

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

## 2020年前三季度地方债市场运行看点

### 摘要

2020年前三季度，地方债发行56792.54亿元，同比增长35.8%。新冠肺炎疫情下，中央加大地方债发行支持力度（全年新增额度4.73万亿元）以促进稳增长、惠民生，地方债发行额攀升至14年以来巅峰。其中，新增地方债发行4.3万亿元，剩余约4300亿元新增额度预计10月底前发行完毕。

前三季度，专项债发行36969.88亿元，同比增长47.02%，维持自19年以来高增。专项债发行市场以项目收益专项债为主，普通专项债、再融资专项债为辅。受中央政策影响，项目收益专项债主投基建、民生领域，尤以市政和园区基建、棚改、交通、城乡建设发展等类型居多。受专项债放量和募投结构影响以及疫情防控好转、各行业复工复产影响，基建投资增速自3月以来逐步回暖。

10年期、30年期等主力地方债样本显示，前三季度日均、季均发行利率都呈V型走势，三季度发行利率高于前二季度，表明融资成本受国债收益率走势影响而上行。同时，样本券前三季度月均发行利差呈V型或W型走势，季均利差有所下行。

前三季度，受整个地方债市场发行力度加大等影响，再融资地方债发行13743.79亿元，反映地方债余额持续增长、到期压力持续扩大局面下，地方政府缓和债务到期压力之需。具体而言，2020年预计地方债到期2.07万亿元，同比增长57.75%。地方债到期额持续高增，而宏观经济和地方财力增速放缓，地方债偿债压力有所增长（19年债务率高于18年6.3个百分点），但债务率仍明显低于国际警戒线。假定2020年财政预算目标和地方债限额目标如期实现，2020年地方政府债务率或将超过16年的80.5%，但仍远低于国际警戒线。

### 相关研究报告：

- 1.《中国高校专项债市场初探》，2020.09.25
- 2.《中国轨道交通专项债券市场透视》，2020.07.16
- 3.《近期地方债市场运行要点解析》，2020.06.11
- 4.《中国地方政府专项债券市场运行分析》，2020.06.02

2020年前三季度，为减缓新冠肺炎疫情冲击，加快推动国民经济恢复增长，我国地方债发行量在财政扩张政策下创造历史同期新高，尤其专项债市场稳增长、惠民生等政策意图凸显。本文针对疫情影响下与逆周期财政政策驱动下，2020年前三季度地方债市场包括发行规模、募资投向、市场结构、债务压力等若干关注点进行了剖析。

## 一、发行规模创历史新高，全年发行接近尾声

2020年前三季度（下称前三季度）累计，全国地方政府债券发行1643只、发行额56792.54亿元，累计发行额同比增长35.80%。复杂经贸形势叠加新冠肺炎疫情之下，中央加大地方债新增额度以促进稳增长、惠民生，2020年全年新增额度达47300亿元，高于2019年实际发行的新增地方债30561亿元，地方债发行额由此创下2014年启动“全面自发自还”以来历史同期最高水平。分券种看，前三季度，再融资地方债发行1.37万亿元；新增地方债发行4.30万亿元，包括一般债券9393.43亿元，新增专项债券33655.32亿元。前三季度，一般债券（含新增、再融资）发行19822.66亿元，同比增长18.87%；专项债券（含新增、再融资）发行36969.88亿元，同比增长47.02%。

2020年7月，财政部发布《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》，对近期下达及后续拟下达的新增专项债券，与抗疫特别国债、一般债券统筹把握发行节奏，妥善做好稳投资稳增长和维护债券市场稳定工作，确保专项债券有序稳妥发行，力争在10月底前发行完毕。截至9月末，新增专项债（33655.32亿元）累计发行额占2020年度计划（37500亿元）的89.75%；新增一般债累计发行额（9393.43亿元）占2020年度计划（9800亿元）的95.85%；四季度剩余新增地方债额度（专项债3844.68亿元+一般债406.57亿元）约近4300亿元预计在10月底前发行完毕。

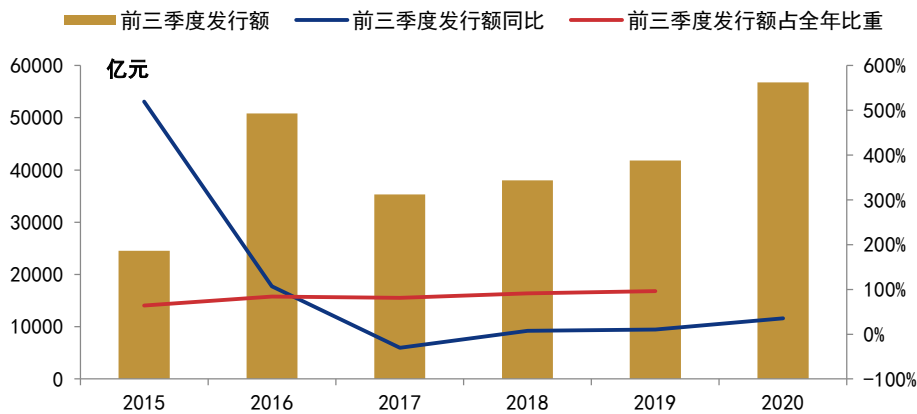


图1：历年前三季度地方债发行情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从区域分布来看，前三季度，各地区发行额明显呈现梯度分布，山东、广东、四川、江苏、湖北等省份发行地方债规模较大。相比19年前三季度，湖南、陕西、辽宁、宁夏等地发行额呈现绝对下降。江苏地方债发行绝对额虽同比增长17.20%，但发行热度明显降温，从往年稳居各省之首跌至第三，江苏发行规模地位已被山东取代。

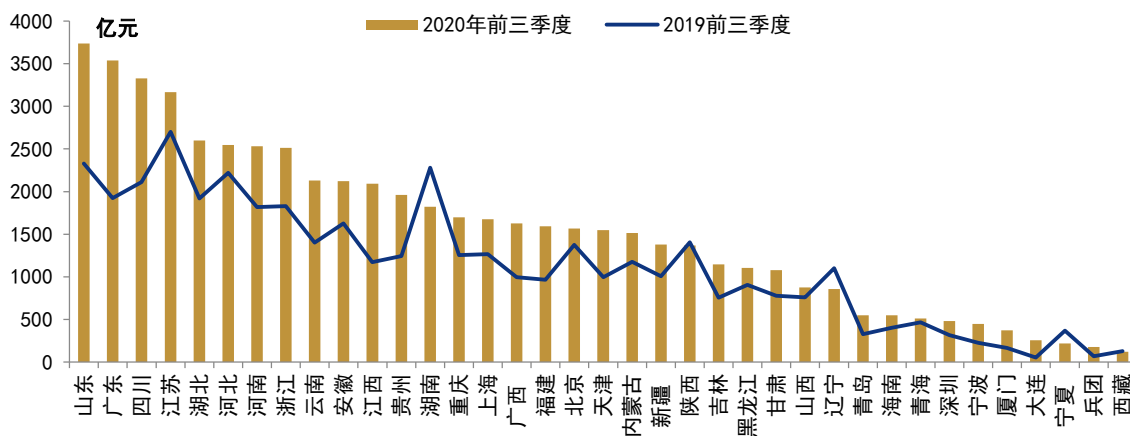


图2：前三季度各地地方债发行额比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

## 二、专项债主投基建、民生等领域，疫情之下稳增长、惠民生意向突出

前三季度专项债发行 36969.88 亿元，同比增长 47.02%，维持自 2019 年以来 30% 以上的高速增长（见图 3），且主要投向基建、民生等领域，明显受到了疫情冲击等复杂形势之下专项债发行管理政策的影响，详情如下。

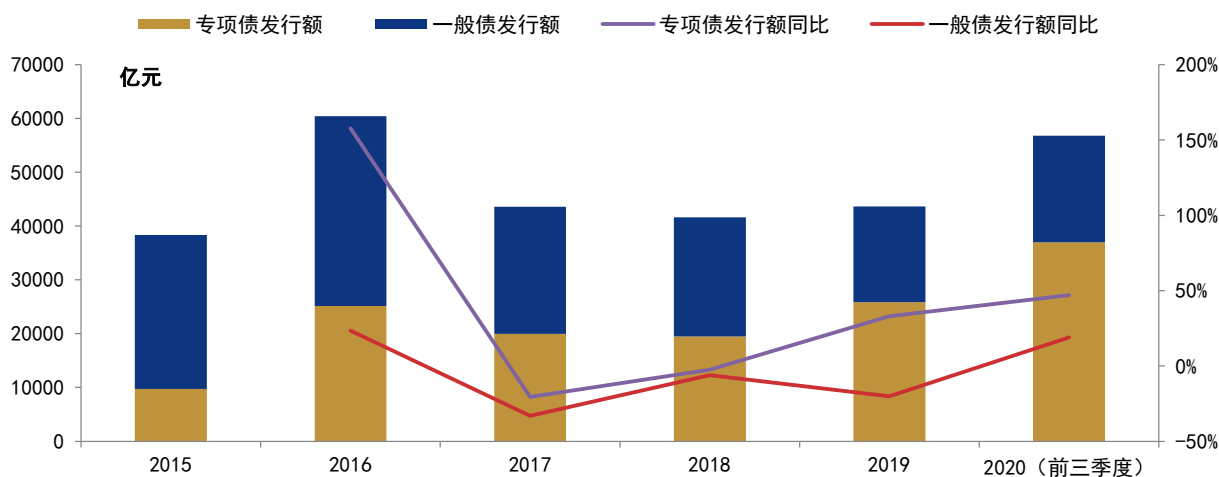


图3：专项债发行市场规模增速明显快于一般债券

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

根据 4 月 3 日召开的国务院联防联控机制新闻发布会内容，以及 7 月 29 日财政部《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》内容，2020 年度发行的专项债继续重点用于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域，并且积极支持城镇老旧小区改造、新型基础设施、新型城镇化、公共卫生设施、防灾减灾等领域建设。

从实际情况来看，前三季度，我国发行的地方债中，项目收益专项债、再融资专项债、普通专项债分别发行2.79万亿元、1.04万亿元、0.94万亿元，如图4所示。其中，项目收益专项债投向领域以市政和产业园区基础设施、棚户区改造、交通基建、城乡建设与发展（含城乡基建、城乡发展）、基础设施（此类债券名称未细化到哪类基础设施）、收费公路等居多。民生领域方面，前三季度专项债除重点投向棚改债外，还广泛投向教育、医疗卫生、民生服务（此类债券名称未细化到哪类民生）、城镇老旧小区改造等其他民生领域。其中，市政和产业园区基础设施专项债、棚改债、交通、城乡建设与发展（包括名称为城乡基础设施建设、城乡发展的专项债）类专项债发行额明显居于前列，是前三季度专项债主投基建、民生等领域的典型反映。

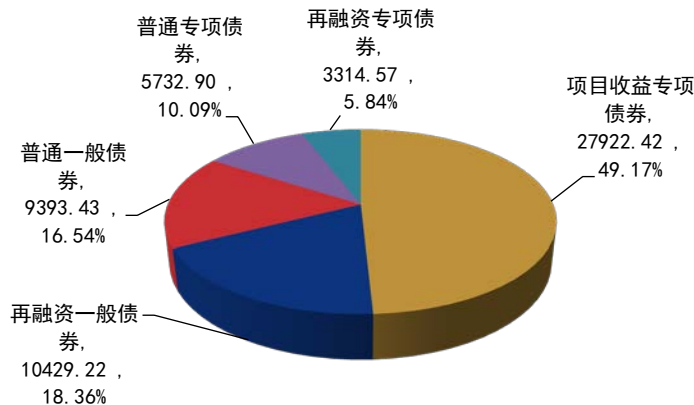


图4：前三季度地方债发行规模结构（亿元，百分比）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

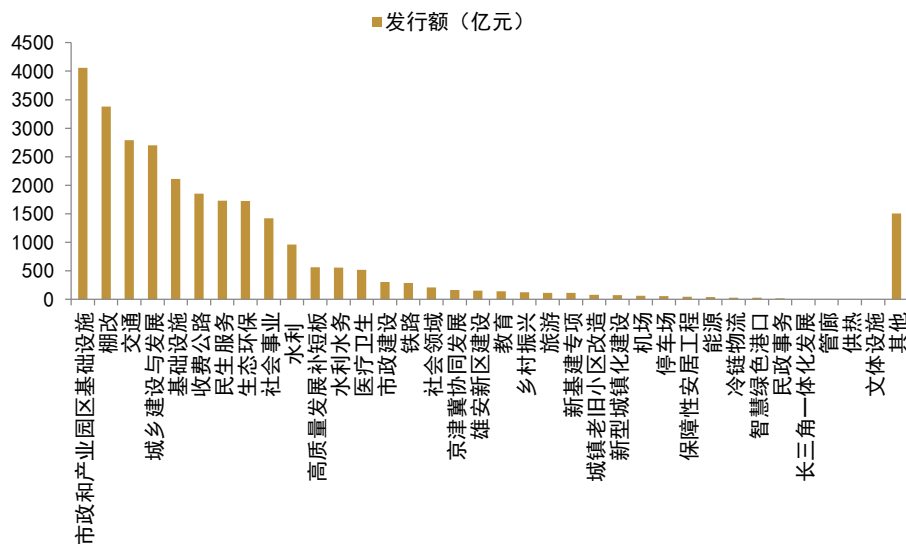


图5：前三季度项目收益专项债发行结构

注：1.专项债性质兼有两种以上的，选其第一种性质归类以免重复统计；2.粤港澳大湾区建设专项债发行36只、1306.70亿元，根据各只债券具体用途，已分散到园区、生态环保、水利水务等专项债中。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2020年以来，受一季度突发新冠肺炎疫情冲击以及二季度以来疫情防控态势好转，以及包括减税降费、扩大地方债发行、货币政策边际放松等经济刺激政策和各行业加快复工复产等影响，国民经济增速呈现急降之后逐步反弹，见图6。其中，基础设施建设投资与整个国民经济增长态势同步，最新数据显示，9月基建（不含电力）投资额累计同比增长0.2%，维持3月以来的增速持续修复局面，一定程度上受到了近期专项债券持续发力基建的影响。

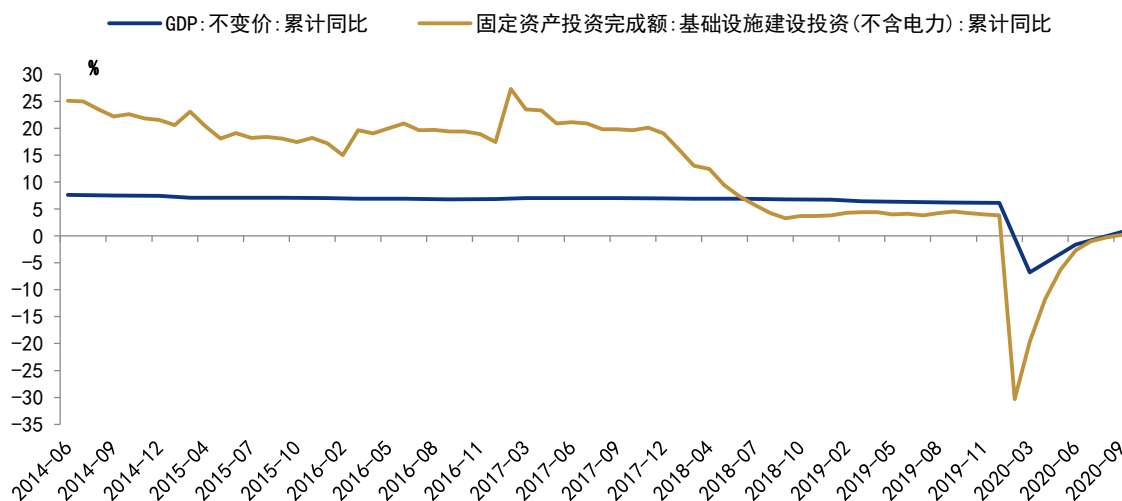


图6：近年GDP及基建投资额增长态势

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 三、利率利差走势均现V型迹象，融资成本绝对上行

以前三季度发行额占比较大的10年期、30年期地方债（剔除含有特殊期限的债券，10/30年期券发行额占全体地方债发行额的48.90%）为例，总体来看，前三季度地方债发行利率呈现先降后升的V型态势，一季度下行为主，二、三季度上行为主。如按季度平均来看，三季度10/30年期地方债发行利率分别为3.28%、4.01%，高于一季度的3.15%、3.74%，以及二季度的2.92%、3.71%。

前三季度地方债发行利率走势与同期限中债国债到期收益率走势明显具有同步性，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。具体来看，前4月为应对新冠肺炎疫情冲击，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。5月以来，受国民经济持续复苏、市场风险偏好上行等影响，国债收益率明显呈现上行态势，推动地方债发行利率上行。

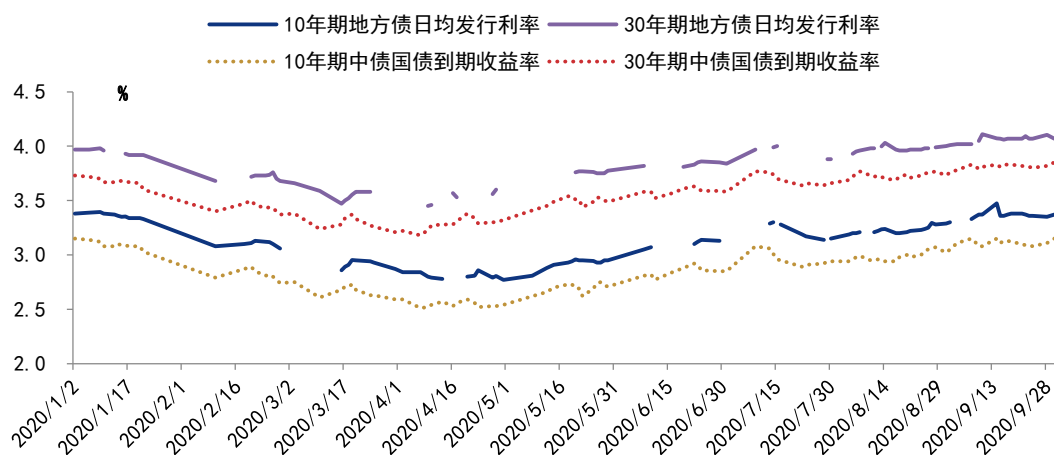


图 7：主要期限地方债发行利率走势

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，仍以 10/30 年期地方债为例。图 8 显示，前三季度主要期限的地方债日均发行利差走势大致以 25BP 为中枢，呈现上下 10BP 的震荡。图 9 显示，如从月均发行利差看，前三季度 10/30 年期地方债平均发行利差略呈 V 型（30 年期）或 W 型（10 年期）走势，但都呈降势。如从季均发行利差看，三季度 10/30 年期地方债平均发行利差分别为 25.03BP、24.68BP，略低于一季度的 26.61BP、26.39BP，表明利差呈现降势。

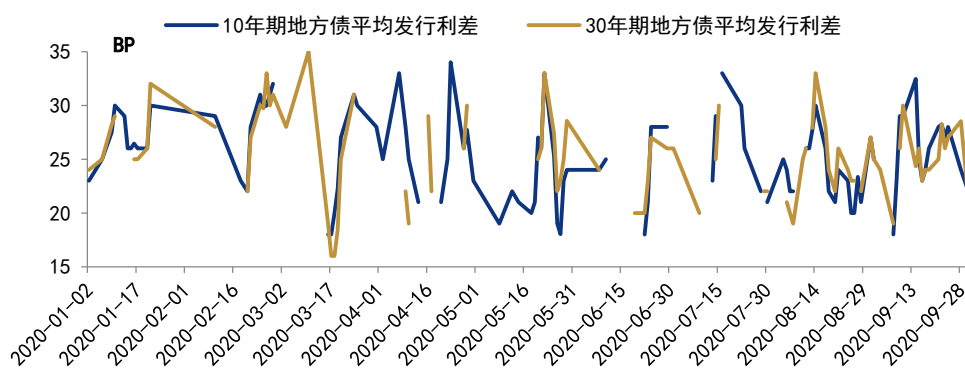


图 8：主要期限地方债日均发行利差走势

注：剔除设置特殊期限的地方债。

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

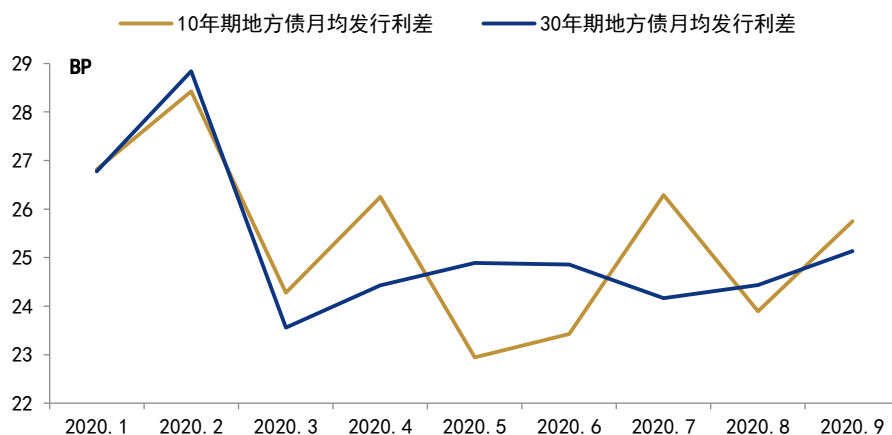


图9：主要期限地方债月均发行利差走势

注：剔除设置特殊期限的地方债。

资料来源：财政部、Wind 资讯，远东资信整理

#### 四、再融资地方债发行创新高，江苏/四川/山东等地方债存量大省再融资较多

前三季度，再融资地方债发行额达到 13743.79 亿元，以 10/5/7/30 年期居多，再融资地方债发行额高于 2019 年前三季度发行置换债券和再融资债券合计额 11455 亿元。其中，江苏、四川、山东、湖北、贵州等地再融资债券发行额较高。一方面受逆周期财政政策下，整个地方债市场发行力度加大的影响；一方面反映出图 10 所示地方政府债务余额持续增长、图 12 所示地方债到期压力持续扩大的局面下，地方政府缓和债务到期压力的需要。其中，江苏、四川、山东等省再融资地方债较多，则与其地方债余额较大，相应地方债到期压力也较大有关，详见图 11。

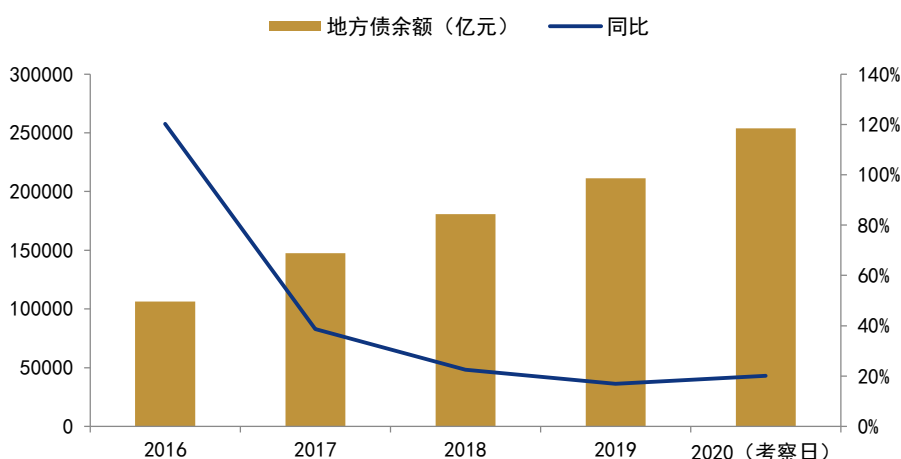


图10：2016至2019历年及2020年9月底地方债余额变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

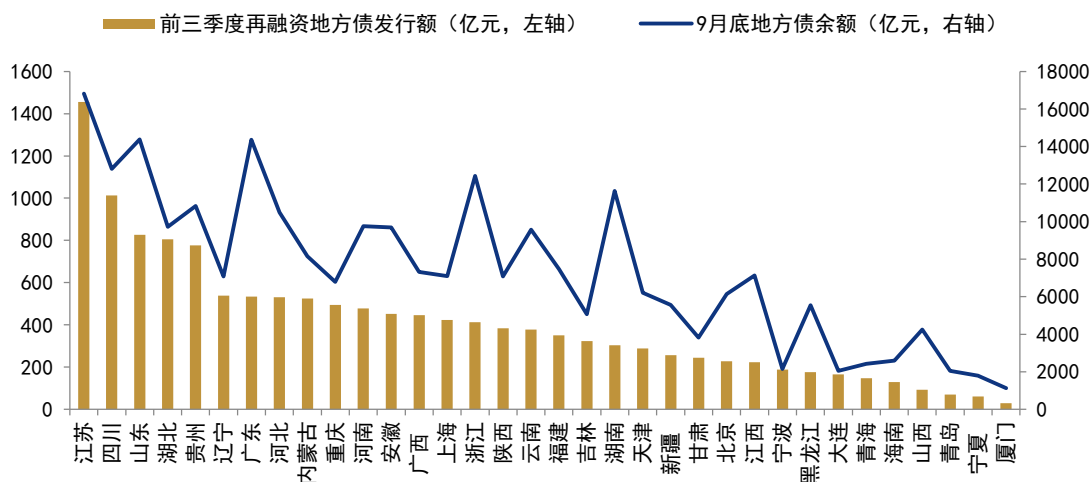


图 11: 各地前三季度再融资地方债发行额及9月底地方债余额对比

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## 五、地方债到期压力持续扩大，但偿债风险仍低于国际警戒线

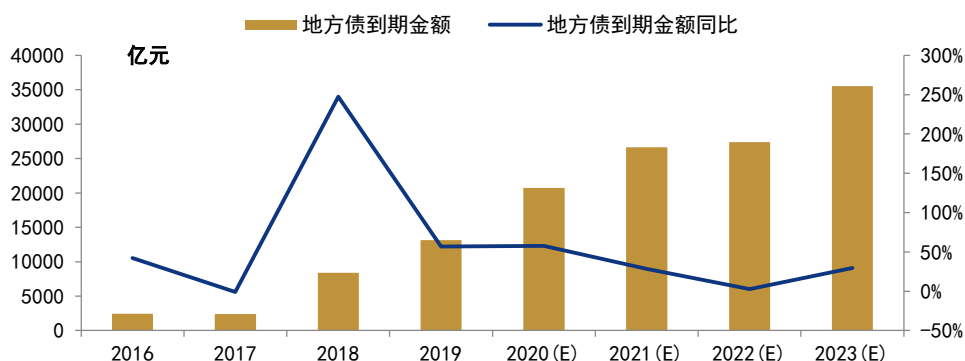


图 12: 近年地方债到期压力变化

注: 1.2020 年地方债到期额预测, 以截至 2019 年底存量地方债及今年前三季度发行地方债考察; 2021 年及其后地方债到期额预测, 以截至 2020 年 9 月底存量地方债考察。2.2020 年及其后的地方债到期额系预测值, 假定地方债不发行低于 1 年期债以及 1 年期、2 年期债发行稀缺的惯例不变, 则 2020/2021 年地方债实际到期值较本图预测值将无显著变化。3.历年发行的地方债其提前还本现象极少, 例如 2018 年 1 月至 2020 年 9 月发行的地方债, 提前还本的债券发行额占发行总额比重不足 2%, 其中 2020 年至 2023 年合计提前还本额近 30 亿元, 本图未将地方债提前还本额对历年地方债到期额的影响予以反映。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

在如图 10 所示的地方债余额持续增长的同时, 地方债本金到期偿还压力也呈现如图 12 所示的持续增长态势。假定长期以来地方债市场没有低于 1 年期债发行, 1 年期与 2 年期债发行稀少的惯例不变, 可以预见, 2020 年内到期地方债约为 2.07 万亿元, 较 2019 年净增 7595.03 亿元, 增长 57.75%, 维持 2018 年以来的高速增长态势。



与近年地方债到期压力增加以及宏观经济增速放缓相对应，19年末的地方政府债务率（债务余额/地方政府综合财力）从18年末的76.6%升至82.9%，已高于地方债发行和存量规模激增的16年末（80.5%）水平。但近年来，地方政府债务率仍然明显低于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<sup>1</sup>，表明近年地方政府债务风险可控。

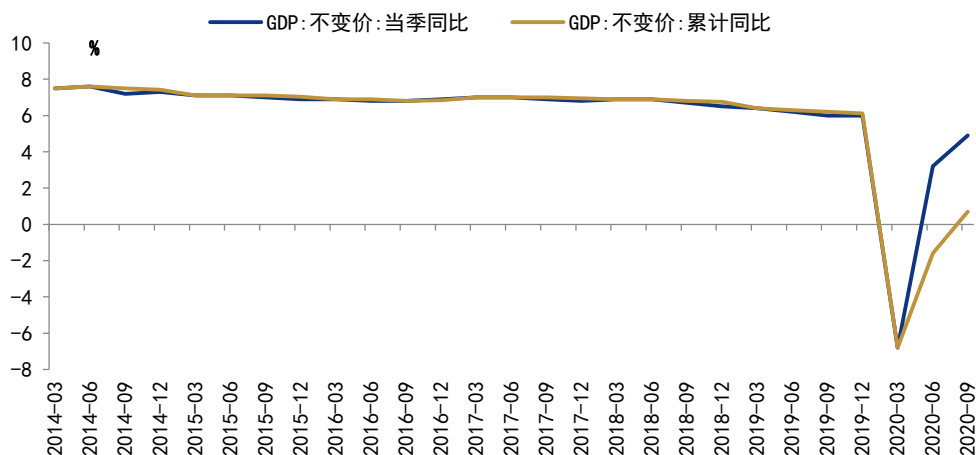


图 13: 近年 GDP 增长态势

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

关于 2020 年末地方债的偿债风险测算，有以下假定。假定 2020 年度地方政府综合财力，按照 2020 年中央和地方预算草案估算（地方一般公共预算收入总量 202515 亿元+地方政府性基金预算收入总量 123342.27 亿元+地方国有资本经营预算收入总量 2209.89 亿元）为约 32.81 万亿元，再假定 2020 年末地方债余额按全国人大批准的限额 28.81 万亿元计算，则 2020 年末地方政府债务率预计为 87.8%，超过 2016 年地方债规模激增年的 80.5%，但仍明显低于 100%-120% 的国际警戒线标准。

从地方财政实际运行来看，截至 2020 年前 8 月，地方一般公共预算本级收入 67509 亿元，相当于 2020 年度目标 97500 亿元的 69.24%，略高于 66.67% 的时间进度；地方政府性基金预算本级收入 44687 亿元，相当于 2020 年度目标（77834.64 亿元）的 57.41%；地方一般公共预算本级收入、政府性基金预算本级收入两者合计相当于预算目标的 64%，略低于时间进度。从地方债余额来看，截至 8 月底，地方政府债务余额 251040 亿元，占限额的 87.14%。

<sup>1</sup>根据财政部最新披露数据，截至 2020 年 8 月末，全国地方政府债务余额 251040 亿元，控制在全国人大批准的 288074.3 亿元限额内。

### 【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](http://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：010-57277666

#### 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。