



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

政策推动地方债“早发快用”，发行进度显著前置， 提振基建投资效应有望逐步显现

2022.7



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

政策推动地方债“早发快用”，发行进度显著前置， 提振基建投资效应有望逐步显现

——2022 年上半年地方政府债券市场分析

联合资信公用评级二部 夏妍妍 杨晓薇 路君

2022 年上半年，我国地方政府债券发行规模合计 5.25 万亿元，同比增长 57.14%。在稳增长重要性提高以及坚决遏制新增地方政府隐性债务的政策背景下，2022 年以来地方政府债券相关政策主要体现在推动地方债“早发快用”、合理扩大专项债使用范围、进一步规范专项债的发行使用、多途径化解债务风险等方面。从市场层面看，地方债发行表现出进度明显前置、期限拉长、利率下降、期限利差收敛、投向城市基础设施占比显著上升的特征。预计 2022 年下半年地方债发行以再融资债券为主，专项债使用进度有望加快，提振基建投资效应逐步显现，专项债资金监管将继续强化，地方政府隐性债务严监管政策仍将持续，地方政府债券发行定价将更加市场化。

一、地方政府债券相关政策梳理

2022 年以来，全球新冠肺炎疫情仍在持续，俄乌冲突背景下我国面临的外部环境更趋复杂和严峻，加之国内疫情多点散发，我国经济下行压力有所加大。2022 年 3 月《政府工作报告》提出 2022 年经济工作要坚持稳字当头、稳中求进，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。整体看，2022 年以来，地方政府债券相关政策主要体现在推动地方债“早发快用”、积极发挥“稳投资”“稳增长”作用，合理扩大专项债使用范围、更好发挥专项债效能，实施通报及预警机制、进一步规范专项债的发行使用，遏制新增地方政府隐性债务、多途径化解债务风险等方面。上述政策向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心，对稳定经济增长发挥了积极作用。根据国家统计局初步核算，2022 年上半年，我国实现国内生产总值 56.26 万亿元，按不变价格计算，同比增长 2.5%。具体看，2022 年上半年地方债相关政策举措

如下：

一是政策推动地方债“早发快用”，积极发挥“稳投资”“稳增长”作用。2021年12月，财政部已向各地提前下达2022年新增地方政府债务限额1.79万亿元，其中一般债务限额0.33万亿元，专项债务限额1.46亿元；2022年《政府工作报告》确定今年地方政府新增债务限额为4.37万亿元，其中新增一般债限额0.72万亿元，较上年小幅下降0.1万亿元；新增专项债限额3.65万亿元，与上年持平，为继续做好“六稳”“六保”工作提供重要支撑。2022年3月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署用好政府债券扩大有效投资，会议提出抓紧下达剩余专项债额度，向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜，要求2021年提前下达的额度5月底前发行完毕，2022年下达的额度9月底前发行完毕。2022年3月30日，财政部向各地下达了剩余的新增专项债券限额。在二季度经济下行压力明显增大的背景下，2022年5月，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，要求抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的3.45万亿元专项债券发行使用进度，在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。2022年，地方债发行明显前置，上半年地方债共计发行5.25万亿元，其中发行新增一般债0.61万亿元，新增专项债3.41万亿元，分别为2022年《政府工作报告》确定新增债务限额的84.72%及93.42%；发行再融资债券1.23万亿元。

二是合理扩大专项债使用范围、扩大有效投资，更好发挥专项债效能。2022年《政府工作报告》提出，要用好政府投资资金，带动扩大有效投资，今年拟安排地方政府专项债券3.65万亿元，强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目。同日，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）《关于2021年国民经济和社会发展计划执行情况与2022年国民经济和社会发展计划草案的报告》亦强调积极扩大有效投资，要求高质量建设“十四五”规划102项重大工程项目，适度超前开展重大基础设施建设。财政部《关于2021年中央和地方预算执行情况与2022年中央和地方预算草案的报告》针对专项债券投向及资金监管等提出做深做细专项债券项目储备，用好用足专项债券作为重大项目资本金政策，优化专项债券投向领域，严格资金

使用监管，重点支持在建和能够尽快开工的项目。2022年4月12日国务院政策例行吹风会介绍2022年财政部合理扩大了专项债券使用范围，主要包括加大惠民生、解民忧等领域投资（如城市管网建设、水利领域等），支持增后劲、上水平项目建设（主要围绕新基建），推动补短板、增强弱项项目建设（围绕乡村振兴，将粮食仓储物流设施作为专项债券支持重点）。2022年5月，国务院发布《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出在前期确定的包括交通基础设施、能源、保障性安居工程在内的九大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。

三是实施通报及预警机制，进一步规范专项债券的发行使用。2022年1月起，财政部每月将各地专项债券的发行、拨付、支出进度通报省级财政部门，并对进度最慢的3个省份实施预警，要求地方采取措施，并明确在分配以后年度专项债券限额时与各地实际支出进度挂钩。在此基础上，部分省份建立了专项债闲置资金超期收回机制，如山西省对专项债券资金下达项目单位12个月后仍未支出及其他闲置或违规使用的专项债券资金，统一收回并按程序调整用于其他急需资金的项目。2022年1月召开的中央经济工作会议也进一步强调规范专项债券的发行使用，需要从预算约束、严格监管和信息公开等方面，加强“借、用、管、还”全过程的规范管理和风险防范。

四是遏制新增地方政府隐性债务，要求通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险。2022年3月，第十三届全国人民代表大会第五次会议提出持续推进防范化解地方政府隐性债务风险，坚决遏制隐性债务增量，稳妥处置一些地方的高风险金融机构，设立金融稳定保障基金，运用市场化、法治化方式化解风险隐患，稳妥有序缓释债券市场风险。同时，财政部提出要强化预算约束和政府投资项目管理，支持地方有序化解存量隐性债务，支持部分有条件的地区稳妥推进全域无隐性债务试点，推动地方融资平台公司市场化转型。2022年5月，财政部通报了安徽省安庆市、贵州省兴义市、江西省贵溪市等8个由于化债不实、新增隐性债务的问责典型案例。2022年6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》，要求落实省级政府责任，按属地原则和管理权限压实市县主体责任，通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险，切实降低市县偿债负担，同时完善专项债券资金投向领域禁止类项目清单和违规

使用专项债券处理处罚机制。

表 1 2022 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
2021.01.04	中共中央、国务院	关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见	支持地方政府发行政府债券用于符合条件的乡村振兴公益性项目
2022.01.21	国务院	地方债管理要稳增长防风险	防范化解法定债务风险，重点在规范专项债券的发行使用。专项债不能重发行、轻管理，需要从预算约束、严格监管和信息公开等方面，加强“借、用、管、还”全过程的规范管理和风险防范。防范化解地方政府隐性债务风险，要坚决遏制增量、妥善化解存量，要做到“谁家的孩子谁抱”，各自承担责任、风险
2022.02.22	国务院	国新办：财政改革与发展工作介绍	2022 年积极财政政策要适当靠前发力，用好政策工具箱，打足提前量，早出台政策，早落地见效。一是地方政府专项债券加快发行和使用进度，二是财政直达机制减少资金“在途”时间，三是减税降费精准聚焦中小微企业，四是养老金按时足额发放有保障
2022.03.05	国务院	《政府工作报告》	提升积极的财政政策效能，赤字率拟按 2.8% 左右安排、比去年有所下调，有利于增强财政可持续性。要用好政府投资资金，带动扩大有效投资。2022 年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元。强化绩效导向，坚持“资金、要素跟着项目走”，合理扩大使用范围，支持在建项目后续融资，开工一批具备条件的重大工程、新型基础设施、老旧公用设施改造等建设项目
2022.03.05	发改委	《关于 2021 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2022 年国民经济和社会发展计划草案的报告》	积极的财政政策要提升效能，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。持续推进防范化解地方政府隐性债务风险，坚决遏制隐性债务增量
2022.03.05	财政部	《关于 2021 年中央和地方预算执行情况与 2022 年中央和地方预算草案的报告》	2022 年赤字率拟按 2.8% 左右安排，全国一般公共预算支出安排 26.71 万亿元。优化财政支出结构，优先支持重点项目，适度超前开展基础设施投资，加大对科技攻关、生态环保、基本民生、现代农业等领域及区域重大战略的支持力度。2022 年安排新增地方政府专项债券额度 3.65 万亿元，经报全国人大常委会备案，已提前下达新增专项债券额度 1.46 万亿元。坚持“资金跟着项目走”，优化专项债券投向领域，严格资金使用监管，扩大有效投资。坚决遏制新增地方政府隐性债务，强化预算约束和政府投资项目资金管理，支持地方有序化解存量隐性债务。支持部分有条件的地区稳妥推进全域无隐性债务试点，推动地方融资平台公司市场化转型
2022.03.17	发改委	《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	统筹运用中央预算内投资、地方政府专项债券、县城新型城镇化建设专项企业债券、开发性政策性及商业性金融机构信贷等资金，在不新增隐性债务的前提下支持符合条件的项目。加强存量低效建设用地再开发，合理安排新增建设用地计划指标
2022.03.29	国务院	国务院常务会议	抓紧下达剩余专项债额度，向偿债能力强、项目多储备足的地区倾斜。去年提前下达的额度 5 月底前发行完毕，今年下达的额度 9 月底前发行完毕。更好发挥专项债效能，坚持既利当前又惠长远，加大惠民生、补短板等领域投资，支持新基建等增后劲、上水平项目建设。合理扩大专项债使用范围，在重点用于交通、能源、生态环保、保障性安居工程等领域项目基础上，支持有一定收益的公共服务等项目。坚持资金跟着项目走，加快项目开工和建设，尽快形成实物工作量
2022.04.12	国务院	政策例行吹风会	2022 年 1 月起，财政部每月将各地专项债券的发行、拨付、支出进度通报省级财政部门，并对进度最慢的 3 个省份实施预警，要求地方采取措施，并明确在分配以后年度专项债券限额时与各地实际支出进度挂钩。2022 年 7 月将实现对专项债项目的穿透式监测。2022 年财政部合理扩大了专项债券使用范围，主要包括三个方面：一是加大惠民生、解民忧等领域投资；二是支持增后劲、上水平项目建设，主要是围绕新基建等加大支持力度，研究将具有公益性且有一定收益的信息基础设施、融合基础设施、创新基础设施作为支持重点；三是推动补短板、强弱项项目建设，要求各地围绕全面推进乡村振兴、加快农业农村现代化，做好农业农村领域项目储备，将粮食仓储物流设施作为专项债券支持重点，支持重要农产品特别是粮食供给，保障国家粮食安全
2022.04.19	中央全面深化改革委员会	第二十五次会议	要压实地方各级政府风险防控责任，完善防范化解隐性债务风险长效机制，坚决遏制隐性债务增量，从严查处违法违规举债融资行为。要严肃财经纪律，维护财经秩序，健全财会监督机制
2022.04.28	中央财经委员会	中央财经委员会第十一次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要统筹发展和安全，优化基础设施布局、结构、功能和发展模式，构建现代化基础设施体系，为全面建设社会主义现代化国家打下坚实基础
2022.04.29	中共中央	中共中央政治局会	要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等

	政治局	议	保障，全面加强基础设施建设
2022.05.31	国务院	扎实稳住经济的一揽子政策措施	加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围。抓紧完成今年专项债券发行使用任务， 加快今年已下达的3.45万亿元专项债券发行使用进度，在6月底前基本发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。 在依法合规、风险可控的前提下，财政部会同人民银行、银保监会引导商业银行对符合条件的专项债券项目建设主体提供配套融资支持，做好信贷资金和专项债资金的有效衔接。在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等9大领域基础上， 适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围
2022.06.07	财政部办公厅	《关于明确政府债券托管管理要求的通知》	财政部委托中央国债登记结算有限责任公司开展银行间市场政府债券托管业务、委托中国证券登记结算有限责任公司开展交易所市场政府债券托管业务。除财政部另有规定外，其他市场机构不得开展政府债券托管业务
2022.06.13	国务院办公厅	《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》	各地区要加强开发区政府性债务管理，保持与财政管理体制相适应， 强化开发区管委会等政府派出机构举债融资约束 ，坚决遏制地方政府隐性债务增量，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险。 落实省级政府责任，按属地原则和管理权限压实市县主体责任， 通过增收节支、变现资产等方式化解债务风险 ，切实降低市县偿债负担，坚决查处违法违规举债行为。健全地方政府债务限额分配机制，一般债务限额应与一般公共预算收入相匹配，专项债务限额应与政府性基金预算收入及项目收益等相匹配，促进融资规模与项目收益相平衡， 完善专项债券资金投向领域禁止类项目清单和违规使用专项债券处理处罚机制
2022.07.07	商务部等	关于搞活汽车流通扩大汽车消费若干措施的通知	强化资金用地政策支持， 加大力度使用地方债支持符合条件的停车设施建设

资料来源：联合资信整理

二、2022 年上半年地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

2022 年上半年，地方政府债券发行规模同比增幅显著，以新增债券为主，并延续了以专项债券为主的融资结构。2022 年上半年，地方政府债券累计发行 1504 支，金额合计 52501.57 亿元，发行规模相当于 2021 年全年的 70.16%，同比增长 57.14%。其中，新增债券 40209.96 亿元，再融资债券 12291.62 亿元。由于 2022 年存量地方政府债券的到期时间集中在下半年（其中上半年总偿还量 9698.74 亿元，下半年总偿还量 18059.41 亿元），上半年新发行政府债券以新增债券为主（新增债券发行规模同比增长 171.69%）。从资金用途看，2022 年上半年新发行地方政府债券中专项债券发行规模同比大幅增长 126.39%，主要系经济存在下行压力下政策鼓励专项债“早发快用”拉动投资所致，占地方政府债券发行总额比重为 74.63%，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，2022 年上半年地方政府债券净融资额为 42802.83 亿元。

表 2 2015—2021 年及 2022 年上半年全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

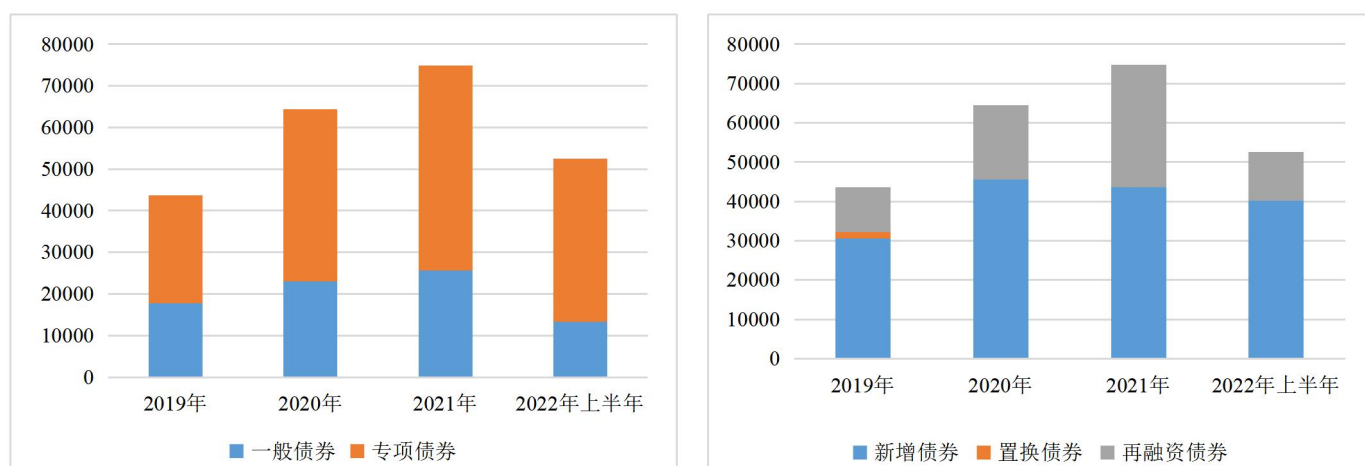
项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年上半年
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1848	1991	1504

发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	52501.57
其中：一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	13317.08
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	39184.50
其中：新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	40209.96
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	12291.62
其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	52501.57
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	2249.94
5 年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	4861.92
7 年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	7604.91
10 年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	11719.53
15 年期	--	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	9154.59
20 年期	--	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	9690.25
30 年期	--	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	6936.25

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

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2019—2021 年及 2022 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

2022 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 14.12 年。2019 年，财政部 23 号文发布，不再限制地方政府债券期限比例结构，随后 10 年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升。2019—2020 年，10 年期及以上地方政府债券发行规模占比分别为 46.83%和 76.64%，较 2018 年（17.86%）明显上升。2020 年 11 月发布的财政部 36 号文提出，地方财政部门应当均衡一般债券期限结构：年度新增一般债券平均发行期限应当控制在 10 年以下（含 10 年），再融资一般债券期限应当控制在 10 年以下（含 10 年）；专

项债券期限与项目期限相匹配，再融资专项债券期限原则上与同一项目剩余期限相匹配。受该政策影响，2021 年长期债券发行规模占比和加权发行期限有所下降，10 年期及以上债券发行规模占比降至 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，2022 年上半年债券发行结构以专项债券为主，因此 10 年期及以上债券发行规模占比回升至 71.43%。从加权发行期限看，2019—2021 年及 2022 年上半年，地方政府债的加权期限分别为 10.29 年、14.65 年、11.95 年和 14.12 年，其中一般债券的加权发行期限分别为 12.13 年、14.70 年、7.71 年和 8.24 年，专项债券的加权发行期限分别为 9.02 年、14.62 年、14.17 年和 16.11 年。

为助力经济稳增长，2022 年上半年地方政府债发行进度显著前置。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，以及存量地方政府债券的到期规模进入快速增长阶段，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地分布在前三季度，保持了与 2019 年相近的季度发行节奏。2021 年，受新增政府债务限额未提前下达影响，1—2 月未发行新增债券，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，在稳增长要求更加突出的情况下，地方政府债发行显著前置，2022 年上半年，全国地方政府新增债券发行规模 4.02 万亿元，同比大幅增长 171.69%，其中新增一般债券和新增专项债券发行规模分别为 0.61 亿元和 3.41 亿元，分别为 2022 年《政府工作报告》确定新增债务限额的 84.72%及 93.42%，发行进度较快，除了对冲疫情的负面影响外，也是出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量。

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 年上半年
	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
2	3641.72		4379.22		557.24		5070.95
3	6245.13		3875.23		4770.51		6186.67
4	2266.76	32.74%	2867.60	29.11%	7758.23	32.69%	2842.06
5	3043.22		13024.58		8753.43		12076.71
6	8995.51		2866.78		7948.68		19336.61
7	5625.17	30.94%	2722.38	34.02%	6567.76	30.40%	--
8	5694.69		11997.22		8797.28		--

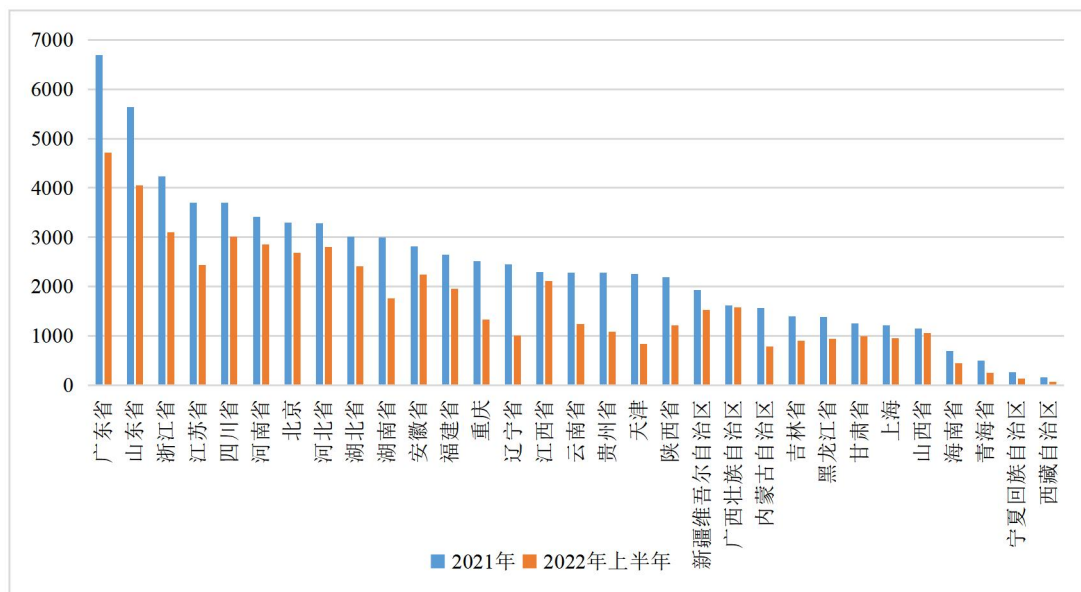
9	2195.81		7205.44		7378.44		--
10	964.60	4.13%	4429.27	11.87%	8688.60	24.95%	--
11	457.89		1383.64		6803.81		--
12	379.874		1836.13		3178.97		--
合 计	43690.06	100.00%	64438.13	100.00%	74826.30	100.00%	52501.57

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

2022 年上半年，各省地方债发行规模仍明显分化。从发行区域的分布情况看，2022 年上半年，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，但各省市发行规模分化较为明显。整体看，2022 年上半年，各省级行政区（5 个计划单列市纳入所在省份统计，下同）发行规模前三名的地区仍为广东省、山东省和浙江省，2022 年上半年的发行规模分别相当于 2021 年全年的 70.52%、71.88%和 73.12%，合计占全国发行总额的 22.59%；西藏自治区、宁夏回族自治区、青海省及海南省仍为发行规模后四位地区；天津市和辽宁省发行规模排名下降较多，分别由 2021 年的第 18 位、第 14 位下降至 2022 年上半年的第 26 位、第 21 位；广西壮族自治区和山西省发行规模排名上升较多，分别由 2021 年的第 21 位、第 27 位上升至 2022 年上半年的第 14 位、第 20 位。从净融资额来看，2022 年上半年，各省级行政区地方债发行规模均超过到期规模，其中广东省、山东省、浙江省和北京市位列净融资额前四位，净融资额均超 2500 亿元；净融资额超过 1000 亿元的省级行政区有 16 个，占比超过 50%；宁夏回族自治区和西藏自治区地方债净融资额相对较小，分别为 38.60 亿元和 68.41 亿元。

图2 2021年及2022年上半年各省（市）地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



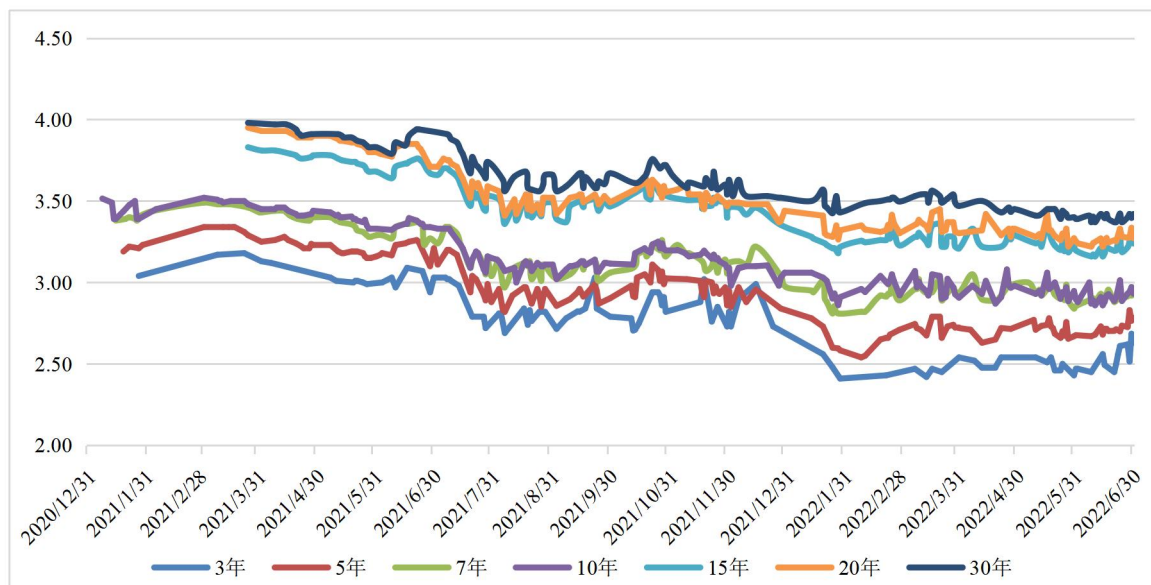
注：5个计划单列市纳入所在省份统计

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 利率与利差分析

2022年上半年，地方政府债券发行利率整体有所下降。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年上半年地方政府债券发行利率整体呈下降走势。具体来看，2022年一季度，3年、5年期地方政府债发行利率明显下降，平均发行利率较2021年四季度降幅在30bp左右；7年、10年、15年及20年期地方政府债平均发行利率较2021年四季度降幅在20bp左右；30年期地方政府债券平均发行利率较2021年四季度下降11.39bp；2022年二季度，各期限地方政府债平均发行利率较2022年一季度整体变动不大。

图3 地方政府债发行利率变化趋势



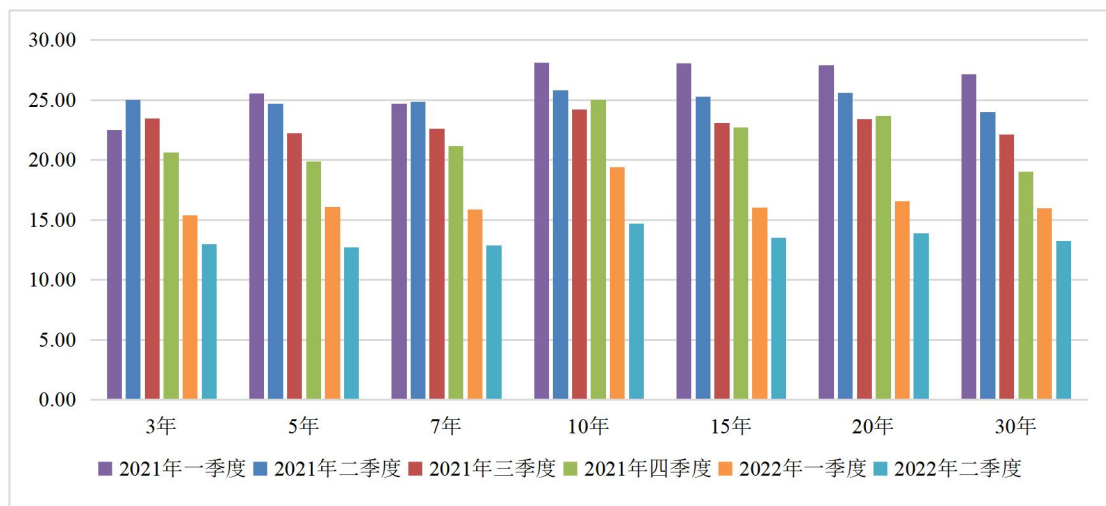
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2022 年上半年，各期限地方政府债券发行利差持续下行，各地区发行利差分化程度略有加大。发行利差方面，以同期限中债国债到期收益率为基准，2022 年一季度和二季度，各期限地方政府债券平均利差环比均有所下降。分区域看，以发行规模最大的 10 年期地方政府债券为样本，2022 年一季度，发行利差前五大区域为陕西省、安徽省、云南省、内蒙古自治区及山西省；利差下降幅度最大的为天津市的 12.87bp，降幅超过 10bp 的省份还包括河北省和湖南省；在利差整体下行的背景下，内蒙古自治区、陕西省、云南省和江苏省 2022 年一季度发行利差环比不降反升，其中江苏省利差上行后仍处于较低水平，其余三省的利差水平则超过 27bp。2022 年二季度，发行利差前五大区域为新疆维吾尔自治区、内蒙古自治区、辽宁省、青海省及西藏自治区；除广西壮族自治区、青海省、辽宁省、新疆维吾尔自治区和黑龙江省发行利差环比小幅上升外，其余省份¹的发行利差环比继续下行，下降幅度最大的为云南省的 15.73bp，降幅超过 10bp 的省份还有陕西省、安徽省、海南省、山西省、河南省和甘肃省。从 2022 年上半年整体情况看，北京市、浙江省及湖北省发行利差水平较低，内蒙古自治区、新疆维吾尔自治区、辽宁省、黑龙江省及青海省发行利差水平较高；各省份间发行利差最大值与最小值差异由 2022 年一季度的 17.42bp 上升到二季度的 18.91bp，省份

¹ 宁夏回族自治区、西藏自治区 2022 年一季度未发行 10 年期地方政府债券，不含在内

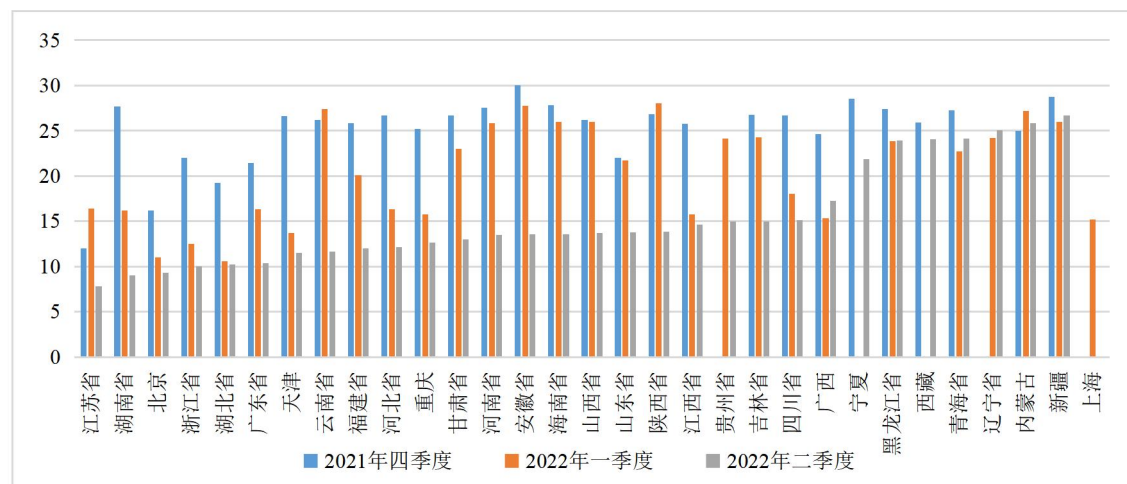
间发行利差差异小幅扩大。

图 4 各季度政府债加权平均利差对比（单位：bp）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 5 2021 年四季度—2022 年二季度各省（市、自治区）10 年期政府债券加权平均利差对比（单位：bp）



注：按 2022 年二季度加权平均利差由低到高排列，上海 2022 年二季度未发行 10 年期政府债券

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

表 4 2021 年及 2022 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对比（单位：bp）

	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度	2022 年 二季度
江苏省	22.87	25.52	26.66	11.98	16.39	7.78
湖南省	35.65	24.67	25.03	27.68	16.18	9.00
北京	22.64	24.97	23.75	16.18	11.00	9.32
浙江省	--	26.97	17.06	22.01	12.49	9.99

湖北省	29.18	28.10	16.26	19.26	10.61	10.21
广东省	24.94	23.68	27.30	21.43	16.34	10.36
天津	--	21.00	25.61	26.59	13.72	11.50
云南省	--	22.99	22.97	26.20	27.38	11.65
福建省	23.15	25.42	25.33	25.87	20.09	11.99
河北省	--	24.73	25.95	26.66	16.32	12.14
重庆	--	22.79	29.95	25.23	15.79	12.66
甘肃省	--	27.09	25.84	26.71	23.00	12.98
河南省	--	25.13	27.60	27.56	25.83	13.49
安徽省	27.22	25.70	26.04	30.00	27.74	13.57
海南省	--	22.99	25.44	27.85	26.00	13.59
山西省	--	26.58	26.78	26.22	26.02	13.67
山东省	24.52	27.13	23.61	22.00	21.73	13.79
陕西省	22.91	--	29.87	26.83	28.02	13.85
江西省	26.47	24.24	25.78	25.74	15.78	14.62
贵州省	--	26.03	23.69	--	24.14	14.95
吉林省	29.18	28.23	24.43	26.76	24.26	14.97
四川省	24.70	24.69	--	26.72	18.01	15.13
广西壮族自治区	23.86	--	21.52	24.61	15.32	17.28
宁夏回族自治区	--	26.60	23.44	28.54	--	21.86
黑龙江省	--	26.93	24.79	27.39	23.88	23.92
西藏自治区	--	27.47	25.95	25.94	--	24.06
青海省	36.77	32.50	26.90	27.24	22.73	24.16
辽宁省	34.94	27.67	24.90	--	24.24	25.04
内蒙古自治区	37.43	32.50	23.91	24.99	27.21	25.82
新疆维吾尔自治区	25.89	28.19	24.95	28.74	26.01	26.69
上海	--	--	18.77	--	15.23	--

注：按 2022 年二季度加权平均利差由低到高排列，上海 2022 年二季度未发行 10 年期政府债券

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

2022 年上半年，专项债募集资金主要投向仍以棚改、城市基础设施和产业园区类项目等为主。其中，用于城市基础设施建设的专项债券²发行金额相当于 2021 年全年的 138.37%，占专项债发行规模比重较 2021 年上升 10.31 个百分点。

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 年上半年
----	--------	--------	-----------

² 仅包含债券名称中带有“城市基础设施”字样的专项债券，未包含用于其他类型基础设施项目的专项债券

	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
棚改	3945.31	14.75	4221.76	20.79	2916.89	20.30
城乡发展	3718.27	13.90	2132.98	10.50	1928.22	13.42
城市基础设施	3610.72	13.50	2192.94	10.80	3034.34	21.11
水利环保	3223.71	12.05	971.82	4.79	842.30	5.86
收费公路	1895.67	7.09	1324.32	6.52	1037.23	7.22
产业园区	2963.65	11.08	3677.90	18.11	2032.84	14.15
民生事业	3509.95	13.12	1933.13	9.52	1205.58	8.39
交通基础设施	1890.90	7.07	1108.94	5.46	757.30	5.27
教育医疗	664.29	2.48	114.96	0.57	6.00	0.04
铁路轨道	566.08	2.12	114.00	0.56	58.20	0.40
文旅	136.87	0.51	9.96	0.05	--	--
乡村振兴	123.22	0.46	421.39	2.08	176.32	1.23
旧改保障房	141.74	0.53	487.82	2.40	240.93	1.68
支持中小银行	353.00	1.32	1594.00	7.85	135.00	0.94
合 计	26743.39	100.00	20305.92	100.00	14371.15	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

第一，2022 年下半年地方政府债券发行将以再融资债券为主。2022 年，地方政府债券发行显著前置，2022 年上半年新增一般债券和新增专项债券发行规模已完成 2022 年《政府工作报告》确定新增债务限额的 84.72%及 93.42%，剩余新增债券发行额度不超过 0.35 万亿元。2021 年，通过再融资方式偿还的地方政府债券占比为 70.96%，考虑到 2022 年 7—12 月地方政府债券到期规模合计 1.81 万亿元，预计 2022 年下半年政府债券发行将以再融资债券为主。

第二，专项债使用进度有望加快，提振基建投资，资金监管将继续强化。在上半年新增专项债发行已基本完毕，监管对专项债支出进度通过通报、预警、超期收回机制等措施进行管理以及引导商业银行对符合条件的专项债券项目建设主体提供配套融资支持的背景下，下半年专项债使用进度有望加快，提振基建投资。此外，2022 年 4 月国务院政策例行吹风会上财政部预计 2022 年 7 月将实现对专项债项目的穿透式监测，强化专项债资金监管、发挥专项债效能或将成为下半年专项债管理的工作重点。

第三，地方政府隐性债务严监管政策仍将持续。2022 年上半年，防范化解地方政府隐性债务风险的相关政策措施持续出台，2022 年一季度广东省成为全国首个宣布完成隐性债务清零的省份，北京、上海、西藏等地亦在推进试点工作。

预计下半年地方政府债券发行和管理仍将兼顾稳增长与防风险，更多压降、化解地方政府隐性债务的政策有望出台。隐性债务存量化解为长期过程，后续政策仍将循序渐进，逐步趋稳。

第四，地方政府债券发行定价将更加市场化。2018年8月，财政部对地方政府债券发行利率进行指导，要求地方政府债券承销商投标利率较相同期限国债利率前五日均值至少上浮40bp；2019年1月，财政部将投标区间下调为上浮25bp。2020年11月，财政部发布《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》，鼓励具备条件的地区参考地方政府债券收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方政府债券发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。2021年以来，广东、江苏、浙江、河北、北京等地试点地方政府债券市场化发行，多支地方政府债券发行利率突破“同期限国债平均收益率上浮25bp”的隐性限制。未来地方政府债券发行定价将更加市场化，一、二级市场联动将加强，资质较优区域的融资成本有望降低。