

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

2018年度地方债运行情况分析

摘要

2018年，我国地方债发行规模跌至近三年以来最低点，发行节奏明显前低后高，其中上半年发行量仅占全年约1/3，第三季度呈现井喷，占全年发行量近六成。地方债存量占债市比重稳步提升，市场地位不断巩固。伴随置换债券发行持续推进，债券形式债务余额占地方政府存量债务余额比重已近100%。这一年，地方债发行品种呈现新特点，大批项目收益专项债涌现，一批超长期品种上市。结合当前环境形势来看，下半年专项债规模激增与结构多元化发展，凸显“稳增长、惠民生、促转型”等多元化意义。从成交情况来看，地方债交易活跃度较往年明显提升，但各地区交易量差异明显，主要与发行量差异等有关。从地方债整体运行风险来看，新增债务以及年末债务余额均在限额范围之内，而且地方政府综合财力增长平稳，对到期地方债的偿还有充足保障，并能覆盖全部债务余额。

展望2019年，在宏观经济环境形势和积极财政政策推动下，地方债仍将保持较大发行规模，为稳增长等“六稳”发挥积极作用。随着新增地方债限额的提前下达，全年地方债发行进度分布将趋于均衡、合理。与此同时，在宏观经济稳增长压力以及大规模减税降费等政策环境下，地方债的偿债能力将经受新的考验。而随着地方债务信息公开、地方债评级业务自律规范等制度推进，地方债信用评级市场运行将有所改善，有利于提升地方债评级质量，净化地方债融资环境。

相关研究报告：

1. 《2018年上半年地方债运行透视》，2018.08.22
2. 《我国地方债运行态势研究》，2017.07.05

2018年是近年我国地方债发行节奏跌宕最明显的一年，也是近年地方债产品创新成果最为丰硕的一年，尤其专项收益债表现耀眼，规模增长、结构优化均有显著表现，承载着多方面的发展意义。此外，地方债在二级市场活跃度方面也取得新进展，明显较往年活跃。

一、发行规模创近三年最低，存量规模占债市地位稳步提升

2018年，全国发行地方债合计930只，发行额合计41651.67亿元。其中，一般债券22,188.56亿元，占比为53.27%；专项债券19,463.12亿元，占比为46.73%，专项债发行额占比较2017年微增0.93个百分点。全年地方债发行数量、金额分别同比减少204只、1929.27亿元，分别减少17.99%、4.43%，为最近三年以来发行规模最低点。与此同时，地方债发行额占债市发行总额比重从2015年的16.55%逐年递减，降至2018年的9.52%；发行只数占债市比重从2015年的6.68%降至2018年的2.37%。

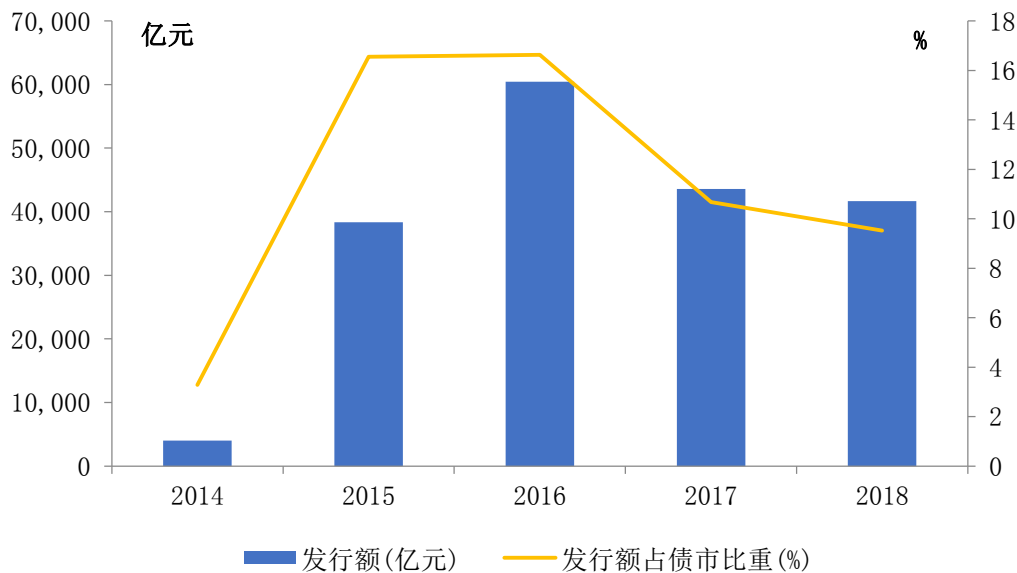


图1：近年地方债发行额及其占债市比重变化

数据来源：WIND，远东资信整理

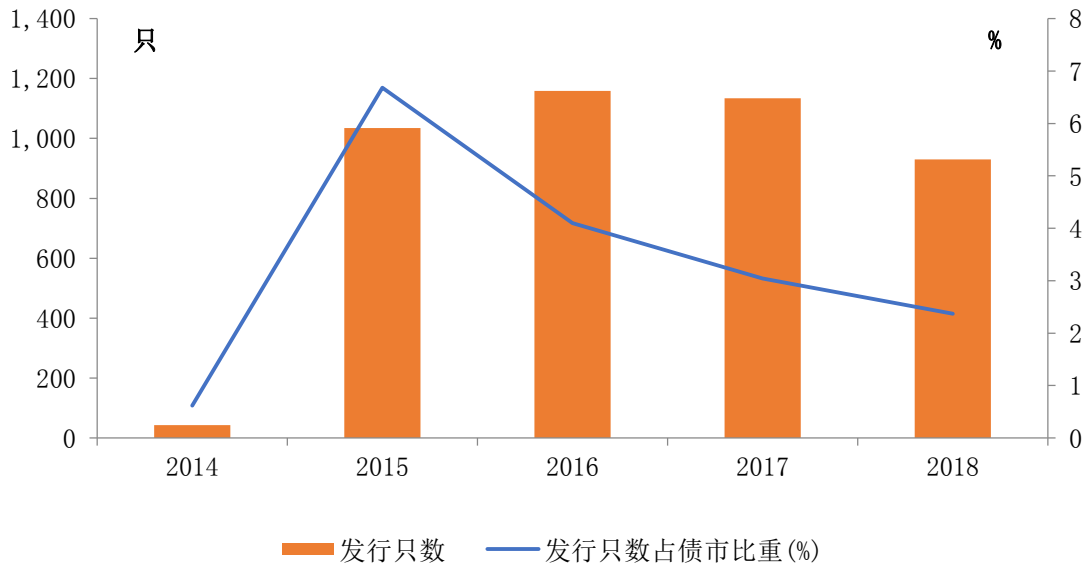


图2：近年地方债发行只数及其占债市比重变化

数据来源：WIND，远东资信整理

从这930只地方债发行规模的区域分布来看，梯度分布特征极为明显，其中，江苏、广东、四川、安徽、山东、贵州、河北等省发行规模较高，江苏省发行额多年以来稳居第一，2018年累计发行2681.9亿元。

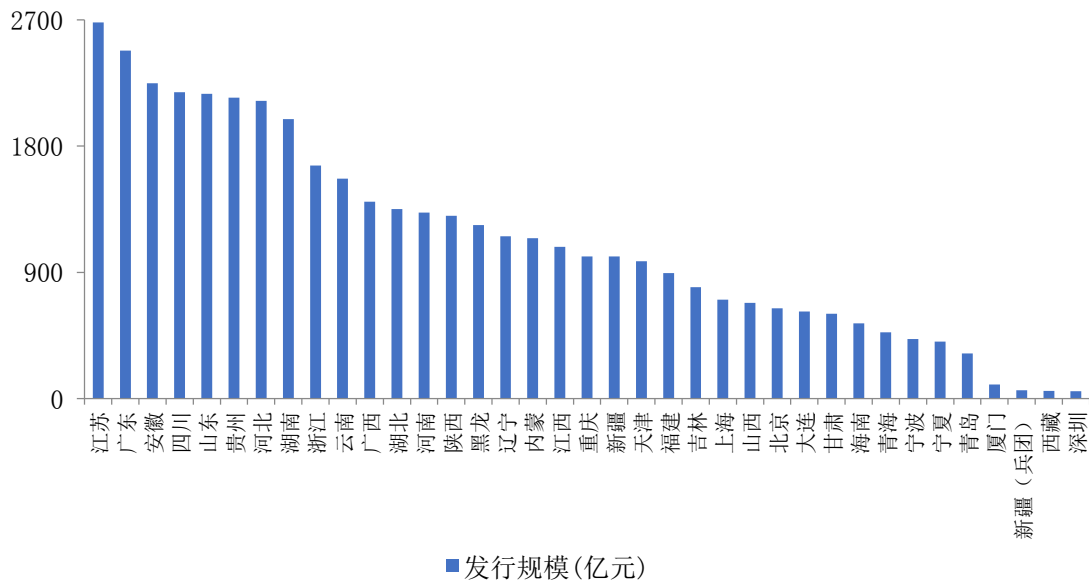


图3：2018年度各地区发行地方债规模统计

数据来源：WIND，远东资信整理

地方债发行额增速持续下降的同时，由于地方债期限结构以3、5、7、10年期产品为主，我国地方债存量规模维持快速增长，占整个债市存量比重从2014年末的3.27%上升至2018年末的21.09%，鲜明反映了地方债成为近年以来全国存量债券市场中发展最快的券种之一。从存量规模来看，我国地方债成为仅次于金融债的全国第二大债券类型。

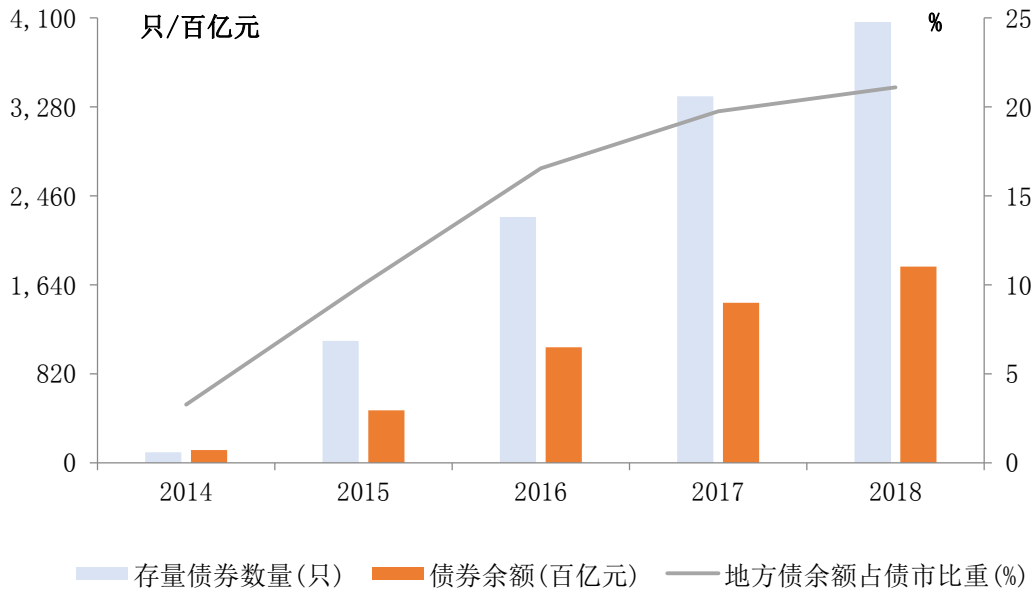


图4：近年地方债存量及其占债市比重变化

数据来源：WIND，远东资信整理

从发行进度来看，2018年是最近三年以来地方债度发行进度高低不均最显著的一年。受地方新增债券发行安排尚未下达，地方政府观望政策以及地方债置换已跨越“高峰期”等影响，2018年一季度地方债发行节奏缓慢，发行额2195.44亿元，占全年比重为5.27%，发行规模、比重均创下近三年以来最低水平。2018年上半年，地方债发行量14109.13亿元，占全年比重为33.87%，主要是专项债券发行进展缓慢，上半年发行额3673.28亿元（含新增、置换等类型），仅相当于2018年新增专项债限额13500亿元的27.21%¹。

面对中美贸易摩擦等背景下我国经济承受稳增长压力的复杂形势，在中央关于“稳投资”等“六稳”工作方针指引下，以及财政部《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》等政策直接推动下，加之2018年上半年地方债发行进度偏低等因素的影响，2018年第三季度地方债发行额剧增，累计发行23806.99亿元（其中专项债发行额

¹ 2018年上半年发行的3673.28亿元专项债包括新增、置换、再融资等类型，其中实际新增专项债占中央下达的新增专项债限额比重还不足27.21%。

13964.61亿元)，相当于上半年发行总额的1.69倍，创下2014年8月我国地方债启动全面自发自还以来，单季度发行量第二大规模，仅次于2016年第二季度26200.76亿元的水平。

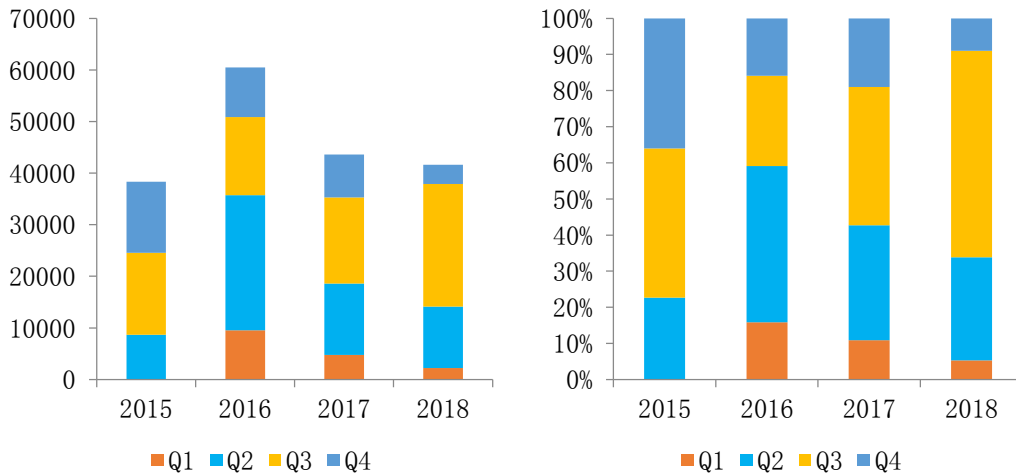


图5：近年地方债发行进度对比（单位：亿元，%）

数据来源：WIND，远东资信整理。注：左图为堆积柱形图，反映各季实际发行额；右图为百分比堆积柱形图，仅反映各季发行占比

二、各地方政府债发行利差存在明显差异

2018年度发行的这930只地方债，按发行额加权的平均发行利率（以下平均发行利率均按发行额加权）为3.89%，平均发行期限为6.12年。受发行方式影响，定向发行的145只地方债平均发行利率4.11%，较公开发行的485只地方债平均发行利率3.87%高出24.12BP。剔除发行方式差异来看，单纯考察公募地方债而言，3、5、7、10、15年期（剔除样本较少的1、2、20、30年期）公募地方债的平均发行利率分别为3.66%、3.83%、4.00%、4.00%、4.31%，表明地方债发行利率受到期限利差因素影响。

从2018年度中债地方债到期收益率曲线来看，主要期限品种的到期收益率曲线基本呈现下移态势，而地方债利差曲线则以2018年中为拐点，呈现先升后降的倒V型态势。其中，地方债到期收益率曲线下移明显受到了2018年央行逐步强化“宽货币、宽信用”等政策从而资金面有所宽松的影响。利差曲线从走阔到收窄的变化，则受到了有关媒体于2018年8月报道的“财政部要求地方债承销商投标利率较相同期限国债前五日均值至少上浮40个基点”等的影响，统计显示2018年9月以来截至年末，各期限的地方债利差大致集中于40BP上下波动。

而地方债利差收窄对于2018年三季度地方债的大幅放量起到了支持作用，一方面指导性定价增强了地方债对投资者吸引力，一方面利差收窄增强了各地方政府的发债意愿。

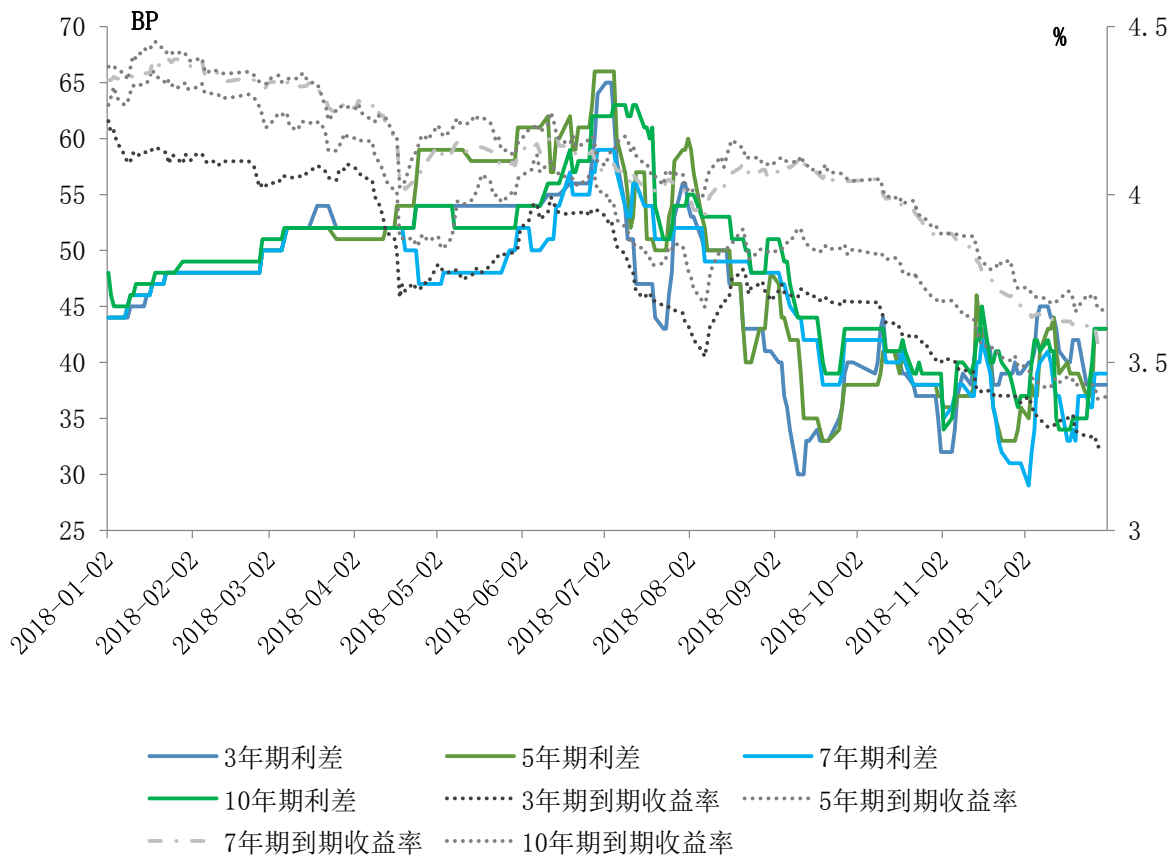


图6：2018年度各年期地方债到期收益率曲线与利差曲线

数据来源：WIND，远东资信整理

具体从各地方债的发行利差情况来看，由于发行规模相对其他期限品种较大，我们以36家地方政府2018年度公开发行的321只5年期地方债（简称“5年期债”）按发行额加权统计平均发行利差为例。其中，山西、宁波、上海、广东、青岛、甘肃、厦门、深圳、北京、宁夏的发行利差较低，居于21.12BP-33.81BP的利差区间，平均29.23BP，明显以东部发达地区的地方政府为主；贵州、内蒙、天津、吉林、河北、黑龙江、大连、青海、安徽、辽宁的发行利差较高，居于46.76BP-54.42BP的利差区间，平均49.76BP。从个券来看，这321只5年期债的总平均发行利差42.03BP，最大相差80.28BP，标准差为16.12BP，但这321只5年期债都获得了AAA评级结果。

表1：各地发行的各年期地方债发行利差比较（BP）

发行期限	3年期		5年期		7年期		10年期	
全样本数	33个		37个		34个		32个	
全样本从低到高前10	宁波	-2.11	山西	21.12	宁波	11.43	广东	16.7

位	北京	14.55	宁波	22.42	上海	16.48	上海	26.12
	重庆	15.52	上海	26.48	重庆	19.65	浙江	29.18
	福建	15.74	广东	27.48	北京	22.78	山东	30.18
	广东	24.17	青岛	31.68	广东	26.51	北京	31.77
	上海	26.22	甘肃	32.17	江苏	30.7	宁波	32.36
	江苏	27.83	厦门	32.24	福建	32.09	宁夏	32.49
	山西	28.69	深圳	32.3	山西	32.66	重庆	32.89
	云南	30.31	北京	32.62	青岛	34.49	江苏	34.5
	宁夏	32.74	宁夏	33.81	甘肃	36.18	厦门	38.81
全样本从低到高后 10 位	西藏	40.98	辽宁	46.76	湖南	46.6	甘肃	49.29
	陕西	41.2	安徽	47.59	新疆	47.37	新疆	49.33
	辽宁	42.1	青海	48.14	青海	47.85	海南	49.46
	四川	47.02	大连	48.26	安徽	48.69	河北	52.21
	大连	47.51	黑龙江	48.68	内蒙	49.79	陕西	54.23
	天津	51.31	河北	48.75	贵州	49.84	内蒙	54.58
	贵州	52.55	吉林	50.13	黑龙江	50.46	贵州	55.07
	安徽	54.19	天津	51.01	吉林	53.87	云南	58.76
	黑龙江	57.66	内蒙	53.85	江西	56.8	广西	61.49
青海	57.83	贵州	54.42	天津	61.08	江西	65.42	

数据来源：WIND，远东资信整理

图7针对这36家地方政府2018年度公开发行的5年期地方债按发行额加权平均发行利差与其2017年末政府债务率（年末地方政府债务余额/地方政府综合财力）进行了比较，结果显示：（1）利差水平较高的地区债务率普遍偏高，尤其贵州、内蒙、大连、辽宁、青海等省、区、市政府2017年末债务率超过95%甚至100%。而利差水平

较低的地区债务率明显较低，其中深圳、上海、北京、厦门、青岛、广东、山西等地政府债务率均低于45%。（2）这36家地方政府中，各地方政府2018年度公募5年期债按发行额加权平均发行利差与其2017年末政府债务率的相关系数达到0.53。

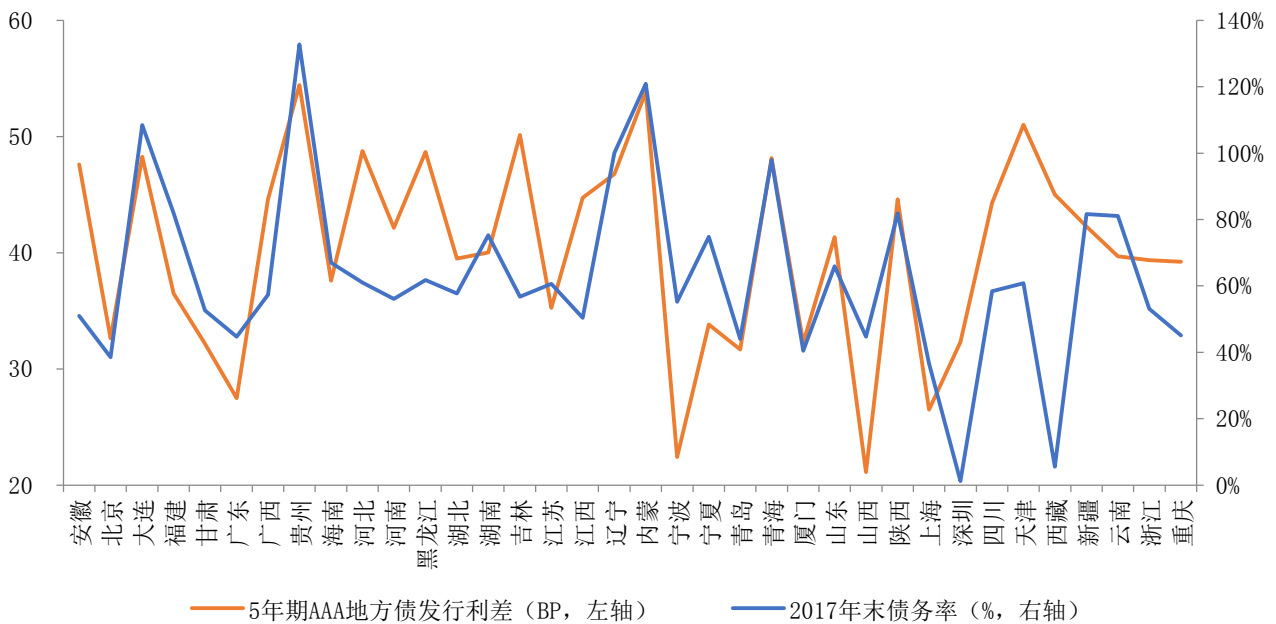


图7：各地方政府2017年末债务率与2018年度公开发行的5年期地方债按发行额加权平均发行利差比较

数据来源：WIND，远东资信整理

综合以上分析来看，2018年度各地方政府公开发行的5年期债券（从而剔除因公募和定向的不同而产生的流动性溢价，以及期限价差等差异）所存在的发行利差或者说融资成本差异，反映了投资者因各地方债的信用风险差异等因素而产生的利差回报差异。而目前公开发行的各年期地方政府债均能获得AAA信用级别，没有充分反映各地方政府的信用风险差异，而上述地方债的发行利差结果则表明，投资者对地方政债信用评级结果并未给予实质认同。

为了综合反映各地不同期限产品的平均发行利差，远东资信通过计算 2018 年度 33 家地方政府公开发行的 3、5、7 年期地方债综合平均发行利差²，并将其与各地方政府 2017 年末债务率进行比较发现，各地 3、5、7 年期公募地方债综合平均发行利差存在明显差异，且与其债务率高低有着一定关系。其中：（1）宁波、上海、北京、重庆、广东、山西、福建、江苏、青岛、宁夏等地方债发行利差相对较低，落在 10.58BP-36.24BP 的区间，明显以东部发达省市占多数。天津、贵州、黑龙江、青海、安徽、内蒙古、江西、大连、辽宁、四川等地方债发行利差相对较高，落在 44.13BP-54.46BP 区间，其中，贵州、青海、内蒙、大连、辽宁等省、区、市政府 2017 年末债务率接近或超过 100%。（2）总体上，这 33 家地方政府 2017 年末债务率与各自 2018 年度公募 3、5、7 年期地方债综合平均发行利差的相关度系数为 0.44。这表明，各地方政府债发行利差一定程度上受到了信用风险差异等影响，而这批地方债一致获得 AAA 评级的事实表明，评级符号并未反映各地方政府财政实力和债务负担等所存在的明显差异。

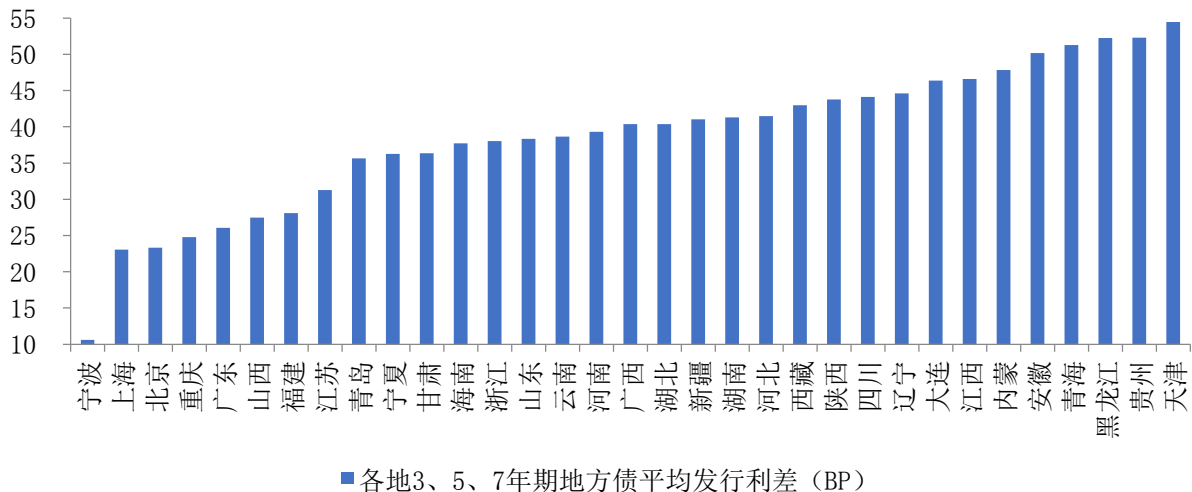


图 8：2018 各地公开发行的 3、5、7 年期地方债综合平均发行利差

数据来源：WIND，远东资信整理

此外，WIND 数据显示，城投债等其他品种同样存在同信用级别的同年期品种发行利差显著的状况，同样表明信用评级符号既未充分反映各券信用风险差异，也未充分发挥应有的债券定价功能。以 2018 年度发行的 142 只债项评级为 AAA 的 3 年期（不含存在 3+N、2+1、1+1+1 等特殊期限的样本）城投债为例，这 142 只城投债的平均发

² 2018 年度公开发行的 785 只地方债之中，有 33 家地方政府 2018 年内同时发行 3、5、7 年期地方债。需说明的是，2018 年这三大中期产品总发行量占 785 只样本的 77.07%、发行额占 80.81%，33 家发行人占全部 37 家的 89.19%，不含吉林、深圳、厦门、新疆生产建设兵团。其他期限品种未纳入统计，是因为 3、5、7 年期品种发行量较大，而且进一步增加其他期限产品将导致考察的地方政府样本数量明显减少。此外，各地方政府 3、5、7 年期公募地方债综合平均发行利差的计算过程为：先对 33 家地方政府每家政府 2018 年公开发行的 3、5、7 各年期地方债，分别计算按发行额加权平均发行利差，分别得出每家地方政府的 3 年期公募地方债加权平均发行利差、5 年期公募地方债加权平均发行利差、7 年期公募地方债加权平均发行利差，再对这 3 个发行利差计算简单平均值，得出每家地方政府 2018 年度公开发行的 3、5、7 年期地方债综合平均发行利差。

行利差为 175.8BP，最大相差 382.57BP，标准差为 70BP，但都获得了 AAA 信用评级结果。上述 142 只城投债的发行人分布在 24 个省、区、市（下辖计划单列市的省份不含计划单列市数据，并与计划单列市并列），从各省、区、市发行的这批城投债按发行额加权平均发行利差分布来看，浙江、广东、湖南、甘肃、陕西、深圳、上海、福建等地发行的城投债利差较低，居于 104.54BP- 127.71 BP 区间，平均 118.50 BP；重庆、云南、湖北、河北、广西、山东、天津、吉林等地发行的城投债利差较高，居于 183.67BP- 366.08BP 区间，平均 234.79 BP。

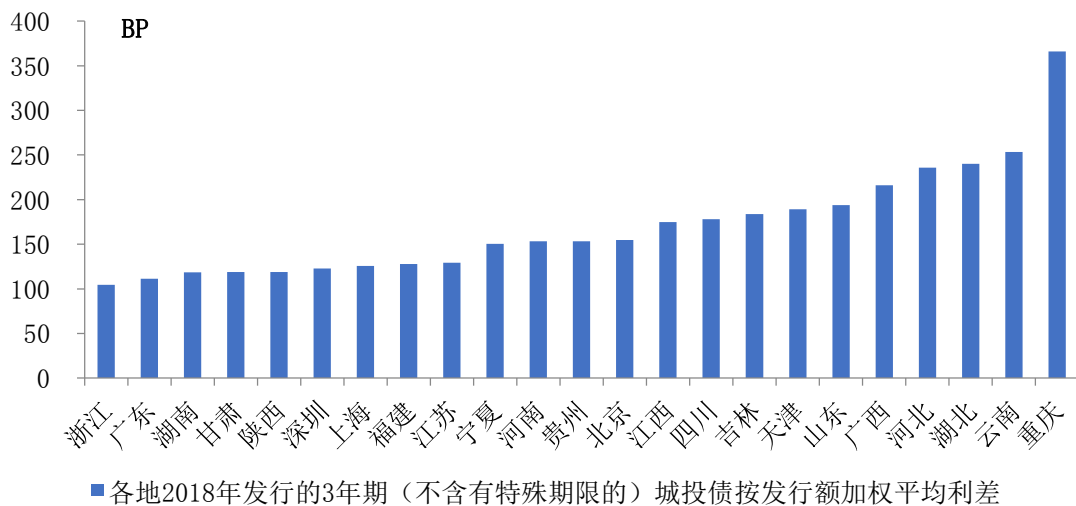


图 9：各地 2018 年发行的 3 年期（不含特殊期限的）城投债平均利差

数据来源：WIND，远东资信整理

三、地方债结构持续显性化发展

经过这几年地方政府大规模发行债券，尤其地方政府置换债券的持续大规模发行，债券形式的债务余额占地方政府债务余额的比重大幅度增加。其中，2017 年我国发行置换债券 27683 亿元；2018 年我国发行置换债券和再融资债券 19947 亿元。截至 2018 年末，地方政府债券形式的债务余额占地方政府债务余额的比重从 2016 年末的 69.21% 跃升至 98.29%，已接近 100% 的水平。地方政府债务余额形式的纯债券化，为我国推进地方债务信息公开透明，防范乃至杜绝地方政府隐性债务风险创造了有利条件。

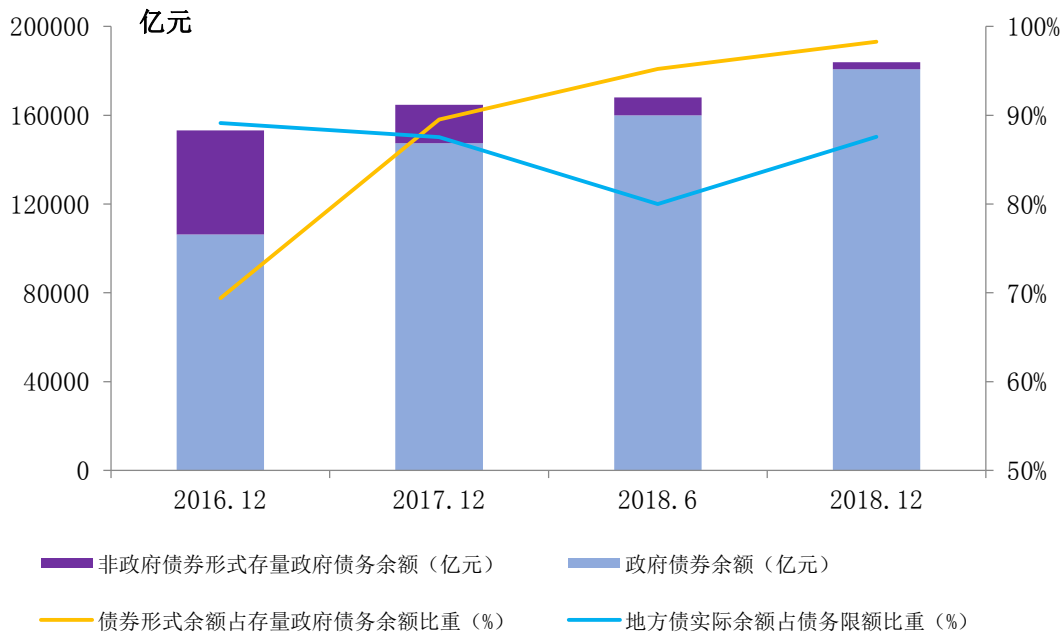


图 10: 我国地方债显性化进程快速推进 (亿元, %)

数据来源: 财政部、WIND, 远东资信整理

四、券种结构不断优化

2018年是近年来我国地方债券种结构优化进展最为显著的一年, 尤其项目收益专项债细分品种不断涌现, 同时地方债期限结构更趋完善, 地方债类型不断丰富。

(一) 专项债券分类改革取得显著进展

2017年6月以来, 财预〔2017〕62号文、89号文、97号文³等政策相继出台, 其中89号文《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》指出, 在法定专项债务限额内, 鼓励地方试点发展项目收益专项债券, 从而拉开了地方政府专项债券分类改革序幕。在上述政策推动下, 2017年下半年, 土地储备专项债券、收费公路专项债券、轨道交通建设专项债券等项目收益专项债券相继上市, 合计发行额2867.02亿元, 占全年专项债券发行总额的14.36%, 地方政府专项债券由此形成普通专项债、项目收益专项债的二元结构。

³ 财预〔2017〕62号、财预〔2017〕89号、财预〔2017〕97号文分别为: 财政部、国土资源部联合印发的《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》的通知(财预〔2017〕62号); 财政部印发的《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》(财预〔2017〕89号); 财政部、交通运输部联合印发的《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预〔2017〕97号)。

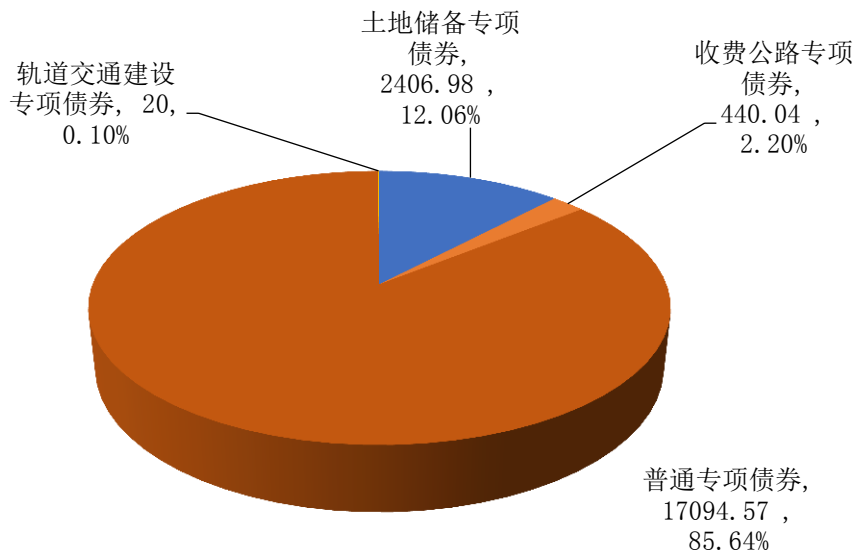


图 11: 2017 年度地方政府专项债发行额结构图 (亿元, %)

数据来源: WIND, 远东资信整理

2018 年 3 月, 财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》, 提出将稳步推进地方政府专项债券管理改革, 鼓励地方积极探索试点发行项目收益专项债券。在政策引导下, 2018 年度项目收益专项债在规模增长的同时, 产品分类更加多样化: (1) 规模增长方面, 全年项目收益专项债发行额合计 10327.74 亿元, 较 2017 年增长 2.6 倍, 发行额占专项债发行总额比重从大幅提升至 53.06%。(2) 产品结构多样化方面: 2018 年除了继续发行土地储备、收费公路、轨道交通建设等原有品种之外, 还新涌现出了棚户区改造专项债券、医疗卫生专项债券、高等学校专项债券、产业园区建设专项债券、生态环保专项债券等 30 余种不同名称的专项债券, 适度合并同类项后⁴累计发行品种仍有 20 余个。具体从各类项目收益专项债券的发行额占比来看, 土地储备、棚户区改造、收费公路专项债券发行量较大, 合计发行额 9811.30 亿元, 占项目收益专项债券发行额的 95.0%。其中, 棚户区改造专项债券为 2018 年新增品种。其余包括雄安新区建设、医疗卫生类、教育类、产业园区类、生态环保类等各类型的项目收益专项债券发行额合计 516.44 亿元, 合占项目收益专项债券发行额的 5%。

⁴ 例如: 名称含有医疗卫生、公立医院、医院建设等字样的, 归入医疗卫生类专项债券; 名称含有高等学校、职业教育等字样的, 归入教育类专项债券; 名称含有产业园区、工业园区字样的, 归入产业园区类专项债券; 名称含有生态保护、污水处理、生态建设、生态环保建设等字样的, 归入生态环境保护类专项债券。

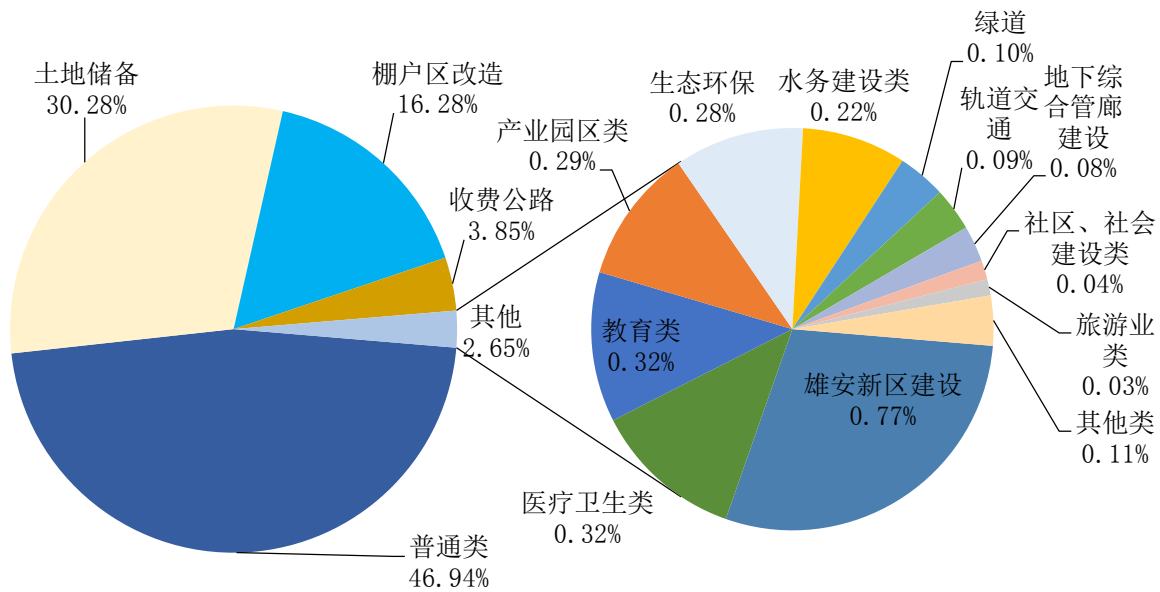


图 12: 2018 年度地方政府专项债发行额结构图

数据来源: WIND, 远东资信整理

地方政府项目收益专项债券的大规模推进,有着多方面的现实意义。一是稳增长,有利于拉动投资与消费。2018年以来,面对异常复杂严峻的国内外环境,我国经济承受住了稳增长的压力,全年GDP同比增长6.6%,经济运行总体平稳、稳中有进。其间,地方政府专项债券资金通过大规模投放于全国各地政府性基金项目的建设,对于拉动投资需求和消费需求,缓解稳增长压力发挥积极作用。二是惠民生,有利于加快公共服务事业建设。项目收益专项债券资金直接投向包括教育、卫生、交通、棚改、生态环保、乡村建设、产业园区建设等政府性基金项目,直接推动全国各地尤其是公共服务资源配置相对落后地区的公共服务事业建设。而且随着项目收益专项债细分品种陆续上市,地方债资金支持惠及越来越多的公共服务领域,有利于提升地方政府的公共服务能力,造福广大民众。三是促转型,有利于理顺地方政府与地方政府融资平台关系,促进融资平台转型发展。大力发行项目收益专项债,推动在基础设施项目上早见成效,有利于减轻地方政府融资平台的融资压力,为摆脱地方政府对城投平台的传统依赖关系,切实剥离融资平台企业的政府“光环”,加快融资平台企业市场化转型提供有利条件。

(二) 超长期限地方债成功发行

在财政部《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》等政策推动下,2018年发行的地方债,新推出15年期、20年期、30年期等超长期品种,2018年由此成为近年以来地方债期限品种创新最活跃的一年。但发行主力品种较往年没有变化。2018年度,包括3、5、7和10年期的中长期地方债发行额占比为97.57%。

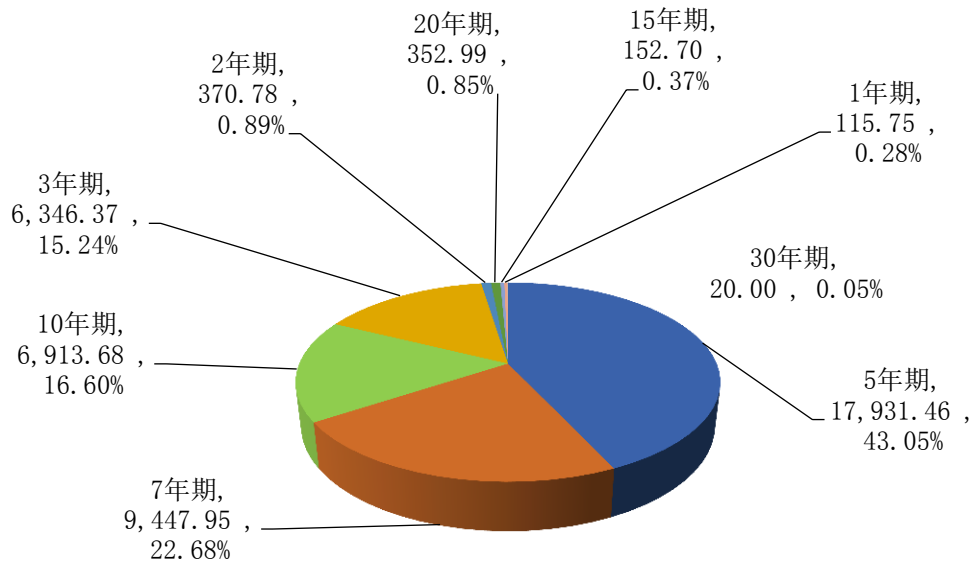


图 13: 2018 年发行地方债的期限结构饼图 (按发行额加权, 单位: 亿元, %)

数据来源: WIND, 远东资信整理

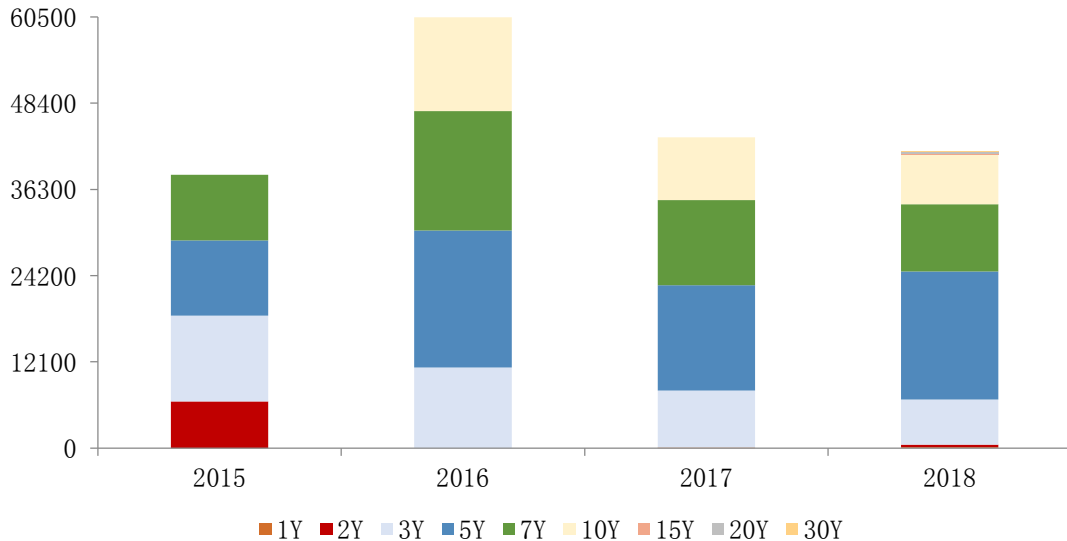


图 14: 历年地方债期限结构变化 (按发行额加权, 单位: 亿元)

数据来源: WIND, 远东资信整理

从超长期品种发行具体情况来看, 2018 年新增的 15、20、30 年期品种的地方债累计发行 17 只, 发行额 525.69 亿元, 发行主体包括天津、河北、河南、内蒙、浙江、福建、湖南、湖北、深圳、厦门等省区市, 涵盖了一般债、普通专项债, 以及雄安新区建设、收费公路、棚改、污水处理等项目收益专项债。

二级市场流通顺畅是增强超长期债券发行市场吸引力的一大促进因素。从成交情况来看，这17只债券有16只在2018年内有交易，仅“18厦门债06”未发生交易。其中，“18兵团债03、18湖北债18、18天津债31、18湖南债21”等四支债券成交相对活跃，2018年度换手率均超过100%。

表 2:2018 年发行的超长期限地方债一览

债券简称	发行日期	发行利率 (%)	发行额 (亿元)	发行期限 (年)	专项债券类型	年成交量 (亿元)	换手率
18 兵团债 03	10/30	4.25	20	20	普通	29.37	146.85%
18 福建 16	9/20	4.33	20.5	15	收费公路	19.3	94.15%
18 福建债 19	9/27	4.33	5.5	15	收费公路	2.6	47.27%
18 河北 44	12/19	4.01	100	20	雄安新区建设	94	94.00%
18 河北 45	12/19	4.22	20	30	雄安新区建设	16.28	81.40%
18 河南 29	9/21	4.33	52	15	收费公路	37.1	71.35%
18 湖北债 18	11/22	4.03	4.7	15	一般债券	5.99	127.45%
18 湖南债 21	11/14	4.19	100	20	普通	105.71	105.71%
18 内蒙 19	8/22	4.44	100	20	一般债券	13	13.00%
18 内蒙古债 30	9/26	4.34	13.4	15	棚户区改造	5.4	40.30%
18 厦门债 06	8/14	4.08	10	20	普通		
18 深圳债 04	9/27	4.33	3.6	15	污水处理	1.09	30.28%
18 深圳债 05	9/27	4.33	10	15	棚户区改造	3.8	38.00%
18 深圳债 07	9/27	4.33	15	15	产业园区	6.04	40.27%
18 天津债 31	10/11	4.33	22.99	20	一般债券	28.25	122.88%
18 天津债 33	10/11	4.29	8	15	收费公路	5.35	66.88%
18 浙江 07	8/21	4.29	20	15	普通	5.8	29.00%

数据来源：WIND，远东资信整理

五、整体交易活跃度明显提升，各地区交易量高低不均

2018年地方债现券交易总额为43499.29亿元，其中银行间债券市场交易额在其总交易额中占比达99.77%；地方债现券年度换手率（成交额/债券余额）为24.07%。交易活跃度较2018年上半年（约3.9%）、2017年全年（5.7%）均显著提升，也高于2016年18.93%的水平。

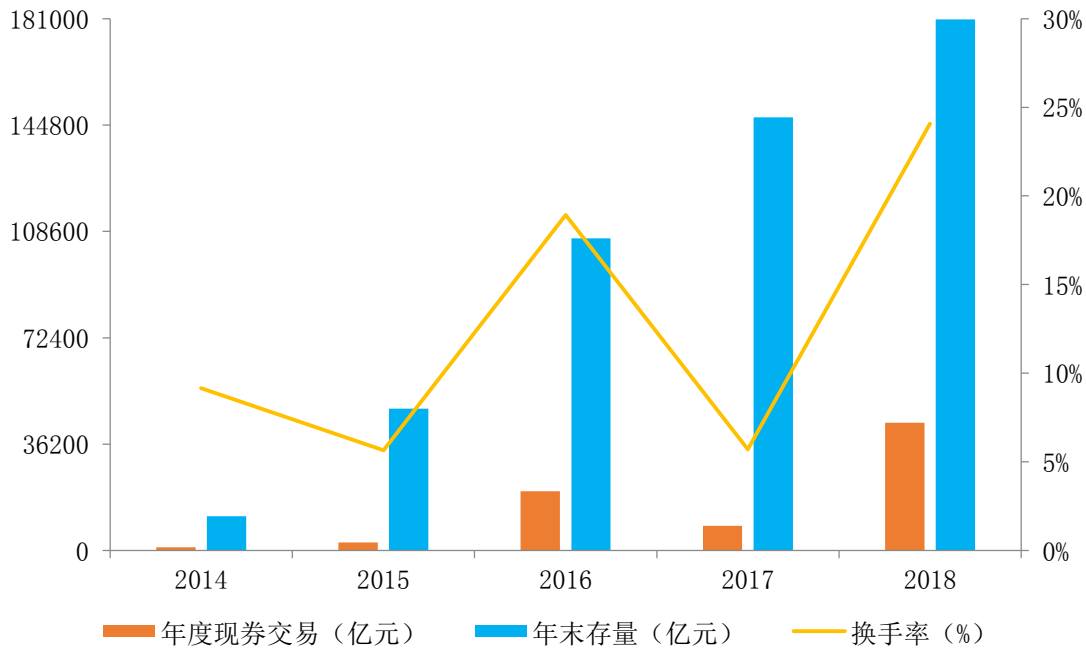


图 15：近年以来地方债现券换手率变化

数据来源：WIND，远东资信整理

具体从个券来看，“17 湖南 08、18 贵州债 02、18 安徽债 13、18 安徽债 01、18 四川 07、18 江西 10”等债券成交量均超过 1000 亿元。从成交量的地区表现来看，交易量较高的是安徽、湖南、贵州、四川、江苏、广东、江西、辽宁等省份，而这与其发行量规模较大等因素有关。统计显示，2018 年各省市地方债的成交量与发行量相关度系数为 0.73。

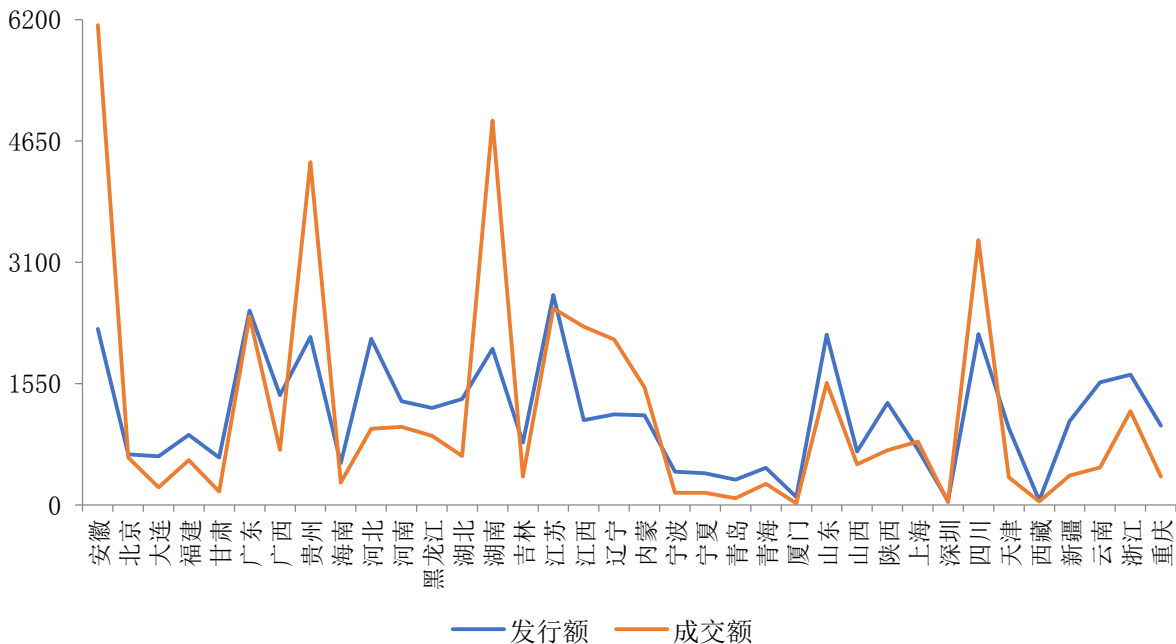


图 16: 2018 年各地区地方债成交额与发行额统计 (单位: 亿元)

数据来源: WIND, 远东资信整理

六、总体偿债风险可控

截至 2018 年末,我国地方债余额 180699.54 亿元,占中央下达的地方债余额限额 209974.3 亿元的比重为 87.74%,表明仍在地方债余额限额的控制范围以内。此外,根据财政部最新发布数据,2018 年全年,全国地方一般公共预算本级收入 97905 亿元,同比增长 7%;地方政府性基金预算本级收入 71372 亿元,同比增长 23.8%,以上两项收入合计 169277 亿元⁵。参考往年地方政府这两项指标(一般公共预算本级收入+地方政府性基金预算本级收入)占全口径财政收入比例进行测算,2018 年全年我国地方政府全口径财政收入或为 26 万亿元左右。而 2018 年需偿还的到期地方债金额为 3.33 万亿元,截至 2018 年底余额(即存量)为 18.07 万亿元。因此 2018 年度全国地方政府综合财力对年内到期地方债的偿还有充足保障,并具备对全部地方债余额的覆盖能力。从实际运行来看,全年地方债运行良好,未发生信用负面事件,更未发生违约事件。

⁵ 地方政府综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+国有资本经营预算收入,且地方政府全口径收入还包括市、区县级财政收入,因此大于省本级收入。

表 3：2015-2018 年全国地方政府财力变化（金额单位：亿元）

年份	地方政府一般公共预算收入	地方政府性基金收入	地方国有资本经营预算收入	地方政府综合财力	地方政府综合财力同比增长	其中：地方一般公共预算本级收入+地方政府性基金本级收入(两项指标)	两项指标占综合财力比重
2015	145335.62	40558.88	1065.13	186959.63	4.15%	121222	64.84%
2016	152551.36	47575.31	1692.31	201818.98		129704.54	64.27%
2017	164928.34	66640.48	1605.63	233174.45		149124.3	63.95%
2018	/	/	/	26 万亿元左右	/	169277	64%左右

数据来源：远东资信根据财政部网站提供数据整理，2015-2017 年为财政决算数据，2018 年“两项指标”为财政部提供数据，其余为预估值。注：增长率为名义增长。一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营预算收入均为最大口径统计。其中，一般公共预算收入包括转移收入、调入资金等，政府性基金收入包括中央转移支付等，国有资本经营预算收入包括上年结转收入等。注：2018 年地方政府综合财力推测数据 26 万余亿元，系参考 2015-2017 历年地方政府一般公共预算本级收入和地方政府性基金本级收入合计占地方政府综合财力比重平均水平而大致判断

七、2019 年地方债市场运行的几点展望

2019 年，面对异常复杂的发展环境，我国宏观经济仍将面临稳增长压力，日前，中央经济工作会议提出了“坚持稳中求进工作总基调”，“保持经济持续健康发展和社会大局稳定”。结合我国宏观经济发展形势，以及国家有关地方债相关制度新变化来看，2019 年地方债运行将呈现以下发展局面：

一是地方债仍将保持较大规模。2018 年 12 月召开的中央经济工作会议已明确指出，积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模。综合近年地方债规模与结构特征、2019 年财政政策特点和全国人大近期下达的新增地方债限额等来看，预计 2019 年地方债仍将保持较大规模，为稳增长等“六稳”发挥积极作用。

二是地方债发行进度布局趋于均衡合理。鉴于近年来各地多数在 5 月左右调整预算，导致地方政府债券发行使用进度偏慢，出现上半年无债可用、下半年集中发债等情况，尤其 2018 年上半年地方债发行进度较往年显著放慢，2018 年 12 月，全国人大授权国务院提前下达 1.39 万亿元地方政府新增债务限额，其中新增一般债务限额 5800 亿元、新增专项债务限额 8100 亿元。近日召开的国务院常务会议指出，对经全国人大授权提前下达的 1.39 万亿元地方债要尽快发行，优先用于在建项目，防止“半拉子”工程，支持规划内重大项目及解决政府项目拖欠等。这意味着 2019 年上半年地方债发行进度将明显加快，全年发债进度分布将相对更加均匀、合理。从最新进展来看，2019

年1月份，河南、云南、四川、广东、北京、深圳、厦门等地方政府以及新疆生产建设兵团等25个地方债发行人合计发行地方债已达95只、4179.66亿元，为2014年我国地方债启动全面自发自还以来发行进度最早的一年。

三是地方债的偿债风险将经受新的考验。财政部数据显示，2018年度地方政府财力同比增速明显较2017年度同比增速回落：2018年全年，地方一般公共预算本级收入累计97905亿元，同比增长7%，较2017年该指标同比增速（7.7%）回落0.7个百分点；地方政府性基金预算本级收入累计71372亿元，同比增长23.8%，较2017年该指标同比增速（37.3%）回落13.5个百分点。进入2019年，在我国经济增长将承受压力、经济增速或将小幅放缓的整体环境下，同时在大规模减税降费等财政政策实施下，地方政府将面临财政减收增支压力，偿债能力将经受新一轮考验。

四是地方债信用评级市场运行将有所改善。长期以来，我国公开发行的地方债（即不含定向发行）评级都为AAA，并未客观真实反映各地方政府间信用利差。而地方政府财政和债务信息披露的不完整、信息透明度不高等问题成为评级质量提升的制约因素之一。针对地方债存在的以上问题等问题，财政部已出台《地方政府债务信息公开办法(试行)》（下称《办法》），针对预决算公开、债券发行安排公开、新增一般债券发行公开、新增专项债券发行公开等作出明确规定。中国国债协会则就《地方政府债券信用评级业务自律规范指引(征求意见稿)》（下称《指引》）向评级机构征求意见。随着《办法》、《指引》等地方债评级新政的推进落实，地方债信用评级市场运行将更加规范，为提升地方债评级质量和评级服务能力提供支撑，有利于净化地方债融资环境。

【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

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。