



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

# 一揽子化债严防地方政府债务风险 特殊再融资债重启发行

——2023 年前三季度地方政府债券市场观察

2023.11



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](http://www.lhratings.com) [lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com)

# 一揽子化债严防地方政府债务风险 特殊再融资债重启发行

## ——2023 年前三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 邹洁 张永嘉

2023 年前三季度，地方政府债券相关政策主要体现在强调专项债效能、制定实施一揽子方案防范风险和建立地方债务监管长效机制等方面，地方债发行规模超 7 万亿，突破历年同期高峰。在税收、土地等财政收入端承压背景下，特殊再融资债重启发行。从短期来看，特殊再融资债重启发行有利于稳定市场预期，缓释短期流动性风险；从中长期来看，特殊再融资债券化债将隐性债务转化为显性债务，但债务规模并未减少，地方政府债务管理长效机制仍待完善。

### 一、地方政府债券相关政策梳理

随着前期出台的一系列稳增长政策措施效果逐步显现，2023 年前三季度，我国主要经济指标总体恢复向好，当期实现国内生产总值（GDP）91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。但同时，当前外部环境更趋复杂严峻，我国经济仍面临世界整体经济下行压力增大、国内需求仍显不足等因素制约，经济回升向好基础仍需巩固。2023 年年初的《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。此后，2023 年下半年，经济工作更加体现稳中求进的总基调，持续加大宏观政策调控力度，着力扩大内需、提振信心、防范风险。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，同时财政政策在宽松中更加兼顾稳增长和防风险相统筹，更加注重政府债务管控长效机制建立，通过用好管好政府债务来推动经济高质量发展。2023 年以来，地方政府债券相关政策主要体现在地方债发行规模再创高峰、强调发挥专项债效能、一揽子化债方案助力地方存量债务化解、遏制新增地方政府隐性债务和建立地方债务监管长效机制等方面。上述政策向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心，对稳定经济增长发挥了积极作用。具体看，2023 年以来地方债相关政策举措如下：

一是积极的财政政策加力提效，前三季度地方政府债券发行规模再创高峰。地方政府债券作为积极的财政政策的重要工具，在稳投资、稳增长中持续发挥积

极作用。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 0.15 万亿元，较为充足的限额为保持财政支出强度、拉动投资及稳定宏观经济提供重要支撑。在下达发行额度的同时，国务院提出，将加力提效实施好积极的财政政策，推动各项财税政策尽早落地见效，2023 年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕。在积极财政政策推动下，2023 年前三季度，地方政府债券累计发行 1799 支，金额合计 70662.87 亿元，其中，新增债券 40968.60 亿元，再融资债券 29694.26 亿元；发行总额相当于 2022 年全年的 96.07%，为上年同期的 111.31%、当年新增额度的 156.42%。2023 年前三季度地方债发行总额及新增规模均创出历年同期高峰。

**二是适量扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，同时提升债券资金使用效率和效益，更好发挥专项债促投资、稳增长效能。**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，财政部部长刘昆提到，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。在此基础上，国务院办公厅先后把充电基础设施和旅游等投向领域新纳入地方政府专项债券支持范围。在专项债使用及管理上，财政部持续部署

加快专项债使用进度，要求 2023 年用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕。此外，10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议批复提前下达 2024 年部分地方新增债务限额事项，有助于地方政府提前谋划、实施和储备优质项目，保障重点项目资金需求。在加快专项债使用节奏的同时，要求各地方政府严格把控专项债券项目管理。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》中，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。2023 年 8 月，《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》指出，要完善地方政府专项债券项目管理，严禁将专项债券用于各类楼堂馆所、形象工程和政绩工程以及各类非公益性资本支出项目，严格执行违规使用地方政府专项债券处理处罚机制，全面压实主管部门和项目单位管理责任。

**三是一揽子化债方案逐步落地，特殊再融资债券重启发行，助力化解地方存量债务风险。**2023 年 7 月 24 日，中共中央政治局会议首次新增提出“制定实施一揽子化债方案”，8 月 28 日，在十四届全国人大常委会第五次会议审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时进一步强调“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，标志着一揽子化债政策进入落地阶段。其中，四季度重启发行的特殊再融资债券成为一揽子化债方案的重要工具。自 10 月 6 日，内蒙古发布首轮 663.2 亿元特殊再融资债券信息披露文件，明确用于“偿还存量债务”以来，截至 10 月底，24 个省市陆续发行特殊再融资债券，发行总额累计超万亿。历史上，特殊再融资债券在 2020 年 12 月~2021 年 9 月以及 2021 年 10 月~2022 年 6 月出现过两轮发行高峰，分别用于建制县隐性债务化解试点及全域无隐性债务试点，第一轮发行 6278 亿元、第二轮发行 5041.8 亿元，本轮特殊再融资债券较以往两轮发行规模更大、节奏更快且一般债券占比更高。特殊再融资债券通过以时间换空间、引导隐性债务显性化，可降低地方政府债务偿还压力，缓释城投短期流动性风险。10 月 24 日，全国人大常委会批准中央财政将在今年四季度增发 2023 年国债 1 万亿元，作为特别国债管理，1 万亿元国债由中央转移支付，全部划拨地方使用，特别国债资金用途将主要围绕灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力方面，且纳入国家赤字安排，无需地方政府偿还，发行

特别国债系通过中央财政加杠杆的方式，优化中央和地方政府债务结构，帮助地方减轻财政压力、缓解债务困难，同时稳定债券市场预期。此外，对于地方融资平台存量经营性债务，要求银行等金融机构积极稳妥支持地方债务化解。2023年8月18日召开的中国人民银行、国家金融监管总局以及证监会电话会议要求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年9月20日召开的国务院政策例行吹风会再次强调要指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，建立常态化的融资平台金融债务监测机制。2023年10月21日，在第十四届全国人民代表大会常务委员第六次会议上，中国人民银行行长提出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。2023年11月8日，中国人民银行行长提出，引导金融机构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，“必要时，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”。

**四是保持强监管态势，杜绝新增隐性债务，推动建立地方债务监管长效机制。**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，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。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。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。2023 年 6 月 5 日，新华社《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。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上，全国人大财经委建议，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管。2023 年 8 月发布的《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》提出“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 年 10 月 30 日至 31 日举行的中央金融工作会议明确提出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。意味着中央更加重视在中长期持续性、制度化、体系化防范及化解地方债务风险，防范及化解的地方债务类型不仅包括隐性债务，还包含融资平台经营性债务等非隐性债务，强化全口径监管。同时在债务管理方面完善中央及地方事权责任，探索形成央地协调、不同部门分工合作的监管新框架。与此相适应的，2023 年以来中央更加注重加强地方融资平台债务监管，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。此外，2023 年 10 月 21 日，《国务院关于金融工作情况的报告》提出，要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。

**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 <b>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</b> 。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。 <b>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”。</b>
2023.03.01	国务院	国新办：财政贯彻落实党的二十大精神重大决策部署	<b>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。</b> 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。 <b>2023 年，将在重点支持现有 11 个领域项目建设基础上，</b>

			适当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计划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展计划草案的报告》	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综合治理，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、早晚要干、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。
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。
2023.10.21	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员会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。

资料来源：联合资信整理

## 二、2023 年三季度地方政府债券市场回顾

### 1. 发行概况

2023 年前三季度，地方债发行规模再创新高，再融资债券占比较高，特殊再融资债券重启，地方偿债高度依赖借新还旧。2023 年前三季度，地方政府债券累计发行 1799 支，金额合计 7.07 万亿元，相当于 2022 年全年的 96.07%，同比增长 11.31%。其中，新增债券 40968.60 亿元，再融资债券 29694.26 亿元。前三季度地方债发行总额规模为历年同期高峰，再融资债券占比为 42.02%，同比增加 9.38 个百分点；此外，为缓解地方政府隐性债务风险，各省市陆续启动特殊再融资债券发行工作，10 月 6 日，内蒙古发布 2023 年首笔特殊再融资债券信息披露文件，今年 10 月，24 个省市累计发行特殊再融资债券约 1 万亿元，地方偿债高度依赖借新还旧。从资金用途看，2023 年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占 68.22%，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 年前三季



度地方政府债券到期金额为 32359.53 亿元，净融资额为 38303.34 亿元。

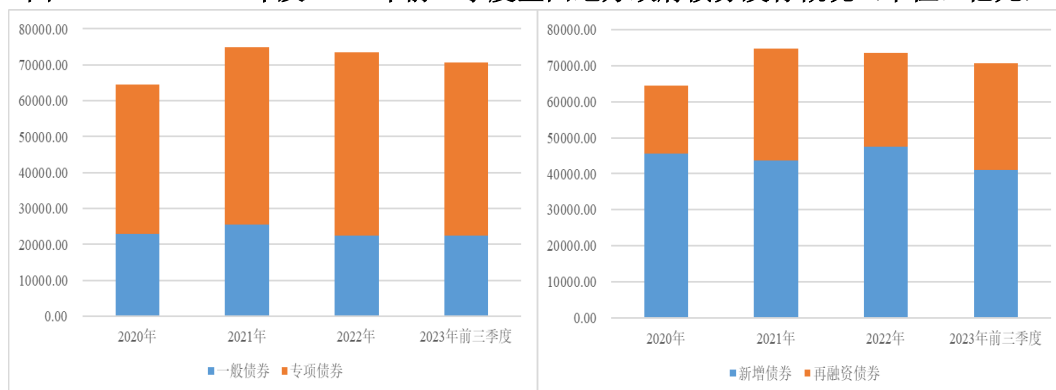
表 2 2015—2022 年及 2023 年前三季度全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 前三季度
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1848	1991	2145	1799
发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	70662.87
其中：一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	22456.47
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	48206.40
其中：新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	40968.60
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	29694.26
其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	70662.87
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	4208.63
5 年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	9937.21
7 年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	11732.99
10 年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	16533.03
15 年期	--	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8337.18
20 年期	--	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10121.97
30 年期	--	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	9768.80

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 年前三季度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 年前三季度，10 年期及以上债券占比有所回落，新发地方政府债券加权平均发行期限为 13.17 年，发行期限逐季缩短。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，2022 年发行债券中专项债券的占比有所增长，10 年期及以上债券占比增至 66.01%；2023 年前三季度，10 年期及以上债券占比回落至 63.34%。从发行期限看，2020 年—2022 年及 2023 年前三季度，地方政府债的加权平均发行期限分别为 14.65 年、11.95 年、13.23 年和 13.17 年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为 14.70 年、7.71 年、7.93 年和 7.71 年，专项债券的加权平均发行期限分别为 14.62 年、14.17 年、15.54 年和 15.71 年。此外，第三季度地方债加权平均发行期限分别较第一、第二季度缩短 3.04 年和 2.30 年，其中第三季度一般债券加权平均发行期限分别较第一、第二季度缩短 1.12 年和 0.81 年，第三季度专项债券加权平均发行期限分别较第一、第二季度缩短 3.93 年和 1.22 年，2023 年前三季度地方债发行期限逐季缩短。

**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%	6191.36
8	5694.69		11997.22		8797.28		3909.42		13089.39
9	2195.81		7205.44		7378.44		3010.84		7701.07
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%	70662.87

注：尾差系四舍五入所致

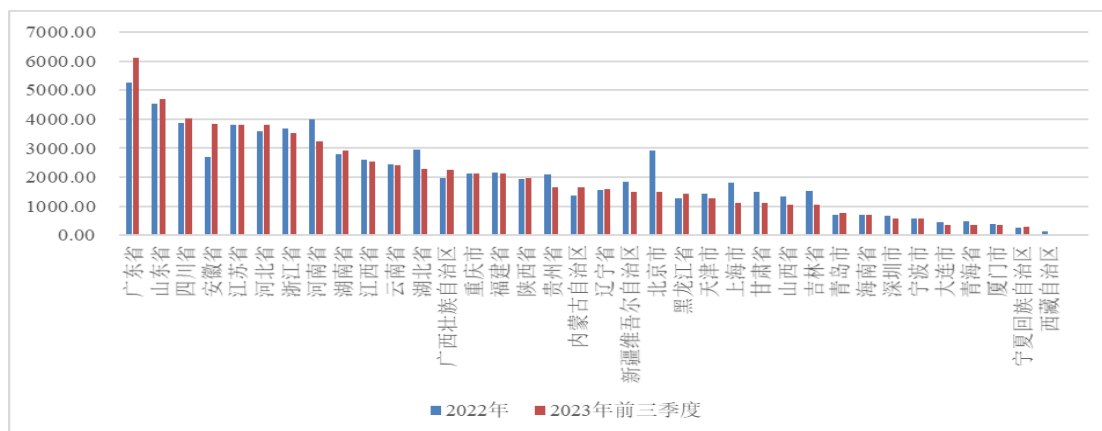
资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

为助力稳增长，2023 年前三季度地方政府债发行进度前置，年内再融资债券发行压力较大。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 年前三季度，全国地方政府债券中新增债券发行已达到当年新增债务限额的 90.64%，发行进度再度前置；考虑到 2023 年 10—12 月地方政府债券到期规模合计 4284.40 亿元，且 2023 年各省市特殊再融资债券将于第四季度集中发行，年内再融资债券的发行压力较大。

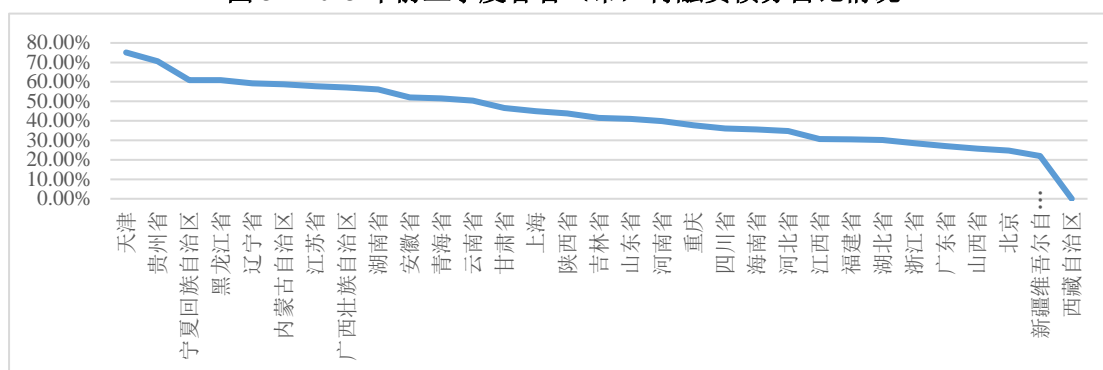
**2023 年前三季度，各省市发行规模仍保持明显分化；天津、贵州省等地高度依赖借新还旧。**2023 年前三季度，全国各省级行政区和 5 个计划单列市均有地方政府债券发行，但各省市发行规模仍保持明显分化。整体看，2023 年前三季度地方政府债券发行规模前三名的地区为广东、山东和四川，其 2023 年前三季度的发行规模分别相当于 2022 年全年的 115.93%、103.95%和 103.57%，均超过全国 96.07%的平均水平。从净融资额来看，2023 年前三季度，广东省和山东省净融资额超 3000.00 亿元，浙江省、河北省、四川省、河南省和安徽省等 12 个省份净融资额均超千亿。从再融资债券占比来看，天津和贵州省前三季度再融资债券占比均超过 70.00%，其地方债券偿付高度依赖借新还旧，北京、山西省、广东省和浙江省再融资债券占比均低于 30.00%，其区域偿债能力相对较强，借新还旧的依赖相对较弱。

图 2 2022 年及 2023 年前三季度各省（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

图3 2023年前三季度各省（市）再融资债券占比情况

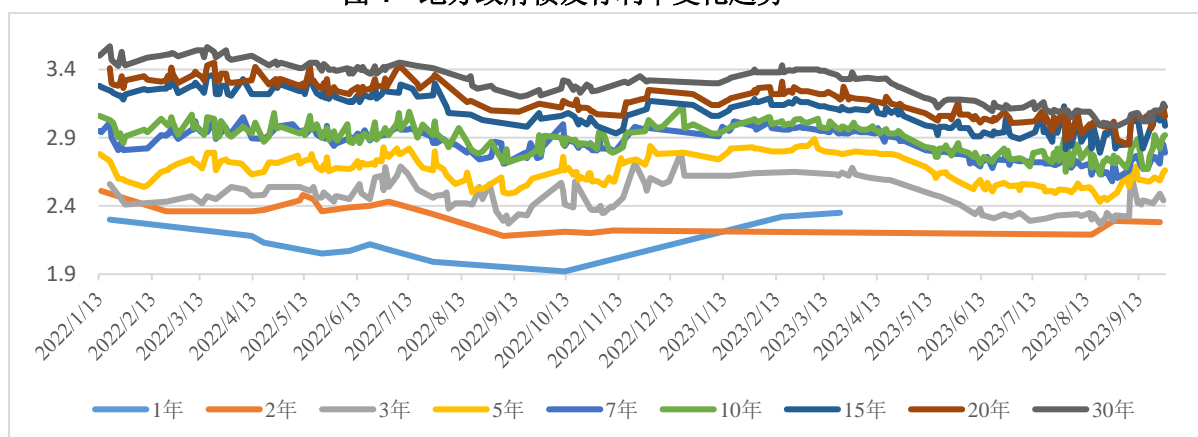


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## 2. 利率与利差分析

2023年前三季度，地方政府债券发行利率先降后升，整体小幅下降。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年至2023年前三季度，地方政府债券发行利率整体在波动中有所下降。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，受跨季及政府债供给放量等因素影响，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；3—6月，2年期及以上政府债券利率走势小幅下降；7—9月，地方政府债券发行利率整体在波动中有所回升。2023年前三季度地方政府债券平均发行利率2.91%，其中一般债券平均发行利率2.75%，专项债券平均发行利率2.94%。

图4 地方政府债发行利率变化趋势



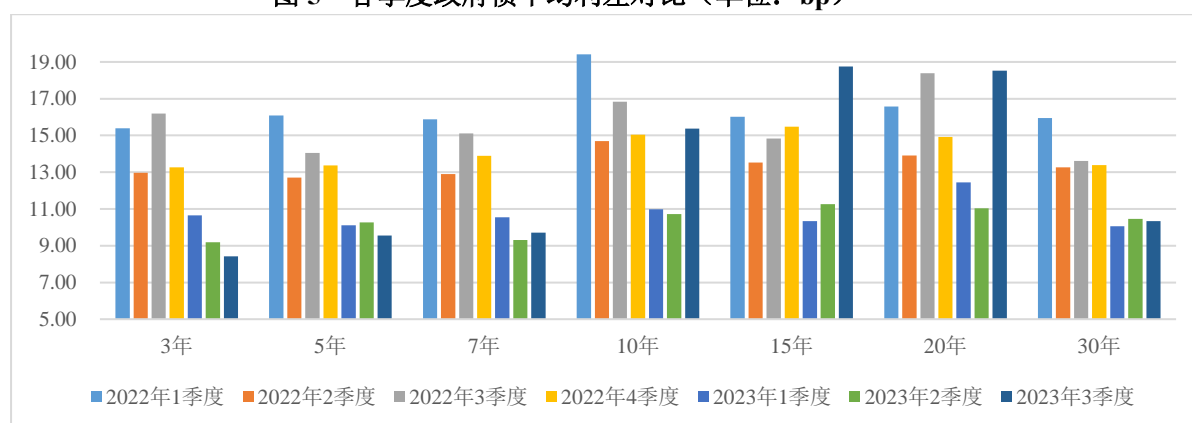
资料来源：联合资信根据 Wind 整理



2023 年前三季度，发行利差有所收窄，区域利差差异有所扩大。2023 年以来，地方债发行利差较 2022 年全年水平（15bp 左右）有所收窄，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，三季度发行利差扩至 13.52bp。

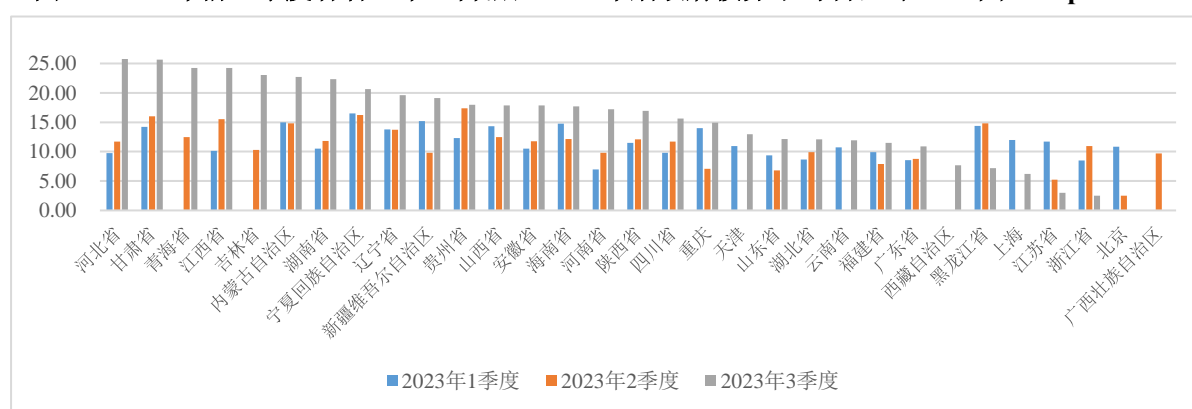
各省份发行利差环比数据方面，以发行量最大的 10 年期地方债为样本，2023 年二季度，发行利差环比上升超过 5bp 的省份为贵州省和江西省，环比下降超过 5bp 的省份为北京市和重庆市，其余省份发行利差较 2023 年一季度小幅波动；2023 年三季度，河北省、天津市、吉林省、云南省和青海省等地利差环比扩大，江苏省、北京市、黑龙江省和浙江省等地利差环比下降，各省份间发行利差最大值与最小值差异由一季度的 9.50bp 扩大至三季度的 23.27bp。

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 年前三季度各省（市、自治区）10 年期政府债券平均利差对比（单位：bp）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

**表 4 2022 年及 2023 年前三季度各省（市、自治区）10 年期政府债券分季度平均利差**  
(单位: bp)

省份	2022 年				2023 年		
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度	2 季度	3 季度
重庆	15.79	12.66	21.80	19.23	13.99	7.10	14.94
浙江省	12.49	9.99	9.61	13.90	8.52	10.96	2.48
云南省	27.38	11.65	--	14.22	10.72	--	11.91
新疆	26.01	26.69	23.23	22.47	15.18	9.82	19.11
西藏	--	24.06	--	13.73	--	--	7.70
天津	13.72	11.50	17.56	13.36	10.93	--	12.98
四川省	18.01	15.13	9.46	17.98	9.79	11.74	15.62
上海	15.23	--	10.41	7.98	11.96	--	6.18
陕西省	28.02	13.85	21.06	18.83	11.52	12.08	16.95
山西省	26.02	13.67	17.75	20.47	14.32	12.50	17.89
山东省	21.73	13.79	--	12.11	9.38	6.83	12.15
青海省	22.73	24.16	--	20.67	--	12.49	24.24
宁夏	--	21.86	--	18.82	16.48	16.23	20.65
内蒙古	27.21	25.82	--	28.59	14.97	14.81	22.70
辽宁省	24.24	25.04	23.56	23.73	13.78	13.74	19.59
江西省	15.78	14.62	15.49	19.88	10.14	15.51	24.22
江苏省	16.39	7.78	10.32	--	11.73	5.23	3.00
吉林省	24.26	14.97	22.53	--	--	10.31	23.04
湖南省	16.18	9.00	15.21	10.13	10.49	11.81	22.34
湖北省	10.61	10.21	10.01	12.81	8.66	9.90	12.11
黑龙江省	23.88	23.92	26.08	15.16	14.39	14.81	7.20
河南省	25.83	13.49	--	13.10	6.98	9.81	17.24
河北省	16.32	12.14	8.50	9.25	9.74	11.72	25.75
海南省	26.00	13.59	--	14.69	14.74	12.14	17.72
贵州省	24.14	14.95	--	14.22	12.30	17.38	17.98
广西	15.32	17.28	19.90	--	--	9.67	
广东省	16.34	10.36	12.08	12.85	8.57	8.76	10.87
甘肃省	23.00	12.98	26.75	17.81	14.24	16.00	25.67
福建省	20.09	11.99	--	7.86	9.91	7.87	11.51
北京	11.00	9.32	--	--	10.86	2.49	
安徽省	27.74	13.57	--	16.75	10.49	11.74	17.85

注：“--”代表当期未发行政府债，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

2023 年前三季度，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。其中，用于城市基础设施建设的专项债券发行金额相当于 2022 年全年的 89.46%。

**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 年前三季度	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
棚改	3945.31	14.75	4221.76	20.79	2191.24	11.70	1907.13	12.77
城乡发展	3718.27	13.90	2132.98	10.50	2774.72	14.82	1220.82	8.18
城市基础设施	3610.72	13.50	2192.94	10.80	4062.32	21.70	3634.03	24.34
水利环保	3223.71	12.05	971.82	4.79	2607.18	13.93	2342.73	15.69
收费公路	1895.67	7.09	1324.32	6.52	1252.60	6.69	838.58	5.62
产业园区	2963.65	11.08	3677.90	18.11	3408.76	18.21	2769.22	18.55
民生事业	3509.95	13.12	1933.13	9.52	340.24	1.82	102.64	0.69
交通基础设施	1890.90	7.07	1108.94	5.46	821.18	4.39	440.51	2.95
教育医疗	664.29	2.48	114.96	0.57	7.50	0.04	9.00	0.06
铁路轨道	566.08	2.12	114.00	0.56	73.20	0.39	45.40	0.30
文旅	136.87	0.51	9.96	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
乡村振兴	123.22	0.46	421.39	2.08	295.97	1.58	93.06	0.62
旧改保障房	141.74	0.53	487.82	2.40	256.21	1.37	3.40	0.02
支持中小银行	353.00	1.32	1594.00	7.85	630.00	3.37	1523.00	10.20
合 计	<b>26743.39</b>	<b>100.00</b>	<b>20305.92</b>	<b>100.00</b>	<b>18721.12</b>	<b>100.00</b>	<b>14929.53</b>	<b>100.00</b>

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

稳增长及到期压力下，全年发行规模有望创历史新高。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。2023 年前三季度，全国地方政府债券的发行规模相当于 2022 年全年的 96.07%，同比增速为 11.31%，发行进度再度前置。10 月 24 日，十四届全国人大常委会第六次会议批复提前下达 2024 年部分地方新增债务限额，有助于继续加快地方政府债券发行进度。截至 10 月底，29 个地方政府披露了四季度债券发行计划，发行金额合计 7981 亿元，其中新增债券 4815 亿元，再融资债券 3166 亿元，2023 年 10—12 月地方政府债券到期规模合计 4284.40 亿元，年内再融资债券的发行压力较大。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 1523 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）。

**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。2023年8月，《2023年上半年中国财政政策执行情况报告》指出，要完善地方政府专项债券项目管理，严禁将专项债券用于各类楼堂馆所、形象工程和政绩工程以及各类非公益性资本支出项目，严格执行违规使用地方政府专项债券处理处罚机制，全面压实主管部门和项目单位管理责任。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。预计年内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态势仍将持续。**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，在国务院新闻办公室举行的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。2023年8月发布的《2023年上半年中国财政政策执行情况报告》提出，中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作，同时，要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。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。

**特殊再融资债券重启发行，呈现“规模大、节奏快、以一般债为主”三个特征，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 18 日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开电视会议，研究落实金融支持实体经济发展和防范化解金融风险有关工作，要求金融部门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。8 月 22 日，根据财新周刊报道，中央计划允许地方政府发行 1.5 万亿特殊再融资债券，以帮助包括天津、贵州、云南、陕西和重庆等 12 个偿债压力较大的省份和地方偿还债务。8 月 28 日，十四届全国人大常委会第五次会议审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》时进一步强调“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，一揽子化债政策进入落地阶段，特殊再融资债券成为一揽子化债方案的重要工具。

10 月 6 日，内蒙古自治区发布再融资一般债（九期至十一期）信息披露文件，拟发行 663.2 亿元特殊再融资债券，明确用于“偿还存量债务”，特殊再融资债券发行正式重启。随后，天津、辽宁、重庆、云南等省市自治区也陆续发行特殊再融资债券，截至 10 月 31 日，共计 27 个省市自治区（含计划单列市）披露超 1 万亿的特殊再融资债券发行计划，其中内蒙古、云南发行规模超千亿，10 月是集中发行期。

**表 6 截至 2023 年 10 月底各省市自治区特殊再融资债券发行情况（单位：亿元）**

地区	披露时间	发行规模		合计
		再融资一般债	再融资专项债	
内蒙古自治区	10 月 6 日	663.20	--	663.20
天津市	10 月 6 日	210.00	--	210.00
辽宁省	10 月 9 日	729.42	141.00	870.42
重庆市	10 月 9 日	421.90	--	421.90
云南省	10 月 9 日	533.00	--	533.00
广西壮族自治区	10 月 9 日	224.80	273.20	498.00
内蒙古自治区	10 月 10 日	229.60	174.20	403.80
青海省	10 月 10 日	54.00	42.00	96.00
吉林省	10 月 10 日	250.00	--	250.00

江西省	10月11日	69.70	86.30	156.00
福建省	10月12日	126.10	155.90	282.00
宁夏回族自治区	10月12日	80.00	--	80.00
大连市	10月12日	110.18	25.40	135.58
甘肃省	10月12日	186.30	33.70	220.00
云南省	10月12日	543.00	--	543.00
山东省	10月12日	126.10	155.90	282.00
湖南省	10月13日	285.22	358.04	643.26
贵州省	10月13日	882.38	--	882.38
湖北省	10月13日	41.10	50.90	92.00
陕西省	10月17日	55.30	44.70	100.00
黑龙江省	10月18日	232.80	70.20	303.00
天津市	10月18日	327.55	410.49	738.04
江苏省	10月19日	116.70	144.30	261.00
吉林省	10月19日	287.00	153.23	440.23
新疆维吾尔自治区	10月20日	25.00	31.00	56.00
河北省	10月20日	123.80	153.20	277.00
广西壮族自治区	10月23日	125.00	--	125.00
山西省	10月24日	12.50	15.50	28.00
四川省	10月24日	125.20	154.80	280.00
河南省	10月24日	130.84	125.15	255.99
重庆市	10月25日	--	304.10	304.10
安徽省	10月31日	277.20	342.80	620.00
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>7604.89</b>	<b>3446.01</b>	<b>11050.90</b>

注：联合资信根据公司资料整理

特殊再融资债券首次出现于 2020 年 12 月，当时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；截至 2022 年 6 月底，上述三地合计发行特殊再融资债券 5043 亿元。与前两轮相比，此次特殊再融资债券的发行存在三个特征：一是规模更大，截至 2023 年 10 月 31 日，已经披露的拟发行特殊再融资债券规模已经超过 1 万亿元，已远超前两轮的 6128 亿元和 5043 亿元；二是节奏更快，第一轮历时 10 个月，第二轮历时 9 个月，而此轮发行集中在 10 月；三是结构上以一般债为主，截至 10 月 31 日，本轮已披露的特殊再融资债券中，一般债占比高达 68.82%，而前两轮的一般债占比均未超过 55%。

与之前传闻的 12 个债务风险较高的省份不同，截至目前，此次再融资债券

发行已覆盖了 25 个省市自治区，从试点省份披露的额度来看，截至 10 月 31 日，云南、内蒙古、天津、贵州和辽宁均超过 850 亿元，上述五个省市自治区债务率高，在全国排名靠后，债务压力大，而除天津外，其余四个省市自治区的财政经济实力也较弱；紧随其后的吉林、湖南、广西和重庆披露的额度均在 400~700 亿元，其面临的债务压力也偏大；黑龙江、山东、福建、四川、河北、江苏、河南、甘肃、江西和大连的披露额度在 100~303 亿元，上述区域普遍经济财政实力尚可，债务率在全国排名中游；陕西、青海、湖北、宁夏、新疆和山西的披露额度在 100 亿元及以下，除青海和新疆外，上述区域的债务率偏低，在全国排名靠前。

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 9 月底债务余额为 38.90 万亿元，控制在全国人大批准的限额之内，考虑四季度地方政府新发债券之后，预计仍有较大额度空间。特殊再融资债额度来自地方政府债务的结存限额，但是限额空间分布并不均匀，隐债出清的区域限额空间更大，债务压力较大的区域限额空间更少，考虑到中央财政通常会再进行限额的回收和二次分配，所以部分省份额度将有所突破（例如内蒙古自治区 10 月 6 日披露的拟发行额度已经突破所剩额度），预计债务负担更重的区域仍然有望获得更大的支持。

此轮特殊再融资债券用途为偿还存量债务，也即置换隐性债务，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”，一方面强化了隐性债务监管，另一方面也降低了地方债务成本负担，拉长债务周期，优化债务结构，缓解当前地方偿债压力，有助于地方债务风险防范化解。可以预计，后续还会有更多省份启动发行特殊再融资债券，已发行的省份，也可能会继续追加发行规模。

短期来看，特殊再融资债券的重启发行释放了稳妥信号，有利于稳定市场预期，缓释短期流动性风险；从中长期来看，特殊再融资债券化债治标不治本，只是将隐性债务转化为显性债务，债务规模并没有减少。总体看，“一揽子化债方案”应该是系列组合措施，地方政府债务管理长效机制仍待完善，更多防风险举措探索有望加快。