

三季度利率债供给压力有多大？

2018年6月23日

债市每周观点（2018-6-23）

摘要：

#本周专题：三季度利率债供给压力有多大？ 2019 年全年利率债预计发行 11.8 万亿。展望三季度，利率债预计发行 3.4 万亿，环比减少 0.3 万亿，同比减少 0.9 万亿，供给压力不大。分券种看，国债、政策性金融债和地方债预计分别发行 1.2 万亿、0.8 万亿、1.3 万亿。

具体看地方债：

①1-5 月发行新增债券 1.46 万亿，这意味着年初提前下达的 1.39 万亿新增债券额度，在前 5 个月已经完成发行任务；

②下半年剩余的 0.9 万亿新增债券额度，按财政部要求“争取在 9 月底前完成全年新增债券发行”，则 7、8、9 月单月发行量约 3,000 亿元，供给压力并不突出；

③有观点认为，为提高地方债额度，有可能动用结余专项债额度。虽然理论上，结余额度有 1.2 万亿左右，但对于占比较高的土储、收费公路和棚改三类专项债，地方政府目前仍无法申请使用结余额度，所以实际影响可能有限。

④综上，如果下半年没有有效提高地方债发行额度，今年三季度地方债预计发行 1.3 万亿，同比减少约 1 万亿，带来的供给冲击不及去年同期。

#流动性观察：本周央行合计投放跨半年逆回购资金 3,400 亿；周三在等量续作到期 MLF 基础上，再度对中小银行定向开展 400 亿元增量操作；当周整体净投放 3,250 亿元。此外，针对中小银行开展的第二阶段准备金率调整于本周正式实施，释放长期资金约 1,000 亿元。市场流动性总量充裕背景下，央行依旧大量投放跨半年资金，且针对中小银行扶持力度不减，意在进一步推动流动性分层问题缓释。周内资金面依旧维持总量宽松状态，短端隔夜品种利率处于极低水平。下周周内无资金到期。目前市场流动性总量较为宽裕，且央行对中小银行扶持力度不减，半年末资金面压力有限，跨季总体无忧。

风险提示：政策超预期

尹睿哲

86-21-68407902

yinruizhe@cmschina.com.cn

S1090518110001

季威

86-21-68407902

liyuzhe@cmschina.com.cn

S1090518070008

李晴（研究助理）

86-21-68407902

liqing10@cmschina.com.cn

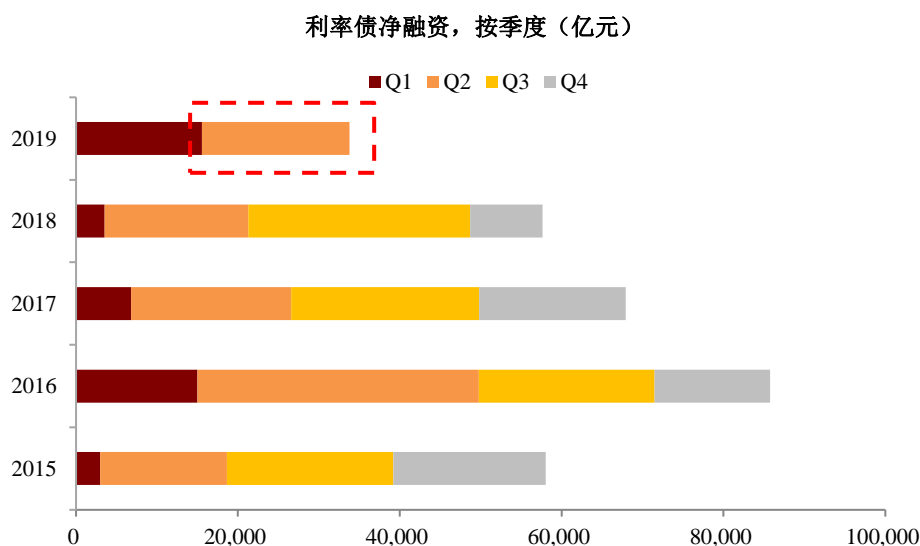
一、本周专题：二季度利率债供给压力有多大？

本文回顾二季度利率债供给情况，并对三季度利率债供给压力进行讨论。

一、2019 年二季度利率债供给回顾

二季度利率债发行 3.7 万亿、净融资 1.8 万亿，供给压力不大。二季度利率债合计发行 3.7 万亿，高于一季度 3.0 万亿，也高于过去两年同期水平，但不及 2016 年 4.6 万亿；同时，净融资 1.8 万亿，高于一季度 1.6 万亿，与过去两年同期水平基本持平，亦不及 2016 年 3.5 万亿。总体上，二季度利率债供给压力与往年相比并不突出。

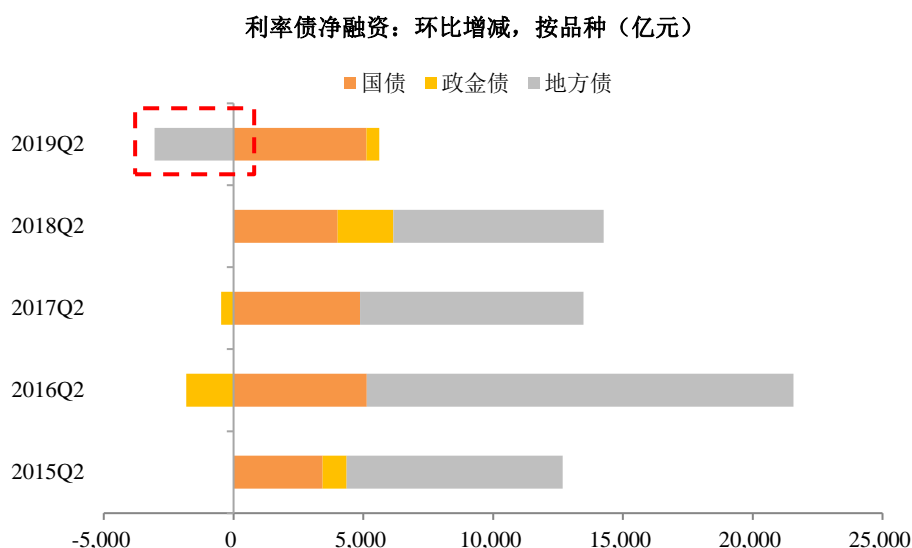
图 1：二季度利率债净融资与过去两年同期基本持平



资料来源：Wind，招商证券

其中，二季度地方债发行 1.4 万亿、净融资 0.9 万亿，净融资较一季度不增反减，是利率债供给压力不大的主要原因。分券种看，二季度国债发行 1.3 万亿，较一季度 0.5 万亿有大幅提升，基本符合国债发行的季节性规律；政策性金融债发行 1.0 万亿，与一季度 1.1 万亿大致持平；地方政府债发行 1.43 万亿，与一季度 1.41 万亿也大致持平，但由于到期偿还压力较大，净融资 0.9 万亿，不仅低于一季度 1.2 万亿，且较 2016-18 年同期的 2.6 万亿、1.4 万亿、1.0 万亿进一步降低。

图 2: 二季度地方债净融资较一季度回落



资料来源：Wind，招商证券

地方债供给压力减弱，在一定程度上并不符合我们此前的预期。我们曾提出担忧：按照传统发行规律，一季度往往是地方债发行的低谷，二~三季度是高峰，特别是三季度地方债供给压力最大；2019 年地方债提前 2 个月“开闸”，发行高峰随之提前 2 个月，对应二季度成为利率供给压力的集中表现期。然而，从实际情况来看，这种担忧可能忽略了一季度地方债“抢跑”会对二季度融资形成“透支”。

往后看，作为传统意义上的发行高峰，三季度利率债供给压力有多大？

二、2019 年三季度利率债供给预测

图 3: 2019 年利率债供给预测

	国债		政策性银行债		地方债					
	2019	2018	2019	2018	新增债券		置换、再融资债券		合计：地方债	
					2019	2018	2019	2018	2019	2018
1 月	1,700	1,900	4,329	3,171	3,688	0	492	0	4,180	0
2 月	1,600	1,200	2,950	2,028	3,274	0	368	0	3,642	0
3 月	1,800	2,100	3,693	3,993	4,886	0	1,359	1,910	6,245	1,910
4 月	4,659	3,251	4,196	3,782	1,093	0	1,174	3,018	2,267	3,018
5 月	4,453	3,451	3,224	3,804	1,657	171	1,386	3,382	3,043	3,553
6 月	3,642	3,844	2,401	2,565	7,268	3,157	1,727	2,186	8,995	5,343
7 月	3,605	3,373	3,080	2,934	2,728	4,614	1,099	2,956	3,827	7,570
8 月	4,515	3,695	2,800	2,635	3,478	5,127	2,127	3,703	5,605	8,830
9 月	4,050	3,607	2,350	2,313	2,728	7,044	966	441	3,695	7,485
10 月	4,010	3,495	2,039	2,541	0	1,077	807	1,483	807	2,560
11 月	3,285	2,899	2,055	3,399	0	42	833	417	833	459
12 月	2,750	3,857	1,020	1,486	0	475	327	163	327	638
Q1	5,100	5,200	10,972	9,191	11,848	0	2,219	1,910	14,067	1,910

敬请阅读末页的免责声明

Q2	12,754	10,546	9,821	10,151	10,018	3,328	4,287	8,586	14,305	11,914
Q3	12,170	10,674	8,230	7,882	8,935	16,785	4,192	7,100	13,127	23,885
Q4	10,045	10,250	5,115	7,426	0	1,594	1,968	2,063	1,968	3,657
合计	40,068	36,671	34,138	34,650	30,800	21,707	12,667	19,659	43,467	41,366

资料来源: Wind, 招商证券

1、国债: 预计三季度发行 1.2 万亿 (环比-585 亿, 同比+1495 亿), 占全年比重 30%。

1) 从总量看, 国债净融资规模主要受赤字规模影响。2019 年赤字率从 2018 年 2.6% 上升至 2.8%, 对应总财政赤字规模从 2018 年 2.38 万亿上升至 2.76 万亿。其中, 中央与地方赤字规模分别为 1.83 万亿和 9,300 亿元。

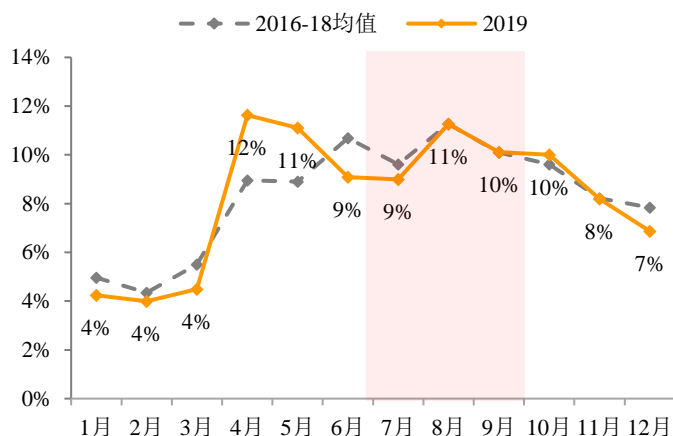
1.83 万亿的中央财政赤字绝大部分通过记账式国债发行, 少量通过储蓄式国债等发行。过去三年, 国债净融资规模占中央财政赤字的比例均达到 90% 以上。如果按照 95% 计算, 则 2019 年国债净融资规模将达到 17,385 亿元。加之 2019 年国债到期量 22,683 亿元, 国债需发行 40,068 亿元。

小结: 2019 年全年国债预计发行 40,068 亿元。上半年已经发行 17,854 亿元, 占比 45%。下半年还需发行 22,214 亿元, 占比 55%。

2) 从节奏看, 国债的发行节奏比较平稳, 且发行相对“靠后”: 一季度发行量偏低, 二季度发行量开始上升。从上半年看, 今年的发行节奏大致相似 (往年上半年发行占比平均 43%, 今年占比略高, 为 45%, 主要是 4 月发行量大于往年同期)。因此, 参考 2016-18 年数据, 假设 7、8、9 月国债发行量在全年的占比分别为 9%、11%、10%, 对应发行量分别为 3,605 亿元、4,515 亿元、4,050 亿元, 合计 12,170 亿元。

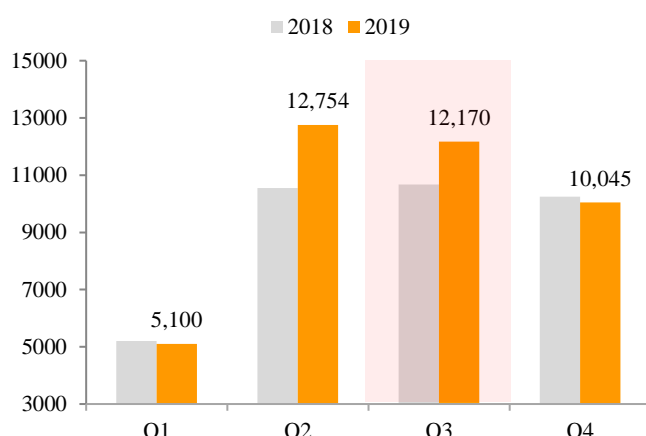
小结: 2019 年三季度国债预计发行 12,170 亿元, 环比减少 585 亿元, 同比增长 1,495 亿元。

图 4: 国债发行节奏预测 (单月/全年比例)



数据来源: Wind, 招商证券

图 5: 国债发行量预测 (亿元)



数据来源: Wind, 招商证券

2、政金债: 预计三季度发行 0.8 万亿 (环比-1592 亿, 同比+347 亿), 占全年比重 25%。

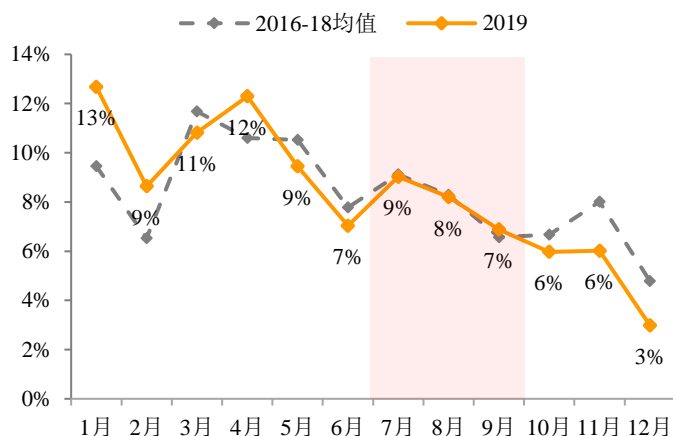
1) 从总量看, 政策性金融债的发行弹性大于国债与地方债, 不过依然有规律可寻: 最近五年的发行/到期比例在 1.4-1.8 之间。假设 2019 年政策性金融债的发行/到期比例与 2018 年持平为 1.4, 到期量为 24,384 亿元, 则政策性金融债需发行 34,138 亿元。

小结: 2019 年全年政策性金融债预计发行 34,138 亿元。上半年已经发行 20,794 亿元, 占比 60%。下半年还需发行 13,344 亿元, 占比 40%。

2) 从节奏看, 政策性金融债的发行节奏也比较平稳, 且发行相对“靠前”: 3-5 月发行量最高, 之后趋于回落。从上半年看, 今年的发行节奏也大致相似 (往年上半年发行占比平均 57%, 今年略高, 为 60%, 主要是 1 月发行量明显大于往年同期)。因此, 参考 2016-18 年数据, 假设 2019 年 7、8、9 月政策性金融债发行量在全年的占比分别为 9%、8%、7%, 对应发行量分别 3,080 亿元、2,800 亿元、2,350 亿元, 合计 8,230 亿元。

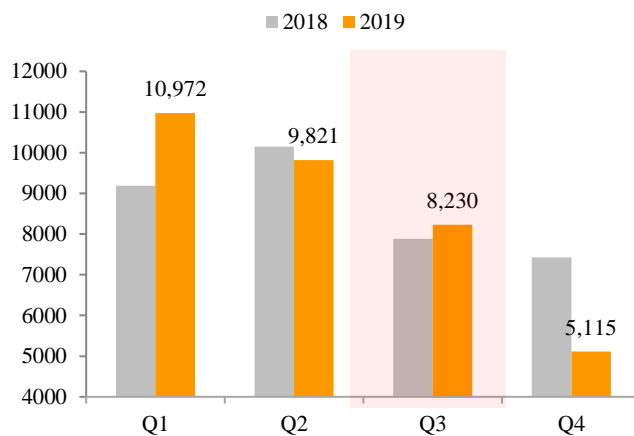
小结: 2019 年三季度政策性金融债预计发行 8,230 亿元, 环比减少 1,592 亿元, 同比增长 347 亿元。

图 6: 政金债发行节奏预测 (单月/全年比例)



数据来源: Wind, 招商证券

图 7: 政金债发行量预测 (亿元)



数据来源: Wind, 招商证券

3、地方债: 预计三季度发行 1.31 万亿 (环比-1179 亿, 同比-1.08 万亿), 占全年比重 30%。

1) 从总量看,

①新增债券: 2019 年安排 9,300 亿元新增一般债和 21,500 亿元新增专项债, 合计 3.08 万亿, 比 2018 年增加 0.9 万亿; 且经人大授权, 年初国务院提前下达了 1.39 万亿额度。据财政部发布, 前 5 个月新增一般债券和专项债券分别为 5,998 亿元、8598 亿元, 合计 1.46 万亿, 这意味着今年提前下达的新增债券额度在前 5 个月已经基本完成发行任务。加上 6 月新增债券约 7,268 亿元 (手动统计), 可以得到, 2019 年上半年共发行新增债券 2.19 万亿。

小结 1: 2019 年全年安排 30,800 亿元新增债券。上半年已经发行 21,865 亿元, 占比达到 70%。下半年还需发行 8,935 亿元, 占比 30%。

②置换债券: 2015 年 8 月, 全国人大审批地方政府债务限额时明确表示, “对债务余额中通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务, 通过 3 年左右的过渡期, 由地方在限额内安排发行地方政府债券置换”。因此, 几乎全部存量债务在 2018 年 8 月之前完成置换。进入 2019 年以来, 尚无置换债发行, 目前待置换规模维持在 3,151 亿元。

小结 2: 2019 年剩余待置换规模仅 3,151 亿元, 上半年无置换债发行。

③再融资债券: 据 2018 年 4 月的 61 号文《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》, 再融资债券不占用新增与置换债券额度, 而是用于偿还到期的地方政府债券。且按照 “申请发债数与到期还本数孰低” 原则, 再融资规模最多可以覆盖到期还本的全部金额, 实现 100%再融资。据财政部发布, 前 5 个月再融资债券发行 4,780 亿元, 加

上6月约1,727亿元(手动统计),上半年再融资规模6,507亿元,再融资/到期比例约95%。按照这一比例推算,全年地方债到期量13,152亿元,则全年再融资规模为12,667亿元。

小结 3: 2019 年全年再融资债券预计发行 12,667 亿元。上半年已经发行 6,507 亿元, 占比 51%。下半年还需发行 6,160 亿元, 占比 49%。

④结余专项债额度:据彭博报道,财政部直属的中国财政科学研究院金融研究室主任表示,“今年下半年提高地方政府债券发行额度的可能性越来越大,全国财政预算也有可能报全国人大常委会审议调整”。历史上,年中调整财政预算非常罕见,仅1998年、2007年、2008年做过调整,且只有1998年临时增发1000亿元长期建设国债是以刺激经济为目的。目前也有观点认为,为了提高下半年地方债发行额度,有可能动用结余专项债额度。

所谓结余专项债额度,是指上年末尚未使用的专项债限额。2017年8月财政部《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》提出,“各地在国务院批准的专项债务限额内发行土地储备、政府收费公路专项债券的,按照财政部下达的额度及制定的统一办法执行。除土地储备、收费公路额度外,各地利用新增专项债务限额,以及利用上年末专项债务限额大于余额的部分自行选择重点项目试点分类发行专项债券的,由省级政府制定实施方案以及专项债券管理办法,提前报财政部备案后组织实施。”。

这是财政部首次明确,专项债限额除了当年新增限额以外,还包括上年末尚未使用的限额,不过值得注意的是,土储和收费公路专项债除外。2018年3月财政部《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》将棚改专项债也除外。因此,虽然理论上,地方政府可以申请使用的结余额度有1.2万亿左右,但占比近9成的土储、收费公路和棚改专项债除外,所以实际使用部分有限。当然,不排除未来这三类专项债也可以申请使用结余额度,但放松的规模目前仍不好判断。

小结 4: 2019 年结余专项债额度约 1.2 万亿,但对于占比较高的土储、收费公路、棚改三类专项债,地方政府目前仍无法申请使用结余额度,所以实际影响或许有限。

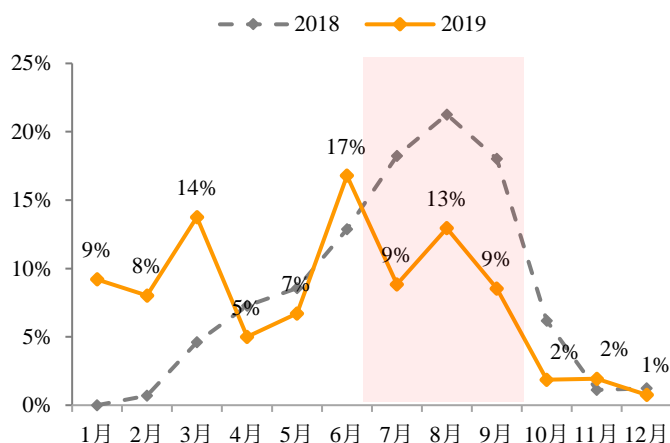
小结: 综合四部分,2019 年全年地方债预计发行 43,467(新增 30,800+再融资 12,667) 亿元。上半年已经发行 28,372 亿元,占比 65%。下半年还需发行 15,095 亿元,占比 35%。

2) 从节奏看,首先,关于再融资债券的发行节奏,假设下半年再融资比例与上半年相同为95%,由下半年到期节奏推测,三季度需再融资0.4万亿;其次,关于新增债券的发行节奏,2019年4月份财政部《关于做好地方政府债券发行工作的意见》提出加快发行地方债进度,要求“2019年6月份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”。不过，即使剩余 0.9 万亿全部在三季度完成，压力也远小于去年同期 1.68 万亿，对应 7、8、9 月单月发行量约 3,000 亿元。最后，综合再融资与新增两部分，三季度地方债预计发行 1.3 万亿。

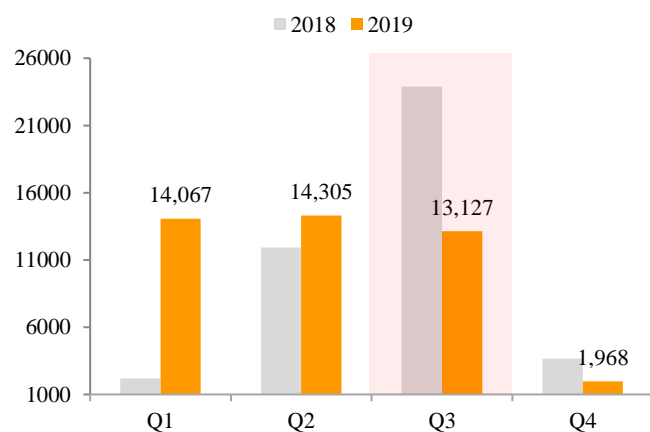
小结：2019 年三季度地方债预计发行 13,127（新增 8,935+再融资 4,192）亿元，环比减少 1,179 亿元，同比减少 10,758 亿。如果下半年没有提高地方债发行额度，今年三季度地方债发行带来的供给冲击将不及去年同期。

图 8：地方债发行节奏预测（单月/全年比例）



数据来源：Wind，招商证券

图 9：地方债发行量预测（亿元）



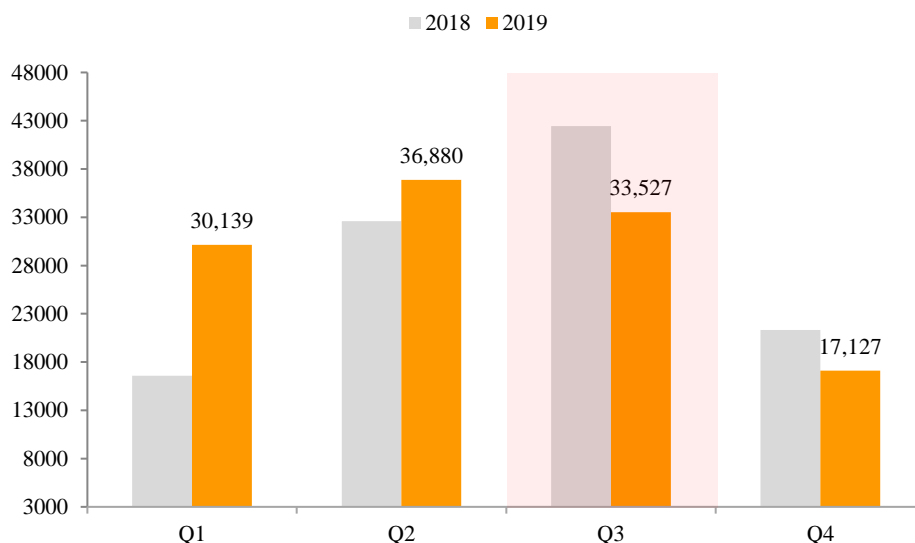
数据来源：Wind，招商证券

4、合计：利率债：预计三季度发行 3.4 万亿（环比-3353 亿，同比-8915 亿），占全年比重 28%。

2019 年全年利率债预计发行 11.8 万亿。展望三季度，利率债预计发行 3.4 万亿，环比减少 0.3 万亿，同比减少 0.9 万亿，供给压力不大。分券种看，国债、政策性金融债和地方债预计分别发行 1.2 万亿、0.8 万亿、1.3 万亿。

具体看地方债，（1）1-5 月发行新增债券 1.46 万亿，这意味着年初提前下达的 1.39 万亿新增债券额度，在前 5 个月已经完成发行任务；（2）下半年剩余的 0.9 万亿新增债券额度，按财政部要求“争取在 9 月底前完成全年新增债券发行”，则 7、8、9 月单月发行量约 3,000 亿元，供给压力并不突出；（3）有观点认为，为了提高地方债额度，有可能动用结余专项债额度。虽然理论上，结余额度有 1.2 万亿左右，但对于占比较高的土储、收费公路和棚改三类专项债，地方政府目前仍无法申请使用结余额度，所以实际影响可能有限。（4）综上，如果下半年没有有效提高地方债发行额度，今年三季度地方债预计发行 1.3 万亿，同比减少约 1 万亿，带来的供给冲击不及去年同期。

图 10: 利率债发行量预测 (亿元)



资料来源: Wind, 招商证券

二、流动性观察：跨季（6.24-6.28）资金面总体无忧

本周央行正常开展公开市场逆回购操作，当周合计投放跨半年逆回购资金 3,400 亿；周三央行在等量续作到期 MLF 基础上，再度对中小银行定向开展 400 亿元增量操作。当周有逆回购到期 550 亿元，MLF 到期 2,000 亿元，当周整体净投放 3,250 亿元。此外，针对中小银行开展的第二阶段准备金率调整于本周正式实施，释放长期资金约 1,000 亿元。

市场流动性总量充裕背景下，央行依旧大量投放跨半年资金，且针对中小银行扶持力度不减，意在进一步推动流动性分层问题缓释。周内资金面依旧维持总量宽松状态，短端隔夜品种利率处于极低水平。

从存款类机构质押式回购加权利率看，截止本周五时，隔夜品种加权在 1.10%，较前期下行 61 个 BP；7 天品种加权在 2.28%，较前期下行 22 个 BP；14 天品种加权在 2.77%，较前期上行 33 个 BP。

表 1: 存款类机构质押式回购加权利率与成交量变动

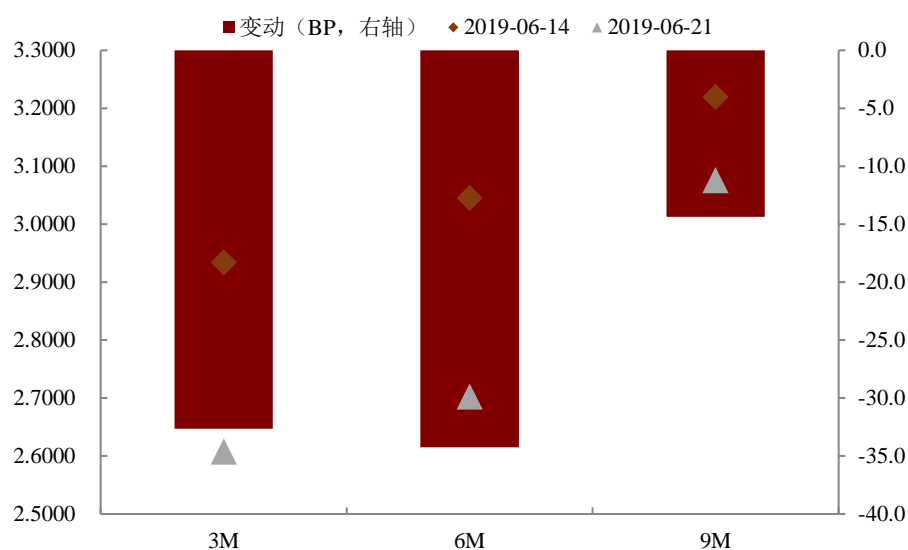
期限	加权/收盘 (6月21日)	比较日 (6月14日)	涨跌幅 (BP)	成交量 (亿元)	量增 (亿元)
1D	1.1007	1.7123	-61	30,156.37	3,028.5247
7D	2.2765	2.4960	-22	1,041.86	-630.9834
14D	2.7675	2.4392	33	1,250.58	1,018.69

21D	3.1571	3.2285	-7	185.01	-708.00
1M	2.9979	3.2864	-29	117.08	-143.18
3M	3.1000	3.22	-12	1.35	-8.7986

资料来源: Wind, 招商证券

同业存单方面, 本周各期限、等级同业存单到期收益率均下行。本周五时, AAA 等级 3M、6M 及 9M 期限同业存单加权收益率分别在 2.6078%、2.7032%和 3.0760%位置, 3M、6M 及 9M 期限品种到期收益率较前期分别下行 33、34 和 14 个 BP。

图 11: AAA 等级同业存单到期收益率变动



资料来源: Wind, 招商证券

下周周内无资金到期。目前市场流动性总量较为宽裕, 且央行对中小银行扶持力度不减, 半年末资金面压力有限, 跨季总体无忧。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

尹睿哲：中国人民大学金融学博士研究生，IMI 国际货币研究所研究员。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心首席债券分析师。

季宸：南京大学经济学学士、伦敦政治经济学院理学硕士学位。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师，曾任职某公募基金债券研究员。

李晴：南京大学管理学硕士。2018 年加入招商证券，现任招商证券研发中心债券分析师。

招商证券债券信用评级符号和定义

等级符号	定义
投资档	A3 偿债主体还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低
	A2 偿债主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低
	A1 偿债主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低
投机档	B3 偿债主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般
	B2 偿债主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险
	B1 偿债主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高
	C3 偿债主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高
	C2 偿债主体在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C1 偿债主体不能偿还债务

注：债项符号含义与主体符号含义一致

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。