2020 年 11 月 18 日
证券研究报告•宏观专题报告
宏观评论

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

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目，发行规模前十的省份中，半数是东部沿海地区，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和安全性负责，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。

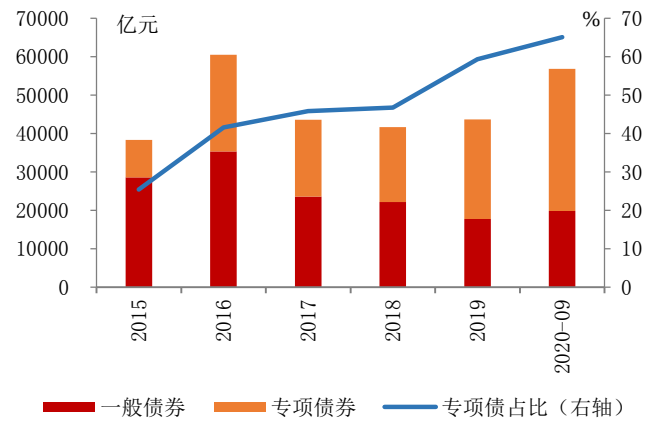
1 地方债增量与存量双双走高

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。

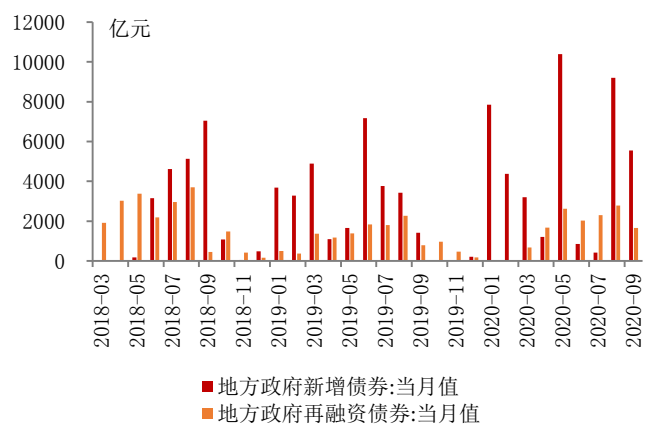
截至 10 月末，今年累计发行地方债 61218 亿元，完成全年发行计划的 93.18%。其中，新增债券 44945 亿元，再融资债券 16273 亿元。新增债券中，一般债券发行 9479 亿元，完成全年计划的 100%；专项债券发行 35466 亿元，完成全年计划（37500 亿元）的 94.6%，完成已下达额度（35500 亿元）的 99.9%。11-12 月政府债券发行量下降，对市场流动性的影响减弱。

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



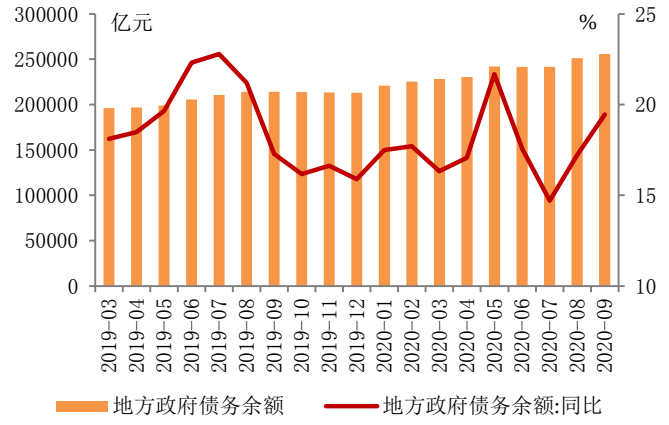
数据来源：Wind、西南证券整理

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%。

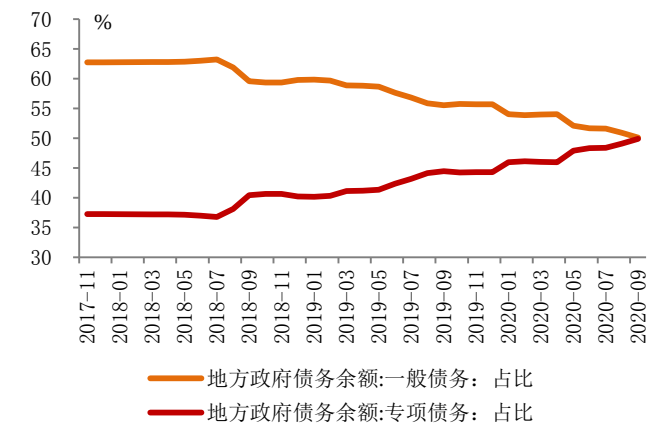
地方政府债务余额持续增长的原因一方面是由于新增债券额度不断扩大，已由 2016 年的 1.18 万亿元增至 2020 年的 4.73 万亿元；另一方面地方债到期后，基本通过发行再融资债券的方式进行周转，2018 年，为了缓解地方债偿还压力，首度出现再融资债券，用于偿还以前年度发行到期的政府债券。随着每年到期规模的增加，再融资债券需求量将保持旺盛。在债务率的约束下，预计未来债务扩张的总体规模将有所减缓。

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

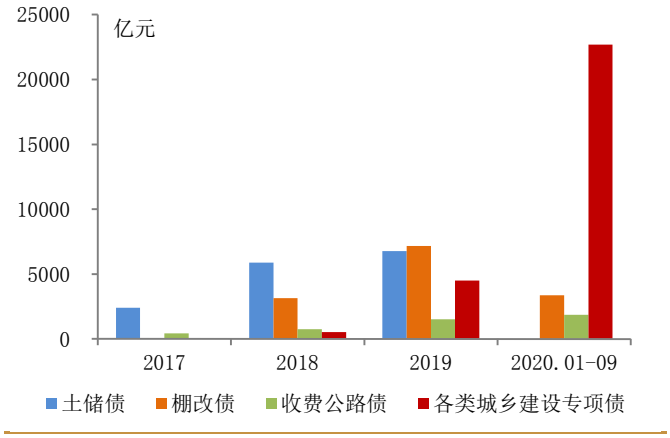
2.1 棚改债发行现转机，专项债券主投基建与民生领域

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%，

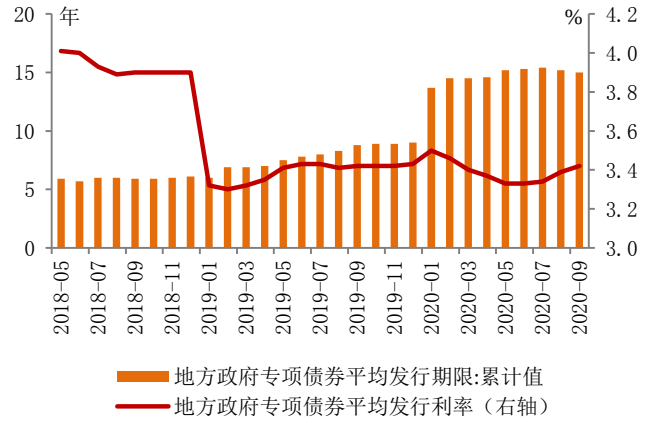
用于交通、市政和产业园区基础设施，以及职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务领域约占 80%；用于生态环保、农林水利、能源、冷链物流等领域约占 20%。

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

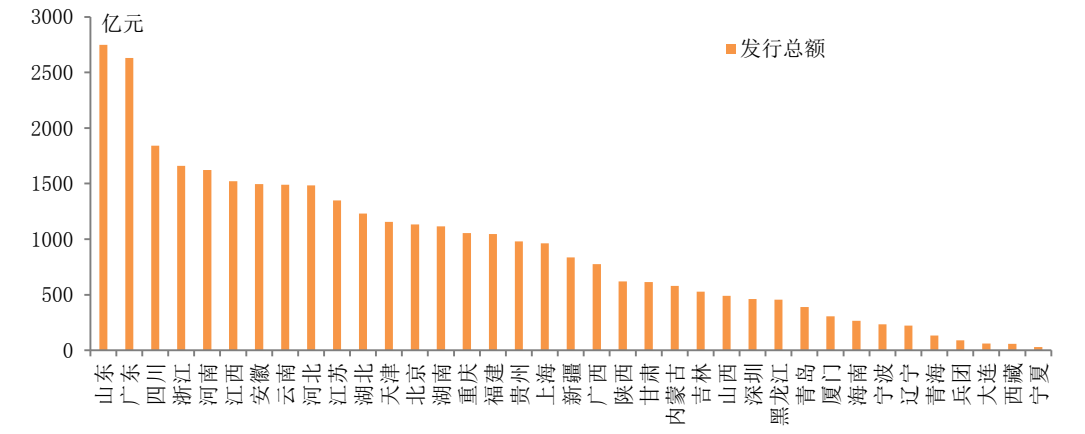


数据来源：Wind、西南证券整理

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，较去年整年发行规模增长 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，半数是东部沿海地区，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，也存在这一些“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和安全性负责，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及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	—
厦门市	136	306	—
江西省	669	1521	—
山东省	1404	2747	↓
青岛市	231	388	↓
河南省	1024	1623	↑
湖北省	975	1230	↑
湖南省	677	1115	—
广东省	1512	2631	↑
深圳市	303	460	—

地区	2019 年	2020 年 1-9 月发行额	2021 年预测
广西壮族自治区	526	835	—
海南省	210	265	↑
重庆市	780	1054	↑
四川省	980	1840	↑
贵州省	7	979	—
云南省	539	1490	↓
西藏自治区	7	59	—
陕西省	453	620	↑
甘肃省	368	614	↓
青海省	125	133	↓
宁夏回族自治区	154	28	↑
新疆维吾尔自治区	482	774	↓
新疆生产建设兵团	40	91	↓

注：预测值是根据目前公布的地方债发行原则，综合考虑各地区经济发展状况、债务情况及政策导向作出的综合预判。

数据来源：中国地方政府债券信息公开平台，西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn