作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

疫情下为稳增长再度提前开闸，偿债压力上行但风险依旧可控——近期地方债市场运行要点解析

摘 要

2020 年前 5 月（简称前 5 月），全国地方债发行额同比增长 65.13%，系 09 年重启地方债发行以来历史同期最高水平；同时，地方债继 19 一季度前开闸之后再次提前发行，受到了复杂外部形势叠加新冠肺炎疫情背景之下，中央多次提前下达新增地方债额度以稳经济、保民生等政策和形势影响。

前 5 月，10 年期（含）以上地方债发行额占比 84.79%，继 19 年增至 46.83%基础上继续攀升，表明地方债发行期限加剧长端化，这与财政部鼓励提高长期债券发行，财政收支紧平衡局面下地方政府延缓地方债到期债务压力有关，同时反映地方债期限结构与项目投资回收期相匹配需求。前 5 月，专项债呈现出发行规模及其比重“双增长”局面，表明其在地方债发行市场中的地位继续强化，这与专项债本身特点、当前宏观经济形势、积极财政政策驱动有关。

应对新冠肺炎疫情冲击，在更加积极的财政政策和更加灵活适度的稳健货币政策等作用下，前 5 月地方债融资成本走势总体以降为主。以 10 年期、30 年期地方债等代表品种为例，前 5 月发行利率明显以降为主，先降后升，发行利差震荡下行。

15 年底至 20 年 5 月底，地方债券余额占债市余额从 9.95%递增至 22.91%，地方债总体偿债压力也（将）有所提升，表现为地方政府负债率增加、地方债到期金额上涨等。其中，地方政府负债率从 18 年的 76.6%增至 19 年的 82.9% ，考虑 20 年财政预算等状况和未来地方债存量、到期金额变化，地方债偿债压力仍有上升趋势。但考虑 19 年地方政府负债率距离 100-120%的国际风险警戒线标准仍有 17.1-37.1 个百分点差距，同时中央对地方债实施严格限额管理的做法和打击隐性负债、严防地方债运行风险的政策导向不会转变，未来地方债偿债风险虽有上行压力，但仍将居于安全可控范围。

相关研究报告：

1.《中国地方政府专项债券市场运行分析》，2020.06.02
2.《远东资信：探索中国地方政府专项债券评级新角度》，2020.05.13
3.《一文看透 2020 年中国地方政府债务风险》，2020.04.10
4.《地方债信用评级迎来规范发展新局面》，2020.03.17
5.《从“万亿专项债限额提前下达”说开去》，2020.01.15

一、发行进度再次提前，发行规模创历史新高

2020 年前 5 月（简称前 5 月、考察期）累计，全国地方政府债券发行 959 只、发行额 31997.26 亿元，累计发行额同比增长 65.13%，维持自 2019 年（同比增长 121.04%）以来的高增态势，创下 2009 年重启地方债发行以来历史同期最高水平；同时，2020 年初以来，地方债继 2019 年提前开闸之后再次提前发行。地方债再度提前开闸，受到了复杂外部形势叠加新冠肺炎疫情背景之下，中央多次提前（相对往年于两会期间）下达新增地方债额度以稳经济、保民生等政策和形势的影响。具体分析如下。

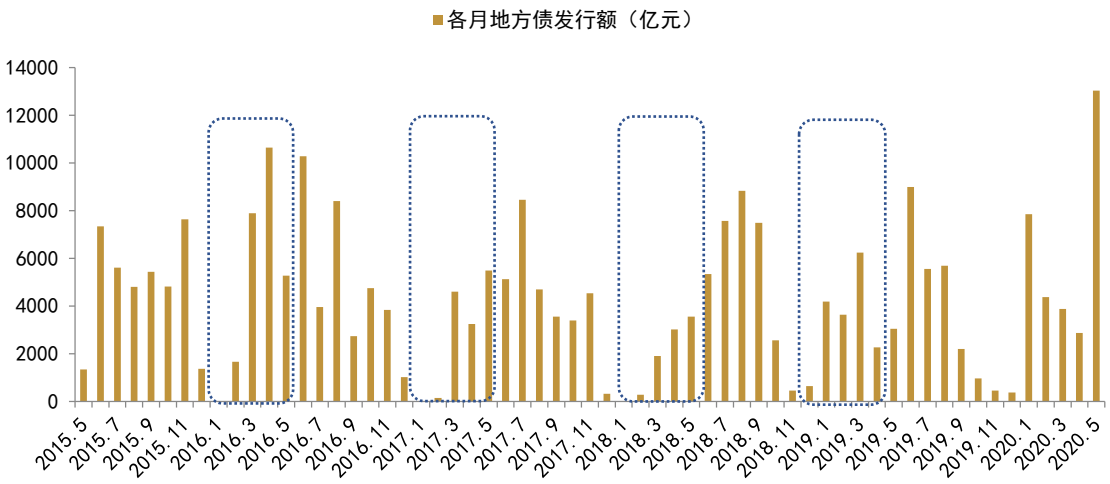

图 1：近年各月地方债发行额变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

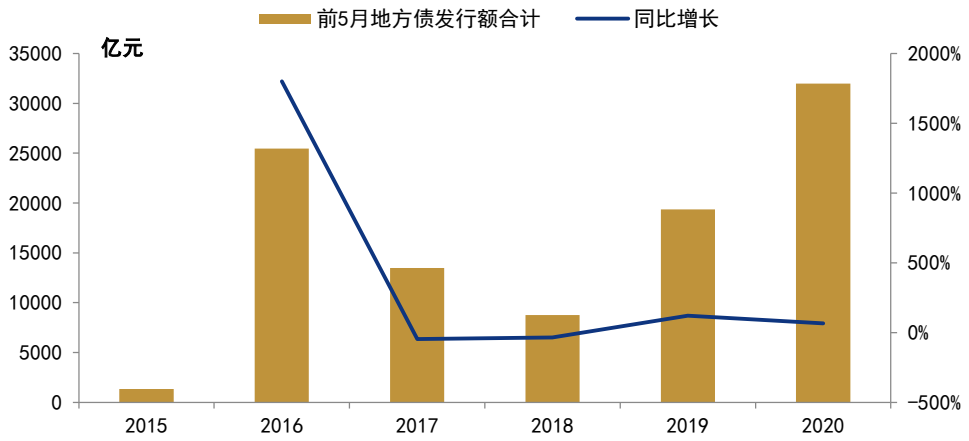

图 2：历年前 5 月地方债发行额变化

注：2009-2014 年地方债均在 6 月份或之后启动发行。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

1 月份发行地方债 7850.64 亿元，全部为新增地方债，同比增长 87.83%，系 09 年重启地方债发行以来历年同期地方债最高发行额。其中，新增专项债 7148.21 亿元、新增一般债 702.43 亿元，受到了宏观经济增速逐季加速放缓背景下，国务院（19 年 11 月）提前下达 2020 年新增专项债 1 万亿元的政策影响。

2 至 4 月各月地方债发行额较 1 月明显减少，主要受专项债发行额骤降的影响，2 月专项债发行额环比骤减 67.13%且 3、4 月维持降势（见图 3），而这主要受专项债新增额度限制的影响，也受新冠肺炎疫情爆发以来，各行各业延迟复工的影响。截至 2020 年 4 月底，新增专项债发行额 11521.53 亿元，占已下达新增额度 12900 亿元（19 年 11 月下达 1 万亿元、2 月下达 2900 亿元）的 89.31%。2 月一般债券发行额环比增长 188.93%、3 月环比略降-8.20%，明显受 2 月下达新增一般债券额度 5550 亿元的影响。

5 月份主要受 5·6 国常会进一步下达 1 万亿元新增专项债限额并提出“力争 5 月底发行完毕”的政策影响，全月新增专项债发行额 9980.18 亿元，同时新增一般债 417.89 亿元、再融资债 2626.52 亿元，合计发行地方债 13024.58 亿元，到历年以来月度发行额最高水平。

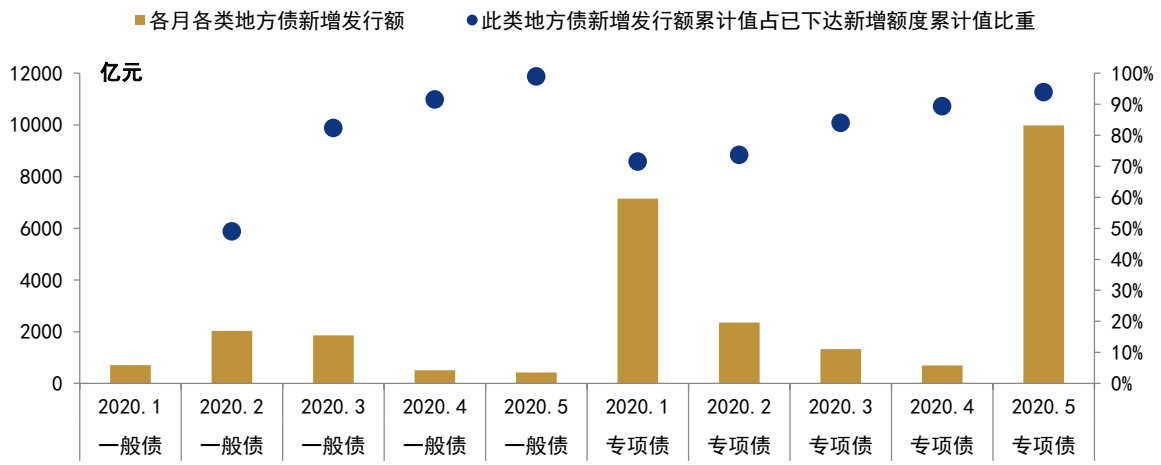

图 3：2020 年 1 至 5 月地方债发行进度变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二、发行结构呈现期限结构加速长端化、专项债市场地位继续强化等特征

一是期限结构。前 5 月累计，10 年期（含）以上地方债占各年期地方债发行额的 84.79%，继 2019 年度该指标攀升至 46.83%的基础上继续大幅提升（见图 4），表明地方债发行期限的长端化加速推进。地方债的加速长端化趋势，与近期财政部发文不再限定地方债期限比例结构，逐步提高长期债券发行占比，推进地方债期限结构运作市场化有关，也与当前财政收支紧平衡局面下，地方政府延缓地方债到期债务压力有关（参见图 9），同时反映了项目收益专项债强势崛起（参见远东资信微信公众号近期发布的文章《中国地方政府专项债券市场运行分析》）背景下，地方债期限结构与项目投资回收期相匹配以达到资金收支平衡的需求。其中，前 5 月累计发行 10 年期、30 年期地方债分别为 1.21 万亿元、6276.55 亿元，分别占地方债总发行额的 37.85%、19.62%，合占 57.47%。

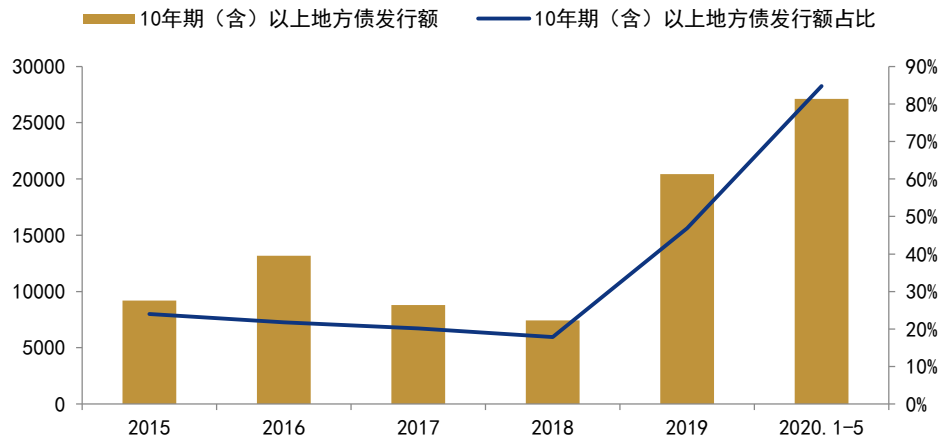

图 4：历年以来 10 年期（含）以上地方债发行额占比变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

二是券种结构。专项债因纳入政府性基金预算管理，不受财政赤字等预算约束，债务资金投向准公益性项目，广泛涉及收费公路、轨道交通、医院、学校、园区建设、社区建设等基建、民生项目，具有较强的投资乘数效应，偿债资金可来源于政府性基金、专项收入等渠道，基于经济结构转型、中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等复杂因素导致的宏观经济增速放缓背景下，通过专项债发力基建补短板，释放稳经济、惠民生、调结构、防风险等多重效应（参见远东资信发布的文章《中国地方政府专项债券市场运行分析》），而且有利于缓和财政收支平衡压力，因而近期中央持续加码专项债新增额度，从 2017 年（8000 亿元）、2018 年（13500 亿元）到 2019 年（21500 亿元）专项债新增限额不断跳升，2020 年以来已提前下达专项债额度 22900 亿元，近期专项债发行（以新增专项债为主）市场由此呈现出发行规模及其比重“双增长”局面。

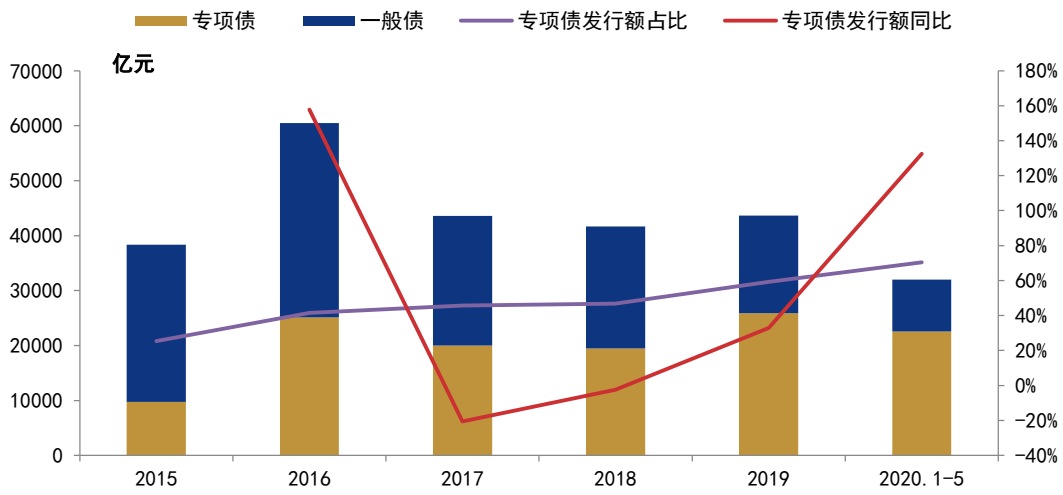

图 5：近年专项债在地方债发行市场中的地位显著提高

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、发行利率以降为主，发行利差震荡下行

以前 5 月发行额占比较大的 10 年期、30 年期地方债（剔除含有特殊期限的债券，10 年期、30 年期券发行额占全体地方债发行额的 54.57%）为例，总体来看，前 5 月地方债发行利率以降为主，先降后升。其中，10 年期地方债（剔除含有特殊期限的债券）按发行额加权的日均发行利率从 1 月 6 日最高 3.395%降至 4 月底的 2.77%，5 月底则升至 2.95%；30 年期地方债（不含定向债券、特殊期限债券）日均利率从 1 月 9 日最高 3.98 %降至 4 月 9 日最低 3.45%，5 月底则升至 3.78%。从图 6 来看，近期地方债发行利率与同期中债国债到期收益率走势基本保持同步，表明地方债定价变化持续受到了债市基准利率变化的影响。

进一步来看，前 4 月为应对新冠肺炎疫情影响，中央加大货币政策支持力度，资金面呈现边际性宽松（如截至 4 月末，M2 余额 209.35 万亿元，同比增长 11.1%，增速较上月末提高 1 个百分点），推动债市利率呈现下行。进入 5 月份，地方债超大规模放量使得供给压力增加，货币市场呈现边际性收紧（如 5 月份，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》、《商业银行互联网贷款管理暂行办法（征求意见稿）》，提出融资类信托强调严控非标、强化对商业银行开展互联网贷款业务的审慎监管等；再如 5 月份央行缩量平价投放 MLF）等因素，则对于地方债等债券发行利率上行有推动作用。

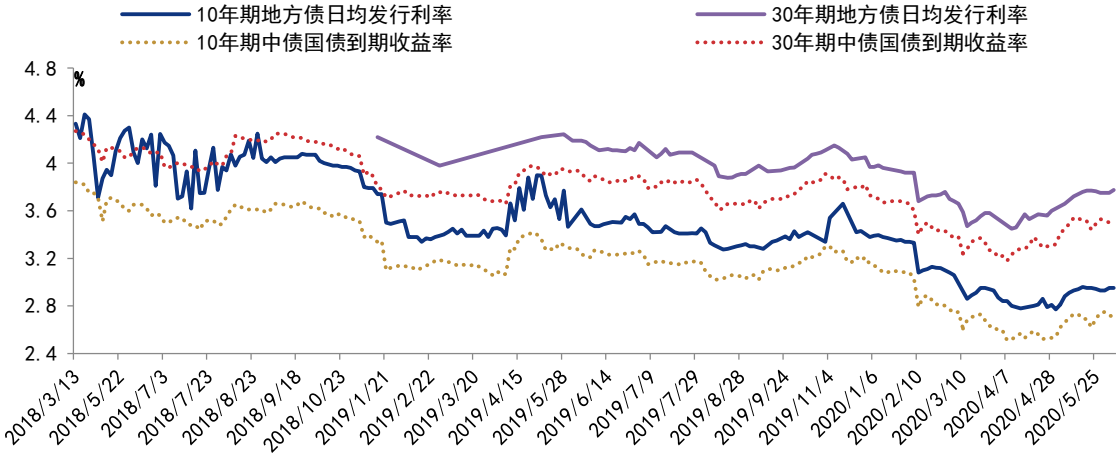

图 6：主要期限地方债发行利率走势

注：剔除没有信用评级的地方债和设置特殊期限的地方债。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

地方债发行利差方面，选取 5/10/30 年期地方债为例。前 5 月，各期限品种地方债发行利差走势明呈现震荡下行势头。如按月均发行利差计算，5 月份发行的 5Y/10Y/30Y 期限的地方债月均发行利差分别较 1 月份下降 8.91 BP/3.15BP/2.71BP。综合近期地方债发行利率、利差走势来看，应对新冠肺炎疫情冲击，在更加积极的财政政策和更加灵活适度的稳健货币政策等作用下，前 5 月地方债融资成本总体以降为主。

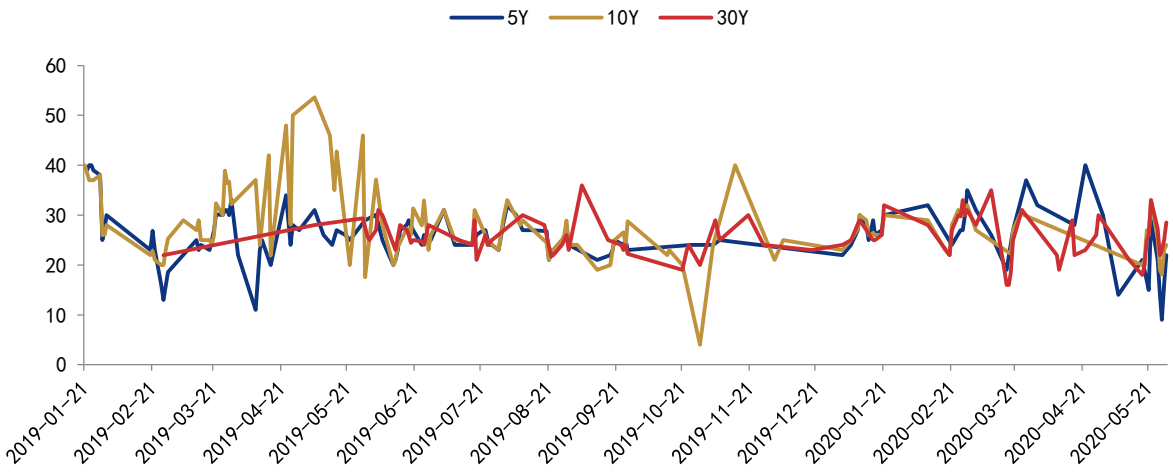

图 7：主要期限地方债发行利差走势

注：剔除没有信用评级的地方债和设置特殊期限的地方债，合计样本券只。

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

四、偿债压力有所提升，但债务风险依旧可控

截至 2020 年 5 月底（考察日），全国地方政府债务余额 242075 亿元（政府债券 240186 亿元，非债券形式债务 1889 亿元），较 19 年底（213072 亿元）净增余额 29003 亿元。15 年底截至考察日，地方政府债券余额整个债市余额比重从 9.95%递增至 22.91%，表明近年地方债在存量债券市场中的地位明显提高。而在地方债余额显著增长的同时，地方债总体偿债压力也有所提升：

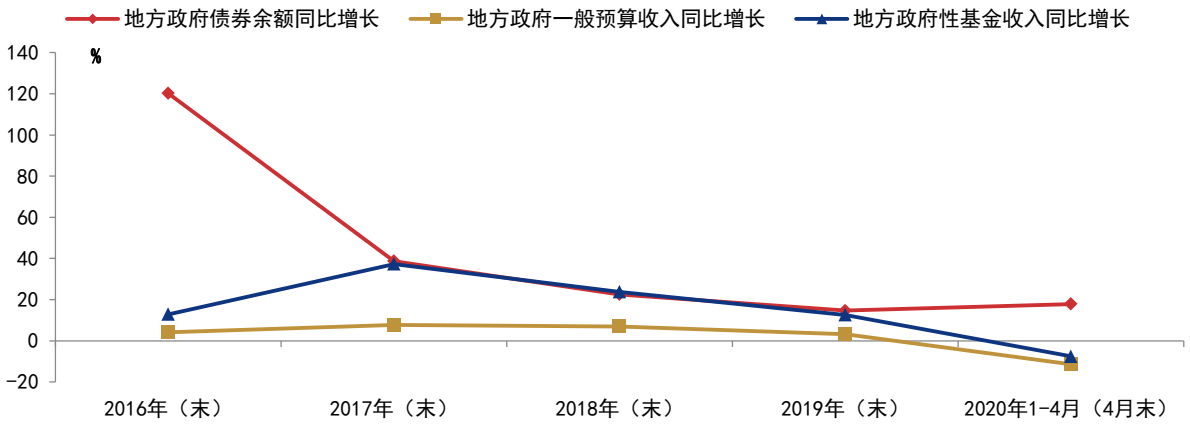

图 8：地方政府债券余额、地方政府一般预算收入、政府性基金收入增速对比

注：债券余额为时点数据，取年末或月末值；一般预算收入、政府性基金收入为时段数据，取年度值或 1-4 月时段值。

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

（1）从到期金额反映的偿债压力来看，未来地方债（按 2020 年 5 月底存量）偿还压力将呈现“冲高趋缓”之势，偿还压力主要集中于 2020-2026 年，其中 2020-2023 年内偿还压力将逐年攀升，于 2023 年达到偿债高峰（约 3.5 万亿元），之后偿还压力明显趋缓。

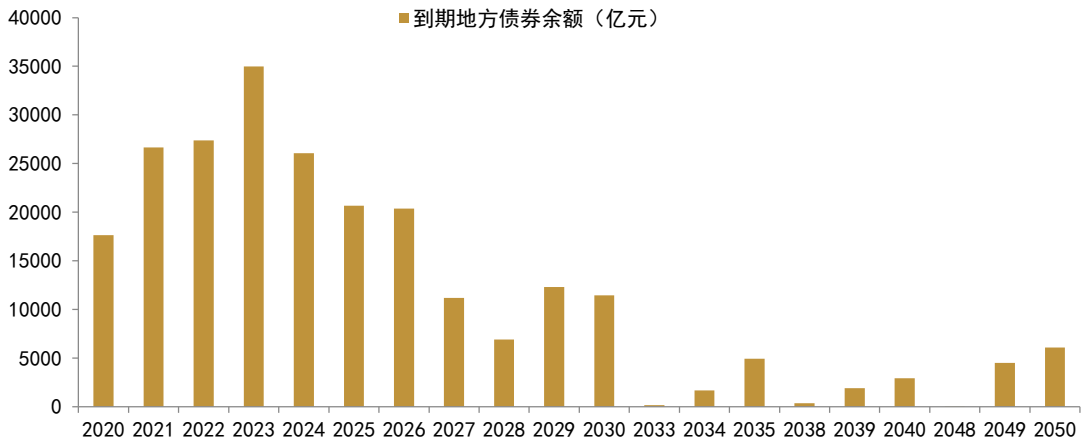

图 9：截至 2020 年 5 月底存量地方债券的未来到期情况

资料来源： Wind 资讯，远东资信整理

（2）从负债率反映的偿债压力来看，近年地方政府负债率明显抬升，但均未超出国际警戒线标准。图 10 显示，随着地方债余额持续高增、地方政府财政收入增速放缓，地方政府负债率从 2018 年的 76.6%升至 2019 年的 82.9%，2019 年地方政府负债率已高于地方债发行和存量规模激增的 2016 年（当年地方政府负债率为 80.5%）。但近年来，地方政府负责率仍然明显低于 100%-120%的国际警戒线标准，且历年（期）末地方政府债务余额都控制在限额范围，表明地方政府债务风险依然可控。近期地方政府负债率在风险可控范围内的持续增长，既反映了近年以来中美贸易摩擦、经济结构调整深化、新冠肺炎疫情冲击下中国经济增速加速放缓的现实，也反映了中央加大积极财政政策力度，包括加大减税降费力度和专项债发行力度等以稳经济、调结构、保民生等政策目标导向及其对地方政府财力和债务负担的影响。

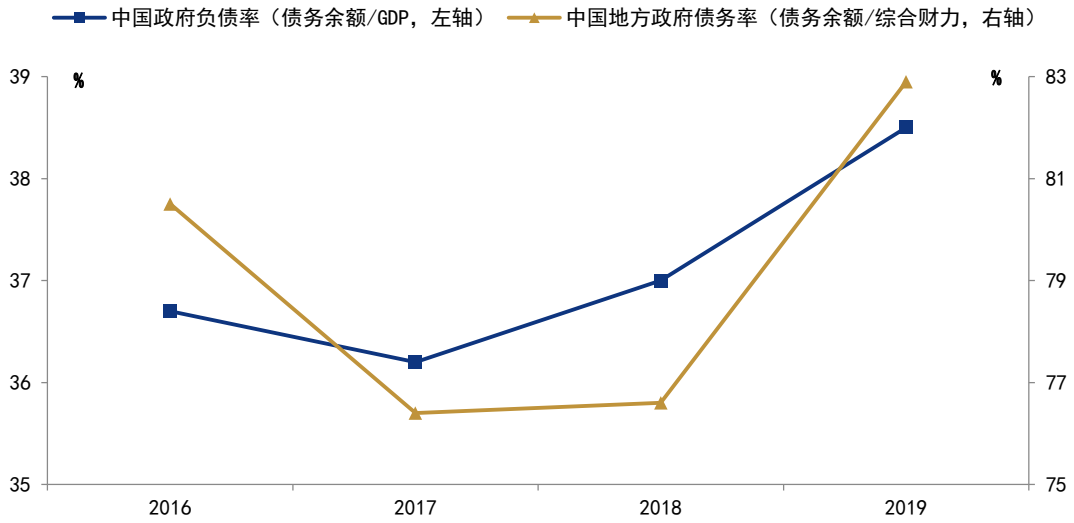

图 10：历年末全国地方政府债务率、中国政府（中央+地方）负债率变化

资料来源：财政部等，远东资信整理

从地方债偿债压力后续变化来看，考虑到以下因素，偿债压力仍有上行可能：（1）新冠肺炎疫情等影响下，中央为促进“六稳”“六保”等目标，实施 3.6%以上的财政赤字率、2.5 万亿新增减税降费政策等积极财政政策，2020 年度全国一般公共预算收入、政府性基金收入目标增速分别为-5.3%、-3.6%，均较 2019 年度 3.8%、12%的增速显著下降，2020 年度地方政府财政收支将进一步在紧平衡状态运行；（2）与此同时，随着 2020 年内地方债大规模放量，地方债存量规模将进一步大幅增长，5 月底地方政府债务余额就已较 2019 年末净增 13.61%（29003 亿元），而且近 3 年内地方债到期金额将逐年递增（参见图 9）。此外，考虑 2019 年地方政府负债率 82.9%距离 100-120%的国际风险警戒线标准仍有 17.1-37.1 个百分点差距，同时中央对地方债实施严格限额管理的做法和打击隐性负债、严防地方债运行风险的政策导向不会转变，未来地方债偿债风险虽有上行压力，但仍将处于安全可控范围。

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，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：上海市杨浦区大连路 990 号海上海新城 9 层
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。