

作者：冯祖涵

邮箱：research@fecr.com.cn

地方债发行利差走阔，后月发行放量预期强化

——2023年7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，7月，地方政府债券发行规模为6191.36亿元，较上月缩减2110.92亿元；当月净融资额为2234.98亿元，较上月减少150.33亿元。从发行人省份来看，7月，地方政府债发行规模最大的省市为四川省，其发行规模为853.90亿元；安徽省紧随其后，当月共发行546.19亿元地方债；天津、云南、黑龙江等三省当月地方债发行规模在400亿元左右。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为1962.90亿元，环比减少2075.15亿元。展望后月，8月、9月地方债发行或将提速。截至8月9日，共有18个省级行政区披露了8月新增专项债发行计划，合计计划发行5860.75亿元，其中广东省计划发行新增专项债1452亿元。

从发行期限来看，7月，地方政府债平均发行期限约为10.10年，较上月平均发行期限缩短2.63年。一般债平均发行期限约为7.08年，7年期一般债发行额最大，占当月一般债发行额的比重均超过40%。专项债平均发行期限约为12.41年，5年期专项债发行额最大，为904.99亿元。

从发行利差来看，7月，主要中长期地方债发行利差均较上月走阔。15年期地方债发行利差较上月走阔13.41BP至22.65BP，20年期与10年期地方债发行利差分别环比走阔11.40BP与5.66BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，甘肃、新疆、内蒙古、吉林、湖南等五个省份发行利差均超过20BP，属当月地方债发行利差最高的一档；北京、福建、浙江三省的发行利差低于6BP；其他省份发行利差处于7-18BP区间。

二级市场方面，7月，地方政府债共成交10823.32亿元，成交额较上月减少138.93亿元。主要中期限地方政府债到期收益率走势平稳。7月末，10年期与15年期AAA级地方政府债到期收益率与上月末基本持平，分别为2.88%和3.07%。主要中期限地方政府债利差小幅收窄。7月末，10年期与15年期AAA级地方政府债利差与上月末基本持平，分别为22.03BP与27.57BP。7年期地方债利差较上月收窄4.97BP至11.27BP，30年期地方债利差环比收窄5.31BP至9.97BP。

近期，积极的财政政策着重体现为延续并完善税费优惠政策，以提振民营经济、促进中小企业发展。地方债发行方面，本月地方债发行利差较上月迅速上扬，或与第三季度地方债放量发行预期强化、一级市场认购情绪低迷有关。展望后续，跨月后资金面转为宽松，或将带动发行利差回落。此外，应持续关注地方政府化债的具体方案，着重关注特殊再融资债券以及融资平台公司治理两方面。

相关研究报告：

1.《防范化解地方债务风险，特殊再融资债重启发行可期——2023年6月地方政府债市场运行报告》，2023.7.28

2.《地方债发行利差区域分化显著，关注政府债务风险——2023年5月地方政府债市场运行报告》，2023.6.14

3.《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》，2023.5.12

4.《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

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7月(下称“7月”),地方政府债券发行规模为6191.36亿元,较上月缩减2110.92亿元;当月净融资额为2234.98亿元,较上月减少150.33亿元。1-7月,地方政府债发行规模总计49872.41亿元,较去年同期减少6692.25亿元;净融资额总计29581.06亿元,较去年同期减少12364.71亿元。未来三个月内(8月至10月),地方政府债券到期规模分别为5912.93亿元、6234.70亿元、1936.95亿元(见图1)。

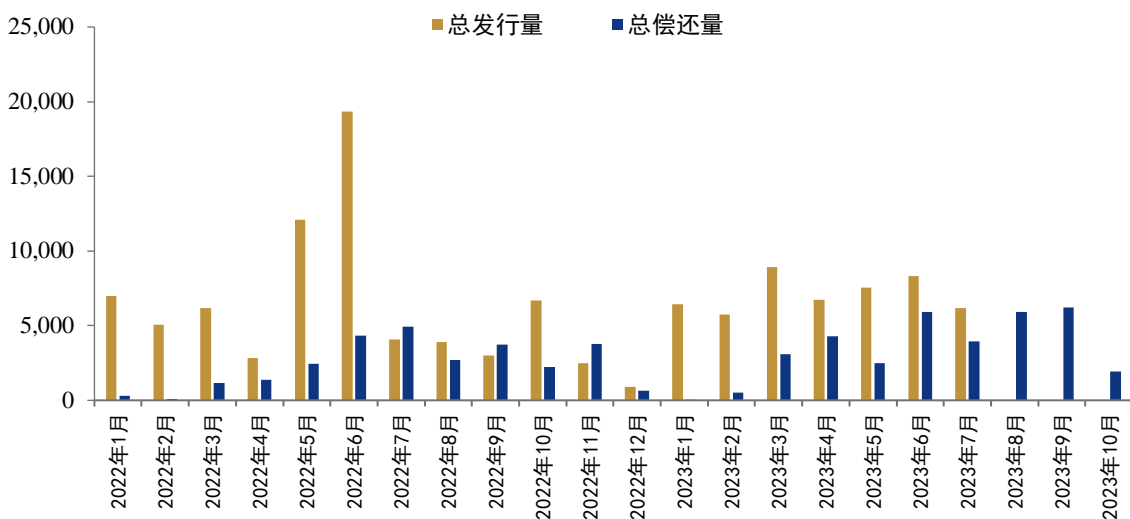


图1: 地方政府债发行与到期规模 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

分类来看,7月,地方政府一般债发行规模为2686.54亿元,环比减少35.76亿元,占当月地方政府债发行总额的43.39%;地方政府专项债发行规模为3504.82亿元,环比减少1457.7亿元,占当月地方政府债发行总额的56.61%(见图2)。

同期,地方政府新增债发行规模为2353.50亿元,环比减少2460.92亿元,占当月地方政府债发行总额的38.01%;地方政府再融资债发行规模为3837.86亿元,环比增长350亿元,占当月地方政府债发行总额的61.99%(见图3)。

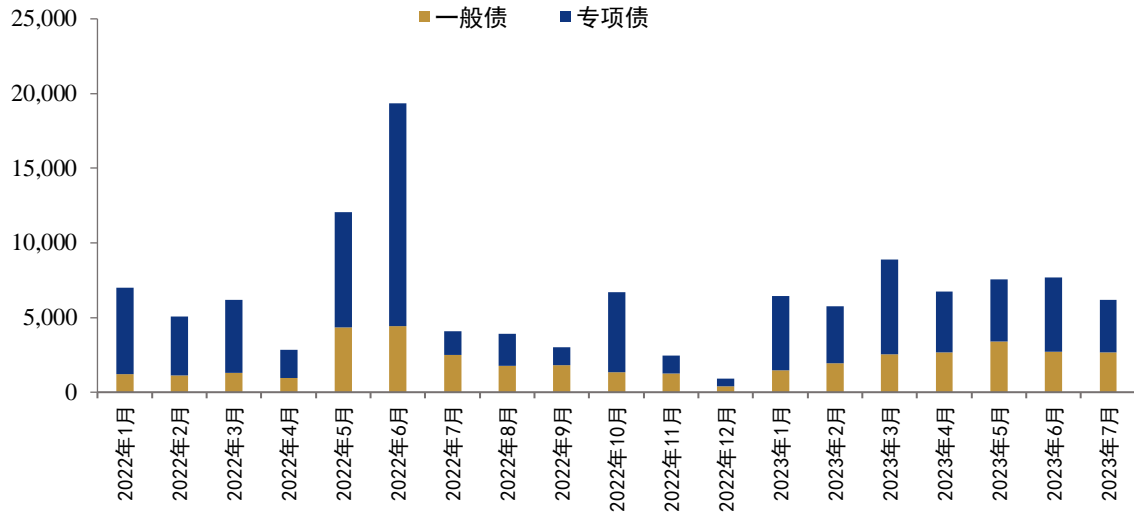


图2：一般债与专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

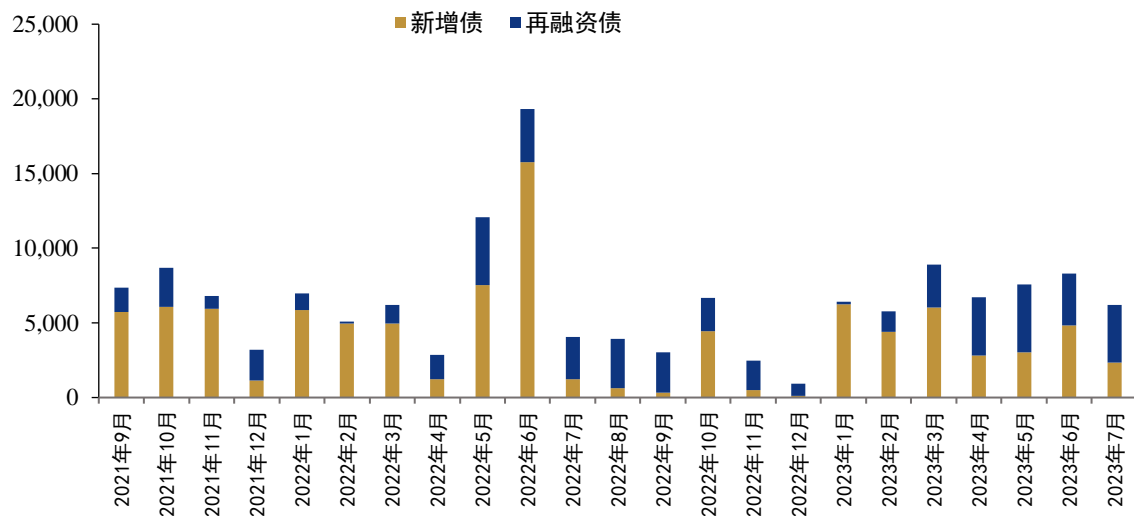


图3：新增债与再融资债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行人省份来看，7月，地方政府债发行规模最大的省市为四川省，其发行规模为853.90亿元；安徽省紧随其后，当月共发行546.19亿元地方债；天津、云南、黑龙江等三省当月地方债发行规模在400亿元左右（见图4）。从专项债发行来看，本月专项债发行规模最大的省市同样为四川省，其专项债发行规模为478.31亿元；安徽、天津等省份专项债发行规模也超过400亿元。

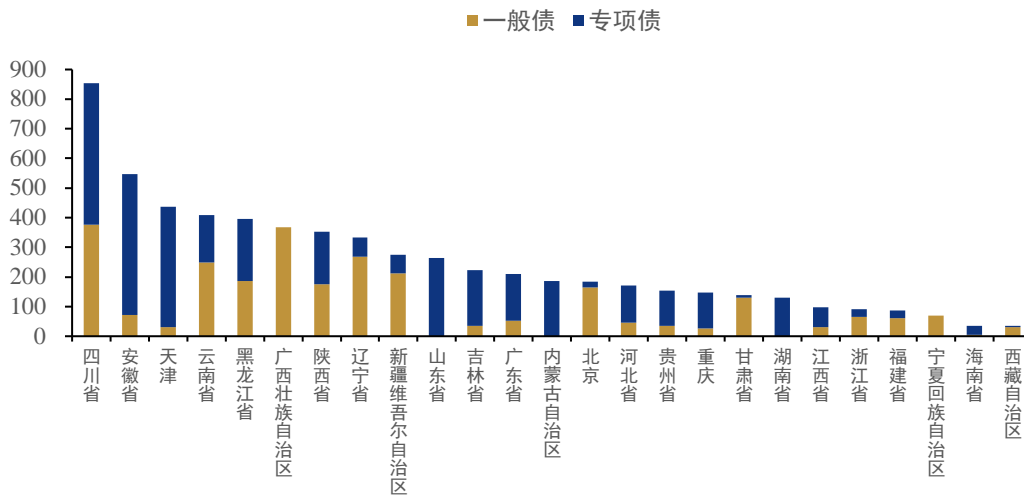


图4：2023年7月各省地方政府债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增专项债发行来看，7月新增专项债发行规模为1962.90亿元，环比减少2075.15亿元，占当月新增额度债券的比重约为83.40%（见图5）。1-7月新增专项债发行规模共计24971.40亿元，相比上年同期减少9703.74亿元，主要是由于上年同期基数较大。展望后月，8月、9月地方债发行或将提速。截至8月9日，共有18个省级行政区披露了8月新增专项债发行计划，合计计划发行5860.75亿元，其中广东省计划发行新增专项债1452亿元。

根据财政部披露的政府债券发行情况，2023年6月新增专项债主要投向市政及产业园区建设、交通基础设施、社会事业与保障性安居工程等领域，当月并无专项债用于支持化解中小银行风险（见图6）。具体来看，6月，新增专项债用于市政及产业园区建设1645.86亿元，占比超过40%；交通基础设施、社会事业与保障性安居工程等项目占比均在10%左右。3月至5月发行规模较大的中小银行专项债于当月并无发行。

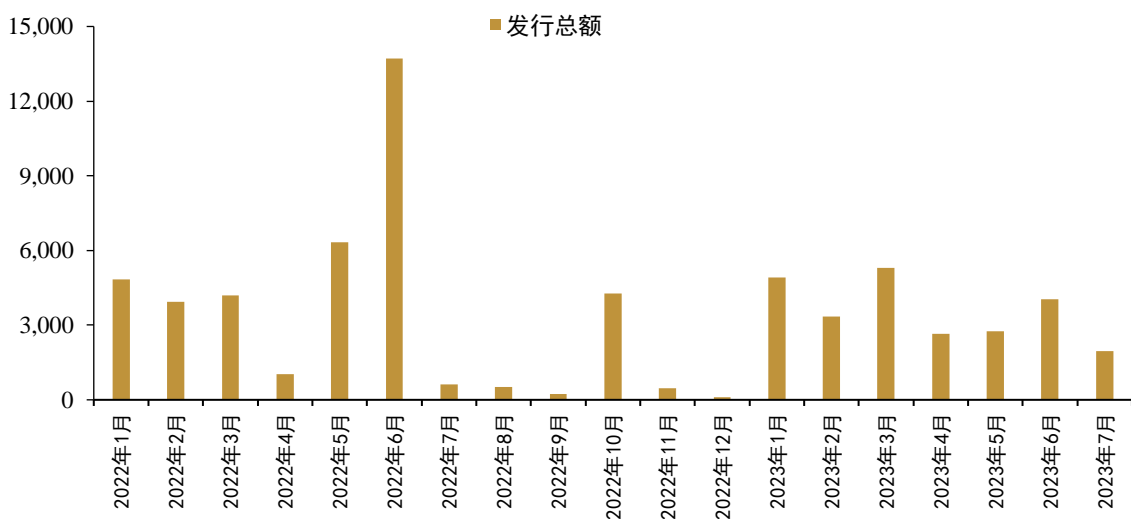


图5：新增专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

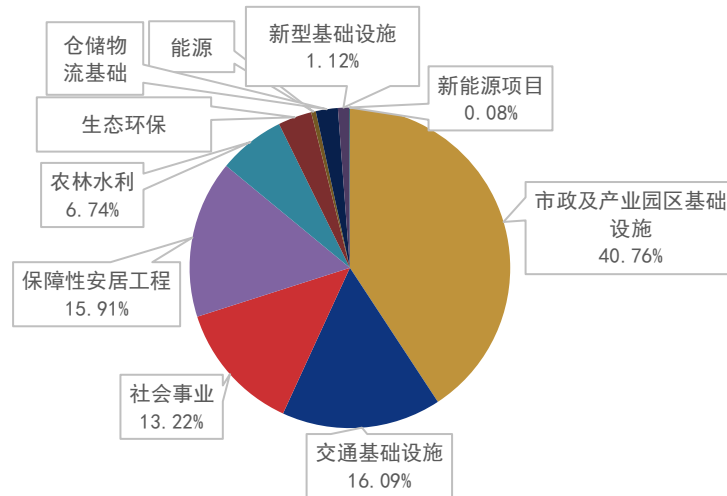


图6：2023年6月新增专项债投向统计（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）发行期限

7月，地方政府债平均发行期限约为10.10年，较上月平均发行期限缩短2.63年。具体到各期限，5年期与7年期地方政府债发行额占比均超过20%，发行额分别为1705.47亿元与1629.38亿元；10年期地方债发行也相对较多，发行额占比为19.23%。

分类来看，7月，一般债平均发行期限约7.08年。其中7年期一般债发行额最大，为1197.49亿元，占当月一般债发行额的比重为40.57%；5年期与10年期发行规模也相对较多，占比分别为29.80%与18.04%；其他期限发行规模较小或无发行。专项债平均发行期限约12.41年。其中，5年期专项债发行额最大，为904.99亿元；10年期与20年期专项债发行规模次之，占当月专项债发行额的比重均在20%左右；7年期与15年期专项债发行相对较多，占比均超过10%（见表1）。

表1：2023年7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			196.59	1705.47	1629.38	1190.32	478.01	681.84	309.75
占比			3.18	27.55	26.32	19.23	7.72	11.01	5.00
一般债发行额			159.82	800.48	1197.49	484.76			43.99
一般债各期限占比			5.95	29.80	44.57	18.04			1.64
专项债发行额			36.77	904.99	431.89	705.56	478.01	681.84	265.76
专项债各期限占比			1.05	25.82	12.32	20.13	13.64	19.45	7.58

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（即债券票面利率减同期限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）。

7月，主要中长期地方债发行利差均较上月走阔。具体来看，15年期地方债发行利差较上月走阔13.41BP至22.65BP，20年期与10年期地方债发行利差分别环比走阔11.40BP与5.66BP，7年期与30年期发行利差变化幅度相对较小。从绝对水平来看，7月，15年期地方债发行利差最大，20年期次之，7年期地方债发行利差最小（见表2）。

表 2：2023 年 7 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	9.69	14.99	22.65	20.26	10.84
发行利差环比变动	0.24	5.66	13.41	11.40	0.77

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（即债券票面利率减同期限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）。

7月，共20个省市发行了10年期地方政府债；其中，甘肃、新疆、内蒙古、吉林、湖南等五个省份发行利差均超过20BP，属当月地方债发行利差最高的一档；北京、福建、浙江三省的发行利差低于6BP；其他省份发行利差处于7-18BP区间（见图7）。从环比变动来看，新疆与吉林当月发行利差分别较上月走阔19.80BP与12.19BP；浙江与安徽利差环比收窄明显，其中浙江省10年期地方政府债发行利差由上月的7.49BP收窄至2.7BP。

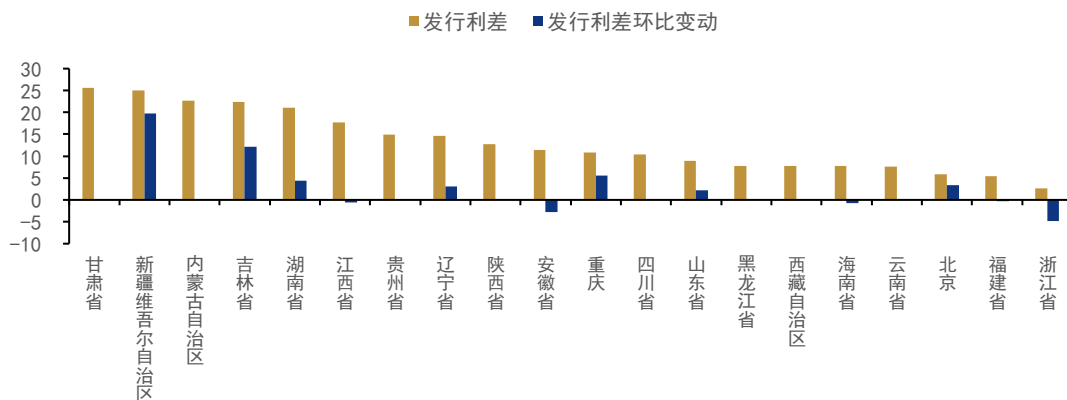


图 7：2023 年 7 月各省 10 年期地方政府债发行利差（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）案例分析

发行案例：2023年新疆维吾尔自治区（新疆生产建设兵团）一般债券（五期）

该债券为新疆生产建设兵团发行的新增一般债券，发行规模为16.83亿元，债券期限为10年，票面利率为2.74%。该债券发行利差仅11.66BP，而当月由新疆维吾尔自治区政府发行的10年期地方债发行利差平均值为27.05BP，其发行成本相对较低。该债券募集资金专项用于教育、卫生、产业园区基础设施、科学技术、农林水利和市政建设等类型项目。

新疆生产建设兵团是计划单列的省部级特殊区划，总部驻乌鲁木齐市，承担着屯垦戍边职责，实行党政军企高度统一的特殊管理体制。兵团在所辖垦区内，依照法律、法规自行管理内部行政、司法事务，是在国家实行计划单列的特殊社会组织，受中央政府和新疆维吾尔自治区双重领导。从经济财政实力来看，2022年新疆生产建设兵团GDP总量为3500.71亿元，较上年增长3.0%，与全国经济增速持平，三次产业增加值占比分别为21.2%、39.8%与39.0%。因2022年兵团预算由汇入中央本级调整为汇入地方预算，财政数据更新有迟滞。一般公共预算收入规模较小，2021年兵团一般公共预算收入186.47亿元，2022年上半年实现一般公共预算收入107.75亿元。中央转移性收入对地方综合财力贡献很大，2022年中央对兵团一般公共预算转移支付1095.53亿元，2023年中央对兵团一般公共预算转移支付安排为806.27亿元。债务方面，兵团至今已累计发行地方政府债1132.68亿元，其中一般债543.53亿元、专项债589.16亿元，债务规模相对可控。整体来看，新疆生产建设兵团地位特殊，地方财力仰赖于中央转移性收入，一般公共预算收入相对较小，但区域内多实力强劲的大型国有企业，且债务规模相对可控，债务偿付压力较小。

二、二级市场

从成交量来看，2023年7月，地方政府债成交活跃度环比下降。7月地方政府债共成交10823.32亿元，成交额较上月减少138.93亿元。分市场来看，银行间市场地方政府债当月成交10701.66亿元，上交所成交119.64亿元，深交所成交2.03亿元。

从地方债到期收益率来看，7月主要中长期限地方政府债到期收益率走势平稳。7月末，10年期与15年期AAA级地方政府债到期收益率与上月末基本持平，分别为2.88%和3.07%；7年期与30年期AAA级地方政府债到期收益率分别较上月末下降4BP与5BP（见图8）。

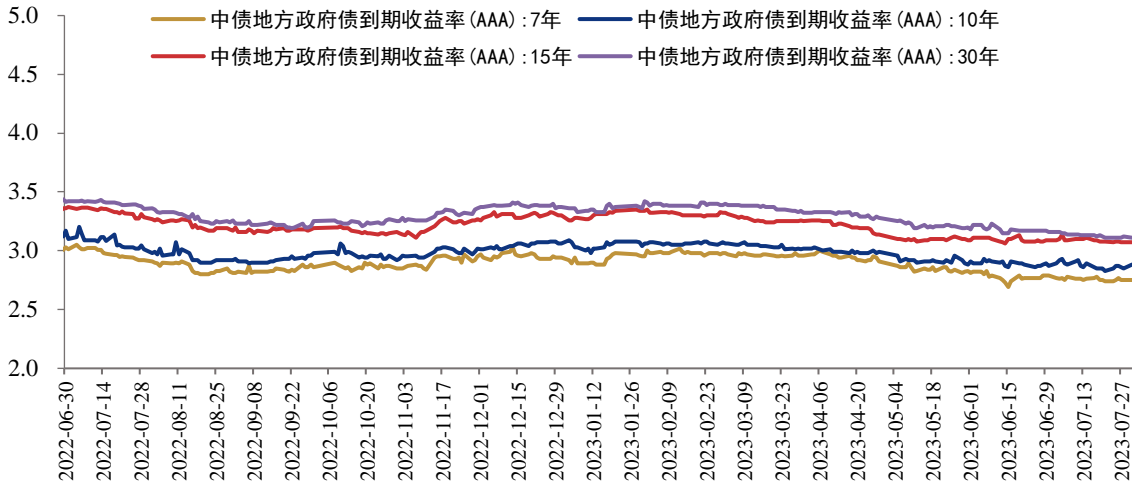


图8：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债到期收益率（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从地方债利差来看，7月，主要中长期限地方政府债利差（中债地方政府债到期收益率-同期限当日国债到期收益率）小幅收窄。7月末，10年期与15年期AAA级地方政府债利差与上月末基本持平，分别为22.03BP与27.57BP。7年期地方债利差较上月收窄4.97BP至11.27BP，30年期地方债利差环比收窄5.31BP至9.97BP（见图9）。

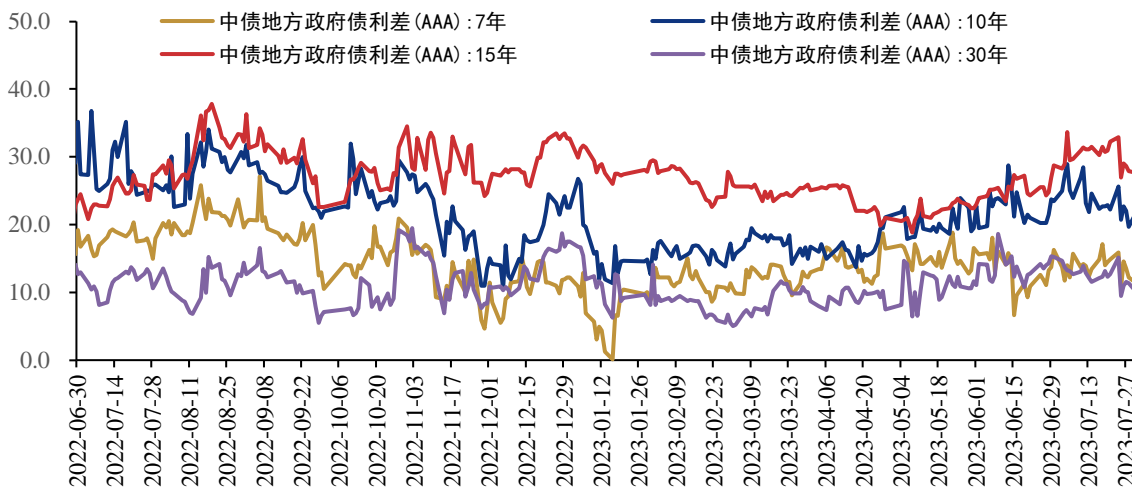


图9：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利差（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、政策跟踪

(一) 中央政策

1. 财政部：延续优化多项税收优惠政策

8月3日，财政部和税务总局接连下发五则公告。根据公告，为进一步支持小微企业和个体工商户发展，延续小规模纳税人增值税减免政策至2027年12月31日。自2023年1月1日至2027年12月31日，对个体工商户年应纳税所得额不超过200万元的部分，减半征收个人所得税；对增值税小规模纳税人、小型微利企业和个体工商户减半征收资源税（不含水资源税）、城市维护建设税、房产税、城镇土地使用税、印花税（不含证券交易印花税）、耕地占用税和教育费附加、地方教育附加。对小型微利企业减按25%计算应纳税所得额，按20%的税率缴纳企业所得税政策，延续执行至2027年12月31日。

2. 税务总局：便民办税举措促进民营经济发展壮大

8月6日，税务总局发布了《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》，再推出和优化五方面28条便民办税缴费举措，重点聚焦以民营企业为主体的广大中小微企业和个体工商户所盼，促进新出台的一系列延续、优化、完善的税费优惠政策更好落实落细。《通知》专门明确，对纳税人因各种原因未在今年7月征期内及时享受研发费用加计扣除政策的，可在8、9月份由纳税人通过变更第二季度（或6月份）企业所得税预缴申报的方式补充享受。同时，税务部门将积极会同相关部门收集编发研发项目鉴定案例，帮助符合条件的中小微企业充分准确享受政策红利。

(二) 地方热点政策

1. 海南构建碳达峰碳中和财政政策体系

海南省财政厅印发《海南省财政支持做好碳达峰碳中和工作的实施意见》（以下简称《实施意见》），提出以“三个阶段”、“六大方向领域”、“四大工具”和“四项制度保障”为核心，构建财政支持碳达峰碳中和工作的政策体系，稳妥有序推进海南碳达峰碳中和工作。

《实施意见》以坚持统筹推进、突出重点，坚持政府引导、市场主体，坚持分类施策、协同推进，坚持结果导向、奖优罚劣为基本原则，明确“三个阶段”的主要目标（到2025年，到2030年，到2060年）。通过支持构建清洁能源体系、重点行业领域绿色低碳转型、绿色低碳科技创新、绿色低碳生活和资源节约利用、碳汇能力巩固提升、完善绿色低碳市场体系等“六大方向领域”，助力重点领域绿色低碳转型，充分发挥碳排放权、用能权、排污权等交易市场作用，加快绿色低碳技术攻关和推广应用，推动形成绿色低碳的生产方式和生活方式。通过强化财政资金保障、健全市场化多元化投入机制、落实绿色低碳发展税收政策、完善政府绿色采购政策等“四大工具”，加快建立健全常态化、稳定的省与市县财政资金投入机制，引导各类资源和要素向绿色低碳发展聚集，推动自由贸易港相关税收政策与节能环保、绿色低碳发展相衔接，积极构建具有海南特色的财政绿色金融政策体系。通过加强组织领导、强化协调配合、严格绩效管理、加大政策宣传等“四项制度保障”，切实抓好中央和省级政策落实，充分发挥财税、投资、价格、金融等政策合力，提升财政资源配置效率和资金使用效益，保障本地区如期实现碳达峰碳中和目标。

2. 河南省出台 19 条举措支持重大新型基础设施建设

8月4日，河南省人民政府办公厅印发《河南省支持重大新型基础设施建设若干政策》，提出了巩固提升信息通信枢纽地位、加快建设中部算力高地、推进融合基础设施深度赋能等六个方面共 19 条措施。《若干政策》提出，建立以“算力券”为核心的算力平台运营结算分担机制，每年发放总规模不超过 5000 万元的“算力券”，支持企业、科研机构、高校等使用国家超算郑州中心、算力规模 100P FLOPS（每秒浮点运算次数）以上的人工智能计算中心、1000 个标准机架以上的数据中心算力资源，按照算力资源使用费用的 20% 予以奖励，每个使用单位年享受奖励不超过 100 万元“算力券”，所需资金由省、市级财政按照 1:1 的比例共同分担。

四、总结与展望

一级市场发行与到期方面，7月，地方政府债券发行规模为 6191.36 亿元，较上月缩减 2110.92 亿元；当月净融资额为 2234.98 亿元，较上月减少 150.33 亿元。其中，地方政府一般债发行规模为 2686.54 亿元，环比减少 35.76 亿元；地方政府专项债发行规模为 2353.50 亿元，环比减少 2460.92 亿元。地方政府新增债发行规模为 2353.50 亿元，环比减少 2460.92 亿元；地方政府再融资债发行规模为 3837.86 亿元，环比增长 350 亿元。从发行人省份来看，7月，地方政府债发行规模最大的省市为四川省，其发行规模为 853.90 亿元；安徽省紧随其后，当月共发行 546.19 亿元地方债；天津、云南、黑龙江等三省当月地方债发行规模在 400 亿元左右。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为 1962.90 亿元，环比减少 2075.15 亿元。展望后月，8月、9月地方债发行或将提速。截至 8月9日，共有 18 个省级行政区披露了 8 月新增专项债发行计划，合计计划发行 5860.75 亿元，其中广东省计划发行新增专项债 1452 亿元。

从发行期限来看，7月，地方政府债平均发行期限约为 10.10 年，较上月平均发行期限缩短 2.63 年。一般债平均发行期限约为 7.08 年，7 年期一般债发行额最大，占当月一般债发行额的比重均超过 40%。专项债平均发行期限约为 12.41 年，5 年期专项债发行额最大，为 904.99 亿元。

从发行利差来看，7月，主要中长期地方债发行利差均较上月走阔。15 年期地方债发行利差较上月走阔 13.41BP 至 22.65BP，20 年期与 10 年期地方债发行利差分别环比走阔 11.40BP 与 5.66BP，7 年期与 30 年期发行利差变化幅度相对较小。从各地区 10 年期地方政府债发行利差来看，甘肃、新疆、内蒙古、吉林、湖南等五个省份发行利差均超过 20BP，属当月地方债发行利差最高的一档；北京、福建、浙江三省的发行利差低于 6BP；其他省份发行利差处于 7-18BP 区间。

二级市场方面，7月，地方政府债共成交 10823.32 亿元，成交额较上月减少 138.93 亿元。主要中长期地方政府债到期收益率走势平稳。7月末，10 年期与 15 年期 AAA 级地方政府债到期收益率与上月末基本持平，分别为 2.88% 和 3.07%；7 年期与 30 年期 AAA 级地方政府债到期收益率分别较上月末下降 4BP 与 5BP。主要中长期地方政府债利差小幅收窄。7月末，10 年期与 15 年期 AAA 级地方政府债利差与上月末基本持平，分别为 22.03BP 与 27.57BP。7 年期地方债利差较上月收窄 4.97BP 至 11.27BP，30 年期地方债利差环比收窄 5.31BP 至 9.97BP。

近期，积极的财政政策着重体现为延续并完善税费优惠政策，以提振民营经济、促进中小企业发展。地方债发行方面，本月地方债发行利差较上月迅速上扬，或与第三季度地方债放量发行预期强化、一级市场认购情绪低迷有

关。展望后续，跨月后资金面转为宽松，或将带动发行利差回落。此外，应持续关注地方政府化债的具体方案，着重关注特殊再融资债券以及融资平台公司治理两方面。

【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。