

宏观专题

# 力度空前，基建复苏——地方政府债券发行新变化

2020 年 06 月 30 日

## 【策略观点】

- ◆ 2019 年，全国地方政府债券发行数量回升，专项债券比重大幅增加。专项债券结构变化明显，资金的主要用途更加合理，地方财政增利提效目标明确。
- ◆ 从平均发行期限上看，2019 年地方政府债券较前两年出现大幅上升。从平均发行利率上看，地方政府债券较前两年明显降低。
- ◆ 今年前五个月，地方政府专项债券的构成和比重都较去年发生了明显的变化。首先，2019 年融资比重合计 44% 的土储和棚改在今年的地方政府专项债券中难觅踪影，而此前在多个城市积极开展的老旧小区改造实际上也没有给地方政府带来显著的资金压力。“房住不炒”政策对当前地方政府的行为产生了明显的影响。其次，基建、产业发展、水电热气、城乡发展、民生保障、生态环境、医疗卫生等方面的支出份额均有所增加，基建更是一跃成为今年以来地方政府债券融资的首要投向。最后，专项债券今年新增加了再融资和能源两个新项目。
- ◆ 上述变化的直接原因在于政府为应对新冠肺炎疫情冲击而进行的一系列逆周期调控。主要目的是为了确保“六稳”和“六保”任务的顺利完成。但需要注意的是，一方面，国家和地方政府杠杆率出现明显回升，后续偿债压力有所加大；另一方面，虽然“房住不炒”政策下，土储和棚改项目踪迹全无，但基建比重的大幅提升给政府未来的经济结构调整工作增加了一定难度，而后者是一个必须坚持的长期目标。这样就要求地方政府专项债券更加注重提高效率，保证收益。

## 【风险提示】

- ◆ 中央和地方政府宏观杠杆率提升；
- ◆ 地方政府债务风险有所增加。



挖掘价值 投资成长

东方财富证券研究所

证券分析师：王好

证书编号：S1160519090001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相关研究

《五月花开，后未可知》

2020.06.02

## 正文目录

1. 2019 年地方政府债券发行情况总览.....	4
1.1. 2019 年地方政府债券发行数量.....	4
2. 2020 年 1-5 月地方政府债券发行新变化.....	9
2.1. 发行数量大增，比重持续提升.....	9
2.2. 利率下降，期限拉长.....	10
2.3. 政策支持力度加大.....	11
2.4. 地方政府专项债券结构变化明显.....	12
3. 小结.....	13

## 图表目录

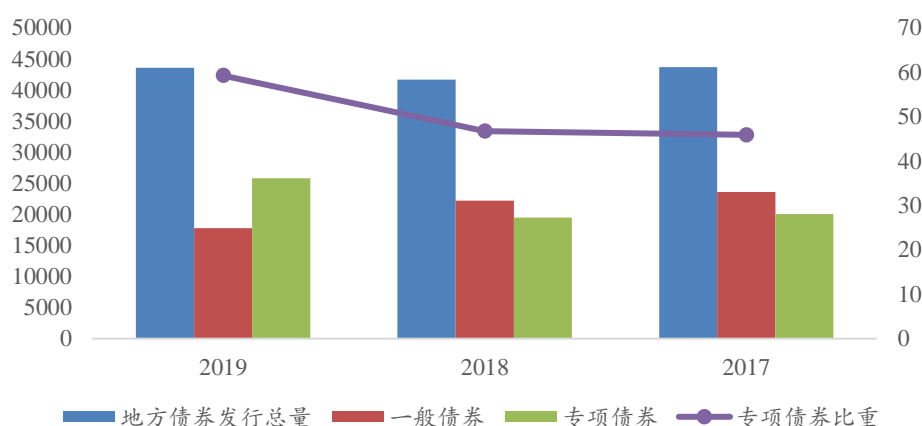
图表 1: 2017-2019 年地方债发行数量及其结构 (亿元, %)	4
图表 2: 2019 年地方政府专项债券资金的主要用途及其比重	5
图表 3: 2018 年地方政府专项债券资金的主要用途及其比重	5
图表 4: 2017-2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府债券发行数量 (亿元)	6
图表 5: 2017-2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府一般债券发行数量 (亿元)	6
图表 6: 2017-2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府专项债券发行数量 (亿元)	7
图表 7: 2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府债券、一般债券和专项债券同比增速 (左轴, %) 及专项债券比重变化 (右轴, 个百分点)	7
图表 8: 2017-2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府一般债券发行平均期限 (年)	8
图表 9: 2017-2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府专项债券发行平均期限 (年)	8
图表 10: 2017-2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府一般债券发行平均利率 (%)	9
图表 11: 2017-2019 年全国各省 (市、自治区、计划单列市) 地方政府专项债券发行平均利率 (%)	9
图表 12: 2017-2020 年 1-5 月地方政府债券发行总额及占比 (亿元, %)	10
图表 13: 2017-2020 年 1-5 月一般债券和专项债券发行数量 (亿元) 和专项债券占比 (%)	10
图表 14: 2017-2020 年 1-5 月一般债券和专项债券发行平均利率 (%)	11
图表 15: 2017-2020 年 1-5 月一般债券和专项债券发行期限 (年)	11
图表 16: 3 年期、5 年期、7 年期、10 年期和 30 年期国债、地方政府一般债券和专项债券平均收益率 (左, %) 及其信用利差 (右, 个基点)	12
图表 17: 3 年期、5 年期、7 年期、10 年期和 30 年期 “地方政府债-国债” 信用利差 (到期收益率, 截至 2020 年 6 月 22 日, 个基点)	12
图表 18: 2020 年 1-5 月地方政府专项债券的构成及其比重	13

## 1. 2019 年地方政府债券发行情况总览

### 1.1. 2019 年地方政府债券发行数量

2019 年，全国地方政府债券发行数量回升，专项债券比重大幅增加。2019 年，全国 31 个省（市、自治区）发行地方政府债券共计 43597.59 亿元，较 2018 年增加 4.67%。其中，专项债券共计发行 25825.84 亿元，同比增加 32.69%；一般债券共计发行 17771.75 亿元，同比下降 19.91%。同时，2019 年专项债券占地方政府债权比重首次超越一般债券，达到 59.24%。以上数据表明，专项债券在推动地方政府债务显性化，扩充地方政府收入来源和促进地方经济发展方面的作用进一步突出。

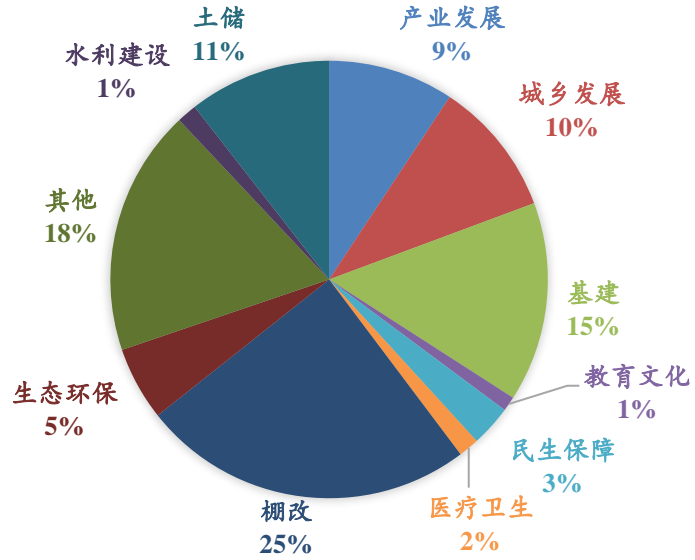
图表 1：2017-2019 年地方债发行数量及其结构（亿元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

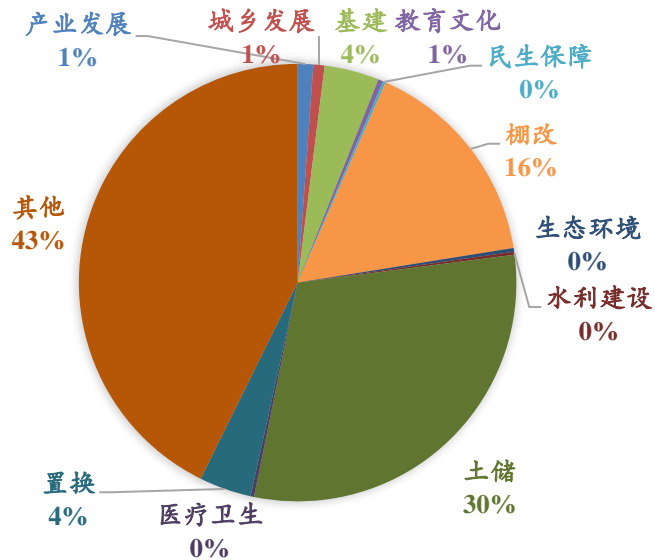
2019 年新发行地方政府债券相对于 2018 年资金用途结构变化明显。一方面，2019 年发行的地方政府一般债券全为新发债，置换债券数量为零。这标志着前期地方政府债务的置换工作彻底完成。另一方面，专项债券资金的主要用途更加合理，地方财政增利提效目标明确。首先，2019 年新发行的专项债券中，基建、城乡发展、产业发展、生态环保、民生保障、医疗卫生、教育文化和水利建设等项目所占比重均出现不同程度地提升。其次，土地储备专项债券所占比重下降，棚户改造专项债券所占比重上升，但二者之和与 2018 年持平。最后，未明确说明资金用途的专项债券（其他类）比重大幅下降，置换类专项债券彻底退出。通过对比过去两年地方政府债券资金用途的结构性变化，可以发现：随着前期债务置换工作的完成，2019 年地方政府债券募集资金的主要用途全面回归经济建设；同时，优化资金用途和提高资金使用效率正成为地方政府的工作目标。

图表 2：2019 年地方政府专项债券资金的主要用途及其比重



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：2018 年地方政府专项债券资金的主要用途及其比重

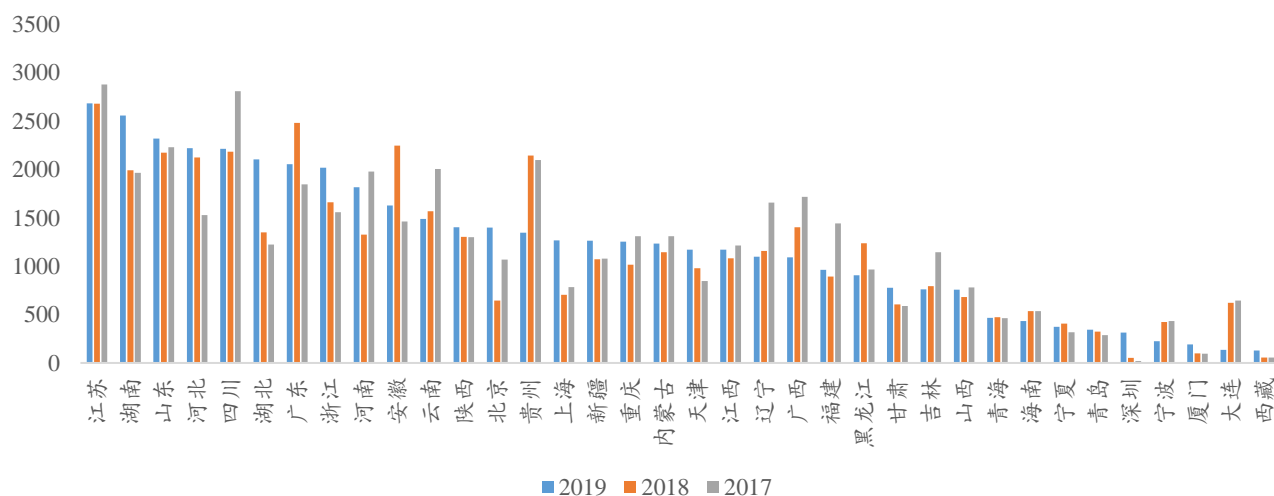


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

多数省（市、自治区、计划单列市）地方政府债券发行数量以及专项债券所占比重较 2018 年上升，但增速和结构差异较大。按照省级行政单位分类，2019 年地方政府债券发行总量排名前五的省（市、自治区、计划单列市）分别为江苏、湖南、山东、河北和四川。其中，一般债券发行数量排名前五的省（市、自治区、计划单列市）分别为：湖南、湖北、四川、贵州和河北；专项债券发行数量排名前五的省（市、自治区、计划单列市）分别为：江苏、山东、广东、湖南和浙江。从增速来看，全国各省（市、自治区、计划单列市）差异较大。2019 年地方政府债券发行总量增速排名前五的省（市、自治区、计划单列市）分别为：海南、青海、广东、吉林和青岛；一般债券发行数量增速排名前五的省（市、自治区、计划单列市）分别为：青海、上海、吉林、宁波和青岛；专项债券发行数量增速排名前五的省（市、自治区、计划单列市）分别为：海南、广东、山西、青岛和吉林。从专项债券所占比重来看，2019 年多数省（市、自治区、计划单列市）专项债券所占比重较 2018 年明显提升，提升幅度排名前

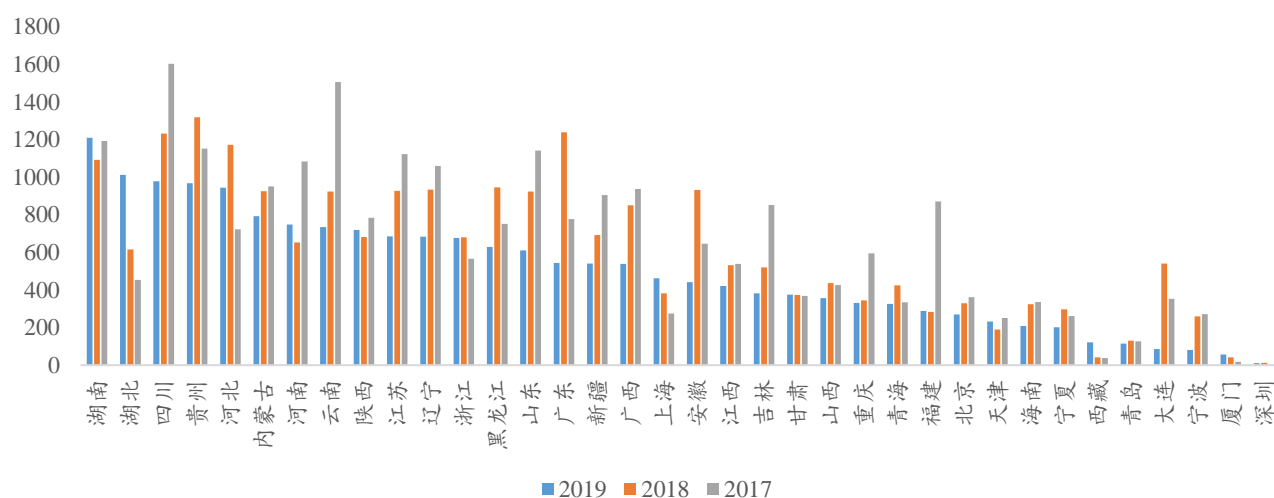
五的省（市、自治区、计划单列市）分别为：北京、宁波、广东、大连和新疆。仅湖北、贵州和西藏三地专项债券比重下降。

图表 4：2017-2019 年全国各省（市、自治区、计划单列市）地方政府债券发行数量（亿元）



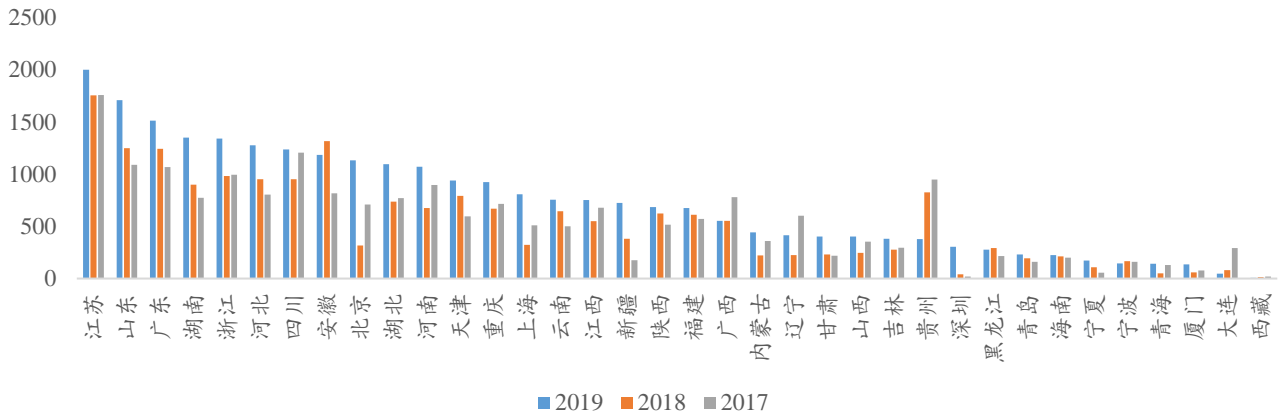
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：2017-2019 年全国各省（市、自治区、计划单列市）地方政府一般债券发行数量（亿元）



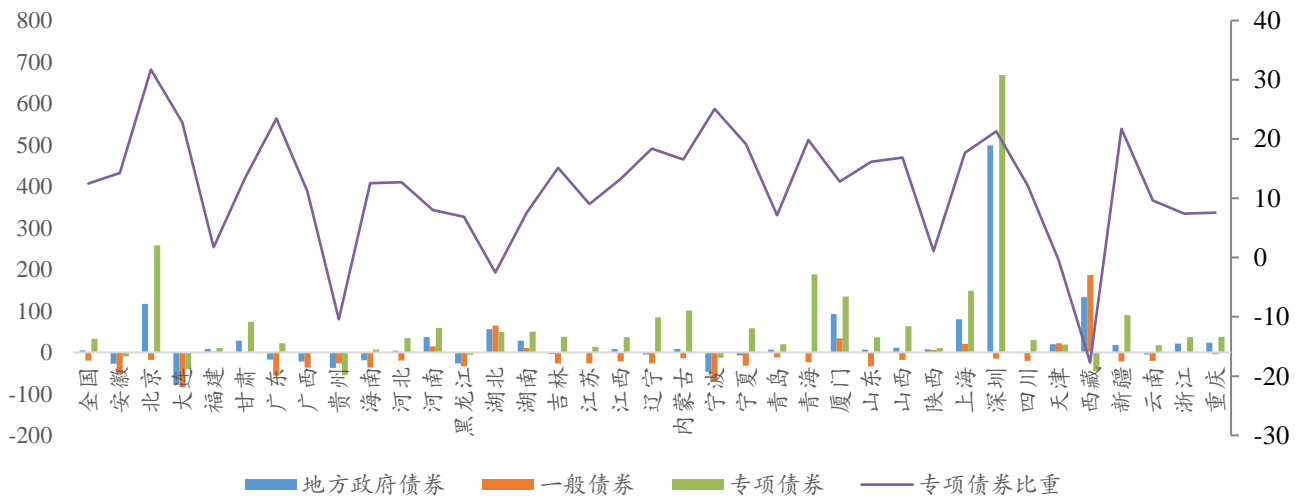
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6: 2017-2019 年全国各省(市、自治区、计划单列市)地方政府专项债券发行数量(亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

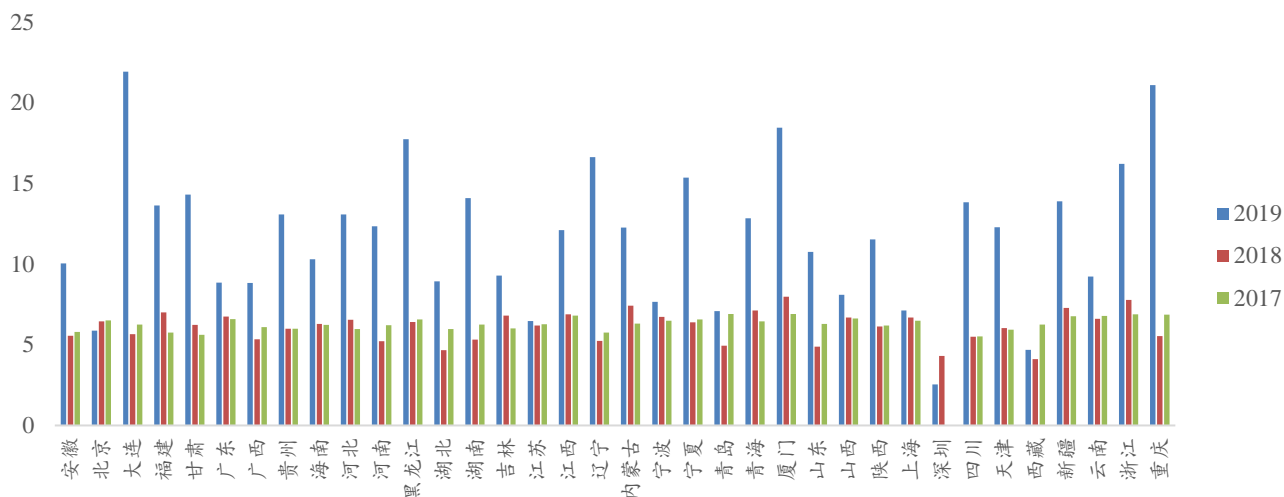
图表 7: 2019 年全国各省(市、自治区、计划单列市)地方政府债券、一般债券和专项债券同比增速(左轴, %)及专项债券比重变化(右轴, 个百分点)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

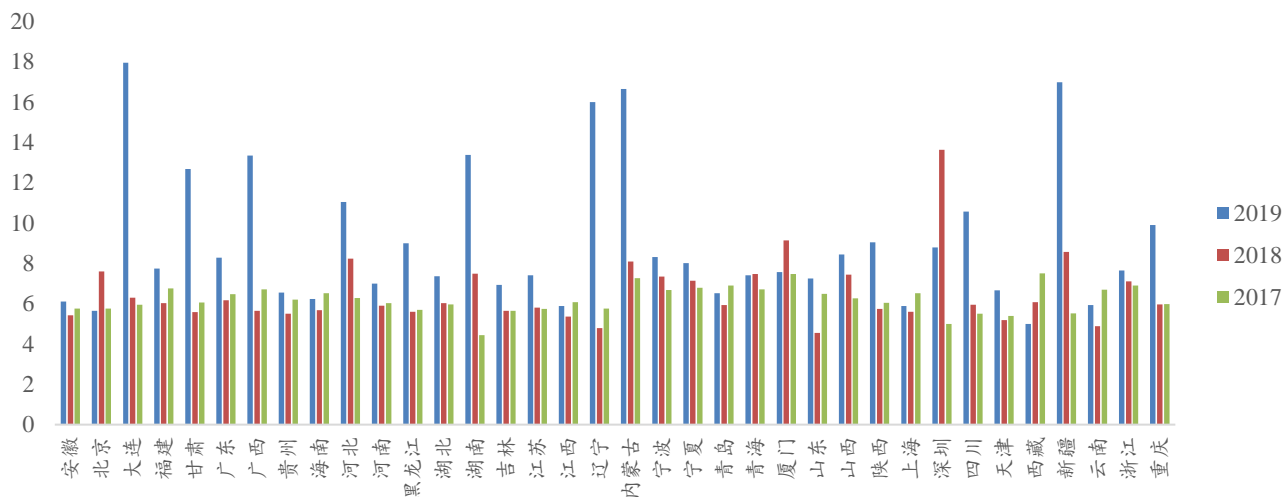
从平均发行期限上看, 2019 年地方政府债券较前两年出现大幅上升。2017 年和 2018 年, 多数省份一般债券的平均发行期限都在 5 年左右。但到了 2019 年新发行一般政府债券平均发行期限低于 10 年的省份不到总数的三分之一, 只有深圳较前期下降。一般政府债券平均发行期限排名前五的省(市、自治区、计划单列市)为: 大连、重庆、厦门、黑龙江和辽宁。2019 年地方政府专项债券平均发行期限也明显拉长, 但程度略小于一般债券。主要原因在于各省(市、自治区、计划单列市)专项债券的平均期限较一般债券略长。一般政府债券平均发行期限排名前五的省(市、自治区、计划单列市)为: 大连、新疆、内蒙古、辽宁和广西。

图表 8：2017-2019 年全国各省（市、自治区、计划单列市）地方政府一般债券发行平均期限（年）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：2017-2019 年全国各省（市、自治区、计划单列市）地方政府专项债券发行平均期限（年）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从平均发行利率上看，2019 年地方政府债券较前两年明显降低。多数省（市、自治区、计划单列市）一般政府债券平均发行利率较 2018 年下降 20-50 个基点。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_4271](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4271)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn