



上海远东资信评估有限公司  
Far East Credit Rating Co., Ltd.

## 我国地方债运行态势研究

上海远东资信评估有限公司

研发部 简尚波

电话：021-61428065

邮箱：jianshangbo@fecr.com.cn

二〇一七年七月



## 目 录

|                                 |           |
|---------------------------------|-----------|
| <b>一、地方债券发行情况 .....</b>         | <b>1</b>  |
| (一) 发行规模激增但增势持续下降.....          | 2         |
| (二) 在整个债券市场地位明显提升.....          | 4         |
| (三) 债券发行激增推动地方债务结构变化.....       | 5         |
| (四) 融资成本长期趋降但近期回升.....          | 8         |
| (五) 发行期限逐步延长并趋稳.....            | 9         |
| <b>二、地方债券交易情况 .....</b>         | <b>11</b> |
| (一) 现券交易量呈现剧烈波动.....            | 11        |
| (二) 交易结构长期维持稳定.....             | 12        |
| (三) 近期交易活跃度趋于弱化.....            | 13        |
| <b>三、地方债券信用评级情况 .....</b>       | <b>15</b> |
| (一) 六家公司分割评级市场蛋糕.....           | 15        |
| (二) 市场竞争激烈与格局固化并存.....          | 16        |
| (三) 公募债券评级结果维持稳定.....           | 17        |
| <b>四、地方政府债务负担 .....</b>         | <b>18</b> |
| (一) 各地债务余额均未超限，但举债意愿明显各异.....   | 18        |
| 1、地方债券激增对债务余额变化影响微小.....        | 18        |
| 2、各地债务空间率差异折射发债意愿不均.....        | 19        |
| (二) 整体债务风险可控，部分地区高负债乃至违规举债..... | 21        |
| 1、整体债务风险可控.....                 | 21        |
| 2、部分地区持续高负债.....                | 22        |
| 3、警惕或有债务、违规举债等现象.....           | 23        |
| <b>五、地方债发展的制度环境 .....</b>       | <b>25</b> |
| (一) 制度体系日趋发展完善.....             | 25        |
| (二) 近期对违规举债监管力度明显加强.....        | 26        |



新《预算法》颁布以来，随着我国地方政府债券（简称地方债、地方债券）“自发自还”实践全面铺开，我国地方债市场呈现激增态势，对地方政府债务融资的作用和影响日增，但也暴露出部分地区债务偏高、乃至违规举债等现象。本文以全国 36 个省级、副省级地方政府债务为研究重点，针对地方债的发行、交易、信用评级、制度环境等情况进行梳理和研究，以期展示我国地方债整体现状及趋势，为政府主管部门、相关投资者等各界提供决策依据和参考。

## 一、地方债券发行情况

2009 年，为应对国际金融危机、扩内需保增长，我国恢复地方政府债券发行。基于地方债券信用评级、发行渠道尚未建立等原因，截至 2014 年地方债券的发行一直以财政部代发代还为主。期间，上海、浙江、江苏、广东、山东、深圳等地获准以自发自还（地方财政部门自发、国家财政部代还）方式发债。

受 1994 版《预算法》“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”等制度束缚，2009-2014 年地方债券市场并未获得高速发展，地方债券在地方政府债务结构中比重很小。审计署《全国政府性债务审计》显示，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务资金 108859.17 亿元，其中地方政府债券 6146.28 亿元，占 5.65 %。地方政府举债更多依赖银行贷款、BT（建设-移交）、信托融资等方式。

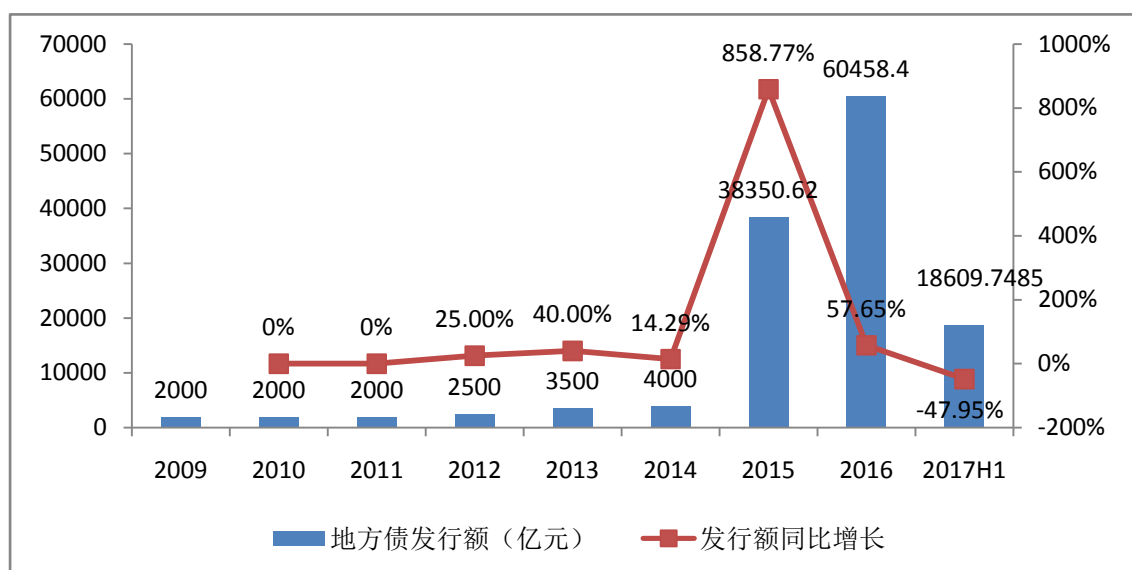
2014 年修订版《预算法》，解除了旧版《预算法》“地方政府不



得发行地方政府债券”禁令，并明确地方政府不得以发行地方政府债券之外的其他方式举债。同年，国务院批准在广东、深圳、江苏、山东等 10 省市开展地方政府债券自发自还试点，并于 2015 年推广至全国各省（自治区、直辖市）和计划单列市，标志着我国地方债务融资从以平台融资为主，向以政府债券为主的市场化举债融资机制转变，我国地方债券迎来崭新发展契机。

### （一）发行规模激增但增势持续下降

2014 年以来，在新《预算法》解除地方政府发债禁令等重大制度支撑下，地方债券在整个债市高涨局面下更是呈现爆发性增长。图 1 显示，2015 年地方债发行量从去年的 4000 亿元跃至 38350.62 亿元，增幅（858.77%）远超整个债市增幅（90.29%）。2016 年发行量增至 60458.4 亿元，受基数变大等影响，增幅相对 2015 年显著回落，但仍实现 57.65% 的较快增长。



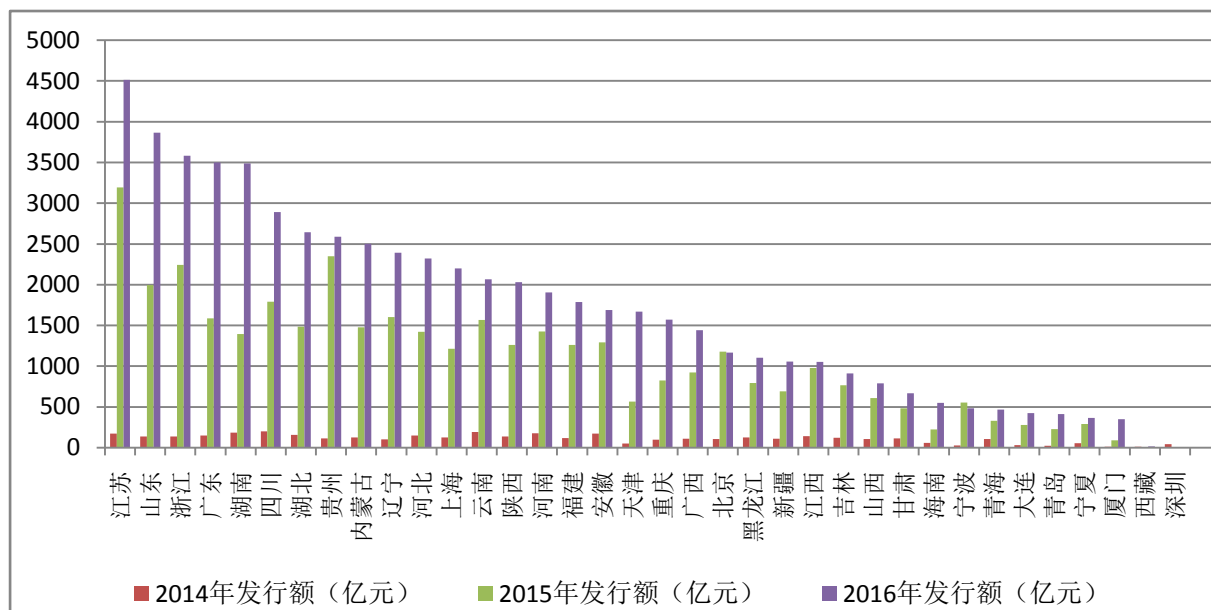
数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

图 1 2009-2017 上半年地方债券发行情况



具体从各地来看，近年全国 35 个地方政府的债券发行量普遍快速增长（共 36 个地方债发行单位，但深圳 2014 年发行合计 42 亿元地方债之后，至今未再发债）。但基于各地经济体量、财政收支、举债需求等各方面高度不均，及财政部权衡各地债务风险、建设投资需求、国家宏观政策等诸因素进行债务限额分配等原因，近年各地债券发行规模存在阶梯式差距<sup>1</sup>。

图 2 显示，2016 年江苏、山东、浙江、广东、湖南等经济大省发行额排名居前，均超过 3000 亿元。西藏、厦门、宁夏、青岛、大连、青海、宁波等经济、财政实力较小地区的发债额靠后，均不足 500 亿元。排名最后的西藏，发债额（15.76 亿元）仅相当于江苏（4511.75 亿元）的 0.35%。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。注：计划单列市所在省份的发行额数据，不含计划单列市的发行额在内。

图 2 2014-2016 年各地方政府债券发行额变化

从动态增长看，2016 年 35 个地方政府有 33 个的发债量同比增

<sup>1</sup> 辽宁、山东、浙江、福建、广东发债数据均不含辖下具有自发自还权限的计划单列市发债数据。



长，其中厦门、天津、湖南、海南、广东等地增幅均超过 100%，西藏 2016 年首次自发债券。仅宁波、北京发债额小幅下降。

从最新发行走势看，2017 年上半年，全国 33 个地方政府发行债券合计 18609.75 亿元，同比呈现-47.95%的负增长（相当于 2016 年上半年发行额 35755 亿元的 52.05%）。发债规模同比减少可能基于以下因素：一是金融去杠杆的大背景下，中央加大地方债务监管力度，严控地方债务风险。二是地方债发行成本明显进入上升通道，从而影响各地发行进度和规模安排。

从 2017 全年发行预测看，据财政部预算，2017 年新增地方债限额 1.63 万亿元。考虑地方政府置换债券余额还剩 6.264 万亿元（详见表 1），但年内全部置换可能性不大（原因见脚注）<sup>1</sup>，因而 2017 年地方债发行额最高不会超过 7.9 万亿元，年度发行量涨幅料将继续回落。

表 1 2014-2016 年地方政府发行置换债券及存量债务余额情况

| 年份   | 发行置换债券（万亿元） | 剩余存量债务（万亿元） |
|------|-------------|-------------|
| 2014 | /           | 14.34       |
| 2015 | 3.2         | 11.14       |
| 2016 | 4.876       | 6.264       |

数据来源：远东资信根据互联网公开的相关新闻报道数据整理。

## （二）在整个债券市场地位明显提升

受发行额激增影响，截至 2016 年地方债券发行额占整个债券市场比重从多年徘徊于 2-4% 跳升至 16.62%；年末地方债券存量占整个

<sup>1</sup>理由如下：（1）置换过渡期或截至 2018 年末前后。2015 年 12 月出台的《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》提出，（截至 2014 年末尚未还清的）地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。其中，“三年左右的过渡期”具体时间并未明确，如 2015 年末算为起始期，则可能在 2018 年末前后置换完毕。

（2）近期地方债券融资成本上升。（3）金融去杠杆及部分地区违规举债等背景下，财政部加大地方债监管力度。（4）剩余存量债务置换债券的难度可能较大。



债市比重也从 2014 年之前的 3.5% 以下迅速提升。截至 2017 年 6 月底,我国地方债券存量 12.42 万亿元,占整个债市存量比重达 18.09%,排名仅次于金融债、国债,表明自 2014 年启动自发自还试点政策以来,地方政府债券在我国债券市场中的地位明显提升。

表 2 2009-2017 上半年地方债券发行量、存量及其占债市比重

| 时间     | 地方债券发行额(亿元) | 地方债发行量占整个债市比重(%) | 地方债期末存量(万亿元) | 地方债存量占整个债市比重(%) |
|--------|-------------|------------------|--------------|-----------------|
| 2009   | 2000        | 2.30             | 0.2          | 1.10            |
| 2010   | 2000        | 2.14             | 0.4          | 1.93            |
| 2011   | 2000        | 2.55             | 0.6          | 2.67            |
| 2012   | 2500        | 3.09             | 0.65         | 2.47            |
| 2013   | 3500        | 3.87             | 0.86         | 2.87            |
| 2014   | 4000        | 3.28             | 1.16         | 3.23            |
| 2015   | 38350.62    | 16.53            | 4.83         | 9.94            |
| 2016   | 60458.4     | 16.62            | 10.63        | 16.53           |
| 2017H1 | 18609.75    | 10.32            | 12.42        | 18.09           |

数据来源: 远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

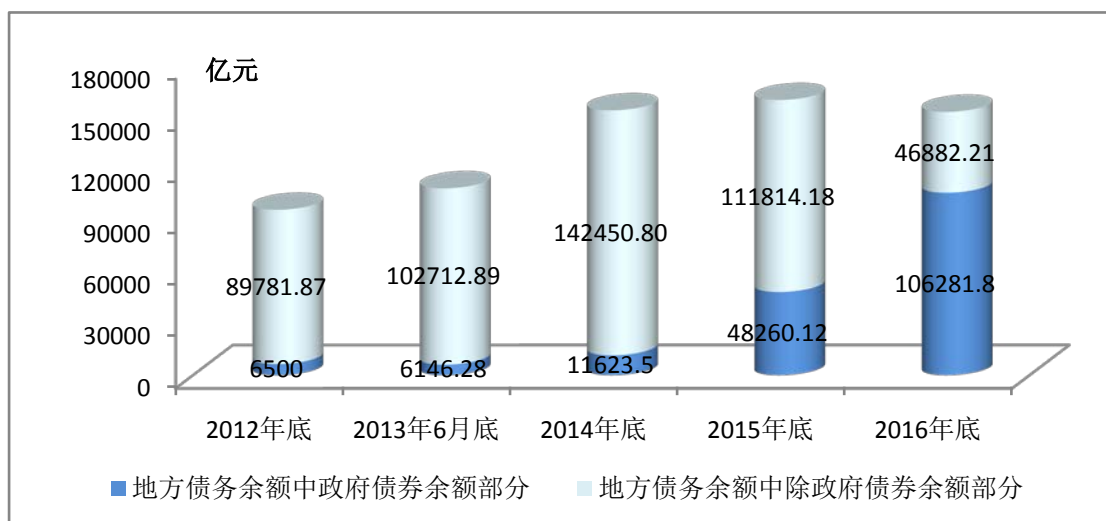
### (三) 债券发行激增推动地方债务结构变化

尽管我国《预算法》、国务院《关于加强地方政府性债务管理的意见》规定地方政府及部门不得以发行地方债券之外的其他方式举债,但基于历史原因,当前各地政府负有偿还责任的债务余额中,仍然包括银行贷款、BT(建设-移交)等非政府债券形式存量债务(见图 4)。

但从地方债余额结构变化来看,近年地方债券发行量的激增(尤其迄今累计约 10 万亿存量债务置换为债券)明显推动了全国地方债务资金来源结构朝着以发行地方债券为主的特征转变。图 3 显示,截至 2016 年底全国地方债券余额占地方债务余额达 69.39%,而 2013



年6月底这一比重为5.65%<sup>1</sup>。



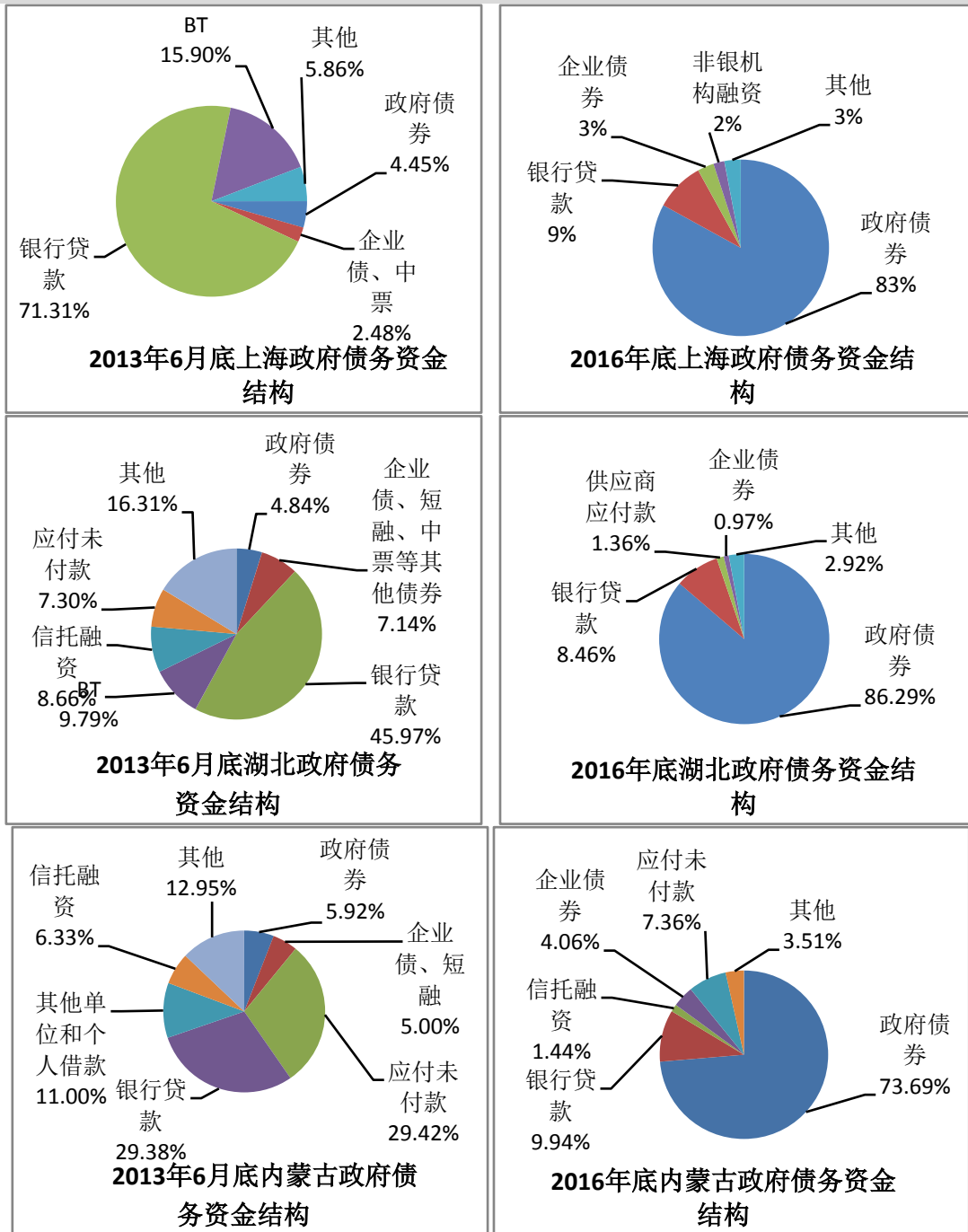
数据来源：根据审计署、财政部、Wind 资讯数据整理。其中，2013 年 6 月底数据来自审计署《全国政府性债务审计结果》。债务余额是指地方政府负有偿还责任的债务余额。

**图 3 2012 年以来地方债券余额占债务余额比重持续提升**

以上海、湖北、内蒙为具体案例：2013 年 6 月底至 2016 年底，上海市政府债券余额占政府债务余额比重从 4.45% 增至 83%；湖北省从 4.84% 增至 86.29%；内蒙古自治区从 5.92% 增至 73.69%。

<sup>1</sup> 根据《全国政府性债务审计结果》，截至 2013 年 6 月底，地方政府负有偿还责任的债务 108859.17 亿元，其中：银行贷款 55252.45 亿元，占 50.76%；BT（建设-移交）12146.30 亿元，占 11.16%；政府债券 6146.28 亿元，占 5.65%；企业债券、中票、短融等其他债券 5289.06 亿元，占 4.86%；应付未付款 7781.90 亿元，占 7.15%；信托融资 7620.33 亿元，占 7%。





数据来源：远东资信根据各地政府 2017 年度发行债券的信息披露文件，及各地公布的截至 2013 年 6 月底的地方政府债务审计结果数据整理。

图 4 部分地方政府债务结构变化的具体案例

我国地方政府债务形式加速债券化进程，有利于推动地方债务融资朝着显性化、规范化、市场化发展，有利于更好地防范地方政府债务融资风险，符合《预算法》等制度要求。从后续发展来看，随着地方政府剩余存量债务置换持续开展，新增债券发行量不断增加，地方



政府债券在地方政府债务中的比重有望继续提升。

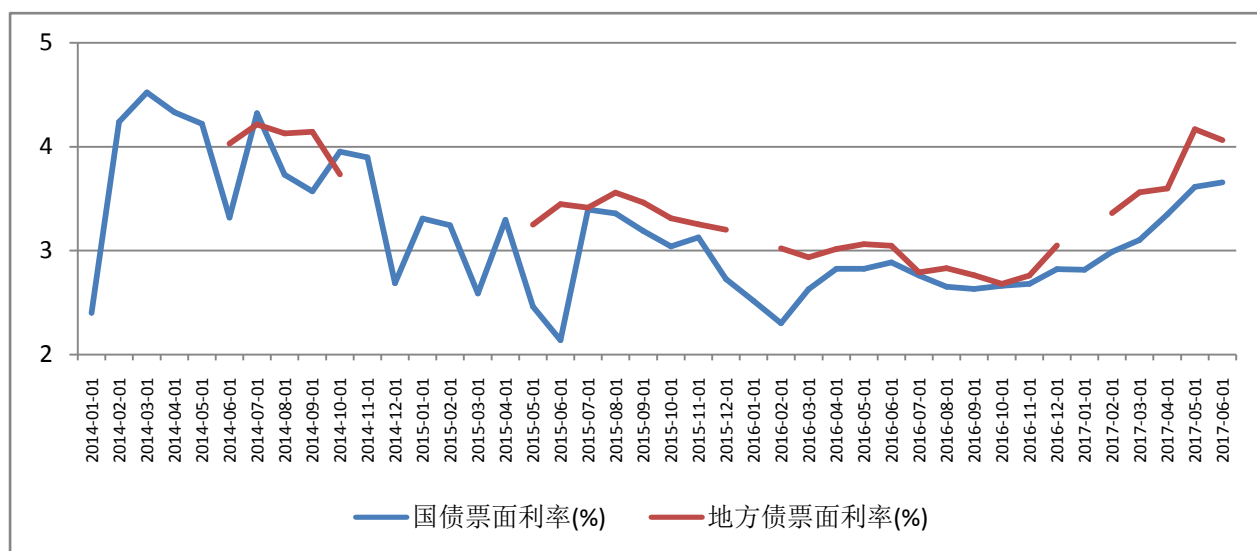
#### (四) 融资成本长期趋降但近期回升

从发行利率走势看，表 3 显示，2014-2016 年各期限地方债平均利率从 4.08% 持续下降至 2.93%，但 2017 年上半年回升至 3.85%。从招投标利率走势看，图 5 显示，2014 年 6 月-2016 年 9 月，地方债招投标利率总体保持降势，从 4.03% 降至 2.76%<sup>1</sup>；2016 年 10 月至今，地方债招投标利率则逆转向上，从 2.68% 涨至 4.06%，与近年国债招投标利率走势基本同步。

表 3 2014-2017 上半年地方政府债券平均发行利率变化

| 发行时间   | 3 年期  | 5 年期  | 7 年期   | 10 年期  | 总平均   |
|--------|-------|-------|--------|--------|-------|
| 2014   | 4.08% | 3.93% | 4.13%  | 4.17%  | 4.08% |
| 2015   | 3.10% | 3.36% | 3.606% | 3.614% | 3.43% |
| 2016   | 2.66% | 2.84% | 3.08%  | 3.10%  | 2.93% |
| 2017H1 | 3.71% | 3.82% | 3.91%  | 3.97%  | 3.85% |

数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。2017 年数据截至 6 月底，样本为 379 只地方债。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

图 5 2014-2017 上半年地方政府债券与国债招投标利率走势比较

<sup>1</sup> 2014 年第一只地方债发行时间为 6 月 13 日，为财政部代发的 2014 年地方政府债券(一期)。



综合以上表明,2016年9月以来我国地方债融资成本明显回升,与当前我国“稳健中性”货币政策“去杠杆、挤泡沫、防风险”主旋律吻合。2016年8月开始,央行调整公开市场操作策略,“锁短放长”抬升短端利率,提高金融机构短期借贷成本。2017年2月,央行全线上调逆回购中标利率10个BP,以提高货币市场利率的资金成本,抑制资金在金融市场炒作。

从地方债与国债利差分析,2016年1159只地方债的发行利率与同期国债收益率的总平均利差为22.7BP<sup>1</sup>。其中1081只债券为正利差,平均24.5BP;78只债券为负利差,平均利差-3BP。这表明地方债券发行成本整体略高于国债,也折射出国家与地方债务信用程度的差异。

从地方债内部不同债券的定价差异分析:一是不同期限品种利率保持合理差异。表3显示,历年发行的地方债券都表现出期限越长、平均利率越高的特点。二是不同性质产品利率保持合理差异。2016年,不参与评级的定向置换债券平均发行利率为3.1%,接受评级的公开发行债券平均利率2.83%,二者相差27BP。

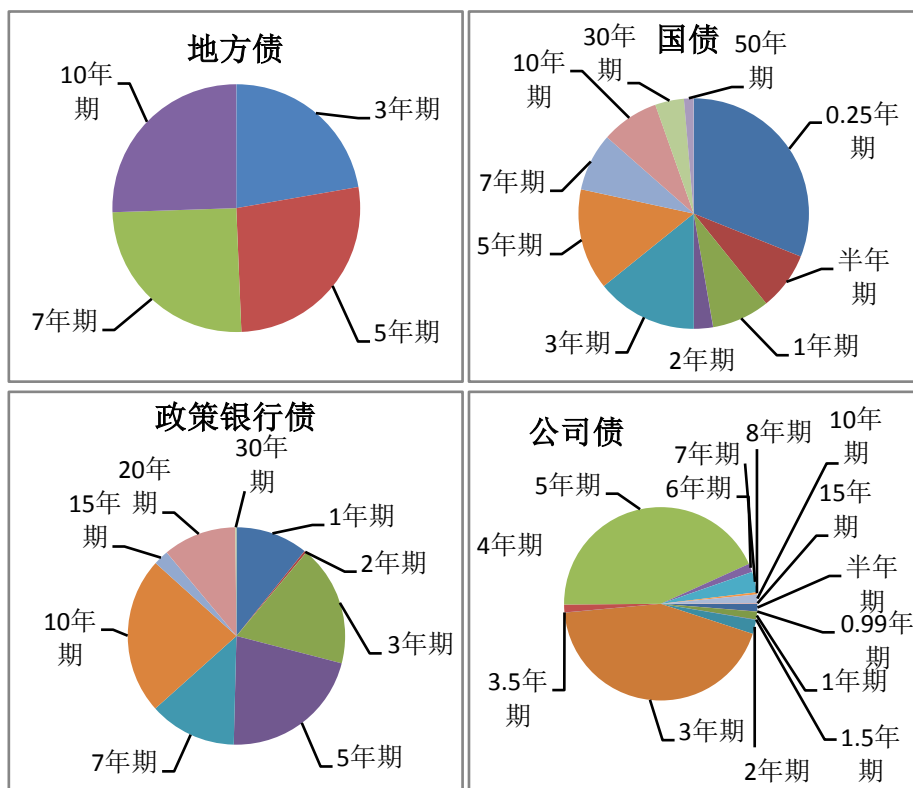
### (五) 发行期限逐步延长并趋稳

2009年以来,我国地方债经历了最初(2009年)发行3年期单一品种,到2015年以来发行1、3、5、7、10年期多样品种变化(其中1年期券仅2015年发行2只)。但图6显示,与其他券种比较,地方债发行期限分布较均匀但结构较简单,缺少短期(1年以下)、长

<sup>1</sup>利差的平均值计算采取算术平均法,利差计算为地方政府债券发行利率-发行日同期限国债到期收益率。



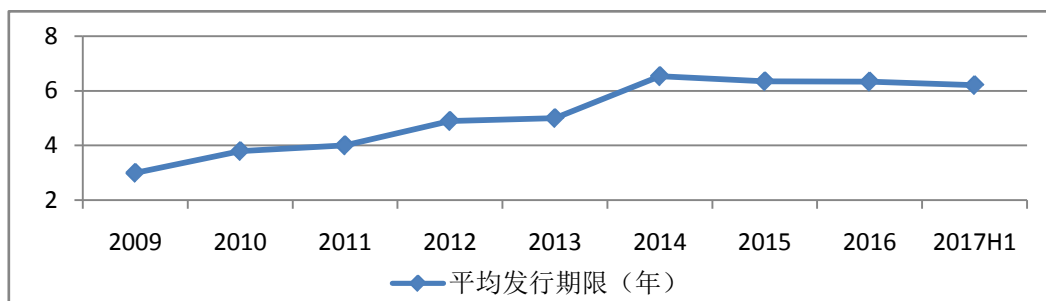
期（10年以上）产品。从国外实践看，美国 2002-2012 年发行的市政债券中，长期债券占比稳定在 80%-85%，平均年限稳定在 15-20 年。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理，各期限比重按发行债券只数加权。

图 6 2016 年发行的不同券种的期限结构比较

我国地方债期限结构改善的同时，地方债总平均发行期限呈现逐步延长态势，近三年则趋于稳定。其中 2016 年度发行债券的平均期限为 6.3 年，2017 年上半年该指标统计为 6.2 年。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。2017 年数据截至 6 月底，样本为 只地方债。平均发行期限按算数平均法计算。

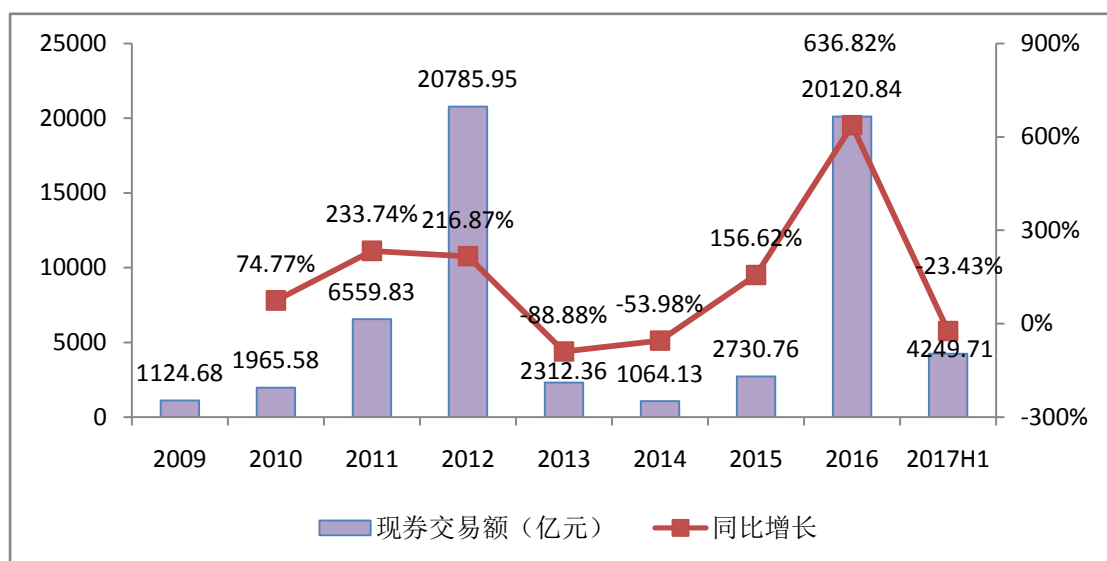
图 7 2009-2017 上半年地方债平均发行期限变化



## 二、地方债券交易情况

### (一) 现券交易量呈现剧烈波动

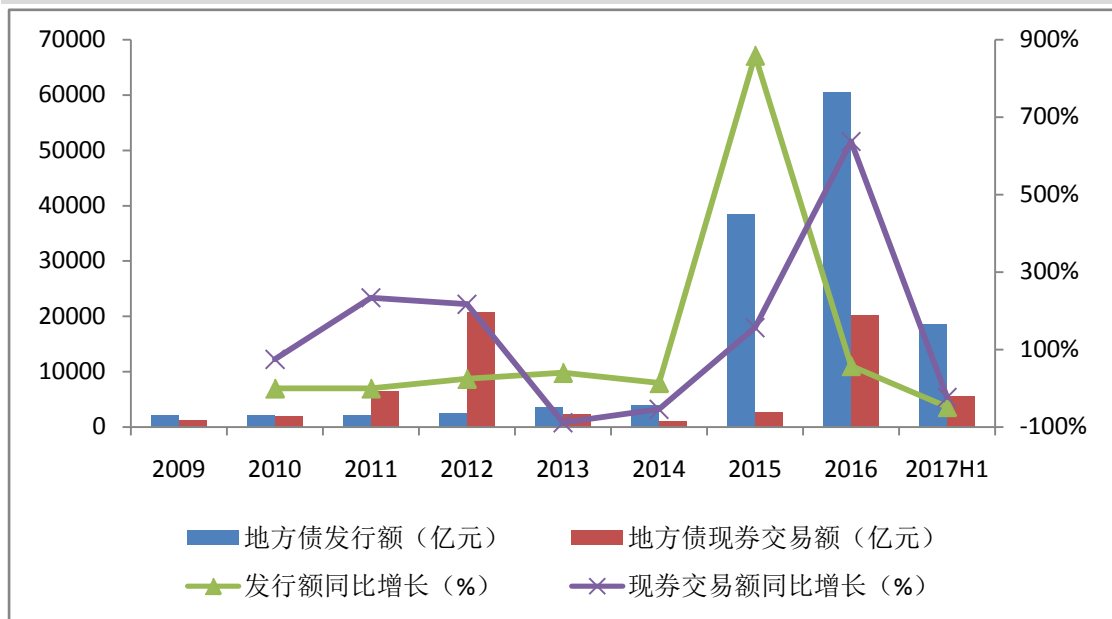
交易市场是债券市场体系的重要部分，活跃的交易市场对于债券发行市场的发展起到促进作用，有利于降低债券购买风险、增强购买欲望。从近年实际看，我国地方债现券交易增速呈现过山车式波动（见图 8），出现了 2012、2016 年两波增长高峰。其中 2012 年交易额 20785.95 亿元。2013 年审计署全面摸底地方债，当年地方债现券交易暴跌至 2312.36 亿元。直至 2015 年止跌回升，2016 年恢复至 20120.84 亿元。但 2017 年上半年的现券交易额同比负增长。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

图 8 2009-2017 上半年地方政府债现券交易额变化

图 9 显示，地方债交易市场的剧烈波动，受到了发行市场剧烈变动的影响，但二者存在时滞。其中，2014 年以来地方债发行额与交易额都呈现先增后降，但交易市场变化滞后于发行市场变化现象明显。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

图 9 2009-2017 上半年地方债一级、二级市场增长关系

## (二) 交易结构长期维持稳定

从交易结构看，我国地方债现券交易长期以银行间债券市场为绝对主体。2015 年以来，上交所、深交所的地方债现券交易增长明显，但仍只占极小比重。2017 年上半年，沪深交易所地方债现券交易额 59.62 亿元，占整个地方债现券交易额的 1.4%。

表 4 2009-2017 上半年地方债现券交易市场的分布

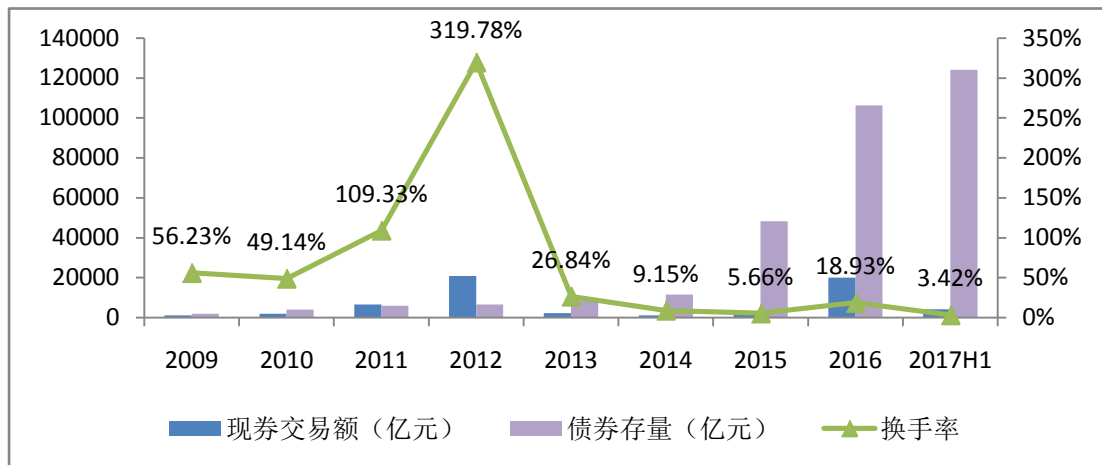
| 年份     | 银行间       | 上交所    | 深交所  | 合计        |
|--------|-----------|--------|------|-----------|
| 2009   | 1124.48   | 0.2    | 0    | 1124.68   |
| 2010   | 1965.57   | 0.01   | 0    | 1965.58   |
| 2011   | 6559.82   | 0.01   | 0    | 6559.83   |
| 2012   | 20785.945 | 0.008  | 0    | 20785.953 |
| 2013   | 2312.36   | 0      | 0    | 2312.36   |
| 2014   | 1064.13   | 0      | 0    | 1064.13   |
| 2015   | 2707.55   | 23.21  | 0    | 2730.76   |
| 2016   | 19814.5   | 303.85 | 2.49 | 20120.84  |
| 2017H1 | 4190.1    | 59.57  | 0.05 | 4249.71   |

数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。金额单位：亿元。



### (三) 近期交易活跃度趋于弱化

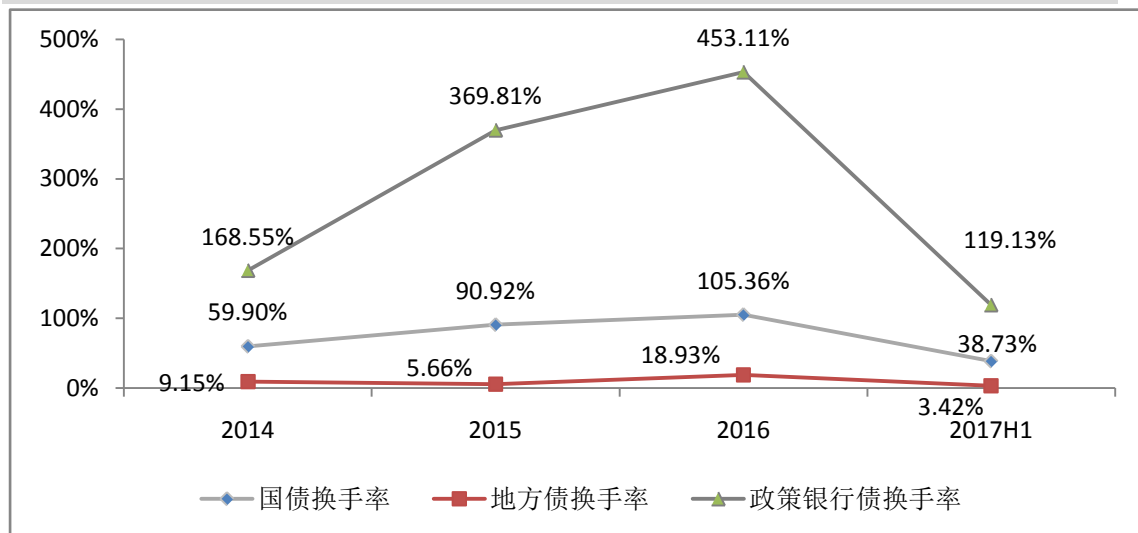
债券换手率通过将一定时期的债券交易额占期末债券存量比例测算，以衡量债券二级市场活跃程度。图 10 关于地方政府债现券换手率统计显示，2009 年以来地方债的换手率在历经 2012 年高峰之后急速下降。2017 年上半年换手率为 3.42%，较 2016 年上半年(6.71%)、全年（18.93%）均明显下降。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

图 10 2009-2017 上半年地方债券二级市场流动性变化

再从不同券种对比看，地方债换手率持续弱于政策银行债、国债等其他利率债品种，表明地方债交易市场明显不如其他利率债券种活跃。地方债交易市场的弱流动性，表明投资者结构中，稳定持债者占据绝大部分，市场缺少短期投机交易行为，但弱流动性势必成为地方债市场深入发展的一大制约因素。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

图 11 2014-2017 上半年利率类债券现券换手率对比

从事实分析，2015 年以来地方债券发行对象几乎全为全国银行间债券市场成员，仅“16 上海债 13”发行对象为上海自贸区已开立自由贸易账户的机构投资者。而银行间债券市场成员又以商业银行为绝对主体。地方债券的交易也以银行间债券市场为绝对主体（2016 年地方债现券交易中，银行间交易占 98.48%）。地方债券二级市场的弱流动性，一定程度上体现了商业银行将利率固定、偿债风险低的地方债作为长期资产（长期债权投资），而现券交易的原因可能出于调剂银行头寸等资金平衡需要。因而增强地方债券二级市场流动性，反哺一级市场发展，有赖于完善地方债券投资者结构，或诱导调整优化债权人的购买、交易动机。从财政部发出的《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》来看，其已经从政策层面注重通过改善投资者结构以改善地方债券二级市场的流动性<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 2017 年 1 月，财政部发出《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》要求“进一步促进投资主体多元化，改善二级市场流动性”，包括：研究推进地方债银行间市场柜台业务，便利非金融机构和个人投资地方债；积极在上海等自贸区发行地方债，吸引外资法人金融机构更多参与地方债承销等。





### 三、地方债券信用评级情况

客观公正的信用评级是科学制定地方债券价格的重要依据，以及防范地方债务风险的重要举措。2014年，《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》明确提出“建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场”。同年，财政部发布《关于2014年地方政府债券自发自还试点信用评级工作的指导意见》，2015年又出台《地方政府一般债券发行管理暂行办法》、《地方政府专项债券发行管理暂行办法》，明确要求地方政府择优开展信用评级，信用评级机构要遵守信用评级规定与业务规范，及时发布信用评级报告。可见中央高度重视地方政府债券信用评级工作。从实际看，我国地方债券的激增促进了地方债信用评级行业的成长。

#### （一）六家公司分割评级市场蛋糕

地方债的激增同步推动了评级市场发展，形成了六家公司分割市场局面。从表5所示2014年至今各公司竞争地位变化看，中债资信市场份额基本维持稳增，2015年超越上海新世纪保持行业第一。其次是上海新世纪、大公国际，但近年市场份额趋减。表5同时显示，2015年至今各公司的市场份额排名不变，表明竞争格局大体稳定。

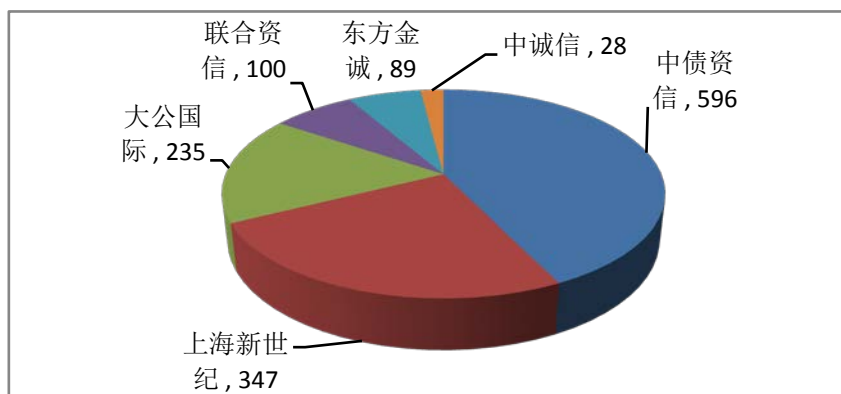
表5 2014-2017上半年地方债券评级市场份额变化

| 时间     | 评级债券只数 | 各公司切分市场蛋糕情况 |        |        |       |       |       |
|--------|--------|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
|        |        | 中债资信        | 上海新世纪  | 大公国际   | 联合资信  | 东方金诚  | 中诚信   |
| 2014   | 30     | 30%         | 40%    | 30%    | 0     | 0     | 0     |
| 2015   | 619    | 38.45%      | 25.53% | 20.19% | 5.17% | 8.24% | 2.42% |
| 2016   | 746    | 46.78%      | 23.73% | 13.54% | 9.12% | 5.09% | 1.74% |
| 2017H1 | 214    | 42.06%      | 29.91% | 17.29% | 5.14% | 4.21% | 1.40% |



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。注：以上仅统计首发债券的评级业务。市场份额按评级债券只数统计。2017 年统计时间为上半年。

从 2014-2016 年累计评级量分析，中债资信占据整个市场（1395 只地方债评级）的 42.72%，其中 2016 年业务覆盖全国近一半（14 个）省级机关。其次为上海新世纪（占 24.87%）、大公国际（占 16.85%），这三家占据 84.4% 份额。联合资信、东方金诚、中诚信分享剩余的 15.6%。其中，东方金诚稳定在山西、安徽开展政府债券评级；市场份额最小的中诚信独守上海市府债券评级业务。



数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。

图 12 2014-2016 年各评级公司累计评级的首发债券只数

## （二）市场竞争激烈与格局固化并存

表 6 统计显示，34 个地方政府之中<sup>1</sup>，近两年选择同一家评级公司开展首发债券评级的占 79.41%（27 个）；选择不同评级公司的占 21.59%，包括甘肃、河北、河南、湖北、湖南、天津、云南等省市。表明地方政府债券评级招投标过程中，多数政府偏好选择与原来开展过评级业务的评级公司合作，这可能是我国地方债评级市场竞争较为固化的原因所在。但部分地方政府更换评级公司也表明，地方政府债

<sup>1</sup>36 个拥有自发自还地方债券权限的地方政府中，西藏 2016 年开始发行地方债券并披露信用评级等信息，深圳 2015-2016 年均未发行地方债券，因此统计样本为 34 个。



券信用评级市场也存在激烈竞争。

表 6 2015-2016 年各评级公司开展地方债评级的分布情况

| 评级公司  | 2015 年所评级政府债的发行地                 | 2016 年所评级政府债的发行地                          |
|-------|----------------------------------|---|
| 中债资信  | 重庆、浙江、新疆、四川、陕西、内蒙、江苏、湖北、广西、福建、北京 | 重庆、浙江、新疆、西藏、四川、陕西、内蒙、江苏、湖南、河南、河北、广西、福建、北京 |
| 上海新世纪 | 大连、广东、贵州、河北、江西、宁波、山东、云南          | 山东、江西、湖北、贵州、广东、宁波、大连                      |
| 大公国际  | 天津、青海、青岛、宁夏、辽宁、黑龙江、河南、海南         | 海南、辽宁、青海、宁夏、黑龙江、青岛                        |
| 联合资信  | 湖南、吉林、厦门                         | 吉林、天津、云南、厦门、甘肃                            |
| 东方金诚  | 安徽、甘肃、山西                         | 安徽、山西                                     |
| 中诚信   | 上海                               | 上海  |
| 合计    | 涉及 30 个省级政府、4 个计划单列市             | 涉及 31 个省级政府、4 个计划单列市                      |

资料来源：远东资信根据 Wind 资讯资料整理。

### (三) 公募债券评级结果维持稳定

从评级结果看，2014 年至今（2017 年 6 月 30 日）全国累计发行公募地方政府债券 1609 只，首次评级均获得 AAA 级。且 Wind 资讯有数据可查的公募地方债券最新跟踪评级均稳定为 AAA 级。其余 1007 只债券由于采取财政部代发（2014 年代发 13 只）或以定向承销等方式发行，未显示开展信用评级。

表 7 2014-2017 上半年地方债评级情况统计表

| 时间        | 发行地方债券只数 | 评级地方债券只数 | 首次评级结果 | 最新跟踪评级结果               |
|-----------|----------|----------|--------|------------------------|
| 2014      | 43       | 30       | 均为 AAA | 有数据可查的债项最新跟踪评级结果均为 AAA |
| 2015      | 1035     | 619      | 均为 AAA |                        |
| 2016      | 1159     | 746      | 均为 AAA |                        |
| 2017 年 H1 | 379      | 214      | 均为 AAA |                        |
| 合计        | 2616     | 1609     | 均为 AAA |                        |

数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据整理。注：2017 年数据截至 6 月 30 日。



## 四、地方政府债务负担

### (一) 各地债务余额均未超限，但举债意愿明显各异<sup>1</sup>

#### 1、地方债券激增对债务余额变化影响微小

由于近两年来发行的地方债券均以置换债券为主、新增债券为辅（见表 8），而置换债券并不增加地方债务余额（实为以新债换旧债，只改变债务形式、并降低利息负担），因而激增的地方债券明显推动了地方债务余额结构变化（见图 3），但并未导致地方债务余额大增，2016 年末余额同比还呈现负增长，具体说明如下。

2015、2016 年，我国地方政府债券发行量分别增长 858.77%、57.65%，但债务余额分别增长 3.89%、-4.32%。原因至少包括：一是近两年发行的地方债券中，置换债券占比均超过 80%，而发行置换债券不增加地方债务余额；二是新增债券数量（增量）在地方债务余额（存量）中比重不大，其中 2015 年新增债券额占年末债务余额约 4%，2016 年占约 7.6%；三是当年偿还的到期债券本息，直接导致年末地方债务余额较年初下降。

表 8 2014-2016 年地方政府债券增量与地方政府债务存量的相互变化

| 年度   | 地方政府债券发行额  | 其中：新增债券   | 其中：置换债券 | 地方政府有偿还责任的债务余额 | 地方政府债务余额同比增长 |
|------|------------|-----------|---------|----------------|--------------|
| 2014 | 4000 亿     | 4000 亿    | 0       | 154074.3 亿     | /            |
| 2015 | 38350.62 亿 | 0.6 万多亿   | 3.2 万亿  | 160074.3 亿     | 3.89%        |
| 2016 | 60458.4 亿  | 11698.4 亿 | 48760 亿 | 153164.01 亿    | -4.32%       |

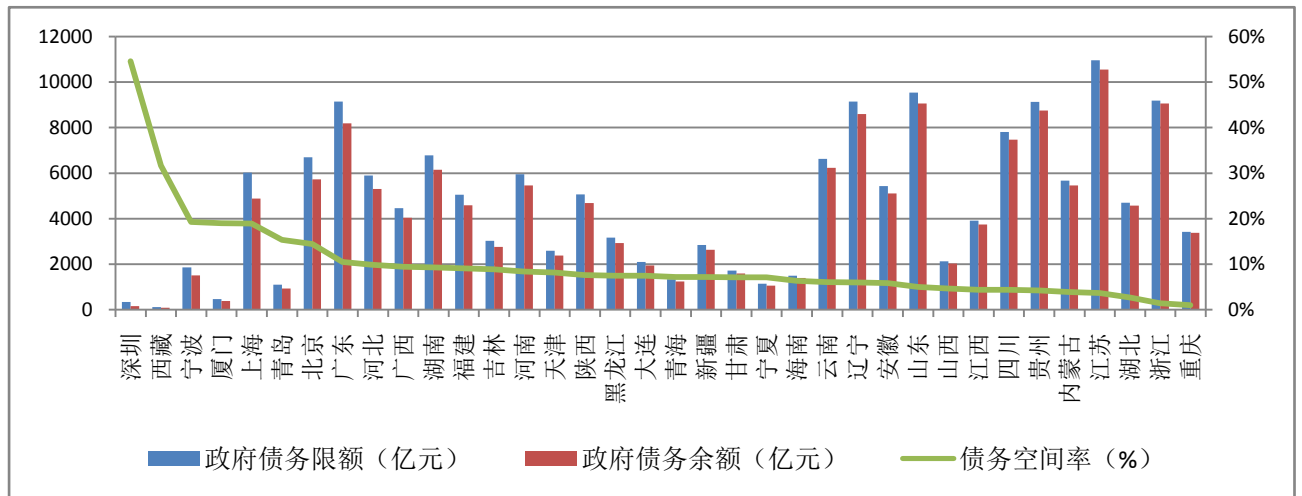
数据来源：远东资信根据 Wind 资讯数据及其他网站提供数据整理。

<sup>1</sup> 关于债务空间率、债务率的计算，36 个省级、副省级行政单位数据均以全口径统计。其中，辽宁、山东、福建、浙江、广东指标数据分别包括大连、青岛、厦门、宁波、深圳指标数据在内。



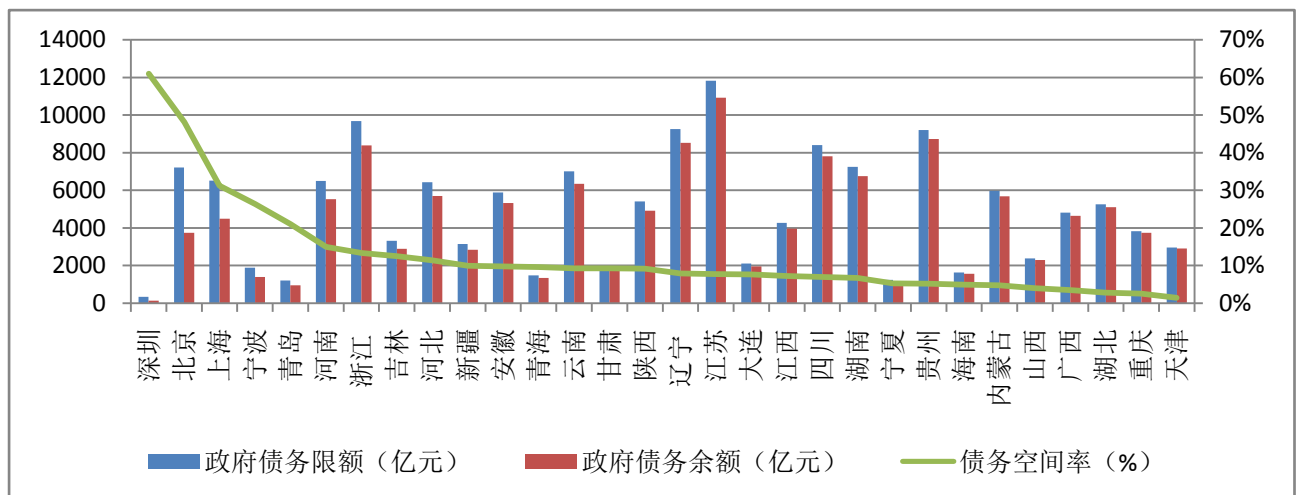
## 2、各地债务空间率差异折射发债意愿不均

国务院 2014 年 10 月发文要求对地方债务实行限额管理，具体限额由国务院根据宏观经济形势等因素确定，并报全国人大批准，预算执行中还会对限额做出调整。图 13、14 显示，近两年来各地年末债务余额均未超出国家下达的限额，但不同地区债务空间率差异悬殊。



数据来源：远东资信根据各省市 2016 年度财政预算执行情况、或 2017 年度各省市政府发行的地方政府债券信息披露文件数据整理。

图 13 2015 年地方政府负有偿还责任的债务空间率统计



数据来源：远东资信根据各省市 2016 年度财政预算执行情况或 2017 年度债券信息披露文件数据整理。因一些地区数据尚未公布，2016 年录得 30 个地方政府的全口径数据。

图 14 2016 年地方政府负有偿还责任的债务空间率统计

图 14 (详细数据见表 9) 显示，2016 年度债务空间率排名前五



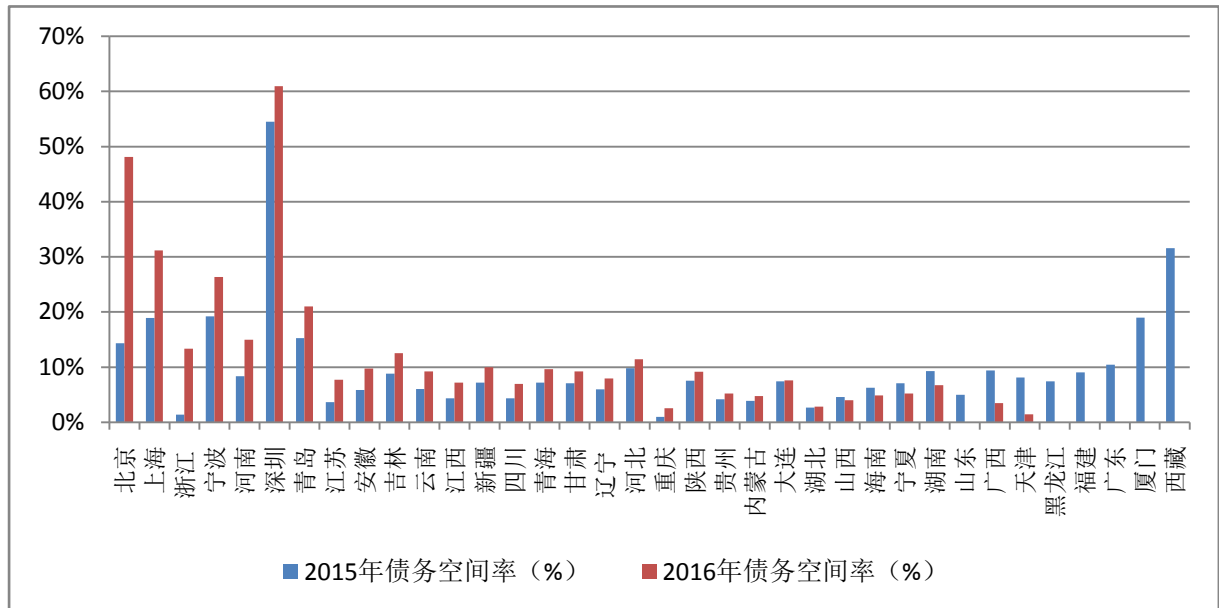
的深圳、北京、上海、宁波、青岛指标均超过 20%，明显没有用足债务限额，表明发债意愿相对不强。尤其深圳市政府连续两年未发行债券，2017 年度发行也处于暂缓申请状态。天津、重庆、湖北、内蒙、贵州等地债务空间率低于 5.5%，表明发债意愿较强；尤其内蒙、贵州债务率也偏高，连续三年超过 100%（详见图 16）。

表 9 2016 年部分省市区债务空间率高低对比

| 性质           | 省份     | 政府债务限额（亿元） | 政府债务余额（亿元） | 债务空间率  |
|--------------|--------|------------|------------|--------|
| 债务空间率相对较高的地区 | 深圳     | 332.1      | 129.8      | 60.92% |
|              | 北京     | 7211.4     | 3743.46    | 48.09% |
|              | 上海     | 6518.5     | 4485.5     | 31.19% |
|              | 宁波     | 1895       | 1395.7     | 26.35% |
|              | 青岛     | 1203.6     | 950.56     | 21.02% |
| 债务空间率相对较低的地区 | 贵州     | 9199.5     | 8721.07    | 5.20%  |
|              | 海南     | 1640.3     | 1560       | 4.90%  |
|              | 内蒙古    | 5962.5     | 5677.36    | 4.78%  |
|              | 山西     | 2386.8     | 2290.93    | 4.02%  |
|              | 广西     | 4805.8     | 4638.18    | 3.49%  |
|              | 湖北     | 5253.5     | 5103.67    | 2.85%  |
|              | 重庆     | 3835.4     | 3737.1     | 2.56%  |
| 天津           | 2955.5 | 2912.7     | 1.45%      |        |

数据来源：远东资信根据各省市 2016 年度财政预算执行情况或 2017 年度债券信息披露文件数据整理。注：本表系从 30 个地方政府数据排序中选出。

从近两年各地债务空间率变化分析，30 个地方政府有 24 个的债务空间率有所拉大，尤其北京、上海、浙江（含宁波）等东部经济发达地区 2016 年债务空间率同比增加超过 10 个百分点。



数据来源：同图 14。注：2015 年统计样本 36 个，2016 年统计样本 30 个，各地均按全口径统计。

图 15 2015-2016 年各地债务空间率的变化

## (二) 整体债务风险可控，部分地区高负债乃至违规举债

### 1、整体债务风险可控

近年全国地方政府债务余额增速缓慢、甚至负增长的同时，全国地方政府综合财力实现稳定增长。表 10 显示，2014-2016 年全国地方政府综合财力从约 18 万亿元增至约 20 万亿元。结合表 8 关于地方政府债务余额的计算，近三年（2014-2016）我国地方政府有偿还责任的债务率<sup>1</sup>分别为 85.83%、85.62%、75.87%，均未超出 100% 的国际公认债务率警戒线，且呈持续下降态势。

<sup>1</sup> 地方政府有偿还责任的债务率=年末地方政府有偿还责任的债务余额/全年地方政府综合财力。全年地方政府综合财力=一般公共预算收入总计+政府性基金收入总计+国有资本经营预算收入总计。



表 10 2014-2017 年全国地方政府财力变化（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 | 总计        | 同比增长  |
|------|--------------|-----------|--------------|-----------|-------|
| 2014 | 127467.62    | 51361.19  | 675.79       | 179504.6  | 7.02% |
| 2015 | 145335.62    | 40558.88  | 1065.13      | 186959.63 | 4.15% |
| 2016 | 152637.14    | 47550.66  | 1685.2       | 201873    | 7.98% |
| 2017 | 156468       | 52592.02  | 1162.3       | 210222.32 | 4.14% |

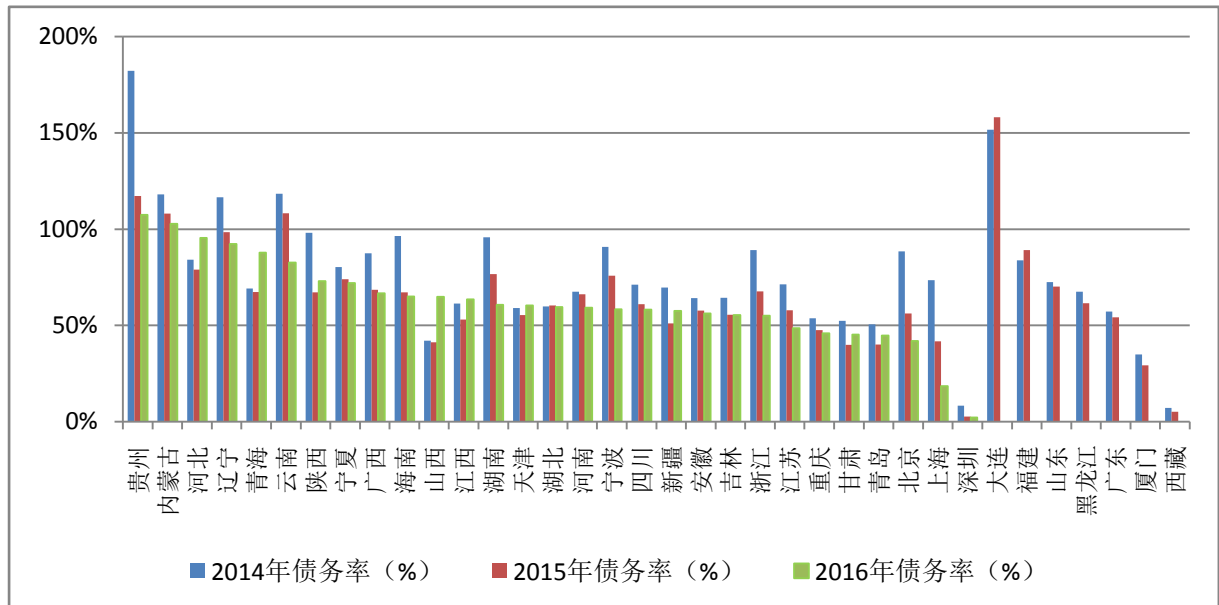
数据来源：远东资信根据财政部网站提供数据整理，其中 2013、2014、2015 年数据为财政决算数据，2016 年数据为预算执行情况数据，2017 年数据为预算数据。注：增长率为名义增长。一般公共预算收入、政府性基金收入、国有资本经营预算收入均为最大口径统计。其中，一般公共预算收入包括转移收入、调入资金等，政府性基金收入包括中央转移支付等，国有资本经营预算收入包括上年结转收入等。

从 2017 年预算来看，据财政部《关于 2016 年中央和地方预算执行情况与 2017 年中央和地方预算草案的报告》，2017 年地方政府综合财力（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）总计 210222.32 亿元，同比名义增长 4.14%，增速有望维持平稳态势。另据该《报告》，2017 年地方政府一般债务余额限额 115489.22 亿元，专项债务余额限额 72685.08 亿元，合计 188174.3 亿元。据此测算，2017 年全国地方政府财力覆盖地方政府债务余额最高限额仍有剩余，地方政府债务风险仍将在可控范围。

## 2、部分地区持续高负债

图 16 通过对近三年（2014-2016）全国各地政府债务余额、综合财力数据加工整理得出，全国地方政府债务率未超出红线的总体状态下，36 个省级、副省级政府债务负担存在显著差异。





数据来源：远东资信根据 Wind 资讯、各地财政部门关于历年财政决算、或财政预算执行情况中，关于各地政府财政、债务全口径（辽宁、山东、浙江、福建、广东数据均已包含辖下的计划单列市数据）数据整理。注：负有偿还责任的债务率，分子不含地方政府或有债务，与各地政府自行公布的债务率并不一致。因数据有限，2016 年收录 30 个地方政府数据。

图 16 2014-2016 年各地政府有偿还责任的债务率变化曲线

一是从动态来看。2014 年以来，绝大部分地方政府负有偿还责任的债务率没有逾越 100% 的警戒线。但贵州、内蒙等地债务率连续三年超过 100%；云南债务率 2014、2015 年均超过 100%，2016 年已降至 100% 以下；辽宁（含大连）债务率 2014 年超过 100%，近两年已降至 100% 以下。计划单列市方面，近年大连债务率偏高。

二是从静态来看。2016 年 30 个地方政府债务率统计显示，深圳、上海、北京、青岛、甘肃、重庆、江苏等地债务率相对较低，均低于 50%；辽宁（含大连）、河北、内蒙、贵州等地债务率相对偏高，均高于 90%，表明债务风险相对较大。

### 3、警惕或有债务、违规举债等现象

囿于地方政府或有债务数据掌握不全，本文重点以地方政府负有



偿还责任的债务作为研究对象。但需强调，或有债务仍是我国地方政府债务结构的重要部分，如将其并入地方政府债务余额，则地方政府债务率还需在图 16 统计数据基础上进一步调高。

表 11 不完全统计显示，2015 年末一些省级政府或有债务余额相当于负有偿还责任债务余额一半以上。根据财政部 2015 年底制定的《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》，部分或有债务确需转化为政府债务的，在不突破限额前提下，报经省级政府批准后转化为政府债务，因而地方政府或有债务风险问题也不容忽视。

表 11 2015 年末部分地方政府债务余额组成（单位：亿元）

| 地区 | 政府债务余额   | 政府或有债务余额 | 其中:政府负有担保责任 | 其中:政府可能承担一定救助责任 |
|----|----------|----------|-------------|-----------------|
| 江苏 | 10556.26 | 7569.42  | 568.77      | 7000.65         |
| 湖南 | 6152.22  | 4871.21  | 529.79      | 4341.42         |
| 甘肃 | 1588     | 2597     | 427         | 2170            |
| 上海 | 4880     | 2569     | 179         | 2390            |
| 江西 | 3735.86  | 1930.12  | 1180.53     | 749.59          |
| 广西 | 4043.79  | 1815.72  | 1107.63     | 708.09          |
| 海南 | 1397.7   | 371.3    | 217.8       | 153.5           |

数据来源：远东资信根据各地政府财政部门公开数据整理。

另据审计署抽查，2015 年底，浙江、四川、山东、河南、湖南、黑龙江等地被暴露出违法违规举债的问题<sup>1</sup>，形式包括：通过违规担保、集资、承诺还款等方式举债，约定以政府购买服务名义支付建设项目资金等。从 2017 年上半年情况看，包括借 PPP 模式搞明股实债、通过政府购买服务、政府引导基金等方式变相举债等问题仍然突出。

<sup>1</sup>据审计署抽查，至 2015 年底，浙江、四川、山东、河南通过违规担保、集资或承诺还款等方式举债余额为 153.5 亿元；内蒙古、山东、湖南、河南在委托代建项目中，约定以政府购买服务名义支付建设资金，涉及融资 175.65 亿元；浙江、河南、湖南、黑龙江在基础设施建设筹集的 235.94 亿元资金中，不同程度存在政府对社会资本兜底回购、固化收益等承诺。



## 五、地方债发展的制度环境

### (一) 制度体系日趋发展完善

梳理 2014 年以来国家层面出台的各类制度文献看，地方债规模剧增的同时，我国地方债制度管理体系日臻完善，逐步形成涵盖法律、法规、规章等多层次制度体系，涉及地方债预算管理、限额管理、存量债务置换、风险处置、信用评级、信息披露等方方面面。其中，新《预算法》明确了地方政府通过发行债券举债的合法性，为深化地方债务管理制度建设，促进债务融资规范化、市场化提供了法律支撑。

表 12 2014-2016 年国家层面出台的地方债相关制度梳理

| 文号               | 发布时间    | 制度名称                             | 相关主要内容  |
|------------------|---------|----------------------------------|---|
| 财库〔2014〕57号      | 2014.05 | 2014年地方政府债券自发自还试点办法              | 规范2014年上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛等试点地区发债偿债等行为，包括限额管理、信息披露等 |
| 财库〔2014〕69号      | 2014.06 | 关于2014年地方政府债券自发自还试点信息披露工作的指导意见   | 对试点地区在债券发行前、发行日、存续期信息及相关重大事项信息披露做了具体规定                        |
| 财库〔2014〕70号      | 2014.06 | 关于2014年地方政府债券自发自还试点信用评级工作的指导意见   | 择优选择信用评级机构、规范实施信用评级   |
| 中华人民共和国主席令(第十二号) | 2014.08 | 全国人民代表大会常务委员会关于修改《中华人民共和国预算法》的决定 | 经国务院批准的省级政府预算必需的建设投资的部分资金，可在国务院确定限额内，通过发行地方政府债券筹措             |
| 国发〔2014〕43号      | 2014.10 | 国务院关于加强地方政府性债务管理的意见              | 建立规范的地方政府举债融资机制，政府不得通过企事业单位等举借。对地方债实行规模控制和预算管理，地方政府举债不得突破限额   |
| 财预〔2014〕351号     | 2014.10 | 地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法             | 指导地方政府清理甄别截至2014年12月31日尚未清偿完毕的债务，分类纳入预算管理                     |
| 财库〔2015〕64号      | 2015.03 | 地方政府一般债券发行管理暂行办法                 | 明确地方政府一般债券资金收支列入一般公共预算管理，对一般债券信用评级、信息披露、承销、定价等做出具体规定          |
| 财预〔2015〕47号      | 2015.04 | 2015年地方政府一般债券预算管理办法              | 对2015年地方政府一般债券预算编制和调整、预算科目、预算执行和监督等做出具体规定                     |



|              |         |                      |   |
|--------------|---------|----------------------|---|
| 财库〔2015〕83号  | 2015.04 | 地方政府专项债券发行管理暂行办法     | 对地方政府专项债券的发行利率、期限、信息披露、承销、登记托管等内容作出具体规定                           |
| 财预〔2015〕225号 | 2015.12 | 关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见 | 强调对地方政府债务余额实行限额管理，严格按照限额举债，提出建立健全地方政府债务风险防控机制，妥善处理存量债务的具体意见       |
| 财预〔2016〕154号 | 2016.11 | 地方政府一般债务预算管理办法       | 对一般债券、外债转贷、存量一般债务等地方政府一般债务预算编制和批复、预算执行和决算等做出具体规定                  |
| 财预〔2016〕155号 | 2016.11 | 地方政府专项债务预算管理办法       | 对地方政府专项债券、存量专项债务等专项债务的筹措、使用、偿还、限额管理、预算编制和批复等做具体规定，强调专项债务纳入政府性基金预算 |
| 国办函〔2016〕88号 | 2016.11 | 地方政府性债务风险应急处置预案      | 对地方政府性债务风险应急处置做出总体部署和系统安排   |

资料来源：远东资信根据中国政府网等互联网资料整理。

## （二）近期对违规举债监管力度明显加强

从近期地方债监管热点看，2017年上半年监管重点明显聚焦于地方政府违法违规举债等问题。2017年1月，财政部曾致函内蒙、河南、重庆、四川等地，要求依法问责部分县市违法违规举债、担保行为。尤其2017年5月以来，财政部等部委密集出台《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》等系列政策文件，严禁地方政府以政府和社会资本合作（PPP）、政府投资基金、政府购买服务等方式和名义变相举债，折射出局部地区违规举债担保问题的严重性，也展示出中央杜绝地方隐性债务风险隐患的决心和信心。



表 13 2017 年初以来地方债相关政策文件出台情况

| 出台时间      | 文号           | 文件名称                       | 主要内容                                       |
|-----------|--------------|----------------------------|--|
| 2017.2.20 | 财库[2017]59 号 | 关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知   | 提出合理制定债券发行计划、推动地发行市场化、规范地方债信用评级、促进投资主体多元化等 |
| 2017.5.3  | 财预〔2017〕50 号 | 关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知       | 明令禁止地方政府利用 PPP 和政府投资基金等方式违法违规变相举债          |
| 2017.5.16 | 财预〔2017〕62 号 | 地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）       | 提出地方政府为土地储备举借债务采取发行土地储备专项债券方式，实行额度管理等      |
| 2017.6.2  | 财预[2017]87 号 | 关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知 | 严禁假借政府购买服务名义变相举债融资行为，首次列出了地方政府购买服务负面清单     |

资料来源：远东资信根据财政部官方网站资料整理。

#### 免责声明

本报告是基于远东资信认为可靠的公开数据及信息加工整理而成, 但远东资信不保证该等信息的准确性和完整性。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构或个人的投资建议。远东资信不对因使用本报告而引致的损失负任何责任，除非法律法规有明确规定。本报告版权归远东资信所有，未经书面许可，任何人不得更改或以任何方式传送、复印或发布此报告。