



## 财政政策加码，地方债将扩容

2019年1月29日

——2018年地方债市场回顾与2019年展望

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴志武

[wuzhw@pyrating.cn](mailto:wuzhw@pyrating.cn)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 主要内容:

- 1、2018年我国地方债市场出现如下特征：（1）发行总量、发行期数双降；（2）募资用途以新增为主，置换债券发行有所减少；（3）发行方式以公募方式为主，公募债券占比同比上升；（4）专项债券发行只数高于一般债券，规模少于一般债券；（5）江苏、广东等东部地区省份发行额靠前；（6）长品种明显增多，5年期地方债发行较多。
- 2、2018年我国地方债发行利率出现如下特征：首先，地方债发行利率有所下行；其次，全年地方债信用利差涨跌互现，但下半年整体下行；再者，同期定向发行平均利率和平均利差均高于公募发行；另外，下半年同期专项债券平均发行利率和平均利差均高于一般债券。
- 3、展望2019年我国地方债市场可能出现如下特点：（1）地方债新增规模将扩容；（2）地方债发行利率或将下行；（3）地方债发行节奏将更为平衡；（4）地方债市场管理将更为规范。

### 独立性声明:

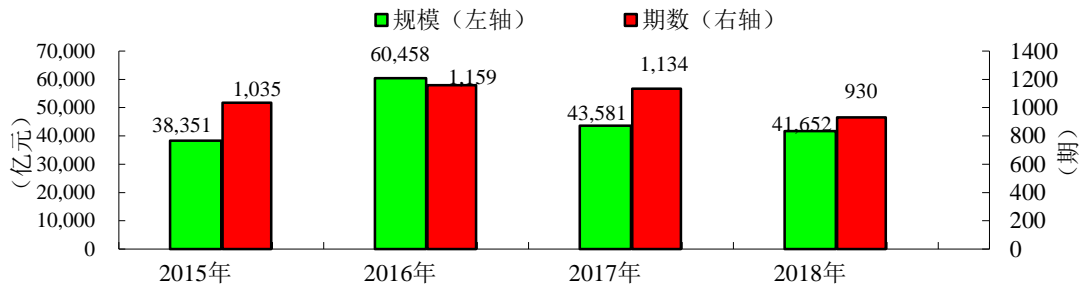
本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 一、2018 年地方债发行情况梳理

### 1、发行总量、发行期数双降

2018 年地方债共计发行了 930 只，同比下降 17.99%，规模 41,651.67 亿元，同比下降 4.43%。其中，2018 年下半年共计发行 637 只，比上半年增长 117.41%，规模 27,542.55 亿元，比上半年增长 95.21%，2018 年地方债券发行有所减少主要是受到置换债券下降的影响，随着地方政府债务置换工作接近尾声，2018 年地方政府置换债券发行规模将近 1.34 万亿元，比 17 年下降超过了 50%。

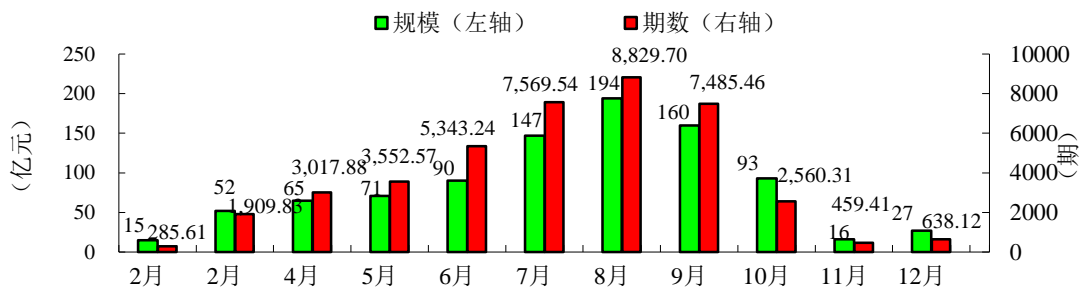
图 1 近年地方债发行情况



资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

从各月来看，发行规模和只数最多的月份为 8 月，受到《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72 号）文件的影响，7 月、8 月和 9 月发行明显增多，三季度发行占比高达 57.34%，其中，8 月共发行 194 只，规模 8829.70 亿元。而 1 月地方债没有发行。

图 2 2018 年地方债月度发行情况



资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

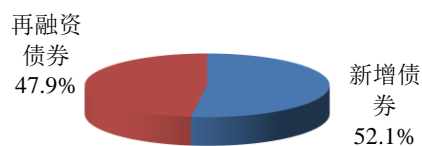
### 2、募资用途以新增为主，置换债券发行有所减少

按地方债募集资金用途，2018 年发行新增债券 21,705 亿元，比 2017 年上升 36.53%，占当年发行的地方债之比为 52.1%，发行置换债券和再融资债券 19,947 亿元，占当年发行的地方

请务必阅读正文之后的免责声明

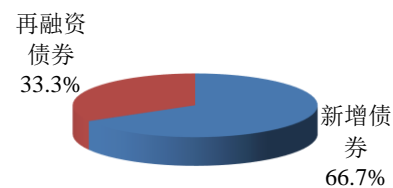
债之比为 47.9%。2018 年下半年，新增债券规模 18,376.28 亿元，置换债券规模和再融资债券规模 9,167 亿元，在下半年发行的地方债中分别占比 66.7%、33.3%。另外，截止 2018 年底，非政府债券形式存量政府债务 3,151 亿元。

图 3 2018 年地方债按用途分布



注：按照地方债发行只数统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

图 4 2018 年下半年地方债按用途分布

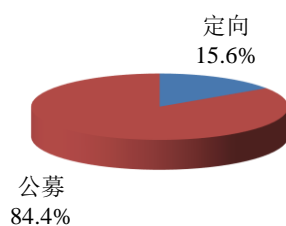


注：按照地方债发行规模统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

### 3、发行方式以公募方式为主，公募债券占比同比上升

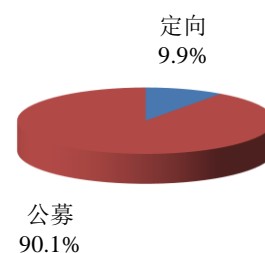
按发行方式，地方债发行仍以公募方式为主。2018 年，以公募方式发行的地方债共 785 只，规模 37,510.47 亿元，只数和规模分别同比下降 7.10%和上升 15.52%，在当年发行的地方债中分别占比 84.4%和 90.1%，占比同比分别上升 9.9 和 15.6 个百分点；以定向发行的地方债共 145 只，规模 4,141.20 亿元。

图 5 2018 年地方债发行方式分布



注：按照地方债发行只数统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

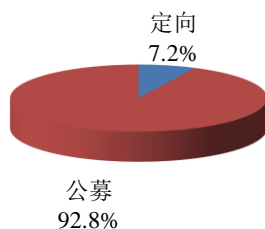
图 6 2018 年下半年地方债发行方式分布



注：按照地方债发行规模统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

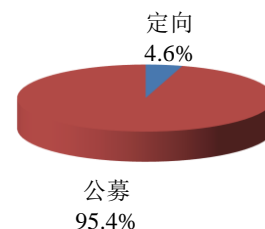
2018 年下半年，以公募方式发行的地方债共 591 只，规模 26,268.87 亿元，比上半年分别上升 204.64%和 133.68%，在下半年发行的地方债中分别占比 92.8%和 95.4%；以定向发行的地方债共 46 只，规模 1,273.67 亿元。

图 7 2018 年下半年地方债发行方式分布



注：按照地方债发行只数统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

图 8 2018 年下半年地方债发行方式分布

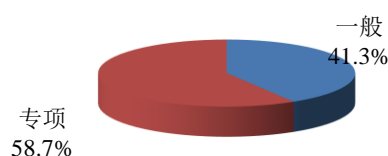


注：按照地方债发行规模统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

#### 4、专项债券发行只数高于一般债券，规模少于一般债券

从地方债类型来看，专项债券发行只数高于一般债券，规模少于一般债券。2018 年，一般债券发行 384 只，发行规模 22,188.56 亿元，只数和规模分别同比下降 20.50% 和 6.06%，在全年发行的地方债中分别占比 41.3% 和 53.3%，同比分别下降 1.3 和 0.9 个百分点。专项债券发行 546 只，发行规模 19,463.11 亿元。

图 9 2018 年不同类型地方债分布



注：按照地方债发行只数统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

图 10 2018 年不同类型地方债分布



注：按照地方债发行规模统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

2018 年下半年，一般债券发行 208 只，发行规模 11,752.71 亿元，比上半年分别上升 18.18% 和 12.62%，在下半年发行的地方债中分别占比 32.7% 和 42.7%。专项债券发行 429 只，发行规模 15,789.84 亿元。

图 11 2018 年下半年不同类型地方债分布

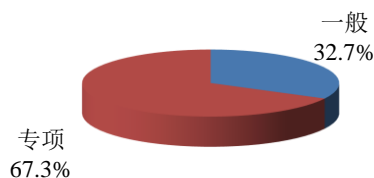
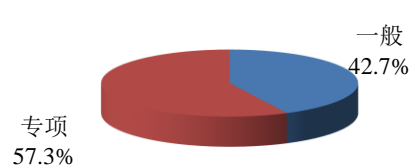


图 12 2018 年下半年不同类型地方债分布



注：按照地方债发行只数统计

资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

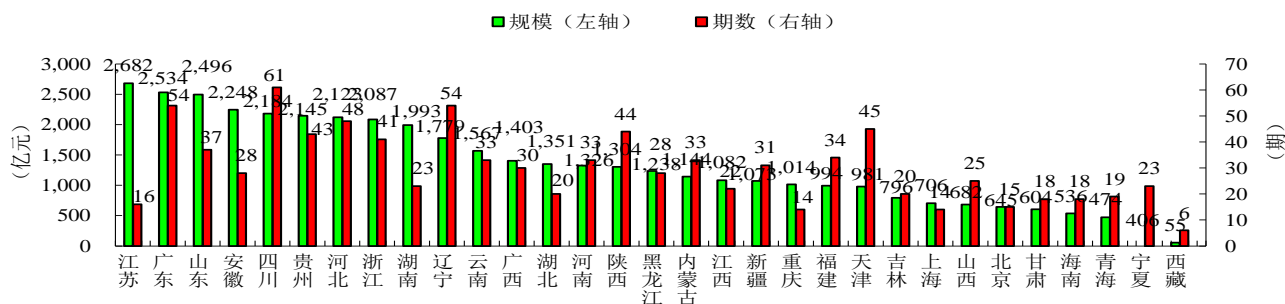
注：按照地方债发行规模统计

资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

### 5、江苏、广东等东部地区省份发行额靠前

2018 年，31 个省份、5 个计划单列市发行了地方债。省份中发行规模最大的为江苏，共发行了 2,681.90 亿元，其次是广东，发行了 2,533.68 亿元，第三位是山东，发行了 2,496.28 亿元；发行只数方面最多的省份是四川，共发行了 61 只，其次是广东和辽宁，各发行了 54 只。另外，计划单列市中大连市地方债发行只数和规模均居第一，共发行 24 只，规模 621.36 亿元；发行只数最少的是厦门市，共发行 6 只，规模 100 亿元；发行规模最少的是深圳市，共发行 8 只，规模 52.4 亿元。

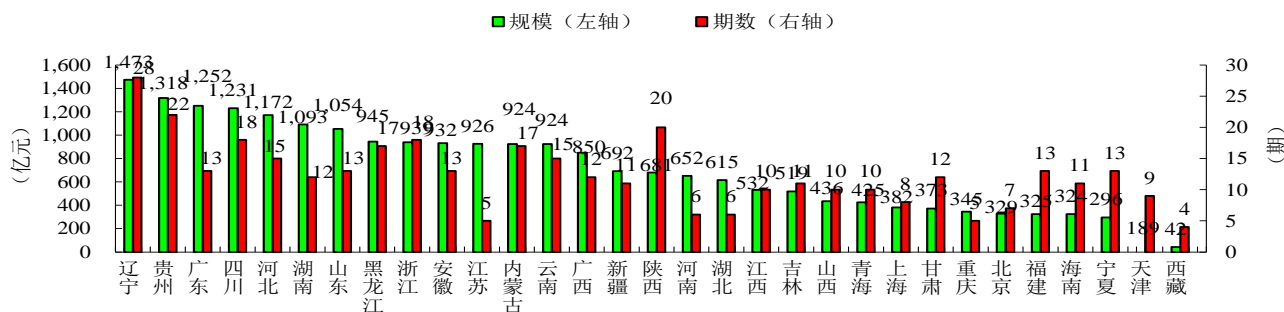
图 13 2018 年地方债区域分布



资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

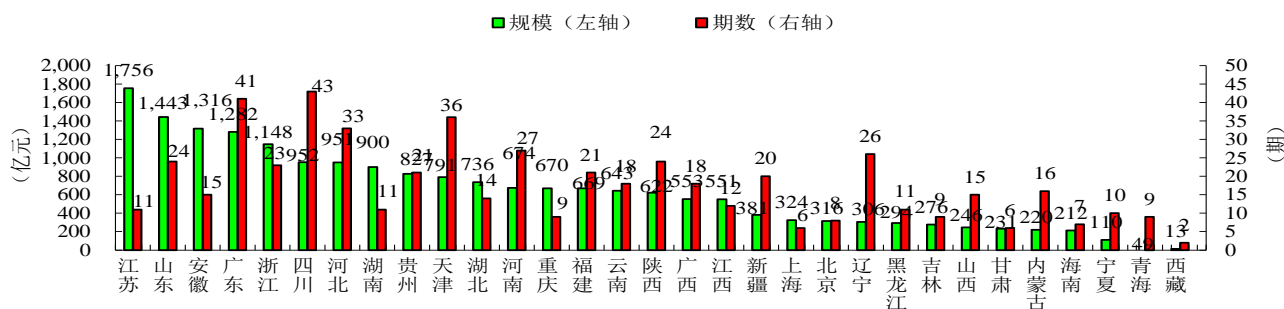
从债券类型来看，2018 年，一般债券以辽宁发行规模最大，共发行 1,473.50 亿元，其次是贵州，共发行 1,318.19 亿元，再者是广东，共发行 1,251.81 亿元；只数方面，辽宁以 28 只居首位，其次是贵州和陕西，分别发行 22 只和 20 只。2018 年，专项债券发行中江苏、山东、安徽居发行规模前三位，分别发行了 1,755.70 亿元、1,442.78 亿元、1,316.08 亿元，只数方面，四川、广东和天津分别以 43 只、41 只和 36 只位居前三位。

图 14 2018 年地方债一般债券区域分布



资料来源: Wind 资讯 中证鹏元整理

图 15 2018 年地方债专项债券区域分布

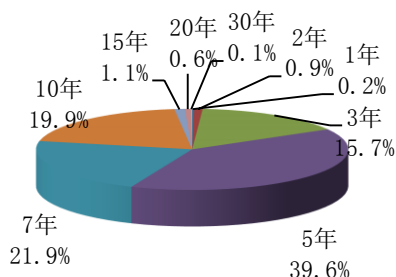


资料来源: Wind 资讯 中证鹏元整理

## 6、长年限品种明显增多，5 年期地方债发行较多

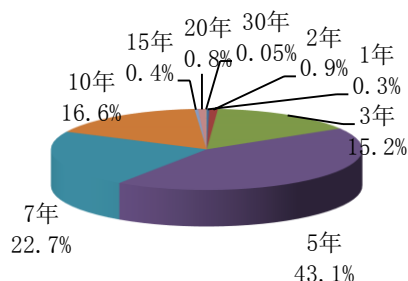
从地方债期限结构来看，2018 年地方债期限主要分布于 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年和 30 年，长年限品种明显增多，但以 5 年期为主。其中，1 年期发行了 2 只，规模 115.75 亿元，分别占比 0.2%和 0.3%；2 年期发行了 8 只，规模 370.78 亿元，各占比 0.9%；3 年期发行了 146 只，规模 6,346.37 亿元，分别占比 15.7%和 15.2%；5 年期发行了 368 只，规模 17,931.46 亿元，分别占比 39.6%和 43.1%；7 年期发行了 204 只，规模 9,447.95 亿元，分别占比 21.9%和 22.7%；10 年期发行了 185 只，规模 6,913.68 亿元，分别占比 19.9%和 16.6%；15 年期发行了 10 只，规模 152.70 亿元，分别占比 1.1%和 0.4%；20 年期发行了 6 只，规模 352.99 亿元，分别占比 0.6%和 0.8%；30 年期发行了 1 只，规模 20.00 亿元，分别占比 0.1%和 0.05%。

图 16 2018 年地方债期限结构分布



注：按照地方债发行只数统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

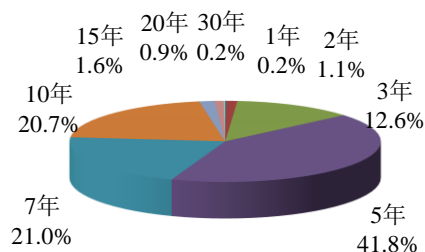
图 17 2018 年地方债期限结构分布



注：按照地方债发行规模统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

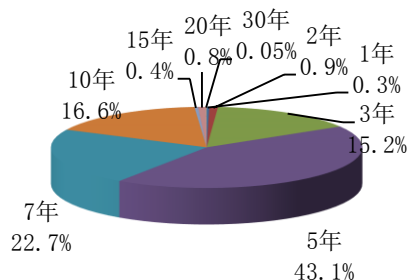
2018 年下半年地方债期限主要分布于 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年和 30 年，同样以 5 年期为主，5 年期地方债只数和规模分别占下半年发行的地方债之比为 41.8% 和 43.1%，其次为 7 年期，只数和规模占比分别为 21% 和 22.7%。

图 18 2018 年下半年地方债期限结构分布



注：按照地方债发行只数统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

图 19 2018 年下半年地方债期限结构分布



注：按照地方债发行规模统计  
资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

## 二、2018 年地方债发行利率分析

2018 年上半年尽管由于央行降准，市场利率出现下行态势，但地方债发行利率走势与市场并不同步，但下半年在央行降准带来的宽松货币环境下，地方债发行利率出现下行走势，具体特征如下：

首先，地方债发行利率有所下行。2018 年地方债发行利率在 2.86%-4.53% 之间，波动幅



度小于 2017 年全年的 3.2%-4.6%之间，整体平均利率（注：算术平均值）为 3.91%，比 2017 年全年 4.01%的平均利率下行 10BP。从关键期限来看，1 年期债券平均利率（注：算术平均值）为 3.4%，较 2017 年平均利率下行 10BP；3 年期为 3.72%，较 2017 年平均利率下行 8BP；5 年期为 3.83%，较 2017 年平均利率下行 13BP；7 年期为 4.04%，较 2017 年平均利率下行 3BP；10 年期为 4.06%，较 2017 年平均利率下行 1BP。

**表 1 2018 年地方债券平均发行利率情况**

	1 年期	2 年期	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	15 年期	20 年期	30 年期
全年	3.4 (↓10BP)	3.40	3.72 (↓8BP)	3.83 (↓13BP)	4.04 (↓3BP)	4.06 (↓1BP)	4.29	4.22	4.22
下半年	3.32 (↓18BP)	3.34 (↓50BP)	3.64 (↓16BP)	3.78 (↓18BP)	3.98 (↓16BP)	4.00 (↓20BP)	4.29	4.22	4.22

注：平均发行利率为同期限地方债发行利率的算术平均值，利差为地方债发行利率与同期限发行日中债国债到期收益率的差值。括号内全年数据为 2018 年数据较 2017 年全年数据的变化量，下半年数据为 2018 年下半年数据较 2018 年上半年数据的变化量。

资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

2018 年下半年，受宽松货币政策影响，地方政府债券出现整体下行。从关键期限来看，1 年期债券平均利率为 3.32%，较上半年平均利率下行 18BP；3 年期为 3.64%，较上半年下行 16BP；5 年期为 3.78%，较上半年下行 18BP；7 年期为 3.98%，较上半年下行 16BP；10 年期为 4%，较上半年下行 20BP。

其次，全年地方债信用利差涨跌互现，但下半年整体下行。2018 年地方债信用利差涨跌互现，但下半年受连续降准影响，信用利差整体有所下行。具体来看，2018 年 1 年期地方债发行利率与同期限发行日国债到期收益率的差值较 2017 年全年下行 12BP，3 年期上行 8BP，5 年期上行 9BP，7 年期上行 5BP，10 年期下行 2BP。2018 年下半年，1 年期地方债发行利率与同期限发行日国债到期收益率的差值较上半年上行 15BP，2 年期下行 12BP，3 年期下行 3BP，5 年期下行 2BP，7 年期下行 6BP，10 年期下行 8BP。

**表 2 2018 年地方债券平均发行利率和利差**

	1 年期	2 年期	3 年期	5 年期	7 年期	10 年期	15 年期	20 年期	30 年期
全年	0.34 (↓12BP)	0.37	0.40 (↑8BP)	0.44 (↑9BP)	0.44 (↑5BP)	0.46 (↓2BP)	0.42	0.40	0.42
下半年	0.42 (↑15BP)	0.35 (↓12BP)	0.39 (↓3BP)	0.43 (↓2BP)	0.42 (↓6BP)	0.44 (↓8BP)	0.42	0.40	0.42

注：平均发行利率为同期限地方债发行利率的算术平均值，利差为地方债发行利率与同期限发行日中债国债到期收益率的差值。括号内全年数据为 2018 年数据较 2017 年全年数据的变化量，下半年数据为 2018 年下半年数据较 2018 年上半年数据的变化量。

资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理



再者，同期限定向发行平均利率和平均利差均高于公募发行。2018年3年期、5年期、7年期和10年期定向发行平均利率分别高于同期限公募发行平均利率20BP、23BP、21BP和22BP，定向发行平均利差高于公募发行平均利差15BP、13BP、16BP和13BP。从公募发行来看，发行利率出现短降长升，平均利差出现整体上行。其中，3年期和5年期平均利率分别为3.68%和3.8%，分别下降10BP和18BP，7年期和10年期平均利率分别为4%和4.02%，分别上升2BP和1BP，3年期、5年期、7年期和10年期平均利差分别上升14BP、10BP、8BP和6BP。从定向发行来看，发行利率和平均利差均出现上行，其中，3年期、5年期、7年期和10年期发行利率分别为3.88%、4.03%、4.21%和4.24%，分别上行1BP、2BP、14BP和16BP，3年期、5年期、7年期和10年期平均利差分别上升4BP、3BP、5BP和3BP。

**表3 2018年公募发行与定向发行地方债券关键期限平均发行利率和利差**

		3年期	5年期	7年期	10年期
公募发行	平均发行利率(%)	3.68 (↓10BP)	3.80 (↓18BP)	4.00 (↑2BP)	4.02 (↑1BP)
	平均利差	0.38 (↑14BP)	0.42 (↑10BP)	0.41 (↑8BP)	0.44 (↑6BP)
定向发行	平均发行利率(%)	3.88 (↑1BP)	4.03 (↑2BP)	4.21 (↑14BP)	4.24 (↑16BP)
	平均利差(%)	0.53 (↑4BP)	0.55 (↑3BP)	0.57 (↑5BP)	0.57 (↑3BP)

注：平均发行利率为同期限地方债发行利率的算术平均值，利差为地方债发行利率与同期限发行日中债国债到期收益率的差值。括号内为2018年数据较2017年数据的变化量。

资料来源：Wind资讯 中证鹏元整理

2018年下半年，关键期限公募发行利率有所下行，利差涨跌互现。具体来看，1年期、3年期、5年期、7年期和10年期公募发行平均利率分别为3.32%、3.61%、3.73%、3.97%和3.97%，较上半年下行18BP、18BP、17BP、17BP和21BP，平均利差分别上升15BP、下行3BP、上行1BP、下行5BP和7BP。关键期限定向发行利率和利差均有所下行，具体来看，3年期、5年期、7年期和10年期公募发行平均利率分别为3.67%、3.79%、3.99%和4.02%，较上半年下行14BP、24BP、18BP和22BP，平均利差分别下行5BP、7BP、7BP和10BP。

**表4 2018年下半年公募发行与定向发行地方债券关键期限平均发行利率和利差**

		1年期	3年期	5年期	7年期	10年期
公募发行	平均发行利率(%)	3.32 (↓18BP)	3.61 (↓18BP)	3.73 (↓17BP)	3.97 (↓17BP)	3.97 (↓21BP)
	平均利差	0.42 (↑15BP)	0.38 (↓3BP)	0.42 (↑1BP)	0.41 (↓5BP)	0.44 (↓7BP)
定向发行	平均发行利率(%)		3.67 (↓14BP)	3.79 (↓24BP)	3.99 (↓18BP)	4.02 (↓22BP)
	平均利差(%)		0.39 (↓5BP)	0.43 (↓7BP)	0.42 (↓7BP)	0.43 (↓10BP)

注：平均发行利率为同期限地方债发行利率的算术平均值，利差为地方债发行利率与同期限发行日中债国债到期收益率的差值。括号内为2018年下半年数据较2018年上半年数据的变化量。

资料来源：Wind资讯 中证鹏元整理

请务必阅读正文之后的免责声明

另外，下半年同期限专项债券平均发行利率和平均利差整体高于一般债券。专项债券短期发行利率和平均利差均要高于一般债券，2018年3年期、5年期、7年期和10年期专项债券平均发行利率分别为3.73%、3.84%、4.03%、4.06%，平均利差分别为41BP、45BP、44BP、45BP，一般债券平均发行利率分别为3.70%、3.81%、4.04%、4.06%，平均利差分别为41BP、45BP、44BP、45BP。2018年下半年专项债券3年期、5年期、7年期和10年期平均发行利率分别为3.67%、3.79%、3.99%、4.02%，平均利差分别为39BP、43BP、42BP、43BP，一般债券平均发行利率分别为3.61%、3.73%、3.97%、3.97%，平均利差分别为38BP、42BP、41BP、44BP。

**表5 2018年一般债券与专项债券关键期限平均发行利率和利差**

		3年期	5年期	7年期	10年期
一般债券	平均发行利率(%)	3.70 (↓10BP)	3.81 (↓10BP)	4.04 (↑4BP)	4.06 (↑1BP)
	平均利差	0.40 (↑8BP)	0.41 (↑5BP)	0.44 (↑4BP)	0.47 (↑3BP)
专项债券	平均发行利率(%)	3.73 (↓8BP)	3.84 (↓17BP)	4.03 (↑2BP)	4.06 (↑1BP)
	平均利差(%)	0.41 (↑10BP)	0.45 (↑10BP)	0.44 (↑8BP)	0.45 (↓2BP)

注：平均发行利率为同期限地方债发行利率的算术平均值，利差为地方债发行利率与同期限发行日中债国债到期收益率的差值。括号内为2018年数据较2017年数据的变化量。

资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

与2017年相比，一般债券发行利率短降长升，平均利差出现上行。2018年一般债券3年期、5年期、7年期和10年期发行利率较2017年分别下行10BP、下行10BP、上行4BP、上行1BP，平均利差较2017年分别上行8BP、5BP、4BP和3BP。专项债券3年期、5年期、7年期和10年期发行利率较2017年分别下行8BP、下行17BP、上行2BP、上行1BP，平均利差较2017年分别上行10BP、10BP、8BP和下行2BP。

与2018年上半年相比，一般债券发行利率出现下行，平均利差涨跌互现。2018年下半年一般债券3年期、5年期、7年期和10年期发行利率较上半年分别下行18BP、17BP、16BP、22BP，平均利差较上半年分别下行3BP、上行1BP、下行6BP和7BP。专项债券3年期、5年期、7年期和10年期发行利率较下半年分别下行15BP、25BP、18BP、22BP，平均利差较下半年分别下行5BP、8BP、7BP和10BP。

**表6 2018年下半年一般债券与专项债券关键期限平均发行利率和利差**

		1年期	3年期	5年期	7年期	10年期
一般债券	平均发行利率(%)	3.32 (↓18BP)	3.61 (↓18BP)	3.73 (↓17BP)	3.97 (↓16BP)	3.97 (↓22BP)
	平均利差	0.42 (↑16BP)	0.38 (↓3BP)	0.42 (↑1BP)	0.41 (↓6BP)	0.44 (↓7BP)

专项债券	平均发行利率 (%)	3.67 (↓15BP)	3.79 (↓25BP)	3.99 (↓18BP)	4.02 (↓22BP)
	平均利差 (%)	0.39 (↓5BP)	0.43 (↓8BP)	0.42 (↓7BP)	0.43 (↓10BP)

注：平均发行利率为同期限地方债发行利率的算术平均值，利差为地方债发行利率与同期限发行日中债国债到期收益率的差值。括号内为 2018 年下半年数据较 2018 年上半年数据的变化量。

资料来源：Wind 资讯 中证鹏元整理

### 三、2018 年地方政府债券政策梳理

2018 年地方政府债券相关政策主要围绕三条主线：一是，加强地方政府债券管理和发行工作。主要文件包括《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34 号）和《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号），前者主要内容是部署各地做好 2018 年地方政府债务管理工作，继续加强对地方政府债务的管理，后者主要内容是加强对 2018 年地方政府债券发行工作的规范。另外，8 月份有消息称财政部对地方债发行利率作出指导，要求地方债投标利率较国债均值至少上浮 40bp。二是，推进专项债券发行。主要文件包括《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72 号）和《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》（财预〔2018〕28 号），前者主要内容是加快专项债券发行进度，加快专项债券资金拨付，旨在稳定基建投资，后者主要内容是试点发行棚户区改造专项债券，继续推动专项债券创新；三是，加强债务信息披露规范。主要文件是《地方政府债务信息公开办法（试行）》（财预〔2018〕209 号），主要内容是规范地方政府债券信息公开内容。明确并细化了地方政府债券发行安排、发行信息、存续期及重大事项信息公开内容。其中，发行地方政府债券应当公开主要经济社会发展指标、财政、债务、债券以及项目等信息，特别是发行专项债券应当严格披露预期收益和融资平衡方案等相关项目信息；地方政府债券存续期内应当公开债券资金使用、项目实施情况等信息以及可能影响债券偿付等的重大事项等。

表 7 2018 年地方债政策一览

文件名	出台时间	政策主要内容
《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预〔2018〕34 号	2018 年 2 月 24 日	部署各地做好 2018 年地方政府债务管理工作，具体要求包括依法规范地方政府债务限额管理和预算管理、及时完成存量地方政府债务置换工作、着力加强债务风险监测和防范、进一步强化地方政府债券管理。
《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》财预〔2018〕28 号	2018 年 3 月 1 日	规范地方政府棚户区改造专项债券发行工作，探索建立棚户区改造专项债券与项目资产、收益相对应的制度。

请务必阅读正文之后的免责声明

文件名	出台时间	政策主要内容
《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》财库〔2018〕61 号	2018 年 5 月 4 日	从加强地方政府债券发行计划管理、提升地方政府债券发行定价市场化水平、合理设置地方政府债券期限结构、完善地方政府债券信用评级和信息披露机制等方面加强对 2018 年地方政府债券发行的规范。文件出现了一些新的亮点，比如，2018 年是存量债务置换的收官之年，要求各地方确保存量债务置换如期完成；增加了公开发行业债券的期限品种，一般债券增加了 2 年期、15 年期和 20 年期，普通专项债则增加了 15 年和 20 年期限；进一步提升了地方政府债券信息披露程度，要求地方政府债券均要披露债务规模、利率、期限、具体使用项目、偿债计划等信息。
《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》财库〔2018〕72 号	2018 年 8 月 14 日	加快专项债券发行进度。提升专项债券发行市场化水平。优化债券发行程序。简化债券信息披露流程。加快专项债券资金拨付使用。加强债券信息报送。
《地方政府债务信息公开办法（试行）》财预〔2018〕209 号	2018 年 12 月 20 日	一是明确地方政府债务信息公开要求。二是规范地方政府债券信息公开内容。明确并细化了地方政府债券发行安排、发行信息、存续期及重大事项信息公开内容。其中，发行地方政府债券应当公开主要经济社会发展指标、财政、债务、债券以及项目等信息，特别是发行专项债券应当严格披露预期收益和融资平衡方案等相关项目信息；地方政府债券存续期内应当公开债券资金使用、项目实施情况等信息以及可能影响债券偿付等的重大事项等。三是强化监督机制。

资料来源：中证鹏元整理

#### 四、地方债信用资质分析

2018 年发行的 930 只债券中共有 785 只被评级，占地方债发行期数之比为 84.41%，均为 AAA 级，没有发生级别调整的情况。

从 18 年各省 GDP 来看，根据目前已披露的数据，各省 GDP 均保持增长，但与前三季度增速相比，下降省份超过了上升省份。具体来看，GDP 规模方面，广东省 GDP 达到 9.73 万亿元，继续居全国第一位，江苏省以 92,595.40 亿元的规模居第二位；GDP 增速方面，排在前三位的省份为西藏、贵州和云南，分别为 10%、9.1%和 8.9%，GDP 增速排在最后三位的省份为辽宁、内蒙古和天津，分别为 5.7%、5.3%和 3.6%。相比 18 年前三季度，全年 GDP 增速下滑的省份多于上升的省份，浙江 GDP 增速下滑 0.4 个百分点，下滑幅度居各省首位。

从 2018 年 1-11 月已公布的各省地方公共财政收入来看，除天津市外，其他省份公共财政收入均出现了正增长，山西、陕西这些资源大省财政收入增长较突出。具体来看，18 年 1-11 月地方公共财政收入规模排在前三位的省份仍然为广东、江苏和上海，分别为 11,009.06 亿元、7,851.40 亿元和 6,774.10 亿元，排在最后三位的省份为青海、宁夏、海南，分别为 251.40 亿元、385.94 亿元和 711.04 亿元。地方公共财政收入增速排在前三位的省份为山西、海南和浙

江，分别为 22.60%、14.20% 和 12.70%，增速排在最后三位的省份为天津、吉林和重庆，分别为 -14.60%、0.90% 和 1.1%。

2018 年，受房地产调控影响，土地出让收入增速出现下降。2018 年全国政府性基金预算收入达到 75,405 亿元，同比增长 22.6%，增速比 2017 年下降 12.2 个百分点。其中，土地使用权出让收入 65,096 亿元，同比增长 25%，增速比 2017 年下降 15.7 个百分点。

总而言之，2018 年部分省份经济增速相比前三季度出现下滑，全年土地出让收入增速比 2017 年出现下滑，天津受财政挤水分的影响，财政收入下滑幅度较大，但部分资源丰富省份财政收入有所好转。从信用基本面来看，各省地方政府债券信用资质仍然基本保持稳定。

**表 8 2018 年各省 GDP 及前 11 月财政收入情况**

省份	2018 年 GDP (亿元)	2018 年 GDP 增 速 (%)	与前三季度 GDP 增速相比 (%)	2018 年前 11 月公共 财政收入 (亿元)	2018 年前 11 月公共 财政收入增速 (%)	17 年地方债 余额 (亿元)
广东	97,300.00	6.80	-0.10	11,009.06	7.30	9,023.37
江苏	92,595.40	6.70	0.00	7,851.40	7.60	12,026.28
山东	76,469.70	6.40	-0.10	6,006.80	6.10	10,196.80
浙江	56,197.00	7.10	-0.40	6,193.06	12.70	9,239.05
河南	48,055.86	7.60	0.20	3,456.20	11.80	5,549.10
四川	40,678.13	8.00	-0.10	-	-	8,503.00
湖北	39,366.55	7.80	-0.10	3,047.39	9.25	5,715.53
湖南	36,425.78	7.80	0.00	2,494.11	1.54	7,756.00
河北	36,010.30	6.60	0.00	3,230.80	7.90	6,150.97
福建	35,804.04	8.30	0.00	2,794.79	9.10	5,462.77
上海	32,679.87	6.60	0.00	6,774.10	6.60	4,694.20
北京	30,320.00	6.60	-0.10	5,455.40	5.00	3,876.88
安徽	30,006.80	8.02	-0.18	2,829.20	8.46	5,823.40
辽宁	25,315.40	5.70	0.30	2,421.40	9.00	8,455.20
陕西	24,438.32	8.30	-0.10	2,095.16	11.07	5,395.40
江西	21,984.80	8.70	-0.10	2,230.20	5.50	4,269.09
重庆	20,363.19	6.00	-0.30	2,067.07	1.10	4,018.50
广西	20,352.51	6.80	-0.20	1,492.82	4.30	4,836.72
天津	18,809.64	3.60	0.10	1,996.30	-14.60	3,424.00
云南	17,881.12	8.90	-0.20	1,811.40	6.80	6,736.80
内蒙古	17,289.20	5.30	0.20	1,702.90	4.40	6,009.22
山西	16,818.11	6.70	0.60	2,109.40	22.60	2,578.56
贵州	14,806.45	9.10	0.10	1,564.44	5.00	8,607.15

请务必阅读正文之后的免责声明



省份	2018年GDP (亿元)	2018年GDP增 速(%)	与前三季度GDP 增速相比(%)	2018年前11月公共 财政收入(亿元)	2018年前11月公共 财政收入增速(%)	17年地方债 余额(亿元)
甘肃	8,246.10	6.30	0.00	782.20	6.60	2,068.60
海南	4,832.05	5.80	0.40	711.04	14.20	1,719.30
宁夏	3,705.18	7.00	0.00	385.94	7.20	1,248.40
青海	2,865.23	7.20	0.40	251.40	11.30	1,512.57
西藏	1,400.00	10.00	1.00	-	-	98.64
吉林			-	1,123.48	0.90	3,193.27
黑龙江			-	-	-	3,454.60
新疆			-	1,348.90	2.60	3,377.84

资料来源：地方统计局、地方债信息披露文件，中证鹏元整理

## 五、2019年展望

展望2019年，地方债市场将表现出如下特点：

### （一）地方债新增规模将扩容，专项债将大幅扩容

从目前的经济形势来看，经济下行压力较大，为实现经济平稳增长，防范经济增速过快下行风险和通货紧缩风险，积极财政政策将会发挥重要作用。既要减税降费，又要通过政府投资拉动经济增长，将对财政造成较大压力，2019年地方债发行规模扩容势在必行。从规模来看，出于扩内需、防风险的考虑，按照3%的财政赤字和2019年GDP以增速6.5%的增速以及物价增长因素，预计2019年财政赤字规模将近2.94万亿元，地方和中央财政按四六开的比例，地方债一般债券规模大约为1.18万亿元左右。2019年地方政府专项债券扩容，若比2018年增加1万亿元将达到2.35万亿元左右。因而，预计19年新增规模为3.5万亿元左右，将会比2018年新增21705亿元的规模大幅扩容。另外，从再融资债券来看，2019年地方债将到期13,151.87亿元，若再融资债券发行量与到期量相同以及考虑非政府债券形式存量政府债务继续置换，则19年地方债发行总量将超过5万亿元。

### （二）地方债发行利率或将下行

2018年地方债发行利率出现了下行趋势，这既是受到宽松货币政策的影响，在央行连续降准之下，市场利率整体往下走，也是受到经济疲弱的影响，经济增长下行压力较大。预计19年这些影响因素短期内仍将难以发生太大改变，一方面，货币政策仍将会继续维持结构性宽松，央行降准空间仍然很大，另一方面，经济增长下行压力仍然较大，这些因素仍将会继续推动地方债发行利率往下行。

### （三）地方债发行节奏将更为平衡

近年来地方债发行具有明显的季节性，由于近年来各地多数在 5 月左右调整预算，导致地方政府债券发行使用进度偏慢，出现上半年无债可用、下半年集中发债的情况。而 2018 年地方债第三季度发行超过了全年的 50%，占比过高，出现了季度间发行的不平衡。2018 年 12 月底全国人大常委会第七次会议召开，审议授权提前下达部分新增地方政府债务限额的议案。同时，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），这一授权将有利于地方政府债券发行季节间的平衡。

### （四）地方债市场管理将更为规范

随着近年来地方债制度的不断完善，监管的持续推进，地方债制度运作日益成熟，地方债市场也已进入规范化阶段。为推动地方债市场进一步发展，落实风险防范措施，地方债管理相关制度仍然将会继续推进，比如出台有关信用评级行业自律管理、地方债发行利率定价市场化等方面的政策，从而进一步推动地方债制度的完善。



## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

## 中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市东城区建国门内大 街 26 号新闻大厦 8 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区东三里桥路 1018 号上海数字产业园 A 幢 601 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
长沙	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区万家 丽中段 36 号喜盈门范城 2 号栋 14007 室 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府三街 19 号新希望国际大厦 A 座 1701 室 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	吉林	西安
地址：济南市高新区经十路 5777 号万科金城中心商业楼 A 座 1006 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：吉林省长春市南关区人民 大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室 电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	地址：西安高新区唐延路的金辉 国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679
郑州	香港	
地址：郑州市金水路 288 号曼哈顿 14 号楼(兴业大厦)1103 室 总机：0371-60308673 传真：0371-60308673	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140	