2018 年地方政府债券发行情况与市场表现分析

公共融资部 郭燕

摘要：2018 年，受债务置换进程进入尾声影响，地方政府债券发行由以前年度的以置换债券为主转为以新增债券为主，发行规模同比小幅下降 4.43%至 4.17 万亿元，发行方式仍以公开发行为主。当年，得益于三季度“稳投资、扩内需、补短板”政策发力以及财库〔2018〕72 号文中关于加快地方政府专项债券发行的意见，地方政府债券集中于三季度发行。2018 年，新增债券发行规模 2.17 万亿元，同比增长 36.46%，其中项目收益与融资自求平衡地方政府债券（以下简称“项目收益债券”）发行品种及规模均明显增长；当年，新增再融资债券（借新换旧债券）发行，发行规模 0.68 万亿元；同年 8 月末地方政府债务置换进程基本结束，全年置换债券发行规模同比显著下降 52.33%至 1.32 万亿元。从区域分布看，2018 年江苏省、四川省、山东省（不含青岛市）和贵州省地方政府债券发行规模仍降序排名前几位，广东省（不含深圳市）、安徽省和河北省发行规模大幅增长、跻身前 7 位，上述省份地方政府债券发行规模均大于 0.20 万亿元。

2018 年，地方政府一般债券发行规模仍高于专项债券，占比 53.27%、较 2017 年变化不大。当年，一般债券发行金额 2.22 万亿元，专项债券发行金额 1.95 万亿元，其中项目收益债券发行金额 1.02 万亿元、同比增长 254.13%。从发行期限看，2018 年地方政府债券发行期限仍以 5 年期为主，占比较上年有所提升，超过 40%。同年，地方政府债券平均发行期限[1]为 6.12 年，其中一般债券平均发行期限 6.14 年；普通专项债券平均发行期限 6.58 年，略长于一般债券；项目收益债券前三大发行品种土地储备专项债、2018 年新增的棚户区改造专项债、收费公路专项债平均发行期限分别为 4.76 年、6.05 年和 9.11 年，其中土地储备专项债平均发行期限较短、收费公路专项债平均发行期限较长。从各地区情况看，当年新疆生产建设兵团（以下简称“兵团”）、深圳市和厦门市地方政府债券平均发行期限较长，降序排名前三位，分别为 12.00 年、11.32 年和 8.65 年；山东省（不含青岛市）和西藏自治区地方政府债券平均发行期限排名垫底，分别为 4.70 年和 4.56 年。

得益于积极财政政策更加积极、货币政策维持稳健中性，国债收益率下行，以及国内债券市场信用事件频发、各机构投资者风险偏好下降等因素，2018 年地方政府债券平均发行利率较上年小幅下降 5BP 至 3.89%。其中，定向发行地方

[1] 指发行规模加权平均发行期限。下文中平均发行利率、平均发行利差、平均剩余期限均为发行规模加权平均数。发行利差=发行利率-同期限中债国债到期收益率。

政府债券集中于资金成本较高的前三季度发行，平均发行利率和利差均较上年有所提高，分别为 4.11%和 55BP。当年，公开发行地方政府债券平均发行利率较上年下降 6BP 至 3.87%，得益于流动性等因素，仍低于定向发行地方政府债券。同年 8 月 14 日及之后，为缓解新增专项债券供给压力，受窗口指导公开发行地方政府债券发行利率基本较同期限国债收益率上浮 40BP，受此影响，公开发行地方政府债券平均发行利差较上年提高 5BP 至 40 BP，全年地方政府债券平均发行利差较上年微幅提高 2BP 至 42BP。分品种看，受偿债资金来源稳定性影响，项目收益债券平均发行利差普遍高于一般债券和普通专项债券。此外，地方政府债券发行利率一定程度上受当地经济财政实力影响，大致符合经济财政实力越强的地区发行利率越低，有一些异常表现或与当地债务负担较重、信用事件发生导致负面影响等因素有关。

截至 2018 年末，全国地方政府债券余额 18.07 万亿元，仍以公开发行地方政府债券为主（占比 79.12%），随置换进程基本结束，未来存续公开发行地方政府债券占比将不断提升，当年末地方政府债券余额占地方政府债务余额的比重为 98.28%，地方政府债券已成为地方政府债务（18.39 万亿元）最主要的构成部分。同年末，地方政府一般债券存量余额为 10.47 万亿元，专项债券存量余额为 7.27 万亿元，未分品种地方政府债券存量余额为 0.33 万亿元[2]，存量地方政府债券以一般债券为主。当年末，存量地方政府债券对应发行期限仍以 5 年期为主（占比 36.29%），平均剩余期限 4.40 年，其中一般债券平均剩余期限 4.40 年，集中于 2016 年及以后年度发行的专项债券平均剩余期限 4.53 年，略长于一般债券平均剩余期限。从到期分布看，存量地方政府债券集中于 2020-2023 年到期，偿还债券本金规模分别为 2.07 万亿元、2.65 万亿元、2.53 万亿元和 3.47 万亿元，届时地方政府面临一定的债务集中偿付压力。

从区域分布看，2018 年末江苏省、山东省（含青岛市）和浙江省（含宁波市）地方政府债券存量规模降序排名前三位，均超过万亿元；广东省（含深圳市）、四川省、贵州省、湖南省和辽宁省（含大连市）地方政府债券存量规模次之，均处于八千亿元至万亿元之间。综合地方政府债务限额、负债率、当地财力对地方政府债券的覆盖程度等因素看，青海省、贵州省、内蒙古自治区、云南省、辽宁省（含大连市）和黑龙江省一般债券和专项债券偿付压力均较重，其中青海省和贵州省地方政府负债率[3]较高、均超过 59%，辽宁省（含大连市）新增地方政府债务限额规模偏小，上述省份集中于西南、西北和东北地区。宁夏回族自治区一般债券偿付压力较重。湖南省、天津市、陕西省和新疆维吾尔自治区（含兵团）

[2] 包括 2014 年及以前年度财政部“代发代还”、地方“自发代还”以及试点“自发自还”的地方政府债券。
[3] 负债率=地方政府债务余额/地区生产总值。2018 年末地方政府债务余额以当年末地方政府债券余额代替。

专项债券偿付压力较重，其中湖南省和天津市举债空间相对受限。北京市、上海市、西藏自治区和广东省（含深圳市）一般债券和专项债券偿付压力均较轻。

为更好发挥积极的财政政策作用，保持经济持续健康发展，2018 年末召开的全国人民代表大会常务委员会会议决定，授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增债务限额 1.39 万亿元；授权国务院在 2019 年以后至 2022 年，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。受益于上述政策，未来地方政府债券发行时间分布有望分散化，有利于缓解地方政府债券集中供给压力，持续发挥政府债券资金对稳投资、扩内需、补短板的重要作用。

一、2018 年地方政府债券发行情况

（一）2018 年地方政府债券发行规模及区域分布

2018 年，地方政府债券发行期数合计 926 期，发行金额合计 4.17 万亿元，其中新增债券 2.17 万亿元、置换债券 1.32 万亿元、再融资债券 0.68 万亿元，地方政府债券发行由 2015-2017 年的以置换债券为主转为以新增债券为主。与整体发行情况相一致，当年大部分地区以新增债券发行为主，仅大连市、贵州省、宁波市、海南省、湖南省、辽宁省（不含大连市）和黑龙江省以置换债券发行为主，其中大连市、贵州省和宁波市置换债券发行规模占比均超过 50%，分别为 80.35%、73.69%和 51.34%。2018 年，再融资债券新发行；新增债券发行力度加大、发行规模同比大幅增长 36.46%；债务置换进程进入尾声、置换债券发行规模同比显著下降 52.33%。受上述因素综合影响，当年地方政府债券发行规模同比小幅下降 4.43%。

图表 1. 2015 年以来地方政府债券发行情况（单位：万亿元）

年份	公开发行			定向发行	合计
	置换债券	新增债券	再融资债券	置换债券	
2015 年	2.41	0.63	-	0.79	**3.84**[4]
2016 年	3.30	1.17	-	1.58	**6.05**
2017 年	1.66	1.59	-	1.11	**4.36**
2018 年	0.91	2.17	0.68	0.41	**4.17**

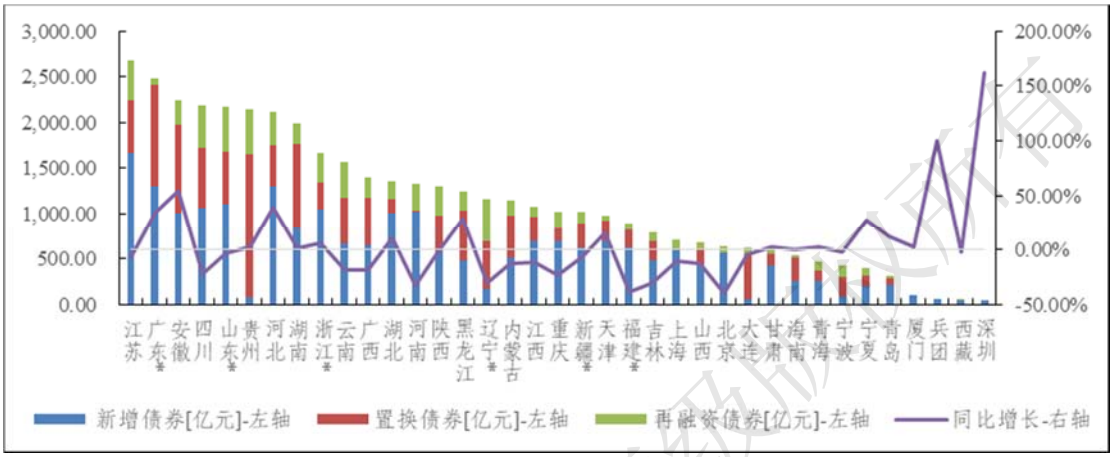
资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

从区域分布看，2018 年江苏省、广东省（不含深圳市）、安徽省、四川省、山东省（不含青岛市）、贵州省和河北省地方政府债券发行规模降序排名前七位，发行额均大于 0.20 万亿元，其中江苏省、四川省、山东省（不含青岛市）和贵

[4] 合计数与各项加总数略有差额，系数据“四舍五入”所致。

州省 2017 年发行规模降序位列当年前四位，广东省（不含深圳市）、安徽省和河北省 2018 年发行规模同比大幅增长、增幅均大于 30%，跻身前七位，其中河北省发行规模大幅增长主要系新增债券发行金额同比增长 76.46%至 0.13 万亿元所致；湖南省、浙江省（不含宁波市）和云南省地方政府债券发行规模次之，发行额均处于 0.15 万亿元至 0.20 万亿元之间，其中云南省受置换债券发行金额同比下降影响、发行规模同比下降 18.79%至 0.16 万亿元，湖南省和浙江省（不含宁波市）发行规模均同比小幅增长；广西壮族自治区、湖北省、河南省、陕西省、黑龙江省、辽宁省（不含大连市）、内蒙古自治区、江西省、重庆市和新疆维吾尔自治区（不含兵团）发行额均处于 0.10 万亿元至 0.15 万亿元之间，其中湖北省和黑龙江省发行规模同比分别增长 10.48%和 28.30%，均系新增债券发行金额增长所致，陕西省发行规模基本与上年持平，其余地区发行规模均不同程度下降，其中河南省和辽宁省（不含大连市）降幅均超过 30%、均系置换债券发行金额同比降幅较大所致；剩余地区地方政府债券发行规模均小于 0.10 万亿元，其中受新增债券发行金额同比增长影响、天津市发行规模同比增长 15.54%，福建省（不含厦门市）、吉林省和北京市发行规模同比降幅均超过 30%（均系置换债券发行金额同比降幅较大所致，其中北京市 2018 年未发行置换债券），兵团[5]、西藏自治区和深圳市发行规模降序排名后 3 位，均小于百亿元。

图表 2. 2018 年各省市（自治区）、兵团地方政府债券发行情况[6]



资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

（二）2018 年地方政府债券发行时间分布

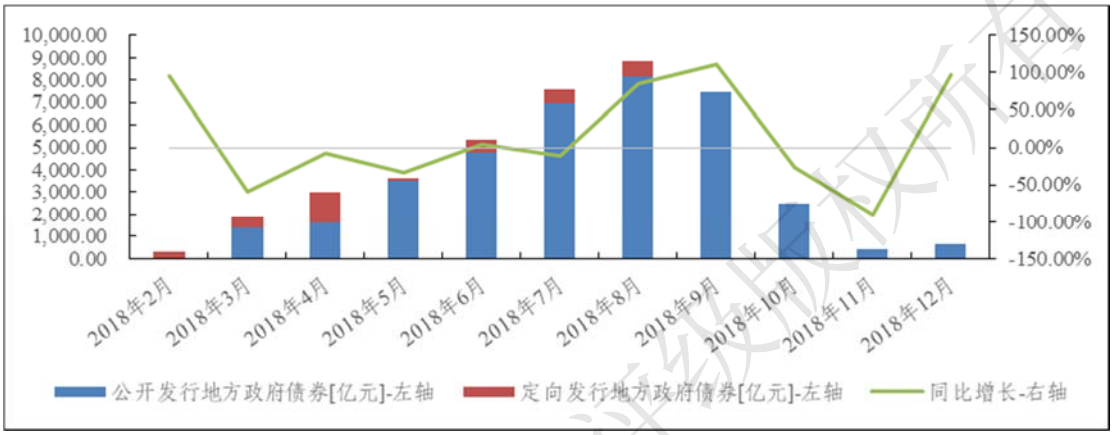
从发行时间看，2018 年地方政府债券发行集中在三季度，当季发行规模 2.39 万亿元，占全年发行总额的 57.32%。为加快地方政府专项债券发行和使用进度，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用，2018 年 8 月 14 日财政

[5] 2018 年，新疆生产建设兵团首次发行地方政府债券，当年发行规模 60.00 亿元，全部为新增债券。
[6] 标“*”号的广东省、山东省、浙江省、辽宁省、福建省和新疆维吾尔自治区地方政府债券发行金额分别不含深圳市、青岛市、宁波市、大连市、厦门市和新疆生产建设兵团地方政府债券发行金额，下同。

部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72 号），提出：2018 年地方政府债券发行进度不受季度均衡要求限制，各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。2018 年，地方政府新增专项债券发行总额 1.35 万亿元，其中前三季度发行总额 1.25 万亿元，占比 92.24%；当年 8 月 14 日（不含当日）以来至 9 月末，新增专项债券发行总额 1.02 万亿元，占全年的 75.74%。得益于上述因素，当年 8 月份及 9 月份地方政府债券发行规模同比分别增长 84.96%、110.20%至 0.88 万亿元和 0.75 万亿元，三季度当季发行规模同比增长 42.25%，在全年占比较上年提高 18.81 个百分点。

除三季度外，二季度发行规模次之，2018 年第二季度地方政府债券发行总额 1.20 万亿元，同比下降 13.40%；在全年占比 28.87%，较上年下降 2.99 个百分点。2018 年第一季度和第四季度发行规模较小，在全年占比均不超过 10%，发行规模分别为 0.22 万亿元和 0.36 万亿元，同比分别下降 53.73%和 56.45%。2018 年，地方政府债务置换进入尾声，当年定向发行地方政府债券[7]发行时间截至 8 月 29 日，9 月份以来无地方政府置换债券定向发行；同年 9 月份、11 月份无地方政府置换债券公开发行，10 月份和 12 月份地方政府置换债券公开发行额度分别为 2.38 亿元和 163.34 亿元，规模很小。综上，2018 年 8 月末地方政府债务置换进程基本结束。

图表 3. 2018 年地方政府债券发行时间分布



资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

为更好发挥积极的财政政策作用，保持经济持续健康发展，2018 年末召开的第十三届全国人民代表大会常务委员会第七次会议决定，在 2019 年 3 月份全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前，授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增一般债务限额 0.58 万亿元、新增专项债务限额 0.81 万亿元，合计

[7] 对于非政府债券形式的地方政府存量债务，可采用定向承销方式发行置换债券予以置换。

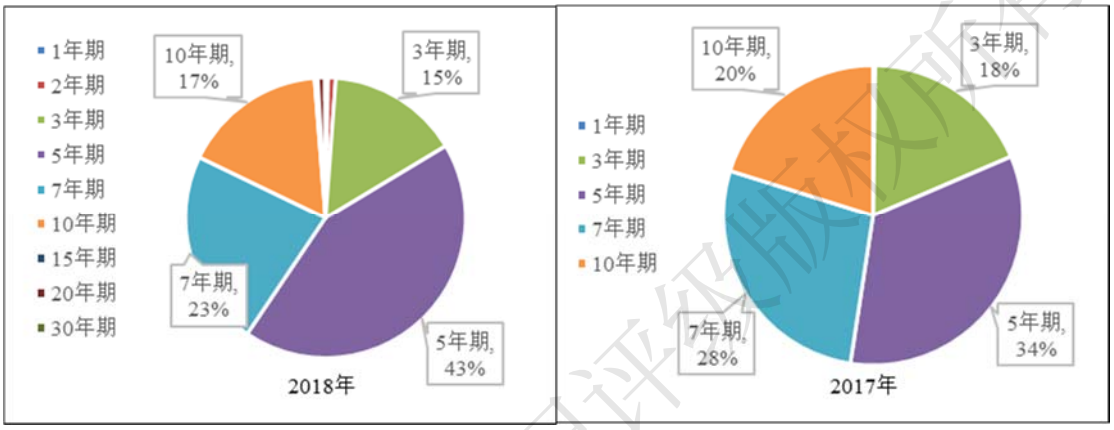
1.39 万亿元；授权国务院在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）；授权期限为 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。受益于上述政策，未来地方政府债券发行时间分布有望分散化，有利于缓解地方政府债券集中供给压力，持续发挥政府债券资金对稳投资、扩内需、补短板的重要作用。

（三）2018 年地方政府债券发行方式、期限及类型

从发行方式看，受地方政府债务置换进程进入尾声影响，2018 年公开发行地方政府债券占比同比提升。当年，公开发行地方政府债券金额 3.75 万亿元，占比 90.06%，较上年提升 15.55 个百分点；定向发行地方政府债券金额 0.41 万亿元[8]，占比 9.94%。

根据《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）“合理设置地方政府债券期限结构”的要求，2018 年地方政府债券发行新增 2 年期、15 年期、20 年期和 30 年期，发行规模均较小，其中 15 年期发行债券类型主要为项目收益债券，2 年期、20 年期和 30 年期发行债券类型主要为一般债券和普通专项债券。当年，5 年期地方政府债券发行规模仍占首位，且占比较上年有所提升，7 年期、10 年期和 3 年期发行规模次之，且占比较上年均有所下降，2018 年上述 4 种期限地方政府债券发行规模占比分别为 43.05%、22.68%、16.60%和 15.24%。

图表 4. 2017-2018 年地方政府债券发行期限分布



资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

从平均发行期限看，2018 年地方政府债券平均发行期限 6.12 年，较上年下降 0.06 年，主要系一般债券平均发行期限较上年下降 0.13 年至 6.14 年所致；当年专项债券平均发行期限较上年提高 0.02 年至 6.09 年，但仍略低于一般债券平

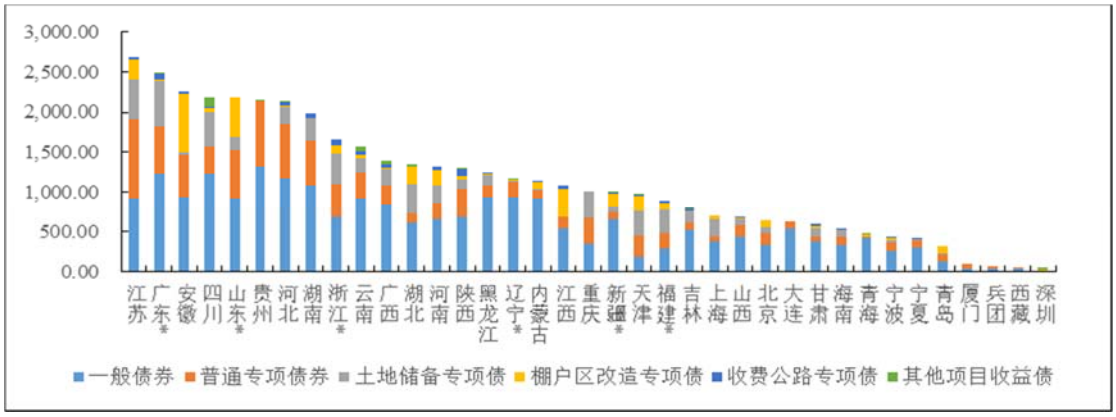
[8] 2018 年，公开发行地方政府债券金额与定向发行地方政府债券金额之和，略小于地方政府债券发行总额，系数据“四舍五入”所致。

均发行期限，其中普通专项债券平均发行期限 6.58 年，项目收益债券前三大发行品种土地储备专项债、当年新增的棚户区改造专项债、收费公路专项债平均发行期限分别为 4.76 年、6.05 年和 9.11 年，其中土地储备专项债平均发行期限较短，收费公路专项债平均发行期限较长。从各地区发行期限看，兵团、深圳市和厦门市平均发行期限降序排名前三位，分别为 12.00 年、11.32 年和 8.65 年，其中兵团和厦门市发行品种主要为一般债券和普通专项债券，深圳市 3/4 以上规模发行品种为项目收益债券；山东省（不含青岛市）和西藏自治区平均发行期限降序排名垫底，分别为 4.70 年和 4.56 年，其中西藏自治区发行品种主要为一般债券，山东省（不含青岛市）发行品种主要为一般债券、普通专项债券和棚户区改造专项债券（占比分别为 42.49% 、27.93% 和 22.23%，对应平均发行期限分别为 4.89 年、4.61 年和 5.00 年，主要发行品种平均发行期限均低于平均水平）。

从偿债资金来源看，2018 年一般债券仍是地方政府债券的主要发行品种，同年一般债券发行金额 2.22 万亿元，占当年地方政府债券发行金额的 53.27%，占比较 2017 年变化不大；当年专项债券发行金额为 1.95 万亿元，占当年地方政府债券发行金额的 46.73%，其中项目收益债券发行金额为 1.02 万亿元，同比增长 254.13%。2018 年，项目收益债券在上年土地储备专项债、收费公路专项债、轨道交通专项债发行基础上，新增棚户区改造专项债、高校专项债、生态保护专项债、产业园区专项债、公立医院专项债、绿道专项债、水务建设专项债、教育类项目专项债、地下综合管廊专项债、工业园区专项债、医疗卫生专项债等 30 多个品种，当年土地储备专项债、棚户区改造专项债、收费公路专项债发行规模较大，分别为 0.56 万亿元、0.34 万亿元和 744.60 亿元，其中土地储备专项债和收费公路专项债发行规模同比分别增长 134.18%和 69.21%，其余品种项目收益债券发行规模均小于 40 亿元。从各地区项目收益债券发行情况看，2018 年四川省创新品种较多，发行项目收益债券多达 22 个品种，项目收益债券发行金额合计 607.28 亿元；重庆市、福建省（不含厦门市）、天津市、上海市、湖北省、浙江省（不含宁波市）和广东省（不含深圳市）土地储备专项债发行规模占比较大，均超过 20%；安徽省、江西省、青岛市、深圳市和山东省（不含青岛市）棚户区改造专项债发行规模占比较大，均超过 20%。

新世纪评级版权所有

图表 5. 2018 年各省市（自治区）、兵团地方政府债券发行品种分布（单位：亿元）



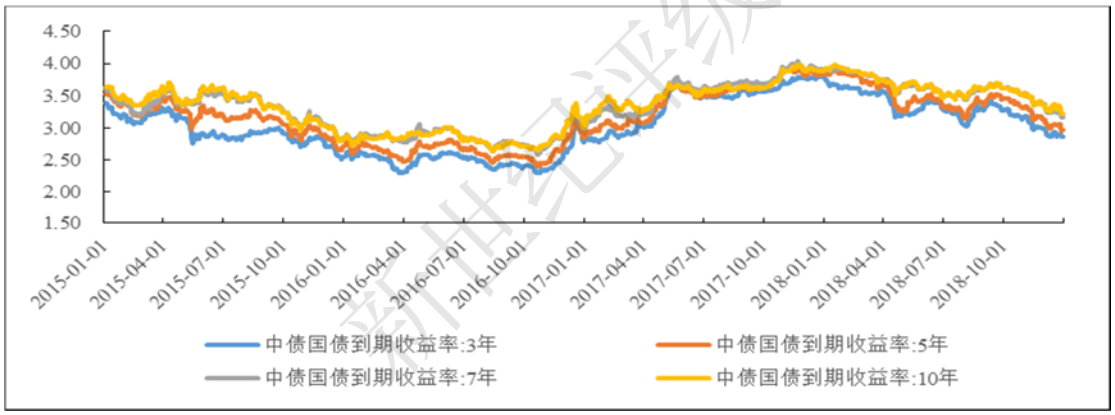
资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

（四）2018 年地方政府债券发行利率及利差情况

2018 年，我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大；货币政策维持稳健中性，市场流动性合理充裕。当年，国债收益率下行，加之国内债券市场信用事件频发、各机构投资者风险偏好下降，地方政府债券平均发行利率较上年小幅下降 5BP 至 3.89%。

从不同发行方式看，定向发行地方政府债券受流动性等因素影响，平均发行利率仍高于公开发行地方政府债券。2018 年，受地方政府债券定向发行集中于市场资金成本较高的 1-9 月，定向发行地方政府债券平均发行利率较上年提高 11BP 至 4.11%，平均发行利差较上年提高 2BP 至 55BP。当年，公开发行地方政府债券平均发行利率为 3.87%，较上年下降 6BP，根据 8 月 14 日财库〔2018〕72 号文，新增地方政府专项债券加速发行，为缓解地方政府债券供给压力，当年 8 月 14 日及之后公开发行地方政府债券受窗口指导，发行利率基本较同期限国债收益率上浮 40BP。2018 年，公开发行地方政府债券平均发行利差较上年提高 5BP 至 40BP，全年地方政府债券平均发行利差为 42BP，较上年提高 2BP。

图表 6. 2015 年以来不同期限国债收益率情况（单位：%）



资料来源：根据 Wind 统计、整理

图表 7. 2018 年不同发行方式主要发行期限地方政府债券平均发行利率情况

期限	公开发行地方政府债券-平均发行利率		定向发行地方政府债券-平均发行利率	
	2018 年	2017 年	2018 年	2017 年
3 年期	3.66%（↓14BP）	3.80%	3.92%（↑8BP）	3.84%
5 年期	3.83%（↓8BP）	3.91%	4.03%（↑5BP）	3.98%
7 年期	4.00%（↑2BP）	3.98%	4.22%（↑17BP）	4.05%
10 年期	4.00%（↓2BP）	4.02%	4.22%（↑16BP）	4.06%

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

注：（）里数据为不同发行期限 2018 年平均发行利率与 2017 年对应发行期限平均发行利率的差值

从主要公开发行品种看，2018 年各品种地方政府债券平均发行期限有差异，其中土地储备专项债平均发行期限较短，发行利率较低；棚户区改造专项债平均发行期间较长，发行利率较高。从发行利差看，受偿债资金来源稳定性影响，项目收益债券平均发行利差普遍高于一般债券和普通专项债券。

图表 8. 2018 年主要公开发行品种地方政府债券平均发行利率、期限及利差情况[9]

发行品种	发行金额（亿元）	平均发行期限（年）	平均发行利率	平均发行利差（BP）
2018 年				
一般债券	19,442.84	6.12	3.86%	40
专项债券	7,914.62	6.66	3.89%	40
土地储备专项债	5,636.72	4.76	3.83%	42
棚户区改造专项债	3,411.97	6.05	3.90%	41
收费公路专项债	744.60	9.11	4.02%	43
2018 年 1 月 1 日-2018 年 8 月 13 日				
一般债券	14,471.21	5.99	3.85%	39
专项债券	4,179.88	5.90	3.87%	39
土地储备专项债	724.73	4.78	3.84%	55
棚户区改造专项债	234.29	5.00	3.74%	54
收费公路专项债	154.00	7.77	3.87%	43

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

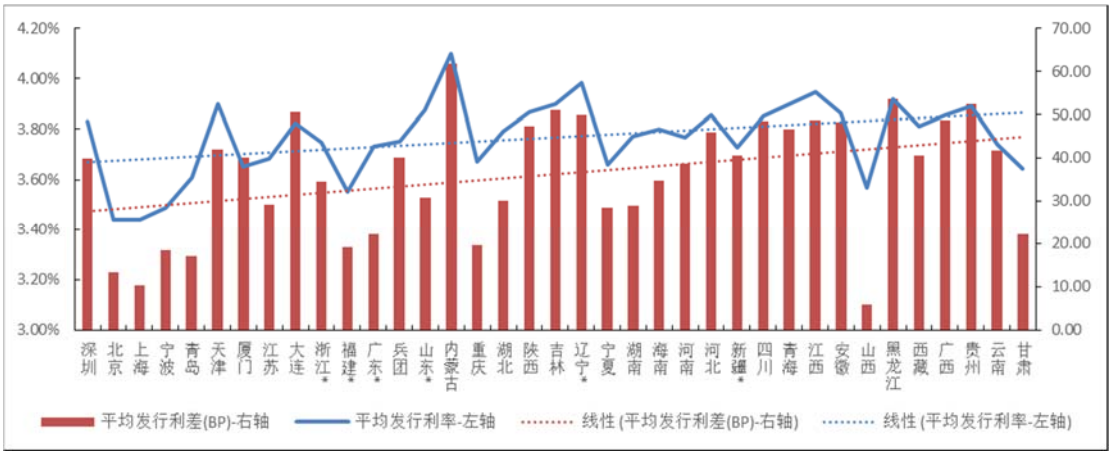
从各地区地方政府债券发行利率情况看，不考虑发行方式、发行品种、发行期限对发行利率的影响，以 5 年期公开发行一般债券为样本，地方政府债券发行利率一定程度上受当地经济财政实力影响，大致符合经济财政实力越强的地区发行利率越低，有一些异常表现或与当地债务负担较重、信用事件发生导致负面影响等因素有关。2018 年，上海市、北京市和宁波市 5 年期公开发行地方政府一般债券平均发行利率分别为 3.44%、3.44%和 3.49%，处于较低水平；黑龙江省、辽宁省（不含大连市）和内蒙古自治区 5 年期公开发行地方政府一般债券平均发

[9] 由于项目收益债券集中于财库〔2018〕72 号文之后的 8 月、9 月发行，且发行利率受窗口指导，为避免文中相关描述出现较大偏差，本表增加 2018 年 1 月 1 日至 2018 年 8 月 13 日之间发行的各品种地方政府债券相关数据做对比。

新世纪评级版权所有

行利率分别为 3.92%、3.98%和 4.10%，处于较高水平。各地区 5 年期公开发行地方政府一般债券平均发行利差大致趋势与平均发行利率相一致。

图表 9. 2018 年各地区 5 年期公开发行地方政府一般债券发行利率、利差情况



资料来源：根据中国债券信息网及 Wind 公开资料统计、整理

注：各地区按 2017 年人均地区生产总值降序排列

二、地方政府债券存量情况分析

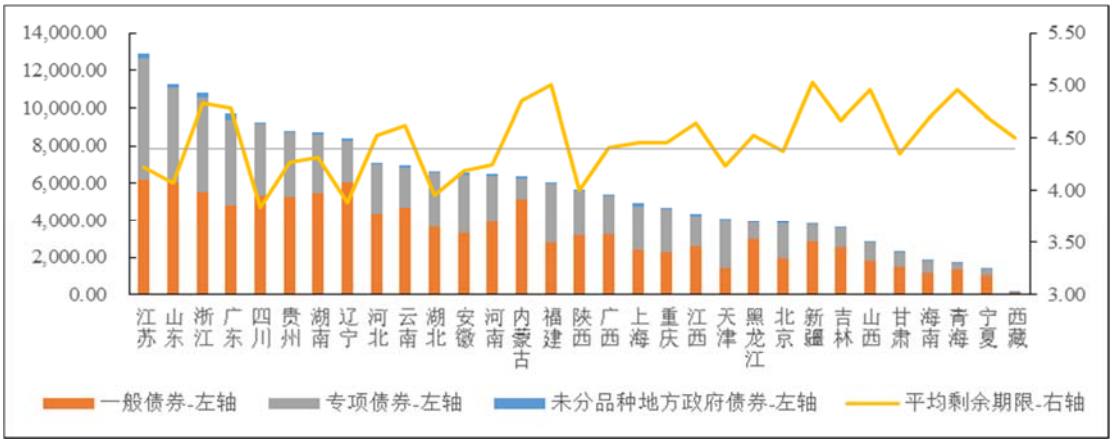
（一）地方政府债券存量规模及区域分布

根据 Wind，截至 2018 年末地方政府债券余额为 18.07 万亿元，包括 2009 年以来财政部“代发代还”的地方政府债券余额 0.18 万亿元，2011 年以来上海市、浙江省、广东省、深圳市、江苏省和山东省“自发代还”地方政府债券余额 0.05 万亿元，2014 年十省市试点“自发自还”地方政府债券余额 0.11 万亿元，以及 2015 年正式“自发自还”地方政府债券以来各地区地方政府债券余额 17.74 万亿元。根据财政部预算司发布的《2018 年地方政府债券发行和债务余额情况》，同年末地方政府债务余额为 18.39 万亿元。随债务置换进程基本结束，目前地方政府债券已成为地方政府债务最主要的构成部分，2018 年末地方政府债券余额占地方政府债务余额的比重为 98.28%。

从区域分布看，2018 年末地方政府债券存量规模降序前三位排名仍与 2017 年末相一致，当年末江苏省、山东省（含青岛市）和浙江省（含宁波市）地方政府债券存量规模分别为 1.29 万亿元、1.13 万亿元和 1.08 万亿元，均超过万亿元，占地方政府债券存量余额的比重分别为 7.14%、6.23%和 5.96%；同年末，广东省（含深圳市）、四川省、贵州省、湖南省和辽宁省（含大连市）地方政府债券存量规模次之，分别为 0.97 万亿元、0.93 万亿元、0.88 万亿元、0.87 万亿元和 0.84 万亿元，均处于八千亿元至万亿元之间，占地方政府债券存量余额的比重均处于 4.6%至 5.4%之间；当年末，山西省、甘肃省、海南省、青海省、宁夏回族自治区和西藏自治区地方政府债券存量规模较小，排名后六位，分别为 0.29 万

亿元、0.24 万亿元、0.19 万亿元、0.17 万亿元、0.14 万亿元和 134.79 亿元，占地方政府债券存量余额的比重均小于 1.6%；其余地区地方政府债券存量余额均处于 0.36 万亿元至 0.72 万亿元，占地方政府债券存量余额的比重均处于 2%至 4%之间。

图表 10. 2018 年末各地区地方政府债券存量及平均剩余期限情况（单位：亿元、年）

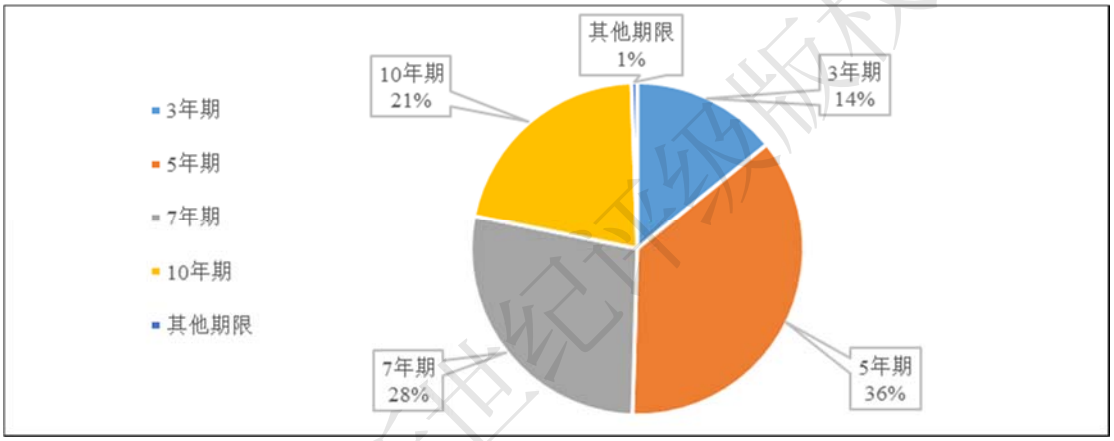


资料来源：根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

（二）存量地方政府债券期限分布

从发行期限分布看，2018 年末存量地方政府债券对应发行期限仍以 5 年期为主，7 年期存量规模次之，10 年期和 3 年期存量规模相对较小，同年末上述发行期限存量地方政府债券余额分别为 6.56 万亿元、5.01 万亿元、3.84 万亿元和 2.56 万亿元，占存量地方政府债券的比重分别为 36.29%、27.72%、21.26%和 14.18%；当年末其他期限存量地方政府债券余额为 0.10 万亿元，占比 0.56%。

图表 11. 2018 年末存量地方政府债券发行期限分布情况



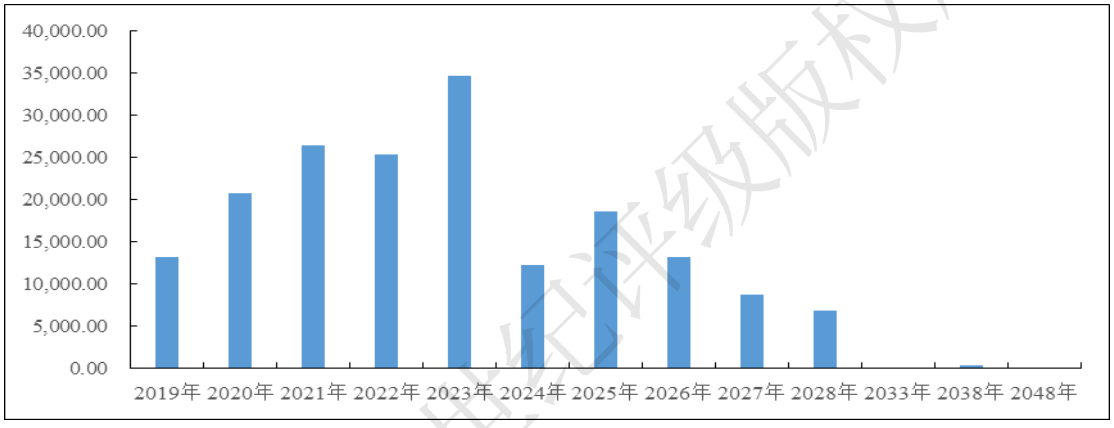
资料来源：根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

从剩余期限分布看，2018 年末存量地方政府债券平均剩余期限为 4.40 年，其中一般债券平均剩余期限为 4.40 年，专项债券平均剩余期限为 4.53 年，2014

年及以前年度发行的未分品种地方政府债券平均剩余期限为 1.75 年、剩余期限较短。由于 2015 年专项债券发行规模较小，大部分专项债券集中于 2016-2018 年发行，目前专项债券平均剩余期限略高于一般债券。从各地区情况看，江苏省、山东省（含青岛市）、四川省、贵州省、湖南省、辽宁省（含大连市）、湖北省、安徽省、河南省、陕西省、天津市、北京市和甘肃省 2018 年末存续地方政府债券平均剩余期限均低于平均水平 4.40 年，其中四川省、辽宁省（含大连市）和湖北省存续地方政府债券平均剩余期限升序排名前三位，分别为 3.84 年、3.89 年和 3.95 年，均低于 4.00 年；其余地区 2018 年末存续地方政府债券平均剩余期限均高于 4.40 年，其中存续地方政府债券规模较小的新疆维吾尔自治区（含兵团）、吉林省、山西省和青海省存续地方政府债券平均剩余期限较长，分别为 5.03 年、4.67 年、4.95 年和 4.96 年，除上述地区外，福建省（含厦门市）、内蒙古自治区、浙江省（含宁波市）和广东省（含深圳市）存续地方政府债券平均剩余期限也较长，分别为 5.00 年、4.85 年、4.84 年和 4.78 年。

从到期分布看，2018 年末存量地方政府债券到期分布集中于 2020-2023 年，上述期间存续地方政府债券到期偿还本金规模分别为 2.07 万亿元、2.65 万亿元、2.53 万亿元和 3.47 万亿元，届时地方政府面临一定的债务集中偿付压力。从短期分布看，2018 年末存量地方政府债券 2019 年到期规模为 1.32 万亿元，其中地方政府债券存量规模较大的湖南省、江苏省、四川省、山东省（含青岛市）、辽宁省（含大连市）和浙江省（含宁波市）2019 年到期地方政府债券本金规模较大，分别为 0.11 万亿元、978.09 亿元、936.81 亿元、862.49 亿元、836.75 亿元和 725.02 亿元，降序位列前 6 位。

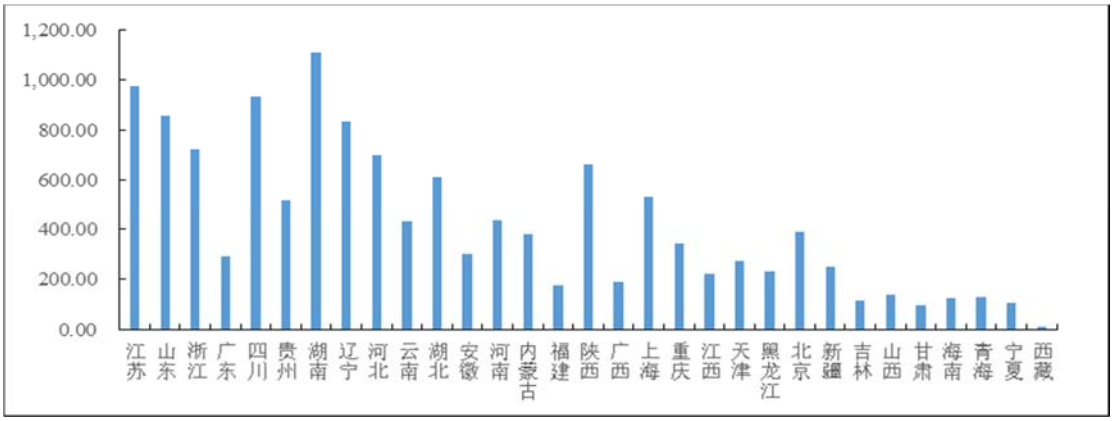
图表 12. 2018 年末存量地方政府债券到期分布情况（单位：亿元）



资料来源：根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

新世纪评级版权所有

图表 13. 2018 年末存量地方政府债券 2019 年到期区域分布情况（单位：亿元）



资料来源：根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

注：各地区按 2018 年末存量地方政府债券规模降序排列

（三）存量地方政府债券发行方式及类型

从发行方式看，2014 年以前地方政府债券均采用公开发行方式，2015 年以来置换债券新增定向发行方式。目前，存量地方政府债券以公开发行为主，2018 年末公开发行地方政府债券余额占比 79.12%，定向发行地方政府债券余额占比仅 20.88%。随债务置换进程基本结束，未来存续公开发行地方政府债券占比将不断提升。

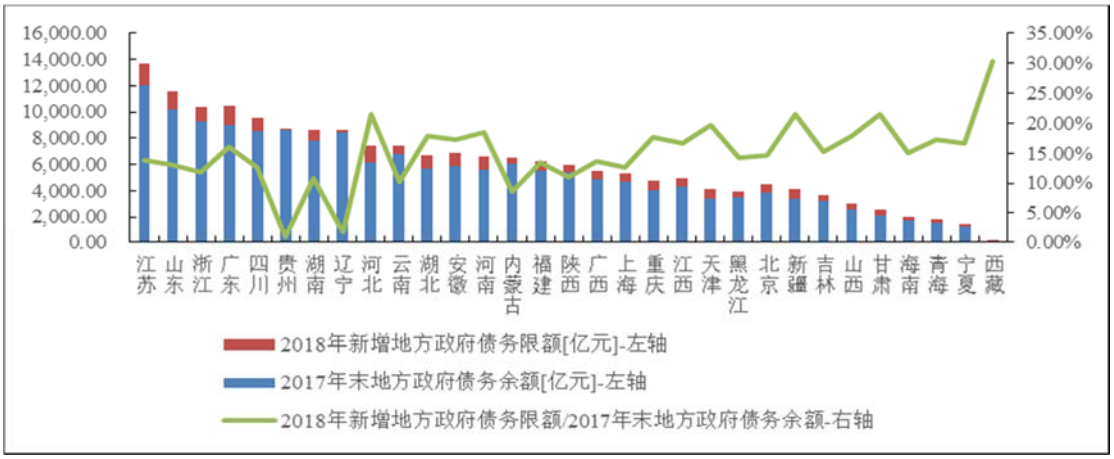
从偿债资金来源看，2014 年以前未按偿债资金来源区分地方政府债券类型，2015 年正式“自发自还”地方政府债券以来，地方政府债券按偿债资金来源分为一般债券和专项债券，对应偿债资金分别为一般公共预算收入，政府性基金预算收入或专项收入。2018 年末，一般债券存量余额为 10.47 万亿元，专项债券存量余额为 7.27 万亿元，未分品种地方政府债券存量余额为 0.33 万亿元，存量地方政府债券仍以一般债券为主。

从各地区情况看，四大直辖市、江浙地区、广东省（含深圳市）、福建省（含厦门市）和安徽省存续专项债券占比较高，东三省及西北地区存续专项债券占比较低。2018 年末天津市、福建省（含厦门市）、江苏省和重庆市存续专项债券占比均超过 50%，降序排名前 4 位，分别为 65.04%、52.52%、50.27%和 50.23%；北京市、安徽省、上海市、广东省（含深圳市）和浙江省（含宁波市）存续专项债券占比次之，均处于 46%-49%之间；此外，山东省（含青岛市）、湖北省、陕西省和四川省存续专项债券占比亦均高于平均水平，均处于 41%-45%之间。除上述地区外，当年末其余地区存续专项债券占比均低于平均水平，其中吉林省、辽宁省（含大连市）、西藏自治区、新疆维吾尔自治区（含兵团）、宁夏回族自治区、黑龙江省、内蒙古自治区和青海省存续专项债券占比较低，降序排名后 8 位，占比均低于 30%。

三、各地区存量地方政府债券偿付压力

在地方政府债务限额管理的大背景下，新增地方政府债券额度可侧面反映当地债务水平及债务管理情况，同时该指标也会对地方政府债务举借形成有力约束。从 2018 年各地区新增地方政府债务限额看，贵州省和辽宁省（含大连市）新增地方政府债务限额规模偏小，分别为 85 亿元和 150 亿元，占当地 2017 年末地方政府债务余额的比重分别为 0.99%和 1.77%，侧面反映当地债务负担较重。

图表 14. 2018 年各地区新增地方政府债务限额情况



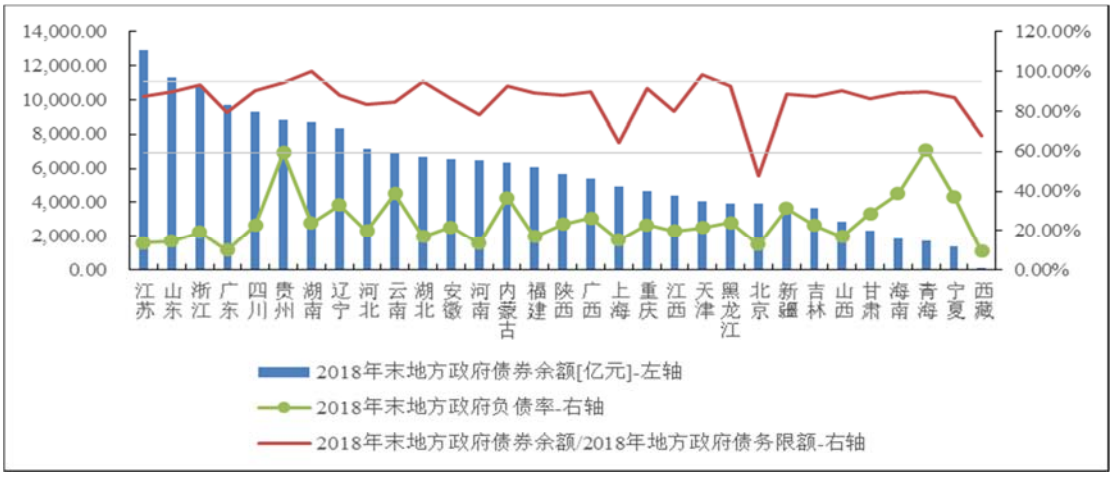
资料来源：根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

用地方政府债券余额近似代替地方政府债务余额，2018 年末青海省、贵州省地方政府负债率降序排名前两位，分别为 60.66%和 59.43%，负债率处于较高水平。当年末，广东省（含深圳市）和西藏自治区负债率分别为 9.95%和 9.63%。降序位列最后两位，均低于 10%，当地负债水平较低。

从各地区举债空间看，2018 年末湖南省和天津市地方政府债券余额占当年其地方政府债务限额的比重均超过 95%，分别为 99.77%和 98.17%，未来举债空间相对受限。北京市和上海市举债空间较大，2018 年末地方政府债券余额占当年其地方政府债务限额的比重均小于 65%，分别为 47.58%和 64.46%。

新世纪评级风险提示书

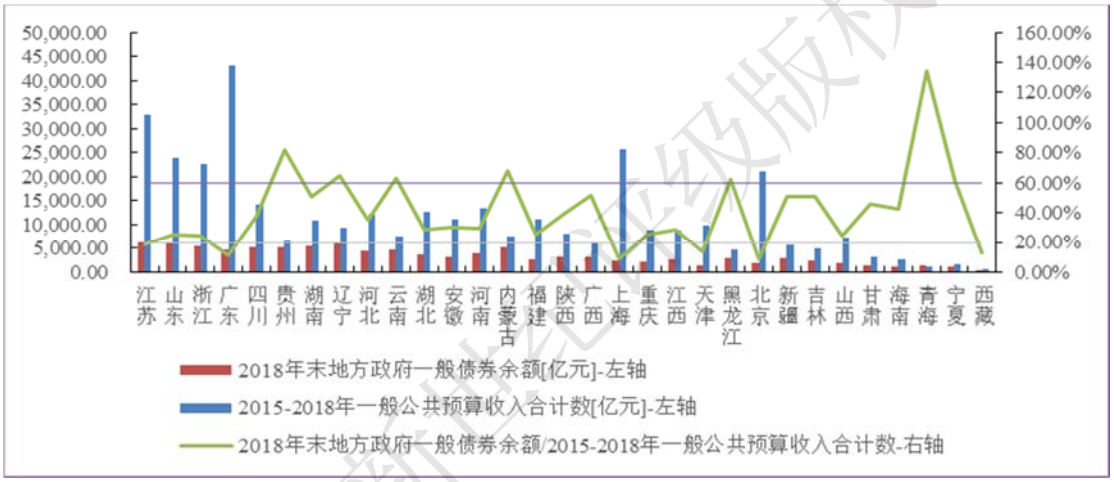
图表 15. 各地区 2018 年末负债率及举债空间情况



资料来源：根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

2015 年以来，按照偿债资金来源不同，地方政府债券分为一般债券和专项债券。从一般债券偿付压力看，青海省和贵州省一般债券偿付压力最大，2018 年末上述地区一般债券余额分别是其近四年（2015-2018 年）一般公共预算收入合计数的 134.09%和 81.66%，比率均超过 80%；内蒙古自治区、辽宁省（含大连市）、云南省、黑龙江省和宁夏回族自治区一般债券偿付压力次之，2018 年末上述地区一般债券余额分别是其近四年（2015-2018 年）一般公共预算收入合计数的 68.33%、64.80%、62.72%、61.98%和 61.68%，比率均超过 60%；江苏省、天津市、西藏自治区、广东省（含深圳市）、上海市和北京市一般债券偿付压力较轻，2018 年末上述地区一般债券余额均小于其近四年一般公共预算收入合计数的 20%。

图表 16. 2018 年末各地区地方政府一般债券偿付压力



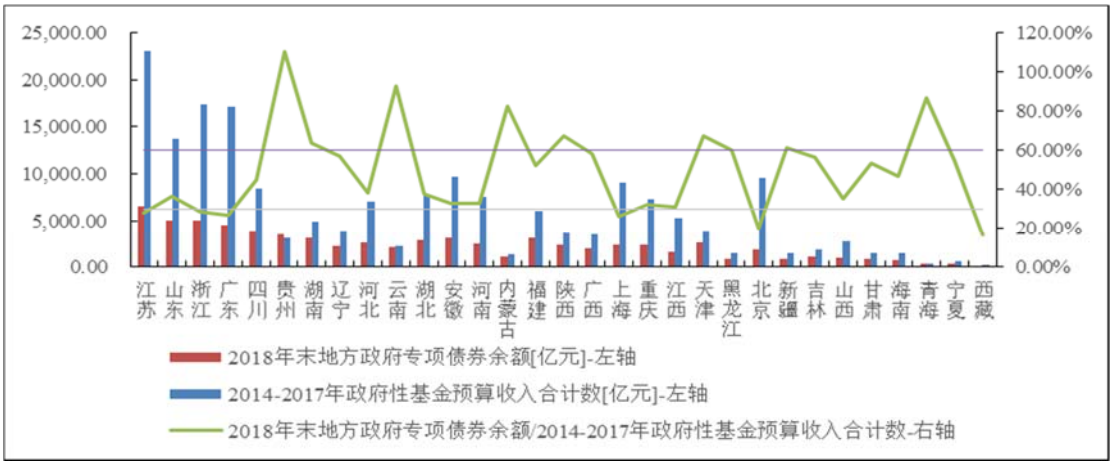
资料来源：根据中国债券信息网等公开资料统计、整理

注：各地区按 2018 年末地方政府债券余额降序排列

新世纪评级版权所有

从专项债券偿付压力看，贵州省、云南省、青海省和内蒙古自治区专项债券偿付压力较重，2018 年末上述地区专项债券余额均超过其 2014-2017 年政府性基金预算收入合计数[10]的 80%，比率分别为 110.21%、92.93%、86.99%和 82.24%；天津市、陕西省、湖南省、新疆维吾尔自治区（含兵团）和黑龙江省专项债券偿付压力次之，2018 年末上述地区专项债券余额均是其 2014-2017 年政府性基金预算收入合计数的 60%-70%；浙江省（含宁波市）、江苏省、广东省（含深圳市）上海市、北京市和西藏自治区专项债券偿付压力较轻，2018 年末上述地区专项债券余额均小于其 2014-2017 年政府性基金预算收入合计数的 30%。

图表 17. 2018 年末各地区地方政府专项债券偿付压力



资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

注：各地区按 2018 年末地方政府债券余额降序排列

综合上述多方面情况，青海省、贵州省、内蒙古自治区、云南省、辽宁省（含大连市）和黑龙江省一般债券和专项债券偿付压力均较重，其中青海省和贵州省地方政府负债率较高，辽宁省（含大连市）新增地方政府债务限额规模偏小。宁夏回族自治区一般债券偿付压力较重。湖南省、天津市、陕西省和新疆维吾尔自治区(含兵团)专项债券偿付压力较重，其中湖南省和天津市举债空间相对受限。北京市、上海市、西藏自治区和广东省（含深圳市）一般债券和专项债券偿付压力均较轻。

新世纪评级版权所有

[10] 2018 年各地区政府性基金预算收入数据获取情况差，故采用 2014-2017 年政府性基金预算收入合计数衡量专项债券偿付压力。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。