

作者：冯祖涵

邮箱：research@fecr.com.cn

## 地方债发行放缓，深交所尝试发行定价基准“换锚”

——2023年4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，4月，地方政府债券发行规模为6728.49亿元，较上月缩减2171.93亿元；当月净融资额为2436.05亿元，较上月减少3386.25亿元。从发行人省份来看，发行规模最大的省份为广东，其发行规模达到1241.87亿元。当月新增专项债发行规模为2825.41亿元，环比减少2473.51亿元，占当月新增额度债券的比重约为93.71%。根据已披露的发行计划，截至5月5日，19个省市第二季度新增专项债计划发行额约5230亿元；相比第一季度，第二季度发行节奏有所放缓。

从发行期限来看，4月，地方政府债平均发行期限约为13.05年，较上月平均发行期限缩短0.6年。一般债平均发行期限约为8.46年，10年期一般债发行额最大，为1768.51亿元，占当月一般债发行额的比重约为66.54%。专项债平均发行期限约为16.05年，专项债发行集中在10年期及以上。

从发行利差来看，4月，多个期限地方债发行利差环比变动较小，仅15年期地方债发行利差显著走阔，15年期地方债发行利差较上月走阔1.56BP至12.25BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，海南、新疆、宁夏、辽宁、内蒙古、黑龙江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；福建、广东、广西、山西四省的发行利差低于10BP。

二级市场方面，4月，地方政府债共成交9763.78亿元，成交额较上月减少1868.87亿元。主要中长期地方政府债到期收益率走势环比下降。4月末，15年期AAA级地方政府债到期收益率较上月末下降11BP至3.14%。主要中长期地方政府债利差走势不一。4月末，10年期AAA级地方政府债利差为21.12BP，较上月末走阔4.4BP；7年期地方政府债利差也较上月末走阔3.52BP，15年期地方政府债利差较上月末收窄4.12BP至20.99BP，30年期地方政府债利差与上月末基本持平。

当月释放的政策信号主要有以下两点：一是延续和优化实施税费优惠政策，为经营主体减轻税费负担；二是加快地方政府专项债券发行和使用，加快专项债券发行进度，强化专项债券资金使用管理。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新增专项债发行节奏将有所放缓，但整体来看今年新增专项债发行前置；专项债投向领域方面，新型基础设施与新能源项目两个新增投向近三个月持续获得专项债支持，但规模仍相对较小，后续该领域发行有待观察。此外，4月深交所首次尝试将地方债发行定价基准由国债收益率转换为“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”，后续可持续关注地方债发行利率“换锚”的效果及影响。

### 相关研究报告：

- 1.《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，2023.4.25
- 2.《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
- 3.《5000多亿元地方政府专项债结存限额将如何使
- 用？》，2022.10.13
- 4.《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

## 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.....	7
三、政策跟踪.....	9
(一) 中央政策.....	9
(二) 地方热点政策.....	9
四、总结与展望.....	10

## 一、一级市场发行与到期

### (一) 规模情况

2023年4月（下称“4月”），地方政府债券发行规模为6728.49亿元，较上月缩减2171.93亿元；当月净融资额为2436.05亿元，较上月减少3386.25亿元。1-4月，地方政府债发行规模总计27825.22亿元，较去年同期增加6736.97亿元；净融资额总计19908.73亿元，较去年同期增加1738.08亿元。未来三个月内（5月至7月），地方政府债券到期规模分别为2501.50亿元、5916.97亿元、3956.38亿元（见图1）。

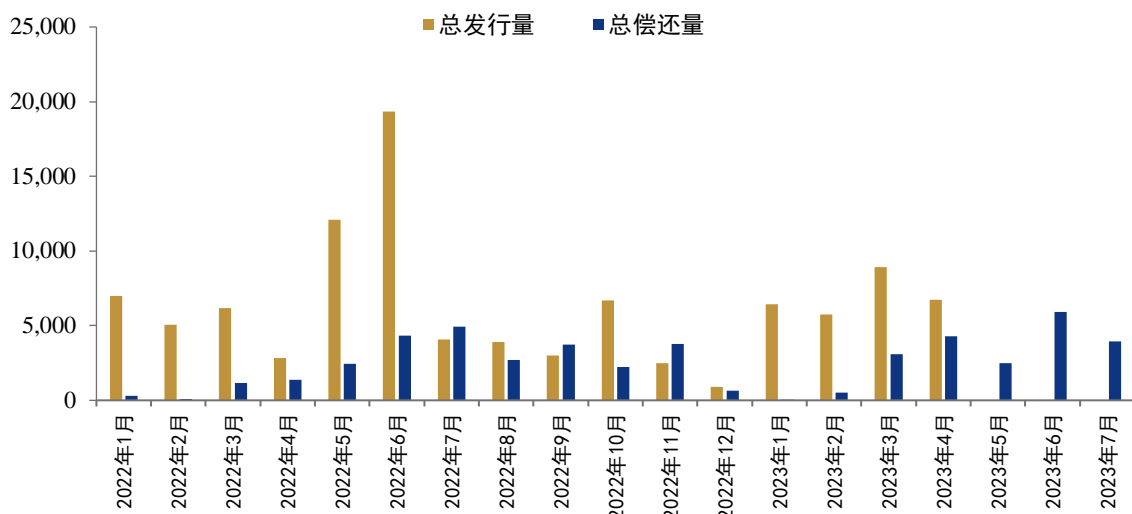


图1：地方政府债发行与到期规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

分类来看，4月，地方政府一般债发行规模为2657.79亿元，环比缩减3191.54亿元，占当月地方政府债发行总额的39.5%；地方政府专项债发行规模为4070.70亿元，环比减少2281.90亿元，占当月地方政府债发行总额的60.5%（见图2）。

同期，地方政府新增债发行规模为2825.41亿元，环比减少3191.54亿元，占当月地方政府债发行总额的41.99%；地方政府再融资债发行规模为3903.08亿元，环比增长1019.60亿元，占当月地方政府债发行总额的58.01%（见图3）。再融资债发行增多主要是受当月地方政府债到期规模较大影响。

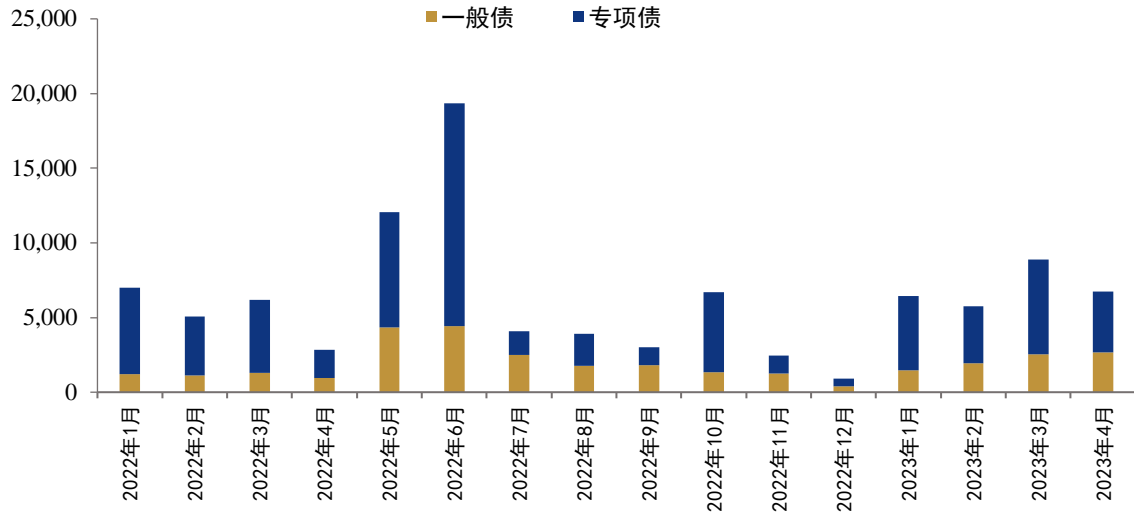


图2：一般债与专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

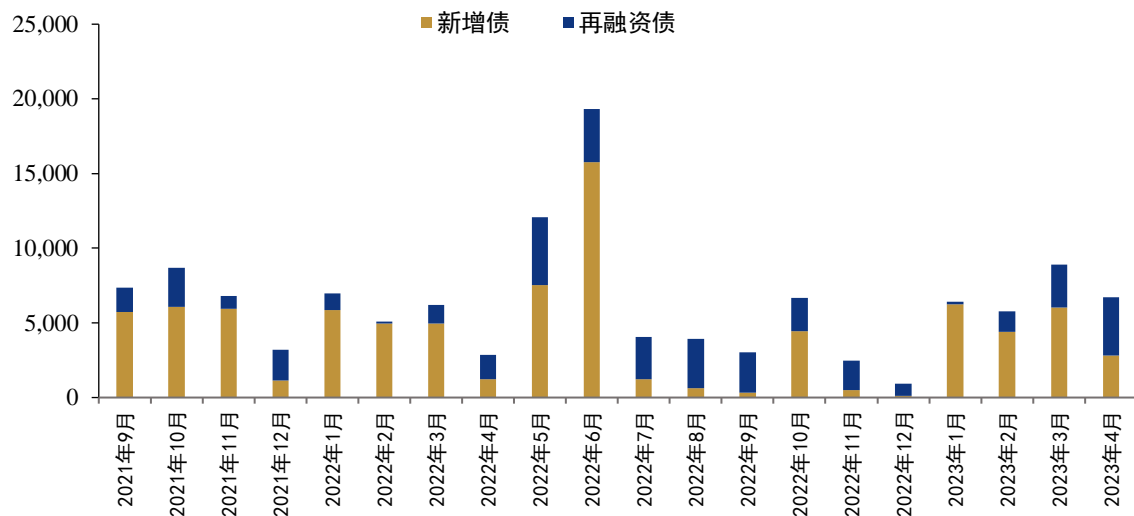


图3：新增债与再融资债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行人省份来看，4月，地方政府债发行规模最大的省份为广东，其发行规模达到1241.87亿元；辽宁、浙江、四川、河北、河南、江苏、湖南等省份地方债发行规模均超过400亿元（见图4）。本月专项债发行规模最大的省份为广东，其专项债发行规模为829.94亿元，远超其他省份；辽宁与四川两省专项债发行规模超过400亿元。

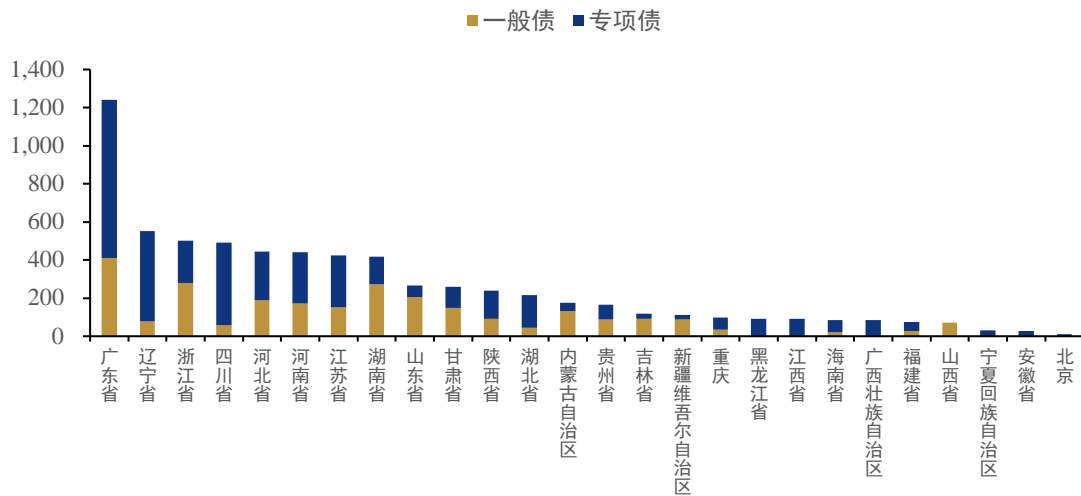


图4：2023年4月各省地方政府债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增专项债发行来看，4月新增专项债发行规模为2825.41亿元，环比减少2473.51亿元，占当月新增额度债券的比重约为93.71%（见图5）。1-4月新增专项债发行规模共计16215.88亿元，相比上年同期增加2196.97亿元。从已披露的发行计划来看，截至5月5日，19个省市第二季度新增专项债计划发行额约5230亿元；相比第一季度，第二季度发行节奏有所放缓。

根据财政部披露的政府债券发行情况，2023年3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300亿元专项债用于支持化解中小银行风险（见图6）。新型基础设施与新能源项目两个新增投向近三个月持续获得专项债支持，但规模仍相对较小。

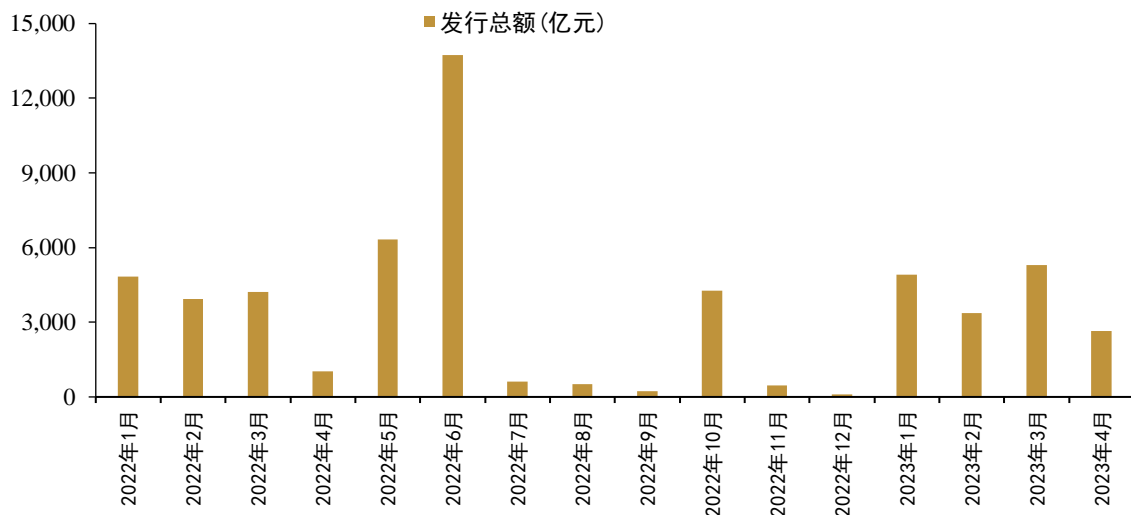


图5：新增专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

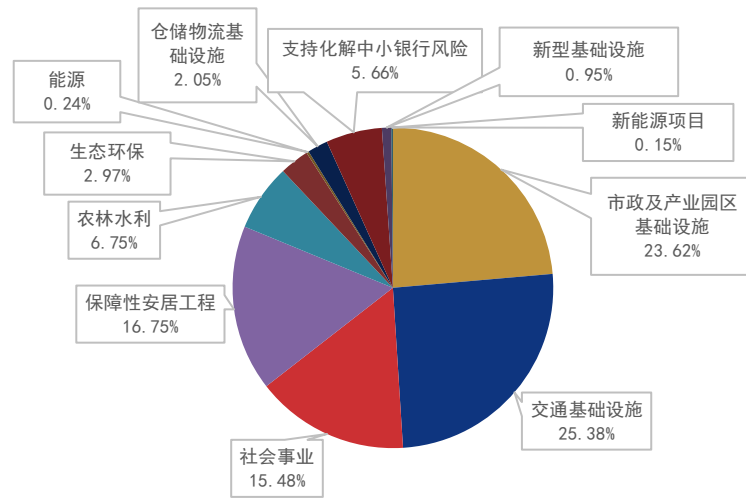


图 6: 2023 年 3 月新增专项债投向统计 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

## (二) 发行期限

4 月, 地方政府债平均发行期限约为 13.05 年, 较上月平均发行期限缩短 0.6 年。具体到各期限, 10 年期地方政府债发行额最大, 为 2927.32 亿元, 占比约为 43.51%; 7 年期、15 年期、20 年期与 30 年期地方政府债发行规模相对较小, 占比均在 10% 左右。

分类来看, 4 月, 一般债平均发行期限约为 8.46 年, 较上月平均发行期限延长 1.30 年; 10 年期一般债发行额最大, 为 1768.51 亿元, 占当月一般债发行额的比重约为 66.54%; 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 16.05 年, 与上月平均发行期限基本持平; 专项债发行集中在 10 年期及以上, 10 年期、15 年期、20 年期与 30 年期专项债发行规模分别为 1158.81 亿元、709.68 亿元、939.92 亿元与 704.75 亿元 (见表 1)。

表 1: 2023 年 4 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			395.08	339.89	699.27	2927.32	722.26	939.92	704.75
占比			5.87	5.05	10.39	43.51	10.73	13.97	10.47
一般债发行额			286.75	194.30	395.65	1768.51	12.58		
一般债各期限占比			10.79	7.31	14.89	66.54	0.47		
专项债发行额			108.33	145.60	303.61	1158.81	709.68	939.92	704.75
专项债各期限占比			2.66	3.58	7.46	28.47	17.43	23.09	17.31

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）。

4月，多个期限地方债发行利差环比变动较小，仅15年期地方债发行利差显著走阔。15年期地方债发行利差较上月走阔1.56BP至12.25BP，30年期发行利差环比走阔0.91BP，7年期、10年期、20年期发行利差与上月基本持平。整体来看，4月，10年期地方债发行利差最大，15年期次之，7年期地方债发行利差最小（见表2）。

表 2：2023 年 4 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	11.03	12.79	12.25	11.66	12.18
发行利差环比变动	0.01	0.29	1.56	0.21	0.91

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）。

4月，共21个省市发行了10年期地方政府债；其中，海南、新疆、宁夏、辽宁、内蒙古、黑龙江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；福建、广东、广西、山西四省的发行利差低于10BP；其他省份发行利差处于10BP-14BP区间（见图7）。从环比变动来看，山西、黑龙江与江苏等省份发行利差环比收窄明显，其中山西10年期地方政府债发行利差由3月的15.72BP收窄至9.67BP；湖北、四川、浙江等省份发行利差较上月明显走阔，其中湖北发行利差环比走阔3.81BP。

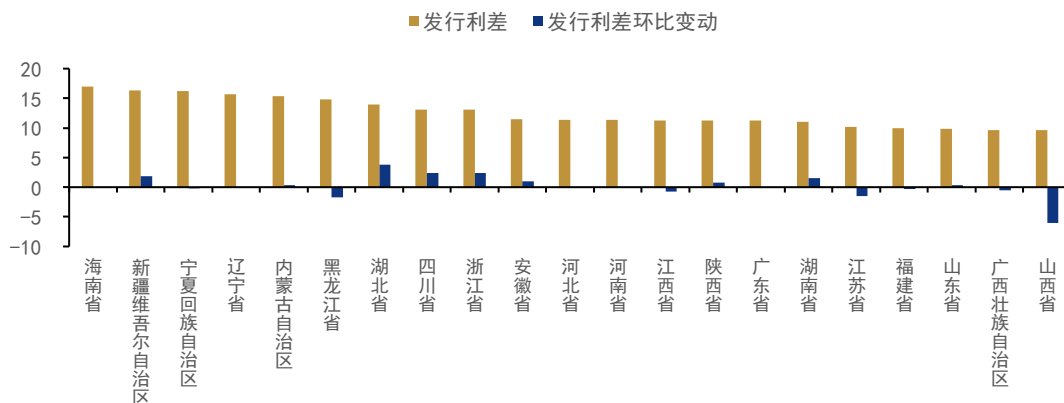


图 7：2023 年 4 月各省 10 年期地方政府债发行利差（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （四）案例分析

### 发行案例：深交所首次尝试地方债发行定价基准“换锚”——2023年深圳市政府专项债券(十期)

该债券为深圳市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 11.30 亿元，债券期限为 7 年，票面利率为 2.87%。该债券募集资金用于深圳市城市轨道交通四期调整项目。此债券发行为深交所首次尝试地方债发行定价基准“换锚”，其定价基准参考“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”设置投标利率区间，下限为 7 年期地方债收益率 5 日均值下浮 3%，上限为上述均值上浮 10%，最终发行利率为 2.87%，较当日地方债到期收益率低 8BP。地方债发行定价基准“换锚”，有助于更好发挥地方债收益率曲线价格发现功能，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异，形成良好引领示范效应。

此外，该债券发行利率偏低与发行人深圳市政府经济财政实力有关。深圳市为广东省副省级城市，在国家计划中实行单列，具有相当于省一级的经济管理权限。2022 年深圳市 GDP 总量为 32387.68 亿元，在全国城市中排名第三位；GDP 增速为 3.3%，分别高于全省、全国 1.4 和 0.3 个百分点。深圳市一般公共预算收入 4012.3 亿元，一般公共预算支出 4997.2 亿元；市本级一般公共预算收入 2453.5 亿元，市本级一般公共预算支出 2210.5 亿元。2022 年深圳全市财政自给率为 80.3%，市本级财政自给率为 110.99%。深圳财政自给率较高，财政自平衡能力较强。截至 2022 年末，深圳市债务余额 2082.88 亿元，负债率（政府债务余额和 GDP 的比值）为 6.43%。整体来看，深圳市经济财政实力强劲，政府债务规模相对较小。

## 二、二级市场

从成交量来看，2023 年 4 月，地方政府债成交活跃度环比下降。4 月地方政府债共成交 9763.78 亿元，成交额较上月减少 1868.87 亿元。分市场来看，银行间市场地方政府债当月成交 9617.42 亿元，上交所成交 142.78 亿元，深交所成交 3.58 亿元。

从地方债到期收益率来看，4 月主要中长期限地方政府债到期收益率环比下降。4 月末，15 年期 AAA 级地方政府债到期收益率较上月末下降 11BP 至 3.14%；7 年期、10 年期与 30 年期 AAA 级地方政府债到期收益率较上月末分别下跌 5BP、3BP 与 4BP（见图 8）。



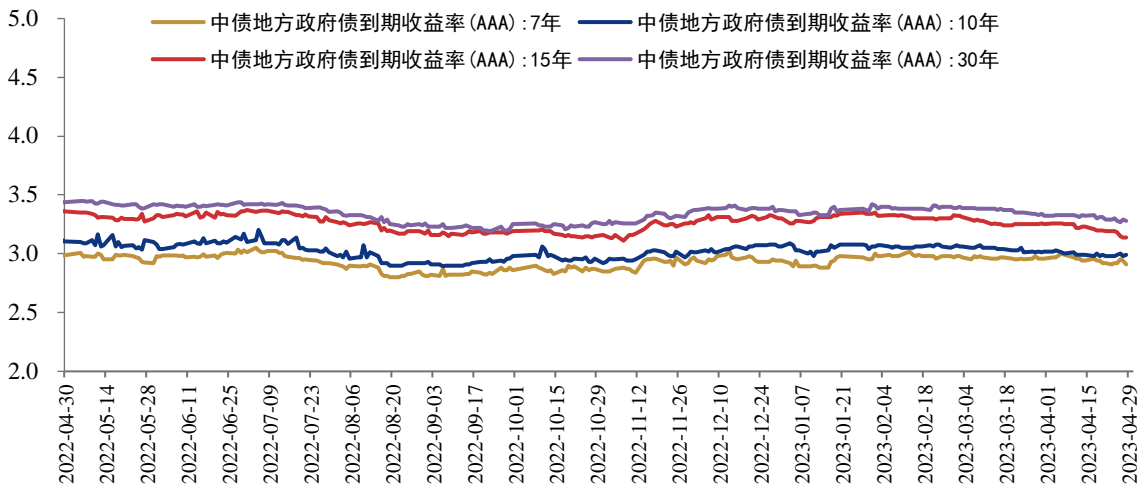


图8：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债到期收益率（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从地方债利差来看，4月，主要中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。4月末，10年期AAA级地方政府债利差为21.12BP，较上月末走阔4.4BP；7年期地方政府债利差也较上月末走阔3.52BP，15年期地方政府债利差较上月末收窄4.12BP至20.99BP，30年期地方政府债利差与上月末基本持平（见图9）。

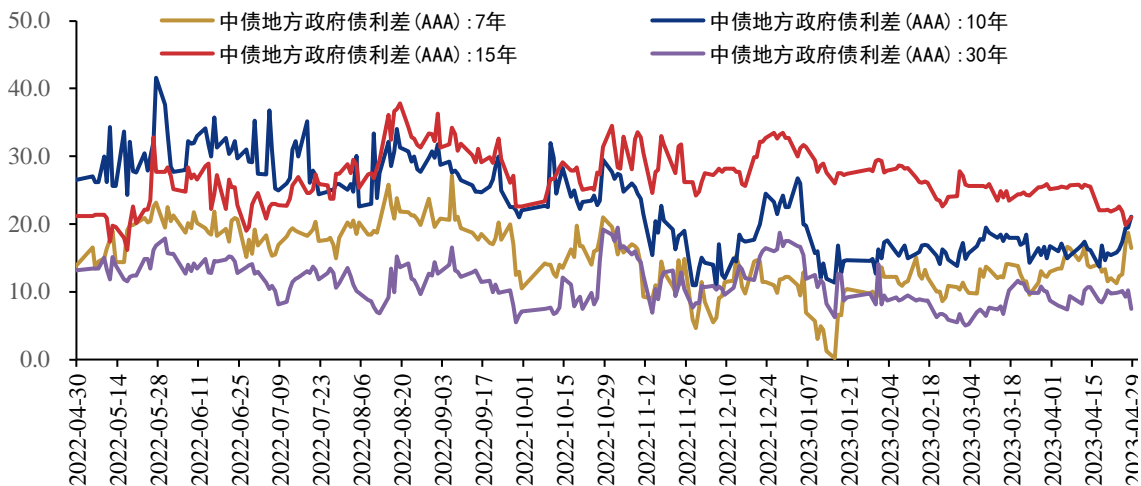


图9：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利差（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 三、政策跟踪

#### (一) 中央政策

##### 1. 税务总局：更好发挥税收职能作用，更优服务经济社会高质量发展

4月6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，国家税务总局局长王军介绍“更好发挥税收职能作用 更优服务经济社会高质量发展”有关情况。据介绍，年初以来，财税等部门先后两批发布了延续和优化实施的税费优惠政策，**预计全年新增减税降费1.2万亿元，加上继续实施的留抵退税政策，预计全年可为经营主体减轻税费负担超过1.8万亿元。**

##### 2. 财政部：加快地方政府专项债发行与使用

4月18日，财政部召开2023年一季度财政收支情况新闻发布会。据财政部预算司副司长李大伟介绍，今年以来，中央财政按照“积极的财政政策加力提效”的要求，**保持较高的支出强度，持续提升财政政策效能，有力推动了经济回稳向好。**当前，重点做好以下工作：一是及时做好预算批复下达工作。二是**加快地方政府专项债券发行和使用。**指导地方加强专项债券项目前期准备工作，提高项目储备质量，**加快专项债券发行进度，强化专项债券资金使用管理，适当提高资金使用集中度，**优先支持成熟度高的项目和在建项目，推动尽快形成实物工作量，发挥专项债券扩大有效投资的积极作用。三是完善税费优惠政策。

#### (二) 地方热点政策

##### 1. 广东省财政安排30亿元支持产业有序转移

广东省财政安排下达**产业有序转移首期注入资本金30亿元**，支持全省承接产业有序转移主平台统筹做好开发建设、招商引资、发展产业等工作。广东省财政厅牵头制定《促进产业有序转移财政支持方案(试行)》，根据各主平台的用地保障与产业项目情况，对广东省财政支持的粤东粤西粤北地市和江门、肇庆、惠州共15个市进行考核排序，明确粤东粤西粤北地级市中前4名，以及江门、肇庆、惠州市中的第1名为第一档，每个市安排资金2.4亿元，其余10个地市为第二档，每个市安排1.8亿元。

广东省财政厅表示，强化资金落地的政策指导，资金下达前，**指导各地政府择优遴选优质主平台园区开发公司**，避免出现“钱等项目”的情况；资金下达时，要求地市尽早尽快将资金注入相关开发公司，推动发挥省级财政资金的杠杆撬动作用；资金下达后，要求切实做好资金使用跟踪问效，加强资金监管，严禁挤占、截留或挪用，确保专款专用。

##### 2. 宁夏财政厅印发《支持民营经济高质量发展财政政策措施》

宁夏财政厅牵头，联合国家税务总局宁夏回族自治区税务局、自治区发改委等12部门印发《支持民营经济高质量发展财政政策措施》，从七个方面出台60条“硬核”措施，为民营企业提供全面系统、简明扼要的财政政策指引，推动民营经济高质量发展。

其中减税降费政策包括：除按规定对月销售额10万元以下(含本数)的增值税小规模纳税人免征增值税外，对小型微利企业年应纳税所得额超过100万元但不超过300万元的部分，减按25%计入应纳税所得额，并按20%

税率缴纳企业所得税；对增值税小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户缴纳的“六税两费”，按税额的50%予以减征；对从事符合西部大开发税收优惠政策条件的新办企业，减按15%税率征收企业所得税，且自取得第一笔生产经营所得纳税年度起计算优惠期，实行企业所得税地方分享部分“三免三减半”。

## 四、总结与展望

一级市场发行与到期方面，4月，地方政府债券发行规模为6728.49亿元，较上月缩减2171.93亿元；当月净融资额为2436.05亿元，较上月减少3386.25亿元。从发行人省份来看，发行规模最大的省份为广东，其发行规模达到1241.87亿元；辽宁、浙江、四川、河北、河南、江苏、湖南等省份地方债发行规模均超过400亿元。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为2825.41亿元，环比减少2473.51亿元，占当月新增额度债券的比重约为93.71%。从已披露的发行计划来看，截至5月5日，19个省市第二季度新增专项债计划发行额约5230亿元；相比第一季度，第二季度发行节奏有所放缓。

从发行期限来看，4月，地方政府债平均发行期限约为13.05年，较上月平均发行期限缩短0.6年。一般债平均发行期限约为8.46年，10年期一般债发行额最大，为1768.51亿元，占当月一般债发行额的比重约为66.54%。专项债平均发行期限约为16.05年，专项债发行集中在10年期及以上。

从发行利差来看，4月，多个期限地方债发行利差环比变动较小，仅15年期地方债发行利差显著走阔。15年期地方债发行利差较上月走阔1.56BP至12.25BP，30年期发行利差环比走阔0.91BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，海南、新疆、宁夏、辽宁、内蒙古、黑龙江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；福建、广东、广西、山西四省的发行利差低于10BP；其他省份发行利差处于10BP-14BP区间。

二级市场方面，4月，地方政府债共成交9763.78亿元，成交额较上月减少1868.87亿元。主要中长期地方政府债到期收益率走势环比下降。4月末，15年期AAA级地方政府债到期收益率较上月末下降11BP至3.14%；7年期、10年期与30年期AAA级地方政府债到期收益率较上月末分别下跌5BP、3BP与4BP。主要中长期地方政府债利差走势不一。4月末，10年期AAA级地方政府债利差为21.12BP，较上月末走阔4.4BP；7年期地方政府债利差也较上月末走阔3.52BP，15年期地方政府债利差较上月末收窄4.12BP至20.99BP，30年期地方政府债利差与上月末基本持平。

当月释放的政策信号主要有以下两点。一是延续和优化实施税费优惠政策，为经营主体减轻税费负担，支持经济回稳向好；二是加快地方政府专项债券发行和使用，加快专项债券发行进度，强化专项债券资金使用管理，发挥专项债券扩大有效投资的积极作用。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新增专项债发行节奏相比第一季度将有所放缓，但整体来看今年新增专项债发行前置；专项债投向领域方面，新型基础设施与新能源项目两个新增投向近三个月持续获得专项债支持，但规模仍相对较小，后续此领域发行有待观察。此外，4月深交所首次尝试将地方债发行定价基准由国债收益率转换为“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”，后续可持续关注地方债发行利率“换锚”的效果及影响。

### 【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](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：010-5727 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。