

# 专题研究

2016年09月06日

中诚信国际  
地方债研究

## 8月地方债发行概况

### 概述

8月地方债发行规模较大，地方债发行延续大小月特征。8月地方政府债券发行128只，发行金额为8384.5亿元，发行量比上月增加一倍以上。4月以来地方债发行呈现大小月特征，其中4月、6月和8月地方债发行量较大，5月和7月地方债发行规模相对较小。截至8月末，今年已累计发行地方债48104.8亿元。

8月地方债发行利率总体下行，月底有所上升。8月公开发行业利率和定向承销方式发行利率与7月相比均呈下降趋势，其中公开发行业利率下降更加明显。8月底地方债的发行利率有所上升，主要受国债收益率变动影响。国债收益率在7月和8月前期都是下行的，8月月中以后呈现上升态势。8月地方债与国债的利差继续收窄。

预计9月-12月地方债发行量1.5万亿左右，政策微调导致地方债发行利率短期难以明显下行。8月前半月国债收益率走势符合我们的判断，8月下半月国债收益率开始上行，这主要反映了政策的变动。央行对今年以来隔夜融出资金量占比保持高位（在90%左右）表示担忧，要求大行合理搭配资金的融出期限。央行重启14天逆回购操作。这些举措引发市场对监管层有意降杠杆的忧虑。如果央行继续引导市场拉长资金融出期限，那么也会抬高资金成本。因此，预计短期内国债收益率难以明显下行，地方债发行利率也将基本维持稳定或小幅上下波动。

### 联络人

作者

研究咨询部

付晓东 010-57602171

[xdfu@ccxi.com.cn](mailto:xdfu@ccxi.com.cn)

其他联络人

董事总经理

张英杰 010-5760-2061

[yjzhang@ccxi.com.cn](mailto:yjzhang@ccxi.com.cn)

相关报告：

地方债系列研究一：地方债发行平稳开局，发行利率持续下行，2016年4月19日。

地方债系列研究二：4月地方债发行规模超万亿，创单月历史新高，2016年5月5日。

地方债系列研究三：5月地方政府债券发行概况，2016年6月3日。

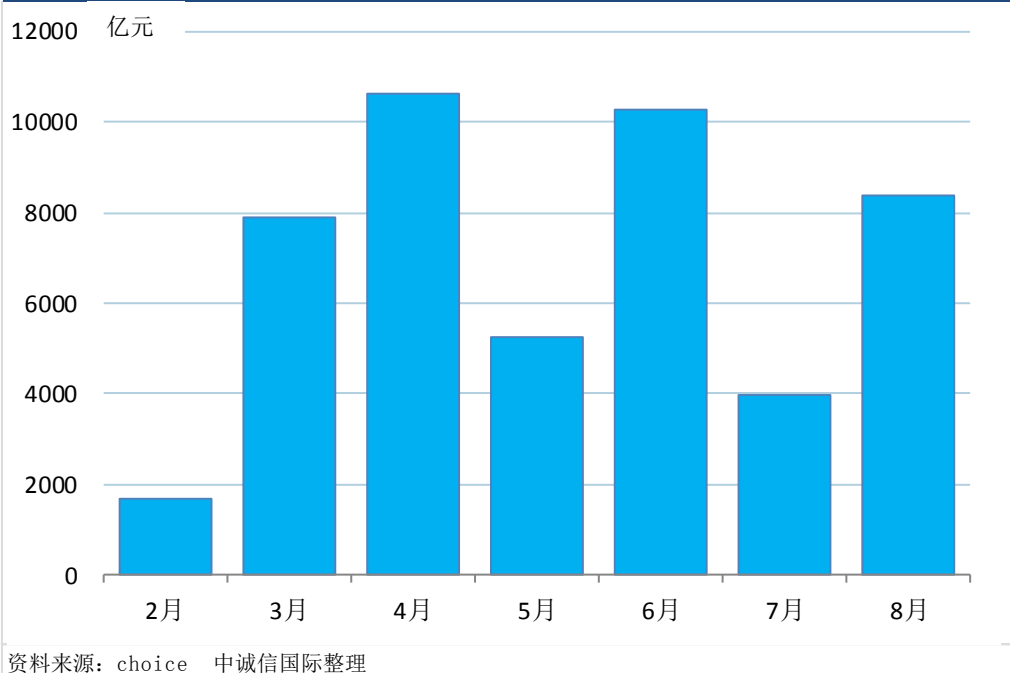
地方债系列研究四：地方债：发行提速 活跃度增强——2016半年表现与展望，2016年7月13日。

地方债系列研究五：7月地方债发行概况，2016年8月9日

## 一、8月地方债发行规模较大，地方债发行延续大小月特征

8月地方政府债券发行128只，发行金额为8384.5亿元，发行量比上月增加一倍以上。4月以来地方债发行呈现大小月特征，其中4月、6月和8月地方债发行量较大，5月和7月地方债发行规模相对较小。截至8月末，今年已累计发行地方债48104.8亿元。

图1：2016年1-8月地方政府债券发行情况



定向承销方式发行占比大幅上升，接近公开发行业比例。8月，定向承销方式发行3793.3亿元，占发行总额的45.2%；公开发行业4601.2亿元，占发行总额的54.8%。4月份定向承销发行比例为44.1%，5月为21.9%，6月为10.6%，7月为1.4%，定向承销发行比例大幅提升。同时，可以看到4月、8月地方债发行规模大的月份定向承销占比总体偏高（6月是个例外），5月和7月地方债发行规模较小月份定向承销占比较低。可能的原因是通过公开方式发行地方债规模过大会对市场流动性产生冲击，因此发行量大的月份财政部等部门可能对发行方式提出要求。

一般债券发行规模较大，专项债券发行规模较小。8月发行一般债券5071.9亿元，

占发行总额的 60.4%；发行专项债券 3322.5 亿元，占 39.6%。

图2：发行方式

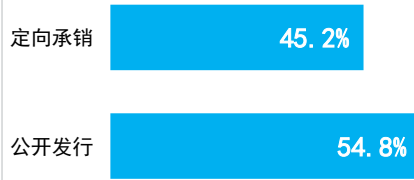
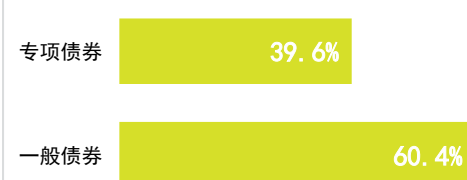


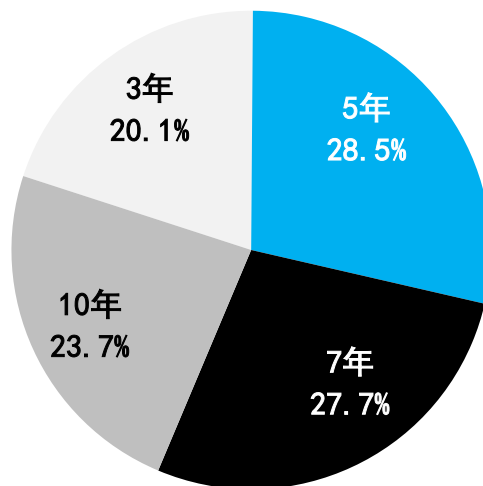
图3：债券类别



资料来源：choice 中诚信国际整理

5 年期地方债发行量最大，平均发行期限有所增加。3 年期债券发行 1688.7 亿元，占 20.1%；5 年期债券发行 2391.7 亿元，占 28.5%；7 年期债券发行 2328.1 亿元，占 27.7%；10 年期债券发行 1986.1 亿元，占 23.7%。5 年期地方债发行占比最大，其次为 7 年期，3 年期占比最低。8 月地方债平均发行期限为 6.53 年，7 月为 6.1 年，今年上半年为 6.27 年，2015 年地方债平均发行期限为 6.4 年，平均发行期限略有增加。

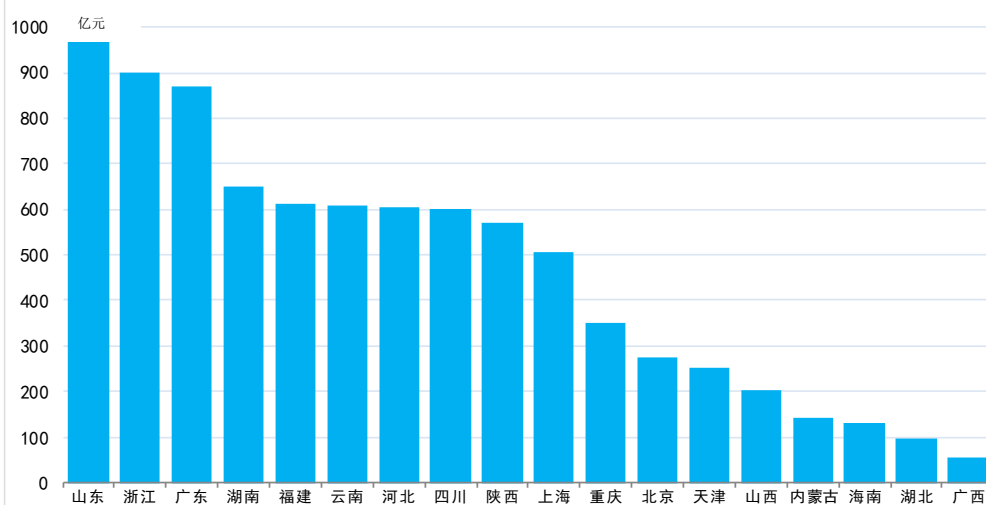
图4：地方债发行期限分布



资料来源：choice 中诚信国际整理

18 省级地方政府发行债券，山东省发行规模较大。8 月共有 18 个省级政府发行债券，其中山东省发行额度最大，为 969.7 亿元。浙江和广东发行规模也较大，均超过 800 亿元。湖北、广西发行规模最小，不足百亿元。

图5：2016年8月各省市地方政府债券发行情况



资料来源：choice 中诚信国际整理

表1：2016年8月各省市地方政府债券发行量

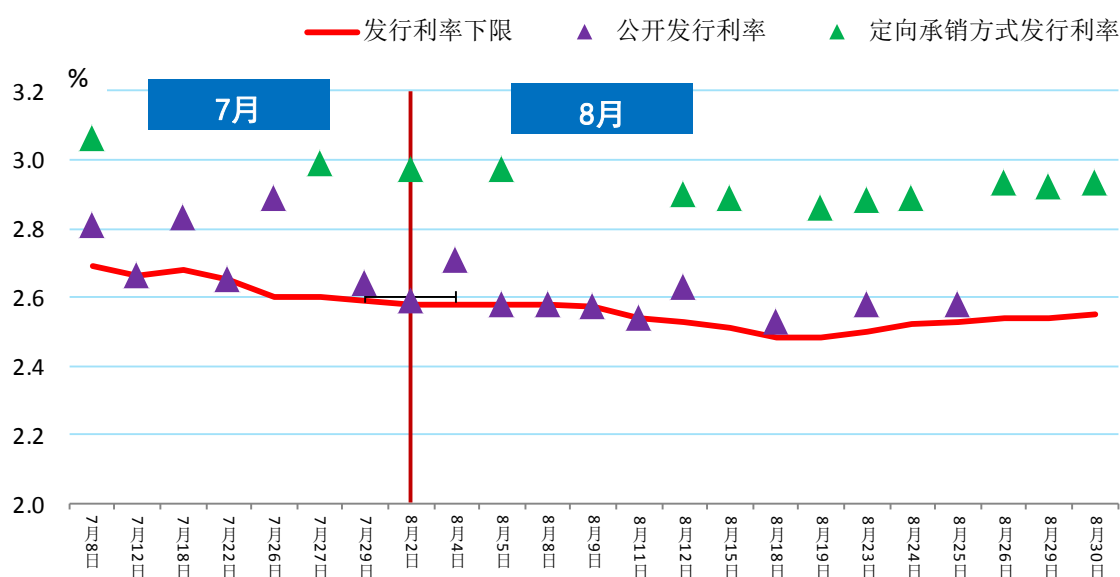
省市	发行量 (亿元)
山东	969.7
浙江	900.0
广东	870.0
湖南	650.0
福建	610.7
云南	609.0
河北	604.6
四川	600.0
陕西	569.1
上海	507.0
重庆	349.9
北京	273.4
天津	253.4
山西	202.6
内蒙古	142.5
海南	130.7
湖北	97.5
广西	54.5

资料来源：choice 中诚信国际整理

## 二、8月地方债发行利率继续下行，月底有所上升

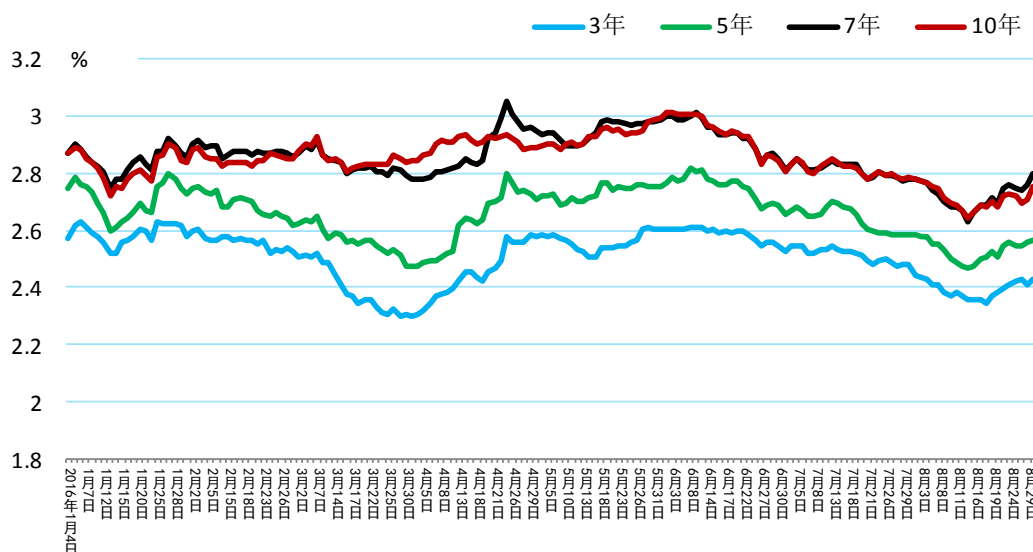
受国债收益率下行的影响，地方债发行利率略有下降。从图6可以看出，8月公开发发行利率和定向承销方式发行利率与7月相比均呈下降趋势，其中公开发发行利率下降更加明显。8月底地方债的发行利率相对月中有所上升，主要受国债收益率变动影响。国债收益率在7月和8月前期都是下行的，8月中旬以后呈现上升态势（见图7）。

图6：2016年7月和8月5年期地方债发行利率



资料来源：choice 中诚信国际整理 注：同一天相同发行方式的发行利率进行算术平均

图7：2016年1-8月国债到期收益率



资料来源：choice 中诚信国际整理

从表 2 可以看出，8 月各期限地方债加权平均发行利率与 7 月基本相同，主要原因是 8 月定向承销方式发行占比较高，而定向承销方式发行利率上浮较多（参见下文），因此尽管 8 月地方债实际发行利率是下行的，但是加权平均结果是持平的。

表2：各期限地方政府债券加权平均发行利率

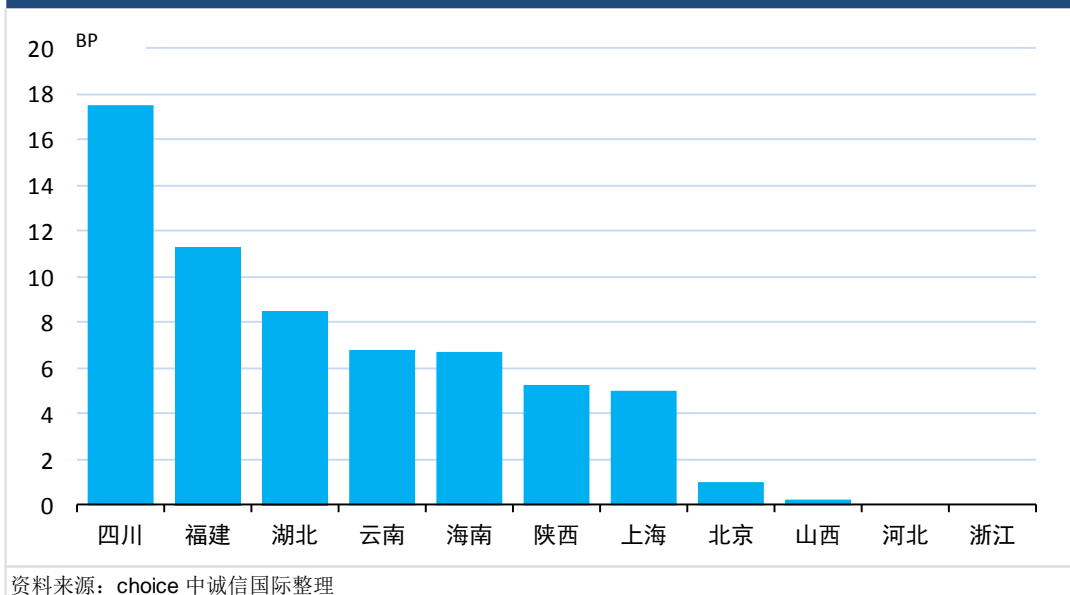
	3年	5年	7年	10年
2015年	3.06%	3.31%	3.54%	3.55%
2016年2月	2.84%	2.97%	3.18%	3.10%
3月	2.61%	2.82%	3.10%	3.12%
4月	2.67%	2.89%	3.17%	3.22%
5月	2.80%	2.98%	3.23%	3.24%
6月	2.72%	2.91%	3.17%	3.20%
7月	2.59%	2.73%	2.93%	2.92%
8月	2.59%	2.78%	2.92%	2.94%

资料来源：choice 中诚信国际整理

定向承销的发行利率上浮较大，公开发行的利率上浮较小。8 月，定向承销方式发行地方债的发行利率比招标利率下限平均（算术平均）上浮 37.7 个基点，其中 2016 年内蒙古自治区政府定向承销发行的一般债券（七期）发行利率上浮最大，达 44 个基点；公开发行的地方债发行利率比招标利率下限平均（算术平均）上浮 6.3 个基点，其中 2016 年四川省政府专项债券（十二期）上浮最大，达 29 个基点。从图 6 可以看出，公开方式发行利率明显低于定向承销方式发行利率。

四川、福建地方债发行利率上浮较大，浙江、河北发行利率没有上浮。8 月四川、福建公开发行地方债利率较投标利率下限上浮最多，分别为 17.5 个和 11.3 个基点。浙江、河北地方债的公开发行利率较发行利率下限均无上浮。

图8：8月各省市公开发行业利率较利率下限平均上浮情况



### 三、地方债流动性有所增强，到期收益率明显下行

8月地方债二级市场成交量为2,520.8亿元，略低于6月，为地方债单月交易第二高。随着地方债存量债券的增加和政府加强引导，地方债二级市场交易量有所增加，地方债流动性有所增强。8月地方债到期收益率继续下行（图9），但后半月收益率有所上升。8月地方债与国债的利差继续缩小，各期限利差均在30个基点以内（图10）。

图9：2016年1-8月地方债二级市场交易情况

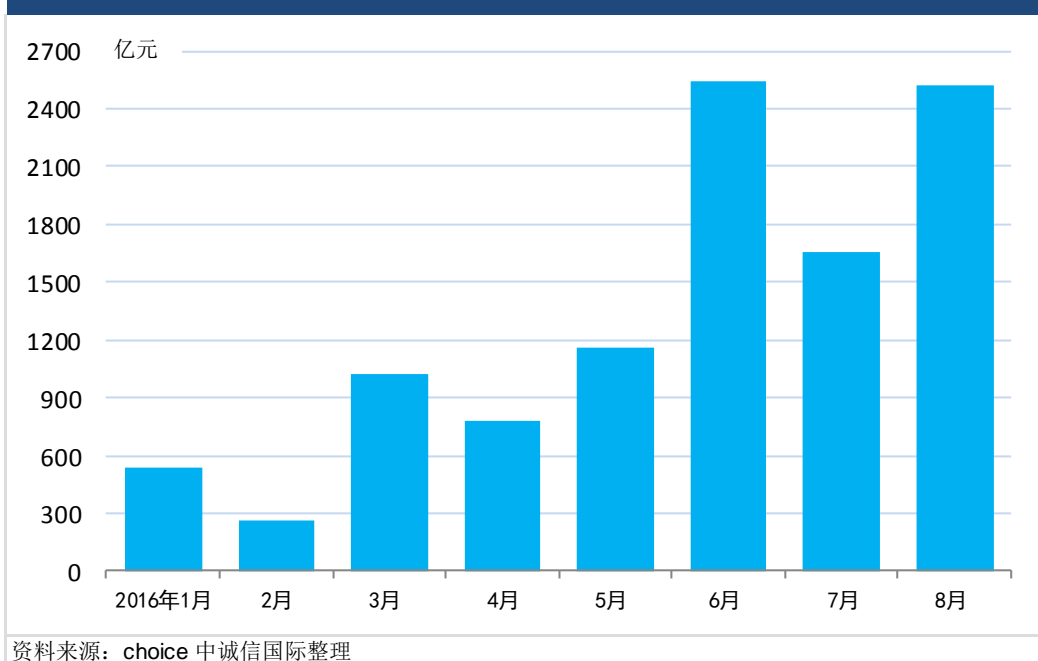


图10：2016年1-8月地方债到期收益率

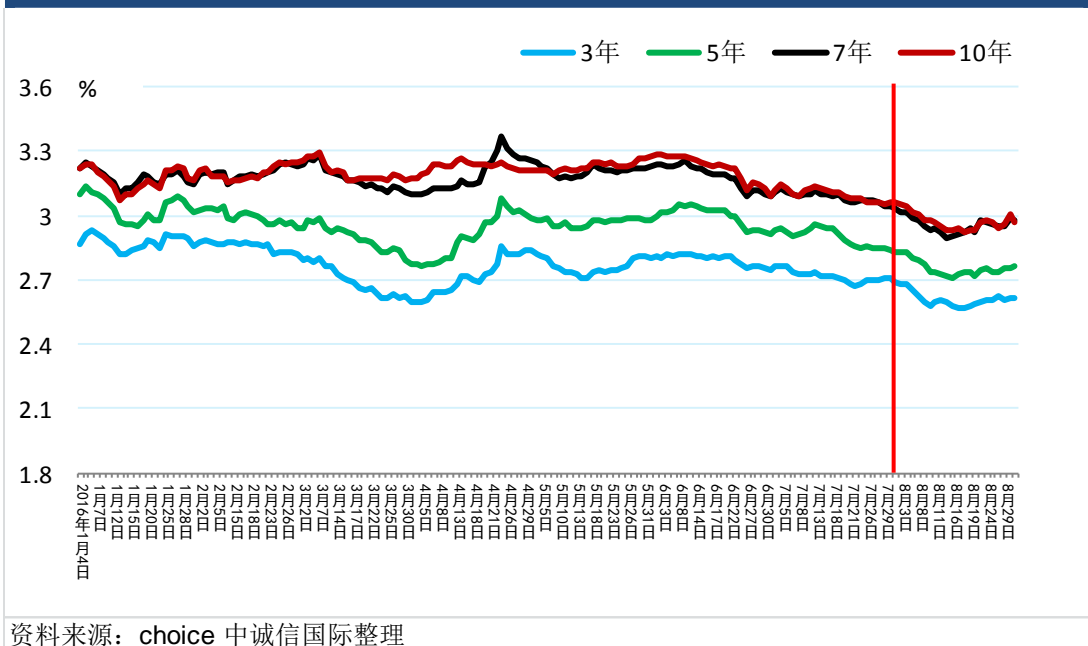
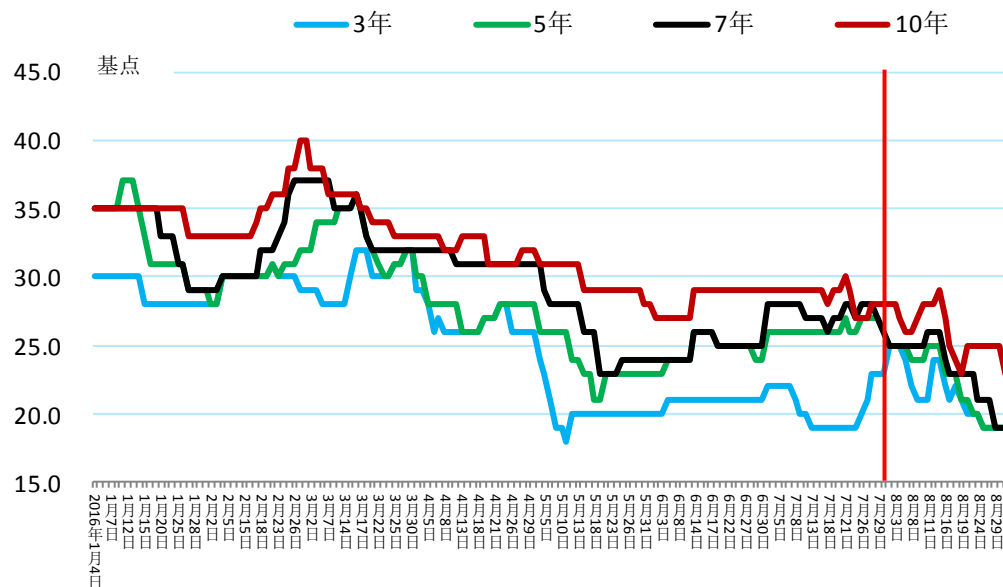


图11：2016年1-8月地方债与国债利差



#### 四、预计 9 月-12 月地方债发行量 1.5 万亿左右，政策微调导致发行利率短期难以下行

从发行规模看，预计 9-12 月地方债的发行量在 1.5 万亿元左右。

我们在《7 月地方债发行概况》一文中判断：近期通胀预期有所降低，经济基本



面依然偏弱，因此预计作为地方债发行定价重要参照的国债收益率或将继续下行，地方债发行利率仍有下行空间和可能。8月前半月国债收益率走势符合我们的判断，8月下半月国债收益率开始上行，这主要反映了政策微调。

根据路透报道，8月24日央行召集主要大型银行开会，讨论有关流动性管理问题，要求大行合理搭配资金的融出期限。在会上，央行对今年以来隔夜融出资金量占比保持高位（在90%左右）表示担忧。央行在会上还表示，希望各行认真对待流动性管理的问题，如果到期后的14天期逆回购需求不佳，不排除继续推出更长期限的逆回购，以引导市场。同日，央行重启了14天逆回购操作。这一系列举措引发市场对监管层有意降杠杆的忧虑。上述政策调整以及对政策调整的预期，是8月下旬国债收益率上行的重要原因。如果央行继续引导市场拉长资金融出期限，那么也会抬高资金成本。因此，预计短期内国债收益率难以明显下行，地方债发行利率也将基本维持稳定或小幅上下波动。

附：2016年1-8月地方债发行交易统计

	发行量（亿元）	交易量（亿元）	到期量（亿元）	净发行量（亿元）
7月份	8394.5	2520.8	718	7676.5
今年累计	48104.8	10487.3	1667.2	46437.6

资料来源：choice 中诚信国际整理

中诚信国际信用评级有限公司和/或其被许可人版权所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，中诚信国际对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，中诚信国际不对任何人或任何实体就 a) 中诚信国际或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b) 即使中诚信国际事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信国际对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。

作者	部门	职称
付晓东	研究咨询部	高级分析师/高级经理