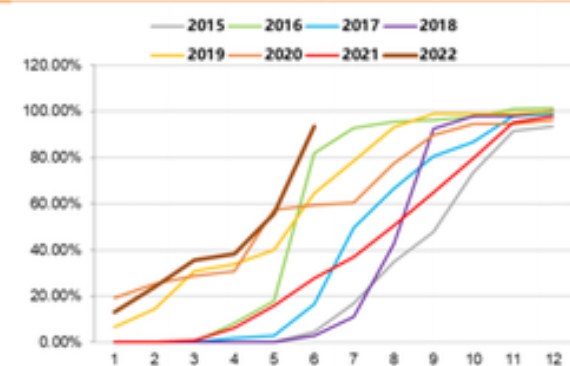
今年安排新增地方债规模为 43700 亿元，上半年已经发行 40210 亿元，总体进度 92%。

图 3：新增地方一般债发行进度 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 4：新增地方专项债发行进度 (%)

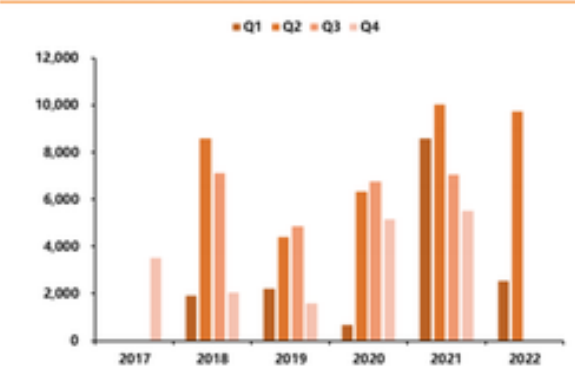


资料来源：WIND、天风证券研究所

地方再融资债券发行加速。上半年发行地方再融资券 12292 亿元，比上半年到期地方债 9669 亿的规模高出 2623 亿元。

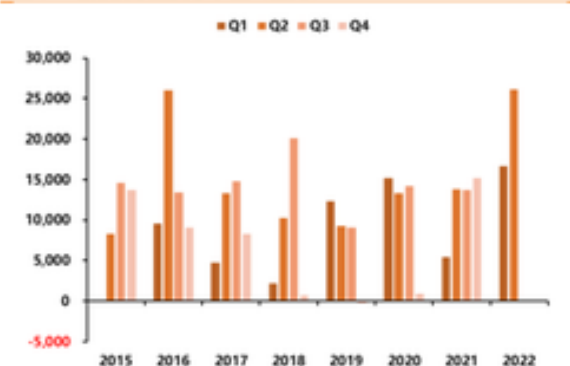
考虑新增与再融资地方债，上半年地方债净融资 42803 亿元。

图 5：地方再融资债券发行情况 (亿元)



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 6：地方债净融资季节性 (亿元)

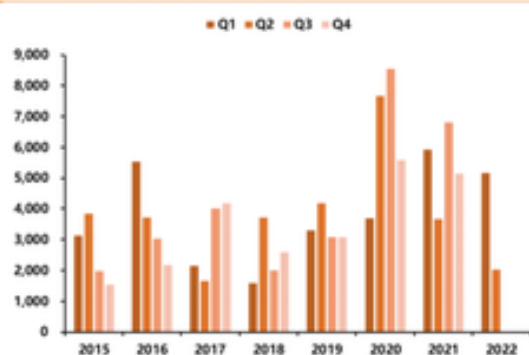


资料来源：WIND、天风证券研究所

政金债发行弱于季节性。上半年政金债净融资 7190 亿元，二季度政金债净融资 2022 亿元，仅高于 2017 年同期水平。2016 年政金债发行加速后，2017 年明显回落。

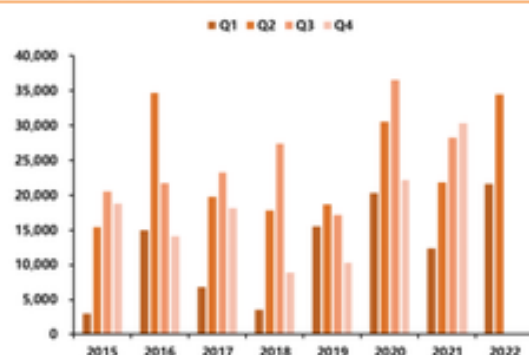
包括国债、新增与再融资地方债、政金债在内，上半年利率债净融资 56102 亿元，规模达到历史新高。

图 7: 政金债净融资季节性 (亿元)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 8: 利率债净融资季节性 (亿元)



资料来源: WIND、天风证券研究所

整体而言，上半年利率债净融资规模较高，其中地方债加速发行，国债净融资发行基本符合季节性，政金债净融资弱于季节性。

一方面，疫情冲击下，上半年国内经济下行压力加剧，特别是地方政府压力较大。政策加大宏观调控力度，财政政策靠前发力。

另一方面，政策强调不超发货币、不透支未来，财政发力的同时，上半年利率债品种间分布或有一定协调发行的考虑。

1.2. 如何看待下半年利率债供给？

首先，考虑现有政策安排。

第一，考虑国债。考虑到目前稳增长压力较大，我们预计今年国债净融资至少接近中央赤字安排，不排除最终高于赤字的可能。按全年国债净融资基本持平于中央赤字计算，下半年国债净融资剩余额度约为 20390 亿元。

2019 年后，下半年国债净融资主要安排在四季度，三四季度净融资的

比例约为 4:5。今年财政部已经披露三季度国债发行计划,与 2019-2021 年没有明显差异。照此估计,国债净融资三季度预计为 9062 亿元,四季度预计为 11328 亿元。

第二,考虑新增地方债。按照年初预算,下半年新增政府债余额约为 3490 亿元,算上 2021 年没有发完的 1500 亿元,下半年剩余新增地方债预计在 4990 亿元左右。按照靠前发力要求,我们预计,4990 亿元新增地方债将在三季度发行完毕。

第三,考虑再融资地方债。下半年地方债到期 18059 亿元,今年地方政府偿债压力较大,我们预计,下半年再融资债券发行规模将至少覆盖到期规模,基本保持 2021 年以来 125%覆盖比重。折合下半年再融资地方债发行 22574 亿元,净融资 4515 亿元。其中三季度净融资 2840 亿元,四季度净融资 1675 亿元。

根据上述测算,考虑现有政策安排,我们预计,下半年政府债净融资为 29895 亿元,其中三季度 16892 亿元,四季度 13003 亿元。

图 9: 地方再融资债与到期情况 (亿元)



资料来源: WIND、天风证券研究所

图 10: 地方债净融资预测 (亿元)



资料来源: WIND、天风证券研究所。注: 黄色柱为现有政策安排下的预测数,下同。

第四，考虑政金债。2022 年 6 月以来，与政策债有关增量政策陆续出台。就现行政策安排来看，下半年政金债净融资可能是利率债供给的重点之一。

2022 年 6 月 1 日国常会要求，“对金融支持基础设施建设，要调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，并建立重点项目清单对接机制。”

2022 年 6 月 29 日国常会再度强调，“运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资 3000 亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的 50%，或为专项债项目资本金搭桥。财政和货币政策联动，中央财政按实际股权投资额予以适当贴息，贴息期限 2 年。”

2022 年 7 月 13 日邹澜表示，“人民银行支持国家开发银行、农业发展银行分别设立金融工具，规模共 3000 亿元。金融工具的具体用途：一是补充投资重大项目资本金，不超过全部资本金的 50%；二是对于短期内专项债券作为资本金无法到位的，可以为专项债券搭桥。对于迟早要干的项目，通过金融工具的支持，能够快速精准打通资本金无法到位造成的堵点，推动项目尽早开工，尽快形成实物工作量，助力稳定宏观经济大盘。”

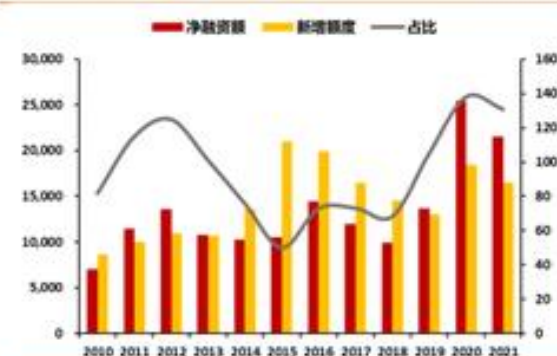
政金债净融资的季节性并不明显，政金债年度净融资与新增信贷额度间的比例关系也不稳定。但在 2015 年后政金债余额同比有一定规律性。在稳增长压力较大时期，政金债余额同比增速较高，2015 年末升至 2016 年末在 12.5-15%，2020 年下半年至 2021 年末在 15-20%。其余时期政

金债余额同比增速较低，基准水平是 10% 附近。

2022 年二季度末，政金债余额同比为 10.4%，按照不超发货币、不透支未来的政策基调，我们预计，三季度政金债余额同比升至 12.5%，并在四季度升至 13% 左右。按此测算，下半年政金债净融资为 18393 亿元，其中三季度为 11617 亿元，四季度为 6776 亿元。

综上所述，包括政府债券与政金债在内，考虑现行政策安排，下半年利率债净融资为 48288 亿元，三季度为 28509 亿元，四季度为 19779 亿元。

图 11：政金债年度净融资与新增信贷额度（亿元、%）



资料来源：WIND、天风证券研究所

图 12：利率债余额同比 (%)



资料来源：WIND、天风证券研究所

但要填补今年财政收支缺口，仅考虑现有政策是不够的。

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_44397

