

作者：简尚波  
邮箱：research@fecr.com.cn

## 地方债提前开闸，发力基建补短板

### ——2019年1至2月地方债运行情况

#### 摘要

2019年1至2月，在全国人大授权国务院提前下达新增限额计划推动下，地方债较往年提前大幅放量发行，受到市场热捧，在信用债频繁爆雷、违约事件不断累积的形势下，展现出地方债投资者追求稳健审慎的投资风险偏好特点。受资金面变化等影响，2019年1至2月，地方债一级、二级市场利率均呈现从下探到企稳回升的转变。地方债利差走势则受市场供不应求和财政部“窗口指导”等影响而呈梯度下移，市场热度随之有所降温。

2019年1至2月，地方债二级市场交易保持活跃态势，新增地方债在此期间交易活跃度强于往年存量债在此期间的交易表现，尤其部分券种换手频繁，客观有利于提升一级市场吸引力。应对2018年以来基建投资增速下滑，固定资产投资对GDP拉动疲软，以及整个国民经济稳增长等现实压力，2018年三季度地方债大幅放量和2019年初以来提前放量，持续凸显地方债在补短板、稳增长、惠民生方面的积极作用。由于基建短板、稳增长压力、公共服务资源配置不均等现象仍然存在，大批募集资金用于基础设施项目建设的“地方债”有望陆续上市。而在信用债违约形势依然不容乐观等现实环境下，整体偿债风险较低的地方债仍将具有较强的市场吸引力。

#### 相关研究报告：

1. 《2018年上半年地方债运行透视》，2018.08.22
2. 《现阶段调降地方债风险权重的影响及合理性》，2018.08.28
3. 《2018年度地方债运行分析》，2019.02.20

进入2019年以来，地方债提前放量受到了市场热捧。受货币市场资金面变化以及债券市场违约形势等影响，地方债一、二级市场利率均呈现从下探向企稳回升转变，利差走势受市场和政策影响而呈阶段下移，市场随之做出反应，如表现为一级市场认购倍数下降等。此外，地方债交易保持活跃，地方债期限品种创新再度突破，地方债的密集发行在加快基建补短板等方面继续发挥重要作用。

## 一、地方债密集发行，市场需求旺盛

受到国务院较往年提前下达2019年度第一批次的地方政府新增债务限额13900亿元（含一般债5800亿元、专项债8100亿元）等因素影响，2019年1月下旬以来，地方政府债券密集发行。从1月21日首单发行截至2月末，地方债累计发行177只，累计发行额7821.38亿元，全部以公开方式发行，平均每个工作日发行超过6只，发行额300.82亿元。其中，一般债券发行69只、4560.15亿元，占提前下达新增一般债限额计划的78.62%；专项债券发行108只、3261.23亿元，占提前下达新增专项债限额计划的40.26%，表明一般债券发行进度相对较快。

图1显示，从2016-2018各年一季度发行进度来看，1、2月各地方政府多处于观望阶段，而在3月份全国两会批准国务院下达当年度地方债新增限额后，全国地方政府明显提速发行进度，3月份发行额明显增多。而2019年1-2月，地方债累计发行额（7821.38亿元）已经超过2017年一季度和2018年一季度发行额总和（6940.49亿元）。

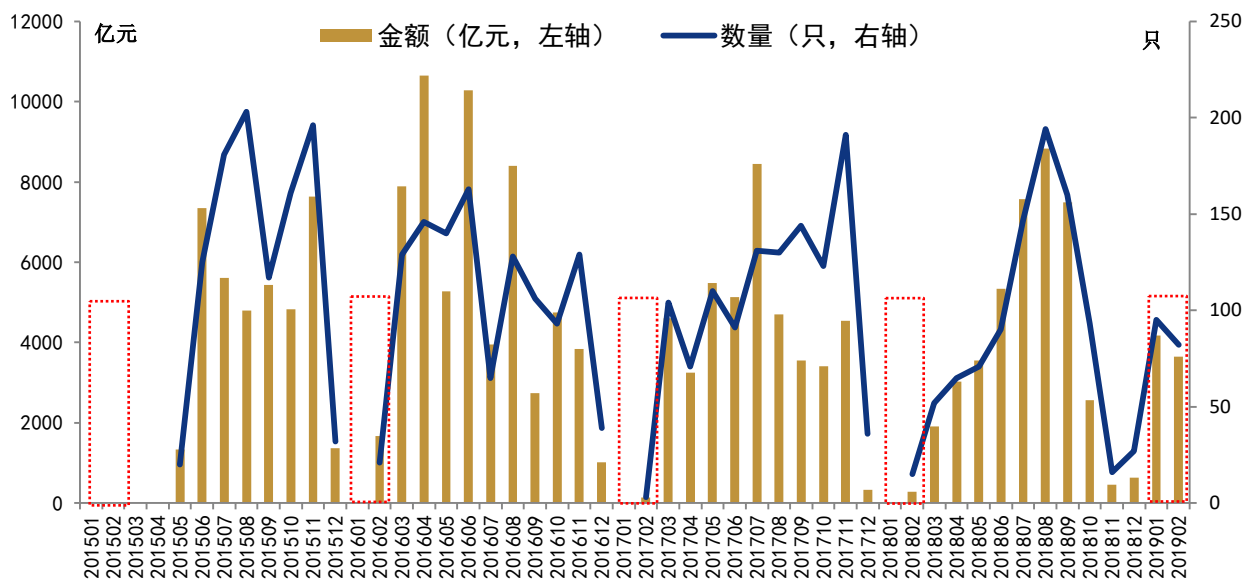
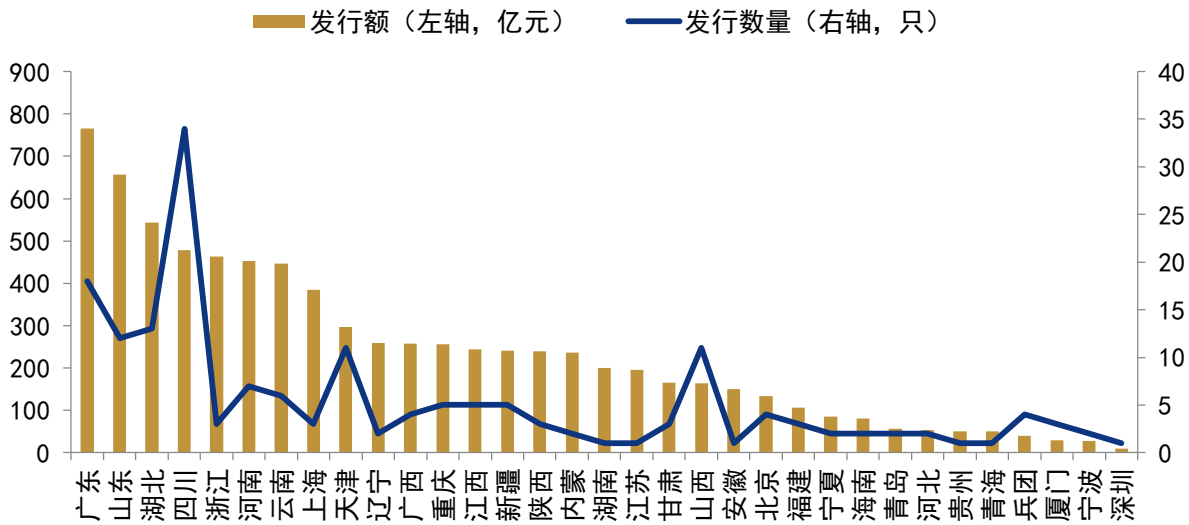


图1：2015年至今地方债各月发行进度

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从地方债发行的区域分布看，2019年1至2月，各地发行进度快慢不均，发行规模高低分化：或受天气因素等影响，黑龙江、吉林、大连以及西藏等地暂未发债；广东、山东、湖北、四川、浙江等省发债规模较大，其中，四川省累计发行34只地方债，以发行规模在亿元级及以下的项目收益专项债为主；青岛、河北、贵州、青海、宁波、深圳等地发行额和发行只数均相对较少。往年发行总规模稳居前列的江苏、贵州等地发债规模暂不靠前。


**图2：2019年1-2月各地方政府债发行情况**

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从地方债发行的品种创新来看，全国首单含权地方债——2019年广东省土地储备专项债券（二期）于2月20日发行20亿元，期限为3+2年，附第3年末发行人全额赎回选择权，发行利率3.14%，认购倍数33.5倍，募集资金用于珠海市西部片区土地收储项目，支持粤港澳大湾区建设。与不含权地方债比较而言，含权地方债有利于提高发行人偿还债券本金灵活性，防范因债权与债务期限错配等造成流动性风险。

为了便于展开对比分析，以下将2019年1-2月简称为“考察期”，将2019年2月28日简称为“考察日”。Wind数据和媒体相关报道表明，考察期内地方债的发行受到市场热捧。177只债券有56只的认购倍数达2.85-60.13倍不等，平均26.1倍。而考察期内发行的20只国债，认购倍数位于1.82-4.44倍区间，平均2.94倍；同期发行的40只国开债，认购倍数位于1.95-4.44倍区间，平均3.03倍，表明近期地方债市场供不应求程度远远超过其他利率债。尤其19陕西债01、19河北债02、19河北债01、19河南债01等16只债券认购倍数达到40倍以上。上述56只获得高认购倍数的地方债，认购倍数与发行利率、利差相关系数分别为0.15、0.38。

**表1：考察期发行的认购倍数超40倍地方债一览**

债券简称	超额认购倍数	发行利率 (%)	发行利差 (BP)	发行额 (亿元)	发行期限 (年)	专项债券类型	收盘到期收益率 (%)
19 陕西债 01	60.13	3.38	26.49	35.00	10	一般债	3.38
19 河北债 02	52.74	3.51	37.02	23.15	10	普通专项债	3.51
19 河北债 01	51.82	3.47	39.62	30.00	7	公路债	3.40
19 河南债 01	48.61	3.13	40.75	165.00	3	一般债	2.99
19 河南债 02	48.00	3.33	38.63	139.00	5	棚改债	3.29
19 河南债 04	47.97	3.33	38.63	113.34	5	土储债	3.44
19 河南债 07	46.00	3.79	38.63	13.00	15	轨交专项债	3.74
19 河南债 03	45.96	3.13	40.75	9.40	3	土储债	3.02
19 山东债 02	44.97	3.11	37.61	17.74	3	土储债	3.01

债券简称	超额认购倍数	发行利率 (%)	发行利差 (BP)	发行额 (亿元)	发行期限 (年)	专项债券类型	收盘到期收益率 (%)
19 山东债 01	44.56	3.33	40.32	39.51	5	棚改债	3.31
19 山东债 04	43.96	3.5	36.62	8.23	10	普通专项债	3.50
19 山东债 05	43.75	3.5	36.62	104.59	10	一般债	3.55
19 河南债 06	43.60	3.33	38.63	11.39	5	医疗专项债	3.30
19 山东债 03	43.31	3.5	36.62	75.11	10	普通专项债	3.56
19 甘肃债 02	41.07	3.38	26.49	20.00	10	公路债	3.38
19 河南债 05	40.7600	3.13	40.75	2.11	3	医疗债	3.02

注：地方债发行利差系指地方债发行利率减同日同期限国债到期收益率，收盘到期收益率统计的收盘日为2019年2月28日。

资料来源：Wind，远东资信整理

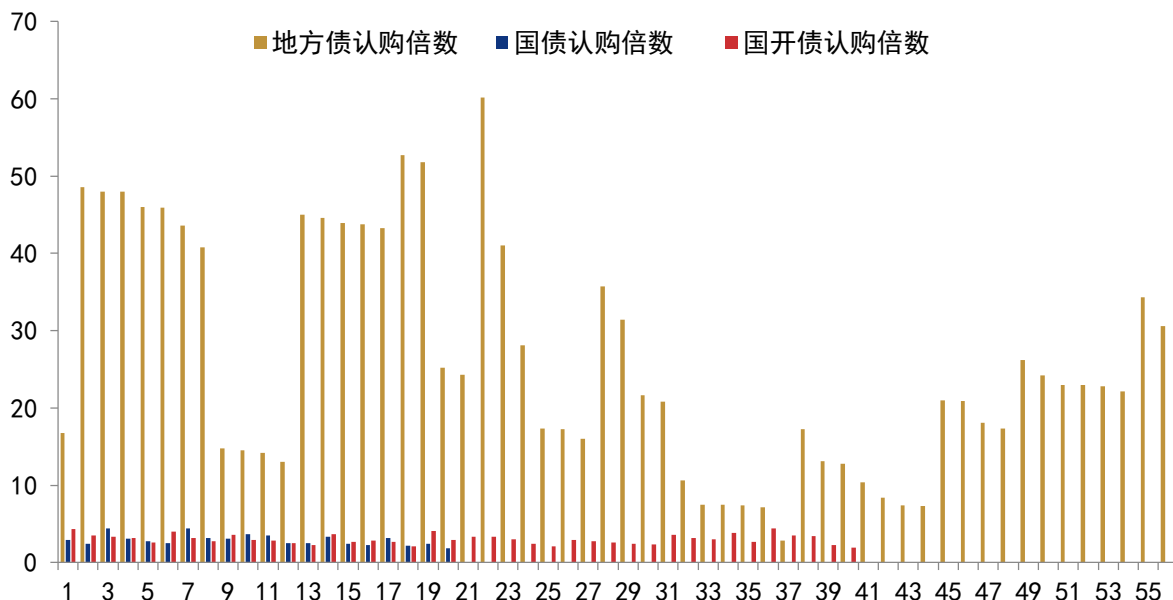


图3：考察期内发行的各类利率债个券认购倍数分布情况

注：横坐标数字反映各类债券个券发行时间先后顺序（除同日发行多只债券外），对于同日该类债券发行多只个券的，按债券代码升序排列。

资料来源：Wind，远东资信整理

由于地方债以商业银行等金融机构为投资者主力军，在信用债违约形势严峻局面下，近期地方债发行火爆局面，体现出商业银行等机构投资者投资偏好稳健审慎的特点。2018年以来，我国债券市场违约趋于严峻，其中2018年度违约事件数量、金额创历史新高，尤其私募债、中期票据等成为主要违约券种，城投债也打破刚兑信仰而暴出违约案例。2019年初以来，信用债违约形势依然不乐观，截至2月底已累计发生违约事件22起。尽管从二级市场来看，如图4显示，考察期内的5年期AAA级的企业债、城投债、公司债、中期票据较同期AAA级地方债利差平均分别多出62.67BP、68.89BP、60.74BP、63.01BP，但这并未对地方债市场供不应求的局面造成明显影响。此

外，图4显示，考察期内的5年期国开债较5年期AAA级地方债二级市场平均利差多出14.24BP；图3则显示，国开债市场供不应求程度弱于地方债。

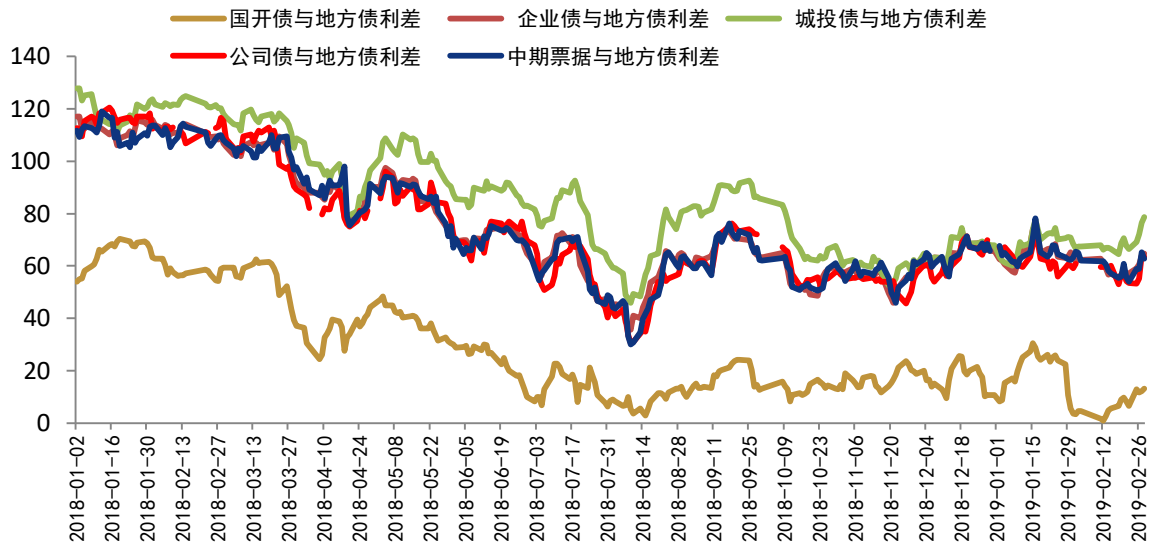


图4：5年期AAA地方债与同期国开债、AAA级各类信用债的利差比较

注：此为二级市场利差，系由图中除地方债之外的5年期国开债，以及5年期AAA级企业债等各类信用债收盘到期收益率分别减同日5年期AAA地方债收盘到期收益率得出。

资料来源：Wind，远东资信整理

## 二、利率下行后企稳回升、利差显著下移，市场需求有所降温

一是从地方债交易与发行市场利率走势来看。2019年1月，受惠于央行定向降准、推出TMLF等政策推动，银行间市场流动性保持合理充裕，货币市场利率较上年末下降，整体债市收益率维持下行（参见图5）。2019年2月以来，由于资金面偏紧等因素，整个债市收益率呈现企稳回升（参见图5）。图5同时表明，2019年1至2月，地方债二级市场收益率走势与整体债市走势保持同步，即呈现从下探到企稳回升的变化。图6则显示，2019年1月下旬至2月下旬，各期限地方债一级市场利率（即发行票面利率）也大致呈现从下探到企稳回升态势。

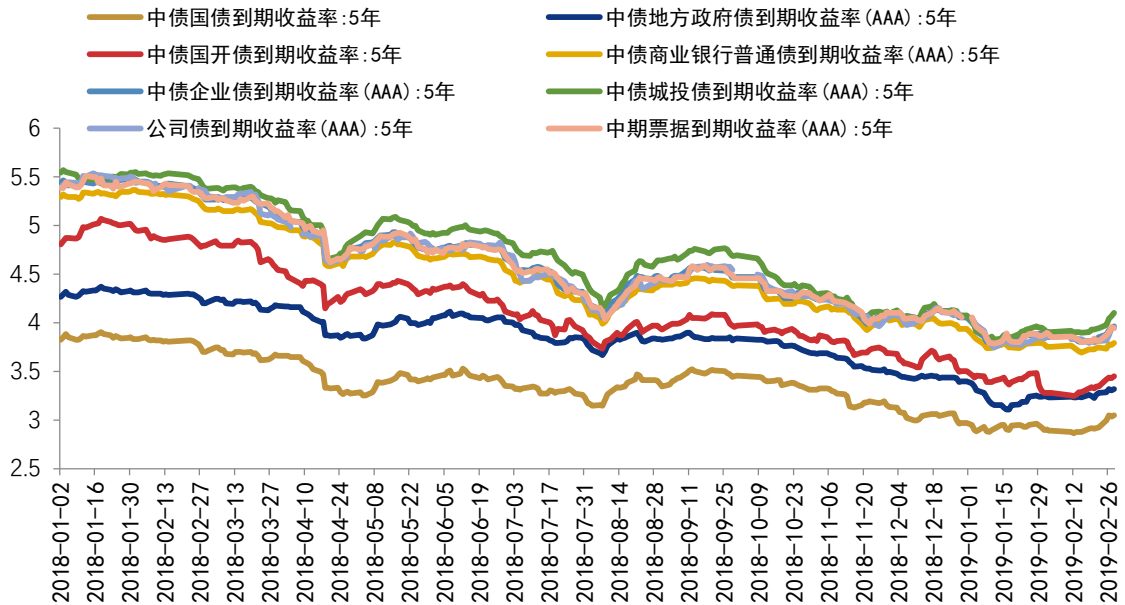


图5：近期各类债券到期收益率波动情况

资料来源：Wind，远东资信整理

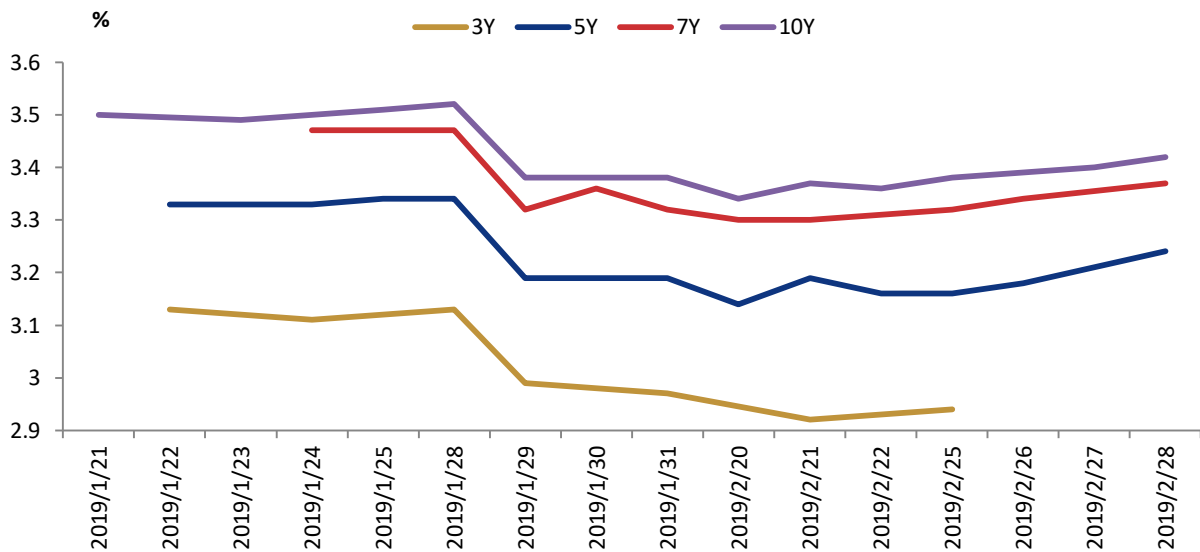


图6：从近期主要期限品种个券发行利率变化看地方债发行利率走势

注：同日发行多只同期限地方债的，按发行额加权算平均发行利率；该日发行1只的，其发行利率即当日地方债发行利率。

资料来源：Wind，远东资信整理

二是从地方债发行利差走势来看。2019年1月下旬启动发行以来，地方债利差以1月29日为转折点，大致呈现前高后低变化。具体情况如下：受媒体报道的2019年1月29日财政部“窗口指导”地方债发行利差下调至较基准

利率上浮25BP<sup>1</sup>等影响，图7显示，1月29日以来，地方债发行利差下限从约40BP左右明显回落至25BP乃至20BP左右，2月26日发行的19广西债04、19重庆01、19重庆04等3只5年期地方债利差更是低至15BP以下，表明1月29日以来发行的地方债利差明显受到了财政部“窗口指导”等政策影响。具体以考察期发行的10年期地方债为例，1月21日-28日发行的11只地方债，按发行额加权利差为37.57BP；1月29日至2月28日发行的55只地方债，按发行额加权利差23.87BP，较前者下降13.7BP。

结合各方面因素来看，下调地方债发行利差下限有着几方面原因兼意义：一是相对节省地方债融资成本，提高地方政府发债积极性，促进地方债加快发行进度；二是缓和市场供需矛盾，通过调低利差，以缓解市场供不应求的紧张局面；三是更加有利于市场进行合理有效的风险定价。从上述56只地方债样本券发行市场表现来看，1月29日下调利差后，地方债认购倍数分布特征（参见图3）表现为，认购倍数低于20倍的地方债占比显著增长，同时平均认购倍数显著下降<sup>2</sup>，表明市场需求热度在地方债利差走势下移后有所降温。

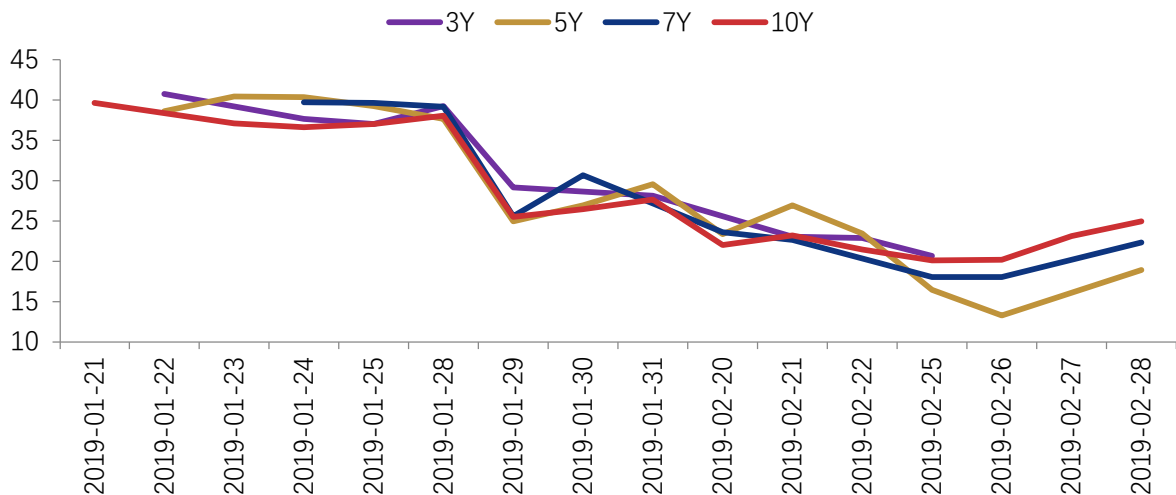


图7：从考察期发行的个券利差分布看地方债利差变化 (BP)

资料来源：Wind，远东资信整理

### 三、交易市场维持活跃，促进一、二级市场良性互动

从截至考察日（2019年2月28日）的存量地方债的交易来看，截至考察日，我国存量地方债有4222只，余额18.76万亿元。其中788只在考察期（2019年1月1日至2月28日）存在交易，存在交易的地方债数量占比达18.66%，总成交额1.49万亿元。上述4222只存量地方债在考察期内平均换手率为7.93%，其中有交易的788只债券平均换手率为28.49%。

从考察期内的增量地方债交易情况来看，所发行的177只债券有110只存在交易，占比达62.15%。这110只债券，考察期内成交额2643.98亿元，期末债券余额4952.48亿元，平均换手率53.39%。其余67只债券尚未发生

<sup>1</sup> 之前有媒体报道，2018年8月15日财政部提出地方债发行利差较前五日平均基准利率上浮40BP，此次是在此基础上进行的调整。参见：“窗口指导”地方债发行利差下调至+25BP，21世纪经济报道，2019-01-29；外媒：中国财政部要求地方债投标利率较国债均值至少上浮40bp，凤凰网财经频道，2018-08-15。

<sup>2</sup> 56只地方债样本中，1月21日至28日发行19只，平均认购倍数37.85倍，20倍以下样本占比为26.32%；1月29日至2月28日发行37只，平均认购倍数20.06倍，20倍以下样本占比为48.65%。

交易。考察期内，这 177 只新增地方债的总平均换手率达到 33.8%，高于 2018 年度全部地方债现券 24.07% 的换手率水平，也高于截至考察日全部存量地方债在考察期内的换手率水平（7.93%）。以上统计表明，2019 年 1-2 月，新增地方债的交易活跃度明显强于全部存量地方债（含 2019 年 1-2 月新增）平均水平，地方债二级市场流动性进一步改善。尤其“19 四川 02、19 山东债 01、19 河南债 04”等 16 只个券交易表现活跃，换手率在 100% 以上，这批债券有记录的认购倍数普遍超过 40 倍。下表 2 是考察期内新发行的地方债之中交易较活跃券的具体成交情况。随着地方债二级市场流动性的逐步加强，地方债一级市场吸引力也将得以提升，有利于形成地方债一、二级市场良性互动格局。

**表2：考察期内新增地方债中的成交活跃券一览**

债券简称	发行利率 (%)	发行利差	发行额 (亿元)	发行期限 (年)	债券类型	考察期成交金额 (亿元)	换手率	超额认购倍数
19 四川 02	3.38	25.54	80.00	10	一般债	239.28	299.10%	
19 山东债 01	3.33	40.32	39.51	5	棚改债	86.28	218.37%	44.56
19 河南债 04	3.33	38.63	113.34	5	土储债	189.60	167.28%	47.97
19 河南债 01	3.13	40.75	165.00	3	一般债	232.48	140.90%	48.61
19 河南债 02	3.33	38.63	139.00	5	棚改债	189.11	136.05%	48
19 河南债 03	3.13	40.75	9.40	3	土储债	12.39	131.80%	45.96
19 山东债 05	3.5	36.62	104.59	10	一般债	130.65	124.92%	43.75
19 兵团债 04	3.49	37.10	10.00	10	土储债	12.43	124.25%	14.5
19 福建 02	3.47	39.69	32.10	7	一般债	38.09	118.67%	
19 福建 03	3.5	36.62	32.10	10	一般债	37.95	118.23%	
19 河南债 07	3.79	38.63	13.00	15	轨交债	15.32	117.81%	46
19 福建 01	3.33	40.32	42.80	5	一般债	49.82	116.39%	
19 天津 08	3.12	37.03	5.00	3	土储债	5.41	108.14%	
19 山东债 03	3.5	36.62	75.11	10	普通专项债	79.39	105.69%	43.31
19 山东债 02	3.11	37.61	17.74	3	土储债	18.56	104.63%	44.97
19 河南债 06	3.33	38.63	11.39	5	医疗专项债	11.81	103.65%	43.6

资料来源：Wind，远东资信整理

#### 四、大规模地方债放量助力基建补短板

2018 年一季度以来，中国经济增速逐季下滑<sup>3</sup>，全年 GDP 同比增长 6.6%，为 1991 年以来最低增速，国民经济稳增长压力明显。从 2018 年 GDP 增长动力来看，除贸易顺差（净出口额）收窄拖累 GDP 增长之外，投资形成额对增长拉动作用减弱也成为 GDP 增速放缓的一大重要原因<sup>4</sup>。受宏观经济形势以及财库〔2018〕72 号文、国办

<sup>3</sup> 2018 年一季度，我国 GDP 同比增长 6.8%，二季度增长 6.7%，三季度增长 6.5%，四季度增长 6.4%。

<sup>4</sup> 从具体情况来看，2018 年一季度、上半年、前三季度固定资产投资（不含农户）分别同比增长 7.5%、6%、5.4%。而固定资产投资增



发〔2018〕101文等政策影响，无论2018年三季度地方债的井喷增长，还是2019年1-2月地方债提前放量发行，都共同承载着补短板、稳增长、惠民生等重任，大批债券募集资金用于公路、水利、能源、农业农村，生态环保，社会民生等重大基建领域建设，相应带动了收费公路、土储、棚改、生态环保、水务、医疗、教育等各类项目收益专项债券上市，促进了地方政府专项债从相对单一的专项债向普通专项债与项目收益专项债并存的分类改革发展。

在近期地方债密集发行、国家发改委密集批复重大基建项目等的推进下，国新办最新数据显示，2018年全年固定资产投资增速5.9%，基础设施建设3.8%，扭转了放缓趋势，实现了企稳回升。展望2019年，由于基建短板、稳增长压力、公共服务资源配置不均等现象仍然存在，大批募集资金用于基础设施项目建设的地方债有望陆续上市。而在信用债违约形势依然不容乐观等现实环境下，整体偿债风险较低<sup>5</sup>的地方债仍将具备较强的投资者吸引力。

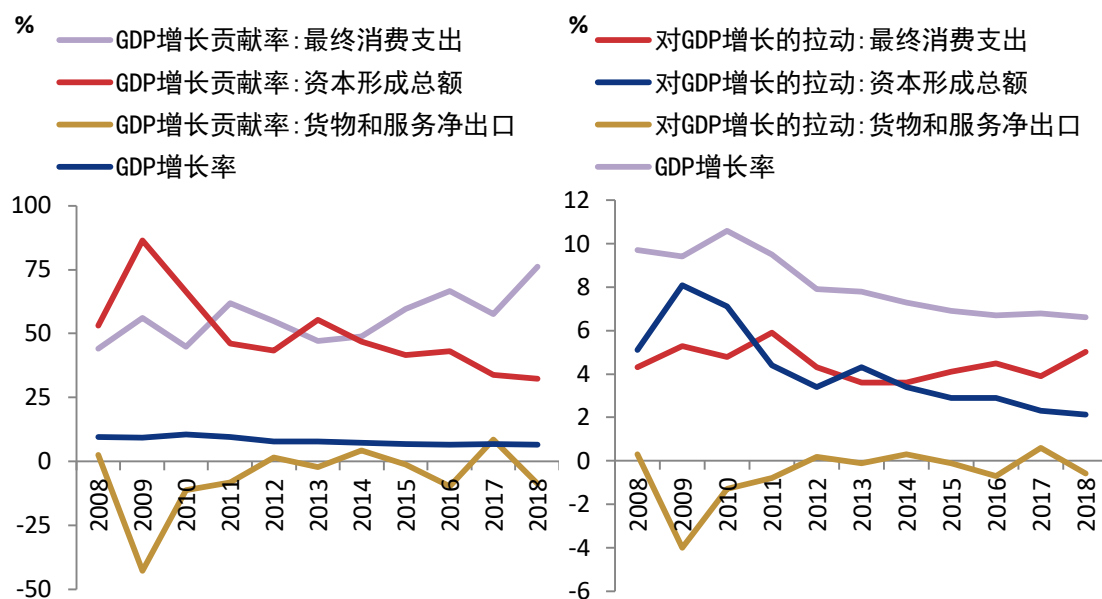


图8：近年三大支出对GDP增长的拉动作用比较

资料来源：Wind，远东资信整理

速放缓的一大主要原因在于，受PPP项目大清理等影响，2018年初以来包括环保、交通运输等基建投资放缓，从而拉低固定资产投资以及整个国民经济经济增速，参见图8。而与2018年前三季度基建投资放缓相对应的是，2018年前三季度，基建投资资金来源之一的地方债发行进度也较往年同期放缓（详见：简尚波，2018年度地方债运行分析，远东资信官方网站或微信公众号，2018-8-22）。应对环境形势变化，财政部《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72号）、《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发〔2018〕101文）等相继发布，上述101号文提出了脱贫攻坚，铁路，公路、水运，机场，水利，能源，农业农村，生态环保，社会民生等九大基础设施领域补短板重点任务。

<sup>5</sup>参见：简尚波，2018年度地方债运行分析，远东资信官方网站或微信公众号，2018-8-22。

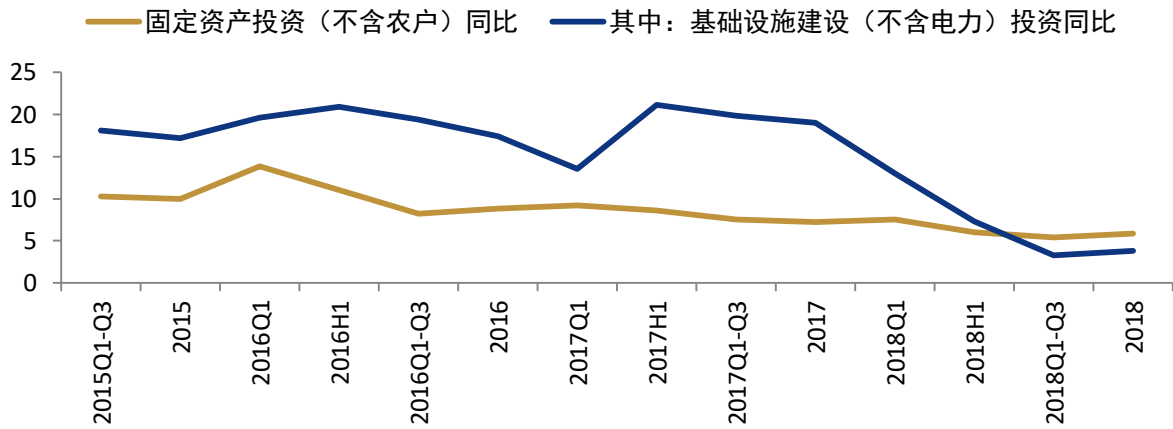


图9：近期固定资产投资、基建投资增速变化统计

资料来源：中国政府网、国家统计局网站等官方网站资料，远东资信整理

### 【作者简介】

简尚波，上海财经大学经济学硕士，研究部高级研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-53945367 010-53945366

#### 上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室  
电话：021-61428088 021-61428115

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。