

发行持续受捧、交易显著升温 发力稳基建亟待限额提前下达
——2019年前三季度地方债市场运行扫描

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

摘要

2019年前三季度（考察期），地方债全部公开发行并获得AAA评级，发行额同比增长10%且高于2018全年，受积极财政政策驱动，第三季度创发行高峰。样本地方债认购需求持续热烈，基于利差、规模、结构等优势因素，市场热度明显强于国债、政策金融债。地方债市场结构显著改变，项目收益专项债迅速崛起。

考察期内，大规模地方债投放促进了基建投资增速企稳回升，但增速依然平缓，四季度地方债亟待提前释放明年新增额度，持续发力基建补短板。

交易市场方面，前三季度全体存量地方债总体换手率为37.54%，呈现自2018年以来的加速抬升之势，达到“后43号文”以来的成交活跃度顶峰，这与地方债一级市场发展具有相互促进作用。

信用风险方面，地方政府负债率远低于欧盟60%的警戒线，表明地方债整体信用风险得到有效控制。从各地比较来看，数据证实，东部发达省市的地方债信用风险相对偏低，对应信用利差也相对较低；青海、贵州、海南、云南、宁夏、辽宁、内蒙等地信用风险相对较高，但地方债均控制在限额范围。

后续展望来看，地方债亟待落实新增限额，继续发力基建补短板，为稳增长、惠民生、促转型做贡献。鉴于违约形势常态化和以稳健型投资者为主的投资者结构，地方债市场仍维持较高需求热度。从政策环境来看，财政收支平衡压力下，地方债风险防控将更加严格、规范。国发〔2019〕21号文政策推出以及地方政府深入挖潜增收，有利于缓解减税降费压力，支持地方债平稳有序运行。

相关研究报告：

- 1.《2019年1-7月地方债运行分析》，2019.08.26
- 2.《2019年一季度地方债运行分析》，2019.05.27
- 3.《首批柜台地方债运行实际情况分析》，2019.04.10
- 4.《2019年1至2月地方债运行情况》，2019.03.11
- 5.《2018年度地方债运行分析》，2019.02.20

一、发行情况

(一) 累计发行额已超 2018 全年，三季度发行进度明显加快

在国务院提前下达地方债新增限额并推动落实下，2019 年前三季度（简称前三季度，考察期）全国 37 个主体合计发行地方债 1056 只，全部为公开发行业并且获得 AAA 信用等级；发行利率 2.83%-4.28% 不等，平均 3.45%；发行额 41822.04 亿元，同比增长 10.08%，且较 2018 年全年发行额 41651.67 亿元多增 170.37 亿元。其中，一般债券累计发行 16675.78 亿元，专项债券累计发行 25146.26 亿元，专项债累计发行额占比 60.13%。期限结构上，按金额从高到低排序，5/10/7/30 年期品种发行额较多，发行额分别占比 32.30%/28.47%/16.81%/8.98%，合占 86.57%。

其中，一季度发行额创历史高峰，二季度受融资成本增加等原因（详见远东资信发布的《2019 年 1-7 月地方债市场运行分析》）有所放缓，三季度发行进度达到前三季度峰值，表明在政策驱动下，各地政府明显加快发行进度。由于 2019 年前三个季度地方债发行额较往年同期均匀，2019Q3 地方债发行额不及 2017Q3、2016Q3 水平。

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，争取在 9 月底前完成全年新增债券发行。从实际发行来看，根据财政部最新公布数据，2019 年 1-8 月累计，全国发行新增债券 28951 亿元（包括新增一般债券 8894 亿元、新增专项债券 20057 亿元），发行置换债券和再融资债券 10675 亿元。我们将其对照 3 月份经全国人大批准的 2019 年地方政府新增债务限额 30800 亿元（一般债券 9300 亿元+专项债券 21500 亿元）来看，截至 8 月累计发行的新增债券已占全年新增限额的 94%，其中一般债券新增限额已用 95.63%，剩余额度 406 亿元；专项债券新增限额已用 93.29%，剩余额度 1443 亿元。

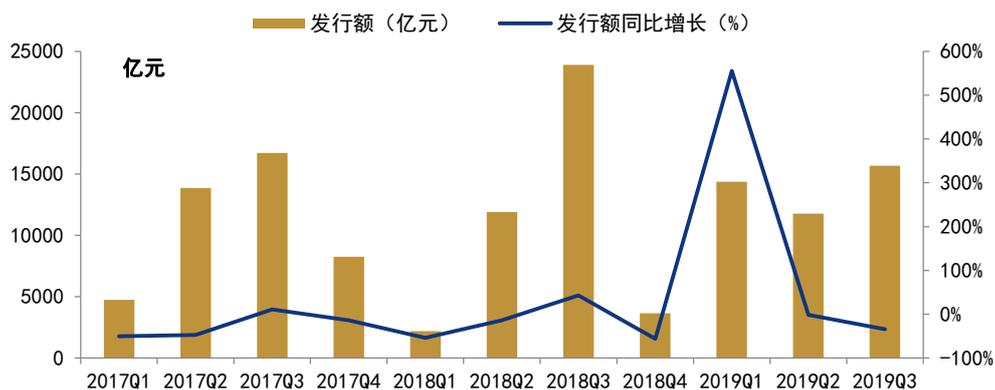


图 1：2019 年前三季度地方债发行进度及其与往年各季度对比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

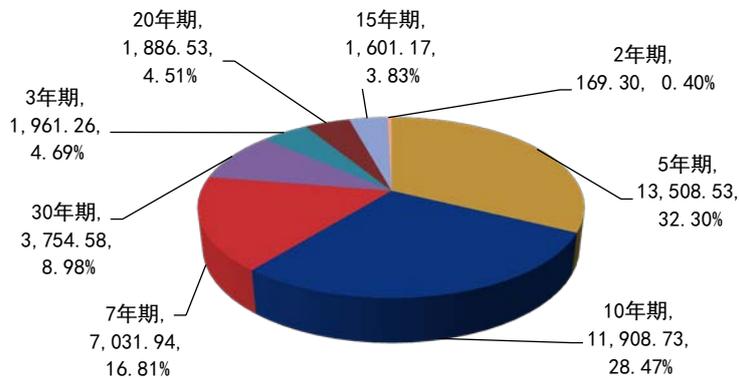


图2：2019年前三季度发行地方债的期限结构（亿元，%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）二、三季度市场需求热度较一季度降温，但仍是利率债中需求最热券种

从考察期发行的 345 只地方债市场需求来看，这批地方债受到了市场热捧，平均认购 15.21 倍，最低 2.85 倍，最高 60.13 倍。尤其 1 月份随着地方债提前开闸，需求市场极为火爆，37 只地方债平均认购 29.77 倍。从图 3 看出，5 月下旬至 9 月份，地方债样本券的认购倍数基本稳定在 15 倍左右。对比来看，考察期发行的地方债样本平均认购倍数（15.21 倍）远远高于同期发行的国债、政策银行债样本平均认购倍数（分别为 2.85 倍、3.65 倍），表明地方债持续成为较受市场欢迎的一类利率债券种。这与地方债信用风险低、相对国债具有利率优势、财政政策大力支持、近期违约形势下地方债主要购买者（商业银行）稳健审慎投资心态有关。

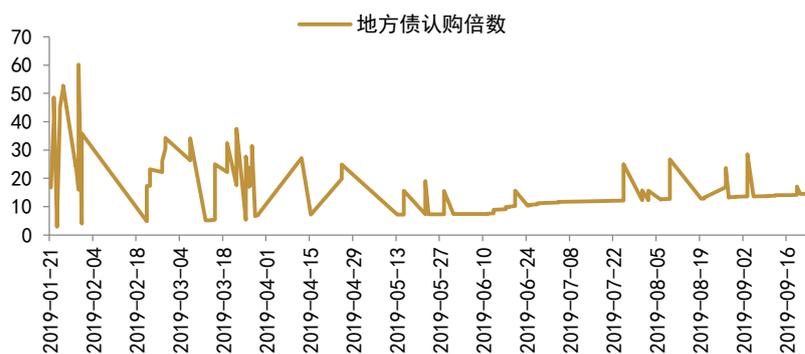


图3：前三季度发行的地方债认购倍数走势（单位：倍）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）项目收益专项债市场地位不断提升

前三季度，各地发行专项债券 25146.26 亿元、一般债券 16675.78 亿元，专项债发行额占 60.13%。从发展来看，2015 年以来地方债发行额中，专项债发行额占地方债比重明显增长，从 2015 年占比 25.41% 增至 2018 年占比 57.13%，

19年前三季度进一步提升至60.13%。尤其项目收益专项债发行量剧增，从2017年的2867.02亿元增至2019年前三季度的19962.18亿元，占地方债发行额比重则从7.48%猛增至52.05%。

综合上述针对图4所示数据的统计分析来看，2015年至今，地方债发行券种结构从以一般债券为主体向以项目收益专项债为主体的显著变化，一方面受到了国土资规〔2017〕17号、财预〔2017〕89号及97号、财预〔2018〕28号文等项目收益专项债相关政策推动的影响，也受到了宏观经济和政府性基金收入增速下行的形势倒逼的影响（强调项目收益与融资自求平衡，减轻地方政府专项债务对于政府性基金收入的依赖性）。项目收益专项债市场的迅速崛起，一方面有利于精准发力各类准公益性项目，加大地方债惠民生力度，也有利于推进地方债发力基建补短板，托底经济增长。

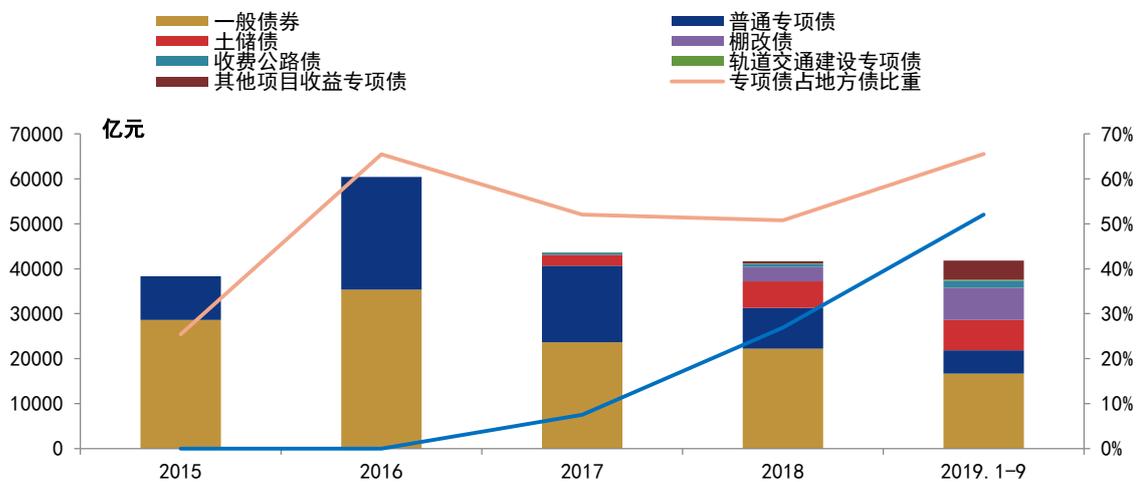


图4：近年我国地方债发行市场结构变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）各地发行额度不均，湖南、河北发行额增长明显

各地区（辽宁、山东、浙江、福建、广东的债务与财政数据，分别不含大连、青岛、宁波、厦门、深圳数据，下同）前三季度发行额维持梯度差异，与各地财政实力、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，江苏地方债发行2702.3亿元，稳居全国第一，其次为山东、湖南、河北、四川等地，发行额均超过2000亿元，再次为广东、湖北、浙江、河南、安徽等地，发行额均超过1500亿元。

从与2018年地方债发行额排名比较来看，湖南（18年发行额第8位升至19年前三季度第3位）、河北（18年度发行额第7位升至19年前三季度第4位）地方债排名提升。其中，河北地方债排名抬升与贯彻雄安新区建设重大战略有关，前三季度河北地方债发行2220.44亿元，较2018全年增长4.57%；其中，前三季度河北发行5只合计累计400亿元雄安新区建设债券，占全省地方债发行额的18.01%。发行数量方面，四川省以发行117只地方债居于各地之首，以专项债为主；大连市发行的6只地方债合计54.18亿元，发行金额、数量均为各地最小。

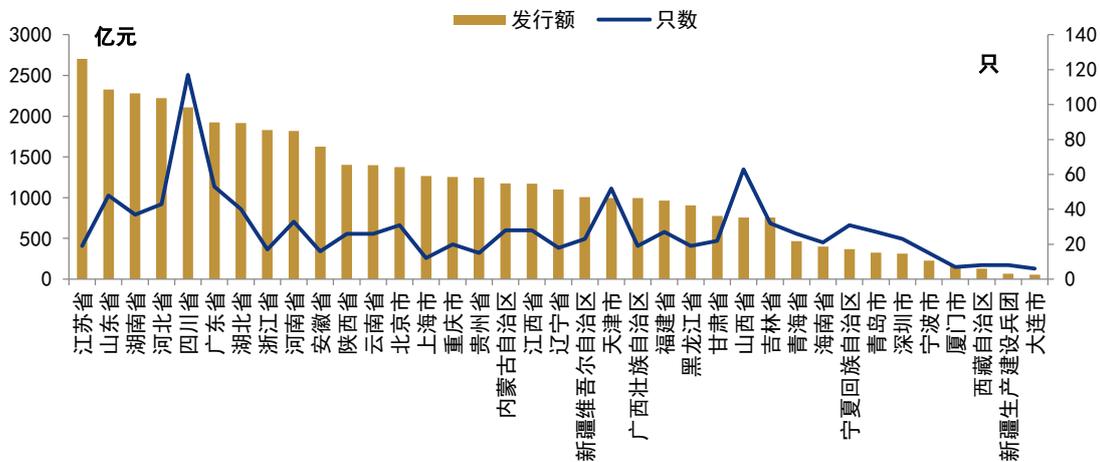


图5：各地区前三季度地方债发行情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（五）发力基建补短板成效不强，进一步发力亟待明年新增额度落实

2018年尤其下半年以来，在复杂内外形势下，我国GDP增速稳中趋缓，目前依然面临下行压力。其中，基础设施建设投资增速2018年下半年下行极为显著。针对2018年以来整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多，2018年10月，国办发布《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，“聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度，进一步完善基础设施和公共服务，提升基础设施供给质量，更好发挥有效投资对优化供给结构的关键性作用，保持经济平稳健康发展”。

作为稳基建的重要手段（地方债相当一部分投放于基建项目），在财政部政策驱动下，图1显示，地方债2018年三季度发行市场井喷（相比2018年前二季度），2019年一季度提前大幅放量（发行额同比增长5.4倍），且新增额度要求三季度提前用完。在财政部（发力地方债）、发改委（批基建项目）发力基建补短板的推动下，2018年四季度以来我国基建投资额增速止跌回升；但从2019年初以来的表现来看，基建投资增速总体上呈现平稳增长，仅在3.8%-4.4%徘徊，远低于2015年至2018年上半年持续10%以上的增速水平，也低于同期消费支出代表性指标——社零指标同期保持8%以上的增速水平，而且基础设施密度低于发达国家水平，表明基础设施投资仍有快速增长潜力，地方债在推动基建投资建设方面还有待继续发力。由于依据财政部近期出台的政策，各地争取今年9月底发完全年新增地方债额度，因此后续地方债发行有待明年新增额度提前下达。

针对当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大，今年9月4日召开的国务院常务会议确定加快地方政府专项债发行使用措施，带动有效投资支持补短板扩内需。会议要求，根据地方重大项目建设需要，按规定提前下达明年专项债部分新增额度，确保明年初即可使用见效，并扩大使用范围，重点用于交通基础设施、能源项目、生态环保项目、民生服务、市政和产业园区基础设施等方面，不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。对于符合重点投向的重大基础设施领域，专项债可作为项目资本金。

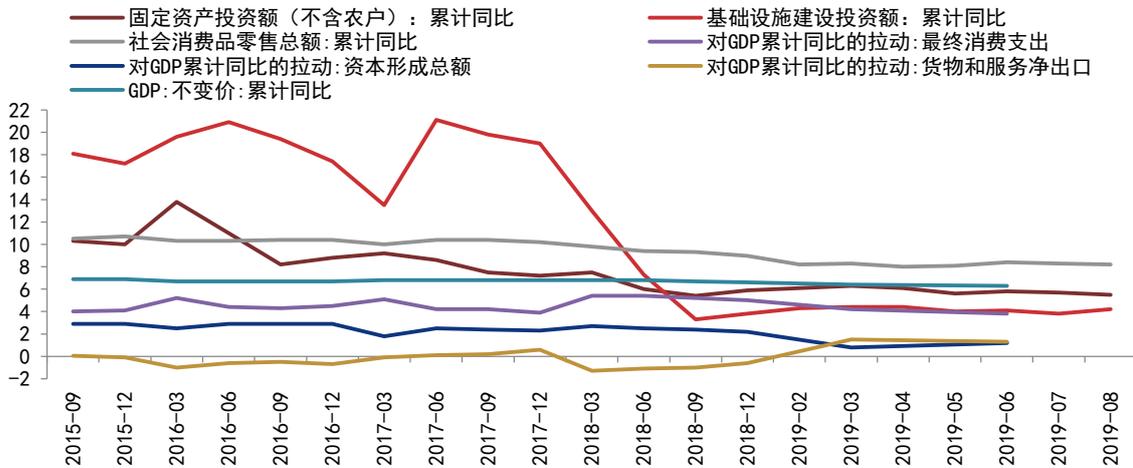


图6：近期GDP、基建投资增速等宏观经济指标增速

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、交易情况

(一) 整体活跃度加速提升

根据 Wind 资讯的统计，21.14 万亿元的考察日存量地方债，在考察期内的成交量为 7.2 万亿元，总体换手率为 37.54%，其中交易券换手率 62.64%，交易券只数占比为 39.33%。图 7 显示，近 3 年来，历年前三季度地方债换手率呈现逐年递增。考察期内的存量地方债换手率已超过 2016 年前三季度水平。2019 年内地方债交易市场活跃度的提升，与地方债一级市场持续火爆对二级市场发展的带动作用，以及以柜台地方债推出为标志性事件之一的地方债投资者结构多元化有一定的关系。

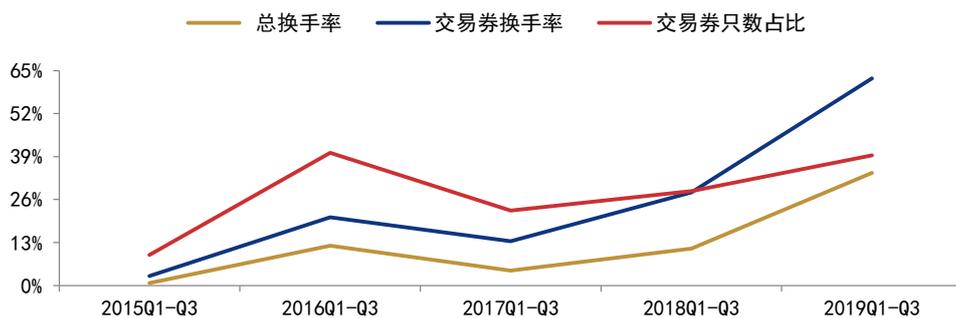


图7：近年地方债二级市场活跃度变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

(二) 内部活跃度高度分化

分地区来看，地方债交易活跃度不均匀性显著：青海、安徽、辽宁、江西、贵州、北京、上海、湖南等地方债换手率较高，均高于 50%；甘肃、大连、陕西、宁波、宁夏、江苏等地方债换手率偏低，均低于 10%。在换手率较

高的区域，包括了地方债信用风险相对较高、利差也相对较高的贵州、辽宁、青海等地，也有东部发达地区的北京、上海、广东、浙江等地。

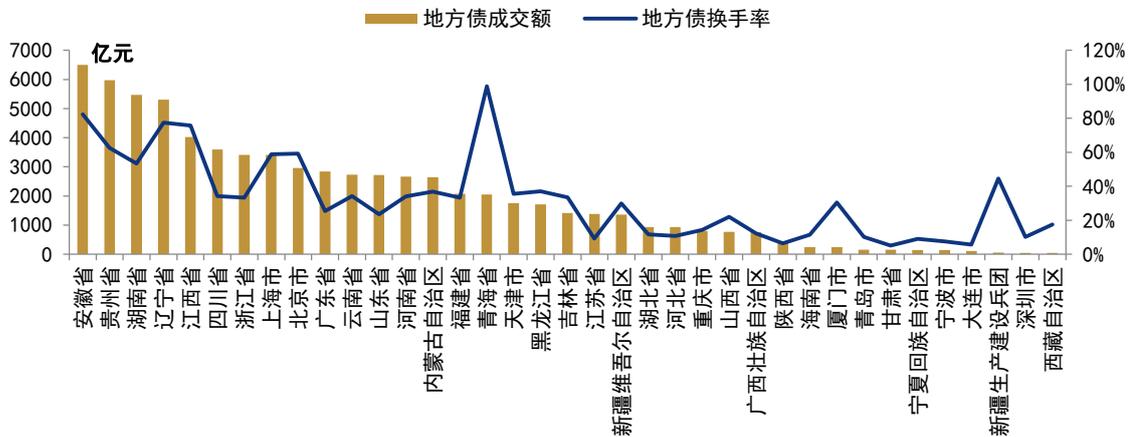


图 8：考察期内各地存量地方债的换手率比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

分个券来看，考察期内存量个券换手率分化极为显著。17 辽宁债 05、16 吉林债 10、18 安徽 06、18 安徽债 01、17 湖南 08、15 福建债 46、18 上海 14、18 北京债 09、18 贵州债 02、18 江西 10 等 10 只债券考察期换手率均超过 2000%。同时，有 60.67% 的存量个券在考察期没有成交记录。

三、信用风险

截至 2018 年末，全国地方政府债务余额 183862 亿元，距离全国人大批准限额还有 12.44% 的债务空间率，全国政府负债率（年末中央和地方政府债务余额/年度全国 GDP）为 37.04%，地方政府负债率为 20.42%，远低于欧盟 60% 的警戒线，并低于主要市场经济国家和新兴市场国家水平，表明我国地方债整体信用风险得到有效控制。

具体从各地比较来看，图 9 关于 2018 年末各地方政府负债率显示，青海/贵州/海南/云南/宁夏/辽宁/内蒙等地方债信用风险较高，2018 年末负债率均超过 36.5%，其中青海/贵州负债率在 60% 左右；深圳/西藏/青岛/厦门/广东/河南/北京/江苏/上海/山东等地 2018 年末负债率均低于 15.5%。上述地方政府负债率数据结合图 10 显示的考察期内各地方政府债平均发行利差则证实，东部发达省市的地方债信用风险相对偏低，对应信用利差也相对较低。

近年以来，贵州省大力推进市政交通等公共设施建设的同时，维持较高的政府债务率水平。与此同时，该省 GDP 增速明显高于全国总体水平，一般公共预算收入与政府性基金收入实现稳定增长，获得了中央财政转移支付的持续稳定支持，且该省地方债规模一直控制在财政部下达的债务限额之内。根据截至考察日的 150 只存量地方债统计，剩余期限分布较为分散，平均剩余期限 5.47 年，1 年内到期地方债约近 800 亿元，2 年内到期地方债约近 2500 亿元，相对于综合财力而言，近期贵州地方债集中兑付压力小。

近年以来，青海省 GDP 保持较快增长，财政收入保持稳定增长，持续得到中央财政大力支持；且政府债务偿还期限分布较为分散，集中偿付压力较小，总体债务风险可控，近年末债务余额均控制在财政部下达的债务限额之内。根据截至考察日的 133 只存量地方债统计，平均剩余期限 4.84 年，1 年内到期地方债 160 余亿元，2 年内到期地方债约近 300 亿元，相对于综合财力而言，近期青海地方债集中兑付压力小。

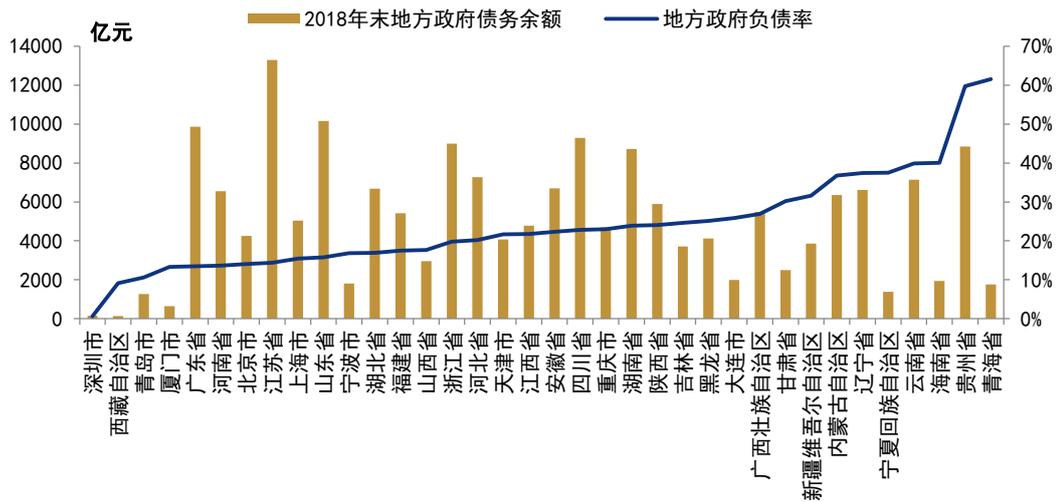


图 9：2018 年末各地方政府负债率情况

注：地方政府负债率=当年末地方债余额/当地当年 GDP。

资料来源：各地方债信息披露文件、Wind 资讯，远东资信整理

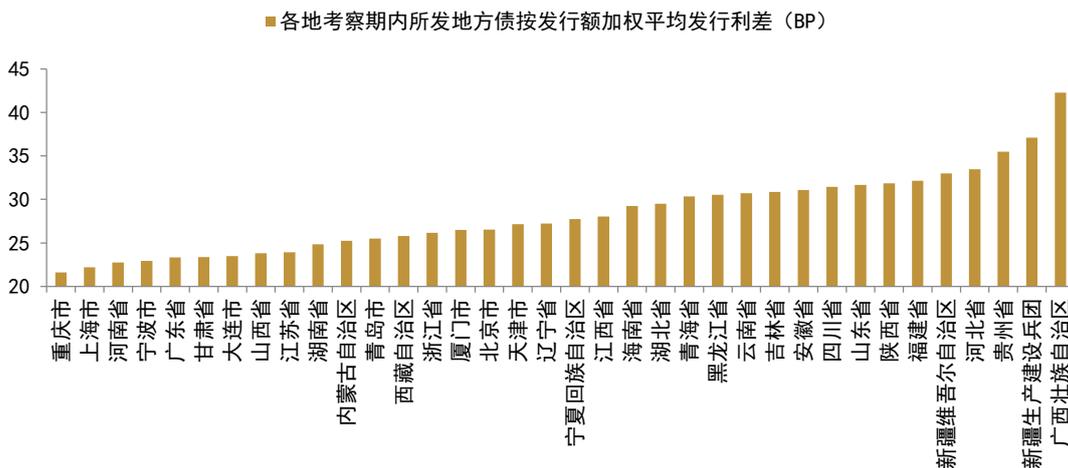


图 10：考察期内各地方政府债的平均发行利差比较

注：发行的地方债样本，剔除了存在特殊期限的样本。

资料来源：各地方债信息披露文件、Wind 资讯，远东资信整理

四、后续展望

宏观经济层面来看，内外复杂严峻形势下，我国宏观经济依然面临下行压力。在此背景下，伴随明年地方债新增限额提前释放，而且在专项债融资新政的加杠杆作用下，地方债在发力基建补短板方面仍将进一步发挥积极作用，为稳增长、惠民生、促转型做出一定贡献。

市场层面来看，2018年以来信用债市场违约趋于常态化，2019年以来违约形势虽有所缓和，但依然频繁发生违约，投资者避险情绪也较为明显，同时受地方债稳定以商业银行为主的投资者结构影响，我国地方债市场仍然有望维持较高的需求热度。

政策层面来看，大规模减税降费政策背景下，近期地方政府财政收入增速下行明显，财政收支平衡压力有所加剧，客观上也给地方债运行造成一定压力，但守住地方债风险底线的政策导向不会改变，地方政府显性及隐性债务风险防控将愈加严格、规范，“疏堵结合”政策举措将进一步强化。以近期新政为例，国发〔2019〕21号文《实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案》关于消费税征收环节下划至地方，以及从生产下移至消费，有望扩大消费税税基从而增加地方政府税收收入，加上地方政府深入挖潜增收推动非税收入增长，一定程度有利于缓解大规模减税降给地方政府带来的财政收支平衡压力，增强地方债偿还的财力保障，促进地方债市场平稳有序运行。

【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余年的丰富经验，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。