

“提前下达”授权延长，传递政策积极信号

核心内容：

近日举行的十四届全国人大常委会第六次会议，其中一项重要议程是审议国务院关于提请审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案，目前财政部研究提出继续提前下达部分新增地方政府债务限额的方案，建议授权国务院在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达下一年度部分新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额），授权期限自全国人大常委会审议通过之日起至2027年12月31日。提前下达情况报全国人大常委会备案。

主要观点及市场影响：

1. 地方债务限额提前批机制始于2019年，主要起到了“加快支出节奏和优化资金用途”的积极作用。根据预算法的相关规定，我国地方政府发行的债务总额需控制在全国人大批准的限额范围内发行，按照之前惯例，每年的新增限额审批一般在年初3月份召开的全国人民代表大会中予以审批，之后财政部再将地方债务限额下达至各地。但鉴于当前地方债发行审批制度，地方政府履行完项目申报、审批、发行相关程序后，往往会造成债券发行和资金支出节奏较慢，不利于年内平滑政府债券发行节奏，维持适度流动性。为此，2018年年底经全国人大常委会决定：授权国务院自2019年开始可以在当年新增地方政府债务限额的60%额度内提前下达下一年度的新增债务额度，有利于各地提前进行项目储备，提高资金使用进度。但当年这一授权的截止日期至2022年12月31日。

2. 专项债提前批对一季度发行进度提升显著，本次授权意味着未来一段时期内，提前批专项债机制或逐步形成“常态化”机制，体现出积极财政持续加力提效的政策意图。自2018年全国人大授权国务院提前下达地方政府债务额度以来，我国于2019年、2020年、2022年以及2023年分别在前一年的10-12月份提前下达了8100亿元、1万亿元、1.46万亿元、2.19万亿元新增专项债额度，占当年新增专项债的总额比例在26.7%-57.6%之间，且近两年有显著上升趋势，仅2021年未在前一年提前下达专项债额度。从政策效果来看，限额提前下达对年初一季度债券发行节奏有显著提升，四个提前下达债额度年份1-3月份的专项债发行额度均在30%左右，助力年初经济“开门红”。

3. 授权审批通过后，2024年提前下达的债务限额预计或超2万亿，提高政策对明年尤其是年初经济调控空间。今年三季度以来财政政策对经济支持力度和支出效率显著提升，目前全年新增专项债额度已基本发行完毕，为地方提前储备2024年专项债项目留出了充足的“时间窗口”，因此我们认为在今年地方债务限额下达后，提前批专项债额度或按照50%-60%的比例提前下达。考虑到当期化解地方隐性债务以及财政支出对托底经济的重要性，以及今年8月份全国人大常委会对“研究扩大专项债投向和用作资本范围”的有关要求，2024年新增专项债额度或在3.5万亿-4万亿左右，按此推算有望在今年11或12月份提前下达1.75万亿-2.4万亿左右的专项债额度，提高“政策安全垫”，助力明年上半年经济持续复苏。

分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

研究助理：

聂天奇

地方专项债余额及可用限额（亿元）：



风险提示：

1. 国内经济复苏不及预期风险
2. 国内政策落实不及预期风险

目 录

一、地方债务限额提前批机制的建立.....	3
二、本次授权体现出“常态化”提前批机制的政策意图.....	4
三、2024年提前批额度或超2万亿，大幅提升“政策安全垫”.....	5

一、地方债务限额提前批机制的建立

地方债务限额提前批机制始于 2019 年，主要起到了“加快支出节奏和优化资金用途”的积极作用。根据预算法的相关规定，我国地方政府发行的债务的总额需控制在全国人大批准的限额范围内发行，按照之前惯例每年的新增限额审批一般在年初 3 月份召开的全国人民代表大会中予以审批，之后财政部再将地方债务限额下达至各地。但由于会议召开时间偏晚，地方政府履行完项目申报、审批、发行相关程序后，往往会造成债券发行和资金支出节奏较慢，同时不利于年内平滑政府债券发行节奏，维持适度流动性。

为此，2018 年年底经全国人大常委会决定：授权国务院在 2019 年开始可以在当前新增地方政府债务限额的 60% 额度内提前下达下一年度的新增债务额度，有利于各地提前进行项目储备，提高资金使用进度。但当年这一授权的截止日期至 2022 年 12 月 31 日。因此，在去年提前下达了 2.19 万亿的新增专项债额度后，今年面临授权到期的问题。截止目前，我国地方政府一般债债务限额为 15.8 万亿元，已发行存量为 15.3 万亿元；专项债债务限额 25.6 万亿元，已发行存量为 24.1 万亿（如图 1、图 2 所示）。

图 1：2017-2023 年地方一般债余额及可用限额（亿元）



图 2：2017-2023 年地方专项债余额及可用限额（亿元）

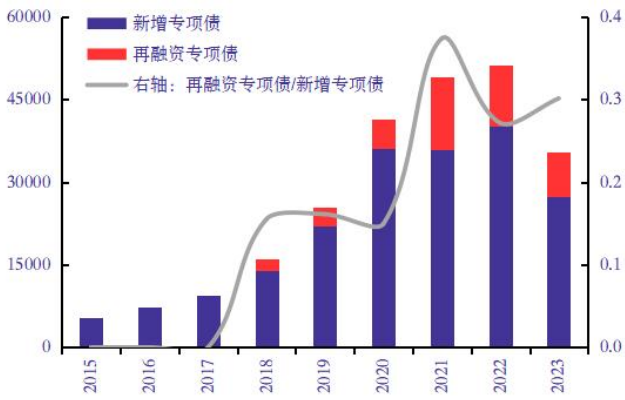


资料来源：Wind，中国银河证券研究院，2023 年为截止 8 月份数据

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

近年以来，伴随到期偿还金额和再融资债券比例提升，地方政府还本付息压力有所提升，“提前下达”机制有效缓解了地方债务压力。自这一机制建立以来，为地方政府提供了更加充足项目储备的时间，提高了地方专项债券的发行空间，自 2019 年起专项债发行金额显著提升，稳定了我国基建投资增速的合理增长（如图 3、图 4 所示）。

图 3：2015-2023 年专项债发行规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，2023 年为截止 8 月份数据

图 4：2016-2023 年基建投资与 GDP 增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、本次授权体现出“常态化”提前批机制的政策意图

专项债提前批限额对一季度发行进度提升显著，本次授权意味着未来一段时期内，提前批专项债机制或逐步形成“常态化”机制，体现出积极财政持续加力提效的政策意图。自 2018 年全国人大授权国务院提前下达地方政府债务额度以来，我国于 2019 年、2020 年、2022 年以及 2023 年分别在前一年的 10-12 月份提前下达了 8100 亿元、1 万亿元、1.46 万亿元、2.19 万亿元，占当前新增专项债的总额度在 26.7%-57.6%之间且近两年有显著上升趋势，仅 2021 年未在前一年体现下达专项债额度（如表 1 所示）。

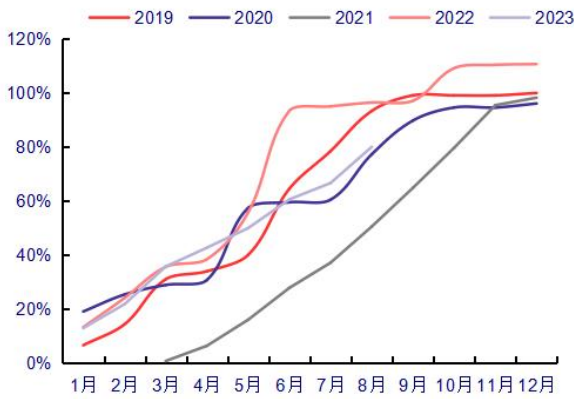
表 1：2019 年至今历次专项债提前下达额度及占比

年份	公告时间	提前批专项债额度（亿元）	当年专项债额度（亿元）	提前批额度占比
2019 年	2018 年 12 月	8100	21500	37.7%
2020 年	2019 年 11 月	10000	37500	26.7%
2022 年	2021 年 12 月	14600	36500	40.0%
2023 年	2022 年 10 月	21900	38000	57.6%

资料来源：财政部，中国银河证券研究院

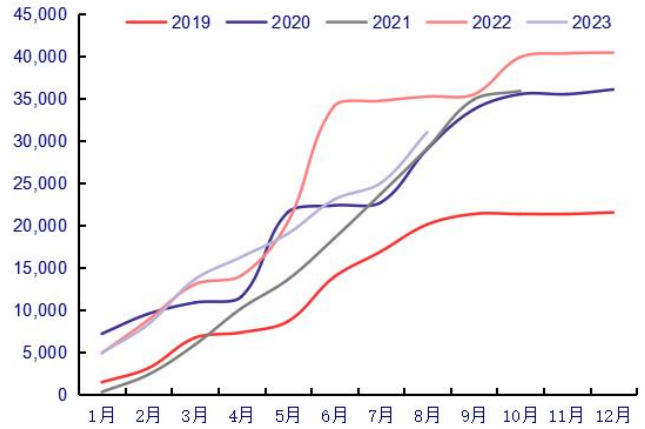
此外，从政策效果来看，债务提前下达对一季度债券发行节奏有显著提升，四个提前下达债额度年份 1-3 月份的专项债发行进度均在 30%左右，显著高于未下达提前批额度的 2021 年，助力年初经济“开门红”（如图 5、图 6 所示）。

图 5：2019–2023 年专项债发行节奏



资料来源：Wind，中国银河证券研究院，2023 年为截止 8 月份数据

图 6：2019–2023 年专项债发行金额（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、2024 年提前批额度或超 2 万亿，大幅提升“政策安全垫”

本次授权审批通过后，2024 年提前下达的债务限额预计或超 2 万亿，提高政策对明年尤其是年初经济调控空间。今年三季度以来财政政策对经济支持力度和支出效率显著提升，目前全年新增专项债额度已基本发行完毕，为地方提前储备 2024 年专项债项目留出来充足的“时间窗口”，因此我们认为在今年地方债务限额下达后，提前批专项债额度或按照 50%-60%的比例提前下达。

考虑到当期化解地方隐性债务以及财政支出对托底经济的重要性，以及今年 8 月份全国人大常委会对“研究扩大专项债投向和用作资本范围”的有关要求，2024 年新增专项债额度或在 3.5 万亿-4 万亿左右，按此推算有望在今年 11 或 12 月份提前下达 1.75 万亿-2.4 万亿左右的专项债额度，提高“政策安全垫”，助力明年上半年经济持续复苏。

表 2：2019 年至今历次专项债用途扩容及项目投资收益率

2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
交通基础设施	交通基础设施	交通基础设施	交通基础设施（铁路收益率较好、公路次之）
能源	能源	能源	能源（煤炭收益超预期）
农林水利	农林水利	农林水利	农林水利（水利项目收益率较好）
生态环保	生态环保	生态环保	生态环保（收益实现较弱）
民生服务	民生服务	民生服务	民生服务
城乡冷链物流	城乡冷链物流	城乡冷链物流	城乡冷链物流（收益率较好）
市政产业园区	市政产业园区	市政产业园区	市政产业园区（市政收益率较好，产业园较弱）
		国家重大战略项目	国家重大战略项目
		保障性安居工程	保障性安居工程（收益率较弱）
			新型基础设施
			新能源项目

资料来源：财政部，中国银河证券研究院 注：2022 年专项债收益率根据《内蒙古自治区政府专项债券收益情况的统计》整理

图表目录

图 1 : 2017-2023 年地方一般债余额及可用限额	3
图 2 : 2017-2023 年地方专项债余额及可用限额	3
图 3 : 2015-2023 年专项债发行规模	4
图 4 : 2016-2023 年基建投资与 GDP 增速	4
图 5 : 2019-2023 年专项债发行节奏	5
图 6 : 2019-2023 年专项债发行金额	5

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊：中国银河证券首席经济学家。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐曼玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn