

作者：冯祖涵

邮箱：research@fecr.com.cn

地方债发行放量，中小银行专项债发行升温

——2023年3月地方政府债市场运行报告

摘要

一级市场发行与到期方面，3月，地方政府债券发行规模为8900.42亿元，较上月扩张3139.05亿元；当月净融资额为5822.30亿元，较上月增长572.06亿元。从发行人省份来看，发行规模最大的省份为福建，江苏、云南、山东、浙江四省紧随其后。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为5298.92亿元，环比增加1941.39亿元，占当月新增额度债券的比重约为88.07%。第一季度新增专项债发行规模总计为13568.29亿元，相比上年同期增加587.68亿元，今年新增专项债发行明显前置，全年可能呈现“前高后低”的特征。

从发行期限来看，3月，地方政府债平均发行期限约为13.65年，较上月平均发行期限缩短1.87年。一般债平均发行期限约为7.15年，专项债平均发行期限约为16.25年，专项债发行集中在15年期及以上。

从发行利差来看，3月，多个期限地方债发行利差环比变动较小，仅30年期地方债发行利差显著走阔。30年期地方债发行利差较上月走阔1.79BP至11.26BP，7年期与10年期发行利差分别环比走阔0.83BP与0.85BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，黑龙江、宁夏、山西、天津、内蒙古、新疆、甘肃等省份发行利差超过14BP，属当月地方债发行利差最高的一档；湖南、北京与山东三省市的发行利差低于10BP。

二级市场方面，3月，地方政府债共成交11632.65亿元，成交额较上月增长3296.77亿元。主要中长期地方政府债到期收益率走势稳中有降，3月末10年期AAA级地方政府债较上月末下降4BP至3.02%。主要中长期地方政府债利差走势不一。3月末10年期AAA级地方政府债利差为16.72BP，与上月末基本持平；15年期地方政府债利差较上月末收窄2.65BP至25.11BP，7年期与30年期地方政府债利差分别环比走阔2.69BP与1.97BP。

当月释放的政策信号主要有以下两点。一是财政支出强度要加力，2023年赤字率按3%安排，较上年提高0.2个百分点，全国财政赤字38800亿元，比上年增加5100亿元。二是专项债投资拉动要加力，2023年地方政府专项债券规模较上年扩容，新增专项债务限额38000亿元，比上年增加1500亿元；同时，专项债资金投向领域和用作项目资本金范围也将进一步扩大。结合当前地方债发行情况与政策指引，预计第二季度地方政府专项债发行节奏将有所放缓，但今年专项债支持领域将进一步拓展；结合当下中小银行补充资本金的需求强烈，第二季度中小银行专项债发行或继续升温。后续可密切关注新增专项债投向领域以及中小银行专项债发行状况。

相关研究报告：

- 1.《财政政策加力提速，新增专项债发行前置——2023年2月地方政府债市场运行报告》，2023.3.23
- 2.《5000多亿元地方政府专项债结存限额将如何使用？》，2022.10.13
- 3.《地方政府专项债初探：发行情况、存在问题及对策研究》，2022.5.11
- 4.《稀释债务到期压力，间接支持新增地方债市场运作——再融资地方债市场运行思考》，2022.3.17

目录

一、一级市场发行与到期.....	2
(一) 规模情况.....	2
(二) 发行期限.....	5
(三) 发行利差.....	6
(四) 案例分析.....	7
二、二级市场.....	8
三、政策跟踪.....	9
(一) 中央政策.....	9
(二) 地方热点政策.....	10
四、总结与展望.....	10

一、一级市场发行与到期

(一) 规模情况

2023年3月（下称“3月”），地方政府债券发行规模为8900.42亿元，较上月扩张3139.05亿元；当月净融资额为5822.30亿元，较上月增长572.06亿元。未来三个月内（4月至6月），地方政府债券到期规模分别为4292.43亿元、2501.50亿元、5916.97亿元（见图1）。

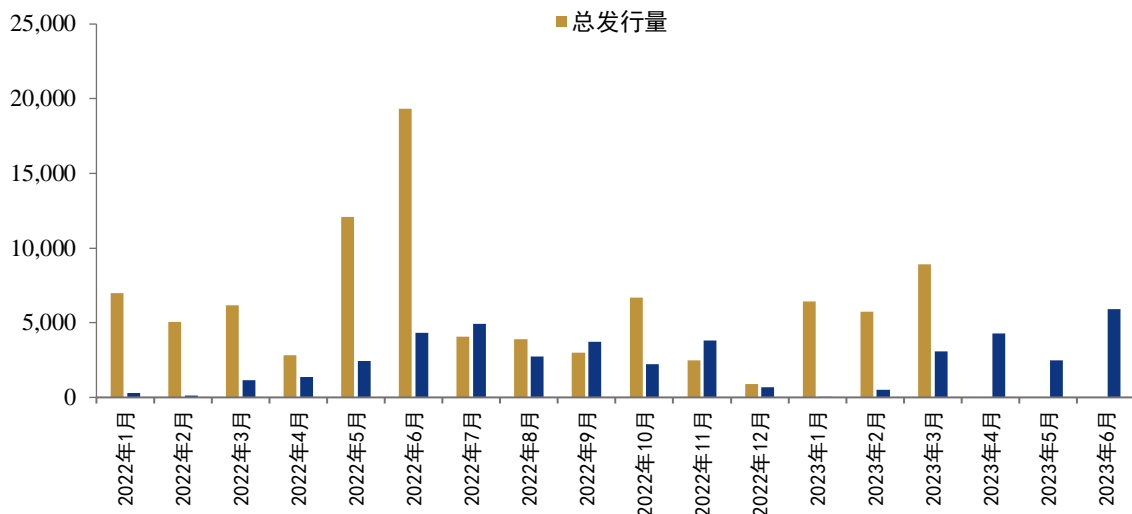


图1：地方政府债发行与到期规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

分类来看，3月，地方政府一般债发行规模为2547.82亿元，环比增长628.81亿元，占当月地方政府债发行总额的28.63%；地方政府专项债发行规模为6352.60亿元，环比增长2510.23亿元，占当月地方政府债发行总额的71.37%（见图二）。

同期，地方政府新增债发行规模为6016.95亿元，环比增长1597.79亿元，占当月地方政府债发行总额的67.60%；地方政府再融资债发行规模为2883.48亿元，环比增长1541.27亿元，占当月地方政府债发行总额的32.40%（见图三）。

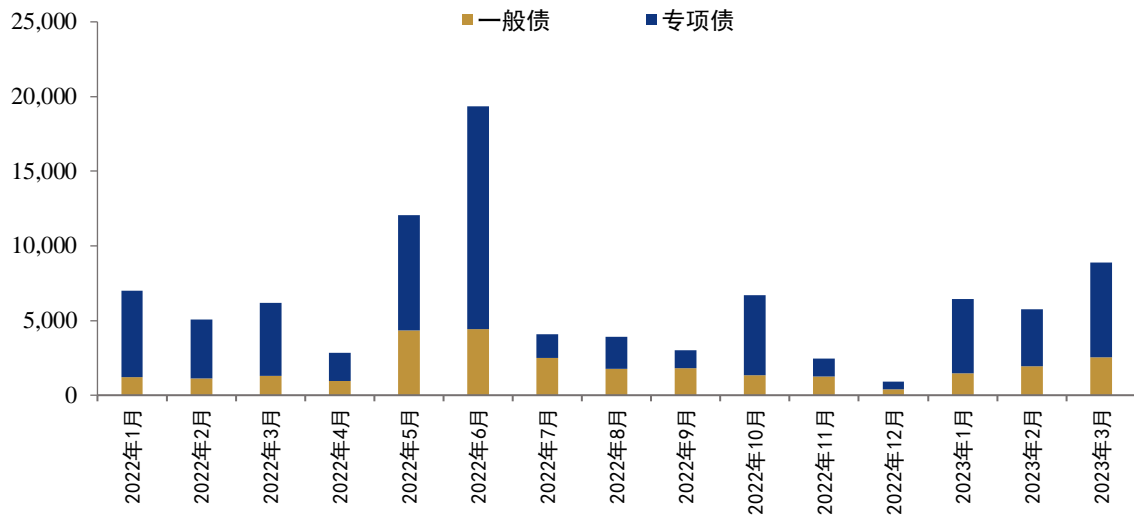


图2：一般债与专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

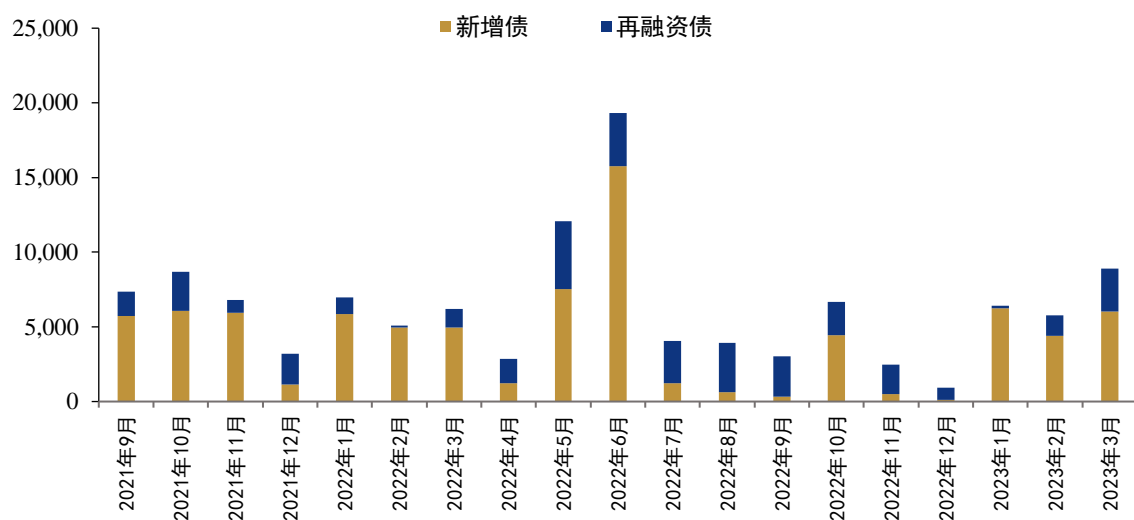


图3：新增债与再融资债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行人省份来看，3月，地方政府债发行规模最大的省份为福建，其发行规模达到842亿元；江苏、云南、山东、浙江四省紧随其后，发行规模均超500亿元（见图四）。江苏、四川、湖南、甘肃、北京、湖北、天津等省市当月的地方债发行中，专项债发行占主导，一般债发行较少或者无一般债发行。辽宁、宁夏、青海与吉林四省当月的地方债发行则以一般债为主，无专项债发行。

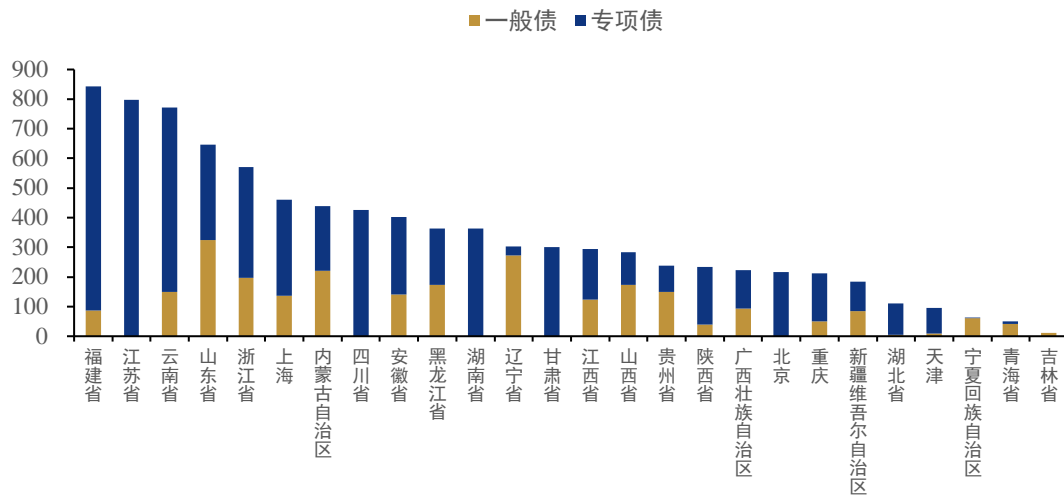


图4：各省地方政府债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增专项债发行来看，3月新增专项债发行规模为5298.92亿元，环比增加1941.39亿元，占当月新增额度债券的比重约为88.07%（见图5）。第一季度新增专项债发行规模总计为13568.29亿元，相比上年同期增加587.68亿元，今年新增专项债发行明显前置，全年可能呈现“前高后低”的特征。从已披露的发行计划来看，截至4月15日，23个省市第二季度新增专项债计划发行额约5621亿元，四、五、六月分别为2277亿元、2722亿元、622亿元。预计二季度新增专项债发行节奏将显著放缓。

根据财政部披露的政府债券发行情况，2023年2月新增专项债主要投向市政及产业园区建设、社会事业、交通基础设施与保障性安居工程等传统领域，同时本月有40亿元专项债用于支持化解中小银行风险（见图6）。根据央行发布的《2022年第四季度货币政策执行报告》，2020-2022年新增5500亿元地方政府专项债券，专项用于补充中小银行资本金。2020、2021、2022年中小银行专项债发行额度分别为506亿元、1594亿元、630亿元，合计发行2770亿，后续仍有2730亿额度待发行。今年以来，中小银行资本补充需求较旺盛，但渠道相对有限，后续中小银行专项债或成中小银行补充资本的重要来源。根据中国债券信息网披露的中小银行专项债发行文件，3月黑龙江与内蒙古自治区分别发行中小银行专项债100亿元、200亿元；4月宁夏、黑龙江、辽宁、广西也有中小银行专项债发行计划。

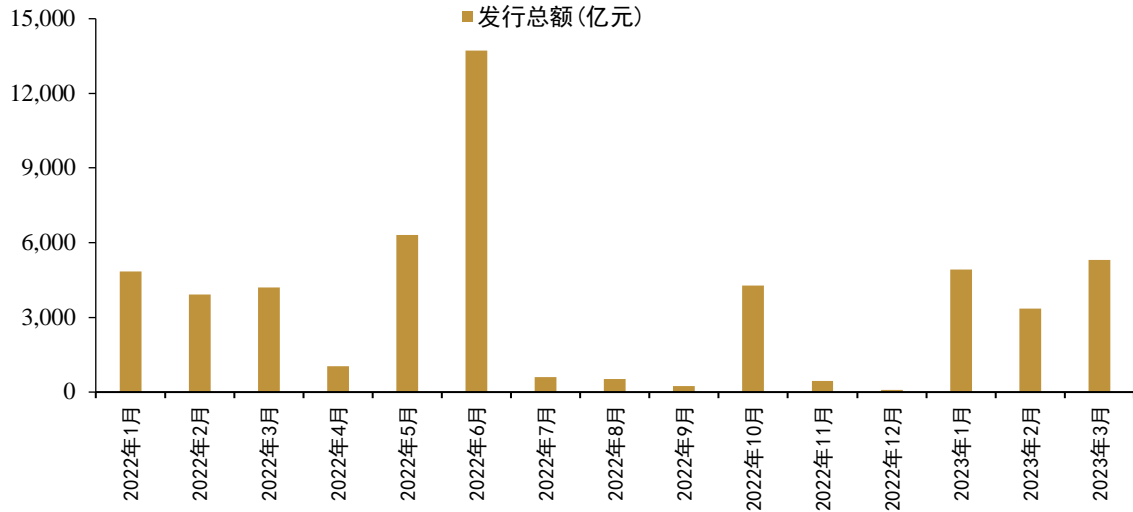


图 5：新增专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

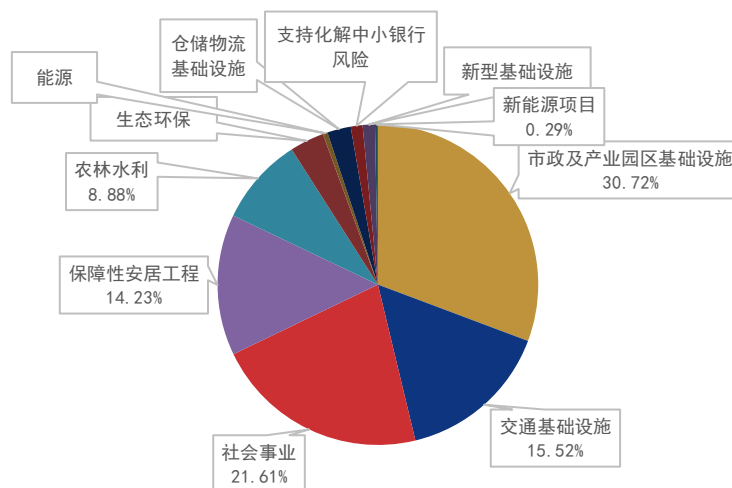


图 6：2023年2月新增专项债投向统计（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）发行期限

3月，地方政府债平均发行期限约为 13.65 年，较上月平均发行期限缩短 1.87 年。具体到各期限，10 年期地方政府债发行额最大，为 1844.54 亿元，占比约为 20.72%；7 年期地方债发行规模紧随其后，为 1750.61 亿元，占比约 19.67%；15 年期、20 年期与 30 年期地方政府债发行规模也相对较大，占比分别为 16.30%、16.86%、12.77%；7 年期以下地方政府债发行规模相对较小。

分类来看，3月，一般债平均发行期限约为7.15年；10年期一般债发行额最大，为852.74亿元，占当月一般债发行额的比重约为33.47%；7年期次之，发行额为827.59亿元，其他期限发行规模相对较小。同期，专项债平均发行期限约为16.25年；专项债发行集中在15年期及以上，15年期、20年期与30年期专项债发行规模分别为1450.62亿元、1500.59亿元与1120.02亿元（见表1）。

表1：2023年3月地方政府债发行期限统计（单位：亿元，%）

期限	1年	2年	3年	5年	7年	10年	15年	20年	30年
发行额	4.50	0.00	591.74	620.80	1750.61	1844.54	1450.62	1500.59	1137.02
占比	0.05	0.00	6.65	6.97	19.67	20.72	16.30	16.86	12.77
一般债发行额			428.50	422.00	827.59	852.74			17.00
一般债各期限占比	0.00	0.00	16.82	16.56	32.48	33.47	0.00	0.00	0.67
专项债发行额	4.50		163.24	198.80	923.03	991.80	1450.62	1500.59	1120.02
专项债各期限占比	0.07	0.00	2.57	3.13	14.53	15.61	22.84	23.62	17.63

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（三）发行利差

1. 关键期限地方政府债发行利差

根据不同期限地方债发行规模，确定7年期、10年期、15年期、20年期与30年期为关键期限，并计算其发行利差（即债券票面利率减当日国债到期收益率；如当月有多只同期限债券发行，则发行利差为同期限债券发行利差的加权平均）。

3月，多个期限地方债发行利差环比变动较小，仅30年期地方债发行利差显著走阔。30年期地方债发行利差较上月走阔1.79BP至11.26BP，7年期与10年期发行利差分别环比走阔0.83BP与0.85BP，15年期发行利差环比走阔0.40BP，20年期发行利差环比收窄0.25BP。整体来看，3月，10年期地方债发行利差最大，20年期次之，15年期地方债发行利差最小（见表2）。

表2：2023年3月关键期限地方政府债发行利差统计（单位：BP）

发行期限	7年	10年	15年	20年	30年
发行利差	11.02	12.49	10.69	11.45	11.26
发行利差环比变动	0.83	0.85	0.40	-0.25	1.79

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 各地区10年期地方政府债发行利差

鉴于10年期地方政府债发行样本最多，选取当月有发行10年期地方政府债的地区，计算其发行利差（即债券票面利率减当日国债到期收益率；如某省市当月有多只10年期债券发行，则发行利差为该省市10年期债券发行利差的加权平均）。

3月，共22个省市发行了10年期地方政府债；其中，黑龙江、宁夏、山西、天津、内蒙古、新疆、甘肃等省份发行利差超过14BP，属当月地方债发行利差最高的一档；而湖南、北京与山东三省市的发行利差低于10BP；其他省份发行利差处于10BP-12BP区间（见图7）。从环比变动来看，广西、云南、新疆、陕西等省份发行利差环比收窄明显，其中广西10年期地方政府债发行利差由2月的14.93BP收窄至10.23BP，云南省发行利差环比收窄也超4.0BP；天津、黑龙江、江西、安徽、山东等省份发行利差较上月明显走阔，其中天津发行利差环比走阔6.64BP，黑龙江发行利差环比走阔超5.0BP。

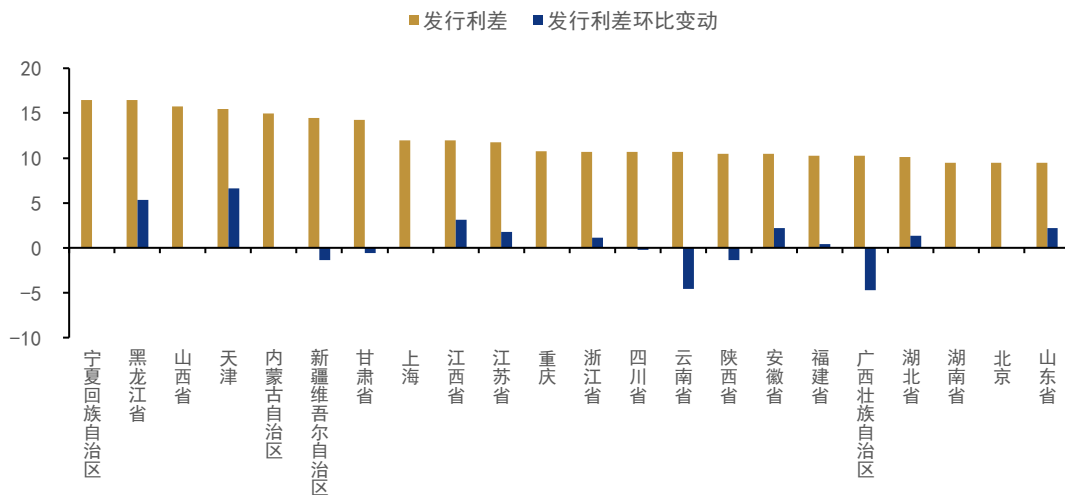


图7：2023年3月各省10年期地方政府债发行利差（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）案例分析

发行案例：2023年黑龙江省支持中小银行发展专项债券(一期)-2023年黑龙江省专项债券(八期)

该债券为黑龙江省政府发行的项目收益与融资自求平衡的专项债券，发行规模为100亿元。该债券募集资金用于哈尔滨银行股份有限公司资本补充项目。该债券期限为10年，票面利率为3.02%，当日国债到期收益率为2.852%，发行利差为16.48BP，是3月同期限债券内发行利差最高的债券。发行利差偏高或与发行人黑龙江省经济财政实力较弱有关。

黑龙江省地处我国东北，下辖12个地级市、1个地区行署。2022年黑龙江GDP总量为15901亿元，在全国31个省（区、市）中排名25位；GDP增速为2.7%，低于全国水平。黑龙江2022年一般公共预算收入1290.6亿元，自然口径下降0.8%，剔除组合式税费支持政策因素后增长9.3%；一般公共预算支出5452亿元，增长6.8%。2022年黑龙江财政自给率为23.67%，一般公共预算收入难以覆盖一般公共预算支出，地方财政收入依赖于上级补助收入。截至2022年末，黑龙江法定债务余额7290.9亿元，负债率（政府债务余额和GDP的比值）为45.85%。整体来看，黑龙江经济财政实力偏弱，政府债务规模相对较大。

根据本期债券所对应项目工作方案，黑龙江省人民政府发行地方政府专项债券后，将100亿元转贷给哈尔滨市人民政府，由哈尔滨市财政局向哈尔滨银行股份有限公司通过转股协议存款方式补充该行资本金，转股协议存款期限与专项债券期限相匹配。当前，中小银行专项债主要通过平台间接入股和认购可转股协议存款两种方式进行注资。平台间接入股方式，主要通过地方金控平台向银行注资入股，宽限期后通过市场化转让股权的方式退出；转股协议存款则是通过存款注资进入银行，并在满足转股协议后转股。当前，中小银行资本补充渠道相对有限，资本补充需求旺盛，地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金既有利于中小银行稳健发展，也有助于提升中小银行服务实体经济的能力。

二、二级市场

从成交量来看，2023年3月，地方政府债成交活跃度环比上升。3月地方政府债共成交11632.65亿元，成交额较上月增长3296.77亿元。分市场来看，银行间市场地方政府债当月成交11460.30亿元，上交所成交166.59亿元，深交所成交5.77亿元。

从地方债到期收益率来看，3月主要中长期限地方政府债到期收益率稳中有降。3月末，10年期AAA级地方政府债到期收益率较上月末下降4BP至3.02%；7年期AAA级地方政府债到期收益率基本与上月末持平；15年期与30年期地方债到期收益率分别环比下跌8BP、7BP至3.25%、3.32%（见图8）。

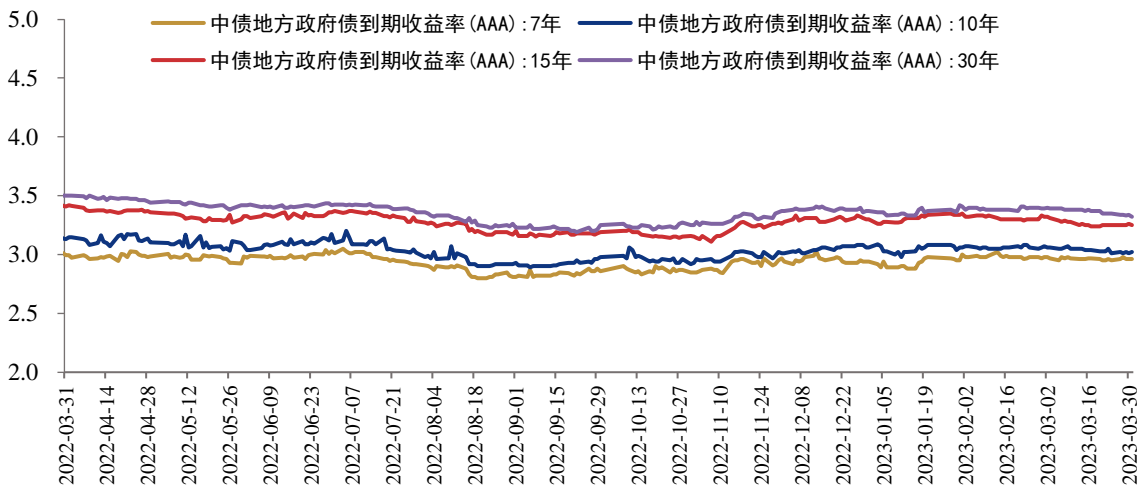


图8：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债到期收益率（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从地方债利差来看，3月，主要中长期限地方政府债利差（地方政府债到期收益率减当日国债到期收益率）走势不一。3月末10年期AAA级地方政府债利差为16.72BP，与上月末基本持平；15年期地方政府债利差较上月末收窄2.65BP至25.11BP，7年期与30年期地方政府债利差分别环比走阔2.69BP与1.97BP（见图9）。

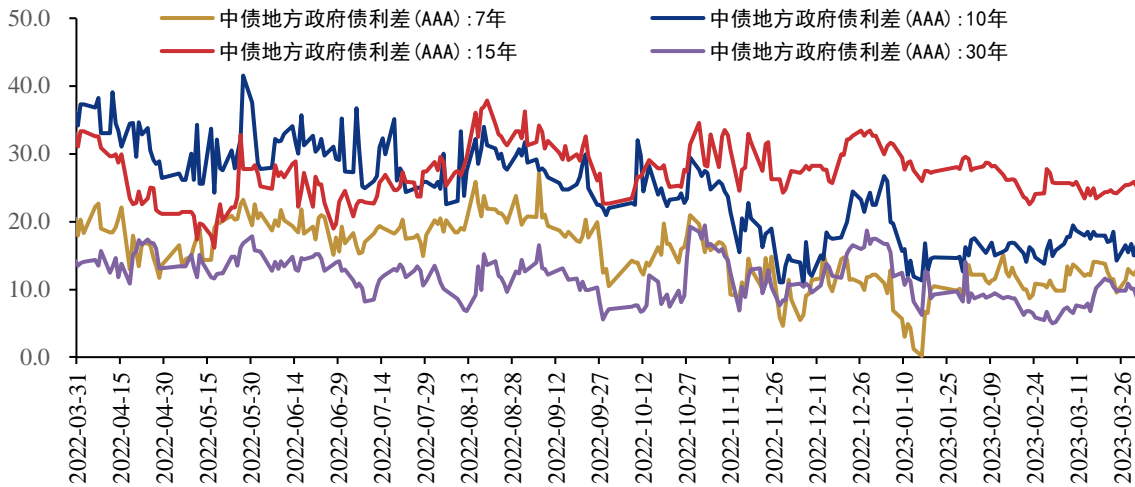


图9：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利差（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、政策跟踪

（一）中央政策

1. 国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会介绍“财政贯彻落实党的二十大重大决策部署”

3月1日，国务院新闻办公室举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会的第5场。财政部部长刘昆表示，要加大财政宏观调控力度，优化政策工具组合，在有效支持高质量发展中，保障财政可持续和地方政府债务风险可控。“加力”，就是要适度加大财政政策扩张力度。加力点主要是三个：一是在财政支出强度上加力；二是在专项债投资拉动上加力。合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围，持续形成投资拉动力；三是在推动财力下沉上加力。持续增加中央对地方转移支付，向困难地区和欠发达地区倾斜，兜牢兜实基层“三保”底线。“提效”，就是要提升政策效能。一方面，完善税费优惠政策，增强精准性和针对性，着力助企纾困。另一方面，优化财政支出结构，更好发挥财政资金“四两拨千斤”的作用，有效带动扩大全社会投资，促进消费。同时，加强与货币、产业、科技、社会政策的协调配合，形成政策合力，推动经济运行整体好转。

财政部副部长许宏才表示，2023年，将在重点支持现有11个领域项目建设基础上，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，形成实物工作量和投资拉动力，有效支持高质量发展。

2. 《关于2022年中央和地方预算执行情况与2023年中央和地方预算草案的报告》

积极的财政政策要加力提效，在合理增加和优化支出上再下功夫，注重与货币政策、产业政策、科技政策、社会政策等协同发力，更直接更有效地发挥积极财政政策作用。

加力主要是加强财政资金统筹，优化组合财政赤字、专项债、贴息等工具，扩大财政支出规模，保持必要的支出强度，全国一般公共预算支出安排275130亿元、增长5.6%。一是适当提高财政赤字率。赤字率按3%安排，比上年提高0.2个百分点。全国财政赤字38800亿元，比上年增加5100亿元，其中，中央财政赤字31600亿元，增加5100亿元；地方财政赤字7200亿元，与上年持平。二是适度增加地方政府专项债券规模。新增专项债务限额

38000亿元，比上年增加1500亿元。适当扩大投向领域和用作项目资本金范围，支持地方正常融资需求。三是加大中央对地方转移支付力度。中央对地方转移支付安排100625亿元、增长3.6%（剔除一次性安排的支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付后增长7.9%）。其中，一般性转移支付87125.71亿元，增长7.6%；专项转移支付（包含中央预算内投资）8499.29亿元，增长11.6%。此外，一次性安排支持基层落实减税降费和重点民生等专项转移支付5000亿元。

（二）地方热点政策

1.江西省出台《关于实施积极财政政策并加力提效促进经济回稳向好的若干措施》

按照积极的财政政策加力提效要求，江西省财政厅日前出台《关于实施积极财政政策并加力提效促进经济回稳向好的若干措施》，聚焦积极扩大有效投资、帮扶企业纾困解难、加快促进消费扩容和全力强外贸增外资等重点领域出台24条财政措施，进一步提振发展信心，增强市场活力，切实巩固提升经济回稳向好态势。在支持重大项目建设方面，安排省预算内基建投资7.2亿元，支持新动能培育和创新驱动发展、生态文明、重大区域战略实施，以及基础性、公益性、补短板方面项目建设。

2.海南省发布《关于下达2023年保障性租赁住房、公租房保障和城镇棚户区改造计划的通知》

海南省住建厅、省发改委、省财政厅发布《关于下达2023年保障性租赁住房、公租房保障和城镇棚户区改造计划的通知》。今年，海南全省计划筹集保障性租赁住房3455套（间），发放住房租赁补贴11149户，开工城镇棚户区改造住房2771套。其中海口计划新筹集保障性租赁住房1200套（间），发放公租房租赁补贴10000户。《通知》要求今年9月底前，各市县列入年度计划的保障性租赁住房项目、棚户区改造项目要全面完成开工建设（筹集）任务；11月底前，各市县在2020年12月底前开工的棚户区改造项目要全面完成基本建成；公租房租赁补贴要按月或按季及时发放，12月25日前要全部发放到位。

四、总结与展望

一级市场发行与到期方面，3月，地方政府债券发行规模为8900.42亿元，较上月扩张3139.05亿元；当月净融资额为5822.30亿元，较上月增长572.06亿元。从发行人省份来看，发行规模最大的省份为福建，江苏、云南、山东、浙江四省紧随其后。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为5298.92亿元，占当月新增额度债券的比重约为88.07%，较上月新增专项债发行规模增加1941.39亿元。第一季度新增专项债发行规模总计为13568.29亿元，相比上年同期增加587.68亿元，今年新增专项债发行明显前置，全年可能呈现“前高后低”的特征。

从发行期限来看，3月，地方政府债平均发行期限约为13.65年，较上月平均发行期限缩短1.87年。一般债平均发行期限约为7.15年，10年期一般债发行额最大，为852.74亿元，占当月一般债发行额的比重约为33.47%。专项债平均发行期限约为16.25年，专项债发行集中在15年期及以上。

从发行利差来看，3月，多个期限地方债发行利差环比变动较小，仅30年期地方债发行利差显著走阔。30年期地方债发行利差较上月走阔1.79BP至11.26BP，7年期与10年期发行利差分别环比走阔0.83BP与0.85BP，15年期发行利差环比走阔0.40BP，20年期发行利差环比收窄0.25BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，黑

龙江、宁夏、山西、天津、内蒙古、新疆、甘肃等省份发行利差超过 14BP，属当月地方债发行利差最高的一档；湖南、北京与山东三省市的发行利差低于 10BP；其他省份发行利差处于 10BP-12BP 区间。

二级市场方面，3月，地方政府债共成交 11632.65 亿元，成交额较上月增长 3296.77 亿元。主要中长期地方政府债到期收益率走势稳中有降，3月末 10 年期 AAA 级地方政府债较上月末下降 4BP 至 3.02%。主要中长期地方政府债利差走势不一。3月末 10 年期 AAA 级地方政府债利差为 16.72BP，与上月末基本持平；15 年期地方政府债利差较上月末收窄 2.65BP 至 25.11BP，7 年期与 30 年期地方政府债利差分别环比走阔 2.69BP 与 1.97BP。

当月释放的政策信号主要有以下两点。一是财政支出强度要加力，2023 年赤字率按 3% 安排，较上年提高 0.2 个百分点，全国财政赤字 38800 亿元，比上年增加 5100 亿元。二是专项债投资拉动要加力，2023 年地方政府专项债券规模较上年扩容，新增专项债务限额 38000 亿元，比上年增加 1500 亿元；同时，专项债资金投向领域和用作项目资本金范围也将进一步扩大。结合当前地方债发行情况与政策指引，预计第二季度地方政府专项债发行节奏将有所放缓，但今年专项债支持领域将进一步拓展；结合当下中小银行补充资本金的需求强烈，第二季度中小银行专项债发行或继续升温。后续可密切关注新增专项债投向领域以及中小银行专项债发行状况。

【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部研究员。

【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



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：010-5727 7666

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：021-6510 0651

【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。