

2019.12.23

2019 年前三季度地方政府 债券发行情况及展望



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

2019 年前三季度地方政府债券发行情况及展望

报告编号：

时间：2019 年 12 月 23 日

联合资信 公用事业一部

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外
大街 2 号中国人保财险大厦 17
层（100022）

网址：www.lhratings.com

报告概要

2019 年前三季度，地方政府债券共计发行 1056 支，发行规模合计 41822 亿元。整体看，前三季度地方政府债券发行呈现如下特点：受债务置换进入尾声影响，新增债券占比稳步提升；专项债券扩容明显，项目收益类专项债券品种进一步丰富；发行期限明显拉长，20 年期、30 年期等超长期地方政府债券发行占比提升；发行节奏明显提速，年初资金缺口大及年中债券集中供给的问题得到改善；整体利差收窄，各区域发行利差分化并不明显。

展望未来，预计 2020 年地方政府债券发行仍将保持较快节奏；项目收益类专项债券额度较多向基建类项目倾斜，但土储及棚改债券仍将保持较大规模；同时，专项债券发行有利于隐性债务管控及化解。

一、2019 年前三季度地方政府债券发行概况

1、新增债券占比稳步提升

2019 年前三季度，地方政府债券共计发行 1056 支，发行规模合计 41822 亿元，其中新增债券 30367 亿元（包括新增一般债券 9070 亿元、新增专项债券 21297 亿元），置换债券和再融资债券 11455 亿元。

回顾以往年度地方政府债券发行情况，2015-2017 年地方政府债券发行整体以置换债券为主，初步计划用三年左右的时间对 2014 年认定的政府债务完成置换，新增债券占比于 2017 年逐步增长至 35.78%；2018 年，政府债务置换进入尾声，再融资债券则随着 2015 年公开发行的地方政府债券逐步到期而开始发行，但规模相对较小，当年新增债券发行占到全年发行总量的 52%，地方政府债券发行开始由以置换债券为主转为以新增债券为主；2019 年前三季度，新增债券占比则进一步提升至 72.61%，其中专项债券，尤其是以项目收益与融资自求平衡的专项债券（以下简称“项目收益类专项债券”）发行量大幅提升。

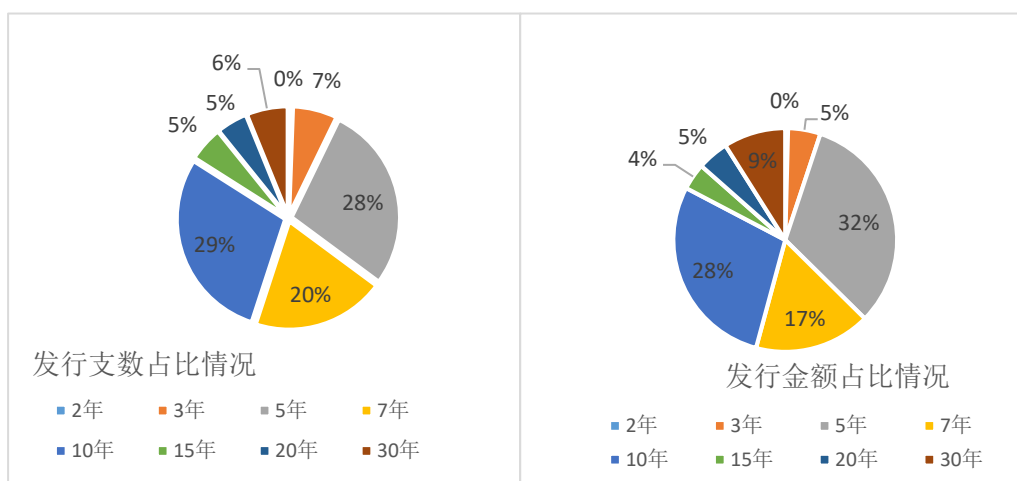
2、专项债券扩容明显，项目收益类专项债券品种进一步丰富

2019 年前三季度，地方政府一般债券发行 16676 亿元、专项债券发行 25146 亿元（含 20112 亿元项目收益类专项债券），专项债券发行占比由 2018 年的 46.72% 提升至 60.13%，发行支数及规模分别较 2018 年增长 47.99% 和 29.20%。专项债券发行规模增长主要得益于项目收益类专项债券发行规模的高速增长。财政部于 2017 年推出项目收益类专项债券试点发行通知，当年项目收益类专项债券发行规模仅 2867 亿元，发行品种限于土地储备专项债券、收费公路专项债券，以及深圳市创新发行的轨道交通专项债券。2018 年，项目收益类专项债券发行规模增长 260.26% 至 10327.74 亿元，其中棚户区改造专项债券成为新的增长点，高校、医院、产业园区、生态建设等专项债券创新品种陆续涌现。2019 年 1-9 月，项目收益类专项债券发行总额达 20112 亿元，发行品种增加至 30 余种，其中土地储备、棚户区改造、收费公路专项债券仍为发行主力，分别占发行规模的 33.67%、35.63% 和 7.59%，其他类型专项债券合计占 23.12%。

3、发行期限拉长

2019 年前三季度，地方政府债券加权平均发行期限 10.0 年（一般债券 11.8 年，专项债券 8.8 年），较 2018 年发行期限明显拉长。2018 年全年，地方政府债券平均发行期限 6.1 年，一般债券、专项债券均为 6.1 年。2019 年发布的《财政部关于做好地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2019〕23 号）提出，财政部不再对地方政府债券期限结构进行限定，由地方政府部门自主确定期限；同期亦有文件指出，要合理提高长期专项债券期限比例。受政策放宽影响，2019 年以来，20 年期、30 年期等超长期地方政府债券发行占比提升至 5% 和 9%，带动加权平均发行期限拉长。

图 1 2019 年 1-9 月各期限地方政府债券发行占比情况



资料来源：根据 Wind 数据分析整理

4、发行节奏明显提速

以往年度，地方政府债券发行额度经 3 月份召开的两会审批通过后于 5 月份陆续发行，因此年初资金缺口通常较大，年中又易形成地方政府债券集中供给压力。为更好发挥积极的财政政策作用，匹配项目资金需求，2018 年底召开的全国人大常委会会议授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增债务限额；同时授权国务院在 2019-2022 年度，以当年新增地方政府债务限额的 60% 为限，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。受此影响，2019 年专项债券发行节奏明显提前。截至 2019 年 9 月底，经全国人大批准的 2019 年度地方政府专项债券额度已基本发行完毕，9 月 4 日召开的国常会要求相关资金于 10 月底前拨付至项目

上。整体看，决策层通过地方政府债券发行，托底基建投资稳增长的政策意图非常明显。

5、整体利差收窄，各区域发行利差分化并不明显

2019 年前三季度，地方政府债券发行利率范围在 2.83%~4.28%，各期限地方政府债券发行利率及利差情况如下表所示，各期限地方政府债券平均利率分别随着期限加大而提高，平均利差在 26BP 上下波动，较 2018 年的 75BP 和 2017 年的 67BP 有较大幅度的下降。2019 年 2 月，媒体报道财政部要求地方政府债券的投标利率区间下限由同期国债收益率前五日均值上浮 40BP 下调至上浮 25BP~40BP，此后地方政府债券发行利差基本维持在 26BP 左右。同时，考虑到年内信用债违约事件频发，地方政府债券利差收窄的态势或将继续维系。

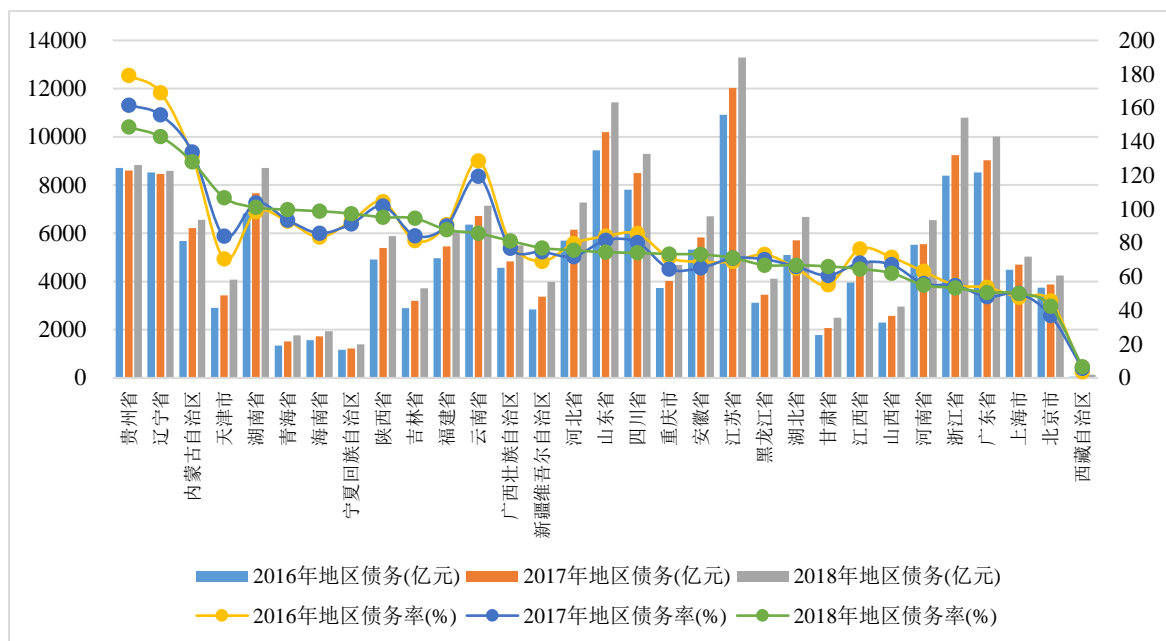
表 1 2019 年 1-9 月各期限地方政府债券发行利率及利差情况

发行期限	2 年	3 年	5 年	7 年	10 年	15 年	20 年	30 年
平均利率 (%)	2.98	3.12	3.28	3.44	3.45	3.46	3.81	4.05
平均利差 (BP)	23.89	27.30	26.11	26.97	28.43	26.99	29.01	25.27

资料来源：根据 Wind 数据分析整理

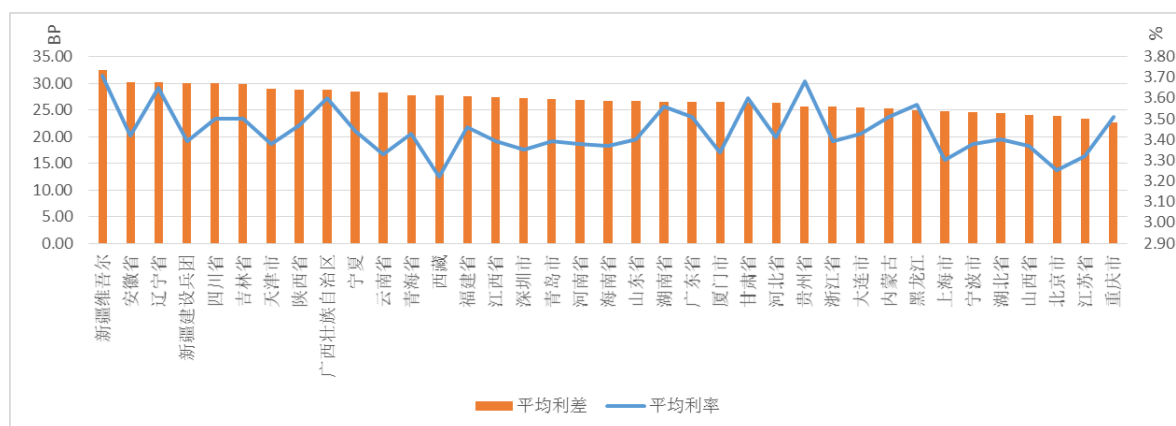
分区域看，各省市平均利差与地区经济、财政及债务状况的区分度并不明显。从政府债务负担看，31 个发债的省级行政单位中，地方政府债务率（地方政府债务余额/地方综合财力）超过 100%的地区共有 6 个，其中贵州 148.90%、辽宁 147.76%、内蒙 127.70%、青海 111.81%、天津 106.86%、湖南 101.01%；5 个计划单列市中大连为 160.42%。同时，贵州及青海的地方政府负债率（地方政府债务余额/GDP）亦处于高位，分别为 59.77%和 61.54%。但各省市地方政府债券利差分化并不明显，从 2019 年前三季度数据看，地方政府债券与国债的平均利差为 25.80BP，发行平均利差最高的新疆为 32.43BP，其次为安徽省 30.25BP 和辽宁省 30.14BP，平均发行利差最低的重庆市为 22.56BP。

图 2 2016-2018 年全国各省市地区债务情况



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图 3 2019 年前三季度地方政府债券平均发行利率及平均利差情况



资料来源：根据 Wind 数据分析整理

二、地方政府债券发行展望

1、2020 年地方政府债券发行仍将保持较快节奏

财政部已于 2019 年 11 月 27 日提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，计划资金于 2020 年初逐步投入使用，以尽快形成有效资产。预计 2020 年地方政府债券发行节奏将与 2019 年类似，发行时间趋于分散化，可持续发挥

政府债券资金在稳投资、扩内需、补短板方面的重要作用。

2、项目收益类专项债券额度较多向基建类项目倾斜，资金用途的放宽将有效拉动投资需求，土储及棚改债券仍将保持较大规模

根据 9 月 4 日国常会部署，提前下达的专项债券资金重点用于基建补短板，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。因此，1 万亿专项债券相关资金将主要流向基础设施建设，该规定从政策层面确保了基建类项目收益类专项债券的规模。

政策在引导项目收益类专项债券资金流向的同时，也放宽了资金用途，将积极促进基建项目的开展，有效拉动投资需求。《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》允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金。

《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》允许适当调整基础设施项目最低资本金比例。项目收益类专项债券资金用途的放宽将会缓解政府的资金压力，项目资本金比例的降低有助于基建项目的积极开展，资金可投向更多补短板项目，有效拉动投资需求。

土储及棚改专项债券作为主流发债品种，在 2020 年仍可保持较大规模。一方面，2020 年仍处于 3 年棚改攻坚计划期间，存量棚改项目续发及新增棚改项目将保持较大的资金需求；另一方面，土地储备项目仍是地方政府各类项目收益品种中利润空间相对较大、回报周期相对较快的品种，地方政府的政策调控可在一定程度上保障收益实现。

3、专项债券发行助力隐性债务管控及化解

地方政府债券发行是政府债务治理中“开前门、堵后门”的重要一环。对于可承接专项债券项目的城投平台，其未来经营持续性、项目资金到位度、融资渠道及融资成本上的优势将有所加强，以往的隐性债务增长将被低成本的显性债务所取代。同时，大部分地区的隐性债务化解仍主要依赖于土地出让金抽成，土储专项债券发行有利于地方政府加快土储项目建设进度、保障土地顺利上市。

附表 地方政府债券发行省市主要经济、财政、债务数据

	GDP（亿元）	GDP 年 增速（%）	人均 GDP（万元）	固定资产 投资（亿元）	第三产业 占比（%）	一般公共 预算收入 （亿元）	税收/公 共财政预 算收入 （%）	政府性基 金收入 （亿元）	地方综合 财力（亿 元）	一般公共 预算收入 /一般公 共预算支 出（%）	政府债务 余额（亿 元）	地方政 府债务 率（%）	地方政 府负债 率（%）
广东	97277.77	6.80	8.64	35286.84	54.23	12102.90	80.45	5886.85	19753.11	76.91	10007.81	50.66	10.29
江苏	92595.40	6.70	11.52	55915.22	50.98	8630.16	84.17	8222.81	18671.87	74.03	13285.55	71.15	14.35
山东	76469.67	6.40	7.63	57466.04	49.53	6485.40	75.52	6000.62	15355.29	64.22	11436.70	74.48	14.96
浙江	56197.15	7.10	9.86	33335.94	54.67	6598.10	84.67	8736.56	20253.27	76.48	10794.43	53.30	19.21
河南	48055.86	7.60	5.02	48101.18	45.22	3763.90	70.58	3828.20	11890.86	40.80	6541.30	55.01	13.61
四川	40678.13	8.00	4.89	28065.30	51.45	3910.90	72.10	3821.91	12542.69	40.24	9299.00	74.14	22.86
湖北	39366.55	7.80	6.66	35378.55	47.58	3307.00	74.49	3535.10	9990.10	45.57	6675.70	66.82	16.96
湖南	36425.78	7.80	5.29	34460.89	51.86	2860.70	68.50	2229.75	8620.75	37.99	8708.22	101.01	23.91
河北	36010.27	6.60	4.78	35310.99	46.19	3513.70	72.73	2462.20	9175.60	45.51	7278.26	79.32	20.21
福建	35804.04	8.30	9.12	29400.02	45.22	5045.43	95.61	2187.97	8537.54	62.18	6056.67	70.94	16.92
上海	32679.87	6.60	13.50	7623.42	69.90	7108.20	88.42	2095.40	10054.40	85.11	5034.90	50.08	15.41
北京	30319.98	6.60	14.02	8062.25	80.98	5785.90	86.22	2009.26	9981.86	77.48	4248.89	42.57	14.01
安徽	30006.82	8.02	4.77	32629.95	45.08	3048.60	71.53	2426.71	8558.11	46.39	6704.65	78.34	22.34
辽宁	25315.35	5.70	5.80	6683.21	52.37	2616.00	75.54	737.60	5817.60	49.14	8596.25	147.76	33.96
陕西	24438.32	8.30	6.35	26248.96	42.76	2243.10	79.10	1464.73	6183.53	42.31	5886.92	95.20	24.09
江西	21984.78	8.70	4.74	24536.81	44.84	2372.30	70.11	2568.60	7401.70	41.84	4779.40	64.57	21.74
重庆	20363.19	6.00	6.59	18661.41	52.33	2265.50	70.76	2316.25	6388.75	49.89	4690.40	73.42	23.03
广西	20352.51	6.80	4.15	22713.01	44.24	1681.50	66.73	1436.06	5975.56	31.66	5488.96	91.86	26.97
天津	18809.64	3.60	12.07	10643.31	58.62	2106.20	77.15	1160.45	3816.48	67.85	4078.36	106.86	21.68

云南	17881.12	8.90	3.71	21132.56	47.12	1994.30	71.36	581.00	7625.90	32.83	7139.80	93.63	39.93
内蒙	17289.22	5.30	6.83	10472.11	50.48	1857.50	69.28	567.46	5117.36	38.65	6534.91	127.70	37.80
山西	16818.11	6.70	4.53	6050.40	53.44	2292.60	71.78	535.50	4462.27	53.50	2963.67	66.42	17.62
黑龙江	16361.62	4.70	4.33	10761.26	57.02	1282.50	76.47	357.10	6160.00	27.43	4116.49	66.83	25.16
吉林	15074.62	4.50	5.56	13483.15	49.77	1240.84	71.86	558.32	3924.06	32.74	3711.66	94.59	24.62
贵州	14806.45	9.10	4.12	17703.52	46.54	1726.80	73.31	1249.89	5943.38	34.42	8849.81	148.90	59.77
新疆	12199.08	6.10	4.95	8823.14	45.77	1531.50	68.68	614.30	5167.70	30.72	3980.20	77.02	32.63
甘肃	8246.10	6.30	3.13	5600.47	54.49	870.80	70.10	399.20	3771.20	23.07	2492.10	66.08	30.22
海南	4832.05	5.80	5.20	3609.73	56.63	752.70	83.52	381.98	1965.22	44.66	1934.00	98.41	40.02
宁夏	3705.18	7.00	5.41	3119.34	47.91	444.40	67.12	121.27	1426.67	31.06	1398.18	98.00	37.74
青海	2865.23	7.20	4.77	4181.63	47.12	272.90	75.30	73.60	1576.90	16.56	1763.20	111.81	61.54
西藏	1477.63	9.10	4.34	2252.04	48.66	230.30	67.68	89.14	2052.02	11.67	134.79	6.57	9.12
厦门	4791.41	7.70	11.80	2621.99	58.16	754.53	79.93	486.80	1347.14	84.75	637.32	47.31	14.30
青岛	12001.50	7.40	12.85	8391.49	56.40	1231.90	73.54	571.00	2004.43	78.91	1272.10	63.46	10.60
宁波	10746.00	7.00	13.26	5189.95	45.90	1379.70	85.43	999.24	2472.03	86.55	1807.30	73.11	16.82
大连	7668.50	6.50	10.96	1819.70	52.00	703.60	76.52	254.80	1237.12	70.29	1984.55	160.42	25.88
深圳	24221.98	7.60	18.96	6191.01	58.80	3538.41	81.95	964.60	4503.01	82.62	145.92	3.24	0.60

注：地方综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+转移支付收入；地方政府债务率=地方政府债务余额/地方综合财力*100%

资料来源：联合资信根据公开资料整理