

作者：简尚波

邮箱：research@fecr.com.cn

中国计划单列市地方债市场运行比较

摘要

本文聚焦分析深圳、厦门、青岛、宁波、大连5个计划单列市近期地方债运行情况。

从财政经济来看，深圳、宁波、青岛、大连、厦门经济实力均占所属省份重要地位，5市综合财力与GDP实力排名大致相同。2020年，5市人均GDP最低9.44万元，高出全国平均0.34倍至1.24倍。从人口来看，深圳、青岛为超大城市，宁波、大连、厦门为特大城市。深圳近10年年均人口增长5.35%。大连增速虽为1.08%，但在东北地区吸引力突出。

5市地方债与全国地方债整体发行额变化明显同步。2014年1月至2021年9月，5市发行地方债11581.71亿元，占全国的3.29%。宁波、大连、青岛地方债发行规模较大，厦门、深圳发行规模较小。截至2020年底，厦门地方债余额占限额比重达91.53%，深圳该比重为74.71%。5市地方债发行意愿强弱依次为：厦门、宁波、青岛、大连、深圳。

2015年以来，5市发行地方债以专项债为主、一般债为辅，2021年前三季度，5市专项债发行额占比为66.97%，超过全国60.14%的水平，反映5市财政实力相对强于全国大部分地级以上城市。2017年以来，5市发行专项债均以项目收益专项债为主，以普通专项债、再融资专项债为辅。其中，大连专项债以再融资债券等为主，深圳以污水处理专项债等为主。

近年5市地方债样本发行利率紧随国债收益率而变化，发行利差大致跟随全国地方债发行利差变动。其中，大连地方债发行利差较高，宁波较低，青岛、深圳、厦门居中。

2020年末，5市从债务率或负债率角度反映的地方债负担水平由低到高，依次为：深圳、青岛、宁波、厦门、大连。各市地方债余额均控制在债务限额范围，负债率水平平均低于60%的国际警戒线标准。

相关研究报告：

- 1.《上半年地方债发行市场怎么看?》，2021.06.30
- 2.《当前地方债运行的结构性特点》，2021.03.05
- 3.《2020年前三季度地方债市场运行看点》，2020.10.20
- 4.《中国高校专项债市场初探》，2020.09.25
- 5.《中国轨道交通专项债券市场透视》，2020.07.16

根据现行地方债发行管理政策，全国现有深圳、厦门、宁波、青岛、大连5个计划单列市与31个省级行政单位、新疆生产建设兵团共同成为37个地方债发行人。5个计划单列市（简称5市）的地方债运行各具特点。5市地方债负担明显低于全国地方债发行人平均水平，债券票面利率则明显高于银行存款利率和部分理财产品水平。5市地方债运行特征高度雷同的同时，也存在的一定的差异。本文聚焦分析5市地方债运行实践，以供有关投资者阅读参考。

一、中国计划单列市概述

计划单列市是“国家社会与经济发展计划单列市”的简称，最早的计划单列市成立于上个世纪50年代，是在行政建制不变的情况下，省辖市在国家计划中列入户头并赋予这些城市相当于省一级的经济管理权限。自上个世纪50年代以来，我国先后确认16个计划单列市，现有计划单列市仅有深圳、厦门、宁波、青岛和大连5个，重庆、广州、南京、武汉、西安等其余11个已撤销计划单列市，成为直辖市或省会城市。其中，深圳市是中国经济特区、全国性经济中心城市和国际化城市。厦门市是中国经济特区，东南沿海重要的中心城市、港口及风景旅游城市。宁波市是中国东南沿海重要的港口城市、长江三角洲南翼经济中心和国家历史文化名城。青岛市是中国沿海重要中心城市和滨海度假旅游城市、国际性港口城市。大连市是中国北方沿海重要的中心城市、港口及风景旅游城市。根据现行政策，5个计划单列市属于省辖市和副省级城市，其财政、债务由中央直接管辖，能以“自发自还”方式发行地方政府债券。

5市经济实力均占据所属省份重要地位，尤其深圳2020年度GDP以27670.24亿元居于5市之首，以及广东各市之首，占广东全省GDP的24.98%。2020年度，宁波、青岛、大连、厦门GDP从高到低，为12408.7亿元至6384.02亿元不等；大连、深圳、宁波、青岛、厦门占所属省份GDP比重从高到低，为27.99%至14.54%不等。

从财政状况来看，5市综合财力（一般公共预算收入、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入三项收入总计）排名与GDP实力排名大致相同。2020年度，深圳市综合财力以7500余亿元居于第一，宁波、青岛、厦门、大连综合财力大致在1600-5000亿元范围。从常住人口人均GDP来看，深圳、宁波、厦门、青岛2020年度人均GDP超过10万元，为15.76-12.31万元不等，大连人均GDP9.44万元，5市人均GDP高出全国平均水平（7.04万元）0.34倍至1.24倍，显示5市经济实力相对（全国城市平均水平）较强的特点。

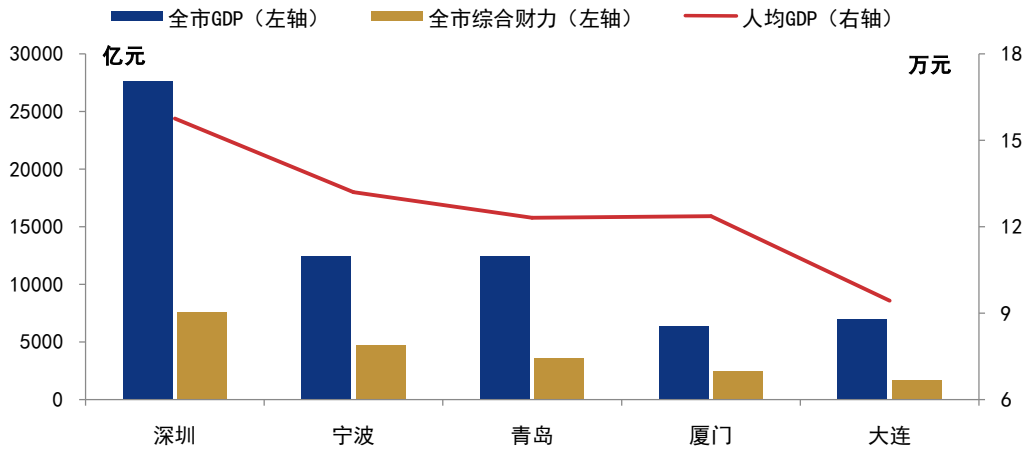


图1：5个计划单列市GDP、人均GDP、综合财力比较（2020）

注：综合财力包括一般公共预算收入、政府性基金预算收入、国有资本经营预算收入。

资料来源：各市财政局、Wind 资讯，远东资信整理

从人口状况来看，第七次全国人口普查显示，2020年，深圳、青岛常住人口分别为1756.01万、1007.17万，均为超大城市，尤其深圳近十年人口年均增长5.35%，深圳拥有大学文化程度人口占比达28.85%，人口和人才集聚能力突出，为深圳市创新发展提供动力；宁波、大连、厦门人口940.43万至516.4万不等，均为特大城市。5市近十年人口平均增长率以大连市的1.08%为最低，但大连市在辽宁乃至东北近十年常住人口整体负增长之下逆势正增，表明其在东北地区具有相对较强的人口吸引力。

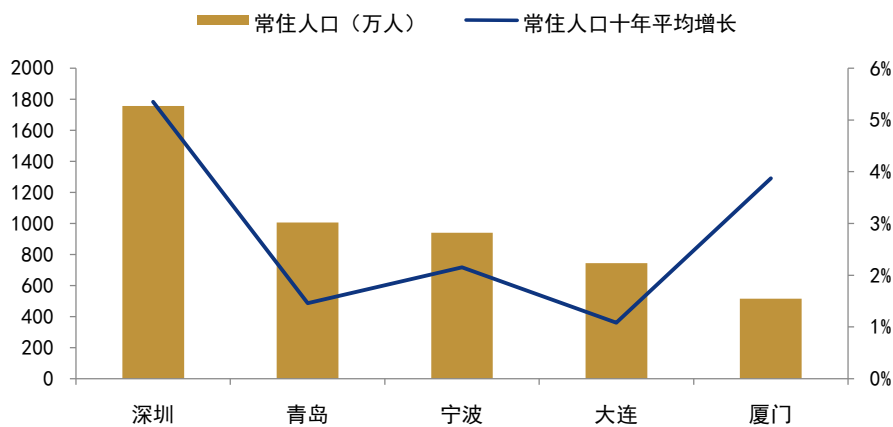


图2：5市人口状况（2020）

注：常住人口十年平均增长，反映第七次全国人口普查时点较第六次全国人口普查时点的常住人口变化。

资料来源：各市第七次人口普查统计公报，远东资信整理

二、发行规模、举债意愿比较

图3显示，5市地方债相对全国地方债整体发行额变化具有明显的同步性。以国发〔2014〕43号文——《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》等文件出台为标志，我国加快启动地方债全面自发自还新时期，但2014年当年全国计划单列市只有深圳、青岛具有地方债自发自还试点权限，2市累计发行地方债67亿元。2015年地方债自发自还向全国各地全面推开，5市地方债累计发行1148.02亿元，同比增长1613.46%，高于全国地方债同比增长858.77%的水平。2014年1月至2021年9月累计，5市发行地方债11581.71亿元，占同期全国地方债发行额的3.29%。其中，宁波、大连、青岛地方债发行规模较大，厦门、深圳地方债发行规模较小。

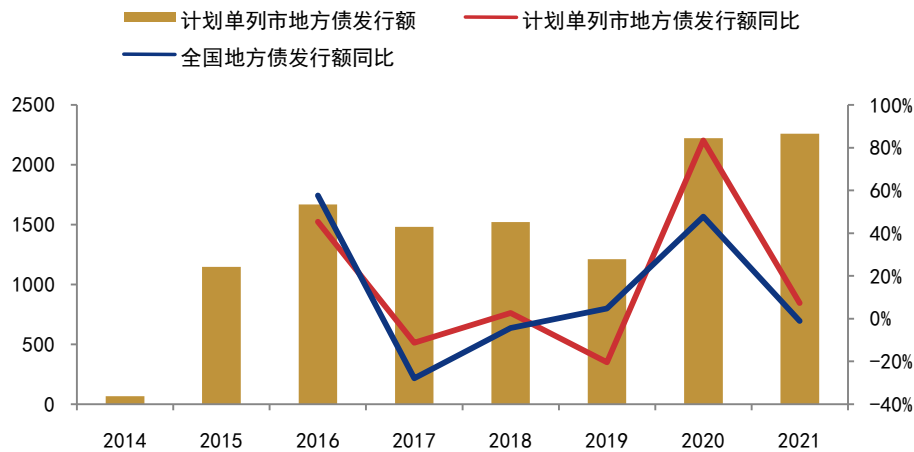


图3: 5市地方债发行规模整体变化 (金额单位: 亿元)

注: 2021年统计前9月指标数据, 下同。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

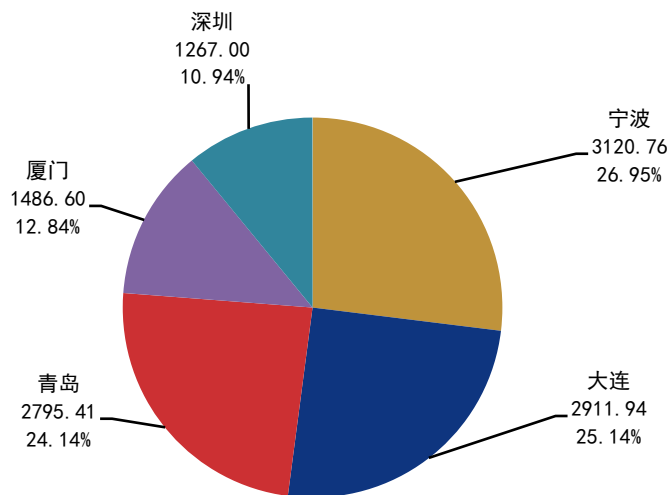


图4: 2014年1月至2021年9月5市累计发行地方债金额及占比 (金额单位: 亿元)

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

从债务余额及其占限额比重来看，截至2020年底，厦门地方债余额占限额比重为91.53%，居于5市首位，高于全国平均89.08%水平；宁波地方债余额2161.48亿元，居于5市首位；深圳市地方债余额881.2亿元，占限额比重为74.71%，均系5市最低。从地方债余额占限额比重角度，5市地方债发行意愿强弱依次为：厦门、宁波、青岛、大连、深圳。

深圳市2014年至2018年地方债发行量极低，甚至2015、2016年未见发行地方债；2019年以来发行有明显增长，反映深圳市财政经济实力雄厚、举债意愿相对不强，同时反映全国地方债支持政策变化，2018年下半年以来，国家为加大基建投资、托底经济稳增长，加大了地方债投放支持力度，专项债市场快速发展，带动了包括深圳在内的5市地方债发行规模增长。

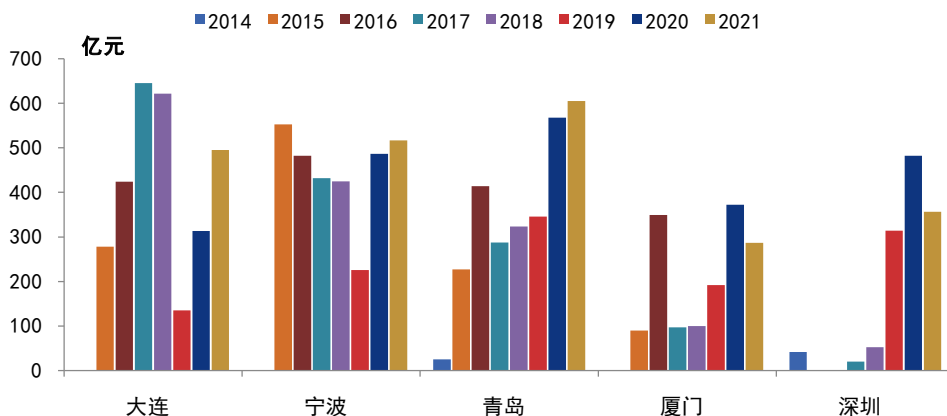


图5：5市地方债发行规模变化

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

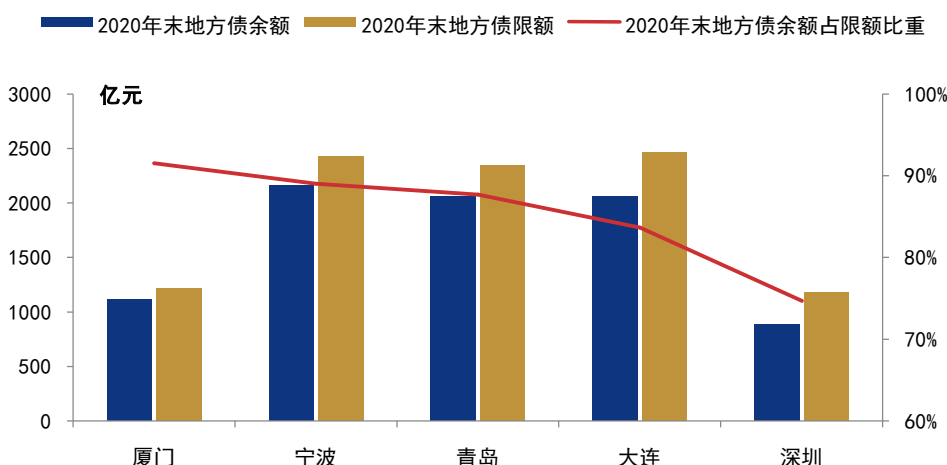


图6：截至2020年末5市地方债余额及占年末限额比重的比较

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、发行市场结构分析

从发行交易场所来看，5市地方债发行场所包括银行间、交易所、柜台市场类型，具体以银行间市场为主，交易所、柜台市场为辅，如图7所示，债券主承销商包括商业银行、证券公司等类型。2019年以来，5大计划单列市均有少量柜台地方债发行，累计发行8只、50.46亿元，其中1只——19宁波债03于2019年3月发行，7只为2021年以来发行。计划单列市柜台地方债有政府信用保障，9只柜台地方债的发行利率2.81%至3.19%不等，债券期限分为3、5年期，高于同期限银行存款利率6BP至40BP不等，对于个人投资者具有较强的购买吸引力，Wind资讯有记录的4只债券超额认购倍数为19.48倍至37.46倍不等。

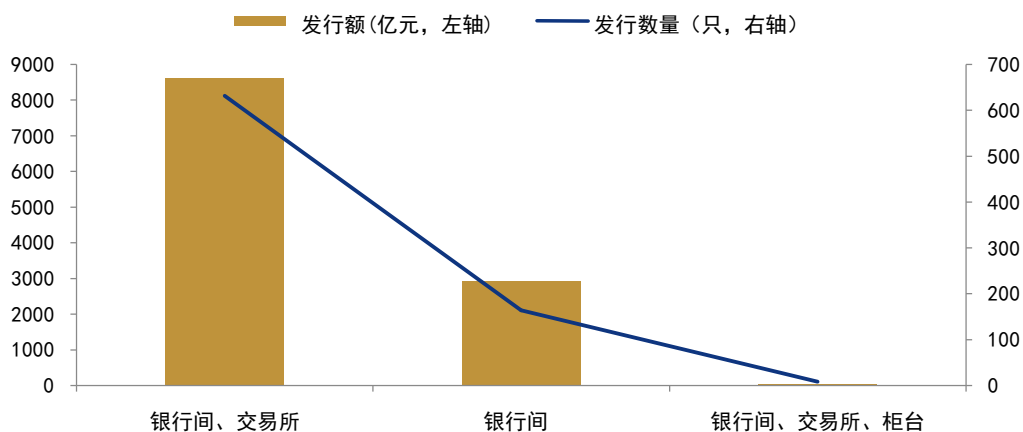


图7：5市地方债发行场所构成（2014.1-2021.9）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2015年开始，地方债正式实施一般债、专项债分类管理。2015年以来，5市地方债券种结构均以专项债券为主、一般债券为辅，历年专项债发行额占比以高于全国整体水平居多。其中，2021年前9月，5市发行专项债金额占其发行地方债金额比重为66.97%，全国则为60.14%，前者高出近7个百分点。该现象可能反映出，相对于省级政府的地方债发行人而言，需要兼顾辖区内不同经济、财政实力和债务负担能力的各类区域推进各类项目建设和地方债发行需要，计划单列市相对全国地级以上城市整体而言，经济相对发达、财政实力较强和债务负担普遍不高，有更强的财政实力支撑，包括公益性、准公益性等不同性质项目的建设和运营。

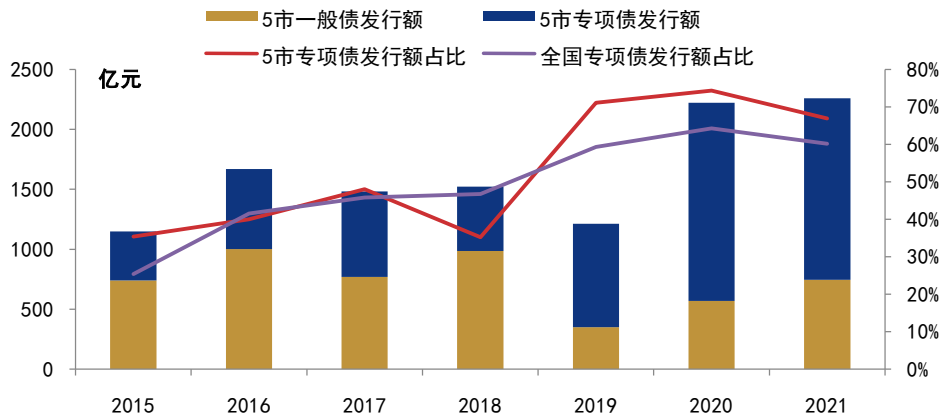


图8：2015年以来5市地方债发行结构变化——从一般债、专项债角度

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从2017年财政部推进项目收益专项债市场发展以来，5市专项债均以项目收益专项债为发行主力，以普通专项债、再融资专项债为辅；有少量定向置换专项债发行。2017年推行项目收益专项债以来，5市专项债发行规模以青岛（1415.75亿元）、深圳（1170亿元）、宁波（1074.32亿元）相对居多，厦门（850.13亿元）、大连（768.37亿元）相对较少。各地专项债发行结构有所差异，如图9、图10所示。

其中，大连专项债主要包括定向置换专项债、再融资专项债、普通专项债、社会事业专项债、交通运输专项债，表明主要目的为置换非债券形式存量债务、降低融资成本，以及延缓债务到期压力（参见下文债务负担分析）、支持纯公益性项目、社会事业和交通运输等项目建设。深圳专项债融资以支持污水治理、轨道交通、产业园区、医疗卫生、机场等项目为主。青岛专项债以基础设施专项债、棚改债、普通专项债等为主。厦门专项债以基础设施专项债、产业园区专项债、普通专项债等为主。宁波专项债发行额以“其他项目收益专项债”居多，其次包括普通专项债、棚改债、再融资专项债等。

相对而言，2017年1月至2021年9月，深圳、青岛、厦门发行的专项债品种多样化较强。深圳累计发行的158只、1170亿元专项债全部为项目收益专项债，募集资金支持了污水处理、轨道交通等诸多领域准公益性项目建设和运营，推动了城市公共服务能力提升。自2014年1月至2021年9月，深圳仅发行1只再融资地方债9亿元（厦门、青岛、宁波、大连分别发行再融资地方债40.46亿元、259.36亿元、524.1亿元、631.41亿元），与该市相对雄厚的财政实力（参见上文）、低水平的债务负担（参见下文）等特征有关。

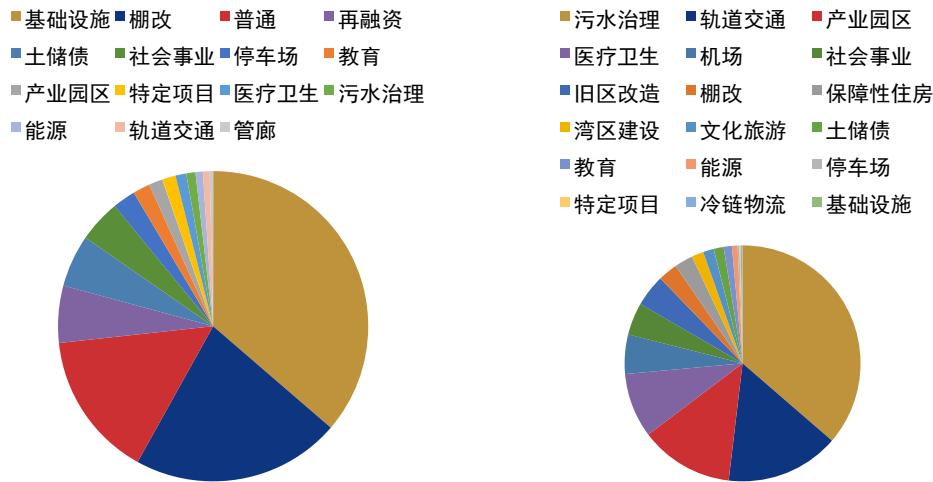


图9：青岛、深圳各类专项债发行额比重情况（2017.1-2021.9）

注：左为青岛、右为深圳。单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

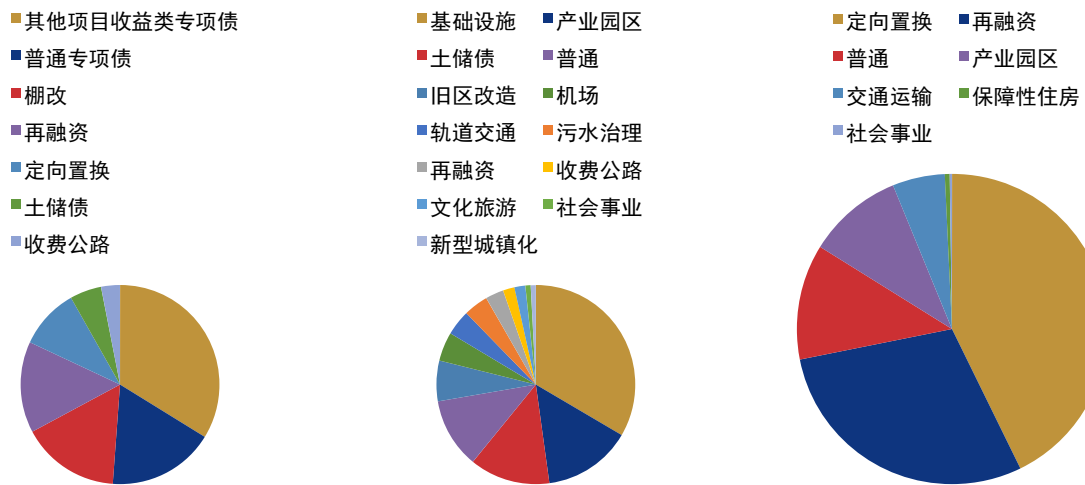


图10：宁波、厦门、大连专项债发行额比重情况（2017.1-2021.9）

注：左为宁波、中为厦门、右为大连；单位：%。

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

四、发行利率、利差比较

由于5市近年公开发行的地方债全部为AAA级，且以5年期、10年期地方债居多，本文选取历年5市同时满足：公开发、5/7/10年期、AAA级、无特殊期限这四项条件的地方债作为样本进行融资成本比较。图11显示，近年以来，5市地方债样本发行利率紧随国债收益率而变化。其中，2020年度抗击疫情下的宽信用环境，5市地方债发行利率随国债收益率下行而有所下行；2021年以来伴随国民经济持续恢复发展，5市地方债融资成本随同基准

利率上行而边际上行。

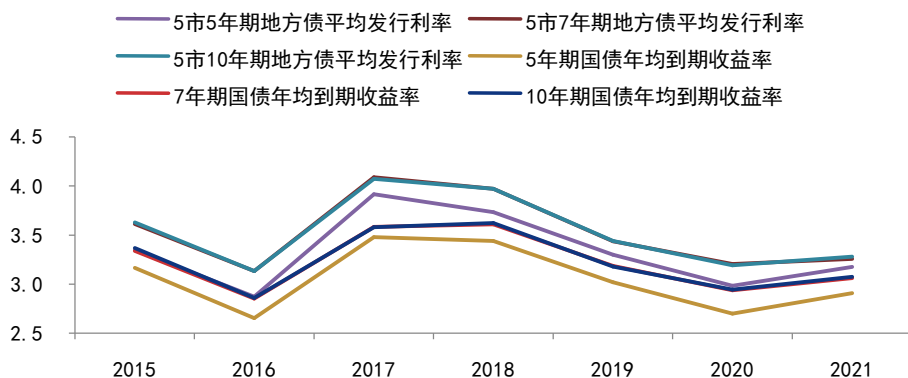


图 11: 历年 5 市地方债平均发行利率随同国债收益率而变化 (单位: %)

注: 5 市地方债样本选取历年公开发行的 5/7/10 年期、AAA 级、无特殊期限的地方债; 各年 5 市地方债平均发行利率取该年发行地方债样本的简单平均值; 各年国债到期收益率平均值取该年每日到期收益率的简单平均值。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

图 12 样本统计显示, 近年以来, 5 市地方债发行利差大致跟随全国地方债发行利差而波动: 2017-2018 年, 在金融去杠杆、地方债监管趋严背景下, 5 市地方债发行利差以上行为主。2019 年以来, 中央加大地方债投放支持力度、抗击疫情等背景下, 5 市地方债发行利差以回落为主。

图 12 样本统计同时显示, 2019 年以来 5 市发行的 10 年期地方债样本以宁波发行利差较低, 大连发行利差较高, 青岛、深圳、厦门地方债发行利差居中。2021 年前三季度, 5 市 10 年期 AAA 级、无特殊期限地方债平均发行利差从低到高依次为: 宁波 23.3BP、青岛 25.93BP、深圳 25.97BP、厦门 26.27BP、大连 32.67BP。仅宁波样本平均发行利差低于全国样本平均发行利差 25.41BP 的水平。

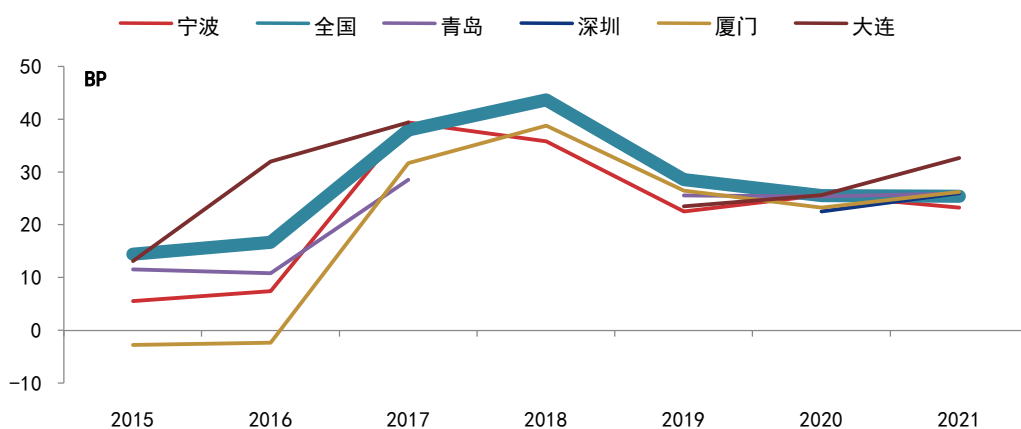


图 12: 历年 5 市与全国 10 年期 AAA 级无特殊期限公募地方债平均发行利差比较

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

五、债务负担浅析

参考图1、图6采集的5市经济、财政、债务数据，乃至全国地方政府相应数据，图13比较了5市地方债的负债率、债务率及其与全国整体水平的差异性。统计显示，截至2020年末，5市从债务率或负债率角度反映的债务负担水平由低到高，依次为：深圳、青岛、宁波、厦门、大连；前面4市从债务率或负债率角度反映的债务负担水平低于全国地方政府整体平均水平。这可能在一定程度上解释了基于风险与收益配比等原则，近期大连地方债发行利差在5市中表现相对较高的原因。但从总体来看，各市地方债均控制在债务限额范围，负债率水平均低于60%的国际警戒线标准。

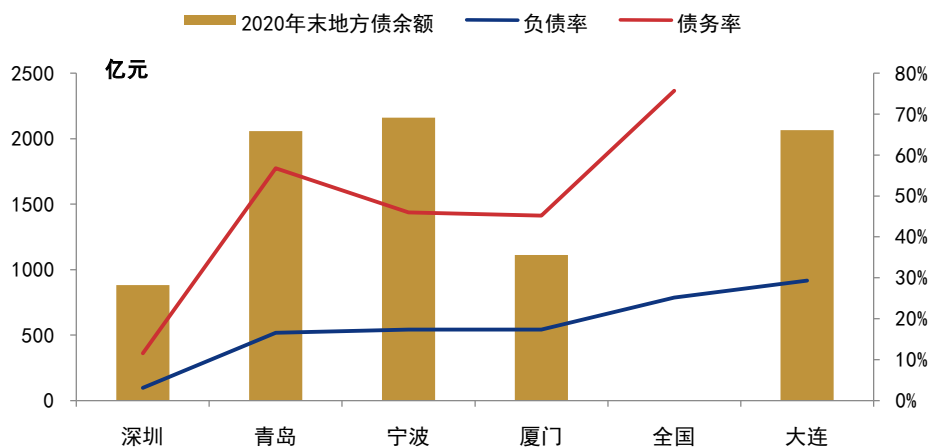


图13：5市地方债2020年末余额/负债率/债务率及其与全国的比较

注：负债率=债务余额/GDP；债务率=债务余额/综合财力；2020年末全国地方债的债务余额为256615亿元。

资料来源：Wind资讯，远东资信整理

从地方债到期压力角度来看，大连、厦门截至2021年9月底的地方债将在未来3年内逐年增长，大连地方债偿债高峰集中于2022、2023、2025年，未来5年（2021-2025）到期规模在5市中相对较大，这部分解释了大连专项债发行以再融资债券等为主体的原因。此外，青岛地方债将在2026年迎来偿债高峰。深圳地方债发行规模较小，其到期压力也相对偏低。

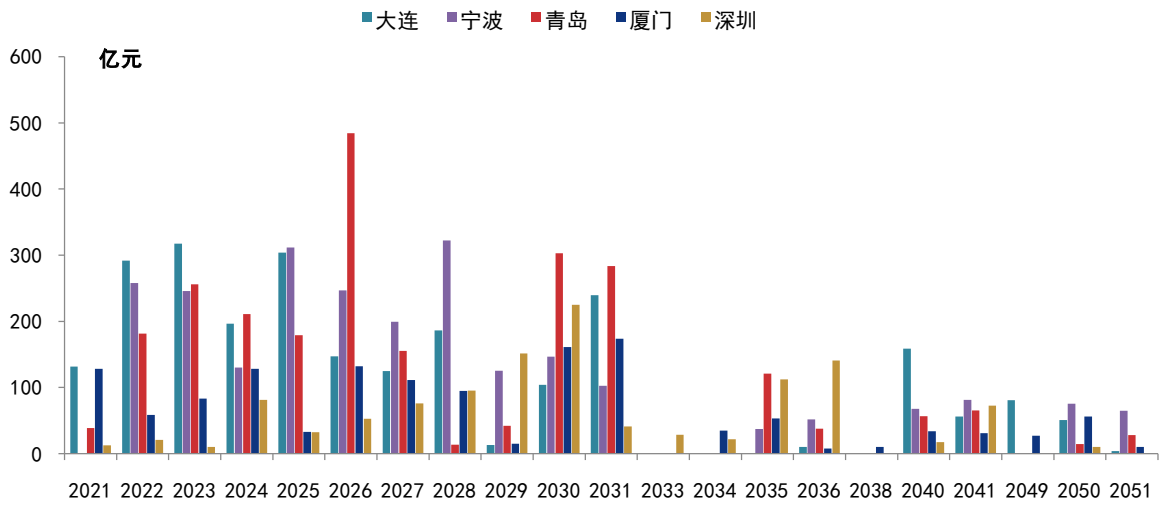


图 14: 截至 2021 年 9 月底 5 市存量地方债的未来到期分布情况

注: 未考虑各市地方债是否有提前还本等特殊情形, 也未考虑各市非债券形式的存量债务、隐性债务。

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

【作者简介】

简尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，研究与发展部高级研究员。

【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：010-57277666

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：021-65100651

【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。