



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：周恺悦

执业证号：S0100121120011

电话：13135690247

邮箱：zhoukaiyue@mszq.com

7月24日召开的中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，据21世纪经济报道，近日监管部门通知地方，2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上10月底前使用完毕。

今年二季度专项债发行节奏偏慢，三季度专项债供给是否将超常放量？三季度专项债供给超量是否会扰动债市节奏？对此我们用数据说话。

➤ **今年专项债发行异常么？其实并没有，9月份前专项债发行完毕是常规操作。**

今年一季度财政收入修复，支出节奏前倾，专项债发行节奏偏快达35.7%，为2019年以来最高值。二季度财政收入增速收敛，地方政府扩张意愿走弱，专项债发行节奏明显回落，发行节奏为2019年以来最低值，仅达25%。

加总一二季度，今年上半年专项债发行进度61%，进度正常。譬如2019年进度约64%，今年上半年发行进度甚至超过财政靠前发力的2020年（60%）。

2019年以后，专项债普遍要求在9-10月份发行完成，便于在年内形成实物工作量。近期监管要求专项债于9月前发行完成，属于常规的专项债落实措施。

➤ **三季度“补发专项债”量大么？8-9月均发行高于季节性，但总量可控。**

1-7月专项债已发行2.5万亿，若年内额度赶在9月份完成发行，推算8-9月合计发行1.3万亿，月均0.65万亿，属于历史上单月发行偏高水平。

以往历史最高月度发行为2022年6月，单月发行1.3万亿，远高于今年8-9月或有专项债发行量。这样来看，今年8-9月专项债月均发行量并不算特别高。

回溯历史，专项债供给放量与降准操作无直接关系。譬如2020年5月、8月（1万亿、0.6万亿）、2022年6月（1.3万亿），发行规模急速走高时期，央行未有同步降准操作。本轮7-8月专项债单月供给虽然略高于季节性，但尚不足以撬动降准。是否降准，更应关注信贷投放节奏以及与此相关的银行流动性缺口。

➤ **下半年降准时点？如有降准，我们预计最快要到9月。**

7月份召开的中共中央政治局会议强调“要用好政策空间”“加强逆周期调节和政策储备”“发挥总量和结构性货币政策工具作用”。距离上一次降准，已经过去四个月。近期专项债发行将带来流动性扰动，市场近期降准预期再起。

相关研究

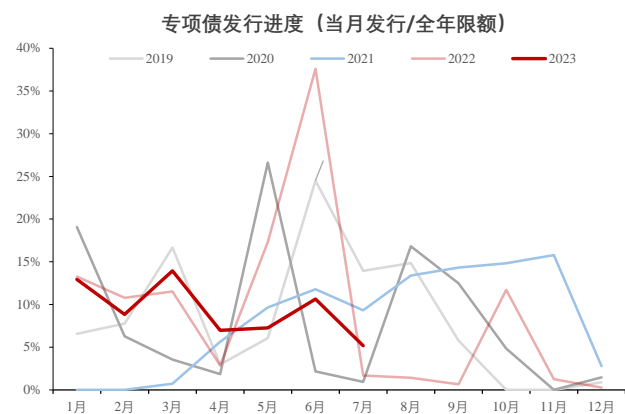
- 1.宏观专题研究：不一样的地产：2014-2015年启示录-2023/08/02
- 2.化债系列研究（二）：债务置换，争议和方向-2023/08/01
- 3.全球大类资产跟踪周报：风险偏好改善-2023/07/30
- 4.宏观事件点评：日央行YCC调整影响-2023/07/29
- 5.化债系列研究（一）：地方化债，能力和空间-2023/07/28

我们认为，是否降准主要锚定商业银行扩表程度，今年5月、6月新增社融同比转负，银行流动性较为充裕，短期内降准概率并不大。

考虑到下半年MLF到期压力显著高于上半年，并且往年降准一般落在季末或者季初月份，用以对冲季初流动性波动。**由此推算，下半年如有降准，最快也要等到9月。**

风险提示：地产政策超预期，海外地缘政治超预期。

图1：历年专项债发行进度



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：上半年专项债发行进度较常规年份未有明显降低

	2019	2020	2021	2022	2023
Q1 发行进度	31%	29%	1%	36%	36%
Q2 发行进度	34%	31%	27%	58%	25%
1-6月发行进度	64%	60%	28%	93%	61%

资料来源：财政部，民生证券研究院

表1：历年对专项债发行期限的要求

时间	要求	来源
2018	·加强对地方财政部门的指导， 防范地方政府债券未足额发行风险。	财政部举行2018年一季度财政收支情况新闻发布会
	·加快专项债券发行进度， 9月底完成80%，10月发行完毕。	财库〔2018〕72号 关于做好地方政府专项债券发行工作的意见
2019	·切实加快债券发行进度， 2019年6月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在9月底前完成全年新增债券发行。	财库〔2019〕23号 财政部关于做好地方政府债券发行工作的意见
	·加快专项债券发行使用进度， 力争9月底前发行完毕。	中共中央办公厅 国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》
2020	·合理把握专项债券发行节奏， 力争10月底前发行完毕 ；加强监管，确保项目质量。	财预〔2020〕94号 关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知
	·合理选择发行时间窗口， 适度均衡发债节奏。	财库〔2020〕36号 关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见
2021	·按照“资金跟着项目走”的原则， 适当放宽发行时间限制。	全国财政工作会议
	· 适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏。	关于2020年中央决算的报告
2022	·确保今年新增专项债券在 6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。	全国财政支持稳住经济大盘工作视频会议
2023	·要求2023年新增专项债需于 9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。	21世纪经济报道

资料来源：财政部，21世纪经济报道，民生证券研究院

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026