



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2020 年一季度地方政府债券市场分析

2020.04.30



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

2020 年一季度地方政府债券市场分析

联合资信公用事业一部

摘要：疫情冲击下，财政政策逐步发力，作为重要逆周期调控工具的地方政府债政策频出。一季度地方政府债新增限额陆续下达、专项债投向范围主抓基建民生、专项债作为资本金的比例进一步放开、债券发行市场化程度进一步加强。从市场情况看，一季度地方政府债发行表现出规模增长、期限明显拉长、利率持续下行、区域利差分化收窄的特征。预计 2020 年地方政府债券发行规模扩容明显，资金投向侧重民生基建领域，地方政府债发行利率或维持在较低水平，发行利差贴近 25bp 的指导区间下限。

一、地方政府债券相关政策梳理

2020 年以来，新冠肺炎疫情对全球经济产生冲击，中国经济下行压力加大，2020 年一季度国内生产总值 206504 亿元，按可比价格计算，同比下降 6.8%，相对应的消费、投资及净出口同比均出现负增长。特殊时期，政府陆续出台多项宏观政策措施，并将地方政府债作为重要的逆周期调控工具，相关政策表明今年将扩大地方政府债规模、加快发行进度、推进地方政府债市场化进程，向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心。相关政策举措主要涉及以下几个方面：

一是基于疫情冲击及稳增长需求影响，扩大地方政府债规模，提前下达新增额度，对重点项目多、风险水平低的地区给予倾斜。当前疫情冲击下政府需要通过财政逆周期调节进一步稳经济稳投资，地方政府债成为重要的调节工具之一。2019 年 11 月及 2020 年 2 月，地方政府债券新增限额累计下达 18480 亿元，相当于 2019 年新增额度的 60%。3 月份，肺炎疫情在全球进一步蔓延，世界经贸形势急剧变化对我国经济发展带来严重冲击，同时之前新增额度已于 3 月底发行超 80%，3 月 31 日，国常会确定再提前下达一批专项债额度，并坚持资金跟着项目走的原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，保障地方重大在建项目资金需求，促进后疫情时期经济的快速修复。

二是调整地方政府专项债投向范围，强调加强项目储备，加快发行及使用。

针对稳投资需求及疫情发展对经济冲击，专项债投向范围有所调整，在交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域的基础上，将城镇老旧小区改造、禽肉养殖、屠宰加工和水产品生产加工等防疫、环境治理等基础设施建设项目纳入了专项债券的支持范围，并推动扩大地方专项债用于农业农村规模。国务院常务会议多次强调加强重大项目储备，增加有效投资、优化经济结构。为保障重大项目尽快开工建设，国务院常务会议提出对重大项目审批核准等开设绿色通道，并要求地方加快地方政府专项债券发行和使用，力争二季度发行完毕。加快发行有利于加大宏观政策的调控力度，尽早发挥作用，对冲疫情的影响。

三是进一步提高专项债作为重大项目资本金比例，助力基建项目的投资撬动。近期，国务院联防联控机制举行的新闻发布会上提出，专项债作为重大项目资本金的比例将从去年 20% 的基础上进一步上调，加大社会资本投入，提高专项资金作用。考虑之前国务院已经调整基础设施项目最低资本金比例，该政策将进一步改善地方重大项目筹措能力，对基建投资有更大的撬动作用。受疫情影响，1-2 月份全国基建投资同比下降超 30%，同时全国一般公共预算收入同比下降 9.9%，提高专项债作为重大项目资本金的比例，也可在一定程度上缓解地方财政压力，加速重大项目落地，扩大基建项目投资。

四是放开外资银行投资限制，规范地方政府债评级，积极推进地方政府债券市场对外开放及市场化进程。今年年初，财政部放开外商独资银行等外资银行加入地方政府债券承销团的资格限制，按程序吸收外资银行加入承销团。此举有利于拓宽发行渠道，促进地方政府债券投资主体多元化，也有利于扩大政府债券市场对外开放。此外，国债协会发布了《地方政府债券信用评级业务自律规范指引》，对地方政府债券信用评级机构及人员管理、信用评级程序及业务规则、信息披露、自律管理等方面做出了具体规定，有利于规范地方政府债券评级业务，提高信用评级的作业质量和市场透明度，促进地方政府债务管理规范化与市场化发展。

表 1 2020 年以来地方政府债券相关重要政策梳理

发布日期	发布主体	政策名称
2020.1.6	财政部	放开外商独资银行、中外合资银行、外国银行分行（以下统称外资银

		行)加入地方政府债券承销团的资格限制,按程序吸收外资银行加入承销团
2020.2.11	财政部	提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元,其中一般债限额 5580 亿元,专项债限额 2900 亿元。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元,共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。
2020.3.3	国债协会	发布《地方政府债券信用评级业务自律规范指引》
2020.3.17	国务院常务会议	加快发行和使用按规定提前下达的地方政府专项债,抓紧下达中央预算内投资,督促加紧做好今年计划新开工的 4000 多个重点项目前期工作,加强后续项目储备。对重大项目审批核准等开设绿色通道。
2020.3.27	中共中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为,稳健的货币政策要更加灵活适度,适当提高财政赤字率,发行特别国债,增加地方政府专项债券规模,引导贷款市场利率下行,保持流动性合理充裕。要落实好各项减税降费政策,加快地方政府专项债发行和使用,加紧做好重点项目前期准备和建设工作。
2020.3.31	国务院常务会议	明确要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上,抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债,按照“资金跟着项目走”原则,对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜,各地要抓紧发行提前下达的专项债,力争二季度发行完毕。
2020.4.3	国务院联防联控机制新闻发布会	今年专项债资金投向增加城镇老旧小区改造的领域,允许地方应急医疗救助、公共卫生等,特别是加大 5G 网络,人工智能、物联网等新兴基础设施建设。提高专项债作为重大项目资本金的比例,允许由去年的 20%适当提高。

资料来源:联合资信整理

二、2020 年一季度地方政府债券市场回顾

1.发行概况

2020 年一季度,地方政府债券累计发行 492 支,规模合计 16105.08 亿元,同比增长 14.49%;其中新增债券 15367.83 亿元,再融资债券 681.25 亿元,此外仍有少量置换债券发行(全部来自辽宁省)。由于 2020 年存量地方政府债券的到期时间集中在下半年,一季度新发行债券以新增债券为主,再融资债券(募集资金用于偿还到期地方政府债券本金)的发行规模较小。从资金用途看,新发行地方政府债券中专项债券占比达到 68.54%,延续了 2019 年以来以专项债为主的融资结构。

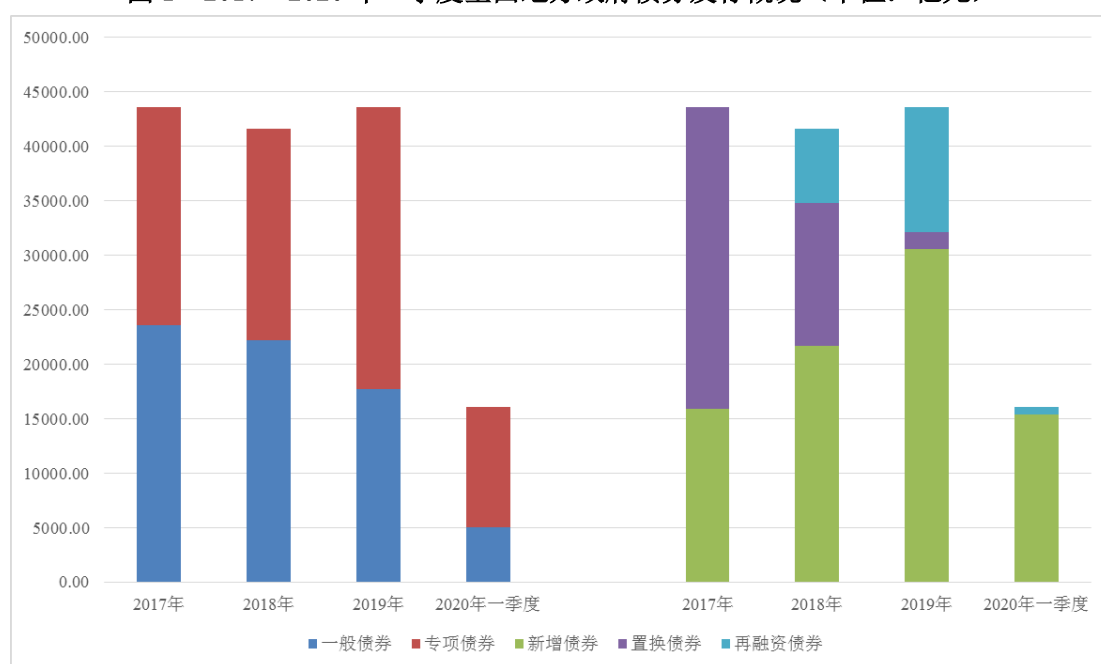
表 2 2015—2020 年一季度全国地方政府债券发行概况(单位:支、亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	492
发行金额	38350.62	60458.4	43580.94	41651.68	43624.27	16105.08
其中:一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	5065.19
专项债券	9743.7	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	11039.89
其中:新增债券	6365.45	12624.59	15898	21704.54	30560.75	15367.83
置换债券	31985.18	47833.8	27683	13130.35	1579.23	56.00
再融资债券	--	--	--	6816.79	11484.29	681.25

其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	16105.08
定向发行	7921.78	15500.84	10855.92	4141.20	--	--
其中：3 年期	6532.37	11291.83	7988.57	6346.37	2058.94	206.24
5 年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	839.64
7 年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	1336.93
10 年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	6540.00
15 年期	--	--	--	152.7	1686.86	1960.91
20 年期	--	--	--	352.99	1917.49	1208.90
30 年期	--	--	--	20.00	4500.50	4012.47

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

图 1 2017—2020 年一季度全国地方政府债券发行概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

发行期限明显拉长，加权发行期限提至 **15.74** 年。从发行期限看，自 2018 年新增 2 年、15 年、20 年和 30 年期品种以来，地方政府债券的发行期限显著拉长。2018—2020 年一季度，10 年期及以上债券的发行规模占比快速上升，分别为 17.86%、46.91%和 85.20%，3 年期和 5 年期品种的发行规模大幅压缩，地方政府债券期限和项目周期的匹配度进一步提高。2019 年及 2020 年一季度，新发行地方政府债券的加权发行期限分别为 10.29 年和 15.74 年，其中一般债的加权发行期限分别为 12.13 年和 18.53 年，专项债的加权发行期限分别为 9.02 年和 14.47 年，发行期限长期化的趋势更加明显。

发行节奏提速明显，年内再融资债券的发行压力较大。从发行节奏看，2017—2018 年，地方政府债券的发行主要集中在二、三季度。2018 年底以来，随着财政部开始提前下达下一年度的地方政府债务限额，以及存量地方政府债券的到期规模进入快速增长阶段，地方政府债券的发行节奏开始提前，2019 年一季度发行规模占当年比例上升至 32.20%，一定程度上缓解了三季度的集中发行压力。2020 年一季度，全国地方政府债券的发行规模相当于 2019 年全年的 36.92%，其中专项债发行规模相当于 2019 年全年的 42.65%，占比较 2019 年进一步提升；较高占比除了对冲疫情的负面影响外，也是出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量。2019 年，通过再融资方式偿还的地方政府债券占比为 87.32%，考虑到 2020 年 4—12 月地方政府债券到期规模合计 19798.75 亿元，年内再融资债券的发行压力较大。

表 3 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元、%）

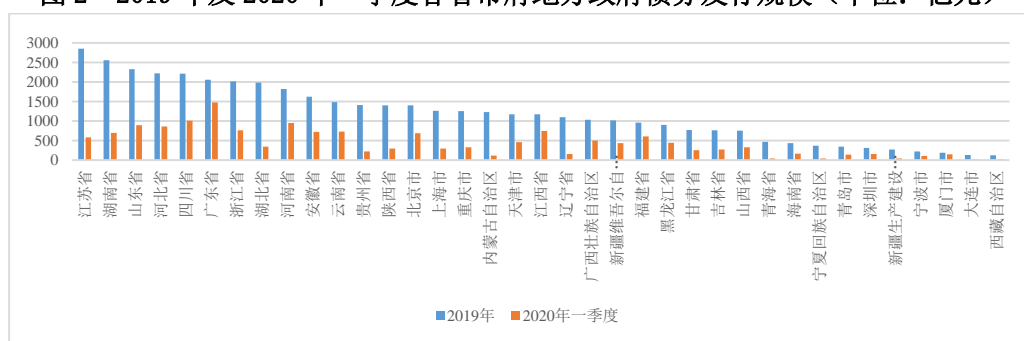
月份	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年一季度
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	0.00	10.89	0.00	5.27	4179.66	32.20	7850.64
2	145.82		285.61		3641.72		4379.22
3	4599.23		1909.83		6245.13		3875.23
4	3249.09	31.81	3017.88	28.60	2266.76	32.74	--
5	5484.84		3552.57		3043.22		--
6	5130.76		5343.24		8995.51		--
7	8453.08	38.34	7569.54	57.34	5625.17	30.94	--
8	4697.35		8829.70		5694.69		--
9	3556.41		7485.46		2195.81		--
10	3400.79	18.96	2560.31	8.78	964.60	4.13	--
11	4540.87		459.41		457.89		--
12	322.69		638.12		379.874		--
合计	43580.94	100.00	41651.67	100.00	43690.06	100.00	16105.08

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

各省市发行节奏分化较为明显。从发行区域的分布情况看，2020 年一季度，全国 31 个省级行政区、5 个计划单列市和新疆生产建设兵团均有地方政府债券发行，但各省市发行节奏分化较为明显。对于 2019 年发行规模排名前两位的江苏和湖南，其 2020 年一季度的发行规模分别仅相当于 2019 年全年的 20.37% 和 27.28%，低于全国 36.92% 的平均水平。相比之下，广东省 2020 年一季度的发行量达到了 2019

年全年的 71.69%，另有 15 个省市的发行规模超过了 2019 年全年的 40%。今年以来，地方政府债券的发行节奏受提前下达债务限额的影响较大，例如广东、贵州和辽宁均足额使用了提前下达的发行额度，但实际发行规模较上年全年差异较大。由于地方政府债务限额的增长空间受存量债务压力的影响大，对于部分债务负担重的省市，通过增发地方政府债券实现财政支出扩张的弹性也较为有限。

图 2 2019 年及 2020 年一季度各省市府地方政府债券发行规模（单位：亿元）



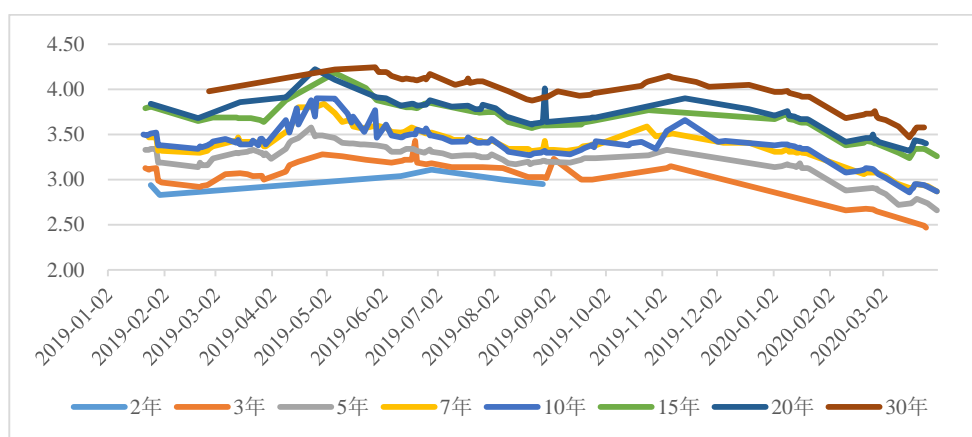
注：江苏、山东、广东等省统计数据不含其下属计划单列市

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

2.利率利差分析

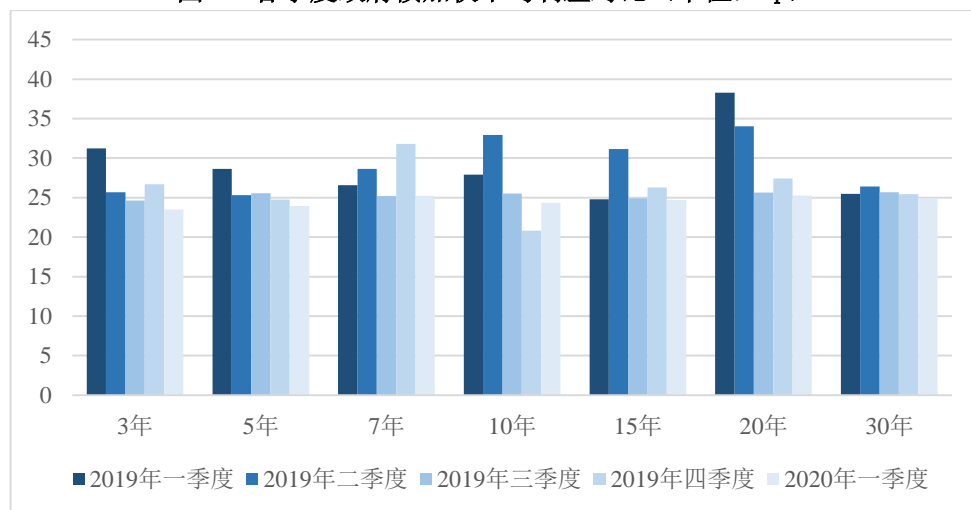
发行利率整体下行明显。发行利率方面，面对疫情的冲击和经济增长的压力，稳定的货币政策有所放宽，引导市场利率下行，2020 年一季度地方政府债发行利率呈下降趋势，3 年、5 年、7 年、10 年、15 年和 20 年期地方政府债券发行利率整体下降了 90bp~100bp，30 年期地方政府债券发行利率整体下行约 77bp。期限利差方面，各期限地方政府债券的发行利差保持相对稳定，除了 7 年和 10 年期、15 年和 20 年期外，相邻期限段的发行利差平均在 15bp~25bp（7 年和 10 年期的发行利差没有明显分化，15 年和 20 年期的发行利差平均低于 10bp）。

图 3 地方政府债加权平均发行利率（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

图 4 各季度政府债加权平均利差对比（单位：bp）



资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

发行利差环比小幅下降，区域利差明显收窄。发行利差方面，以同期限国债到期收益率为基准，2020 年一季度平均发行利差较 2019 年四季度环比小幅下降，较 2019 上半年已经有了明显回落。分区域看，2019 年广西、云南、新疆和新疆生产建设兵团的发行利差显著高于其他区域，但 2020 年一季度，发行利差的区

域分化已经明显收窄，各省级政府在同一天发行的同期限政府债券在发行利率上没有明显差异。分期限看，2020 年一季度，5 年和 7 年期的区域发行利差在 7bp 左右，10 年期和 30 年期的区域发行利差分别在 11bp 和 10bp 左右。

表 4 各省（市、自治区）主要期限政府债加权平均利差对比（单位：BP）

地区	5 年		7 年		10 年		30 年	
	2019 年	2020 年 一季度	2019 年	2020 年 一季度	2019 年	2020 年 一季度	2019 年	2020 年 一季度
天津	29.91	25.28	23.57	24.70	25.59	24.59	24.10	24.73
北京	24.76	20.27	25.20	--	24.68	19.64	--	20.02
重庆	25.18	23.79	26.58	--	24.71	--	24.72	23.16
上海	25.69	--	25.60	25.10	25.26	24.24	--	--
深圳	24.27	24.47	23.83	25.05	25.99	24.17	--	--
宁波	25.20	--	25.82	--	25.23	23.63	--	21.52
大连	25.99	--	25.42	--	24.80	24.79	25.54	--
厦门	24.83	--	24.86	24.65	25.60	25.06	24.78	27.03
青岛	28.21	26.23	27.31	--	25.31	24.71	--	--
浙江	24.90	24.40	24.29	25.21	24.41	24.15	25.10	23.22
江苏	24.96	24.47	24.91	25.05	24.93	23.64	--	--
山东	25.83	--	25.41	24.91	33.39	23.63	26.17	24.59
福建	25.28	--	33.32	--	30.04	23.16	24.18	24.05
广东	25.30	24.40	25.50	25.21	21.06	24.40	--	23.67
湖南	25.05	24.12	26.43	25.09	25.32	25.30	25.48	24.70
湖北	25.36	--	25.52	25.18	29.13	25.61	24.90	26.68
河北	24.50	24.07	31.18	24.01	31.53	24.48	25.44	24.28
河南	30.77	26.23	25.12	23.75	25.71	24.45	25.20	27.64
安徽	29.72	24.99	31.22	27.79	30.18	26.32	24.99	--
黑龙江	25.22	27.31	25.14	26.16	32.64	26.73	28.43	24.50
辽宁	26.07	--	--	--	27.61	24.09	31.57	--
吉林	25.92	--	26.41	--	30.62	25.10	27.74	25.75
内蒙古	26.04	23.79	27.24	24.25	28.56	22.97	23.67	--
宁夏	28.90	--	25.82	--	28.18	--	27.64	26.32
山西	26.61	--	25.85	24.53	26.29	25.61	--	24.84
陕西	30.24	24.68	31.56	--	34.14	24.77	24.97	--
甘肃	28.32	--	26.95	24.10	24.80	24.38	24.88	24.84
四川	24.78	25.06	25.62	23.96	31.99	24.03	25.27	24.61
云南	33.64	24.65	29.34	24.59	32.57	24.95	24.97	24.67
贵州	26.28	--	25.41	--	35.58	26.51	25.88	25.49
江西	25.33	24.47	24.64	--	25.17	24.75	25.27	--
广西	24.72	--	25.15	25.76	42.71	23.60	24.37	24.33
海南	25.46	24.67	32.06	24.88	29.13	26.73	26.36	26.06

新疆生产建设兵团	39.63	23.58	24.65	--	38.71	--	25.38	--
新疆	37.01	--	29.21	30.76	32.90	30.99	30.50	29.46
青海	24.22	--	25.67	--	30.59	29.65	30.41	29.77
西藏	25.50	--	24.93	27.53	26.32	26.75	--	--

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

3.项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券发行概况

2019 年，用于土地储备和棚户区改造的专项债规模分别占到当年项目收益类专项债的 35.67%和 33.72%，土储和棚改成为专项债资金的主要投向。2019 年 9 月，国务院常务会议要求扩大专项债使用范围，同时明确了重点领域和禁止领域，提出专项债资金不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。在这一政策的指引下，2020 年一季度未有新的棚改和土储专项债发行，市政建设类项目成为占比最高的资金投向，市政建设、水利环保、产业园区和社会民生类专项债的发行规模和占比较 2019 年大幅上升。

表 5 专项债主要资金用途及占比（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年一季度	
	金额	占比	金额	占比
棚改	7174.12	35.67	--	--
土储	6782.75	33.72	--	--
市政建设	2353.28	11.70	2396.99	26.46
收费公路	1525.51	7.59	695.15	7.67
水利环保	752.46	3.74	1187.39	13.11
医疗/教育	355.98	1.77	286.97	3.17
轨道	333.33	1.66	344.40	3.80
产业园区	331.49	1.65	1162.90	12.83
社会民生	119.58	0.59	1070.61	11.82
乡村振兴	107.03	0.53	91.21	1.01
旧城改造/保障房开发	98.87	0.49		0.00
文旅	86.13	0.43	67.67	0.75
交通基础设施	81.60	0.41	1288.15	14.22
能源	10.00	0.05	16.85	0.19
项目收益类专项债合计	20112.12	100.00	9060.55	100.00

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

三、地方政府债券未来展望

2020 年发行规模或再度扩容。在疫情冲击下，加大地方政府债券发行规模以托底经济的预期更为强烈，中央政治局会议亦提出财政政策要更加积极有为，将适当提高财政赤字率、发行特别国债并增加地方政府专项债券规模。假设赤字率为 3%，财政赤字约 3.15 万亿元，其中三分之一通过发行地方政府一般债券解决（约 1.05 万亿元），同时新增专项债较 2019 年扩容 40% 至 3 万亿元，预计 2020 年新增债券合计 4.05 万亿元。预计年内再融资规模 1.78 万亿元（2020 年到期地方政府债券 2.04 万亿元，按 2019 年续发比例 87.32% 计算）、置换债券 1889 亿元，预计 2020 年地方政府债总发行规模约 5.52 万亿元，较 2019 年扩容 26%。

发行节奏仍将提速，新增限额亟待下达。为充分发挥地方政府债券资金在稳投资、扩内需、补短板方面的重要作用，预计二季度地方政府债券发行节奏仍将加速，但目前地方政府债提前下达限额空间不足。截至 3 月底，北京、天津等 13 个地区已经完成全部提前下达额度债券的发行任务，黑龙江、山东等 6 地完成进度超过 90%。整体看，在 2020 年全国人民代表大会确定当年的地方政府债务的总体上限之前，在现有的制度框架下继续扩大地方政府债券发行的空间已经较为有限，新增限额亟待下达。

民生基建投资加码，重点项目多、风险水平低的地区受益。2019 年 9 月，国常会强调提前下达的专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，相关政策在 2020 年继续予以明确。今年以来，土储及棚改专项债并无发行，一季度项目收益类专项债发行品种以市政建设、水利建设及生态环保、产业园区、社会民生等品种为主。预计 2020 年保障民生的基建类地方政府债券规模可持续扩容，老旧小区改造、新基建等发行品种将有所创新，重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区将得到较大倾斜。

地方政府债发行利率或维持较低水平，利差贴近指导区间下降。为应对疫情冲击，今年以来央行多次降准释放流动性，目前市场资金面整体宽松，地方政府债作为“银边债券”从避险角度看投资价值凸显，发行利率稳步下行。2020 年以来专项债券平均利率已由 1 月份的 3.5% 降至 3.09%，预计二季度地方政府债发行利率仍可维持在当期的较低水平，与同期限国债利差贴近 25bp 的指导区间下限。

