

2017 年上半年度地方政府债券发行情况分析 & 政策简评

公共融资部 郭燕

2017 年上半年度，地方政府债券发行仍以一般债券为主，发行期限集中于 5 年期和 7 年期，受货币政策收紧，置换进程进入后半阶段、置换难度加大等因素影响，地方政府债券发行规模同比大幅下降。同期，地方政府债券发行金额合计 1.86 万亿元，同比下降 47.95%，其中置换债券发行规模为 1.44 万亿元，新增债券发行规模为 0.42 万亿元。同时，地方政府债券发行利率明显上行，配置价值提升，其中公开发行的地方政府债券发行利率上行幅度大，其利差均值¹与定向发行地方政府债券利差均值差距缩小。以 5 年期地方政府债券为例，2017 年上半年度 5 年期公开发行地方政府债券平均发行利率为 3.83%，高于 2016 年下半年度同期公开发行地方政府债券平均发行利率 121BP；同期，5 年期定向发行地方政府债券平均发行利率为 3.80%，高于 2016 年下半年度同期定向发行地方政府债券平均发行利率 86BP。随发行利率上行，地方政府债券定价趋于市场化，不同地区公开发行地方政府债券利差分化明显，经济财政实力强、债务压力较轻的北京市、上海市、浙江省和广东省公开发行利差均值较低；经济财政实力相对靠后、且债务压力较重的贵州省、云南省、宁夏回族自治区、黑龙江省和内蒙古自治区公开发行利差均值较高。

2017 年以来，财政部联合相关部门，印发了一系列文件，重申对地方政府债券的限额管理，同时从“开前门、堵后门”两方面进一步规范地方政府举债融资机制。从 2017 年地方政府债务限额看，青海省、海南省、宁夏回族自治区和贵州省新增地方政府债务限额规模较小，对当地政府债务举借形成约束。“开前门”举措方面，试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，是我国首次以项目分类发行专项债券，目前此类专项债券品种有土地储备专项债券和收费公路专项债券，北京市、厦门市、福建省、河北省、广东省和新疆维吾尔自治区已发行了土地储备专项债券，截至 2017 年 8 月末发行金额合计 381.80 亿元，发行期限基本为 5 年期，发行利率与同一时间段发行的一般专项债发行利率无明显差别；广东省和海南省已发行收费公路专项债券，截至 2017 年 8 月末发行金额合计 83.00 亿元，发行期限均为 7 年。未来，随着平台公司政府融资职能剥离、地方债务风险管理不断规范化，新增地方政府债券品种预计进一步丰富，发行规模有望进一步扩容。

¹ 地方政府债券利差=发行利率-前五日同期限国债收益率均值，新世纪评级定义；地方政府债券利差均值= \sum （发行利率-前五日国债收益率平均值）/债券期数，新世纪评级定义。

一、地方政府债券发行情况

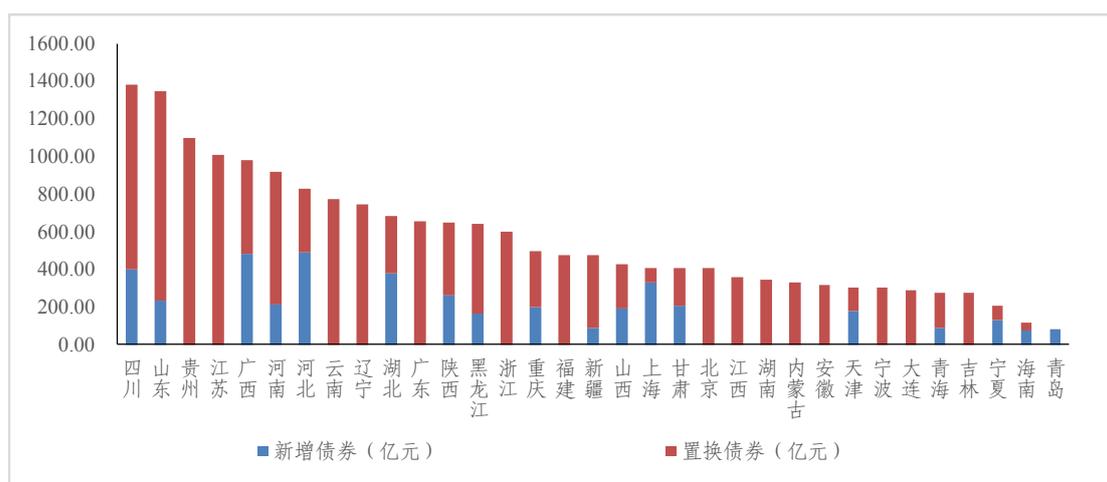
2017 年上半年度，地方政府债券发行支数合计 139 支，发行金额合计 1.86 万亿元，其中置换债券 1.44 万亿元，新增债券 0.42 万亿元。受货币政策收紧、银行等金融机构对债券配置需求偏弱，以及置换进程进入后半阶段、置换难度加大等因素影响，2017 年上半年度地方政府债券发行规模同比大幅下降、发行利率明显提升；同期，地方政府债券发行支数较上年同期减少 31 支，发行金额同比下降 47.95%，其中置换债券发行金额同比下降 46.70%。

从发行方式看，2017 年上半年度地方政府债券发行仍以公开发行为主，同期公开发行地方政府债券金额为 1.17 万亿元，占当期地方政府债券发行金额合计的 62.85%；定向发行地方政府债券金额为 0.69 万亿元，占当期地方政府债券发行金额合计的 37.15%。

从发行期限看，2017 年上半年度地方政府债券发行期限分布于 3 年、5 年、7 年和 10 年。其中，5 年期和 7 年期发行规模仍较大、3 年期和 10 年期发行规模相对较小，分别占当期地方政府债券发行金额合计的 32.09%、30.76%、19.65% 和 17.50%。

从发行类别看，2017 年上半年度地方政府债券发行仍以一般债券为主，同期一般债券发行金额为 1.09 万亿元，占当期地方政府债券发行金额合计的 58.36%；专项债券发行金额为 0.77 万亿元，占当期地方政府债券发行金额合计的 41.64%。

图表 1. 2017 年上半年度各省市地方政府债券发行情况（单位：亿元）



资料来源：根据中国债券信息网公开资料整理、绘制

二、地方政府债券发行利率与利差

从发行利率看，随货币政策收紧，国债收益率上行，2017 年上半年度不同发行方式的地方政府债券平均发行利率均较 2016 年下半年度有较大幅度上行。以 5 年期地方政府债券为例，2017 年上半年度 5 年期公开发行人地方政府债券平均发行利率为 3.83%，高于 2016 年下半年度同期公开发行人地方政府债券平均发行利率 121BP；同期，5 年期定向发行地方政府债券平均发行利率为 3.80%，高于 2016 年下半年度同期定向发行地方政府债券平均发行利率 86BP。

图表 2. 2015 年以来不同期限国债收益率情况（单位：%）



资料来源：根据中国债券网公开资料整理、绘制

图表 3. 不同发行方式地方政府债券平均发行利率情况

期限	公开发行人地方政府债券-平均发行利率			定向发行地方政府债券-平均发行利率		
	2017 年上半年度	2016 年下半年度	2016 年全年	2017 年上半年度	2016 年下半年度	2016 年全年
3 年期	3.68% (↑120BP)	2.48%	2.57%	3.74% (↑95BP)	2.79%	2.83%
5 年期	3.83% (↑121BP)	2.62%	2.74%	3.80% (↑86BP)	2.94%	3.00%
7 年期	3.93% (↑110BP)	2.83%	2.98%	3.89% (↑71BP)	3.18%	3.26%
10 年期	3.98% (↑110BP)	2.88%	3.02%	3.97% (↑80BP)	3.17%	3.26%

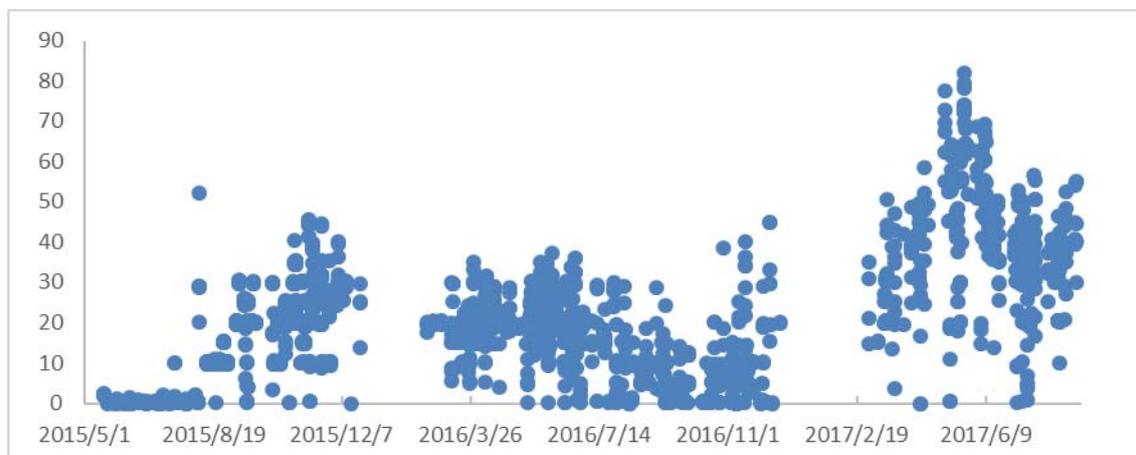
资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

注：（）里数据为不同发行期限 2017 年上半年度平均发行利率与 2016 年下半年度对应发行期限平均发行利率的差值

随发行利率上行，2017 年上半年度不同发行方式的地方政府债券发行利差走阔，其中公开发行人地方政府债券利差区间为 0BP~82BP（利差最大值债券为 17 内蒙古债 03，发行期限 7 年，发行利率为 4.52%），利差均值为 42BP，较 2016 年公开发行人地方政府债券利差均值 13BP 明显上升；同期，定向发行地方政府债券利差区间为 43BP~58BP，利差均值为 50BP，较 2016 年定向发行地方政府债

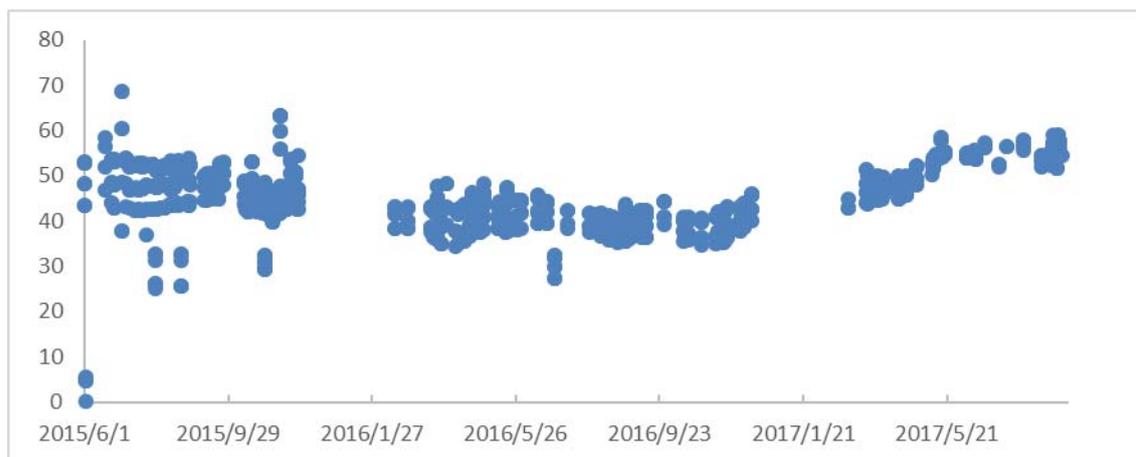
券利差均值 41BP 上升 9BP。整体看，2017 年上半年度公开发行业地方政府债券利差均值上行幅度大，与定向发行地方政府债券利差均值之间的差距缩小至 8BP。

图表 4. 2015 年以来公开发行业地方政府债券利差情况（单位：BP）



资料来源：根据中国债券网公开资料整理、绘制

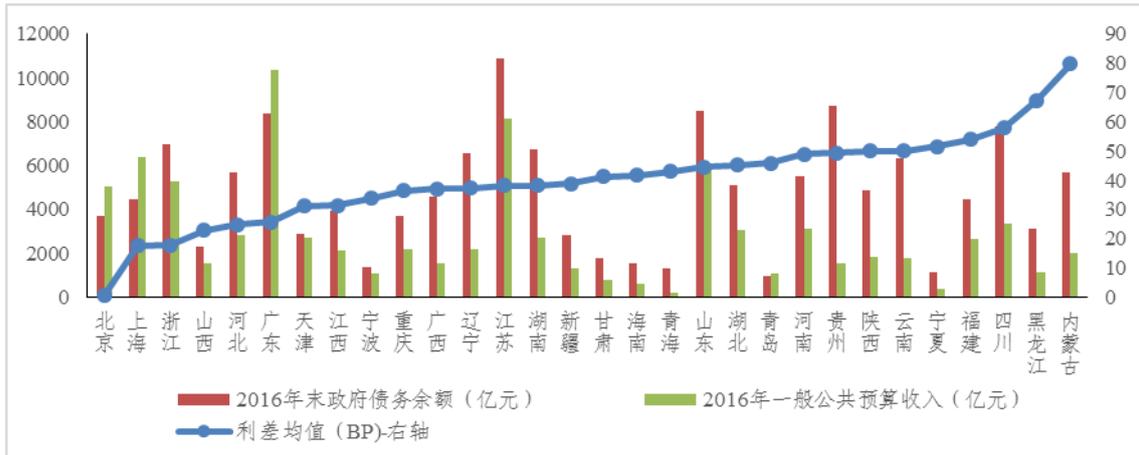
图表 5. 2015 年以来定向发行地方政府债券利差情况（单位：BP）



资料来源：根据中国债券网公开资料整理、绘制

从公开发行业地方政府债券利差均值看，各省市公开发行业利差均值分化明显，2017 年上半年度公开发行业地方政府债券利差中位数为 42BP，经济财政实力较强、债务压力较轻的北京市、上海市、浙江省和广东省公开发行业利差均值较低，分别为 1BP、18BP、18BP 和 26BP；经济财政实力相对靠后、且债务压力较重的贵州省、云南省、宁夏回族自治区、黑龙江省和内蒙古自治区公开发行业利差均值较高，分别为 49BP、50BP、52BP、67BP 和 80BP，其中内蒙古利差均值最大与其第一批债券（共 3 期）集中于 5 月中下旬发行、适逢“表外理财纳入广义信贷”之后的第一次 MPA 考核、机构资金融出意愿不高等因素导致资金面紧张有一定关联。

图 6. 2017 年上半年度各省市公开发行政府债券利差情况



资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

从定向发行地方政府债券利差均值看，各省市定向发行利差均值分布较集中，2017 年上半年度定向发行地方政府债券利差中位数为 50BP，河北省定向发行利差均值最小，为 44BP；重庆市定向发行利差均值最大，为 58BP。

三、地方政府债券政策简评

2017 年 2 月 20 日，财政部印发了《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》财库[2017]59 号文件，重申了新增债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区新增债券限额；提出对于公开发行置换债券提前置换以后年度到期债务的，在债券发行前应当由承担偿债责任的政府财政部门出具债权人同意提前置换的书面凭证，很大程度上加大了企业债、中期票据、短期融资券等公开债券形式债务置换的难度。

根据 2016 年中央和地方预算执行情况报告，2016 年末我国地方政府债务余额为 15.32 万亿元。同年末，地方政府债券余额为 10.63 万亿元²。考虑到存量地方政府债券余额规模较大，且部分政府债务来源为置换难度偏大的城投类企业公开发行的债务融资工具（包括企业债、中期票据、短期融资券等），2017 年起至 2018 年中后期可置换的政府债务规模预计小于 4.16 万亿元³；截至 2017 年 8 月 30 日，本年已发行的地方政府置换债券规模为 1.90 万亿元。

2017 年 3 月 23 日，财政部印发了《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（以下简称“《办法》”），对新增地方政府债务限额分配管理作出明确规定，

² 该数据来自 Wind 资讯。

³ 根据 2013 年 12 月 30 日公告的《全国政府性债务审计结果》，2013 年 6 月末地方政府债务（即政府负有偿还责任的债务）余额为 10.88 万亿元，其中债务资金来源为企业债券、中期票据、短期融资券的余额分别为 0.46 万亿元、0.06 万亿元和 0.01 万亿元。2016 年末，扣除地方政府债券形式存量政府债务余额和 2013 年 6 月末企业债券、中期票据和短期融资券形式存量政府债务余额后，未来可置换的政府债务规模小于 4.16 万亿元。

要求新增限额分配应当体现正向激励原则，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，财政实力弱、举债空间小、债务风险高、债务管理绩效差的地区少安排或不安排。未来，各地新增地方政府债务限额分配数据可成为反映当地债务水平及债务管理情况的重要参考指标。同时，该指标也会对地方政府债务举借形成有力约束。

从已公布 2017 年地方政府债务限额的各省市看，青海省、海南省、宁夏回族自治区和贵州省 2017 年新增地方政府债务限额⁴规模较小，分别为 195 亿元、194 亿元、134 亿元和 77 亿元，占当地 2017 年地方政府债务限额的比重分别为 12%、11%、10%和 1%。

图 7. 各省市政府债务余额及新增地方政府债务限额情况（单位：亿元）



资料来源：根据中国债券信息网公开资料整理、绘制

根据财库[2017]59号文件，鼓励研究建立地方债续发机制，未来在置换债券发行步入尾声的情况下，新增债券规模有望增长。2017年，新增地方政府债务限额为 1.63 万亿元，高于 2016 年新增地方政府债务限额 1.18 万亿元；其中，新增一般债务限额为 0.83 万亿元，新增专项债务限额为 0.80 万亿元。

2017 年 4 月以来，财政部联合相关部门，印发了《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)、《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预〔2017〕62号)、《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预〔2017〕87号)、《地方政府收费公路专项债券管理办法(试行)》(财预〔2017〕97号)和《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》(财预〔2017〕89号)一系列文件，在强调剥离融资平台公司政府融资职能、坚决制止地方政府变相举债融资的同时，也适时“开前门”，构建规范的地方政府举债融资机制。

⁴ 2017 年新增地方政府债务限额通过 2017 年地方政府债务限额减去 2016 年地方政府债务限额得出。

其中，财预〔2017〕89号文是发展项目收益与融资自求平衡地方政府债券的纲领性文件，强调专项债券与项目资产、收益相对应，提出发行债券建设的项目应当能够产生持续稳定的反映为政府性基金收入或专项收入的现金流收入，且现金流收入应当能够完全覆盖专项债券还本付息的规模；专项债券对应项目取得的政府性基金或专项收入，应当按照该项目对应的专项债券余额统筹安排资金，专门用于偿还到期债券本金，不得通过其他项目对应的项目收益偿还到期债券本金。目前此类专项债券涉及的品种为土地储备专项债券和收费公路专项债券，发行此类专项债券的规模，应当在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分。

2017年7月以来至8月末，北京市、厦门市、福建省、河北省、广东省和新疆维吾尔自治区先后发行了土地储备专项债券，发行金额分别为90.00亿元、40.00亿元、10.00亿元、41.80亿元、190.00亿元和10.00亿元，合计381.80亿元，发行期限基本为5年期（仅17北京债11和17河北债21为3年期，涉及发债金额19.45亿元），各省市对应发行利率均值分别为3.54%、3.81%、4.06%、3.92%、3.80%和4.10%，与同一时间段发行的一般专项债发行利率无明显差别。同期，广东省和海南省发行了收费公路专项债券，发行金额分别为63.00亿元和20.00亿元，发行期限均为7年，发行利率为3.99%和4.02%。

图表8. 同一时间段、同一发行主体不同品种专项债券发行利率均值情况

发债主体	发行期限	专项债券发行日期	不同品种专项债券发行利率均值	
			一般专项债券	土地储备专项债券
北京市	5年	2017/7/14	3.56%	3.55%
厦门市	5年	2017/7/17	-	3.81%
福建省	5年	2017/7/21	3.96%	4.06%
河北省	5年	2017/8/4	-	3.96%
广东省	5年	2017/8/10	3.81%	3.80%
		2017/8/11	(2017/8/11)	(2017/8/10)
新疆维吾尔自治区	5年	2017/8/25	3.90%	4.10%
发债主体	发行期限	专项债券发行日期	不同品种专项债券发行利率均值	
			一般专项债券	收费公路专项债券
广东省	7年	2017/8/10	3.99%	3.99%
		2017/8/11	(2017/8/11)	(2017/8/10)
海南省	7年	2017/8/17	-	4.02%

资料来源：根据中国债券信息网公开资料统计、整理

未来，随着平台公司政府融资职能剥离、地方债务风险管理不断规范化，新增地方政府债券品种预计进一步丰富，发行规模有望进一步扩容。