



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

地方债新增限额创新高，一季度发行规模下降明显， 后续发行有望提速，政府债务严监管仍将持续

——2024年一季度地方政府债券市场观察

2024.5



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

地方债新增限额创新高，一季度发行规模下降明显，后续发行有望提速，政府债务严监管仍将持续

——2024年一季度地方政府债券市场观察

联合资信公用评级一部 唐立倩 李颖 张永嘉 董思茵

2024年一季度，地方债新增债务限额4.62万亿元，规模创历年新高；受12个重点省份严控政府投资及2023年底增发的特别国债资金逐步落地影响，一季度地方债发行规模同比下降25.40%至1.57万亿元，其中新增债券回落明显，再融资债券则在一揽子化债背景下保持较快增速，重点省份发债以再融资债券为主。4月份地方债发行速度仍相对偏缓，央行公布的4月社会融资数据为近20年来首次出现单月负值，在当前居民融资需求走弱、城投净融资收缩的大背景下，预计5-6月地方债及国债发行有望提速。超长期特别国债于5月中旬起首批发行，预计后期地方债发行利率或小幅上涨。未来地方政府债务严监管态势仍将持续，强调完善全口径地方债务监测监管体系。

一、地方政府债券相关政策梳理

2024年以来，我国宏观调控力度加大，在转方式、调结构、提质量、增效益上持续用力，国民经济延续回升向好态势。2024年《政府工作报告》提出，经济工作要坚持稳中求进总基调，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，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。2024年以来，地方政府债券相关政策主要体现在：财政政策适度加力、地方债新增限额创历年最高，一揽子化债方案进一步落实助力地方债务化解，强调建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制等方面。上述政策向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心，对经济稳增长发挥了积极作用。具体看，2024年以来地方债相关政策举措如下。

一是积极的财政政策适度加力、提质增效，地方债新增限额创历年新高。2024年《政府工作报告》提出，积极的财政政策要适度加力、提质增效，用好

财政政策空间，加强财政资源统筹，组合使用赤字、专项债、超长期特别国债、税费优惠、财政补助等多种政策工具，保持适当支出规模，促进经济持续回升向好；要积极扩大有效投资，合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜。2024 年两会确定今年地方政府新增债务限额为 4.62 万亿元，规模创历年新高；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 3.90 万亿元、较上年增加 0.10 万亿元，支持地方加大重点领域补短板力度。

二是一揽子化债方案推进落实，进一步统筹防范化解地方债务风险，扩大名单制管理区域。伴随 2023 年一系列化解债务风险措施的有序实施，今年以来，一揽子化债方案继续推进。2024 年 2 月 23 日，国务院常务会议指出要坚持改革创新，强化配套政策支持，进一步推动一揽子化债方案落地见效。2024 年《政府工作报告》提出，要稳妥有序处置风险隐患，统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。特殊再融资债券发行方面，2024 年一季度贵州、天津分别发行特殊再融资债券 178 亿和 114 亿，化债手段更加多元。在到期高峰来临叠加一揽子化债方案实施的背景下，2024 年一季度，再融资债券发行 7315.87 亿元，同比增长 66.16%。2024 年 3 月，国务院办公厅发布《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（国办发〔2024〕14 号），核心内容是 12 个高风险重点省份之外的 19 个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照 12 个重点省份的相关政策化债，部分非 12 个高风险重点省份的地市或将纳入《重点省份分类加强政府投资项目管理暂行办法（试行）》（国办发〔2023〕47 号）适用范围、新增投资受限。受严控政府投资及 2023 年底增发的特别国债资金逐步落地影响，2024 年一季度地方债发行规模同比大幅下降、发行节奏明显放缓。其中，新增专项债 6341.24 亿元，同比下降 53.26%，为近三年最低水平，10 个高风险重点省份未发行新增专项债。

三是健全风险防控长效机制，完善全口径地方债务监测监管体系，推进地方融资平台转型。在以“遏增量、化存量”为主线出台一系列防范化解地方债务风险机制措施的基础上，中央多次提出建立地方债务监管长效机制。2024 年 2 月 23 日，国务院常务会议指出，要强化源头治理，加快建立同高质量发展相

适应的政府债务管理机制，在高质量发展中逐步化解地方债务风险。2024 年《政府工作报告》提出，要健全风险防控长效机制，完善全口径地方债务监测监管体系。2024 年 3 月，财政部发布的《关于 2023 年中央和地方预算执行情况与 2024 年中央和地方预算草案的报告》指出，强化地方政府债务管理，要完善专项债券管理制度，加强项目穿透式管理，强化项目收入归集，确保按时偿还、不出风险；要统筹好地方债务风险化解和稳定发展，坚持省负总责、市县尽全力化债；要健全防范化解隐性债务风险长效机制，加强部门协调配合，完善监管制度；严肃查处各类违法违规举债行为，加大问责结果公开力度，坚决防止一边化债、一边新增。这意味着中央将持续制度化、体系化防范及化解地方债务风险，债务类型涵盖地方政府法定债务、隐性债务、城投企业经营性债务，完善全口径监管。此外，未来化债机制或将通过推进地方融资平台市场化转型升级加强造血功能、推动债务良性循环。2024 年 3 月 22 日国务院防范化解地方债务风险工作视频会议指出，要加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型，要以化债为契机倒逼发展方式转型。自 2023 年 11 月至今，已有超过 100 家城投企业声明转型为市场化经营主体。2024 年 4 月 30 日，中共中央政治局会议指出，要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。

表 1 2023 年下半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
2023.07.24	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 。
2023.08.18	中国人民银行、国家金融监管总局、证监会	电视会议	金融部门要统筹协调金融支持地方债务风险化解工作 ，丰富防范化解债务风险的工具和手段，强化风险监测、评估和防控机制，推动重点地区风险处置，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2023.08.28	全国人大常委会	《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》	再次提出制定实施一揽子化债方案。同时提出中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。 加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为，终身问责、倒查责任，防止一边化债一边新增 。
2023.08.30	财政部	《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》	在防范化解地方政府债务风险方面明确指出，进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求。督促地方统筹各类资金、资产、资源和各类支持性政策措施，紧盯市县加大工作力度，妥善化解存量隐性债务，优化期限结构、降低利息负担，逐步缓释债务风险。加强跨部门联合监管，始终保持高压态势，强化定期监审评估，坚决查处新增隐性债务行为，终身问责、倒查责任，防止一边化

			债一边新增。稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架。
2023.09.20	国务院	国务院政策例行吹风会	将指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，建立常态化融资平台金融债务监测机制。
2023	国务院办公厅	《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）	核心内容是将地方国有企业分类管理，分为地方政府融资平台、参照地方政府平台管理的国有企业（针对新设平台）以及普通国有企业三类，分别对新增融资实施差异化限制；明确对12个高风险重点省份的融资限制和支持；各省债务规模及债券增速分别与GDP规模和社融增速挂钩等。
2023.10.21	国务院、中国人民银行	《国务院关于金融工作情况的报告》	认真落实党中央决策部署，坚持稳字当头、稳中求进，在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融资平台债务风险系列文件，引导金融机构按照市场化、法治化原则，与重点地区融资平台平等协商，依法合规、分类施策化解存量债务风险，严控融资平台增量债务，完善常态化融资平台金融债务统计监测机制，加强对重点地区、重点融资平台的风险监测。
2023.10.24	全国人大常委会	《全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议》《第十四届全国人民代表大会常务委关于授权国务院提前下达部分新增地方政府债务限额的决定》	明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元，增发国债全部通过转移支付安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板。授权国务院在当年新增地方政府债务限额的60%以内，提前下达2024年度部分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），授权期限为决定公布之日起至2027年12月31日。
2023.10.30~10.31	中共中央政治局	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。
2023.11.08	中国人民银行行长	2023金融街论坛年会	金融管理部门出台相关政策，引导金融机构按照市场化、法治化原则，与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并建立常态化的融资平台金融债务监测机制。必要时，中国人民银行还将对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持。
2023.11.20	中央金融委员会	中央金融委员会会议	审议通过了推动金融高质量发展相关重点任务分工方案，强调着力提升金融服务经济社会发展的质量水平，全面加强金融监管，有效防范化解金融风险，压紧压实金融风险处置责任。
2023	国务院办公厅	《重点省份分类加强政府投资项目管理办法（试行）》（国办发〔2023〕47号）	12个重点省份严控新建政府投资项目、严格清理规范在建政府投资项目。
2023.12	中共中央	中央经济工作会议	合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围；统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险；统筹好地方债务风险化解和稳定发展。
2024.02.23	国务院	国务院常务会议	进一步推动一揽子化债方案落地见效；要强化源头治理，加快建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制。
2024	国务院办公厅	《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（国办发〔2023〕14号）	核心内容是12个高风险重点省份之外的19个省份可自主选报辖区内债务负担重、化债难度高的地区，以地级市为主，获批后参照12个重点省份的相关政策化债。
2024.03.05	国务院	2024年政府工作报告	积极的财政政策要适度加力、提质增效；合理扩大地方政府专项债券投向领域和用作资本金范围，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜；进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险；健全风险防控长效机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型。
2024.03.05	财政部	《关于2023年中央和地方预算执行情况与2024年中央和地方预算草案的报告》	强化地方政府债务管理，完善专项债券管理制度；坚持省负总责、市县尽全力化债，层层压实责任，进一步落实一揽子化债方案；健全防范化解隐性债务风险长效机制，加强部门协调配合，完善监管制度，坚决遏制新增隐性债务；严肃查处各类违法违规举债行为；完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型；带动扩大有效投资，合理扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围，保障在建项目后续融资，额度分配向项目准备充分、投资效率较高的地区倾斜，强化投向领域负面清单管理，严格把好项目融资收益平衡关，推动做好项目储备和前期准备。

2024.03.22	国务院	国务院防范化解地方债务风险工作会议	妥善化解存量债务风险，严防新增债务风险；要持续深入化解地方政府债务风险，加快化债方案推进实施；要下大力气化解融资平台债务风险，强化配套政策支持，加快压降融资平台数量和债务规模，分类推动融资平台改革转型；要加大清理拖欠企业账款力度，加力推动实现“连环清”；建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善地方政府投融资体制，健全防范拖欠账款长效机制；要以化债为契机倒逼发展方式转型；经济大省要挑起大梁。
2024.4.30	中共中央政治局	中共中央政治局会议	要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险地区省市县既真正压降债务、又能稳定发展。

注：《关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》（国办发〔2023〕35号）、《重点省份分类加强政府投资项目管理实施办法（试行）》（国办发〔2023〕47号）、《关于进一步统筹做好地方债务风险防范化解工作的通知》（国办发〔2023〕14号）为密发，无法获取具体发布日期，文件内容为公开获取

资料来源：联合资信整理

二、2024年一季度地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

2024年一季度，地方债发行规模较上年同期明显下降，再融资债券占比仍较高。2024年1—3月，地方政府债券累计发行303支，金额合计15738.61亿元，相当于2023年全年的16.88%，同比下降25.40%，地方债发行总额规模较上年同期明显下降。其中，新增债券8422.74亿元，同比下降49.55%；再融资债券7315.87亿元，同比增长66.61%，再融资债券占比同比大幅提升25.61个百分点至46.48%。其中为缓解地方政府隐性债务风险而发行的特殊再融资债券合计794.86亿元。自2023年10月内蒙古发行首批特殊再融资债券以来，截至2024年3月底，全国各省市特殊再融资债券发行总额累计14680.00亿元。从资金用途看，2024年一季度新发行地方政府债券中专项债券占67.98%，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，2024年一季度地方政府债券到期金额为6136.21亿元，提前兑付规模35.57亿元，净融资额为9566.83亿元。

表2 2016—2023年及2024年1—3月全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

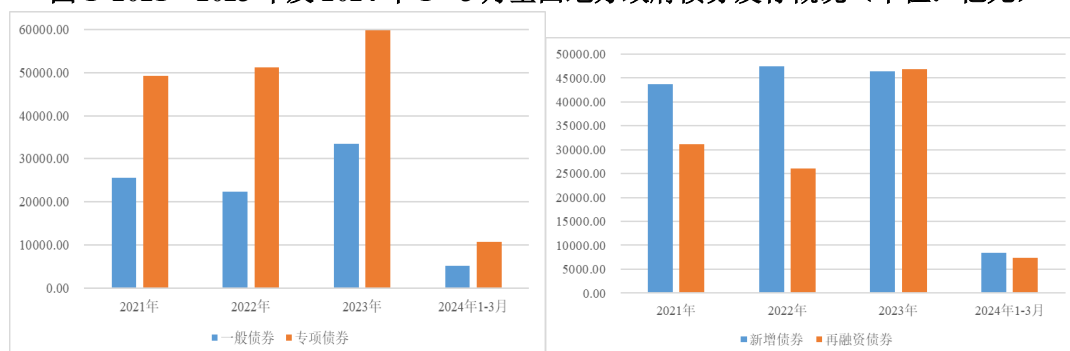
项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2023年一季度	2024年一季度
发行支数	1159	1134	930	1093	1848	1991	2145	2174	508	303
发行金额	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	21096.73	15738.61
其中：一般债券	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	33464.88	5915.42	5039.31
专项债券	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	59788.81	15181.31	10699.29
其中：新增债券	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	46450.62	16693.87	8422.74
置换债券	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	--	--	--	--	--	--
再融资债券	--	--	6816.79	11484.29	18913.27	31189.21	26109.53	46803.07	4402.87	7315.87
其中：公募发行	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	21096.73	15738.61

定向发行	15500.84	10855.92	4141.20	--	--	--	--	--	--	--
其中：3 年期	11291.83	7988.57	6346.37	2058.94	1305.84	3347.61	4267.03	5804.59	895.09	832.90
5 年期	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	15883.03	1174.62	2129.31
7 年期	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	16755.65	2935.31	3251.89
10 年期	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	22858.91	5038.41	4249.79
15 年期	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8884.75	3691.68	1431.90
20 年期	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10836.97	3760.04	1487.55
30 年期	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	12090.33	3591.09	2340.09

注：1、以上数据不含部分省份发行的境外债；2、1 年期及 2 年期地方政府债券发行规模较小，未在上表中列示；3、尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月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

2024 年一季度地方债加权平均发行期限 12.70 年，10 年期以上债券占比下降，长期债券发行呈收敛态势。自 2019 年财政部不再限制地方政府债券期限比例结构后，10 年期以上地方政府债券发行规模占比由 18.58%快速上升至 2020 年的 45.76%。2020 年 11 月，受财库 36 号文提出“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），专项债券期限应与项目期限相匹配”影响，2021 年 10 年期以上债券占比有所收敛。2022 年受专项债券发行增长影响，10 年期以上债券占比提升至 42.61%；2023 年则回落至 34.11%。2024 年一季度，10 年期以上债券占比为 33.42%，同比有所下降，同时 10 年期以下（不含 10 年）债券占比同比提升 15.81 个百分点。从整体发行期限看，2021 年—2023 年及 2024 年一季度，地方政府债的加权平均发行期限分别为 11.95 年、13.23 年、12.39 年和 12.70 年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为 7.71 年、7.93 年、7.38 年和 8.35 年；专项债券的加权平均发行期限分别为 14.17 年、15.54 年、15.20 年和 14.75 年。

表 3 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元）

月份	2020 年		2021 年		2022 年		2023 年		2024 年一季度
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	7850.64		3623.36		6988.57		6434.93		3844.50
2	4379.22	24.99%	557.24	11.96%	5070.95	24.81%	5761.38	22.62%	5599.61
3	3875.23		4770.51		6186.67		8900.42		6294.50
4	2867.60	29.11%	7758.23	32.69%	2842.06	46.57%	6728.49	24.22%	--
5	13024.58		8753.43		12076.71		7553.54		--
6	2866.78		7948.68		19336.61		8302.28		--
7	2722.38	34.02%	6567.76	30.40%	4063.09	14.93%	6191.36	28.93%	--
8	11997.22		8797.28		3909.42		13089.39		--
9	7205.44		7378.44		3010.84		7701.07		--
10	4429.27	11.87%	8688.60	24.95%	6687.32	13.69%	13962.85	24.23%	--
11	1383.64		6803.81		2468.94		6672.09		--
12	1836.13		3178.97		914.60		1955.87		--
合计	64438.13	100.00%	74826.30	100.00%	73555.79	100.00%	93253.68	100.00%	15738.61

注：尾差系四舍五入所致

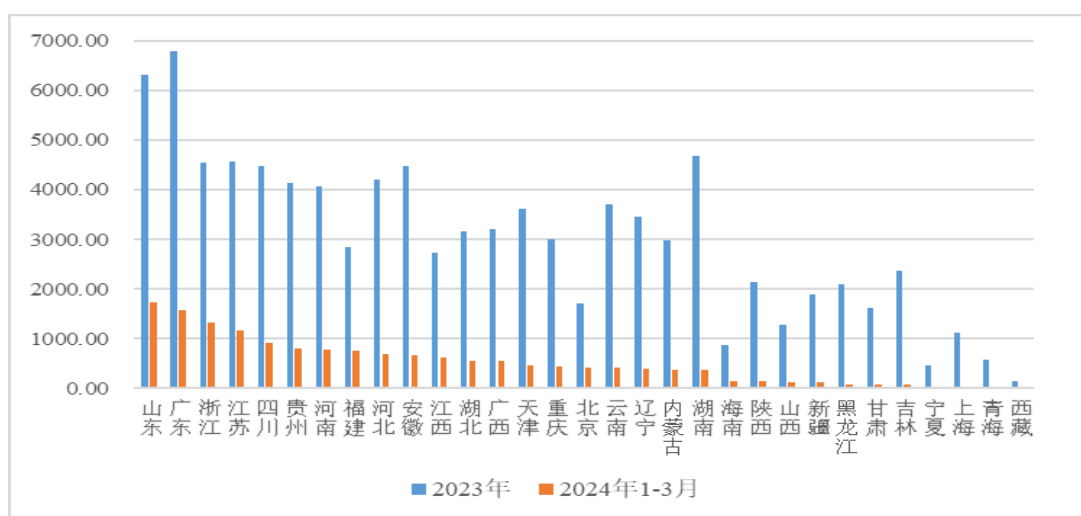
资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

2024 年一季度，地方政府债券发行速度明显放缓。从发行节奏看，2021 年受新增政府债务限额未于前一年提前下达影响，当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，地方债券发行前置，集中在前三季度。2023 年，地方债发行相对均匀的分布在四个季度，其中四季度受特殊再融资债券发行带动保持一定规模。2024 年一季度，地方政府债券发行规模较上年同期下降 25.40%，新增发行规模占全年新增政府债额度的 18.18%，发行节奏偏慢，主要受 2023 年底增发的特别国债资金逐步落地及 12 个重点省份政府投融资受限影响。

2024 年一季度，重点省份以发行再融资债券为主，呈现严控地方债务、压缩政府投资态势。2024 年 1—3 月，除上海、青海、西藏未发行债券外，其他主体均有地方政府债券发行。其中发行规模前三名的地区为山东、广东和浙江，以新增专项债券发行为主。此外，在“35 号文”界定的 12 个重点省份中，除贵州省发债规模位居前列外，其他重点省份如天津、云南、吉林、辽宁、内蒙古、云南、黑龙江、甘肃、青海和宁夏等地发债规模在全国各省份中均位于中下水平。2024 年一季度，黑龙江、贵州、内蒙古自治区、吉林、宁夏、天津、辽宁省、新疆、安徽、云南 10 省再融资债券发行占比均超过 70.00%，其中 8 省为重点化债区域；12 个重点省份中仅广西和重庆发行了新增专项债券，

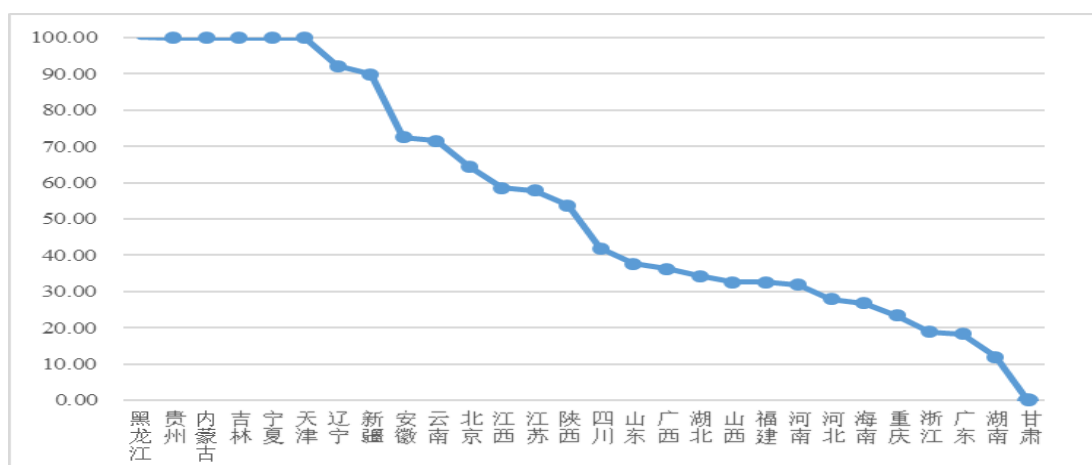
其余 10 省当期未发行新增专项债。整体看，重点省份呈现严控地方债务、压缩政府投资态势，地方政府投资端结构出现分化，重点化债区域地方债券发行目标更倾向于借新还旧，债务风险相对可控的财政大省则更多地承担起政府投资任务。从净融资额来看，2024 年一季度，山东省和广东省净融资额超 1000 亿元，另外浙江省、江苏省、贵州省、四川省和安徽省等 8 个省份净融资额均超 500 亿元。重点省份中除贵州外，其余省份净融资规模均处于中下游水平。

图 2 2023 年及 2024 年一季度各省（市、自治区）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；按 2024 年 1—3 月发行规模由高到低排序
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 3 2024 年 1—3 月各省（市、自治区）再融资债券发行占比情况

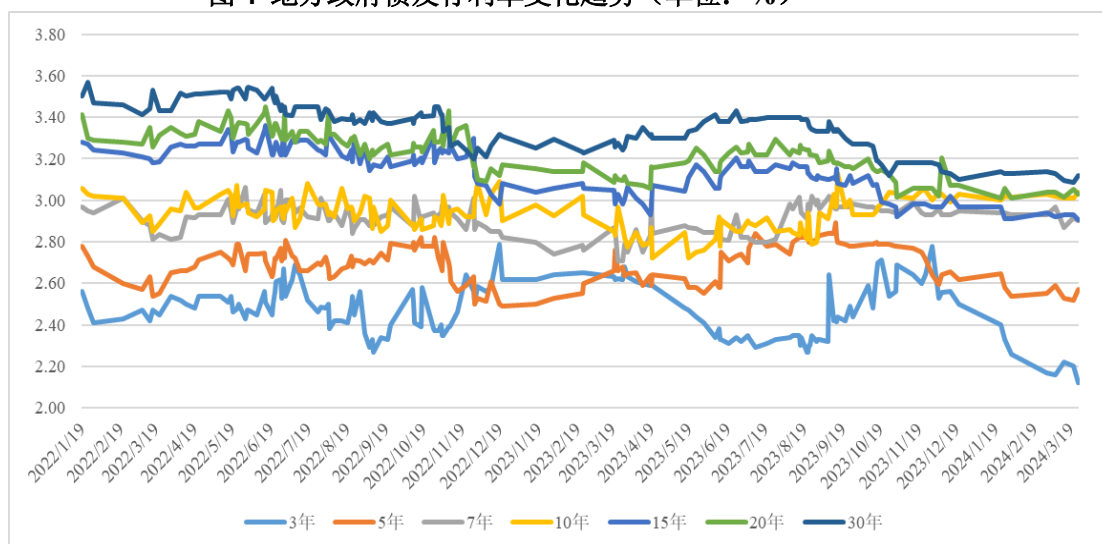


注：上海、青海和西藏 2024 年一季度未发行债券，对应再融资债券发行占比情况未在上图显示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 利率与利差分析

2023 年 11 月以来，受央行降息、债市呈现“资产荒”状态导致利率中枢整体下行影响，地方政府债券平均发行利率持续下降。2023 年 1—2 月，整体利率走势稳中有升；3—6 月，利率走势有所下降；7—11 月，受跨季及政府债供给放量等因素影响，地方政府债券发行利率整体在波动中有所回升；2023 年 11 月以来，受央行降息、债市呈现“资产荒”状态导致利率中枢整体下行影响，地方政府债券平均发行利率持续下降。2024 年 1—3 月，地方政府债券平均发行利率为 2.51%，其中一般债券平均发行利率为 2.49%，专项债券平均发行利率为 2.52%。

图 4 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）

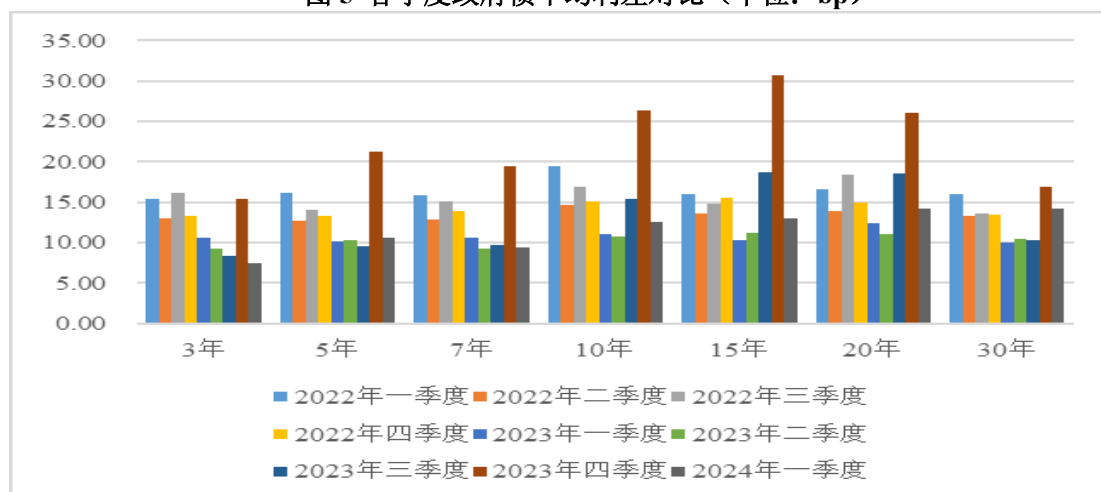


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2024 年 1—3 月，地方债发行利差环比大幅收窄；各省（市、自治区）发行利差明显收敛；平均发行利差最高和最低的省份分别为贵州和福建。2023 年一季度地方债发行利差为 10.82bp，二季度进一步收窄至 10.49bp，三季度发行利差扩至 13.52bp，四季度以来受特殊再融资债券供给压力影响，发行利差显著扩大至 22.06bp。2024 年一季度，平均利差环比大幅收窄至 11.76bp，略高于 2023 年同期。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，2024 年一季度，在整体利差下行的大环境下，平均发行利差最高的省份为贵州（22.01bp），其次是湖南（21.99bp），在 15bp~20bp 区间的是天津、内蒙古、江西、海南、河北和湖北，其余省份均不超过 15bp，其中，利差从高到低排序，位居后五位省份分别是福建（6.51bp）、云南（6.74bp）、浙江（7.14bp）、江苏

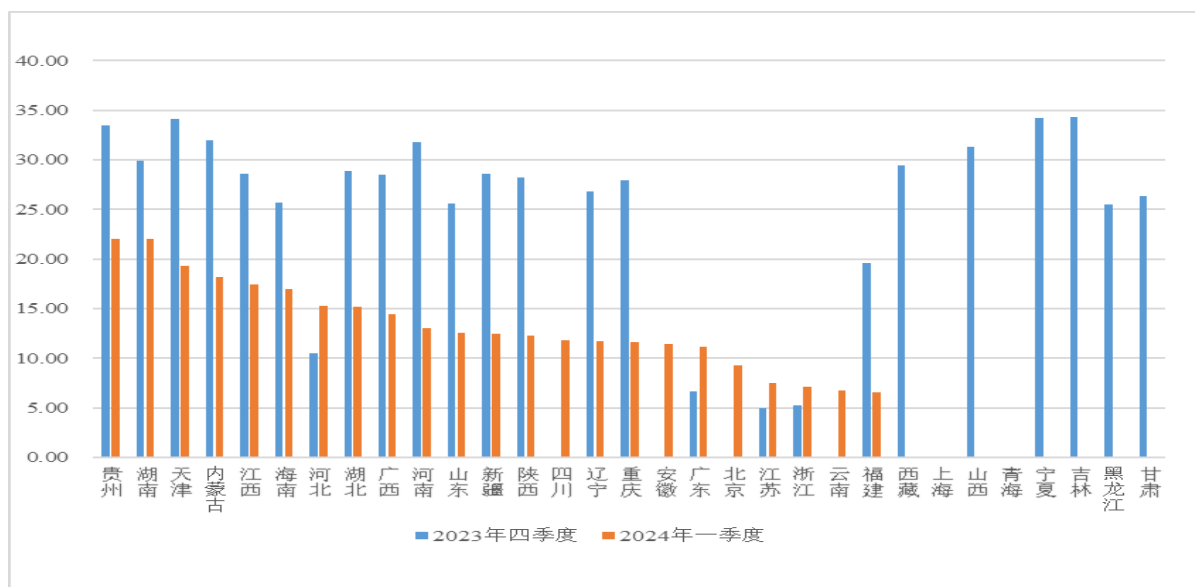
（7.52bp）和北京（9.25bp），均不超过 10bp。从各省份利差环比变动情况来看，2024 年 1—3 月平均利差收窄最明显的是河南省，从 2023 年四季度的 31.82bp 降至 2024 年一季度的 12.98bp，大幅收窄 18.84bp，利差提升最明显的是河北，2024 年一季度平均利差 15.32bp，较 2023 年四季度上升 4.82bp。

图 5 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 6 2023 年四季度—2024 年一季度各省（市、自治区）10 年期政府债平均利差对比（单位：bp）



注：部分省份在 2023 年四季度或 2024 年一季度未发行 10 年期政府债券，故未在上图列示
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

表 4 2023 年及 2024 年一季度各省（市、自治区）10 年期政府债券分季度平均利差

（单位：bp）

省份	2023 年				2024 年一季 度
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	
重庆	13.99	7.10	14.94	27.93	11.66
浙江	8.52	10.96	2.48	5.24	7.14
云南	10.72	--	11.91	--	6.74
新疆	15.18	9.82	19.11	28.60	12.49
西藏	--	--	7.70	29.41	--
天津	10.93	--	12.98	34.12	19.31
四川	9.79	11.74	15.62	--	11.82
上海	11.96	--	6.18	--	--
陕西	11.52	12.08	16.95	28.23	12.24
山西	14.32	12.50	17.89	31.37	--
山东	9.38	6.83	12.15	25.64	12.53
青海	--	12.49	24.24	--	--
宁夏	16.48	16.23	20.65	34.23	--
内蒙古	14.97	14.81	22.70	32.01	18.21
辽宁	13.78	13.74	19.59	26.86	11.71
江西	10.14	15.51	24.22	28.61	17.43
江苏	11.73	5.23	3.00	4.98	7.52
吉林	--	10.31	23.04	34.28	--
湖南	10.49	11.81	22.34	29.89	21.99
湖北	8.66	9.90	12.11	28.87	15.15
黑龙江	14.39	14.81	7.20	25.54	--
河南	6.98	9.81	17.24	31.82	12.98
河北	9.74	11.72	25.75	10.50	15.32
海南	14.74	12.14	17.72	25.73	16.92
贵州	12.30	17.38	17.98	33.47	22.01
广西	--	9.67	--	28.52	14.42
广东	8.57	8.76	10.87	6.69	11.15
甘肃	14.24	16.00	25.67	26.32	--
福建	9.91	7.87	11.51	19.61	6.51
北京	10.86	2.49	--	--	9.25
安徽	10.49	11.74	17.85	--	11.42

注：“--”代表该省份当期未发行 10 年期政府债，无法获取利差数据

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

2024 年 1—3 月，专项债募集资金主要投向城市基础设施、交通基础设施及棚改项目。其中，单一用于城市基础设施建设的专项债券发行金额相当于 2023 年全年的 54.34%；用于交通基础设施类项目的专项债券发行金额占比大

幅提升至 20%以上。

表 5 专项债主要资金用途及占比（单位：亿元）

项目	2021 年		2022 年		2023 年		2024 年 1—3 月	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
棚改	4221.76	20.79	2191.24	11.70	2213.36	11.66	492.34	11.54
城乡发展	2132.98	10.50	2774.72	14.82	3506.67	18.47	287.40	6.74
城市基础设施	2192.94	10.80	4062.32	21.70	2544.65	13.40	1382.76	32.41
水利环保	971.82	4.79	2607.18	13.93	3070.48	16.17	38.06	0.89
收费公路	1324.32	6.52	1252.60	6.69	1413.44	7.44	155.52	3.65
产业园区	3677.90	18.11	3408.76	18.21	1559.91	8.22	399.40	9.36
民生事业	1933.13	9.52	340.24	1.82	326.95	1.72	200.57	4.70
交通基础设施	1108.94	5.46	821.18	4.39	564.39	2.97	1173.28	27.50
教育医疗	114.96	0.57	7.50	0.04	741.16	3.90	34.15	0.80
铁路轨道	114.00	0.56	73.20	0.39	295.14	1.55	16.33	0.38
文旅	9.96	0.05	0.00	0.00	372.81	1.96	4.53	0.11
乡村振兴	421.39	2.08	295.97	1.58	94.99	0.50	11.40	0.27
旧改保障房	487.82	2.40	256.21	1.37	99.34	0.52	10.35	0.24
支持中小银行	1594.00	7.85	630.00	3.37	2182.80	11.50	60.20	1.41
合 计	20305.92	100.00	18721.12	100.00	18986.09	100.00	4266.29	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

二季度发行节奏有望加快，一揽子化债背景下高风险重点省份发债仍将以再融资为主。受 2023 年底增发的特别国债资金逐步落地降低地方政府债券融资需求，以及 12 个重点省份严控政府投资政策影响，2024 年一季度，地方政府债券发行总额较上年同期下降 25.40%，发行节奏偏慢。央行公布的 4 月社会融资数据显示，当月新增社融规模-1987 亿元，为 2005 年 11 月来首次出现负值，其中地方债融资-984 亿元（去年同期为 4550 亿元左右），主要受地方债发行进度偏慢、国债到期规模大影响。在当前居民融资需求走弱、城投新增融资受限及地产债发行困难限制企业债券新增规模的大背景下，预计 5-6 月地方债及特别国债发行有望提速。截至 2024 年 5 月 14 日，35 个省、计划单列市披露了二季度发行计划，合计约 2.19 万亿，其中新增债约 1.33 万亿，再融资债约 0.86 万亿，新增债规模较一季度大幅增长；从地区分布来看，高风险重点省份仍将以发行再融资债为主。4 月 30 日，中央政治局会议指出要加快专项债发行、使用进度；预计二季度专项债发行有望提速，一揽子化债背景下高风险重点省份发债将以

再融资为主。

超长期特别国债发行助力央地债务结构优化，预计后期地方债发行利率或小幅上涨。特别国债方面，《政府工作报告》提出从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重点战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿；财政部于 5 月 13 日披露了 2024 年超长期特别国债发行安排，将分别于 5 月 17 日、5 月 24 日和 6 月 14 日进行 30 年期、20 年期和 50 年期超长期特别国债的首发，11 月中旬发行完毕；首批 30 年期、20 年期特别国债发行利率分别为 2.57% 和 2.49%。去年 11 月以来，市场利率中枢下行明显，长期国债收益率持续下行。央行一季度货币政策委员会例会新闻稿中提到“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。4 月下旬，央行有关部门负责人在接受《金融时报》采访时表示，长期国债收益率主要反映长期经济增长和通胀的预期，但同时也会受到供求关系等其他因素的扰动；当前我国经济长期向好的基本面没有改变，央行对经济增长前景是长期看好的，但供求关系等因素也会对长期国债收益率带来短期扰动。考虑到 1 万亿特别国债及新增地方债将于二、三季度集中发行，预计后期地方债发行利率可能出现小幅上涨。此外，超长期特别国债的发行在更好地匹配长周期重大项目资金需求的同时，亦有助于优化央地债务结构，可在一定程度上缓解地方财政压力。

专项债资金监管将继续强化，侧重提升资金使用效益。2022 年，多省份审计报告披露，大量专项债项目的实际收益与测算收益差距大，容易导致偿付风险。2023 年 6 月审计署发布的《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。专项债偿债资金纳入政府性基金预算管理，近年来专项债持续扩容但项目收益偏低，叠加政府性基金收入的下降，专项债付息压力进一步加大。监管层强调对专项债项目的穿透式监测，不断强化专项债券“借、用、管、还”全流程管理，促进资金安全、规范、高效使用。考虑到专项债大幅扩容的同时，仍存在部分项目收益偏低、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，后续政策将兼顾扩大专项债使用范围及提升资金使用效益，以更好发挥稳增长功效。

建立全口径地方债务监测监管体系，地方政府债务严监管态势仍将持续。

2023 年以来，部分地方政府偿债压力加大，引发市场担忧。2023 年 7 月，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，债务监管口径或扩大至城投企业全部债务，鉴于城投企业隐性债务与经营性债务区分难度大，相关政策调整也更加符合地方政府债务化解的实际情况。2024 年《政府工作报告》提出，要稳妥有序处置风险隐患，统筹好地方债务风险化解和稳定发展，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险，健全风险防控长效机制，完善全口径地方债务监测监管体系，再次表明中央政府或将对地方政府债务和城投企业债务进行“合并监管”。财政部提出要统筹好地方债务风险化解和稳定发展，坚持省负总责、市县尽全力化债，进一步落实一揽子化债方案；要健全防范化解隐性债务风险长效机制，加强部门协调配合，完善监管制度；严肃查处各类违法违规举债行为，加大问责结果公开力度，坚决防止一边化债、一边新增。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，地方政府债务严监管态势仍将持续。

特殊再融资债券发行规模存在扩充空间，重点区域或将是发行主力军。去年 7 月，政治局会议启动一揽子化债方案，随后的 9 月，特殊再融资债券重启发行，截至 2023 年底共发行 1.39 万亿。根据财政局披露数据，截至 2023 年底，全国地方政府债务余额 40.73 万亿，限额 42.16 万亿，2024 年特殊再融资债券发行的理论上限为 1.43 万亿。自 2 月 2 日贵州发行 2024 年首笔特殊再融资债券以来，截至 5 月 7 日，特殊再融资债券累计发行 890.98 亿元，发行规模远低于预期。今年 2 月，国务院常务会议指出，要坚持改革创新，强化配套政策支持，进一步推动一揽子化债方案落地见效。考虑到当下各地财政负担加重、债务化解承压的背景，以及后期积极财政的延续，特殊再融资债券发行规模存在扩充空间，且重点地区或将是发行主力军。