



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

半年发行慢于同期 后续规模或将放量
新背景下特殊再融资债券再次发行预期升温
——2023 年上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望

2023.8



联合资信官方微信平台

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层100022 电话：010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

半年发行慢于同期 后续规模或将放量 新背景下特殊再融资债券再次发行预期升温

——2023 年上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望

联合资信公用评级二部 张建飞 杨晓薇 王晓暄

2023 年上半年，地方新增债发行节奏“先快后慢”，地方债整体发行节奏及进度慢于 2022 年同期，发行成本延续下行；再融资债券发行增长明显，折射地方政府债务压力较大。在稳增长以及防范化解地方政府债务风险的政策背景下，上半年地方政府债券相关政策主要体现在加快发行、提升专项债效能和遏制隐性债务增量、妥善化解存量等方面。上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，宏观政策显效发力，国民经济回升向好，高质量发展稳步推进；但同时世界政治经济形势错综复杂，国内经济持续恢复发展的基础仍不稳固。地方政府专项债券是带动扩大有效投资，稳定宏观经济的重要手段。7 月 24 日中共中央政治局会议指出要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。随着新一批新增地方债额度下达地方，后续地方债发行将边际提速，三季度地方债发行或将放量，全年发行有望创历史新高；发行成本预期稳中有降。同时政治局会议指出要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。在此背景下，特殊再融资债券再次发行预期升温，后续一揽子化债方案将逐步出台，更多防风险举措探索有望加快。

一、地方政府债券相关政策梳理

上半年，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门更好统筹国内国际两个大局，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，市场需求逐步恢复，生产供给持续增加，就业物价总体稳定，居民收入平稳增长，经济运行整体回升向好。初步核算，上半年国内生产总值 593034 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%，比一季度加快 1.0 个百分点。虽然国民经济回升向好，高质量发展稳步

推进；但也要看到，世界政治经济形势错综复杂，外部环境复杂严峻；国内需求不足，一些企业经营困难，重点领域风险隐患较多，国内经济持续恢复发展的基础仍不稳固。2023 年《政府工作报告》提出，经济工作要把稳增长放在更加突出的位置，在此背景下，地方政府债券作为重要的逆周期调控工具持续发力。2023 年以来，地方政府债券相关政策主要体现在加快发行地方债、扩大地方债使用范围、提高债券使用效率和效益、强化监管、加强专项债的投后管理、遏制新增地方政府隐性债务及防范化解地方政府存量隐性债务风险等方面。具体看，2023 年以来地方债相关政策举措如下：

一是继续做好“六稳”“六保”工作，加力提效实施积极的财政政策。2022 年 11 月，财政部已向各地提前下达 2023 年新增地方政府债务限额 2.62 万亿，下达时间为历年最早，下达额度亦为历年最高，其中一般债务限额 0.43 万亿元，专项债务限额 2.19 万亿元；2023 年两会确定今年地方政府新增债务限额为 4.52 万亿元，其中新增一般债限额 0.72 万亿元，与上年持平；新增专项债限额 3.80 万亿元，较上年增加 1500 亿元，较为充足的限额为继续做好“六稳”“六保”工作提供重要支撑。2023 年 6 月 26 日，在十四届全国人大常委会第三次会议第一次全体会议上，财政部部长刘昆作了关于 2022 年中央决算的报告，指出下一步将重点做好六项工作，其中包括加力提效实施积极的财政政策，加强重点领域支出保障。

二是适量扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，加强项目审核把关，提升债券资金使用效率和效益。2023 年 3 月，国务院新闻办公室举办新闻发布会介绍“财政贯彻落实党的二十大重大决策部署”中，财务部部长刘昆提到，地方政府专项债券是带动扩大有效投资，稳定宏观经济的重要手段；2023 年，积极的财政政策要加力提效，财政部将合理安排专项债券规模，确保政府投资力度不减，更好发挥带动作用；2023 年将在重点支持现有 11 个领域项目建设基础上，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围。2023 年 3 月，国务院新闻办公室举办新闻发布会介绍“着力推动高质量发展，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步”中，国家发展改革委副主任杨荫凯提到，下一步国家发展改革委将切实履行好“把投向、筛项目”的职责，指导地方持续做好专项债券项目谋划

储备和前期工作，按照分批申报、滚动推进的方式，加强项目审核把关，督促地方全部从发改委筛选形成的准备项目清单中选择项目安排发行；同时，发改委将在目前交通、能源、农林水利、社会事业、市政和产业园区、新型基础设施等投向领域的基础上，会同有关方面积极研究进一步扩大专项债券投向领域。2023年6月19日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》（国办发〔2023〕19号），要求地方各级政府进一步加强充电基础设施发展要素保障，通过地方政府专项债券等支持符合条件的充电基础设施项目建设。2023年6月29日，《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2022年中央决算草案审查结果的报告》对外公开，全国人大财经委建议，指导地方扎实做好项目库建设和前期准备工作，提升债券资金使用效率和效益。

三是保持隐性债务严监管态势，遏制增量，妥善化解存量，加强地方政府专项债券投后管理，有效防范化解地方政府债务风险。2023年2月，财政部部长刘昆在《求是》杂志发表的署名文章《更加有力有效实施积极的财政政策》中针对防范化解地方政府债务提到，要坚持“开正门、堵旁门”，遏增量、化存量；完善常态化协同监管，坚决禁止变相举债、虚假化债行为。2023年4月，中共中央政治局会议再次提到，要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务。同时，财政部提出要强化跨部门协作监管，压实各方责任，从资金需求端和供给端同时加强监管，阻断新增隐性债务路径，坚决遏制隐性债务增量；督促省级政府加强风险分析研判，定期监审评估，加大对市县工作力度，逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量；保持高压监管态势，对新增隐性债务等问题及时查处、追责问责；同时，加强专项债券投后管理，严禁“以拨代支”、“一拨了之”等行为，健全项目管理机制，按时足额还本付息，确保法定债券不出任何风险。2023年6月5日，新华社刊发《如何看待当前地方财政运行态势》，文章指出要一方面强化债务监管，另一方面坚决遏制隐性债务增量，探索建立长效监管制度框架，妥善化解隐性债务存量。2023年6月26日，在十四届全国人大常委会第三次会议第一次全体会议上，财政部部长刘昆再次提出下一步将重点做好有效防范化解地方政府债务风险等工作。2023年6月29日，在《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2022年中央决算草案审查结果的报告》中，全国人大财经

委建议，建立政府偿债备付金制度，防范债务兑付风险；稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管。

表 1 2023 年以来地方政府债券相关重要政策概要

发布日期	发布主体	政策/会议名称	政策要点
2023.01.02	中共中央、国务院	关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见	将符合条件的乡村振兴项目纳入地方政府债券支持范围
2023.02.16	《求是》杂志	财政部部长刘昆：更加有力有效实施积极的财政政策	今年积极的财政政策要加力提效。“加力”即适度加大财政政策扩张力度。一是在财政支出强度上加力，统筹财政收入、财政赤字、贴息等政策工具，适度扩大财政支出规模。二是在 专项债投资拉动上加力，合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围，持续形成投资拉动力 。三是在推动财力下沉上加力，持续增加中央对地方转移支付，向困难地区和欠发达地区倾斜，兜牢兜实基层“三保”底线。坚持“开正门、堵旁门”，遏增量、化存量。完善常态化协同监管，坚决禁止变相举债、虚假化债行为。压实地方政府属地责任，紧盯市县加大工作力度，强化隐性债务问责和信息公开。加强地方政府融资平台公司治理，逐步剥离政府融资功能，推动分类转型发展，防范地方国有企业事业单位“平台化”
2023.03.01	国务院	国新办：财政贯彻落实党的二十重大决策部署	地方政府专项债券是带动扩大有效投资，稳定宏观经济的重要手段 。2023 年，积极的财政政策要加力提效。中央经济工作会议要求，优化组合赤字、专项债、贴息等工具，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。财政部将认真贯彻落实中央经济工作会议精神，合理安排专项债券规模，确保政府投资力度不减，更好发挥“四两拨千斤”的带动作用。 2023 年，将在重点支持现有 11 个领域项目建设基础上，适度扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，形成实物工作量和投资拉动力
2023.03.05	国务院	《政府工作报告》	积极的财政政策要加力提效。 赤字率拟按 3% 安排 。政府投资和政策激励要有效带动全社会投资， 今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元 ，加快实施“十四五”重大工程，实施城市更新行动。加强住房保障体系建设，加快推进老旧小区和危旧房改造
2023.03.05	发改委	《关于 2022 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展规划草案的报告》	积极的财政政策提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。 积极扩大有效投资，适度超前开展重大基础设施建设。推动建立防范化解地方政府隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量
2023.03.05	财政部	《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》	适度增加地方政府专项债券规模。新增专项债务限额 38000 亿元，比上年增加 1500 亿元。适当扩大投向领域和用作项目资本金范围，支持地方正常融资需求 。 加强政府投资对全社会投资的引导带动。政府投资在打基础、利长远、补短板、调结构上加大力度，支持加快实施“十四五”重大工程，加强交通、能源、水利、农业、信息等基础设施建设。做好地方政府专项债券项目前期准备，提高项目储备质量，适当提高资金使用集中度，优先支持成熟度高的项目和在建项目。强化跨部门协作监管，压实各方责任，从资金需求端和供给端同时加强监管，阻断新增隐性债务路径，坚决遏制隐性债务增量。督促省级政府加强风险分析研判，定期监测评估，加大对市县工作力度，立足自身努力，逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量。保持高压监管态势，对新增隐性债务等问题及时查处、追责问责。加强地方政府融资平台公司治理，逐步剥离政府融资功能，推动分类转型发展。加强专项债券投后管理，严禁“以拨代支”、“一拨了之”等行为，健全项目管理机制，按时足额还本付息，确保法定债券不出任何风险
2023.03.06	国务院	国新办：着力推动高质量发展，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步	目前地方政府专项债券已成为地方政府建设项目的重要资金来源。按照国务院部署要求，下一步，国家发展改革委将切实履行好“把投向、筛项目”的职责，指导地方持续做好专项债券项目谋划储备和前期工作，按照分批申报、滚动推进的方式，加强项目审核把关，督促地方按照“资金要素跟着项目走”的要求，全部从发改委筛选形成的准备项目清单中选择项目安排发行。 纳入准备项目清单的都是符合规划、政府主导、早晚会干、有一定收益的基础设施和公共服务项目。同时，发改委将在目前交通、能源、农林水利、社会事业、市政和产业园区、新型基础设施等投向领域的基础上，按照党中央、国务院决策部署，会同有关方面积极研究进一步扩大专项债券投向领域

2023.04.28	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务
2023.06.05	新华社	《如何看待当前地方财政运行态势》	要一方面强化债务监管；另一方面坚决遏制隐性债务增量， 探索建立长效监管制度框架，妥善化解隐性债务存量
2023.06.19	国务院	《国务院办公厅关于进一步构建高质量充电基础设施体系的指导意见》（国办发〔2023〕19号）	地方各级政府要进一步加强充电基础设施发展要素保障， 通过地方政府专项债券等支持符合条件的充电基础设施项目建设
2023.06.29	全国人大财经委	《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2022年中央决算草案审查结果的报告》	指导地方扎实做好项目库建设和前期准备工作，提升债券资金使用效率和效益。建立政府偿债备付金制度，防范债务兑付风险。稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管。
2023.07.24	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要更好发挥政府投资带动作用， 加快地方政府专项债券发行和使用 。要有效 防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案 。
2023.08.01	中国人民银行、国家外汇管理局	2023年下半年工作会议	保持流动性合理充裕，发挥总量和结构性货币政策工具作用。促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降。统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。

资料来源：联合资信整理

二、2023年上半年地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

2023年上半年，地方债发行总额及新增债券发行规模低于上年同期；继续延续以专项债券为主的融资结构。2023年上半年，地方政府债券累计发行1066支，金额合计43681.05亿元，相当于2022年全年的59.38%，为上年同期的83.20%。其中，新增债券27352.75亿元，相当于2022年全年的57.65%，为上年同期的68.02%；再融资债券16328.30亿元。从融资结构看，2023年上半年新发行地方政府债券中专项债券占64.94%，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构。从净融资额来看，2023年上半年地方政府债券到期金额为16334.97亿元，净融资额为27346.08亿元。

表2 2015—2022年及2023年上半年全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

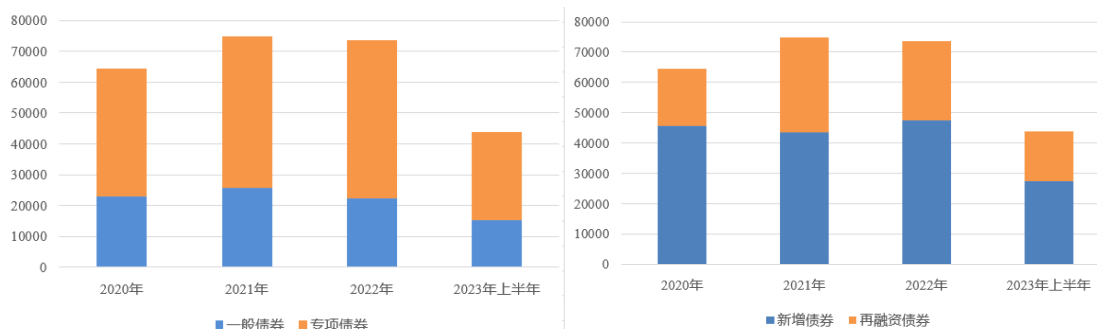
项目	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年上半年
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1848	1991	2145	1066
发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	43681.05
其中：一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	15312.95
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	28368.10
其中：新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	27352.75
置换债券	31985.18	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	--	--	--	--
再融资债券	--	--	--	6816.79	11484.29	18913.27	31189.21	26109.53	16328.30
其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	43681.05
定向发行	7921.78	15500.84	10855.92	4141.20	--	--	--	--	--
其中：3年期	6532.37	11291.83	7988.57	6346.37	2058.94	1305.84	3347.61	4267.03	2232.65
5年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	3864.64
7年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	6857.15
10年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	11664.17
15年期	--	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	5883.15
20年期	--	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	6797.43

30 年期	--	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	6371.35
-------	----	----	----	-------	---------	----------	---------	---------	---------

注：1 年及 2 年期地方政府债券发行规模较小，未在上表中列示；尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2020—2022 年及 2023 年上半年全国地方政府债券发行概况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2023 年上半年，新发地方政府债券期限进一步趋向长期化，加权发行期限增至 13.87 年。自 2019 年财政部不再限制地方政府债券期限比例结构后，10 年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升；2020 年，10 年期及以上地方政府债券发行规模占比提升至 76.64%，较 2018 年的 17.86% 上升明显。2020 年 11 月，财政部 36 号文提出，地方财政部门应均衡一般债券期限结构，年度新增及再融资一般债券平均发行期限应当控制在 10 年以下（含 10 年），专项债券期限与项目期限相匹配。受该政策影响，2021 年 10 年期及以上债券占比降至 62.04%。由于 36 号文主要针对一般债券发行期限提出控制要求，随着 2022 年及 2023 年上半年发行债券中专项债券的占比逐步提升，10 年期及以上债券占比分别增至 66.01% 和 70.32%。从加权发行期限看，2020 年—2022 年及 2023 年上半年，地方政府债的加权期限分别为 14.65 年、11.95 年、13.23 年和 13.87 年，其中一般债券的加权发行期限分别为 14.70 年、7.71 年、7.93 年和 7.90 年，专项债券的加权发行期限分别为 14.62 年、14.17 年、15.54 年和 17.10 年。

表 3 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元）

月份	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	4179.66	32.20%	7850.64	24.99%	3623.36	11.96%	6988.57	24.81%	6434.93
2	3641.72		4379.22		557.24		5070.95		5761.38
3	6245.13		3875.23		4770.51		6186.67		8900.42
4	2266.76	32.74%	2867.60	29.11%	7758.23	32.69%	2842.06	46.57%	6728.49
5	3043.22		13024.58		8753.43		12076.71		7553.54
6	8995.51		2866.78		7948.68		19336.61		8302.28
7	5625.17	30.94%	2722.38	34.02%	6567.76	30.40%	4063.09	14.93%	--

8	5694.69		11997.22		8797.28		3909.42		--
9	2195.81		7205.44		7378.44		3010.84		--
10	964.60	4.13%	4429.27	11.87%	8688.60	24.95%	6687.32	13.69%	--
11	457.89		1383.64		6803.81		2468.94		--
12	379.874		1836.13		3178.97		914.60		--
合计	43690.06	100.00%	64438.13	100.00%	74826.30	100.00%	73555.79	100.00%	--

注：尾差系四舍五入所致

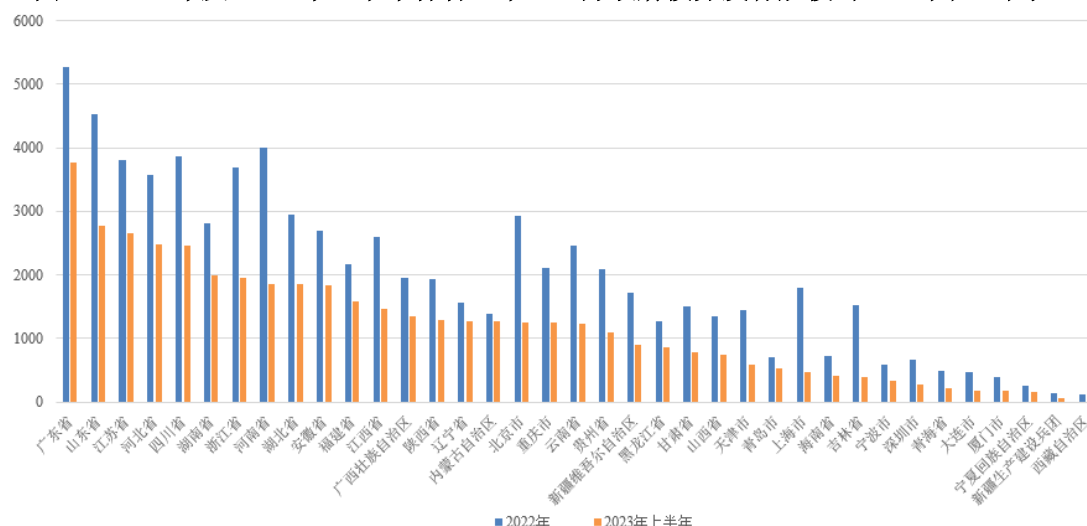
资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

2023 年上半年地方政府新增债发行“先快后慢”，地方债发行整体进度及节奏较上年同期滞后；再融资债券发行规模及比重大幅提升，折射地方政府债务到期及偿付压力较大。从发行节奏看，2019 年，随着财政部开始提前下达下一年度的地方政府债务限额，地方政府债券的发行节奏开始提前；2020 年，地方债发行相对均匀的分布在前三季度，保持了与 2019 年相近的季度发行节奏。2021 年，新增政府债务限额未提前下达，3 月份经全国人大审议批准限额后新增债券逐步发行，2021 年地方债发行集中在后三季度。2022 年，出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量，地方政府将债券发行前置，当年地方债发行集中在前三季度。2023 年，人大批准当年新增地方政府债务限额 45200.00 亿元，地方债提前批额度较多、下达时间较早，因此一季度发力明显；由于第二批新增地方债额度下达时间较晚，导致二季度地方债发行节奏有所放缓；上半年，全国已发行新增债券占当年新增限额的 60.51%，占比远低于去年同期的 92.01%；整体发行进度较上年同期滞后。从资金用途看，2023 年上半年新增债券发行 27352.75 亿元，同比下降 31.98%；再融资债券发行 16328.30 亿元，同比增长 32.84%；再融资债券发行占上半年全部发行规模的 37.38%，远高于去年同期的 23.41%；当前债务压力较大情况下，地方政府需要通过再融资债券借新还旧意图明显。

2023 年上半年，各省市发行规模仍保持明显分化。上半年，除西藏自治区外，全国各省级行政区和 5 个计划单列市均有地方政府债券发行，但各省市发行规模仍保持明显分化。整体看，发行规模前三名的地区为广东、山东和江苏，其 2023 年上半年的发行规模分别相当于 2022 年全年的 71.42%、61.25% 和 69.46%，均超过全国 59.38% 的平均水平。从净融资额来看，2023 年上半年，除西藏自治区，各省级行政区和 5 个计划单列市政府债均保持净发行；广东省净融资额超 2700 亿元，山东省、江苏省和四川省净融资额超 1600 亿元，河北

省、湖南省、福建省、安徽省等 9 个省（市）净融资额超千亿，辽宁省、云南省、广西省、重庆市等 7 个省（市）净融资额超 500 亿，净融资规模较小的区域包括贵州省、青海省、宁夏回族自治区和新疆生产建设兵团，均不足百亿元。

图 2 2022 年及 2023 年上半年各省（市）地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



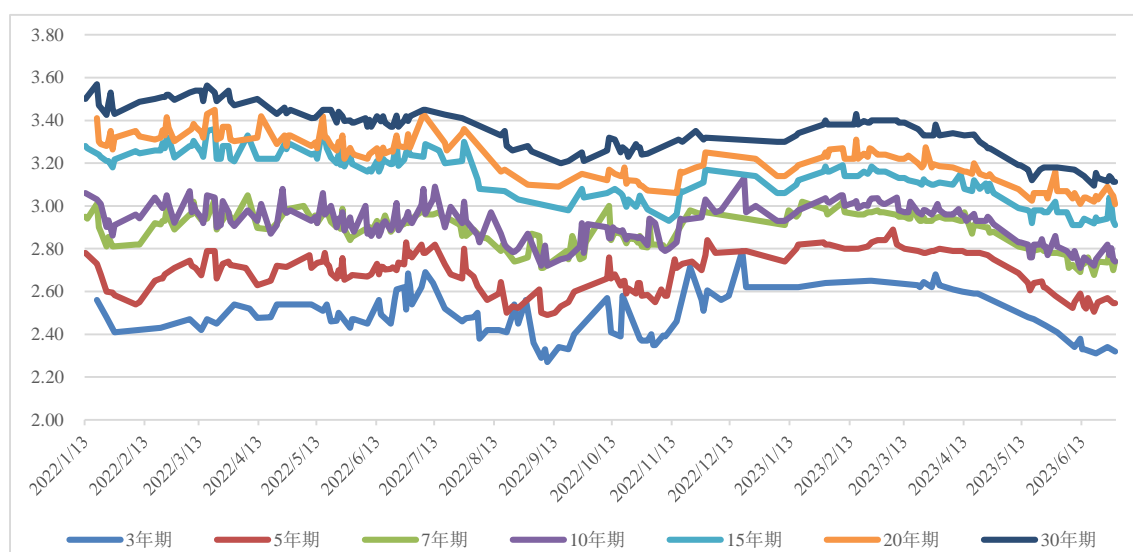
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 利率与利差分析

2023 年上半年，地方政府债券发行利率先升后降，二季度下行趋势明显。

2022 年以来，央行按照稳字当头、稳中求进的要求，靠前发力，稳健的货币政策灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，保持流动性合理充裕。在此背景下，2022 年至 2023 年上半年，地方政府债券发行利率整体呈下行趋势。具体来看，2022 年前三季度，各期限地方政府债券发行利率均有所下降，2022 年三季度末以来，受跨季、政府债供给放量以及缴税等因素影响，各期限地方政府债券发行利率有所回弹。2023 年 1—2 月，整体利率走势稳中有升，2023 年 3 月中下旬以来，各期限地方政府债券发行利率出现明显下降趋势。2023 年上半年地方政府债券平均发行利率 2.98%，其中一般债券平均发行利率 2.83%，专项债券平均发行利率 3.02%。

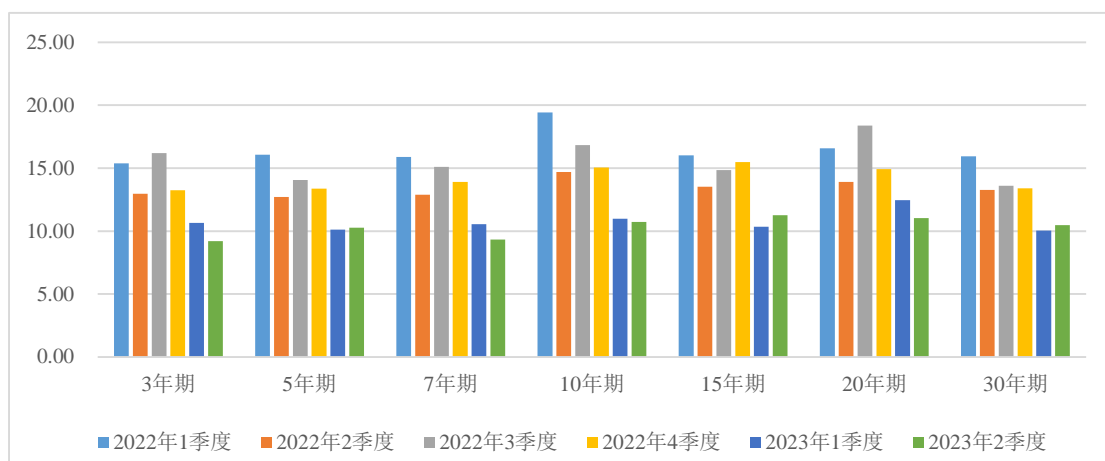
图 3 地方政府债发行利率变化趋势



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

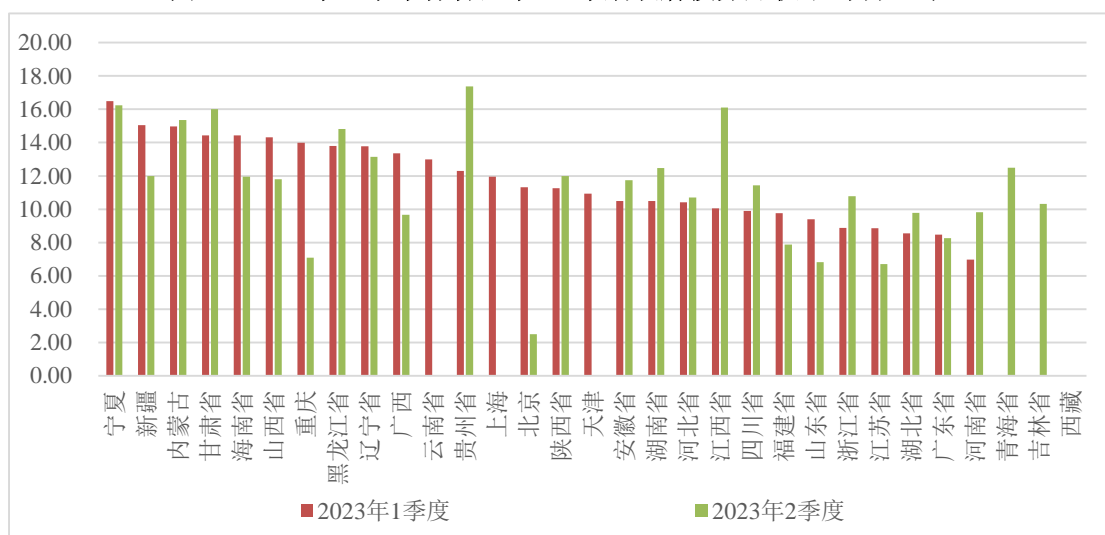
发行利差持续收窄，地区间发行利差延续分化，环比程度略有加大，同比缓和。发行利差方面，以同期限中债国债到期收益率为基准，2023 年一季度，各期限平均发行利差均呈明显下降；2023 年二季度，5 年期、15 年期、30 年期地方债发行利差小幅上行，其余期限发行利差均继续向下。整体看，2023 年以来，地方债发行利差较 2022 年全年水平（15bp 左右）持续收窄，一季度地方债发行利差为 10.83bp，二季度则进一步收窄至 10.49bp。各省份发行利差环比数据方面，以发行量最大的 10 年期地方债为样本，2023 年二季度，发行利差环比上升超过 5bp 的省份为贵州省和江西省，环比下降超过 5bp 的省份为北京市和重庆市，其余省份发行利差较 2023 年一季度小幅波动。从 2023 年上半年整体情况看，北京、福建省、江苏省、浙江省、山东省、河南省、湖北省及广东省发行利差较低，宁夏回族自治区、内蒙古自治区、甘肃省、黑龙江省、贵州省及云南省发行利差较高；各省份间发行利差最大值与最小值差异由一季度的 9.42bp 扩大到二季度的 13.74bp，省份间发行利差差异环比小幅扩大，但较去年同期（2022 年一季度、二季度分别为 17.42bp 和 18.91bp）有所缓和。

图 4 各季度政府债平均利差对比（单位：bp）



注：1年期和2年期地方政府债券发行量较少，故不做统计
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图5 2023年上半年各省区市10年期政府债券加权平均利差对比



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

表4 2022年及2023年上半年各省（市、自治区）10年期政府债券分季度加权平均利差
(单位: bp)

省份	2022 年				2023 年	
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度
安徽省	27.74	13.57		16.75	10.49	11.74
北京市	11.00	9.32			11.31	2.49
福建省	20.09	11.99		7.86	9.76	7.87
甘肃省	23.00	12.98	26.75	17.81	14.43	16.00
广东省	16.34	10.36	12.08	12.85	8.48	8.27
广西	15.32	17.28	19.90		13.36	9.67
贵州省	24.14	14.95		14.22	12.30	17.38
海南省	26.00	13.59		14.69	14.42	11.96

河北省	16.32	12.14	8.50	9.25	10.42	10.70
河南省	25.83	13.49		13.10	6.98	9.81
黑龙江省	23.88	23.92	26.08	15.16	13.80	14.81
湖北省	10.61	10.21	10.01	12.81	8.54	9.78
湖南省	16.18	9.00	15.21	10.13	10.49	12.47
吉林省	24.26	14.97	22.53			10.31
江苏省	16.39	7.78	10.32		8.87	6.70
江西省	15.78	14.62	15.49	19.88	10.06	16.11
辽宁省	24.24	25.04	23.56	23.73	13.78	13.15
内蒙古	27.21	25.82		28.59	14.97	15.35
宁夏		21.86		18.82	16.48	16.23
青海省	22.73	24.16		20.67		12.49
山东省	21.73	13.79		12.11	9.40	6.82
山西省	26.02	13.67	17.75	20.47	14.32	11.79
陕西省	28.02	13.85	21.06	18.83	11.26	12.00
上海	15.23		10.41	7.98	11.96	
四川省	18.01	15.13	9.46	17.98	9.89	11.44
天津	13.72	11.50	17.56	13.36	10.93	
西藏		24.06		13.73		
新疆	26.01	26.69	23.23	22.47	15.04	11.99
云南省	27.38	11.65		14.22	13.00	
浙江省	12.49	9.99	9.61	13.90	8.89	10.78
重庆	15.79	12.66	21.80	19.23	13.99	7.10

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

3. 地方政府专项债券发行概况

2023 年上半年，专项债募集资金主要投向城市基础设施、棚改、产业园区建设和城乡发展类项目，用于支持中小银行的债券募集资金规模较 2022 年全年显著提升。

表 5 专项债主要资金用途及占比（单位：亿元）

项目	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年上半年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
棚改	3945.31	14.75	4221.76	20.80	2191.24	11.70	1667.76	16.15
城乡发展	3718.27	13.90	2132.98	10.51	2774.72	14.82	2181.29	21.12
城市基础设施	3610.72	13.50	2192.94	10.80	4062.32	21.70	2898.74	28.07
水利环保	3223.71	12.05	971.82	4.79	2607.18	13.93	216.97	2.10
收费公路	1895.67	7.09	1324.32	6.53	1252.60	6.69	536.48	5.20
产业园区	2963.65	11.08	3677.90	18.12	3408.76	18.21	740.31	7.17
民生事业	3509.95	13.12	1933.13	9.52	340.24	1.82	440.90	4.27

交通基础设施	1890.90	7.07	1108.94	5.46	821.18	4.39	20.15	0.20
教育医疗	664.29	2.48	114.96	0.57	7.50	0.04	2.00	0.02
铁路轨道	566.08	2.12	114.00	0.56	73.20	0.39	0.00	0.00
乡村振兴	123.22	0.46	421.39	2.08	295.97	1.58	80.34	0.78
旧改保障房	141.74	0.53	487.82	2.40	256.21	1.37	57.26	0.55
支持中小银行	353.00	1.32	1594.00	7.85	630.00	3.37	1483.78	14.37
合 计	26743.39	100.00	20295.96	100.00	18721.12	100.00	10325.97	100.00

注：表中合计数与当年新增专项债发行总额间的差异主要系部分专项债募投资金涉及多用途，不便统计；尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三、地方政府债券未来展望

稳经济诉求加快新增债发行进度，再融资债券发行压力较大，三季度或迎发行高峰，全年发行有望创历史新高。当前国内经济持续恢复发展的基础仍不稳固；地方政府专项债券是带动扩大有效投资，稳定宏观经济的重要手段。中共中央政治局 7 月 24 日会议指出要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。加之 5 月下旬，新一批新增地方债额度已下达，预计后续发行或将放量。根据地方政府披露的债券发行计划，较多地方计划于 9 月底前完成全年新增债券发行任务；地方债早发行、早使用的需求较大，新一批地方债额度在三季度基本发行完毕的概率较大。再融资债券方面，2023 年 6—12 月地方政府债券到期规模合计 20311.96 亿元，年内再融资债券的发行压力较大。截至目前 33 个地方政府披露了三季度债券全部或部分月份发行计划，发行金额合计 19237.60 亿元，其中新增债券 10352.35 亿元，再融资债券 8885.25 亿元；考虑到目前广东省、河南省、湖北省等发债大省三季度发行计划部分公布或尚未公布，三季度地方债或迎发行高峰。另外，根据中国人民银行披露，2020—2022 年新增 5500 亿元地方政府专项债券，专项用于补充中小银行资本金；截至 2022 年末，中小银行专项债发行规模为 2577 亿元，仍有较大额度尚未完成发行；2023 年初财政部向 18 个地方下达了中小银行专项债往年结转额度，上半年发行规模为 1483.78 亿元，尚余较大额度。以此推算，考虑全年新增额度、再融资债券需求、中小银行专项债额度等，2023 年全年地方债发行规模有望突破此前的历史高点（2021 年 7.48 万亿元）。

发行成本有望维持稳中有降。2023 年 7 月 14 日国务院新闻办公室新闻发布

会上指出，下半年稳健的货币政策将继续精准有力，应对超预期挑战和变化仍有充足的政策空间；总量方面，根据形势变化合理把握节奏和力度，加大逆周期调节，为经济持续回升向好创造良好的货币金融环境；价格方面，促进实体经济融资成本稳中有降，有效支持扩大需求潜力。中共中央政治局 7 月 24 日会议中指出要加强逆周期调节和政策储备，继续实施稳健的货币政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用。2023 年 8 月 1 日，中国人民银行、国家外汇管理局召开 2023 年下半年工作会议，会议提到“保持流动性合理充裕，发挥总量和结构性货币政策工具作用”“促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降”。政府债发行仍将面临较好的货币政策环境，下半年不排除进一步降准降息的可能或使用新的货币政策工具，货币市场资金面仍将保持充裕，发行利差收窄趋势有望延续。

专项债资金监管强化态势将延续，侧重提升债券资金使用效率和效益。2022 年以来，湖南、辽宁、山西等多地发文提出建立穿透式监测机制。2022 年 4 月国务院政策例行吹风会上，财政部提出 2022 年 7 月将实现对专项债项目的穿透式监测。财政部持续强化专项债券管理，不断强化专项债券“借、用、管、还”全流程管理，指导做好项目储备，强化负面清单管理，合理把握发行节奏，促进资金安全、规范、高效使用。2023 年 6 月审计署发布《关于 2022 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出专项债券管理仍存在虚报专项债券项目收入及支出进度，部分专项债券项目进展缓慢，资金闲置等问题。考虑到专项债大幅扩容，叠加仍存在部分项目收益偏低、专项债资金使用不及时不规范等问题，预计未来专项债资金监管强化态势将延续。中共中央政治局 7 月 24 日会议中指出要加快地方政府专项债券的使用，预计三季度新增专项债放量发行后，后续政策将侧重支持专项债尽快形成实物工作量、提升资金使用效益，以更好发挥稳增长功效。

地方政府债务严监管仍将持续。近年来，防范化解地方政府债务风险的相关政策措施持续出台，今年以来部分地方政府偿债压力加大，引发市场的担忧。3 月 1 日国务院新闻办公室举行 2023 年“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上，财政部相关负责人也指出当前地方政府债务分布不均匀，有的地方债务风险较高；财政部已督促有关地方切实承担主体责任，化解政府债务风险，牢牢守住

不发生系统性风险的底线。今年以来，湖南、广西，福建等地相继发文要求严控地方债务风险，具体措施包括剥离融资平台融资职能、约束政府投资、将政府债务风险防控纳入绩效评价等。针对隐性债务，总的方向仍为一方面严禁新增隐性债务，另一方面妥善化解存量隐性债务风险。2023 年 6 月审计署指出目前仍存在地方政府通过承诺兜底回购、国有企业垫资建设等方式违规新增隐性债务等情况。考虑近年来专项债的大幅扩容，部分地方政府债务风险加大，隐性债务化解中仍存在不规范问题，地方政府债务严监管态势仍将持续，地方政府隐性债务和法定债务合并监管将稳步推进。

“一揽子化债方案”提出，特殊再融资债券再次发行预期升温；后续一揽子化债方案将逐步出台，更多防风险举措探索有望加快。中共中央政治局 7 月 24 日会议中指出要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。2023 年 8 月 1 日中国人民银行、国家外汇管理局 2023 年下半年工作会议上提到“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”。“一揽子化债方案”将基于市场化、法制化原则，避免道德风险，大概率需要中央、地方以及银行金融机构共同参与，可能的措施包括地方盘活存量资产、安排财政资金偿还，中央大额转移支付或发行特别国债置换地方债务，再次推出置换债券，发行特殊再融资债券置换隐性债务，与金融机构协商借新还旧、债务重组/展期等。地方盘活存量资产、安排财政资金偿还是当下已在实施的化债措施，但在房地产市场调整、地方财政收入承压、企业经营活力不足的情况下，对一些债务负担重、财政实力较弱的地区，依靠自身财政实力化解债务风险面临较大挑战；今年以来部分地方也公开表示依靠自身偿债存在困难。而通过中央大额转移支出或发行特别国债置换地方债务存在“道德风险”约束，且与一贯坚持的中央不救助原则违背。新预算法后，再次推出置换债，大规模置换隐性债务缺乏相关法律依据；且需要较长时间的全面审计及情况摸底，短时间内可操作性不强。相对而言，允许地方政府在限额空间内发行特殊再融资债券置换隐性债务具有相对较高可能性。

特殊再融资债券首次出现于 2020 年 12 月，2020 年 12 月，部分地方政府再融资债券募集资金用途由“偿还债券本金”变更为“偿还存量债务”；这部分用于“偿还存量债务”的再融资债券被称为特殊再融资债券，主要用于隐性债务化

解。此后，2020 年 12 月至 2021 年 9 月特殊再融资债券共发行 6128 亿元，被用于建制县区隐性债务风险化解试点，其中辽宁、重庆及天津发行规模较大；2021 年 10 月开始，广东省、上海市和北京市相继启动“全域无隐性债务”试点工作，发行特殊再融资债券用于隐性债务清零；至 2022 年 6 月底，上述三地合计发行特殊再融资债券 5043 亿元；借助特殊再融资债券发行，广东省、北京市已实现全域隐性债务清零；上海市尚未公布全域隐性债务清零，但浦东、闵行等区已公开宣布实现隐性债务清零。根据中国债券信息网相关统计，2020 年至 2022 年 6 月底，全国总计发行约 1.1 万亿元特殊再融资债券用于置换存量隐性债务。

2023 年 6 月，青海省在 2023 年预算报告中提到“积极争取县级化债试点，全力完成年度隐性债务化解任务”；根据相关报道，多个省、市在相关报告和会议中提到了争取化债试点相关表述；近期部分地方正在上报建制县隐性债务风险化解试点方案，核心措施为发行特殊再融资债券额度置换隐性债务。在当前部分地方政府偿债压力加大叠加财政收入未明显改善情况下，再次通过发行特殊再融资债券置换隐性债务具有理论可能性及现实可操作性，特殊再融资债券再次发行预期明显升温。目前，特殊再融资债券发行空间较为充足，第十四届全国人民代表大会第一次会议审议批准，2023 年全国地方政府债务限额为 42.17 万亿元，截至 2023 年 6 月底债务余额为 37.80 万亿元，控制在全国人大批准的限额之内，考虑下半年地方政府新发债券之后，预计仍有较大额度空间。预计财政部会推出新一轮隐性债务风险化解试点，对部分符合条件的地方政府隐性债务，允许地方在额度空间内发行特殊再融资债券置换隐性债务；以更低成本、更长期限的地方政府再融资债券置换高成本、短期限的隐性债务，使隐性债务“显性化”，一方面强化隐性债务监管，另一方面也降低地方债务成本负担，拉长债务周期，优化债务结构，缓解当前地方偿债压力，将有助于地方债务风险防范化解。但同时，特殊再融资债券发行规模受到地方债务限额与余额空间限制，当前地方发债空间有限，发行特殊再融资债券可能将主要针对地方债务负担重、短期偿债压力大且债务限额及余额尚有空间的地区。另外，各省限额空间差异较大，分地区发行存在额度空间与化债需求不匹配的问题，但根据财政部 152 号、171 号文和财预（2019）83 号文，财政部拥有跨区域调配债务限额的权力，可以通过跨省调配额

度空间起到一定再平衡作用。

而对于债务负担重、短期偿债压力大，但债务限额及余额空间不足的地区，统一与金融机构协商借新还旧、债务重组/展期、品种利率置换，降低债务成本，拉长偿债期限，以时间换空间成为其可能的选择，但需要基于市场化原则，针对一些具有一定现金流的项目，同时银行参与化债也需要中央出台统一政策或特定金融货币工具进行支持。另外，在目前专项债项目效益较低、土地市场低迷、地方财政收入下滑情况下，建立政府偿债备付金制度，防范债务兑付风险的探索有望加速。

总体看，“一揽子化债方案”应当是系列组合措施，针对不同的地区、不同的情况，选择合适的措施或措施组合。后续一揽子化债方案将逐步出台，更多防风险举措探索有望加快。