

2017 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: 2017 年, 地方政府债券发行金额合计 4.36 万亿元, 其中置换债券 2.77 万亿元, 新增债券 1.59 万亿元 (基本完成当年计划¹)。受置换进程进入尾声、置换难度加大等因素影响, 当年地方政府债券发行规模同比大幅下降 27.92%, 其中置换债券发行金额同比下降 43.26%。同年, 江苏省、四川省、山东省 (不含青岛市) 和贵州省四个发债大省地方政府债券发行规模排名前四位; 河南省、湖南省、云南省、广东省 (不含深圳市)、广西壮族自治区、辽宁省 (不含大连市)、浙江省 (不含宁波市) 和河北省地方政府债券发行规模次之。2017 年, 地方政府债券发行仍以公开发行为主, 当年公开发行金额 3.25 万亿元, 占比 74.51%。同年, 地方政府债券发行期限仍以 5 年期和 7 年期为主; 一般债券仍是地方政府债券的主要发行品种, 发行金额 2.36 万亿元, 占比 54.21%。

2017 年, 土地储备专项债券、收费公路专项债券、轨道交通专项债券相继发行, 发行规模合计 0.29 万亿元, 其中土地储备专项债券是项目收益与融资自求平衡地方政府债券的主要发行品种。截至 2017 年末, 大连市、广西壮族自治区、贵州省、辽宁省、宁夏回族自治区和西藏自治区尚未发行项目收益与融资自求平衡地方政府债券。从发行利率看, 随货币政策收紧、国债收益率上行, 2017 年不同发行方式的地方政府债券平均发行利率均较 2016 年有较大幅度上行。项目收益与融资自求平衡地方政府债券发行利差与同一时间段发行的一般专项债券发行利差无明显差别。公开发行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有所缩小。当年, 公开发行地方政府债券利差区间为 0BP~86BP, 利差均值为 33BP, 较 2016 年公开发行地方政府债券利差均值 13BP 明显上升; 定向发行地方政府债券利差区间为 43BP~64BP, 利差均值为 53BP, 较 2016 年定向发行地方政府债券利差均值 41BP 上升 12BP。

截至 2017 年末, 全国地方政府债券余额为 14.74 万亿元², 占当年末地方政府债务余额的比重接近 90%。2015 年以来, 地方政府债券募集资金主要用于债务置换, 2017 年末置换债券余额为 10.85 万亿元。随债务置换进程推进, 后续可置换的地方政府债务规模较小。2018 年, 全国地方政府债务限额约为 21 万亿元, 新增债务限额 2.18 万亿元; 其中, 专项债券新增限额 1.35 万亿元, 较 2017 年增加 0.55 万亿元。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

¹ 2017 年, 新增地方政府债务限额为 1.63 万亿元。

² 包括“代发代还”、“自发代还”和“自发自还”地方政府债券。

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。从区域分布看，江苏省、山东省和浙江省地方政府债券存量规模排名前三，2017年末均大于0.90万亿元；四川省、广东省、贵州省、辽宁省和湖南省地方政府债券存量规模次之，2017年末均处于0.70万亿元至0.80万亿元之间；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，排名后四位。2017年末，存量地方政府债券以5年期为主，7年期次之，10年期和3年期存量规模相对较小；发行方式以公开发行为主，偿债资金主要来源于一般公共预算收入。同年末，存量一般债券余额为8.84万亿元，存量专项债券余额为5.40万亿元。从到期分布看，2020~2023年地方政府债券到期规模相对较大，分别为2.04万亿元、2.01万亿元、2.53万亿元和1.68万亿元，届时地方政府面临一定的债务集中偿付压力。

从举债空间看，2017年辽宁省和贵州省新增地方政府债务限额³规模偏小，侧面反映当地债务负担较重。2017年末湖北省、天津市、湖南省、浙江省、重庆市、内蒙古自治区和福建省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85%，未来举债空间受限；广东省、上海市、西藏自治区和北京市举债空间相对较大。从地方政府债券偿付压力看，青海省、贵州省、内蒙古自治区、辽宁省、云南省、黑龙江省和宁夏回族自治区一般债券偿付压力较大，2017年末上述七省市一般债券余额均超过其近三年（2015-2017年）一般公共预算收入合计数的60%。贵州省、青海省、内蒙古自治区和云南省专项债券偿付压力较重，2017年末上述四省市专项债券余额均超过其近三年政府性基金预算收入合计数；辽宁省、陕西省、湖南省、天津市、吉林省、广西壮族自治区和宁夏回族自治区专项债券偿付压力次之，2017年末上述七省市专项债券余额分别超过其近三年政府性基金预算收入合计数的60%。

一、2017年地方政府债券发行情况

（一）2017年地方政府债券发行规模

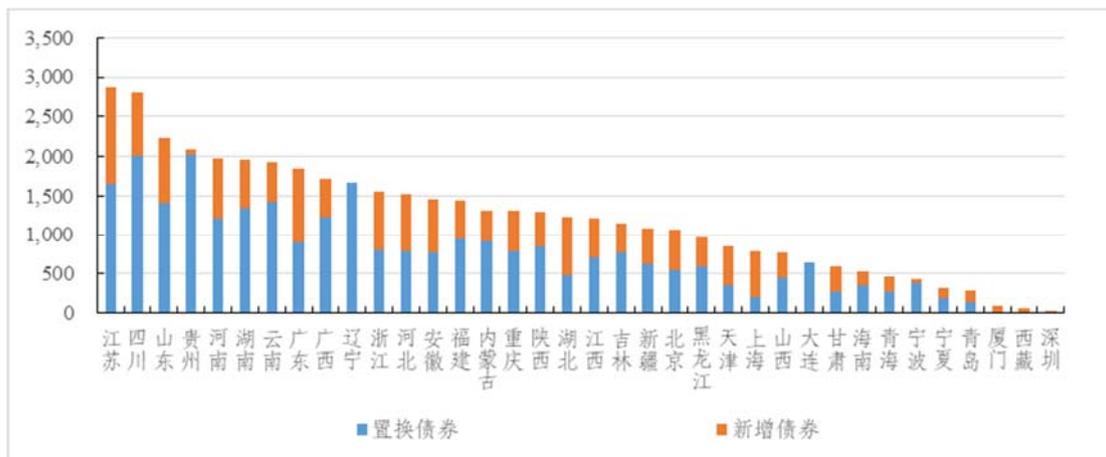
2017年，地方政府债券发行支数合计373支，发行金额合计4.36万亿元，其中置换债券2.77万亿元，新增债券1.59万亿元。受置换进程进入尾声、置换难度加大等因素影响，2017年地方政府债券发行规模同比大幅下降27.92%，其中置换债券发行金额同比下降43.26%；新增债券发行金额同比增长36.14%。

从区域分布看，2017年江苏省、四川省、山东省（不含青岛市）和贵州省四个发债大省地方政府债券发行规模排名前四位，发行额分别为0.29万亿元、0.28万亿元、0.22万亿元和0.21万亿元，均大于0.20万亿元；河南省、湖南省、

³ 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。

云南省、广东省（不含深圳市）、广西壮族自治区、辽宁省（不含大连市）、浙江省（不含宁波市）和河北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；黑龙江省、天津市、上海市、山西省、甘肃省和海南省地方政府债券发行规模较小，发行额均处于 0.05 万亿元至 0.10 万亿元之间；青海省、宁夏回族自治区和西藏自治区地方政府债券发行规模排名后几位，发行额均小于 0.05 万亿元。

图表 1. 2017 年各省市及计划单列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统计、整理

（二）2017 年地方政府债券发行类型

从发行方式看，2017 年地方政府债券发行仍以公开发行为主，当年公开发行地方政府债券金额 3.25 万亿元，占比 74.51%；定向发行地方政府债券金额 1.11 万亿元，占比 25.49%。

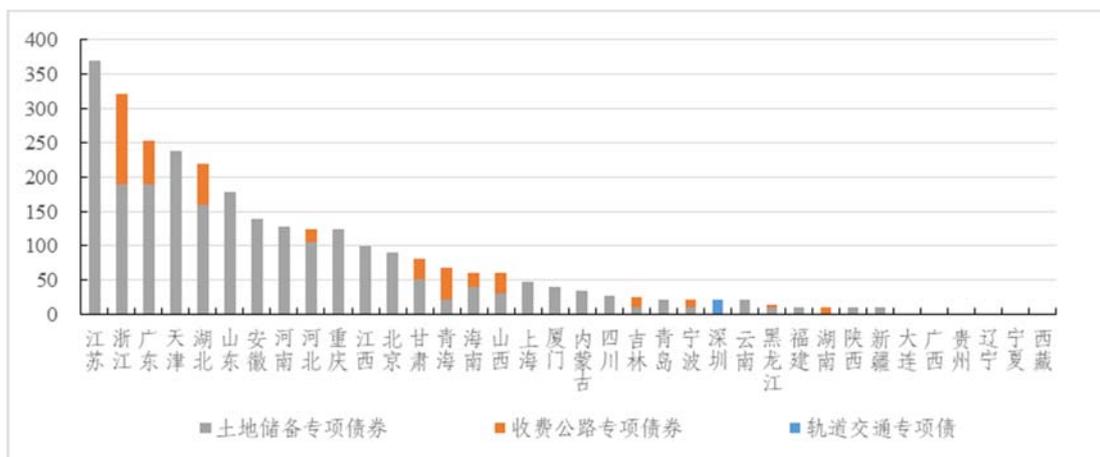
从发行期限看，2017 年地方政府债券发行期限分布于 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年。其中，5 年期和 7 年期发行规模仍较大、10 年期和 3 年期发行规模相对较小，分别占当年地方政府债券发行金额的 33.88%、27.40%、20.16%和 18.33%；1 年期仅发行 100.00 亿元，占当年地方政府债券发行金额的 0.23%。

从偿债资金来源看，2017 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为 2.36 万亿元，占当年地方政府债券发行金额的 54.20%；专项债券发行金额为 2.00 万亿元，占当年地方政府债券发行金额的 45.80%。

2017 年发展项目收益与融资自求平衡地方政府债券以来，北京市、厦门市和福建省等 28 个省市及计划单列市先后发行了土地储备专项债券，广东省、海南省、河北省等 12 个省市及计划单列市先后发行了收费公路专项债券、深圳市发行了轨道交通专项债券，发行规模分别为 2406.98 亿元、440.04 亿元和 20.00 亿元。目前，土地储备专项债券是项目收益与融资自求平衡地方政府债券的主要

品种。截至 2017 年末，大连市、广西壮族自治区、贵州省、辽宁省、宁夏回族自治区和西藏自治区尚未发行项目收益与融资自求平衡地方政府债券。

图 2. 2017 年各省市及计划单列市项目收益与融资自求平衡地方政府债券发行情况 (单位: 亿元)

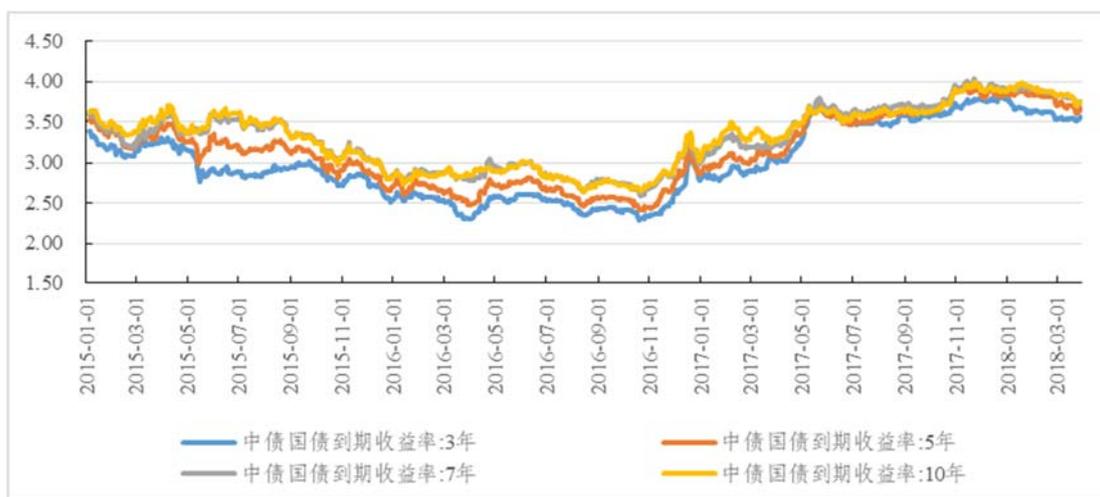


资料来源: 根据中国债券信息网公开资料统计、整理

(三) 2017 年地方政府债券发行利率

从发行利率看, 随货币政策收紧、国债收益率上行, 2017 年不同发行方式的地方政府债券平均发行利率均较 2016 年有较大幅度上行。以 5 年期地方政府债券为例, 2017 年 5 年期公开发行地方政府债券平均发行利率为 3.98%, 高于 2016 年同期限公开发行地方政府债券平均发行利率 124BP; 同期, 5 年期定向发行地方政府债券平均发行利率为 4.01%, 高于 2016 年同期限定向发行地方政府债券平均发行利率 101BP。

图 3. 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 4. 2017 年不同发行方式地方政府债券平均发行利率情况

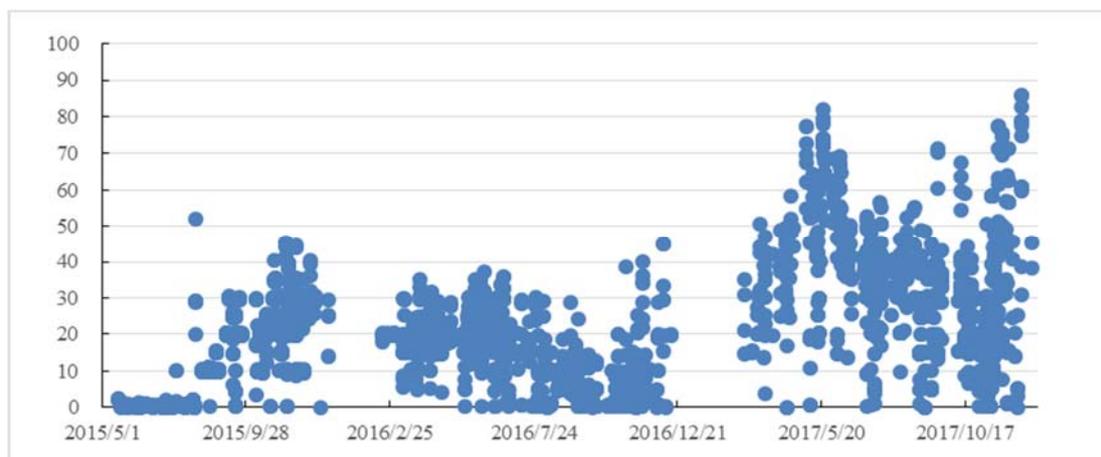
期限	公开发行业地方政府债券-平均发行利率		定向发行地方政府债券-平均发行利率	
	2017 年	2016 年	2017 年	2016 年
3 年期	3.77% (↑120BP)	2.57%	3.87% (↑104BP)	2.83%
5 年期	3.98% (↑124BP)	2.74%	4.01% (↑101BP)	3.00%
7 年期	3.98% (↑100BP)	2.98%	4.07% (↑80BP)	3.26%
10 年期	4.03% (↑101BP)	3.02%	4.08% (↑82BP)	3.26%

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 年平均发行利率与 2016 年对应发行期限平均发行利率的差值

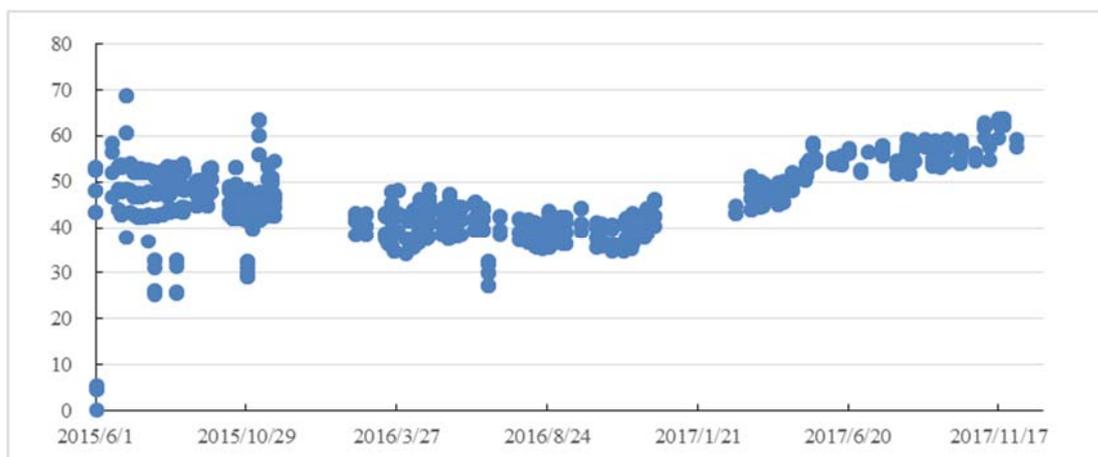
随发行利率上行，2017 年不同发行方式的地方政府债券发行利差走阔，其中公开发行业地方政府债券利差区间为 0BP~86BP（利差最大值债券为 17 内蒙古债 16 和 17 内蒙古债 19，发行时间均为 2017 年 12 月 15 日，发行期限均为 5 年，发行利率均为 4.75%），利差均值为 33BP，较 2016 年公开发行业地方政府债券利差均值 13BP 明显上升，其中土地储备专项债券、收费公路专项债券等项目收益与融资自求平衡地方政府债券发行利差与同一时间段发行的一般专项债券发行利差无明显差别；同期，定向发行地方政府债券利差区间为 43BP~64BP，利差均值为 53BP，较 2016 年定向发行地方政府债券利差均值 41BP 上升 12BP。整体看，2017 年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 20BP。

图表 5. 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 Wind 和中国债券网公开资料整理、绘制

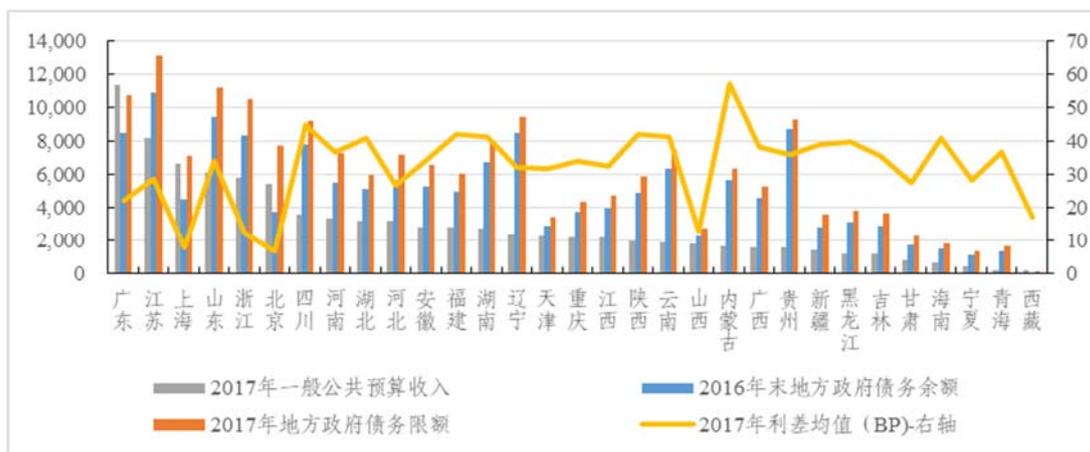
图表 6. 2015 年以来定向发行地方政府债券利差情况 (单位: BP)



资料来源: 根据 Wind 和中国债券网公开资料整理、绘制

从公开发行的地方政府债券利差均值来看, 各省市公开发行的利差均值分化较明显, 2017 年公开发行的地方政府债券利差中位数为 31BP, 经济财政实力较强、债务压力较轻的北京市、上海市和浙江省公开发行的利差均值较低, 分别为 7BP、8BP 和 12BP; 经济财政实力相对靠后、且债务压力较重的四川省、内蒙古自治区公开发行的利差均值较高, 分别为 45BP 和 57BP。

图表 7. 2017 年各省市公开发行的地方政府债券利差情况



资料来源: 根据各省市财政厅和中国债券信息网公开资料统计、整理

从定向发行的地方政府债券利差均值来看, 各省市定向发行的利差均值分布较集中, 2017 年定向发行的地方政府债券利差中位数为 54BP, 北京市定向发行的利差均值最小, 为 47BP; 重庆市和山西省定向发行的利差均值最大, 均为 58BP。

二、地方政府债券存量情况分析

(一) 地方政府债券存量规模

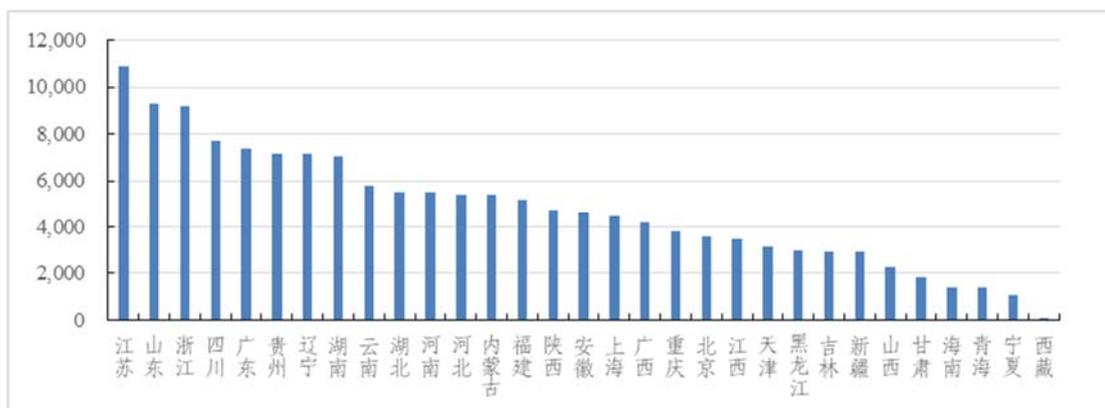
根据 Wind, 截至 2017 年末地方政府债券余额为 14.74 万亿元, 包括 2009

市场表现研究报告

年以来财政部“代发代还”地方政府债券余额 0.32 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“自发自还”地方政府债券余额 0.08 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省市地方政府债券余额 14.24 万亿元。根据预算司发布的《2017 年 12 月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 16.47 亿元。随债务置换进程推进，目前地方政府债券已成为地方政府债务的主要构成部分，2017 年末地方政府债券余额占地方政府债务余额的比重接近 90%，后续可置换的地方政府债务规模较小。

从区域分布看，江苏省、山东省和浙江省地方政府债券存量规模排名前三，2017 年末分别为 1.09 万亿元、0.93 万亿元和 0.92 万亿元，占地方政府债券存量余额的比重分别为 7.40%、6.31%和 6.23%；四川省、广东省、贵州省、辽宁省和湖南省地方政府债券存量规模次之，2017 年末均处于 0.70 万亿元至 0.80 万亿元之间；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，排名后四位，2017 年末分别为 0.14 万亿元、0.14 万亿元、0.11 万亿元和 86.81 亿元。

图表 8. 2017 年末各省市地方政府债券存量情况（单位：亿元）

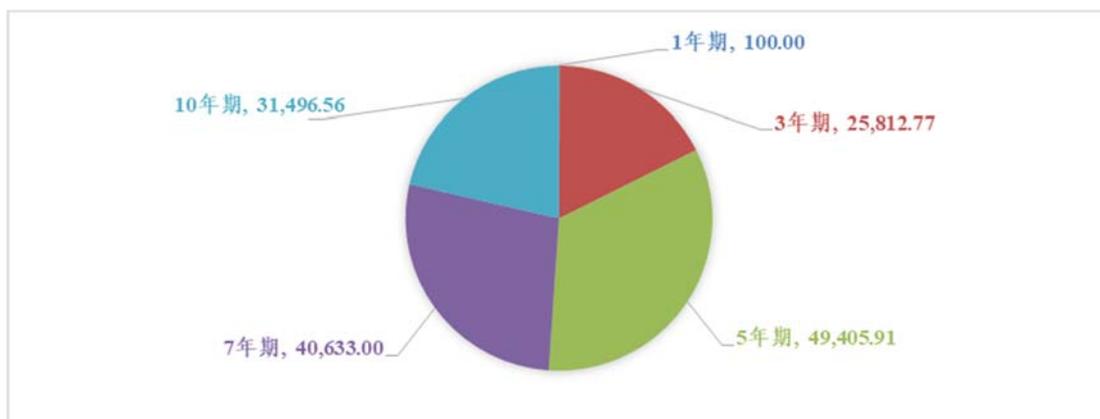


资料来源：根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

（二）存量地方政府债券期限分布

从期限分布看，存量地方政府债券以 5 年期为主，7 年期次之，10 年期和 3 年期存量规模相对较小，2017 年末余额分别为 4.94 万亿元、4.06 万亿元、3.15 万亿元和 2.58 万亿元，占存量地方政府债券的比重分别为 33.51%、27.56%、21.36% 和 17.51%。

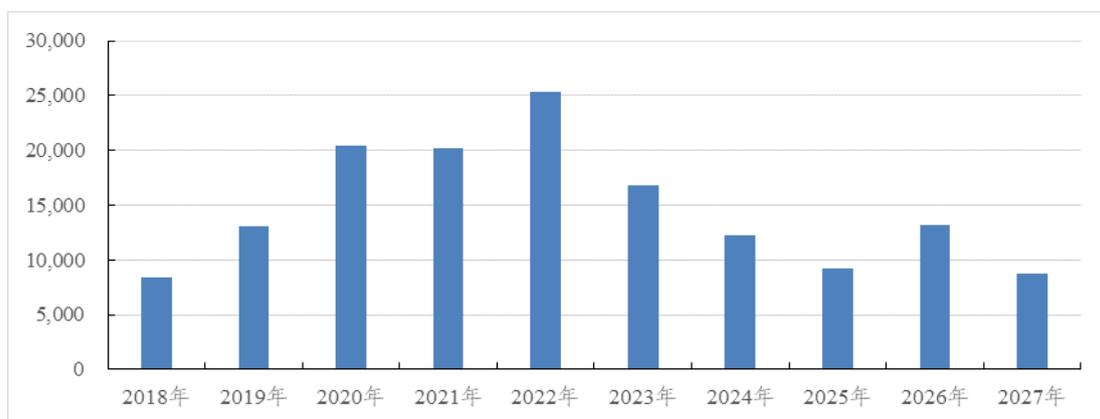
图表 9. 2017 年末存量地方政府债券期限分布情况 (单位: 亿元)



资料来源: 根据 Wind 和中国债券信息网公开资料统计、整理

从到期分布看, 2017 年末存量地方政府债券到期分布相对较均衡, 2020~2023 年到期规模相对较大, 分别为 2.04 万亿元、2.01 万亿元、2.53 万亿元和 1.68 万亿元, 届时地方政府面临一定的债务集中偿付压力。

图表 10. 2017 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

(三) 存量地方政府债券类型

从发行方式看, 2014 年以前地方政府债券均采用公开发行为主, 2015 年新增定向发行方式。目前, 存量地方政府债券以公开发行为主, 2017 年末公开发行地方政府债券余额占比 76.39%, 定向发行地方政府债券余额占比仅 23.61%。

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。2017 年末, 一般债券存量余额为 8.84 万亿元, 专项债券存量余额为 5.40 万亿元, 存量地方政府债券以一般债券为主。

2017 年以来，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，财政部联合相关部门适时“开前门”，发展项目收益与融资自求平衡地方政府债券。2017 年末，该类债券余额 2867.02 亿元，以土地储备专项债券为主，收费公路专项债券规模较小，仅深圳市发行了轨道交通专项债券，当年末余额分别为 2406.98 亿元、440.04 亿元和 20.00 亿元。

从募集资金用途看，2015 年以来地方政府债券募集资金主要用于债务置换，2017 年末置换债券余额为 10.85 万亿元，占 2015 年以来至 2017 年末发行的地方政府债券余额的 76.18%；同年末，新增债券余额 3.39 万亿元，占比 23.82%。随地方政府债务置换进程进入尾声，同时中央鼓励研究建立地方债续发机制，未来新增债券规模有望增长。2018 年地方政府债务限额约为 21 万亿元，新增债务限额 2.18 万亿元；其中专项债券新增限额 1.35 万亿元，较 2017 年增加 0.55 万亿元。

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 2017 年各省市新增地方政府债务限额看，辽宁省和贵州省新增地方政府债务限额规模偏小，分别为 139 元和 77 亿元，占当地 2017 年地方政府债务限额的比重均为 1%，侧面反映当地债务负担较重。

从各省市举债空间看，2017 年末湖北省、天津市、湖南省、浙江省、重庆市、内蒙古自治区和福建省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 85%（含 85%），分别为 92%、91%、89%、88%、87%、85%和 85%，未来举债空间受限。广东省、上海市、西藏自治区和北京市举债空间相对较大，2017 年末上述四省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小于 70%，分别为 69%、63%、52%和 46%，举债空间相对较大。

图表 11. 各省市举债空间情况 (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

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、贵州省、内蒙古自治区、辽宁省、云南省、黑龙江省和宁夏回族自治区一般债券偿付压力较大, 2017 年末上述七省市一般债券余额分别是其近三年 (2015-2017 年, 下同) 一般公共预算收入合计数的 133%、90%、79%、77%、72%、64%和 63%, 比率均超过 60%; 天津市、广东省、上海市、北京市和西藏自治区一般债券偿付压力较轻, 2017 年末上述四省市一般债券余额均小于其近三年一般公共预算收入合计数的 20%。

图表 12. 2017 年末各省市地方政府一般债券偿付压力 (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

从专项债券偿付压力看⁴, 贵州省、青海省、内蒙古自治区和云南省专项债券偿付压力较重, 2017 年末上述四省市专项债券余额均超过其近三年政府性基

⁴ 安徽省和内蒙古自治区 2017 年政府性基金预算收入数据未获取, 以其 2016 年政府性基金预算收入数据代替。

金预算收入合计数，比率分别为 121%、112%、106%和 102%；辽宁省、陕西省、湖南省、天津市、吉林省、广西壮族自治区和宁夏回族自治区专项债券偿付压力次之，2017 年末上述七省市专项债券余额分别是其近三年政府性基金预算收入合计数的 78%、75%、67%、64%、61%、60%和 60%，比率均超过 60%（含 60%）；江西省、安徽省、北京市、江苏省、广东省和西藏自治区专项债券偿付压力较轻，2017 年末上述六省市专项债券余额均小于其近三年政府性基金预算收入合计数的 30%。

图表 13. 2017 年末各省市地方政府专项债券偿付压力（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