

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2024年5月31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】

### 5月地方债发行放量

## 【内容摘要】

随着去年底增发国债基本下达使用完毕、以及专项债项目筛选工作的完成，加之今年超长期特别国债发行节奏平稳，对流动性的短期冲击较低，5月新增专项债加快发行“赶进度”，带动地方债发行量骤升，全国共发行地方债9036亿元，分别较上月和上年同期增加5597亿元、1482亿元。

地方债加快发行的同时，超长期特别国债也在有序发行，这有助于缓解地方财政、债务压力，并支撑基建增长动能，稳定市场经济增长预期。同时，“资产荒”的情况也有所缓解。5月份，今年1万亿元超长期特别国债一期、二期共800亿元完成发行，按照财政部计划，6月至11月还将有20期超长期特别国债陆续发行。

6月地方债发行规模在8300亿元左右，其中新增地方债规模约3800亿元。按此计算，下半年新增地方债发行规模约2.79万亿元，占全年新增限额的60%。考虑到当前国债和地方债发行的拨付项目较为紧张，转移支付安排可能进一步消耗地方债的项目储备，再加上超长期特别国债匀速发行，未来新增地方债发行节奏或整体平稳，月均发行规模在4600亿元左右。

# 5月地方债发行放量

温彬 孙莹

## 发行数据

5月份，全国共发行地方债 9036 亿元，分别较上月和上年同期增加 5597 亿元、1482 亿元；净融资额为 6349 亿元，环比上月增加 5800 亿元，较上年同期增加 1297 亿元；平均发行期限为 13.69 年，环比上月增加 2.05 年；平均发行利率为 2.45%，环比上月上升 4bp。

### 一、5月地方债发行量骤升

随着去年底增发国债基本下达使用完毕、以及专项债项目筛选工作的完成，加之今年超长期特别国债发行节奏平稳，对流动性的短期冲击较低，5月新增专项债加快发行“赶进度”，带动地方债发行量骤升。

5月份，全国共发行地方债 9036 亿元，分别较上月和上年同期增加 5597 亿元、1482 亿元；发行结构以新增专项债为主，占地方债发行总量的 48.5%；地方债总偿还量 2687 亿元，净融资额为 6349 亿元，环比上月增加 5800 亿元，较上年同期增加 1297 亿元。

从发行地区看，粤鄂苏发行规模位列前三。5月份，共有 27 个省份和 2 个计划单列市发行地方债，广东、湖北、江苏发行规

模位列前三，发行规模合计 2834 亿元，占发行总额的 31.6%。其中，新增债券发行前三为广东、安徽、四川，合计发行 2027 亿元，占新增债券发行总额的 42.6%；再融资债券发行前三为江苏、天津、广东，合计发行 1577 亿元，占再融资债发行总额的 37.4%。

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

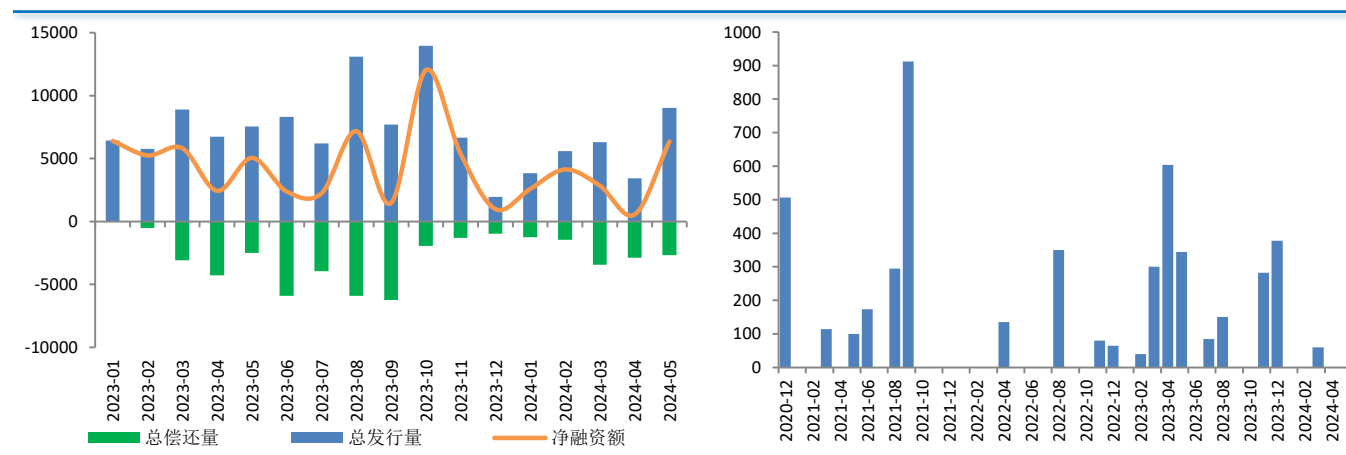
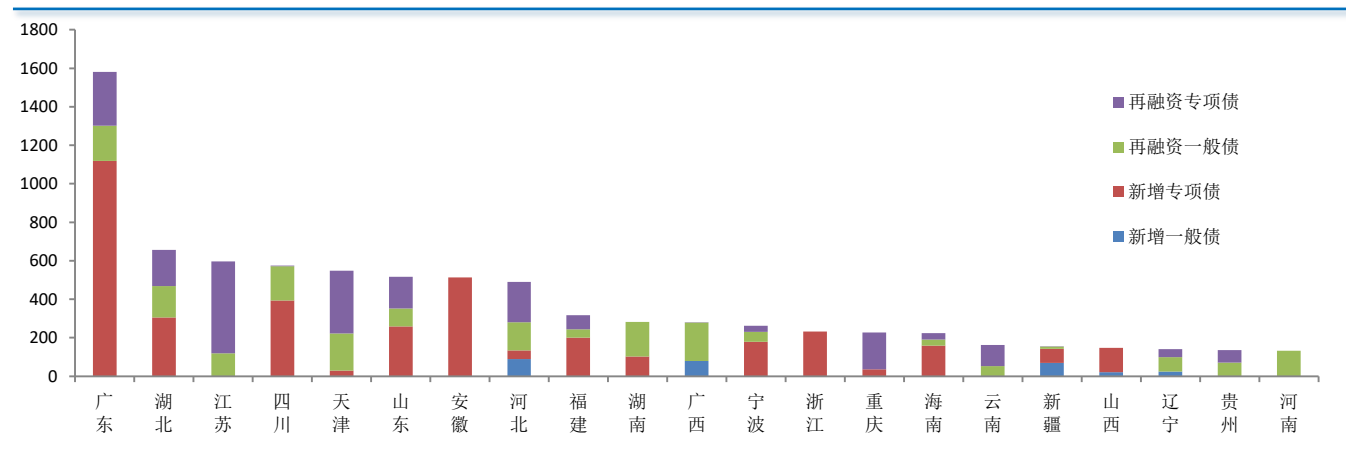


图 3：5 月各省份和计划单列市地方债发行规模（亿元）



数据来源：企业预警通

从发行期限看，较上月有所拉长。5 月地方债平均发行期限为 13.69 年，环比上月增加 2.05 年，因为一般债发行期限环比增加。具体来看，新增一般债、再融资一般债的平均发行期限分别

为 8.90 年、8.03 年，比上月增加 0.23 年、0.56 年；新增专项债、再融资专项债的平均发行期限分别为 18.91 年、9.42 年，比上月减少 0.51 年、0.75 年。

图 4：地方债发行期限走势

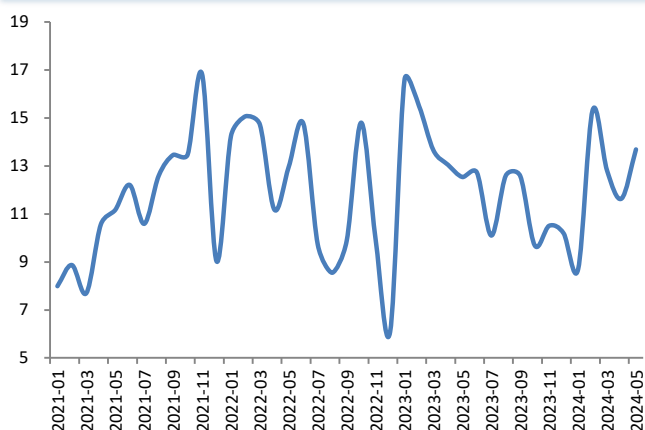


图 5：地方债发行利率走势

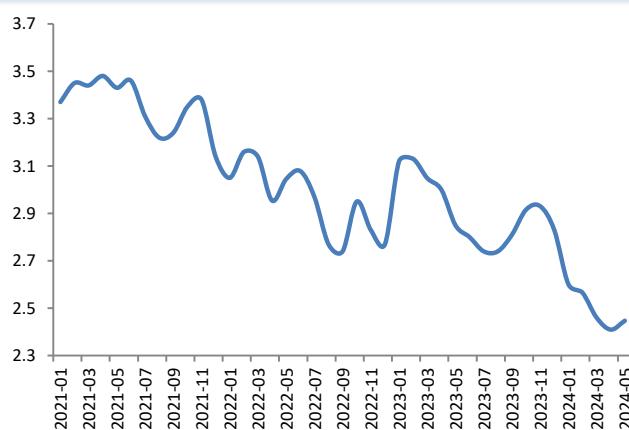


图 6：新增一般债发行进度

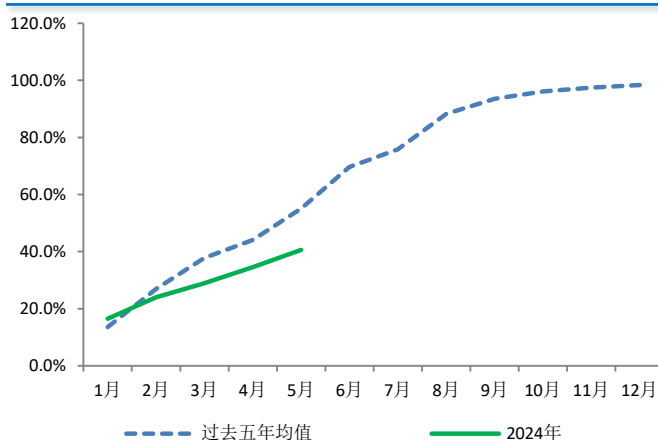
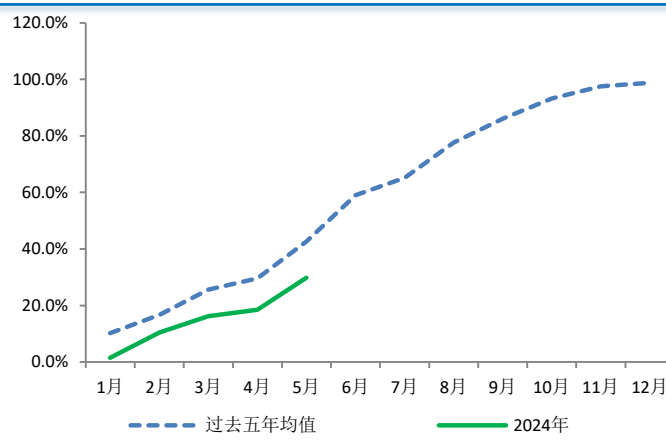


图 7：新增专项债发行进度



数据来源：企业预警通

从发行利率看，小幅上行。5 月地方债平均发行利率为 2.45%，环比上月上升 4bp。随着超长期特别国债启动发行和地方债供给放量，“资产荒”的情况有所缓解，地方债收益率小幅回升。展望下一阶段，鉴于央行近期多次表达了不希望中长期利率过低的政策态度，明确指出“中国经济潜在增速仍在 5% 左右，而目前

10年期国债利率只有2.3%左右，若未来通胀接近10年平均2%左右的水平测算，实际利率与潜在增速相比也明显偏低”，如果长期利率继续走弱，央行可能会实质性采取措施拉抬，地方债收益率整体可能震荡上行。

从新增地方债发行进度看，5月明显加快。5月份，新增地方债共发行4820亿元。其中新增一般债发行436亿元，发行进度为6.1%，明显高于去年同期的3.7%；新增专项债发行4383亿元，发行进度为11.2%，明显高于去年同期的7.2%。

1-5月累计，新增地方债共发行14527亿元，仅完成提前批额度的53.6%，整体依然偏慢，主因此前地方债发行进度一直较为缓慢。其中，新增一般债发行2919亿元，发行进度为40.5%，明显低于过去五年同期均值55.1%；新增专项债发行11608亿元，发行进度为29.8%，明显低于过去五年同期均值42.6%。

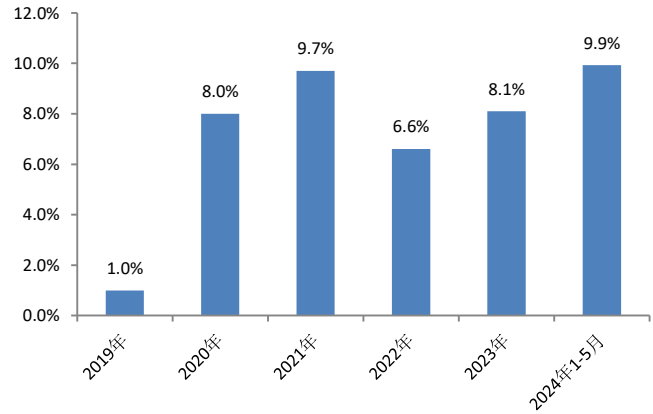
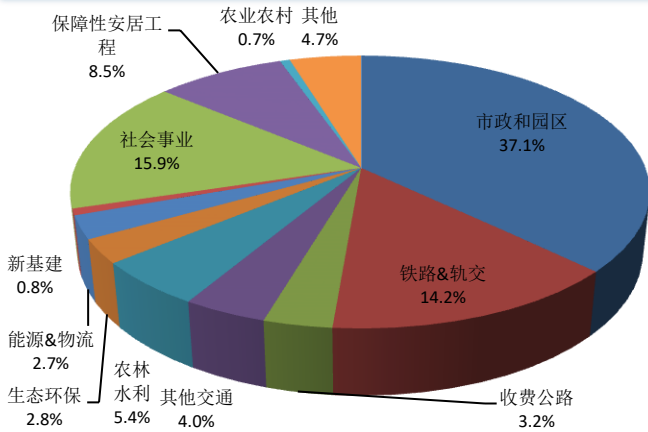
表 1：专项债资金投向占比（%）

年份/项目分类		2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年 1-5月
基建 投向	市政和园区	7.4	26.6	31.0	33.4	31.8	36.9
	铁路&轨交	1.6	7.7	6.8	7.9	8.9	12.8
	其他交通	3.4	8.7	7.5	5.4	4.9	5.2
	农林水利	1.1	6.0	6.3	7.1	7.2	5.7
	收费公路	6.6	5.8	4.4	3.9	3.8	4.2
	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	2.3
	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	70.8
其他 投向	社会事业	2.7	12.8	14.3	16.6	14.4	14.6
	保障性安居工程	33.6	12.7	17.0	14.7	12.1	9.9

农业农村	3.4	1.3	1.5	1.3	1.3	0.9
其他	36.7	9.7	5.2	4.2	9.1	3.7

图 8：5 月新增专项债投向占比

图 9：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。1-5 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 70.8%，比去年全年高 7.7 个百分点，但较 1-4 月微幅回落 0.3 个百分点。细分投向中，排名前三位的是市政和园区、社会事业、铁路&轨交，占比分别为 36.9%、14.6%、12.8%，分别比上年上升 5.1、0.2 和 3.9 个百分点；保障性安居工程、农林水利占比较去年有所下降。

## 二、政府债券加快供应

地方债加快发行的同时，超长期特别国债也在有序发行，这有助于缓解地方财政、债务压力，并支撑基建增长动能，稳定市场经济增长预期。同时，“资产荒”的情况也有所缓解。

5 月份，今年 1 万亿元超长期特别国债一期、二期共 800 亿元完成发行。按照财政部计划，6 月至 11 月还将有 20 期超长期特别国债陆续发行。

从发行情况看，机构和个人投资者认购积极，市场交易活跃度较高。主要原因在于当前实体融资需求偏弱、城投平台融资收缩，金融机构持续面临资产荒局面；超长期特别国债风险较低且收益率相比银行定期要高，在央行着力引导存款利率下行、防范高息揽储行为背景下，对个人投资者吸引力较大。

从资金使用看，将尽快投入重大项目加快建设以稳投资稳经济。发改委近期表示，已做好第一批可立即下达投资的超长期特别国债项目，待国债资金到位后即可加快建设，预计将在6月开始形成实物工作量。为了提高资金使用效益，发改委还将加强超长期特别国债项目全生命周期管理，制定出台管理办法，明确从项目谋划储备到监督检查的各项要求。

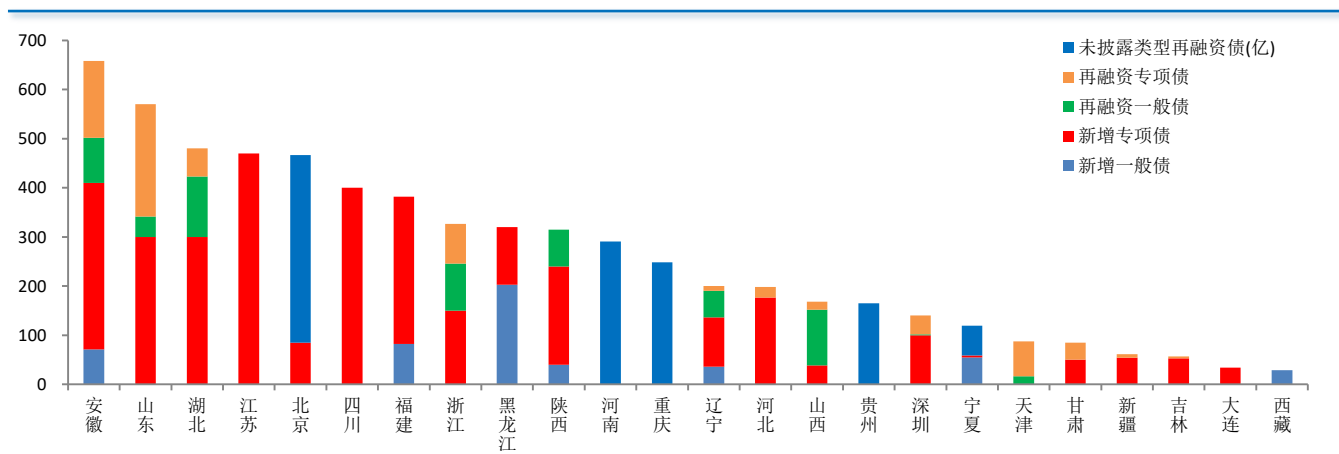
从对资金面的影响看，比较有限。此次超长期特别国债发行时长7个月，发行期数共计22期，平均单期发行规模455亿元，相较前几次发行节奏相对更缓，呈现“多频小额”的特点，有利于避免因集中发行而给资金面造成阶段性压力。因此，5月央行没有采取降准、二级市场购买等方式支持，而是通过MLF等量平价续作和加大逆回购投放平抑资金面波动。

### **三、地方债发行节奏或整体平稳**

从各地公布的发行计划来看，6月地方债计划发行规模合计6271亿元，其中新增地方债规模3786亿元，加上4454亿元地方债到期规模，预计6月地方债发行规模在8300亿元左右，与去年同期基本持平，保持较快发行节奏。

按此计算，下半年新增地方债发行规模约 2.79 万亿元，占全年新增限额的 60%。根据财政预算报告，今年 1 万亿元超长期特别国债所筹资金的安排为，中央本级支出 5000 亿元、对地方转移支付 5000 亿元。考虑到当前国债和地方债发行的拨付项目较为紧张，转移支付安排可能进一步消耗地方债的项目储备，再加上超长期特别国债匀速发行，未来新增地方债发行节奏或整体平稳，月均发行规模在 4600 亿元左右。

图 10：6 月各省份和计划单列市地方债发行计划



数据来源：企业预警通



## 近期研究成果

1. 5月地方债发行放量（民银研究，2024年5月31日）
2. 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）
3. 超长期特别国债即将启动发行（民银研究，2024年5月14日）
4. 地方债发行重心或后移（民银研究，2024年4月30日）
5. 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）
6. 二季度地方债发行提速或有限（民银研究，2024年4月2日）
7. 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）
8. 2024年财政预算草案的六大看点（民银研究，2024年3月12日）
9. 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）
10. 2023年财政运行总体平稳（民银研究，2024年2月1日）
11. 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）
12. 强化政策供给，积极担当作为——2024年财政政策展望（民银研究，2023年12月26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）

