



宏观研究

【粤开宏观】2023 年债务形势总结

2023 年 12 月 20 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：牛琴

执业编号：S0300523050001
电话：13681810367
邮箱：niuqin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】谋划新一轮财税体制改革的可能方向》2023-12-17

《【粤开宏观】京沪房地产调控进一步放松的经济背景：11 月经济数据解读》2023-12-15

《【粤开宏观】2024 年美国经济发展展望：“软着陆”与降息周期》2023-12-13

《【粤开宏观】以人民和经济建设为中心——中央经济工作会议学习体会》2023-12-12

《【粤开宏观】政治局会议释放的七个新信号》2023-12-08

摘要

第一，中央加杠杆趋势显现，国债净融资额大幅增长。截至 12 月 18 日，2023 年国债净融资额达到 4.1 万亿元，较去年增长 58.2%，主因年初预算的全国财政赤字比上年增加 5100 亿元，全部由中央政府承担，同时 10 月 24 日全国人大常委会决定增发 1 万亿元国债。

第二，地方债发行规模较去年大幅上升，主要源于特殊再融资债券放量发行，支持化解隐性债务风险。截至 12 月 18 日，2023 年全国发行地方政府债券 9.3 万亿元，较去年全年增长 26.6%。其中，新增债券发行 4.6 万亿元，较去年全年减少 1115.4 亿元。再融资债券发行 4.7 万亿元，较去年全年增加 2.1 万亿元，再融资债券发行占比上升至 50.2%，较去年提高 14.8 个百分点。

第三，万亿特殊再融资债券超预期发行，地方债务结存限额被大幅压缩。7 月 24 日政治局会议提出“一揽子化债方案”后，特殊再融资债券超预期发行，截至 12 月 18 日，全国共有 27 个省份累计发行特殊再融资债券 13885.1 亿元。从地区分布来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁等债务负担较重的省份成为本轮特殊再融资债券的发行主力，发行规模均超过 1000 亿元，分别为 2263.8 亿元、1286.3 亿元、1256 亿元、1122 亿元、1067 亿元和 1006 亿元。特殊再融资债券的发行使得地方债务结存限额大幅减少，截至 12 月 18 日，根据净融资情况推算，地方债务余额为 40.7 万亿元，距离 42.2 万亿元的限额，结存限额被压缩至 1.4 万亿元，较 2022 年末减少 44.1%。其中一般债务结存限额预计为 6860.1 亿元，专项债务结存限额预计为 7589.4 亿元。

第四，分省份来看，粤鲁浙川四省新增地方债发行规模居前，合计约占全国的四分之一。广东、山东、浙江和四川四省新增地方债发行规模居前，分别为 4874.7 亿元、3747.7 亿元、2940.0 亿元和 2565.4 亿元，合计发行规模达到 14127.8 亿元，占全国的 24.9%。

第五，地方债尤其是专项债的剩余平均期限明显拉长，今年新增专项债中近七成成为超长期债券。截至 2023 年 10 月底，地方债剩余平均年限为 9.2 年，较 2019 年初拉长 4.8 年，主要源于超长期专项债的发行。截至 12 月 18 日，2023 年新增专项债以 20 年期、30 年期和 15 年期为主，发行规模占比分别为 25.8%、23.3%和 20.7%，超长期债券合计占比达到 69.8%。

第六，从资金投向来看，新增专项债重点投向产业园区、棚户区改造和医疗卫生三大方向，占比分别达到 30.3%、8.9%和 7.3%。与去年全年相比，棚户区改造项目占比下降 2.8 个百分点，铁路项目占比提升 0.6 个百分点。

第七，从地方债到期分布来看，2020-2030 年地方债到期压力均大，到期规模均超过 2 万亿元，其中 2023 年、2026 年、2028 年和 2030 年地方债到期压力较大，到期规模均突破 3 万亿元。

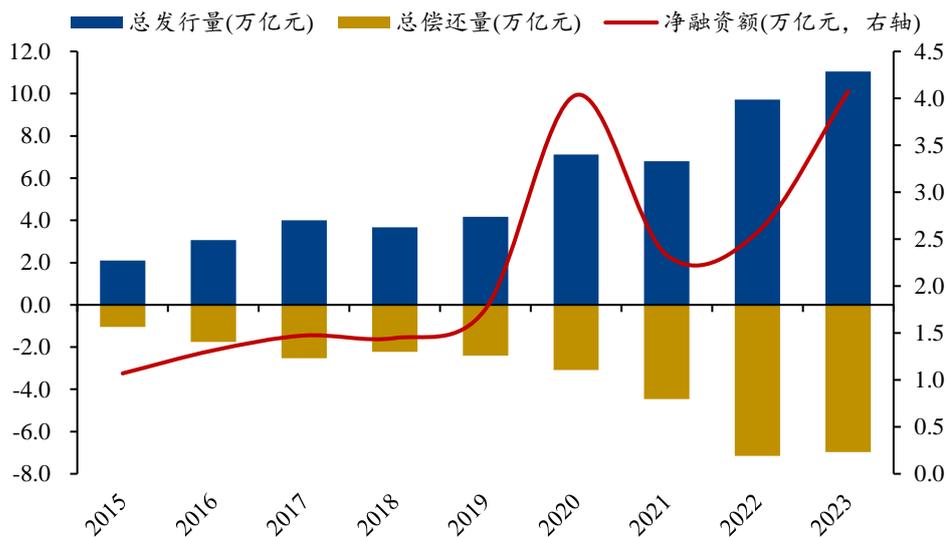
风险提示：外部冲击超预期、稳增长政策超预期



一、2023 年债务形势总结：国债净融资大幅增长、特殊再融资债券超预期发行

第一，中央加杠杆，国债净融资额大幅增长。截至 12 月 18 日，2023 年国债总发行规模达到 11.0 万亿元，总偿还量为 7.0 万亿元，净融资额达到 4.1 万亿元，较去年增长 58.2%，主因年初预算的全国财政赤字较上年增加 5100 亿元，全部由中央政府承担，同时 10 月 24 日全国人大常委会决定增发 1 万亿元国债。

图表1：历年国债净融资情况



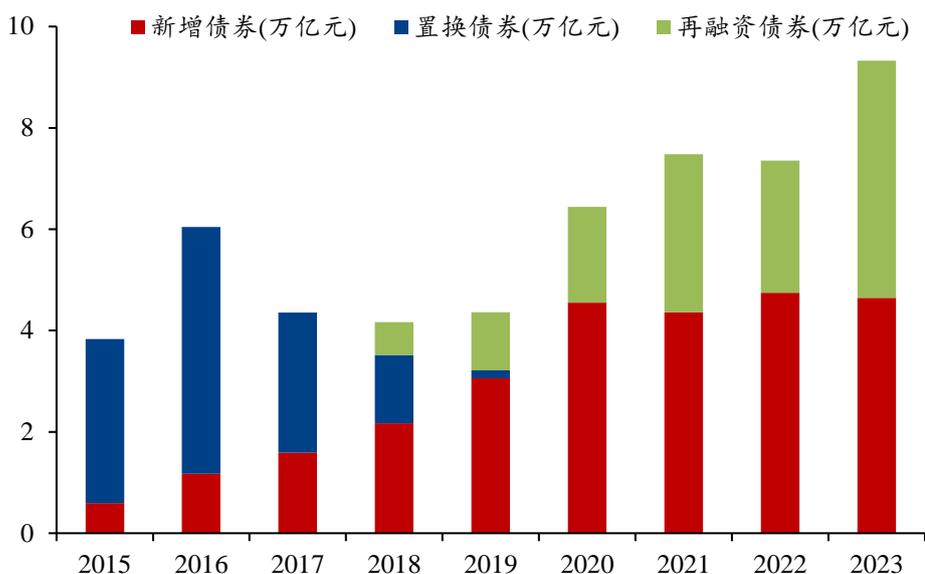
资料来源：Wind、粤开证券研究院

注：2023 年截至 12 月 18 日，下同。

第二，地方债发行规模较去年大幅上升，主要源于防范化解地方政府隐性债务风险下特殊再融资债券放量发行。截至 12 月 18 日，2023 年全国发行地方政府债券 9.3 万亿元，较去年全年增长 26.6%。其中，新增债券发行 4.6 万亿元，较去年全年减少 1115.4 亿元。再融资债券发行 4.7 万亿元，较去年全年增加 2.1 万亿元，再融资债券发行占比上升至 50.2%，较去年提高 14.8 个百分点。一方面，与“一揽子化债方案”下特殊再融资债券放量发行有关；另一方面反映了当前地方债到期压力加剧，2023 年地方债到期规模达到 3.7 万亿元，较去年增长 31.9%。



图表2：历年地方债发行情况

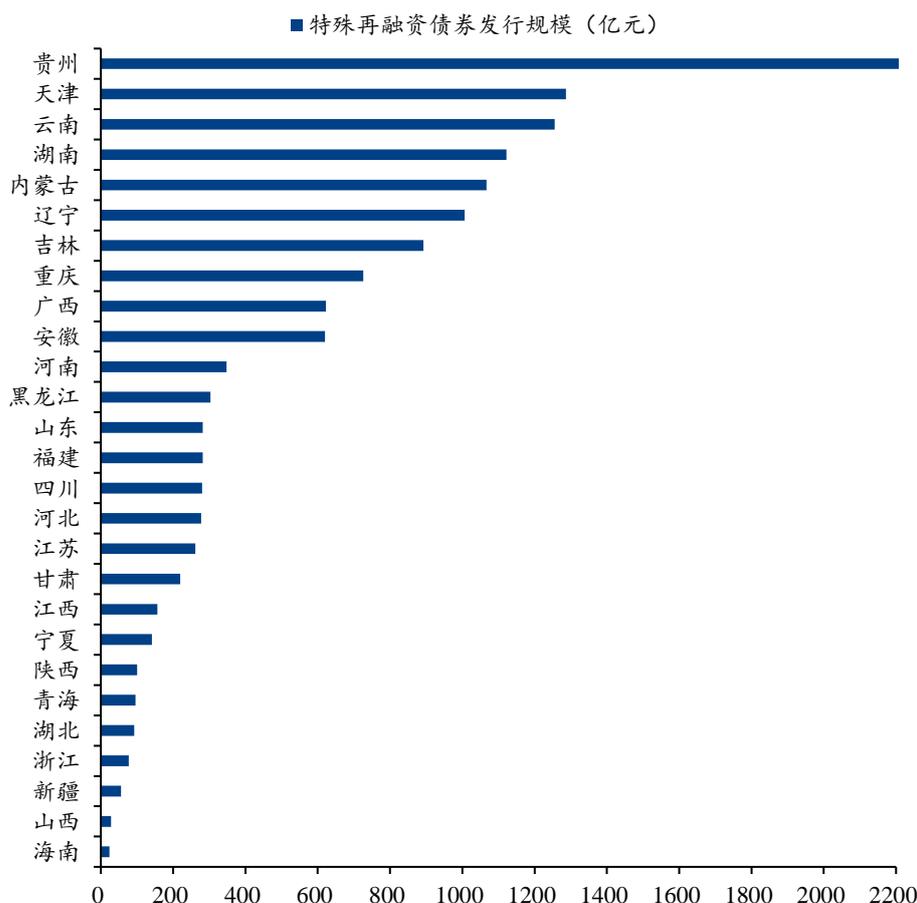


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第三，万亿特殊再融资债券超预期发行，地方债务结存限额被大幅压缩。7月24日，政治局会议提出“一揽子化债方案”后，各地积极通过财政化债和金融化债等方式推动区域内隐性债务化解。其中，特殊再融资债券超预期发行，截至12月18日，全国共有27个省份累计发行特殊再融资债券上升至13885.1亿元。从地区分布来看，贵州、天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁等债务负担较重的省份成为本轮特殊再融资债券的发行主力，发行规模均超过1000亿元，分别为2263.8亿元、1286.3亿元、1256亿元、1122亿元、1067亿元和1006亿元。特殊再融资债券的发行使得地方债务结存限额大幅减少，截至12月18日，根据净融资情况推算，地方债务余额为40.7万亿元，距离42.2万亿元的限额，结存限额被压缩至1.4万亿元，较2022年末减少44.1%。其中一般债务结存限额为6860.1亿元，专项债务结存限额为7589.4亿元。

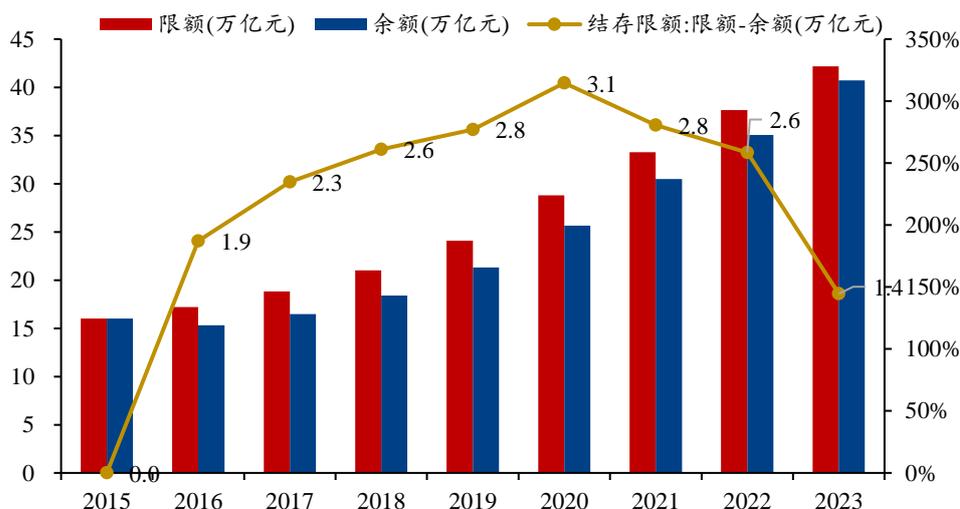


图表3：分省份特殊再融资债券发行情况



资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

图表4：地方债务结存限额变化情况



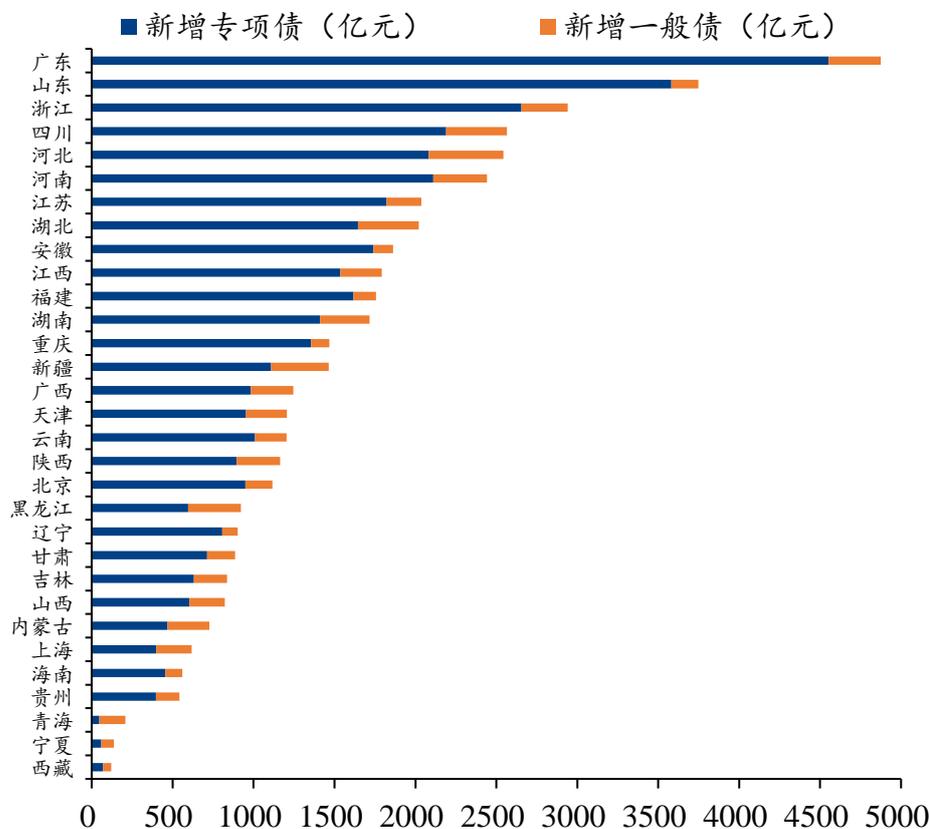
资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第四，分省份来看，粤鲁浙川四省新增地方债发行规模居前，合计约占全国的四分之一。截至12月18日，新增一般债发行规模为7006.7亿元，新增专项债发行规模为



39444.0 亿元。分省份来看，广东、山东、浙江和四川四省新增地方债发行规模居前，分别为4874.7亿元、3747.7亿元、2940.0亿元和2565.4亿元，合计发行规模达到14127.8亿元，占全国的24.9%。

图表5：分省份新增地方债发行情况

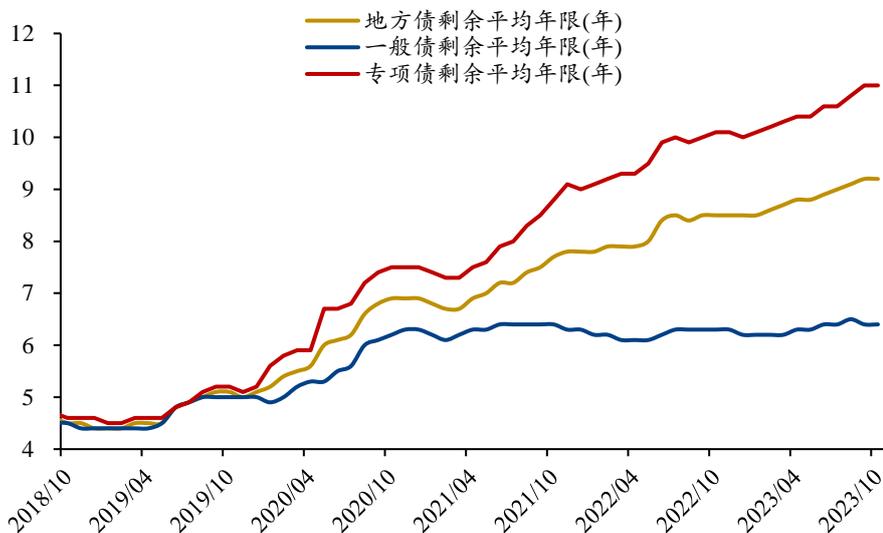


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第五，地方债尤其是专项债的剩余平均期限明显拉长，今年发行的新增专项债中近七成为超长期债券。自2019年开始，地方债剩余平均年限呈现出快速上升的趋势。截至2023年10月底，地方债剩余平均年限为9.2年，较2019年初拉长4.8年。其中，专项债剩余平均年限增长较快，并在2022年下半年突破10年，2023年10月底已经达到11年。主要原因在于2019年以来随着专项债使用范围不断扩容，特别是允许使用专项债作为重大项目资本金，发行30年超长期的基础设施专项债发行量大幅增加，拉长了整体债务期限。截至12月18日，2023年发行的新增专项债以20年期、30年期和15年期为主，发行规模占比分别为25.8%、23.3%和20.7%，超长期债券合计占比达到69.8%。

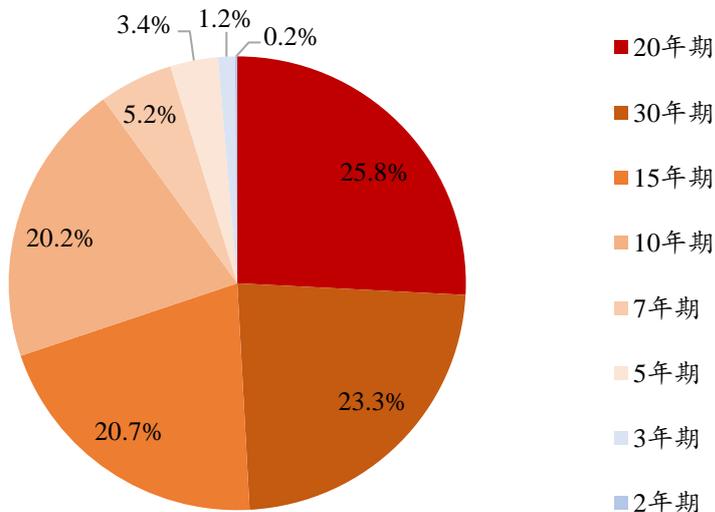


图表6：地方债剩余平均年限变化趋势



资料来源：财政部、粤开证券研究院

图表7：截至12月18日，2023年新增专项债期限结构

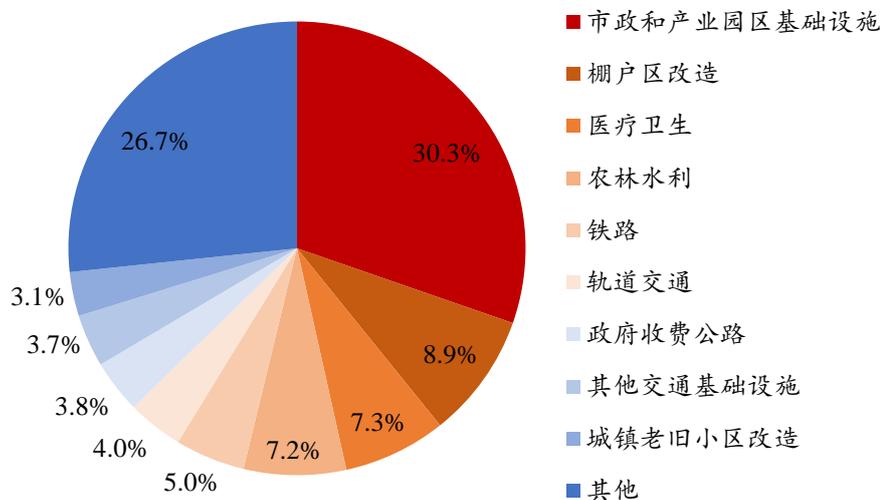


资料来源：企业预警通、粤开证券研究院

第六，从资金投向来，新增专项债重点投向产业园区、棚户区改造和医疗卫生三大方向。截至12月18日，新增专项债主要投向市政和产业园区基础设施、棚户区改造、医疗卫生、农林水利、铁路五大方向，占比分别达到30.3%、8.9%、7.3%、7.2%和5.0%。与去年全年相比，棚户区改造项目占比下降2.8个百分点，铁路项目占比提升0.6个百分点。



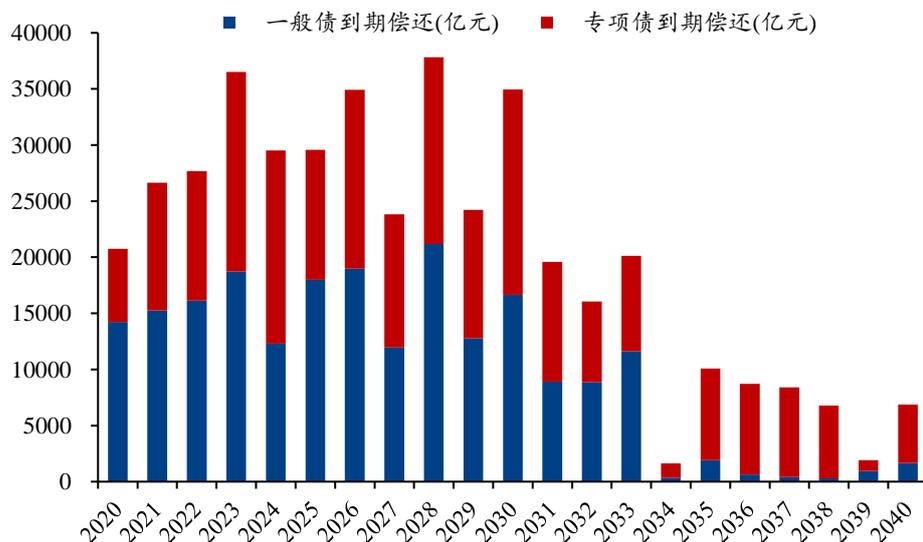
图表8: 截至 12 月 18 日, 新增专项债资金投向



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院

第七, 从地方债到期分布来看, 2023 年、2026 年、2028 年和 2030 年地方债到期压力较大。2020-2030 年均为地方债到期高峰, 年到期规模均在 2 万亿元以上。其中, 2023 年、2026 年、2028 年和 2030 年到期规模突破 3 万亿元, 分别达到 3.7 万亿元、3.5 万亿元、3.8 万亿元和 3.5 万亿元。

图表9: 2023 年、2026 年、2028 年和 2030 年地方债到期压力较大



资料来源: 企业预警通、粤开证券研究院



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

牛琴，华中科技大学学士、浙江大学硕士，长期从事财政体制机制、地方债务研究，2021年5月加入粤开证券，现任高级宏观分析师，证书编号：S0300523050001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com