

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

2019年一季度地方债运行分析

摘要

2019年一季度，地方债发行额同比增长5.4倍，且市场需求较其他利率债旺盛。从品种结构看，专项债市场发展较快。从发行的区域特征看，各地发行额保持梯度差异，专项债发行额比重“东强西弱”，该现象与东部省份政府性基金收入占比较高有关，也反映东部省份对准公益性项目具有更强需求和供给能力。从期限结构看，所发债券期限明显往长端倾斜，有利于延缓地方政府债务压力。一季度地方债的提前放量，推动了基建投资增速企稳回升并提升了地方债的市场地位，促进了地方债阳光化运作。

地方债交易市场方面，一季度整体活跃度远高于往年同期，新债活跃度明显强于旧债。各地交易状况不均，新疆兵团债交易最为活跃。

地方债利率走势方面，一、二级市场利率均呈现从下降到企稳回升，再到缓降的变化，与国债收益率走势基本一致。地方债利差走势方面，发行利差明显由收窄变走阔，客观上加大了地方政府融资压力，削弱了发债积极性。

从地方债市场展望来看，一是从经济环境看，应对稳增长压力，地方债在发力基建补短板方面仍将发挥重要作用，以提升投资增长动能。二是从融资环境看，未来地方政府财力增长承压，刺激地方债利差走阔或维持高位，增添地方债融资压力。三是从政策环境看，地方债监管将侧重于防控风险，其发行进度将按照原定目标推进，发行定价市场化水平将有所提升。

相关研究报告：

1. 《首批柜台地方债运行实际情况分析》，2019.04.10
2. 《2019年1至2月地方债运行情况》，2019.03.11
3. 《2018年度地方债运行分析》，2019.02.20

一、一季度发行规模及结构分析

(一) 发行规模同比激增 5.4 倍

2018年12月，全国人大授权国务院提前下达2019年地方政府新增一般债限额5800亿元、专项债限额8100亿元，合计1.39万亿元。2019年1月9日召开的国常会决定，对已经全国人大授权提前下达的1.39万亿元地方债要尽快启动发行，抓紧确定全年专项债分配方案，力争9月底前基本发行完。3月份，经全国人大批准，2019年地方政府新增债务限额定为30800亿元，包括一般债券9300亿元、专项债券21500亿元。

在国务院提前下达地方债新增限额并推动落实下，2019年一季度（简称一季度）全国37个主体合计发行地方债337只；发行额14067亿元，同比增长5.4倍。其中，一季度发行新增债券11847亿元，含一般债券5187亿元、专项债券6660亿元；发行置换债券和再融资债券2220亿元。

财政部日前明确表示，各地应当合理把握发行节奏，切实加快债券发行进度，2019年6月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在9月底前完成全年新增债券发行。而一季度新增地方债发行额11847亿元已占全年新增限额30800亿元的38.5%，因此从目前和预计进度来看，2019年度地方债发行进度较往年均匀。

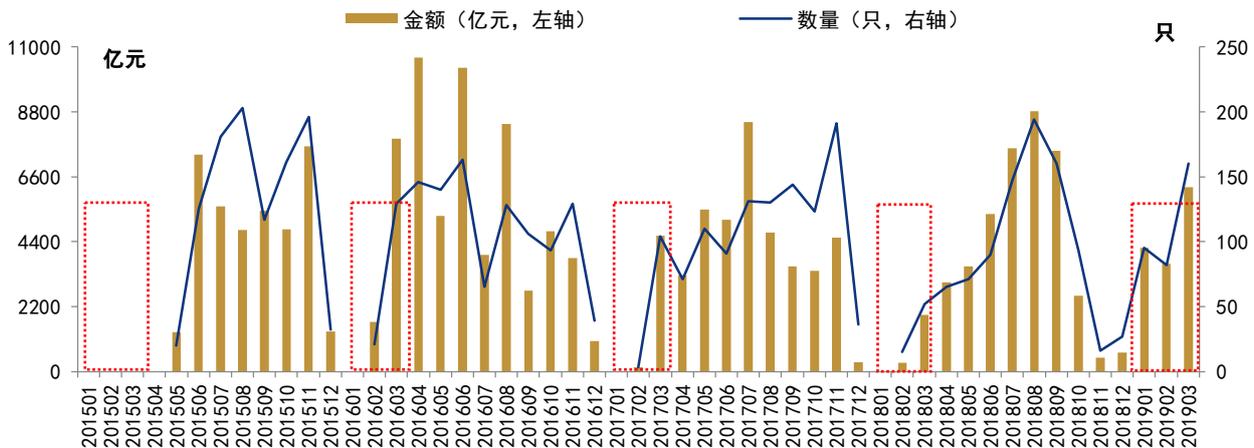


图 1：历年来地方债发行进度分布统计

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

一季度地方债虽较往年同期大幅放量，但图 2 显示，其市场需求仍然相对其他利率债旺盛，但势头有所放缓。

图 2 关于一季度各类利率债发行市场认购倍数统计显示，148 只地方债平均认购 20.71 倍，最低 2.85 倍，最高 60.13 倍；国债平均认购 3.19 倍；国开债平均认购 2.86 倍。地方债成为利率债市场受商业银行等机构投资者青睐的热点券种。

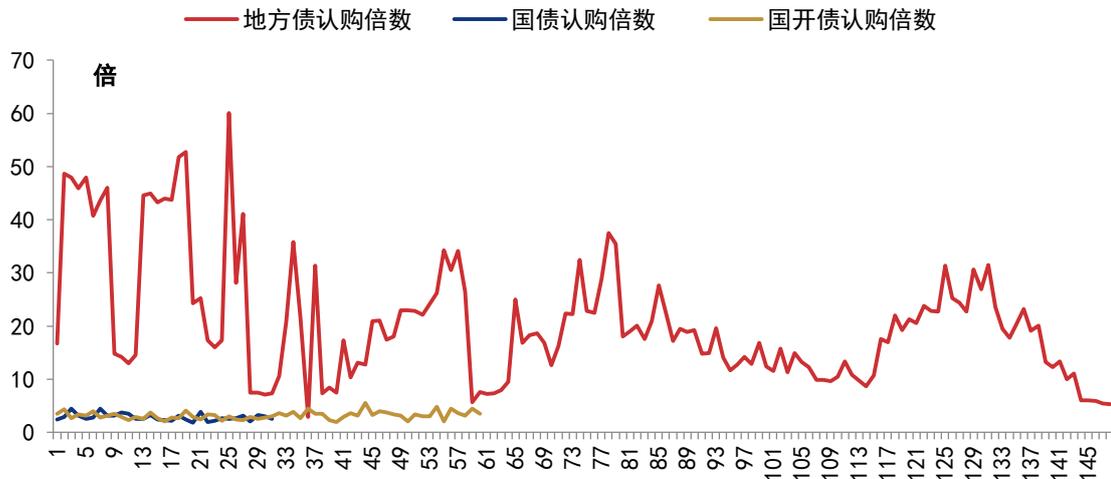


图 2：一季度发行的利率债的认购倍数对比

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。由于 Wind 资讯提供数据不全，地方债统计样本占地方债全样本的 43.92%，国债统计样本占 93.94%，国开债统计样本占 92.31%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）专项债市场发展较快结构变化

一是从规模地位变化来看，专项债发行额占地方债发行额比重持续增长，从 2015 年的 25.41% 增至 2018 年的 46.73%，2019 年一季度进一步增至 50.98%，一般债发行额占地方债比重则相应下降（见图 3）。专项债与一般债比重强弱变化有几方面原因：（1）近年以来全国地方政府性基金收入增速相对快于一般公共预算收入，因此政府性基金收入占地方政府财力比重维持增长，从 2015 年的 22.14% 增至 2018 年的 29.93%、2019 年一季度的 31.62%。由于专项债资金由政府性基金收入偿还，因此政府性基金收入的较快增长，为提升专项债券发行规模比重提供了基础。（2）财政政策推动。在国发〔2014〕43 号、财预〔2014〕351 号、财库〔2015〕64 号、83 号文等政策推动下，我国实施地方债分类预算管理。近年以来地方债的分类发行，是在国务院下达地方债新增债券限额、年末余额限额等的基础上，由财政部推动地方债发行人予以落实。（3）满足社会公共服务发展需要。相比一般债用于没有收益的纯公益性项目，专项债用于有一定收益的准公益性项目，从而扩大了政府债务资金支持社会公共服务项目建设的范围。

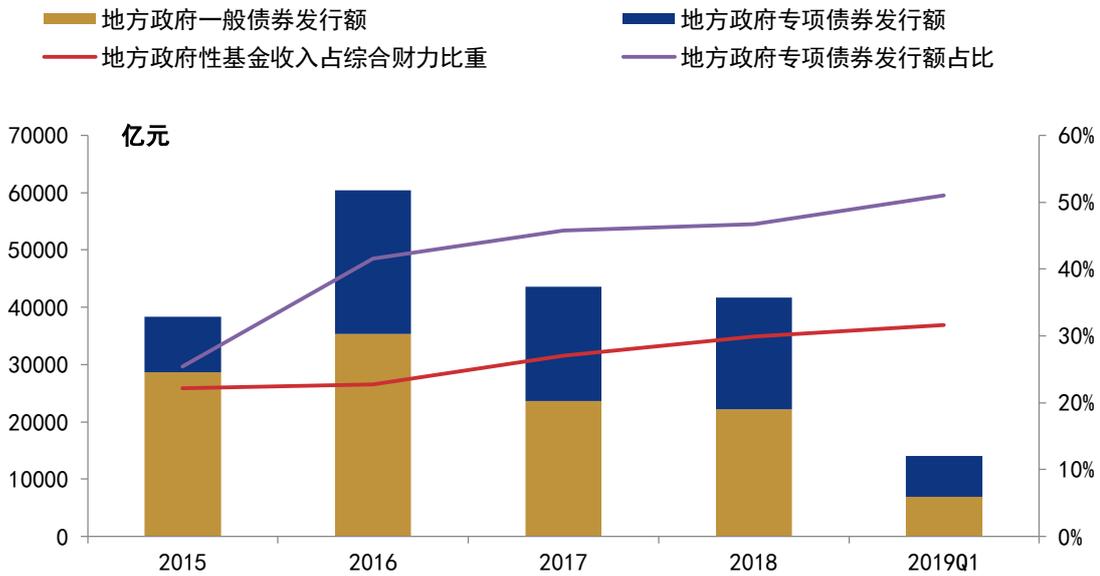


图3：近年我国地方债发行结构变化

注：2015-2018年历年综合财力计算包括地方本级收入、中央转移收入、上年结转收入等，不含债券收入。限于数据可得性，2019年一季度数据统计地方本级收入，未统计中央转移收入。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二是从发行的专项债内部变化来看，项目收益专项债规模比重快速提升。项目收益专项债自2017年启动，当年发行2867.02亿元，2018年增至10146亿元，增长2.53倍；2019年一季度发行6198.54亿元，相当于2018年的61.09%，而2018年一季度没有项目收益专项债发行。而且项目收益专项债中，土储债、棚改债、公路债等财政部试点的主力品种发行额比重下降；教育、医疗卫生、生态环保等其他类型的项目专项收益债发行额比重上升，从2018年全年占比6.09%，升至2019年一季度占比17.04%，表明项目收益专项债多样化发展趋势加强。

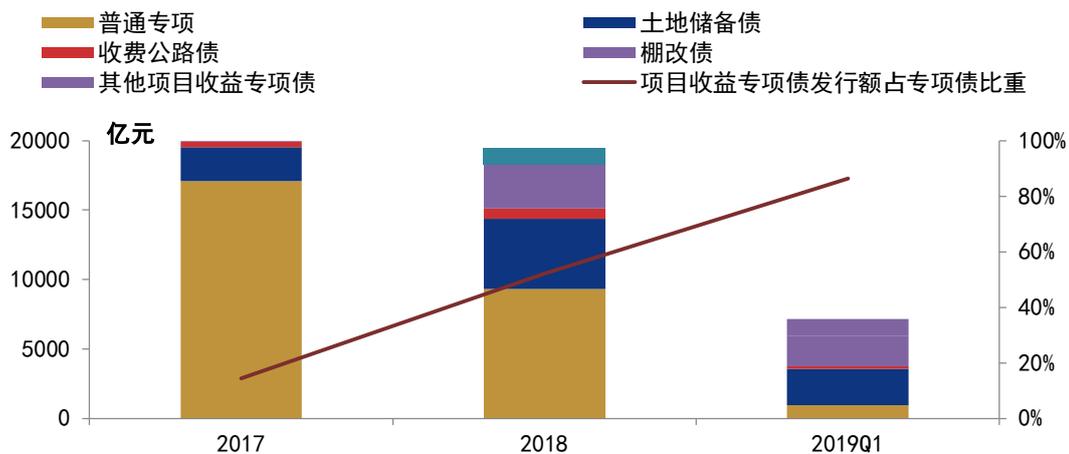
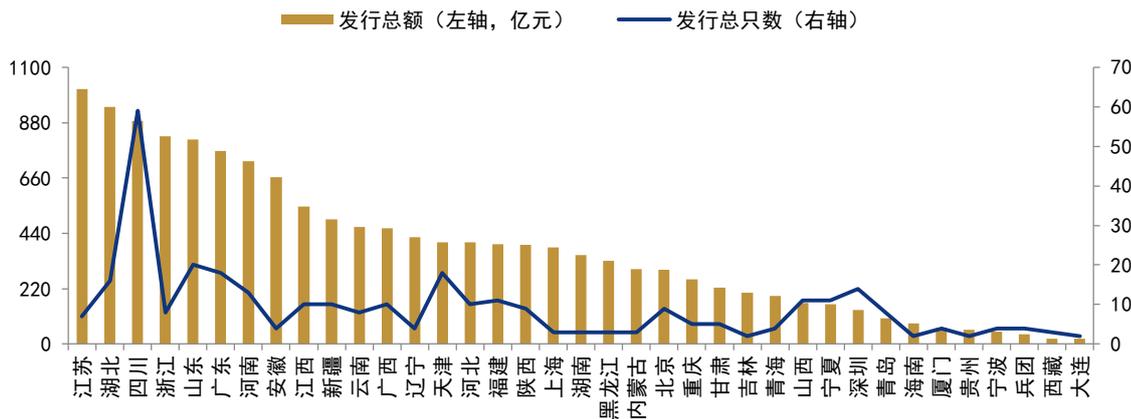


图4：项目收益专项债快速增长

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）各地区发行规模保持梯度差异

从与2018年等往年发行情况比较（参见远东资信相关研究报告）来看，一季度各地区发行规模仍然维持梯度差异，这与各地区财政实力、债务承担能力、债务风险差异以及财政部对地方债的限额管理等因素有关。其中，江苏省发行额1013亿元，稳居全国第一，其次为湖北、四川、浙江、山东、广东、河南等地。



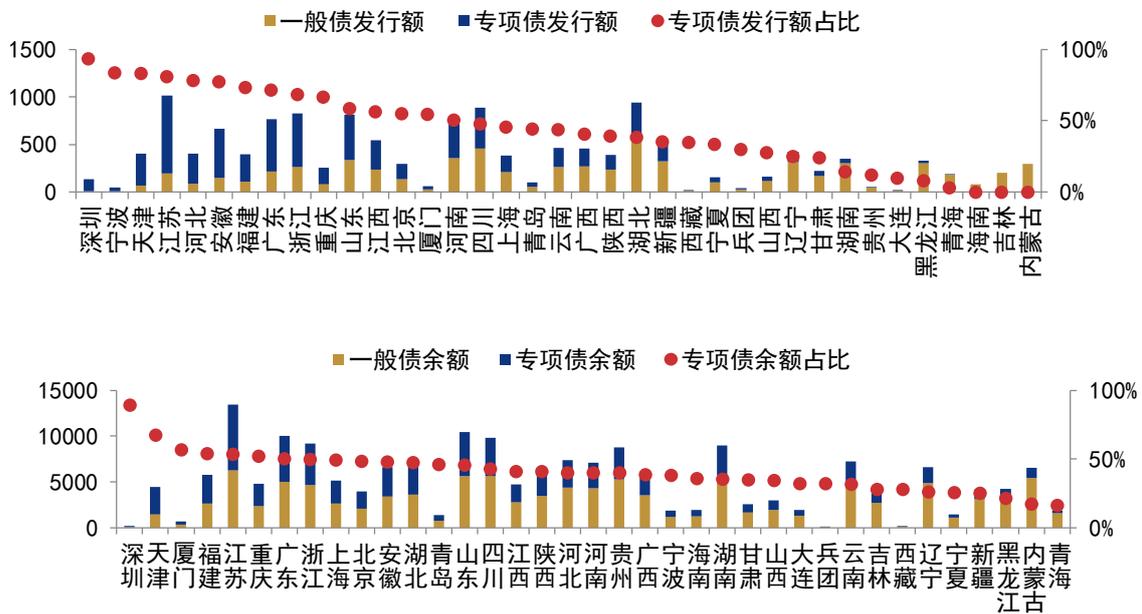


图6：各地2019年一季度发行地方债和季末存量地方债的类型结构（亿元、%）

注：由于2014年及之前，地方债尚未实施一般债与专项债分类管理，2019Q1存量统计不含2014年及之前发行的地方债。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

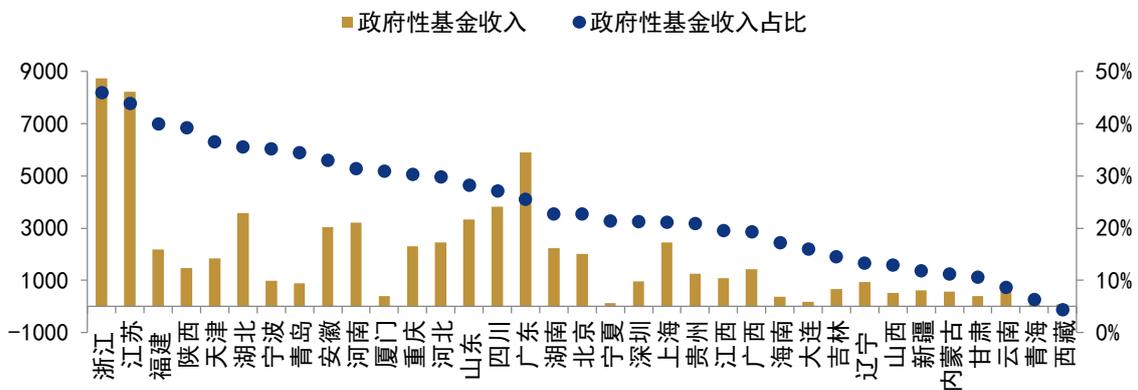


图7：各地2018年度政府性基金收入及其占综合财力比重（亿元，%）

注：各地综合财力未统计一般债券收入、专项债券收入。

资料来源：近期各地发行地方债信息披露文件、各地2018年度财政预算执行情况报告，远东资信整理

（五）期限结构往长端倾斜

图8显示，一季度发行地方债以10、5年期居多，二者发行额合占73.47%。一季度10年期债的发行额占比较前值（2018Q4，23.22%）提至38.42%，成为第一大券种。这是自2015年以来，首次出现单个季度以10年期作为

第一大券种。图8同时显示，15、20、30年期地方债自2018Q3启动发行，并在2018Q4、2019Q1持续发行。此外，从2015年以来各季度发行地方债平均期限看，其自2018Q1以来持续上升，2019Q1平均期限7.68年，为2015年以来最高。这表明，2018年以来至今，地方债发行期限结构明显往长端倾斜。

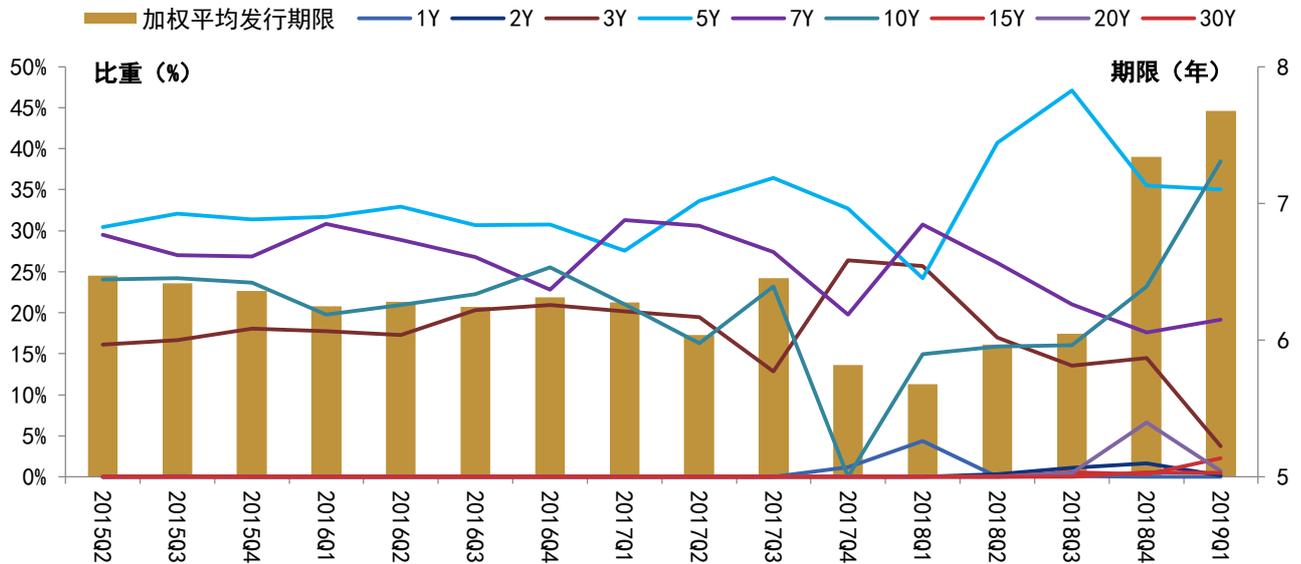


图8：各季度所发行地方债的平均期限及各年期地方债发行额比重（2015Q2-2019Q1）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

近年发行的地方债的期限结构往长端倾斜，与财政政策鼓励推出超长期限地方债品种²，地方债二级市场交易活跃度从长期来看有所提升，以及地方债发力基建补短板、而基建项目投资回收期较长等有关。从地方政府的角度来看，发行长期债券从而获得长期债务资金，有利于延缓地方政府债务到期压力，减少借新还旧现象。

此外，从地方债券种创新来看，2019年3月，宁波、浙江、山东、陕西、四川、北京等六省市市政府相继发行柜台地方债，从而拉开我国柜台地方债发行序幕，相关内容详见远东资信微信公众号近期发表文章《首批柜台地方债运行实况分析》。

二、地方债提前开闸的几点影响

一季度地方债的提前放量发行，是当前实施积极财政政策的一大体现，对于加快促进基础设施建设，促进基础设施建设规模增速企稳回升起到积极作用。从对地方债本身发展的影响来看，这进一步提升了地方债在债券市场的地位，同时对于促进地方债的阳光化发展起到促进作用。

（一）发力基建补短板成效显著

² 例如，财政部发布的《关于做好2018年地方政府债券发行工作的意见》，公开发行的普通专项债券，增加15年、20年期限。2019年一季度，地方债也有超长期限发行，15年及以上期限债券发行15只。

一季度发行地方债募集资金用途以基础设施建设为主（详见表1）。募集的6895.04亿元一般债券募集资金，用于一般公共预算项目，涵盖道路及交通设施、市容绿化、保障房、河道整治、污水处理、城市综合管廊、基础教育等丰富类型。募集的7171.47亿元专项债券募集资金，其中6236.06亿元项目收益专项债券资金用于土地储备、收费公路、高校建设、医疗卫生、棚户区改造、乡村振兴等领域；935.42亿元普通专项债券资金用于再融资（借新还旧），以及道路、供水供热、农田水利、农村人居环境、污水处理、职业教育、精准扶贫等领域。

表 1:2019 年一季度发行地方债资金用途归类

债券类型	发行只数	发行额 (亿元)	募集资金用于
一般债券	99	6895.04	公路、桥梁、隧道、市容绿化、保障房、填海造地、街区立面整治、河道治理、污水处理、城市综合管廊、路网照明、道路排水、通信管网、小学建设等一般公共预算项目
普通专项债券	29	935.42	除用于再融资（借新还旧）外，还用于公路、铁路等道路建设、城市供水供热、管网建设、农田水利建设、农村人居环境建设、污水处理、职业教育、精准扶贫、粤港澳大湾区建设等政府性基金项目
项目收益专项债券	209	6236.06	土地储备、收费公路、学校建设、医疗卫生、棚户区改造、水务、文化旅游、乡村振兴、园区、开发区建设等政府性基金项目

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

图9显示，在包括地方债加快发行进度等一系列稳增长政策的推动下，2018年3季度以来，固定资产投资和其中基础设施建设投资累计同比增速均实现了筑底反弹。其中，2019年一季度，全国固定资产投资（不含农户）101871亿元，同比增长6.3%，增速比1-2月份加快0.2个百分点。其中，基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长4.4%，增速比1-2月份提高0.1个百分点。



图 9：近期固定资产投资、基建投资累计增速变化统计

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

（二）地方债市场地位不断巩固

从增量市场来看，在发行额较往年同期大幅放量的情况下，一季度地方债发行额占整个债券发行市场比重达到13.55%，仅次于同业存单（占38.82%）和金融债（占16.28%），高于2017、2018年全年地方债发行额占债市比重水平（见图10）。

从存量市场来看，由于近年地方债期限结构以3、5、7、10年期为主，地方债的持续发行推动了存量规模快速增长，其存量占整个债市存量比重从2018年末的21.09%上升至2019Q1的21.86%。图10、11显示，从市场份额来看，近年地方债稳居债券市场第二大品种，且市场份额持续提升。

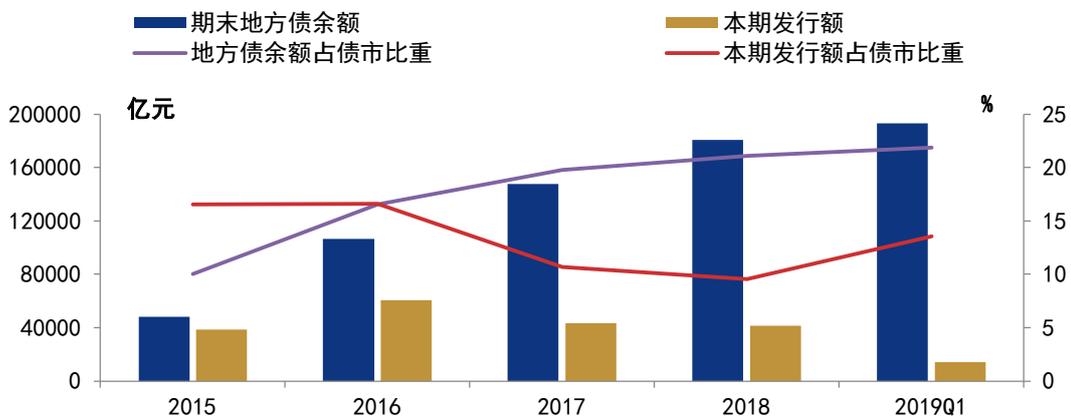


图10：历年地方债增量、期末存量及其占债市比重变化

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

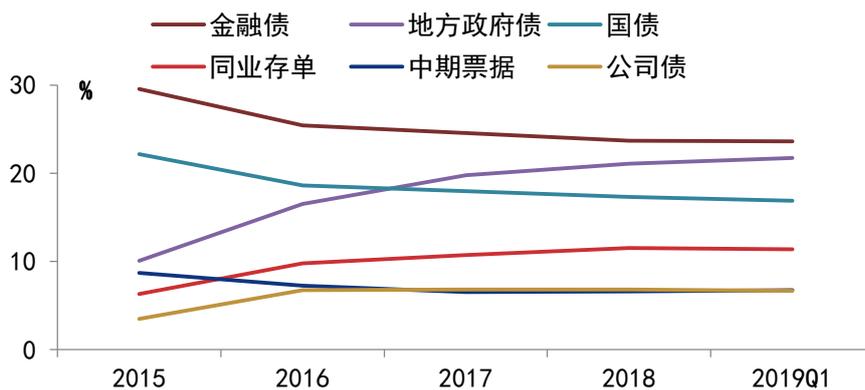


图11：近年以来中国债市主力品种的市场份额变化（从期末余额占债市比重角度）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）地方债阳光化持续推进

财政部最新公开数据显示，截至一季度末，全国地方政府债务余额196194亿元，控制在全国人大批准的2019年全国地方政府债务限额240774.3亿元之内。其中，政府债券193043亿元，非政府债券形式存量政府债务3151

亿元。政府债券余额占地方政府债务余额比重已达 98.39%，在 2018 年末 98.29% 水平基础上进一步提升，相对 2016 年末 69.39% 的水平已经发生显著改变（见图 12）。地方政府债务余额形式加速实现纯债券化，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。

但本文注意到，截至一季度末的非政府形式的存量债务为 3151 亿元，较 2018 年底没有改变。本文同时注意到，李克强总理于 2019 年 3 月做的政府工作报告提出，继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担；而据媒体报道，全国政协委员、财科院院长刘尚希表示，“不存在新一轮债务置换，继续发行置换债券置换的对象仍旧是老的存量债务，规模也是少量的”。综合以上信息以及地方政府债务结构现状来看，推动地方政府债务阳光化，需要加速现有非政府形式存量债务置换，也需遏制地方政府隐性债务扩张。

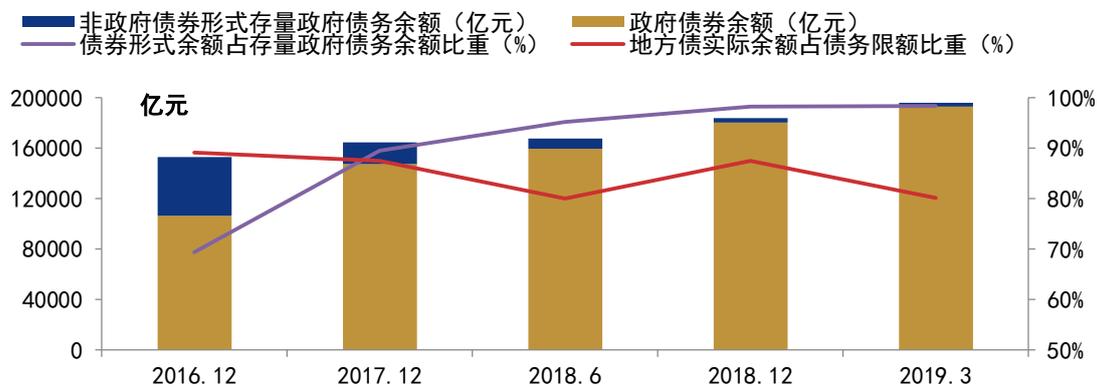


图 12：地方债显性化进程持续推进

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

三、地方债交易市场运行特征分析

（一）整体活跃度远高于往年同期

从存量债券来看，Wind 资讯统计显示，截至一季度末，全国 4353 只存量地方债的余额为 19.164 万亿元³，一季度有交易的债券 1001 只（债券余额 6.6 万亿元），交易券只数占比为 23%，一季度成交额 2.44 万亿元。其中，一季度有交易的存量债券换手率 37.04%，全部债券换手率 12.75%。一季度末存量地方债换手率（12.75%）较往年一季度末均有大幅度提升。从发行债券来看，一季度全国发行的 337 只地方债换手率为 23.11%，其中有交易的债券换手率为 38.04%，也较往年一季度指标有大幅度提升，其中 2018 年一季度发行地方债的换手率为 3.08%，其中有交易的债券换手率为 6.79%。

³根据财政部发布的《2019 年 3 月地方政府债券发行和债务余额情况》，截至 2019 年 3 月末，全国地方政府债务余额 19.6194 万亿元，其中政府债券 19.3043 万亿元，但财政部没有提供 19.3043 亿元存量债券在一季度成交数据。为了分析 2019 年 3 月底的存量地方债在一季度的成交情况，这里采用 Wind 资讯统计的截至 2019 年 3 月末的 19.164 万亿元存量地方债和其一季度交易情况进行统计分析。

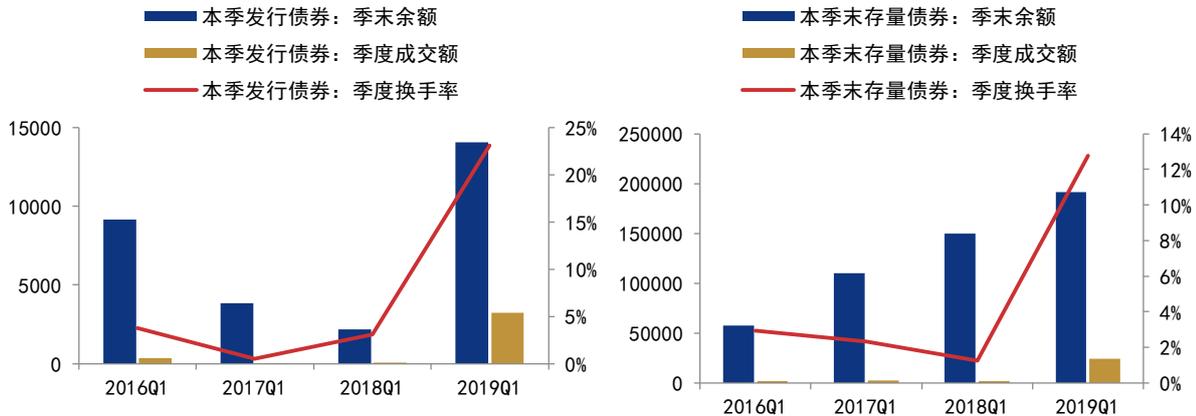


图 13: 各年一季度发行地方债、期末存量地方债在当季交易情况 (亿元、%)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(二) 新债活跃度强于旧债

一季度发行的 337 只地方债(这里称为**新债**, 含新增地方债、置换和借新还旧地方债)的平均换手率为 23.11%, 其中 163 只交易券(数量占比 48.37%)的平均换手率为 38.04%。而截至一季度末的存量地方债中, 剔除一季度发行的地方债, 其余 4032 只地方债(这里称为**旧债**), 在 2019 年一季度的平均换手率为 11.06%, 其中 838 只交易券(数量占比 20.78%)的平均换手率为 36.89%。

上述一季度地方债新债的换手率(23.11%)高于存量地方债中的旧债换手率(11.06%), 同时新债中的交易券比重(48.37%)高于旧债中的交易券比重(20.78%)表明, 地方债新债的成交活跃度明显高于旧债。从事实来看, 图 14 中的两根折线存在的高低差距表明, 地方债新债成交活跃现象近 5 年以来一直存在, 其中 2018 年差距最大, 2019 年一季度次之。这一方面表明地方债(尤其新债)2018 年以来成交活跃度明显提升, 另一方面也反映了我国债券市场普遍存在的新债二级市场流动性强于旧债现象(见图 15)。

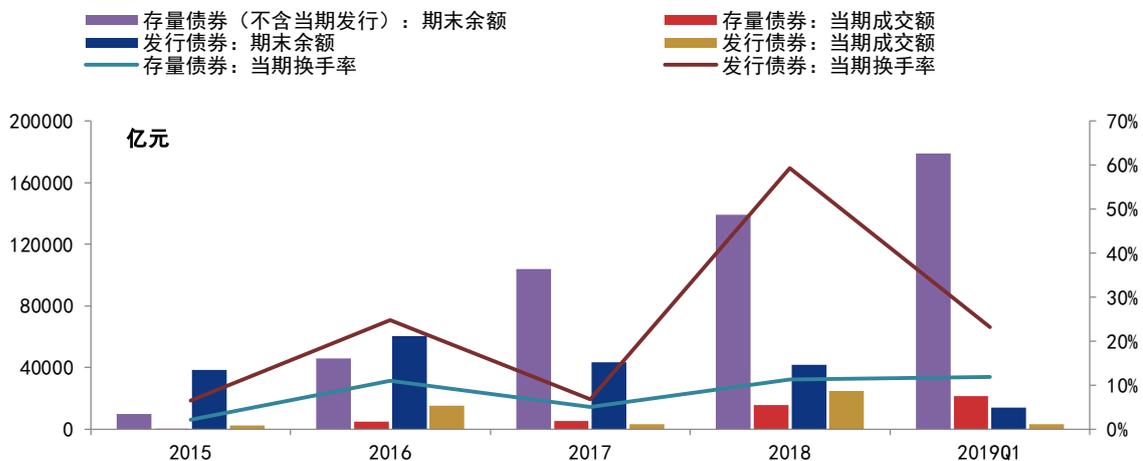


图 14: 2015-2018 各年以及 2019Q1 发行地方债、期末存量地方债在当期交易情况

注：2015至2018各年及2019Q1存量地方债统计均不含当年或当季发行地方债。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

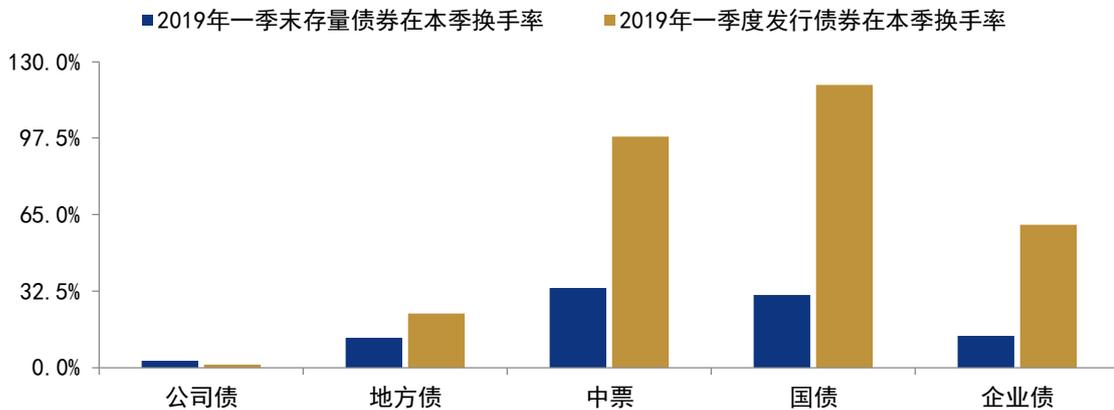


图 15: 2019 年一季度各类债券的新债、旧债二级市场流动性对比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(三) 各地交易状况不均衡

一季度地方债成交活跃度较上年有所回落的同时，各地方债交易活跃度不均匀性很明显。新疆生产建设兵团、安徽、辽宁、青海、贵州等地方债换手率较高，均高于 25%。广西、宁波、深圳、大连、宁夏、甘肃等地方债换手率偏低，均低于 3%。

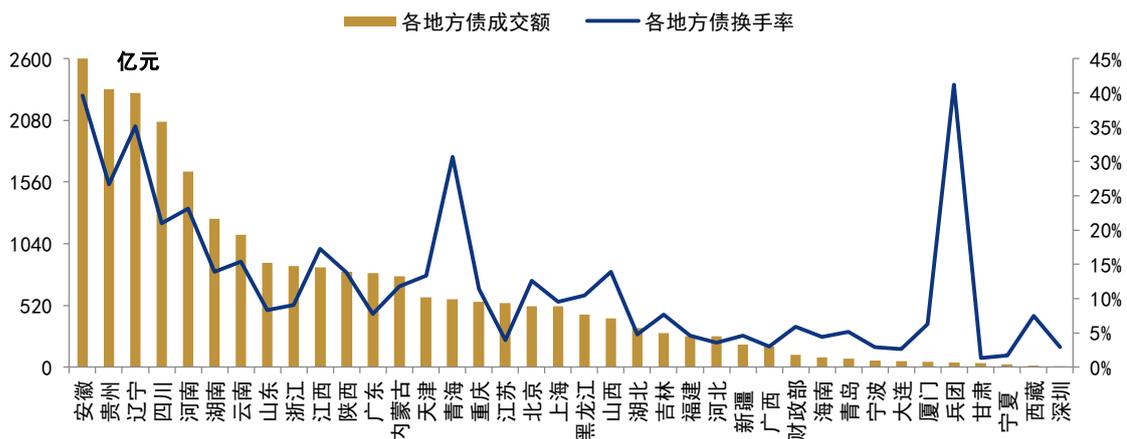


图 16: 一季度各省市区的地方债的换手率比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

由于新疆生产建设兵团（简称兵团）债券（简称兵团债）是按发行人区分的 38 类地方债之中“最年轻”的一类券种，而前文分析了地方债新债交易比旧债活跃，因此截至一季度末存量地方债中，兵团债的高换手率在各地方

债中表现突出。具体来看，作为兵团深化财政管理体制改革的成果，兵团2018年10月、2019年1月发行了2批、8只地方债，共计100亿元。各只债券交易活跃，其中一季度发行的4只债券换手率为45.01%至124.25%不等。

表 2:新疆生产建设兵团债券自启动以来交易情况

发行日期	发行票面利率(%)	发行面额(亿元)	债券期限(年)	区间	区间成交额	区间换手率
2018-10-30	4.25	20	20	2018	30.00	150.00%
2018-10-30	3.94	24	10	2018	16.61	69.21%
2018-10-30	3.75	16	5	2018	8.92	55.77%
2019-01-23	3.49	10	10	2019Q1	12.43	124.25%
2019-01-23	3.49	16.8	10	2019Q1	12.01	71.47%
2019-01-23	3.33	11.2	5	2019Q1	6.31	56.37%
2019-01-23	3.49	2	10	2019Q1	0.90	45.01%
合计/平均	3.77	100	10.64	-	87.18	81.73%

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

四、地方债利率、利差走势分析

(一) 利率走势波动曲折

图 17、18 的曲线显示，一季度地方债一、二级市场利率均呈现曲折波动，从下降到企稳回升，再到缓降。

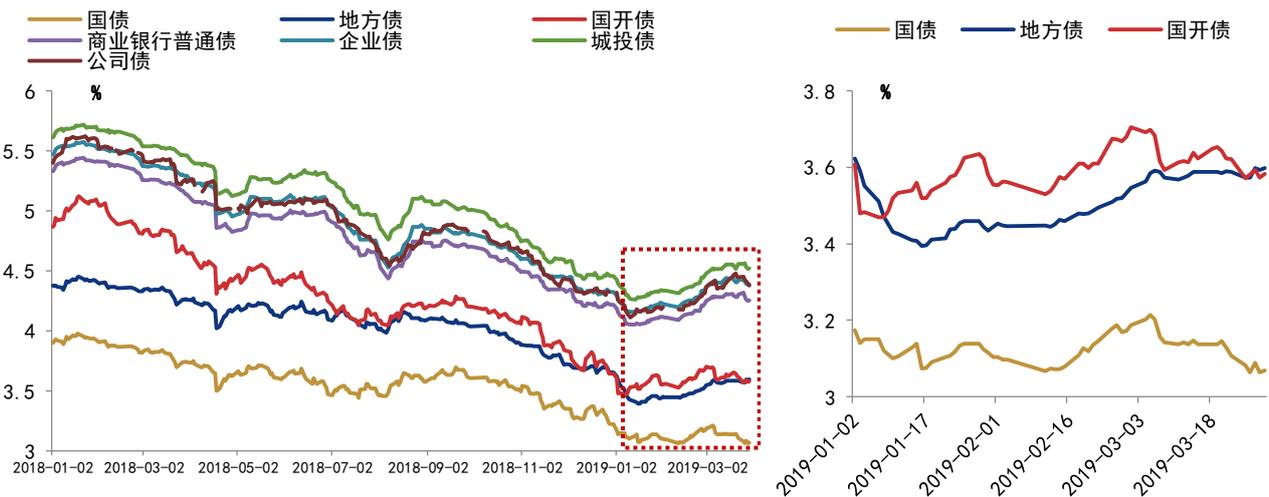


图 17: 10 年期各类债券到期收益率波动情况

注: 国债、国开债均为 10 年期债券, 其余债券均为 10 年期 AAA 级债券。右图为左图红框中的利率债收益率曲线放大后效果。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

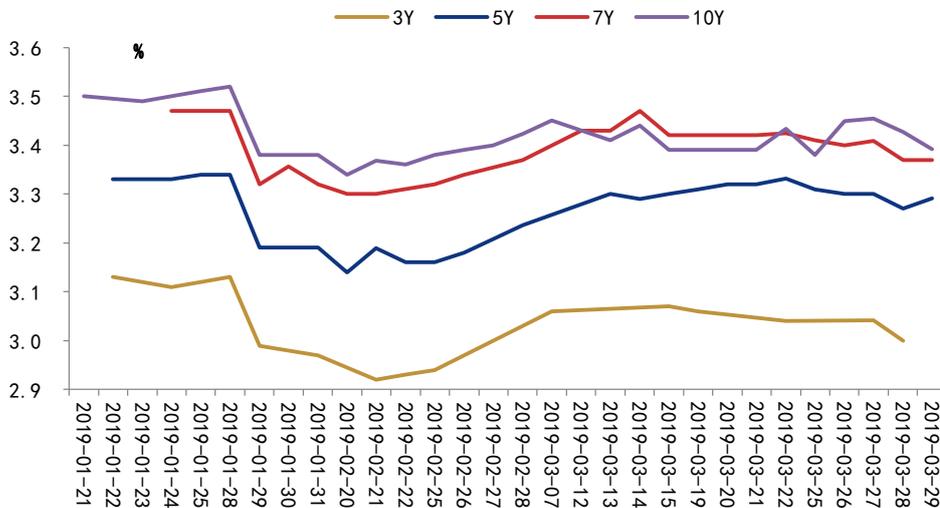


图 18: 从近期主要期限品种个券发行利率变化看地方债发行利率走势

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 资讯，远东资信整理

1 月份至春节收假（2 月 10 日）前，地方债利率走势以降为主。本阶段，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，整个债市利率走势维持下行，地方债也不例外。

2 月中旬至 3 月上旬，地方债利率走势企稳回升。本阶段，由于资金面偏紧，整个债市收益率呈现企稳回升，地方债一、二级市场利率走势也与整个债市走势保持一致，即呈现从下探到企稳回升的变化。

3 月中下旬，地方债利率走势平缓下行。本阶段，受到 3 月份公布的金融数据触底、经济数据偏弱、通胀延续回落以及美联储暗示年内不加息等影响，国债收益率明显下行，地方债一、二级市场利率也随之有所下滑。

（二）发行利差由收窄变走阔

一是“收窄”。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 等影响，1 月下旬至 2 月下旬，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，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 日至 28 日发行的 11 只地方债，按发行额加权利差为 37.57 BP；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。本阶段的地方债利差收窄，不仅有利于节省地方债融资成本从而加快发行进度，也有利于缓和市场供不应求局面。

二是“走阔”。2 月 26 日以来截至 3 月底，各期限地方债利差基本上持续上涨。其中，5 年期的利差从 13.27BP 升至最高 34.23BP，10 年期的利差从 20.22BP 升至最高 37.66BP。本阶段的地方债利差走阔，反映 3 月份国债利率

降幅高于地方债（图 17）。尤其 3 月下旬以来，各期限的地方债利差已经普遍高于 25BP 的下限门槛。这表明，3 月份以来，尽管地方债发行利率曲线缓降，但国债收益率降幅更大，从地方债利差角度反映出，地方债发行难度从边际上有所增加。下述图 20 统计表明，受到地方债利差增大等的影响，4 月份地方债发行进度已明显放缓。

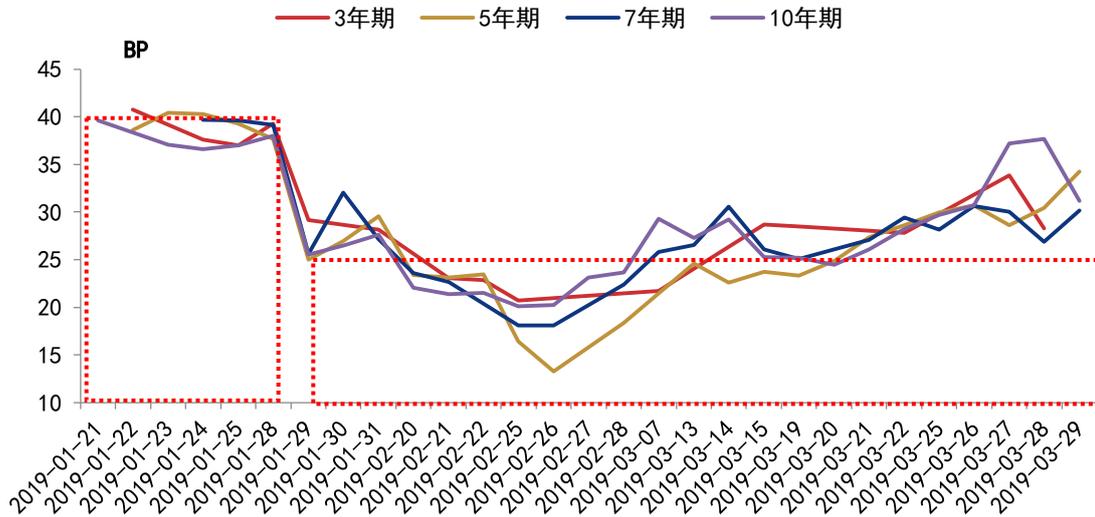


图 19：2019 年一季度地方债主力期限产品的发行利差走势

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

五、地方债市场运行展望

一是从宏观经济环境来看。最新统计显示，2019 年一季度我国 GDP 同比增长 6.4%，较上年同期 6.8%、上年全年 6.6% 的增速均有所下降，稳中趋缓的 GDP 走势表明，当前国民经济仍然存在稳增长压力。从增长动能来看，国家统计局新闻发言人毛盛勇表示，尽管一季度投资增速稳定，但资本对经济贡献率为 12.1%，比上年同期回落 28.3 个百分点。我们从上述图 9 关于近期固定资产投资、基建投资累计增速走势曲线中也可以看出，2018 年三季度以来，尽管固定资产投资、基建投资增速企稳回升，但仍明显低于往期累计同比增速。**应对宏观经济稳增长压力，地方债在发力基建补短板方面仍将发挥重要作用，以提升投资在国民经济中的动能。**

二是从融资环境来看。进入今年 4 月以来，国债到期收益率止跌反弹并有所回落，其中 10 年期国债收益率在 3.13%-3.43% 范围内震荡，但仍明显高于一季度徘徊于 3.06%-3.21% 区间的水平。进入 4 月以来，受基准利率走势等的影响，地方债收益率明显较一季度有所抬升，地方债利差水平在走阔后趋稳（见图 20）。受地方债融资成本增加等的影响，2019 年 4 月，地方债总共发行 54 只、2266.76 亿元，发行额缩减为 3 月份的 36.3%，为最近 4 个月以来最低，其中发行的 10 年期债券大部分债券的利差超过 40BP。从地方债融资环境的后续变化来看，**在宏观**

经济增速稳中趋缓的背景下，以及减税降费财政政策的强力推动下，地方政府综合财力增长将承受压力⁴，客观上将刺激地方债利差进一步走阔或维持在较高状态，从而对后续地方债发行带来融资成本压力。

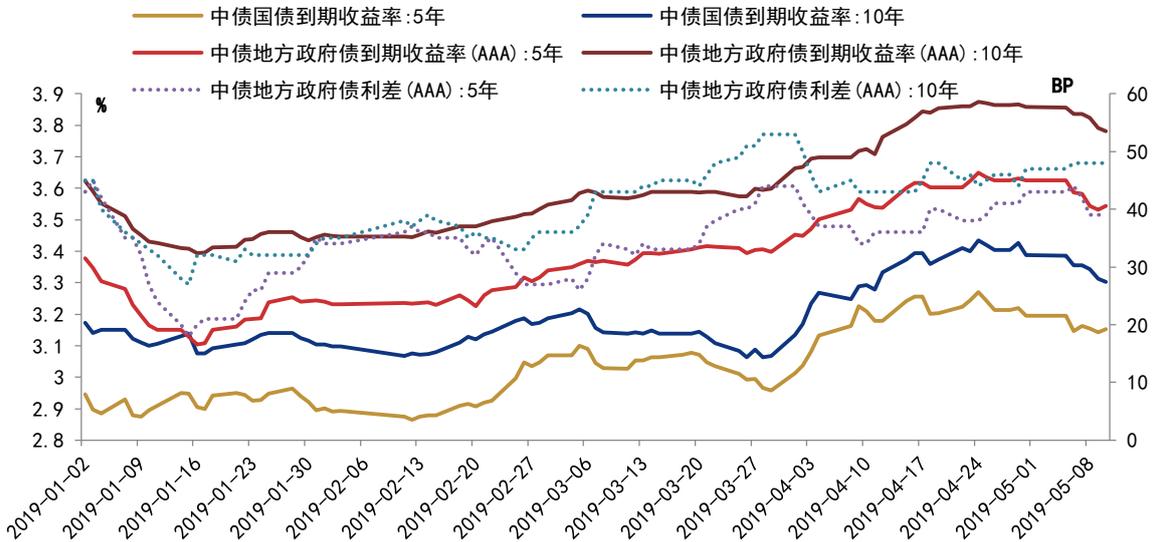


图 20：2019 年 1-5 月 10 年期和 5 年期的地方债、国债到期收益率走势与地方债利差走势

注：数据统计截至 2019 年 5 月 10 日。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

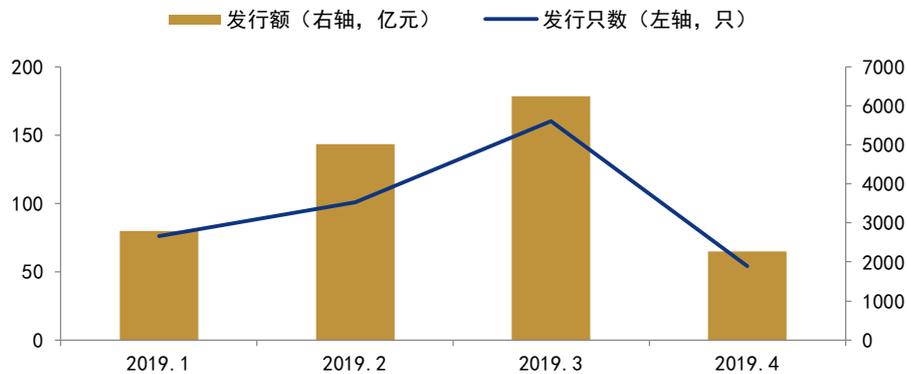


图 21：2019 年 1-4 月地方债发行进度

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三是从政策环境看。结合近期出台的有关政策来看，下述几点内容值得关注：

⁴ 财政部提供的数据显示，2019 年 1-4 月累计，全国地方一般公共预算本级收入 37984 亿元，同比增长 6.1%，增速较上年同期 9.5%、上年全年 7%、前值 6.8% 均有所回落；全国地方政府性基金预算本级收入 18302 亿元，同比下降 5.4%，增速较上年同期 37%、上年全年 23.8% 大幅回落，比前值（下降 7.1%）降幅有所缓解。

地方债监管重在防控风险。在“疏堵结合”的地方政府融资监管政策推动下，近年地方债增量规模呈现波动性增长，存量规模持续快速增长。从运行风险看，近年地方债规模一直维持在限额管控范围，截至一季末，全国地方政府债务余额 196194 亿元，占 240774.3 亿元债务限额的 81.48%。地方政府综合财力对债务余额仍有充足保障（参见远东资信微信文章——《2018 年度地方债运行情况》、《2019 年 1 至 2 月地方债运行情况》），虽局部地区负债风险相对偏高，但地方债总体上风险可控。展望地方债未来运行，随着 2019 年内剩余近 2 万亿元新增债券限额的投放，以及继续推进置换债券、借新还旧债券发行，在大规模投放地方债发力基建补短板的同时，防控地方债风险、守住不发生系统性风险的底线将是地方债监管重点。我们从最新政策表述来看，中央有关政策对防控地方债风险高度重视。例如：李克强总理在今年两会期间做的《政府工作报告》有一处提到了“地方政府债”，具体表述为，“稳步推进结构性去杠杆，稳妥处置金融领域风险，防控地方政府债务风险”。再如，今年两会期间，财政部做的《关于 2018 年中央和地方预算执行情况与 2019 年中央和地方预算草案的报告》提到了“加强地方政府债务管理，较大幅度增加地方政府专项债券规模，积极防范化解地方政府债务风险，促进经济持续健康发展和社会大局稳定”。

地方债发行进度仍将按照原定目标推进。尽管受融资成本增加等的影响，4 月份地方债发行进度显著放缓，但在《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）⁵等政策的推动下，以及宏观经济稳增长需求的推动下，地方债仍有望在今年前三季度基本发行完毕，这意味着今年二、三季度将基本上对剩余 61.5% 的地方债新增限额、即 18900 余亿元的新增债券额度消化完毕（不含置换和借新还旧债券）。

地方债发行定价将进一步提升市场化运作水平。财库〔2019〕23 号文提出“进一步提升地方债券发行定价市场化水平”，从与 2018 年财政部《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）对照来看，此次重申地方财政部门、地方债券承销团成员、信用评级机构及其他相关主体应当进一步强化市场化意识，严格按照市场化、规范化原则做好地方债券发行相关工作，并新提出了地方财政部门应当将地方国库现金管理与地方债券发行脱钩，不得在地方国库现金管理招标评分体系中，将 2019 年及以后年度发行地方债券的认购情况作为评价因素。财库〔2019〕23 号文还明确了地方财政部门应当在加强与承销团成员沟通的基础上，在招标发行规则中合理设定承销团成员最低投标比例、最低承销比例、最高投标比例、债券投标利率区间上下限、单一标位投标量等技术参数要求。其中，单一标位最高投标量不得高于当期债券计划发行量的 35%。而财库〔2018〕61 号文并未列举上述具体技术参数，也未明确设置单一标位最高投标量的限制。这表明，未来地方债发行将从规范招标发行规则、合理设置投标技术参数、国库现金管理与地方债券发行脱钩等多个方面来提升地方债发行的市场化运作水平。

⁵财库〔2019〕23 号文强调，各地应当合理把握发行节奏，切实加快债券发行进度，2019 年 6 月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在 9 月底前完成全年新增债券发行。

【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。