

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2024年6月28日

温彬 民生银行首席经济学家  
民生银行研究院院长

## 宏观研究团队

王静文 中国经济研究  
应习文 国际经济研究  
孙莹 财政政策研究  
王娜 中观产业研究  
张梦婷 国际收支研究

## 金融市场团队

张丽云 货币与流动性研究  
李鑫 外汇商品研究  
韩思达 资本市场研究  
杨刚 债券市场研究  
原宏敏 资管市场研究

联系人: 孙莹

电话: 010-58560666-6473

邮件: sunying16@cmbc.com.cn

## 【数据点评】

### 地方债将迎发行高峰

## 【内容摘要】

6月地方债发行量、净融资额环比、同比再度下降,短期内基建投资增速或有所放缓。具体来看,全国共发行地方债6714亿元,分别较上月和上年同期减少2322亿元、1588亿元;地方债总偿还量4454亿元,净融资额为2260亿元,分别较上月和上年同期减少4089亿元、125亿元。

上半年地方债供给偏慢,尽管5月发行有所提速,但整体看发行进度不及预期。1-6月累计,新增地方债共发行18259亿元,仅完成新增额度的39.5%。其中,新增一般债发行3324亿元,发行进度为46.2%,明显低于过去五年同期均值69.6%;新增专项债发行14935亿元,发行进度为38.3%,明显低于过去五年同期均值59.0%。

三季度地方债发行会明显提速。鉴于上半年地方债发行进度偏慢,且地方债在四季度发行可能会影响资金在年内的使用进度,近期各地加快部署地方债发行工作。从各地公布的发行计划来看,三季度新增地方债发行规模高达19669亿元,较去年同期增加6053亿元;加上10676亿元地方债到期规模,预计三季度地方债发行规模在3万亿元左右,较去年同期增加约3000亿元。

# 地方债将迎发行高峰

温彬 孙莹

## 发行数据

6月份，全国共发行地方债 6714 亿元，分别较上月和上年同期减少 2322 亿元、1588 亿元；净融资额为 2260 亿元，分别较上月和上年同期减少 4089 亿元、125 亿元；平均发行期限为 11.88 年，环比上月减少 1.81 年；平均发行利率为 2.35%，环比上月下降 10bp。

### 一、6月地方债发行缩量

6月地方债发行量、净融资额环比、同比时隔一个月再度下降，这可能导致基础设施项目面临资金短缺问题，影响实物工作量的形成，短期内基建投资增速或有所放缓。具体来看，全国共发行地方债 6714 亿元，分别较上月和上年同期减少 2322 亿元、1588 亿元；发行结构以新增专项债为主，占地方债发行总量的 49.6%；地方债总偿还量 4454 亿元，净融资额为 2260 亿元，分别较上月和上年同期减少 4089 亿元、125 亿元。

从发行地区看，豫冀皖发行规模位列前三。6月份，共有 23 个省份和 3 个计划单列市发行地方债，河南、河北、安徽发行规模位列前三，发行规模合计 2219 亿元，占发行总额的 33.1%。其中，新增债券发行前三为河北、河南、江苏，合计发行 1556

亿元，占新增债券发行总额的 41.7%；再融资债券发行前三为河南、北京、山东，合计发行 1025 亿元，占再融资债发行总额的 34.4%。

图 1：地方债发行与偿还情况（亿元）

图 2：中小银行专项债发行规模

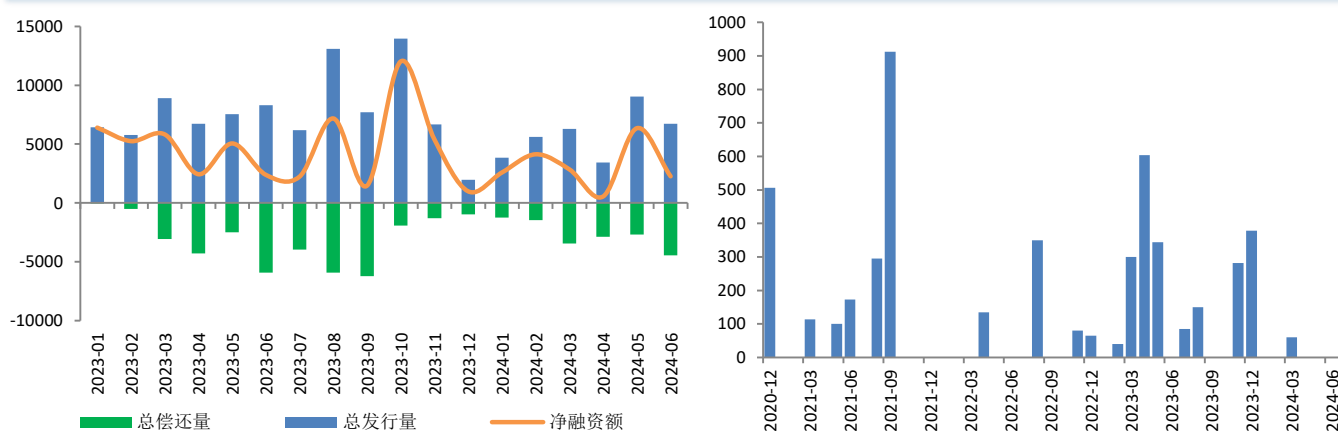
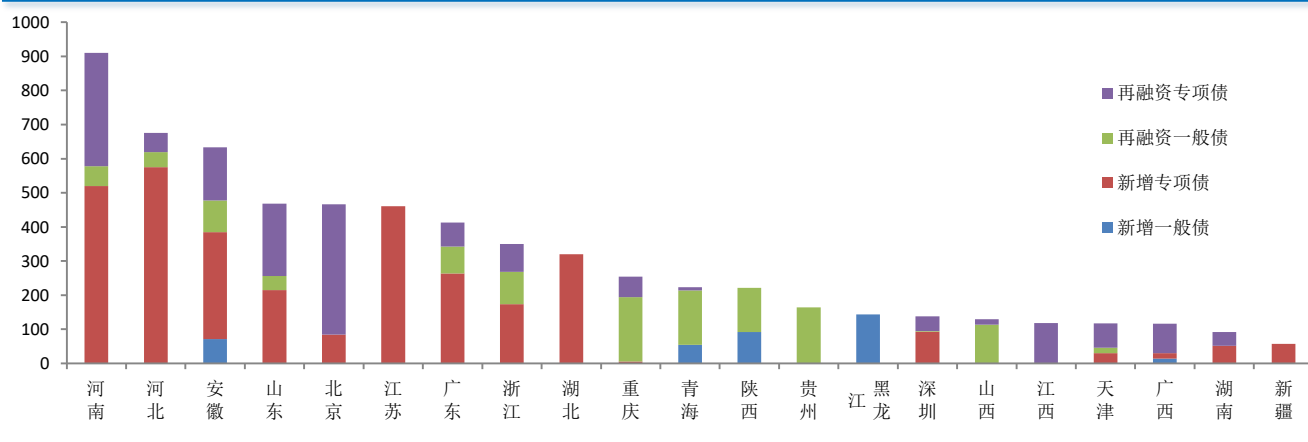


图 3：6 月各省份和计划单列市地方债发行规模（亿元）



数据来源：企业预警通

从发行期限看，较上月缩短。6 月地方债平均发行期限为 11.88 年，环比上月减少 1.81 年，主因专项债发行期限下降。其中，新增一般债、新增专项债、再融资专项债的平均发行期限分别为 8.25 年、16.03 年、7.25 年，比上月减少 0.65 年、2.88 年、2.17 年；再融资一般债的平均发行期限为 8.45 年，比上月增加

0.42 年。

从发行利率看，较上月下行。6 月地方债平均发行利率为 2.35%，环比上月下降 10bp。今年以来，债市持续走强，利率债期货价格屡创新高，尽管 4 月以来央行多次提示长债风险，但在经济基本面仍需修复和“资产荒”持续的环境下，市场对此反应钝化，中期内债市大概率延续偏强态势。

图 4：地方债发行期限走势

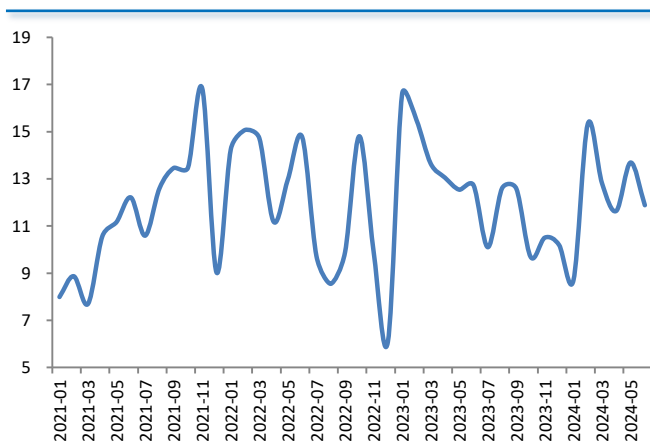


图 5：地方债发行利率走势

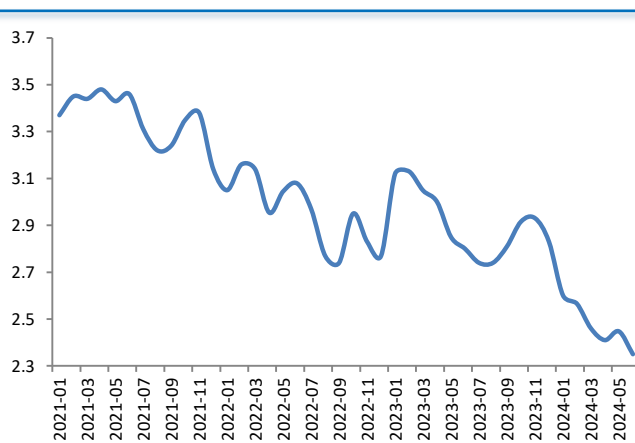


图 6：6 月新增专项债投向占比

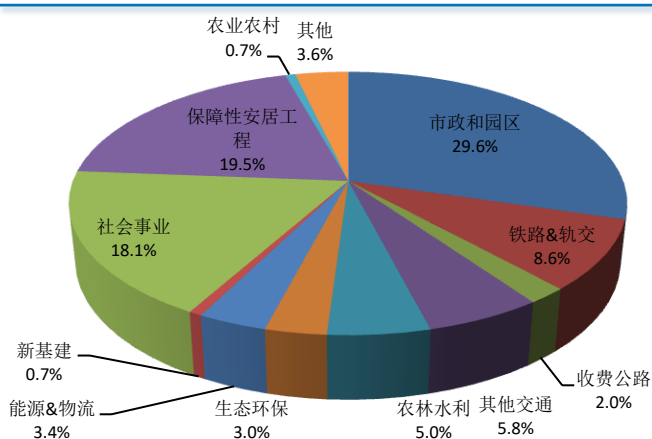
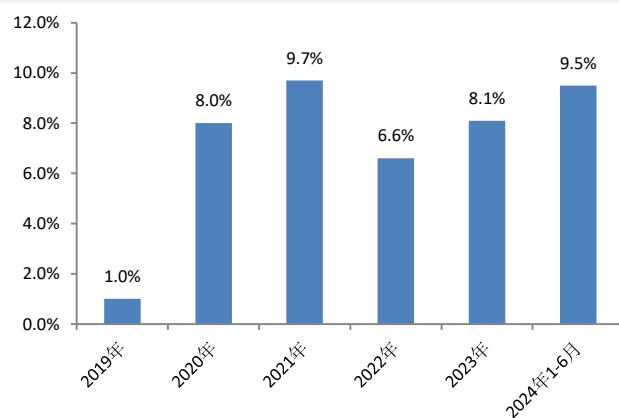


图 7：新增专项债用作项目资本金比例



数据来源：企业预警通

从资金投向看，基建占比保持高位，有力支撑重大项目建设。

1-6 月发行的用于项目建设的新增专项债中，投向基建领域占比

68.4%，虽然比 1-5 月回落 2.4 个百分点，但比去年全年高 5.3 个百分点，继续保持较高水平。细分投向中，排名前三位的依然是市政和园区、社会事业、铁路&轨交，占比分别为 35.5%、15.3%、11.9%。

表 1：专项债资金投向占比（%）

年份/项目分类		2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-6 月
基建投向	市政和园区	7.4	26.6	31.0	33.4	31.8	35.5
	铁路&轨交	1.6	7.7	6.8	7.9	8.9	11.9
	其他交通	3.4	8.7	7.5	5.4	4.9	5.4
	农林水利	1.1	6.0	6.3	7.1	7.2	5.6
	收费公路	6.6	5.8	4.4	3.9	3.8	3.8
	生态环保	3.6	7.5	4.3	3.3	3.1	2.9
	能源&物流	0.1	1.4	1.5	1.9	2.6	2.5
	新基建	0.0	0.0	0.1	0.4	0.8	0.8
	合计	23.8	63.7	61.9	63.3	63.1	68.4
其他投向	社会事业	2.7	12.8	14.3	16.6	14.4	15.3
	保障性安居工程	33.6	12.7	17.0	14.7	12.1	11.8
	农业农村	3.4	1.3	1.5	1.3	1.3	0.8
	其他	36.7	9.7	5.2	4.2	9.1	3.7

## 二、上半年地方债发行节奏整体偏慢

上半年地方债供给偏慢，尽管 5 月发行有所提速，但整体看发行进度不及预期。1-6 月累计，新增地方债共发行 18259 亿元，仅完成新增额度的 39.5%。其中，新增一般债发行 3324 亿元，发行进度为 46.2%，明显低于过去五年同期均值 69.6%；新增专项债发行 14935 亿元，发行进度为 38.3%，明显低于过去五年同期均值 59.0%。

图 8：新增一般债发行进度

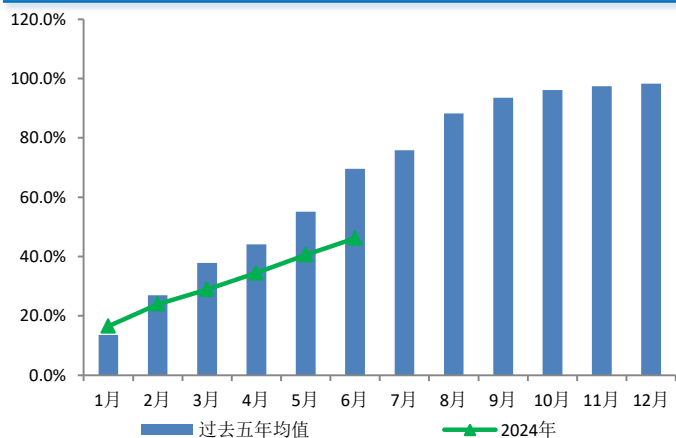
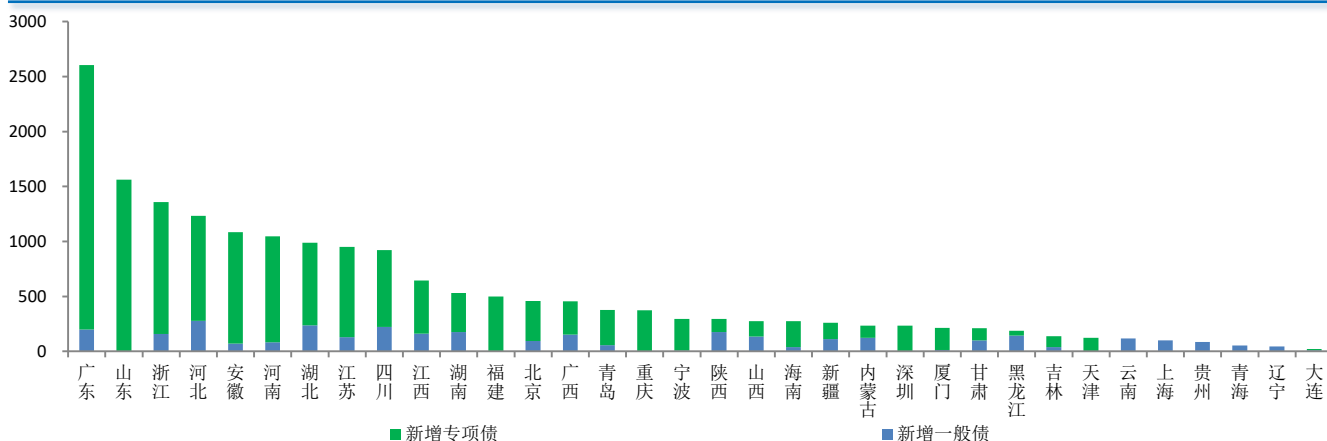


图 9：新增专项债发行进度



图 10：上半年各省份和计划单列市新增地方债发行规模（亿元）



数据来源：企业预警通

新增地方债发行进度低于以往，主要原因在于：**其一**，去年年底增发的 1 万亿元国债中，绝大部分在今年上半年形成实物工作量，降低了地方债发行的急迫性。发改委表示，截至 6 月中旬，超过 70% 的增发国债项目已开工实施，总体进展较快。**其二**，当前地方基建项目逐步趋于饱和，加之增发国债消耗了较多地方前期储备的项目，地方项目储备及资金安排面临较大压力。同时财政部加强了对专项债项目的审核把关，这对债券资金使用安排形成了一定的约束。**其三**，中央财政靠前发力，弥补了地方债资金

缺口。上半年国债净融资额为 15530 亿元，同比增长 5897 亿元。

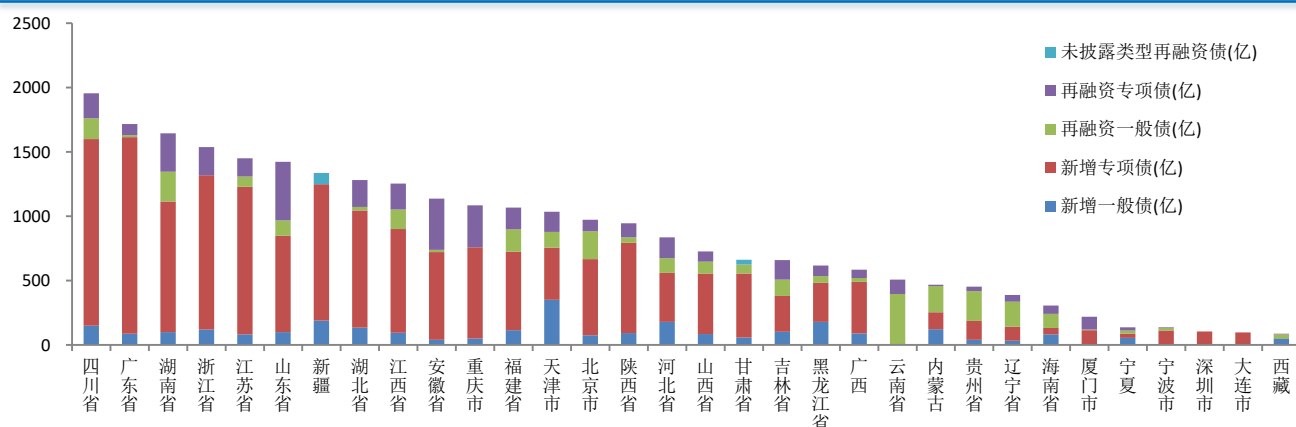
其四，随着一揽子化债方案加快推进，重点化债省份新增地方债发行规模大幅缩减，上半年只有广西、重庆、内蒙古新增债发行进度较快，其中宁夏无新增债发行。

### 三、三季度地方债将迎发行高峰

鉴于上半年地方债发行进度偏慢，且地方债在四季度发行可能会影响资金在年内的使用进度，近期各地加快部署地方债发行工作，三季度地方债发行会明显提速，支撑基建投资较快增长。

从各地公布的发行计划来看，三季度新增地方债发行规模高达 19669 亿元，较去年同期增加 6053 亿元；加上 10676 亿元地方债到期规模，预计三季度地方债发行规模在 3 万亿元左右，较去年同期增加约 3000 亿元。按此计算，四季度新增地方债发行规模约 8200 亿元，占全年新增限额的 17.7%。

图 11：三季度各省份和计划单列市地方债计划发行规模（亿元）



数据来源：企业预警通

尽管三季度地方债供给量大幅增加，但考虑到权益类市场波动加大正令资金持续流向债券市场避险，同时伴随内外部约束逐

步缓解，货币放松节奏或有所加快，降准降息仍存落地空间，债券市场资产荒状况或将延续，届时央行可能会入市卖出国债引导国债收益率回归合理区间。



## 近期研究成果

1. 5月财政收入承压、支出减速（民银研究，2024年6月24日）
2. 5月地方债发行放量（民银研究，2024年5月31日）
3. 财政政策靠前发力、有效落实——4月财政数据观察（民银研究，2024年5月21日）
4. 超长期特别国债即将启动发行（民银研究，2024年5月14日）
5. 地方债发行重心或后移（民银研究，2024年4月30日）
6. 收入状况约束支出强度——3月财政数据观察（民银研究，2024年4月23日）
7. 二季度地方债发行提速或有限（民银研究，2024年4月2日）
8. 财政收入增速偏低，财政支出靠前发力——1-2月财政数据点评（民银研究，2024年3月22日）
9. 2024年财政预算草案的六大看点（民银研究，2024年3月12日）
10. 今年新增专项债额度小幅增加——1-2月地方债发行数据点评（民银研究，2024年3月5日）
11. 2023年财政运行总体平稳（民银研究，2024年2月1日）
12. 发行节奏平稳，规模再创新高——2023年地方债发行数据点评（民银研究，2024年1月4日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

