

2019 年上半年度地方政府债券发行情况和市场表现分析

公共融资部 刘明球

摘要：2019 年上半年度，受债务置换于 2018 年基本完成影响，地方政府债券发行以新增债券为主，发行方式全部为公开发行业。同期，得益于 2018 年底国务院提前下达 1.39 万亿元新增债务限额、财库〔2019〕23 号文提出 2019 年 9 月底前完成新增债券发行，地方政府债券集中于一季度及 6 月份发行；发行规模同比大幅增长 101.08%至 2.84 万亿元，其中新增债券发行规模 2.18 万亿元，同比增长 553.84%，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 1.30 万亿元，同比显著增长 7226.18%；再融资债券（借新换旧债券）（以下简称“再融资债券”）发行规模 0.63 万亿元，同比增长 397.55%；受上年地方政府债务置换进程基本结束影响，置换债券发行规模同比下降 95.86%至 274.67 亿元。从区域分布看，2019 年上半年度广东省（不含深圳市）、江苏省、四川省、山东省（不含青岛市）、浙江省（不含宁波市）、河南省、北京市、河北省和湖北省地方政府债券发行规模降序排名前 9 位，发行额均大于 0.11 万亿元，其中发行规模居前两位的广东省（不含深圳市）和江苏省发行额均大于 0.19 万亿元，厦门市、大连市、新疆生产建设兵团（以下简称“兵团”）和西藏自治区发行规模降序排名后 4 位，均小于百亿元，2018 年上半年度发行规模居首位的贵州省 2019 年上半年度发行规模降序排名仅列第 22 位，仅发行 0.06 万亿元。增速方面，宁夏回族自治区、湖北省和浙江省（不含宁波市）增速最快，发行规模同比分别增长 867.16%、433.23%和 326.27%；而大连市、贵州省、湖南省和青岛市发行规模同比分别下降 61.53%、58.78%、4.77%和 2.38%。

2019 年上半年度，地方政府债券发行由以前年度以一般债券为主转为以专项债券为主，专项债券占比 54.68%，较 2018 年上半年度提升 28.65 个百分点。同期，一般债券发行金额 1.29 万亿元，专项债券发行金额 1.55 万亿元，其中项目收益债券发行金额 1.30 万亿元，同比显著增长 7226.18%。从发行期限看，2019 年上半年度地方政府债券发行期限以 5 年期和 10 年期为主，占比分别为 33.78%和 31.04%，分别较上年同期下降 4.99 个百分点和提升 15.27 个百分点。2019 年上半年度，地方政府债券平均发行期限¹为 9.29 年，其中一般债券平均发行期限较上年同期延长 5.13 年至 11.16 年；专项债券平均发行期限较上年同期延长 2.01 年至 7.75 年，一般债券发行期限较专项债券长；项目收益债券前三大发行品种棚户区改造专项债、土地储备专项债和收费公路专项债平均发行期限分别为 6.73

¹ 指发行规模加权平均发行期限。下文平均发行利率、平均发行利差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。

市场表现研究报告

年、5.02 年和 14.02 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，当期辽宁省、黑龙江省和新疆维吾尔自治区平均发行期限降序排名前三位，分别为 16.19 年、15.72 年和 12.83 年；西藏自治区、北京市和天津市平均发行期限降序排名垫底，分别为 6.00 年、5.95 年和 5.79 年。

2019 年上半年度，得益于我国继续实施积极财政政策和稳健的货币政策，市场资金面宽松，虽国债收益率上行，但受 2019 年 1 月 28 日财政部下调地方债发行利差、利率区间下限由国债 5 日均值上浮 40 基点调整为 25-40 基点影响，地方政府债券平均发行利率较上年同期大幅下降 50BP 至 3.47%，平均发行利差较上年同期下降 14BP 至 28BP。分品种看，同样受 2019 年 1 月 28 日财政部下调地方债发行利差后，专项债券发行占比高，受窗口指导价下调影响更大，专项债券平均发行利差总体低于一般债券。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。

一、2019 年上半年度地方政府债券发行情况

（一）2019 年上半年度地方政府债券发行规模及区域分布

2019 年上半年度，地方政府债券发行期数合计 651 期，发行金额合计 2.84 万亿元，其中新增债券 2.18 万亿元、再融资债券 0.63 万亿元和置换债券 0.03 万亿元，分别占比 76.71%、22.32%和 0.97%，地方政府债券发行以新增债券为主。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，仅贵州省以置换债券发行为主、辽宁省（不含大连市）和宁波市以再融资债券为主，其中贵州省置换债券发行规模占比为 42.74%，辽宁省（不含大连市）和宁波市再融资债券发行规模占比分别为 88.03%和 52.17%。2019 年上半年度，新增债券及再融资债券发行力度加大、发行规模同比分别大幅增长 553.84%和 397.55%；全国仅贵州省发行了置换债券，置换债券发行规模同比大幅下降 95.86%。除此之外，同期上海市、深圳市、厦门市、兵团及西藏自治区发行的政府债券均为新增债券。受益于新增债券和再融资债券发行规模大幅增加，2019 年上半年度地方政府债券发行规模同比大幅增长 101.08%。

图表 1. 2019 年上半年度和 2018 年上半年度地方政府债券发行情况比较²（单位：万亿元）

用途	2018 年上半年度	2019 年上半年度	同比增速
新增债券	0.33	2.18	553.84%
再融资债券	0.13	0.63	397.55%

² 若合计数与各项加总数略有差额，系数据“四舍五入”所致，下同。

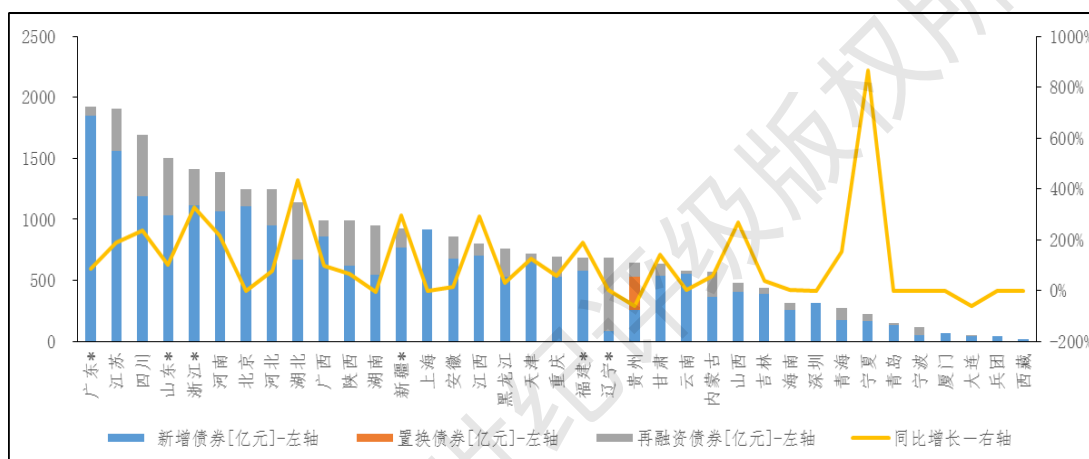
市场表现研究报告

用途	2018 年上半年度	2019 年上半年度	同比增速
置换债券	0.95	0.03	-95.86%
总计	1.41	2.84	101.08%

资料来源：Wind 和新世纪评级统计、整理

从区域分布看，2019 年上半年度全国 31 个省市（自治区）和 5 个计划单列市及兵团共 37 个主体均发行了地方政府债券，广东省（不含深圳市）、江苏省、四川省、山东省（不含青岛市）、浙江省（不含宁波市）、河南省、北京市、河北省和湖北省地方政府债券发行规模降序排名前 9 位，发行额均大于 0.11 万亿元，其中发行规模列前两位的广东省（不含深圳市）和江苏省发行额均大于 0.19 万亿元，其余七个省市发行规模处于 0.11 万亿元至 0.17 万亿元之间；广西壮族自治区、陕西省、湖南省、新疆维吾尔自治区（不含兵团）和上海市发行规模次之，发行额均处于 0.09 万亿元至 0.10 万亿元之间；剩余地区地方政府债券发行规模均小于 0.09 万亿元，其中厦门市、大连市、兵团和西藏自治区发行规模降序排名后 4 位，均小于百亿元。值得关注的是，2018 年上半年度发行规模居首位的贵州省 2019 年上半年度发行规模降序排名仅列第 22 位，仅发行 0.06 万亿元。增速方面，受 2018 年底国务院提前下达 1.39 万亿元新增债务限额、财库〔2019〕23 号文提出 2019 年 9 月底前完成新增债券发行意见影响，2019 年上半年度除大连市、贵州省、湖南省和青岛市发行规模下降外，其余省市（自治区）发行规模同比均有所增长，其中宁夏回族自治区、湖北省和浙江省（不含宁波市）同比分别增长 867.16%、433.23%和 326.27%；而大连市、贵州省、湖南省和青岛市发行规模同比分别下降 61.53%、58.78%、4.77%和 2.38%。

图表 2. 2019 年上半年度各省市（自治区）、兵团地方政府债券发行情况³



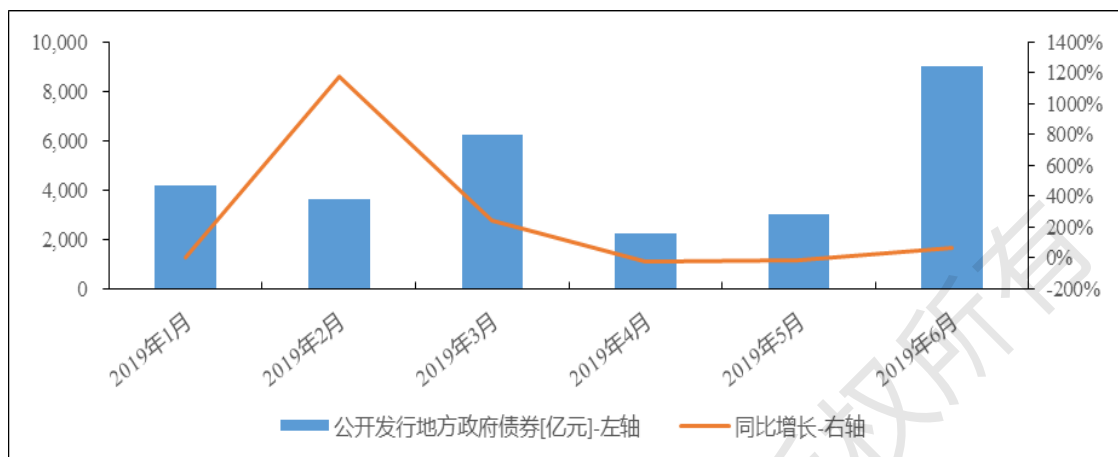
资料来源：Wind 及新世纪评级统计、整理

³ 标“*”号的广东省、山东省、浙江省、新疆维吾尔自治区、福建省和辽宁省地方政府债券发行金额分别不含深圳市、青岛市、宁波市、兵团、厦门市和大连市地方政府债券发行金额，下同。

(二) 2019 年上半年度地方政府债券发行时间分布

2018 年底，全国人民代表大会常务委员会授权国务院提前下达 2019 年地方政府新增政府债务限额 1.39 万亿元，其中新增一般债务限额 0.58 万亿元，新增专项债务限额 0.81 万亿元。受益于此，2019 年一季度地方政府债券发行加快，发行规模达 1.41 万亿元，同比增长 569.93%，其中 1 月份、2 月份和 3 月份地方政府债券分别发行 0.42 万亿元、0.36 万亿元和 0.62 万亿元，3 月份发行明显加快。但 2019 年 4、5 月份，地方政府债券发行减速，发行规模分别仅为 0.23 万亿元和 0.30 万亿元。为合理把握地方债券发行节奏，加快发行进度，2019 年 4 月 25 日财政部发布《财政部关于做好地方政府债券发行工作的意见》(财库[2019]23 号)，提出 2019 年 6 月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在 9 月底前完成全年新增债券发行。受此影响，6 月份政府债券发行进一步加快，发行总额达 0.90 万亿元，其中新增债券 0.72 万亿元，占比 79.71%。总体看，2019 年上半年度地方政府债券发行时间分布受政策影响较大，一季度及 6 月份发行规模较大。

图表 3. 2019 年上半年度地方政府债券发行时间分布



资料来源：Wind 及新世纪评级统计、整理

(三) 2019 年上半年度地方政府债券发行方式、期限及类型

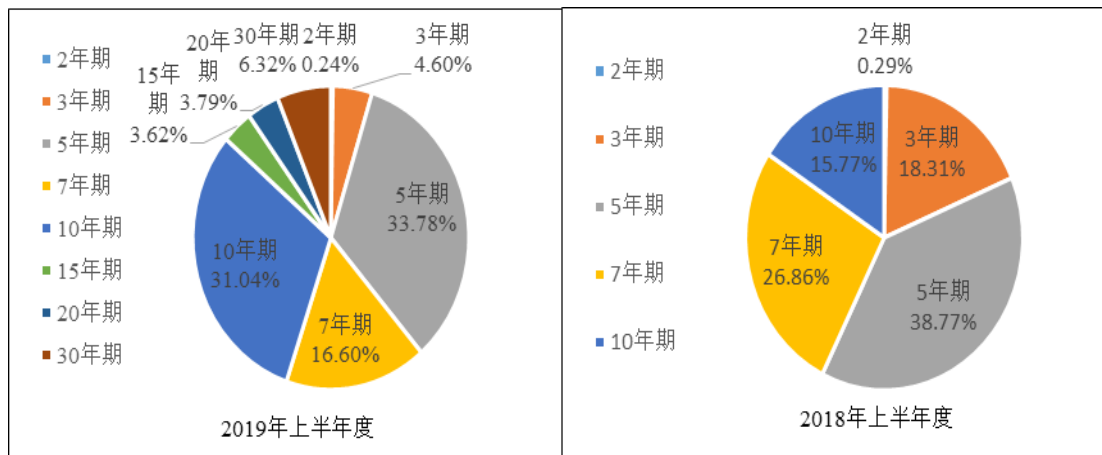
从发行方式看，由于地方政府债务置换于 2018 年 8 月底基本完成，2019 年上半年度无定向发行用途为置换债券的地方政府债券，当期地方政府债券全部为公开发行。

2019 年上半年度，地方政府债券发行期限与 2018 年上半年度相比增加了长周期的 15 年期、20 年期和 30 年期，发行期限包括 2 年期、3 年期、5 年期、7 年期、10 年期、15 年期、20 年期和 30 年期，发行规模集中于 5 年期、10 年期和 7 年期，占比分别为 33.78%、31.04%和 16.60%，占比较 2018 年上半年度分别下降 4.99 个百分点、提升 15.27 个百分点和下降 10.26 个百分点，10 年期政府

市场表现研究报告

债券发行占比大幅提升；3 年期发行规模相较 2018 年上半年度大幅减少，占比仅为 4.60%，较 2018 年上半年度下降 13.71 个百分点；其余各期限发行规模占比相对较小。

图表 4. 2019 年上半年度和 2018 年上半年度地方政府债券发行期限分布图



资料来源：Wind 及新世纪评级统计、整理

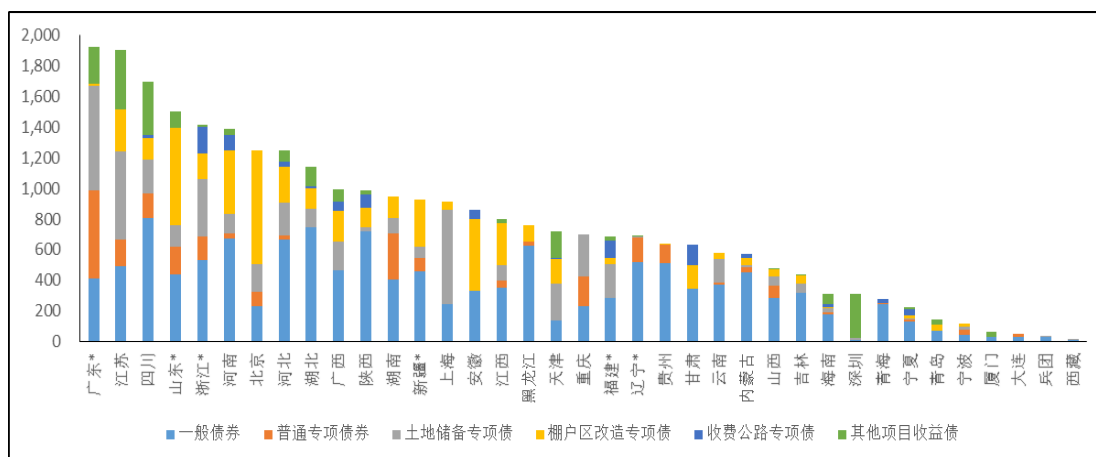
从平均发行期限看，2019 年上半年度地方政府债券平均发行期限 9.29 年，较 2018 年上半年度延长 3.34 年，其中一般债券平均发行期限较上年同期延长 5.13 年至 11.16 年；专项债券平均发行期限较上年同期延长 2.01 年至 7.75 年，其中普通专项债券平均发行期限 11.19 年，较上年同期延长 5.38 年；项目收益债券前三大发行品种棚户区改造专项债、土地储备专项债、收费公路专项债平均发行期限分别为 6.73 年、5.02 年和 14.02 年，其中土地储备专项债平均发行期限较短，收费公路专项债平均发行期限较长。从各地区发行期限看，辽宁省（不含大连市）、黑龙江省和新疆维吾尔自治区（不含兵团）平均发行期限降序排名前三位，分别为 16.19 年、15.72 年和 12.83 年，其中辽宁省和黑龙江省发行品种主要为一般债券，两省一般债券平均发行期限分别为 17.10 年和 17.74 年，新疆维吾尔自治区（不含兵团）发行规模较大的一般债券和棚户区改造专项债券平均发行期限分别为 13.27 年和 13.39 年，拉长其政府债券平均发行期限；西藏自治区、北京市和天津市平均发行期限降序排名垫底，分别为 6.00 年、5.95 年和 5.79 年，其中西藏自治区发行品种为一般债券和土地储备专项债券，发行平均期限分别为 6.54 年和 5.00 年，均低于平均水平；北京市发行品种主要为棚户区改造专项债券，占比为 59.43%，对应平均发行期限为 6.33 年，低于平均水平；天津市发行品种主要为土地储备专项债券、棚户区改造专项债券和一般债券，占比分别为 32.68%、22.40%和 19.47%，对应平均发行期限分别为 4.89 年、5.20 年和 5.48 年，均低于平均水平。

从偿债资金来源看，2019 年上半年度专项债券超过一般债券，成为地方政

市场表现研究报告

府债券的主要发行品种，其中一般债券发行金额 1.29 万亿元，占当年地方政府债券发行金额的 45.32%，占比较 2018 年上半年度下降 28.65 个百分点；专项债券发行金额为 1.55 万亿元，占当年地方政府债券发行金额的 54.68%，其中项目收益债券发行金额为 1.30 万亿元，同比增长 7226.18%。2019 年上半年度，项目收益债券发行品种进一步扩大，棚户区改造专项债、土地储备专项债和收费公路专项债发行规模较大，分别为 0.51 万亿元、0.48 万亿元和 914.88 亿元，其中土地储备专项债发行规模已达 2018 年全年该品种发行规模的 86.00%，棚户区改造专项债和收费公路专项债券已超过 2018 年全年此两个品种的发行规模，分别超过 49.09%和 22.87%；其余品种的项目收益债券中，基础设施专项债券、水污染治理专项债券、生态环保专项债券和医疗卫生类专项债券发行规模亦较大，均超过 100 亿元，其余品种规模均较小。此外，2019 年上半年度广东省为配合粤港澳大湾区规划实施，发行了专门用于粤港澳大湾区的粤港澳大湾区城市综合发展专项债券、基础设施互联互通建设专项债券、大湾区科创平台建设专项债券和生态环保建设专项债券，合计发行金额 202.88 亿元。从各地区项目收益债券发行情况看，2019 年上半年度四川省发行项目收益债券最多，近 20 个品种，项目收益债券发行金额合计 726.80 亿元；深圳市、天津市、北京市、上海市、江苏省、安徽省、山东省（不含青岛市）、重庆市、福建省（不含厦门市）、厦门市、广西壮族自治区、浙江省（不含宁波市）、江西省和青岛市项目收益债券发行规模占比均超过 50.00%，占比居前三位的深圳市、天津市和北京市分别为 96.46%、80.53%和 74.07%；辽宁省（不含大连市）、贵州省和大连市项目收益债券发行规模占政府债券发行规模的后三位，分别仅占比 1.49%、1.09%和 0.00%，这与三省市较高的政府债务率相关，其中贵州省当期债券发行以置换债券和再融资债券为主，两类债券合计占比 60.53%，辽宁省当期债券发行以再融资债券为主，占比 88.03%。上海市、广东省（不含深圳市）、江苏省、浙江省（不含宁波市）、重庆市、西藏自治区、天津市、福建省（不含厦门市）、云南省和兵团土地储备专项债发行规模占比较大，均超过 25.00%（含）；山东省（不含青岛市）、河南省、北京市、广西壮族自治区、新疆维吾尔自治区（不含兵团）、安徽省、江西省、天津市、甘肃省和青岛市棚户区改造专项债发行规模占比较大，均超过 20.00%；甘肃省、宁夏回族自治区和福建省（不含厦门市）收费公路专项债券发行规模占比较大，均超过 15.00%；深圳市、厦门市、天津市、青岛市、海南省、江苏省、和四川省除以上三个品种外的其他项目收益债券发行规模亦较大，占比均超过 20.00%。

图表 5. 2019 年上半年度各省市（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：Wind 及新世纪评级统计、整理

二、2019 年上半年度地方政府债券市场表现情况

2019 年上半年度，我国继续实施积极财政政策和稳健的货币政策，减税降费和增加支出的规模加大，市场资金面宽松。同期，国债收益率上行，但受 2019 年 1 月 28 日财政部下调地方债发行利差、利率区间下限由国债 5 日均值上浮 40 基点调整为 25-40 基点影响，地方政府债券平均发行利率较上年同期大幅下降 50BP 至 3.47%，平均发行利差较上年同期下降 14BP 至 28BP。

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. 2019 年上半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	
	2019 年上半年度	2018 年
2 年期	2.99% (↓51BP)	3.50%
3 年期	3.14% (↓52BP)	3.66%
5 年期	3.30% (↓53BP)	3.83%
7 年期	3.48% (↓52BP)	4.00%

市场表现研究报告

期限	公开发行地方政府债券-平均发行利率	
	2019 年上半年度	2018 年
10 年期	3.48% (↓52BP)	4.00%
15 年期	3.81% (↓50BP)	4.31%
20 年期	3.93% (↓29BP)	4.22%
30 年期	4.14% (↓8BP)	4.22%

资料来源: Wind 及新世纪评级统计、整理

注: () 里数据为不同发行期限 2019 年上半年度平均发行利率与 2018 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, 2019 年上半年度各品种地方政府债券平均发行期限有差异, 与 2018 年相比, 平均发行期限均延长, 但平均发行利率均下降, 平均发行利差均收窄, 其中一般债券、普通的专项债券及收费公路专项债券平均发行期限大幅延长, 平均发行利率较高; 土地储备专项债及棚户区改造专项债券平均发行期限较短, 平均发行利率较低。从发行利差看, 由于受 2019 年 1 月 28 日财政部下调地方债发行利差后, 专项债券发行占比高, 受窗口指导价下调影响更大, 专项债券平均发行利差总体低于一般债券, 2019 年上半年度一般债券和专项债券平均发行利率分别为 29BP 和 28BP。

图表 8. 2019 年上半年度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

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)
2019 年上半年度				
一般债券	12,858.02	11.16	3.53%	29
专项债券	2,545.18	11.19	3.55%	29
土地储备专项债	4,847.70	5.02	3.29%	27
棚户区改造专项债	5,086.90	6.73	3.43%	29
收费公路专项债	914.88	14.02	3.69%	28
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

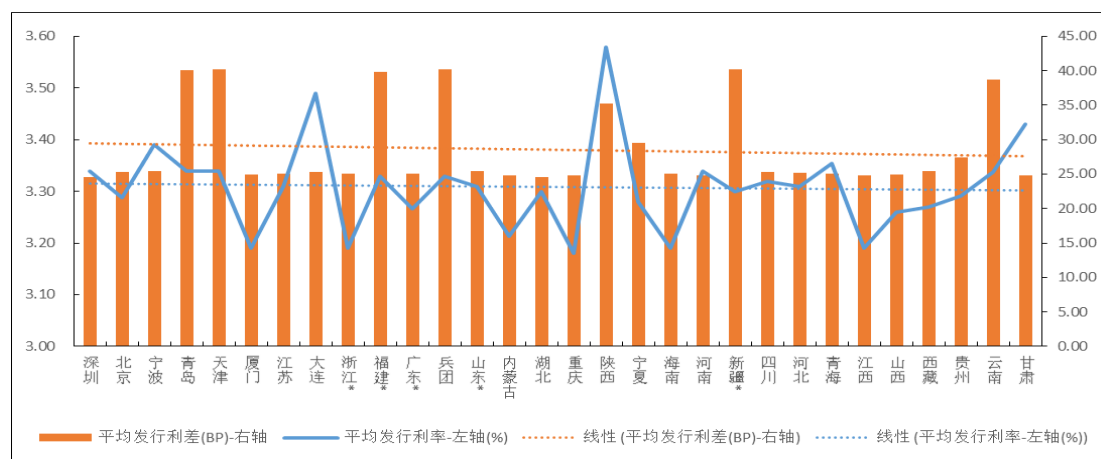
资料来源: Wind 及新世纪评级统计、整理

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。2019 年上半年度, 重庆市、厦门市、浙江省 (不含宁波市)、海南省和江西省 5

市场表现研究报告

年期公开发行政府一般债券平均发行利率低，其中重庆市为 3.18%，其余 4 个省市为 3.19%；甘肃省、大连市和陕西省 5 年期公开发行政府一般债券平均发行利率分别为 3.43%、3.49%和 3.58%，处于较高水平。各地区 5 年期公开发行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. 2019 年上半年度各地区 5 年期地方政府一般债券平均发行利率、利差情况



资料来源：Wind 及新世纪评级统计、整理

注：各地区按 2018 年人均地区生产总值降序排列，2019 年上半年度上海市、辽宁省（不含大连市）、吉林省、湖南省、安徽省和黑龙江省未发行 5 年期政府一般债券。

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。