



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

上半年发行进度较缓，下半年发行节奏有望加快 且定价将更加市场化

——2021 年上半年地方政府债券市场分析

2021.7



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

上半年发行进度较缓，下半年发行节奏有望加快且 定价将更加市场化

——2021 年上半年地方政府债券市场分析

联合资信信用评级二部 夏妍妍 杨晓薇

摘要：2021 年上半年，地方政府债券相关政策主要体现在加大地方政府债券支持基础设施建设力度、完善地方政府债券发行制度、完善地方政府债务管理机制以及进一步规范地方政府债券信用评级管理等方面。从市场情况看，地方政府债券发行表现出期限有所缩短、发行利率整体呈小幅下行走势、期限利差同比有所收敛、区域利差有所扩大的特征。预计 2021 年下半年地方政府债券发行节奏将加快，资金将优先投向“两新一重”以及乡村振兴等项目建设，地方政府债务管理将继续加强，地方政府债券发行定价将更加市场化。

一、地方政府债券相关政策梳理

2021 年上半年，在新冠肺炎疫情全球大流行的背景下，面对复杂多变的国内外环境，我国持续巩固疫情防控成果、精准实施宏观政策，经济持续稳定恢复，经济发展呈现稳中加固、稳中向好态势。根据国家统计局初步核算，2021 年上半年，我国实现国内生产总值 53.22 万亿元，按可比价格计算，同比增长 12.7%，增速较一季度回落 5.6 个百分点；两年平均增长 5.3%，两年平均增速较一季度加快 0.3 个百分点。分季度看，一季度同比增长 18.3%，两年平均增长 5.0%；二季度增长 7.9%，两年平均增长 5.5%。但全球疫情仍处于持续演变中，我国经济发展面临的内外部不确定因素仍然较多，经济的高质量发展面临国内经济恢复不均衡和持续深化供给侧结构性改革的挑战，地方政府债作为重要的逆周期调控工具仍需持续发力。整体看，2021 年以来地方政府债券相关政策主要体现在加大地方政府债券支持基础设施建设力度、完善地方政府债券发行制度、完善地方政府债务管理机制以及进一步规范地方政府债券信用评级管理等方面。

（一）加大地方政府债券支持基础设施建设力度

2021 年 3 月 11 日，十三届全国人大四次会议表决通过《中华人民共和国国民

经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》（以下简称“十四五”规划）。“十四五”规划明确提出“加大地方政府债券支持农业农村力度”“丰富债券品种，发行长期国债和基础设施长期债券”。地方政府债券尤其是地方政府专项债券是地方政府基础设施建设的重要资金来源。“十四五”规划提出完善新型城镇化战略，提升城镇化发展质量，加快县城补短板强弱项。支持东部地区基础较好的县城建设，重点支持中西部和东北城镇化地区县城建设。健全县城建设投融资机制，更好发挥财政性资金作用，引导金融资本和社会资本加大投入力度。乡村振兴方面，“十四五”规划提出全面实施乡村振兴战略，提升乡村基础设施和公共服务水平，健全城乡基础设施统一规划、统一建设、统一管护机制，推动市政公用设施向郊区乡村和规模较大中心镇延伸。加快补齐基础设施、市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板。此外，“十四五”规划还提出持续推进既促消费惠民生又调结构增后劲的新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设。在我国新型城镇化战略和乡村振兴战略持续推进的背景下，地方政府债券支持基础设施建设力度将持续加大。

（二）完善地方政府债券发行制度

一是进一步拓宽地方政府债券发行渠道。2021 年 1 月 14 日，财政部发布《关于进一步做好地方政府债券柜台发行工作的通知》，要求合理确定地方债柜台发行的品种、期限、频次和规模，明确指出通过柜台发行的地方债以中短期为主，地方财政部门应当结合实际情况，优先选择具有本地区特点、项目收益较高的债券，期限方面优先考虑安排 5 年期以下（含 5 年期）债券。地方财政部门应当积极推进地方债柜台发行工作，原则上已开展过的地区 2021 年安排柜台发行应不少于两次，确保已建立起来的发行渠道持续畅通，未开展过的地区应至少安排一次。上述举措有助于进一步拓宽地方政府债券发行渠道，更好满足个人和中小机构投资者需求。

二是适当放宽专项债券发行时间限制。2021 年 6 月 7 日，财政部部长刘昆在第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议上作《关于 2020 年中央决算的报告》，提出要用好地方政府专项债券，指导地方加强项目储备，适当

放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效。这有利于地方财政部门合理选择发行时间窗口、提高专项债券使用效率。

（三）完善地方政府债务管理机制

2021年4月13日，国务院印发《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（以下简称《意见》），《意见》指出要加强风险防控，增强财政可持续性，一方面，健全地方政府依法适度举债机制，提出健全地方政府债务限额确定机制，完善专项债券管理机制，完善以债务率为主的政府债务风险评估指标体系，加强风险评估预警结果应用，健全地方政府债务信息公开及债券信息披露机制等要求。另一方面，防范化解地方政府隐性债务风险，提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，完善常态化监控机制，强化国有企事业单位监管，严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债，清理规范地方融资平台公司，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，加强督查审计问责等要求。《意见》的出台有助于进一步规范地方政府债务管理，防范和化解地方政府隐性债务风险。

（四）进一步规范地方政府债券信用评级管理

2021年1月29日，财政部印发《地方政府债券信用评级管理暂行办法》（以下简称“《办法》”），从地方财政部门选择信用评级机构、签订评级协议以及信用评级机构工作程序、评级关注重点、监管处罚等方面作出进一步规范。《办法》明确规定，地方财政部门选择信用评级机构时，应当合理设定评级费用占全部选择指标的权重，引导信用评级机构合理设定评级费用标准。信用评级机构不得通过恶意价格竞争、评级级别竞争等方式干扰市场秩序。信用评级机构开展一般债券信用评级，应当重点关注本地区经济、财政、债务等情况；开展专项债券信用评级，在关注本地区经济、财政、债务等情况的基础上，应当重点关注项目基本情况、项目收益与融资平衡方案、对应的政府性基金或专项收入等情况，促进评级结果合理反映项目差异。在地方政府债券信用评级工作中严重违反有关监管和自律规定、弄虚作假的信用评级机构，财政部将通报人民银行、发展改革委、证监会等部门，健全守信联合激励和失信联合惩戒机制，推动协同监管。信用评级

有关监管部门和行业自律组织对信用评级机构作出处罚的，财政部将通知地方财政部门，在开展地方政府债券信用评级工作时予以负面考虑。《办法》的印发有助于进一步规范地方政府债券信用评级管理，推动地方政府债券市场健康发展。

表 1 2021 年以来地方政府债券相关重要政策概要

发布日期	发布主体	文件/会议名称	政策要点
2021.1.29	财政部	《地方政府债券信用评级管理暂行办法》	地方财政部门选择信用评级机构时，应当合理设定评级费用占全部选择指标的权重，引导信用评级机构合理设定评级费用标准。信用评级机构不得通过恶意价格竞争、评级级别竞争等方式干扰市场秩序。在地方政府债券信用评级工作中严重违反有关监管和自律规定、弄虚作假的信用评级机构，财政部将通报人民银行、发展改革委、证监会等部门，健全守信联合激励和失信联合惩戒机制，推动协同监管
2021.1.14	财政部	《关于进一步做好地方政府债券柜台发行工作的通知》	合理确定地方债柜台发行的品种、期限、频次和规模；及时报送和披露相关信息；择优选取柜台业务承办机构；加强地方债柜台发行宣传；加强协调配合，及时提供数据信息；强化柜台业务开办机构相关职责
2021.3.11	十三届全国人大四次会议	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	完善市场化债券发行机制，稳步扩大债券市场规模，丰富债券品种，发行长期国债和基础设施长期债券。健全农业农村投入保障制度，加大中央财政转移支付、土地出让收入、地方政府债券支持农业农村力度
2021.4.13	国务院	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	健全地方政府债务限额确定机制，一般债务限额与一般公共预算收入相匹配，专项债务限额与政府性基金预算收入及项目收益相匹配。完善专项债券管理机制，专项债券必须用于有一定收益的公益性建设项目，建立健全专项债券项目全生命周期收支平衡机制，实现融资规模与项目收益相平衡，专项债券期限要与项目期限相匹配，专项债券项目对应的政府性基金收入、专项收入应当及时足额缴入国库，保障专项债券到期本息偿付。完善以债务率为主的政府债务风险评估指标体系，建立健全政府债务与项目资产、收益相对应的制度，综合评估政府偿债能力。加强风险评估预警结果应用，有效前移风险防控关口。依法落实到期法定债券偿还责任。健全地方政府债务信息公开及债券信息披露机制，发挥全国统一的地方政府债务信息公开平台作用，全面覆盖债券参与主体和机构，打通地方政府债券管理全链条，促进形成市场化融资自律约束机制
2021.6.7	财政部	《关于 2020 年中央决算的报告》	用好地方政府专项债券，指导地方加强项目储备，适当放宽专项债券发行时间限制，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效

资料来源：联合资信整理

二、2021 年上半年地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

根据 Wind 数据，以发行起始日计算，2021 年上半年，地方政府债券累计发行 655 支，金额合计 33411.44 亿元，相当于 2020 年全年的 51.85%。其中，新增债券 14799.81 亿元，再融资债券 18611.63 亿元。分季度看，2021 年一季度发行金额合

计 8951.10 亿元，仅为上年同期的 55.58%；二季度发行加速，合计发行金额达 24460.34 亿元，较上年同期增长 30.39%。从结构上看，2021 年上半年发行的新增地方政府债券金额合计 14799.81 亿元，仅为 2020 年全年的 32.51%；再融资债券的发行规模已接近 2020 年全年水平。从资金用途看，受今年地方政府债务限额下达较晚以及监管加大对专项债审核影响，2021 年上半年新发行地方政府债券中专项债券占比有所下降。从净额融资额来看，2021 年上半年地方政府债券到期偿还量为 14177.07 亿元，净融资额为 19234.37 亿元，较上年同期下降 32.54%。

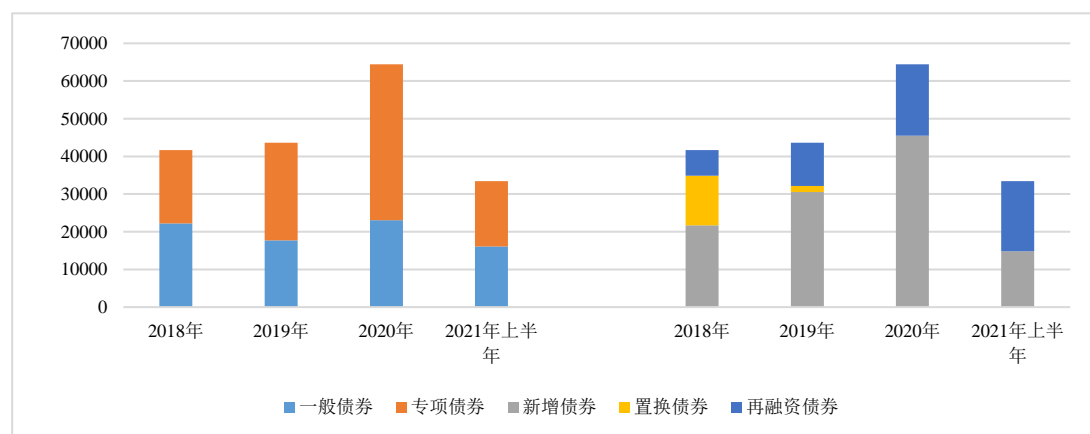
表 2 2015—2020 年及 2021 年上半年全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1848	655
发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	33411.44
其中：一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	16103.25
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	17308.19
其中：新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	14799.81
置换债券	31985.18	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	--	--
再融资债券	--	--	--	6816.79	11484.29	18913.27	18611.63
其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	33411.44
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	1305.84	1352.65
5 年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	4520.62
7 年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	8389.34
10 年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	12499.90
15 年期	--	--	--	152.70	1686.86	10335.87	2235.36
20 年期	--	--	--	352.99	1917.49	7146.08	2563.69
30 年期	--	--	--	20.00	4500.50	12005.73	1733.73

注：1 年及 2 年期地方政府债券发行规模较小，未在上表中列示

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2018—2020 年及 2021 年上半年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 整理

地方政府债券加权发行期限降至**10.40年**。2019年财政部23号文发布以来，财政部不再限制地方政府债券期限比例结构，10年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升，2018—2020年占比分别为17.86%、46.91%和76.64%。2020年11月发布的财政部36号文提出，地方财政部门应当均衡一般债券期限结构：年度新增一般债券平均发行期限应当控制在10年以下（含10年），再融资一般债券期限应当控制在10年以下（含10年）；专项债券期限与项目期限相匹配，再融资专项债券期限原则上与同一项目剩余期限相匹配。受该政策影响，2021年上半年长期债券发行占比和加权发行期限均明显下降，10年期及以上地方政府债券的发行规模占比降至56.96%。2019年—2020年以及2021年上半年，新发行地方政府债券的加权发行期限分别为10.29年、14.65年和10.40年，其中一般债券的加权发行期限分别为12.13年、14.70年和7.94年，专项债券的加权发行期限分别为9.02年、14.62年和12.68年。

专项债券发行进度放缓。从发行节奏看，2018年，地方政府债券的发行主要集中在二、三季度。2019年，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。2020年，地方债发行相对均匀的分布在前三季度，保持了与2019年相近的季度发行节奏。2021年，经国务院批准，财政部下达新增地方政府债务限额42676亿元，其中一般债务限额8000亿元，专项债务限额34676亿元。2021年上半年，新增地方政府债券累计发行14799.81亿元，完成已下达债务限额的34.68%。其中，新增一般债券完成58.21%，新增专项债仅完成29.25%，下半年面临较大的发行压力。

表3 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元、%）

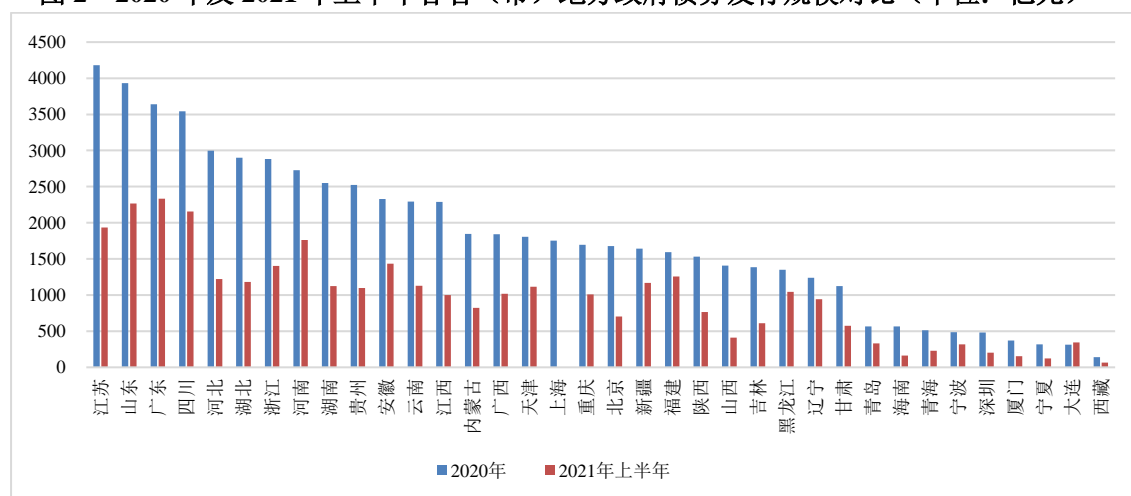
月份	2018年		2019年		2020年		2021年上半年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	0.00	5.27	4179.66	32.20	7850.64	24.99	3623.36
2	285.61		3641.72		4379.22		557.24
3	1909.83		6245.13		3875.23		4770.51
4	3017.88	28.60	2266.76	32.74	2867.60	29.11	7758.22
5	3552.57		3043.22		13024.58		8753.43
6	5343.24		8995.51		2866.78		7948.68

7	7569.54	57.34	5625.17	30.94	2722.38	34.02	--
8	8829.70		5694.69		11997.22		--
9	7485.46		2195.81		7205.44		--
10	2560.31	8.78	964.60	4.13	4429.27	11.87	--
11	459.41		457.89		1383.64		--
12	638.12		379.874		1836.13		--
合计	41651.67	100.00	43690.06	100.00	64438.13	100.00	33411.44

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

各省市发行规模分化明显。从发行区域的分布情况看，2021 年上半年，除上海市未发行政府债券以外，其余全国 30 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，但各省市发行规模分化较为明显。整体看，除福建省、新疆维吾尔自治区（含生产建设兵团）和大连市的发行规模相对排名较 2020 年全年上升较多，其余各省（市、自治区）发行规模的相对排名与 2020 年较为接近，发行规模前三名的地区为广东省、山东省和四川省，大连市发行规模已超过了 2020 年全年，近半数地区累计发行规模超过 2020 年全年的 50% 以上，山西省和海南省发行规模不足 2020 年全年的 30%。从净融资额来看，除上海市净融资额为负以外，其余省（市、自治区）2021 年上半年净融资额均为正，其中超过千亿的区域有山东省（不含青岛市）、四川省、广东省（不含深圳市）、安徽省、河南省和江苏省。

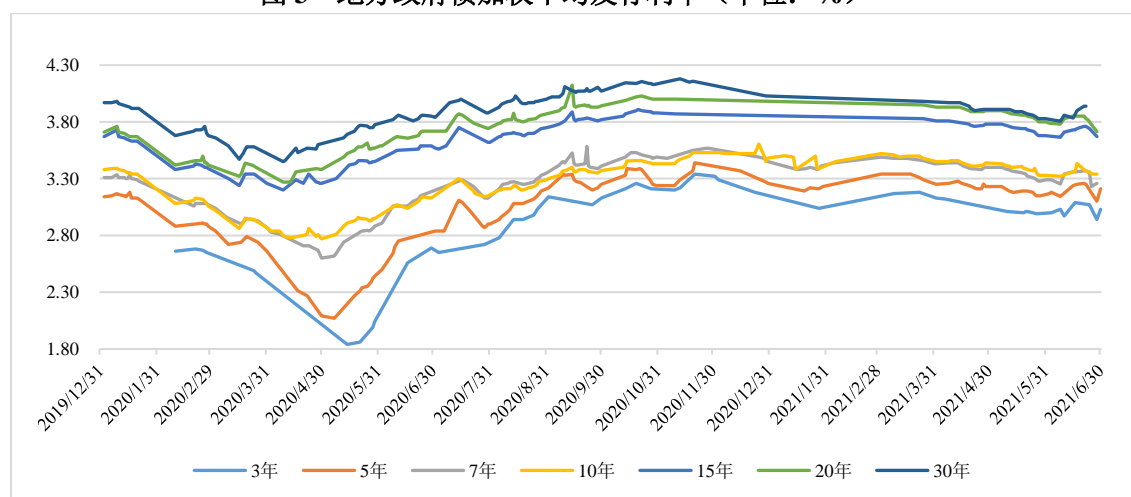
图 2 2020 年及 2021 年上半年各省（市）地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



2.利率与利差分析

发行利率整体呈小幅下降走势，期限利差同比有所收敛。发行利率方面，2021年上半年，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）以及央行票据互换等工具，合理安排工具搭配和操作节奏，维持市场流动性的合理充裕。在宽松适度的货币政策背景下，2021年上半年地方政府债券发行利率整体呈小幅下降走势。一季度，地方政府债发行利率呈先降后升走势（长期限地方政府债券发行利率相对稳定主要系发行较少导致样本少所致），7年和10年期地方政府债的发行利率较为接近。二季度，各期限地方政府债券的发行利率波动均较大，6月底，10年及以下期限地方政府债券发行利率有所回升，15年及20年地方政府债券发行利率有所回落。

图3 地方政府债加权平均发行利率（单位：%）

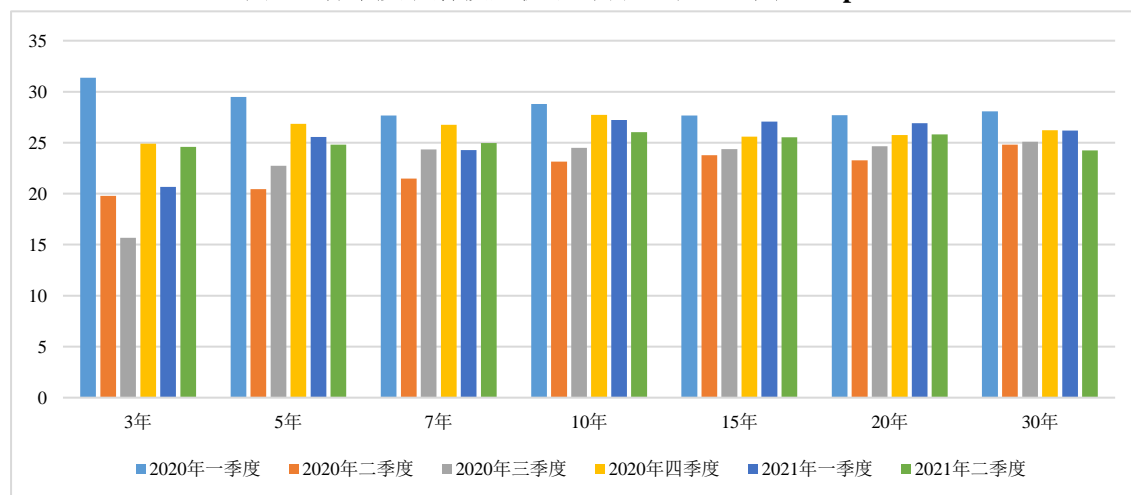


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

发行利差走势有所分化，中长期品种的区域利差有所扩大。发行利差方面，以同期限中债国债到期收益率为基准，2021年一季度，10年及以下期限政府债券加权平均利差环比均有所下降，15年及以上期限政府债券加权平均利差环比有所上升或保持相对稳定；2021年二季度，除3年和7年政府债券外，其他期限政府债券加权平均利差环比均有所下降。分区域看，2020年以来，青海省和内蒙古自治区发行的中长期品种利差显著高于其他区域；一季度，区域分化较上年度明显走阔；二季度，中长期品种的区域利差有所收敛。与2020年相比，有近

一半省（市、自治区）2021 年二季度政府债券发行利差有所下降，其中天津市、重庆市和河北省发行利差降幅均超过 4bp，天津市最高为 7.95bp；黑龙江省、内蒙古自治区、辽宁省、甘肃省和青海省发行利差增幅超过 3bp。

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 整理

表 4 各省（市、自治区）10 年期政府债券加权平均利差对比（单位：bp）

地区	10 年期		
	2020 年	2021 年一季度	2021 年二季度
安徽省	26.66	28.47	26.34
北京	22.56	19.39	25.47
福建省	23.80	22.64	24.35
甘肃省	24.54	--	27.76
广东省	22.19	23.87	24.86
广西壮族自治区	36.60	24.36	--
贵州省	25.53	--	25.48
海南省	22.11	--	24.98
河北省	27.83	--	23.61
河南省	25.79	--	25.13
黑龙江省	21.79	--	27.57
湖北省	25.18	28.15	27.78
湖南省	27.63	34.27	26.27
吉林省	27.80	28.15	28.47
江苏省	24.14	21.60	24.09
江西省	24.98	24.94	22.99
辽宁省	25.51	34.49	29.00

内蒙古自治区	31.31	38.41	35.00
宁夏回族自治区	29.96	--	27.20
青海省	31.86	34.15	35.00
山东省	25.59	23.92	27.83
山西省	27.51	--	25.99
陕西省	24.04	22.90	--
上海	24.82	--	--
四川省	26.28	24.85	22.94
天津	29.44	--	21.49
西藏自治区	26.39	--	27.72
新疆维吾尔自治区	31.52	22.61	28.98
云南省	23.39	--	24.98
浙江省	24.97	--	26.49
重庆	28.37	--	23.79

资料来源：联合资信根据 Wind 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

2021 年上半年，专项债募集资金主要投向结构较 2020 年全年变化不大，仍以基建类项目为主。同时，2021 年上半年已有 387.00 亿元专项债用于支持中小银行发展，发行规模已超过 2020 年全年。2021 年上半年，新增专项债发行速度放缓，其中用于水利环保、收费公路、民生事业、教育医疗、铁路轨道等方向的专项债发行规模不足 2020 年全年发行规模的 30%。2021 年上半年，用于棚户区改造的专项债规模占到当期项目收益类专项债的 17.38%，上年同期无棚改专项债发行。

表 5 专项债主要资金用途及占比（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年上半年	2020 年下半年	2020 年	2021 年上半年
棚改	7174.12	--	3945.31	3945.31	1416.12
土储	6782.75	--	--	-	--
城乡发展	1277.18	2699.12	1019.15	3718.27	1736.69
城市基础设施	1076.10	2566.13	1044.59	3610.72	1466.85
水利环保	752.46	2377.34	846.38	3223.71	347.10
收费公路	1525.51	1354.77	540.90	1895.67	416.43
产业园区	331.49	2145.06	818.59	2963.65	1022.04
民生事业	119.58	2303.59	1206.36	3509.95	760.39
交通基础设施	81.60	1454.98	435.92	1890.90	218.67
教育医疗	355.98	559.52	104.77	664.29	57.19

铁路轨道	333.33	528.25	37.83	566.08	97.50
文旅	86.13	123.30	13.57	136.87	1.30
乡村振兴	107.03	117.43	5.80	123.22	80.05
旧改保障房	98.87	23.22	118.52	141.74	142.39
支持中小银行	--	--	353.00	353.00	387.00
合计	20112.12	16252.70	10490.69	26743.39	8149.73

注：基于数据可得性，未包含全部专项债

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三、地方政府债券未来展望

第一，下半年地方政府债券发行节奏有望加快。受今年下达额度较晚以及监管加强对专项债审核影响，上半年地方政府债发行进程有所放缓。在经济仍然存在稳增长压力的背景下，下半年地方债发行节奏有望加快，在财政部今年适当放宽发行时间限制的情况下，地方政府债的发行或持续至年底。此外，今年财政部下达的 2021 年新增地方政府债务限额低于全国人大批准预算限额，不排除财政部年内分批下达额度的可能。

第二，地方政府债券资金将优先投向“两新一重”以及乡村振兴等项目建设。2021 年政府工作报告明确提出将继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个，提升县城公共服务水平。在加大地方政府债券支持农业农村力度的背景下，乡村振兴项目也有望得到地方政府债券资金的优先支持。

第三，地方政府债务管理将继续加强。2021 年 7 月 1 日，财政部发布《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》，要求财政部门、项目主管部门和项目单位以专项债券支持项目为对象，通过事前绩效评估、绩效目标管理、绩效运行监控、绩效评价管理、评价结果应用等环节，推动提升债券资金配置效率和使用效益。专项债券项目资金绩效实行全生命周期管理，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行“双监控”，并将专项债券项目资金绩效管理结果作为专项债券额度分配的重要测算因素，并与有关管理措施和政策试点等挂钩。此

外，财政部将出台专项债券用途调整工作指引，进一步细化明确调整的程序、范围和时限。上述举措有利于提高政府专项债券资金使用效益，有效防范政府债务风险。

第四，地方政府债券发行定价将更加市场化。2018年8月，财政部对地方债发行利率进行指导，要求地方债承销商投标利率较相同期限国债利率前五日均值至少上浮40bp；2019年1月，财政部将投标区间下调为上浮25bp。2020年11月，财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。2021年以来多地提升地方债发行市场化水平，在广东省6月8日发行的多期地方政府债券中，5年期、7年期地方债中标利率高于同期限国债利率前五日均值15bp。未来地方政府债券发行定价将更加市场化，一、二级市场联动将加强，资质较好区域地方政府的融资成本有望降低。