



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

# 2020 年地方政府债券市场回顾与展望

2020.12



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)

# 2020 年地方政府债券市场回顾与展望

联合资信公用事业一部 唐立倩 竺文彬 邱成

**摘要：**2020 年，地方政府债券相关政策主要体现在规模扩容、投向优化、发行及使用提速和加强地方政府债务管控等方面。从市场情况看，地方政府债券发行表现出期限明显拉长、发行利率先下后上、发行利差维持较低水平的特征。预计 2021 年地方政府债券发行规模将较 2020 年有所收缩，专项债务风险控制将加强，资金重点投向“两新一重”领域，利差仍将贴近指导区间下限。

## 一、2020 年地方政府债券相关政策梳理

2020 年初，中国经济及居民生活受新冠疫情冲击较大。为抗疫情、稳增长，积极的财政政策持续发力，新增地方政府债券规模大幅扩容。作为重要的逆周期调控工具，地方政府债券亦为疫情后公共卫生领域补短板和社会恢复发展提供了有力的资金保障。同时，地方政府债务管理在继续落实 43 号文的基础上，坚持“疏堵结合”“规范管理”的原则，强化专项债全周期管控，严控地方政府债务风险。整体看，2020 年以来地方政府债券相关政策主要体现在规模扩容、发行及使用提速、投向和期限优化、市场化水平进一步推进和地方政府债务管控加强等方面。上述政策向市场释放明确积极信号，巩固支持市场信心。相关政策举措主要涉及以下几个方面：

**一是扩容地方债发行额度，并强调加快发行使用。**基于年初新冠疫情冲击及稳增长需求，全国人大批准 2020 年新增地方政府债券规模 4.73 万亿；截至 11 月底，新增地方政府债券累计发行 4.49 万亿，为 2019 年全年的 146.79%，考虑再融资等债券后，全国地方政府债券累计发行 6.26 万亿，为 2019 年全年的 143.51%，发行规模整体扩容明显。同时，为保障重大项目建设推进，国务院和财政部多次强调加快地方政府专项债券发行和使用，防止债券资金滞留国库或沉淀在项目单位，扩大有效投资，有力拉动经济社会发展。

**二是优化专项债重点投资领域，积极支持“两新一重”建设，进一步扩大专项债资本金使用范围。**2020 年，地方政府专项债券在积极发挥经济拉动作用的基础上，更多体现疫情防控和补短板要求。7 月份，财政部下文要求专项债重点用

于国务院常务会议确定的交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目、民生服务、冷链物流设施、市政和产业园区基础设施等七大领域；积极支持“两新一重”、公共卫生设施建设中符合条件的项目。此外，围绕做好“六稳”“六保”工作，专项债投向领域进一步拓宽，允许地方政府专项债资金依法依规用于补充中小银行资本金，借金融杠杆为中小微企业、民营企业提供资金支持，保障其生存发展。而前期作为重点投向领域的土地储备和棚户区改造专项债券发行规模则明显压减，截至11月底发行规模仅为2019年的27.22%。

**三是优化地方债期限结构，合理控制筹资成本，提高资金使用效率。**区别于2018年地方债发行期限比例结构限制逐步放松和2019年取消期限比例结构，针对2020年以来地方债发行期限明显拉长，发行成本抬升、偿债责任后移等情况，财政部要求通过科学设计债券期限控制地方债筹资成本，并对一般债和专项债期限设置差异化指导，其中针对一般债券，要求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），避免资金被长期沉淀。对于专项债给予一定期限设置灵活性，专项债券与项目期限不匹配的允许在同一项目周期内接续发行，以保障项目资金来源，在获得省级财政部门同意的情况下允许调整专项债资金用途以提高资金使用效率。

**四是完善地方债发行机制，不断提升发行市场化水平。**发行渠道方面，财政部放开外资银行加入地方政府债券承销团的资格限制，不断拓宽发行渠道，促进地方政府债券投资主体多元化；在定价机制方面，财政部首次提出鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，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，有利于提升地方债利率市场化水平；信息披露方面，明确要求地方政府发债计划公开披露，并进一步加大专项债券信息披露力度，并要求信用评级机构充分评估专项债项目质量、收益平衡等情况，促进评级结果合理反映项目差异，提高评级结果有效性。

**五是严格防范专项债券风险，加速地方政府债监管制度建设。**国务院多次强调专项债坚持“资金跟着项目走”的原则，必须用于有一定收益的公益性项目，融资规模应与项目收益相平衡；强调项目储备和评估；要求从“借、用、管、还”等各个环节全方位加强专项债券管理，进一步细化全生命周期的风险管理。此外，

修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》从行政法规层面要求加强地方政府债务管理，主要包括地方财政部门应当建立健全地方政府债务风险评估指标体系，对债务高风险地区提出预警，监督化解债务风险。

**表 1 2020 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	政策要点
2020.1.6	财政部	放开外商独资银行、中外合资银行、外国银行分行加入地方政府债券承销团的资格限制，按程序吸收外资银行加入承销团
2020.2.11	财政部	提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，其中一般债限额 5580 亿元，专项债限额 2900 亿元。加上此前提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。
2020.3.3	国债协会	发布《地方政府债券信用评级业务自律规范指引》
2020.3.17	国常会	加快发行和使用按规定提前下达的地方政府专项债，抓紧下达中央预算内投资，督促加紧做好今年计划新开工的 4000 多个重点项目前期工作，加强后续项目储备。对重大项目审批核准等开设绿色通道
2020.3.27	中共中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设
2020.3.31	国常会	明确要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕
2020.4.3	国务院联防联控机制新闻发布会	今年专项债资金投向增加城镇老旧小区改造的领域，允许地方应急医疗救助、公共卫生等，特别是加大 5G 网络，人工智能、物联网等新兴基础设施建设。提高专项债作为重大项目资本金的比例，允许由去年的 20% 适当提高
2020.5.22	国务院全国人大会议	赤字目标拟按 3.6% 以上安排，拟安排新增地方政府一般债券 9800 亿元，专项债券 3.75 万亿元，提高专项债券可用作项目资本金的比例，中央预算内投资安排 6000 亿元，重点支持既促消费惠民又调结构增后劲的“两新一重”建设
2020.7.1	国常会	着眼增强金融服务中小微企业能力，允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金；允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。
2020.7.27	财政部	财政部《关于加快地方政府专项债券发行使用有关工作的通知》（财预〔2020〕94 号）提出，确保专项债券有序稳妥发行，力争在 10 月底前发行完毕；专项债期限统筹考虑投资者需求、到期债务分布等因素科学确定，降低期限错配风险，防止资金闲置
2020.8.6	财政部	财政部《2020 年上半年中国财政政策执行情况报告》提出，地方政府专项债券加快发行使用，较好发挥对经济的拉动作用
2020.8.20	国务院	修订后的《中华人民共和国预算法实施条例》明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、明确预算草案编制时间、加强地方政府债务管理、规范财政专户等
2020.11.04	财政部	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2020〕36 号）强调不断完善地方债发行机制，提升发行市场化水平；地方财政部门应当在每季度最后一个月 20 日前报送下季度地方债发行计划；优化地方债期限结构，合理控制筹资成本，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），10 年以上（不含 10 年）新增一般债券发行规模应当控制在当年新增一般债券发行总额的 30% 以下（含 30%）；规范承销团组建和管理，合理匹配权利义务
2020.12.18	财政部	《关于印发〈地方政府债券发行管理办法〉的通知》（财库〔2020〕43 号），对地方政府债券发行额度和期限、信用评级和信息披露、债券发行与托管等内容进一步明确

资料来源：联合资信整理

## 二、2020 年地方政府债券市场回顾

### 1. 发行概况

截至 2020 年 11 月底，全年地方政府新增债券发行计划已经基本完成，且未来三个月的到期债券规模相对较小，预计年内再融资债券发行需求不大，就全年而言，1—11 月的发行情况具有很高的代表性。根据 Wind 数据，2020 年 1—11 月，地方政府债券累计发行 1810 支，金额合计 62605.45 亿元，相当于 2019 年全年的 1.44 倍；其中新增债券 44859.00 亿元，再融资和置换债券 17746.44 亿元。分季度看，2020 年前三季度，地方政府债券发行金额环比持续增长，随着年度发行计划接近完成，四季度地方政府债券发行金额环比大幅下降，但仍远超上年同期。从结构上看，2020 年发行的地方政府债券以新增债券为主；再融资债券的发行规模随着存量债券的集中到期而保持在较大规模；2020 年 1—11 月地方政府债券净融资规模合计 42443.43 亿元，相当于 2019 年全年的 1.39 倍。从资金用途看，2020 年 1—11 月新发行地方政府债券中专项债券占比达到 64.37%，延续了 2019 年以来以专项债为主的融资结构。

**表 2 2015—2019 年及 2020 年 1—11 月全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）**

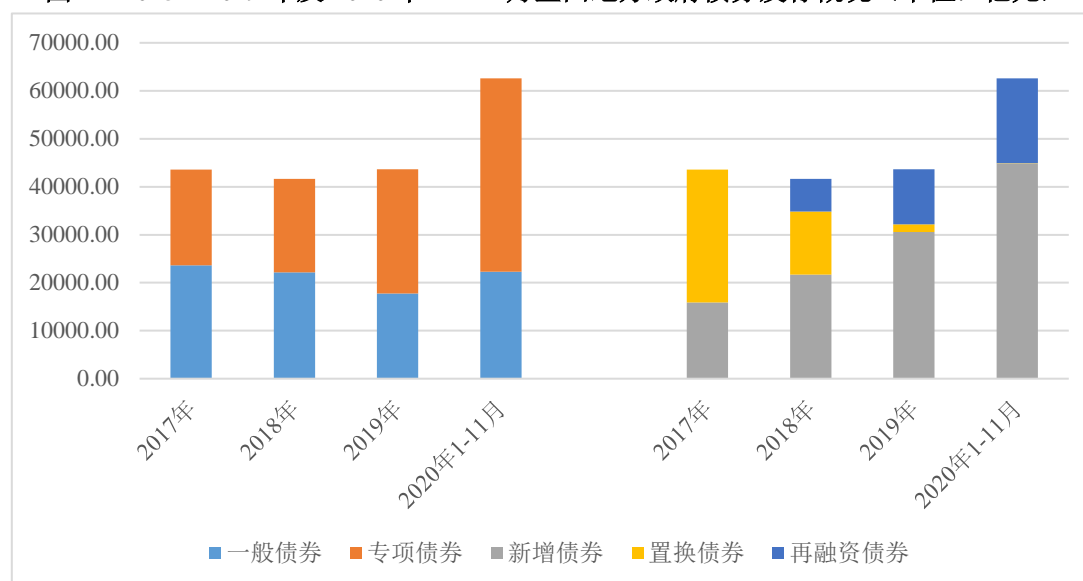
项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—11 月
发行支数	1035	1159	1134	930	1093	1810
发行金额	38350.62	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	62605.45
其中：一般债券	28606.92	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	22305.16
专项债券	9743.70	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	40300.27
其中：新增债券	6365.45	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	44859.00
置换债券	31985.18	47833.80	27683.00	13130.35	1579.23	56.00
再融资债券	--	--	--	6816.79	11484.29	17690.44
其中：公募发行	30428.84	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	62605.45
定向发行	7921.78	15500.84	10855.92	4141.20	--	0.00
其中：3 年期	6532.37	11291.83	7988.57	6346.37	2058.94	1022.07
5 年期	12061.55	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6537.21
7 年期	10553.44	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	6787.39
10 年期	9191.02	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	18737.52
15 年期	--	--	--	152.70	1686.86	10335.87
20 年期	--	--	--	352.99	1917.49	7146.08
30 年期	--	--	--	20.00	4500.50	12005.23

注：2 年期债券规模较小，未在上表中列示

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理



图1 2015—2019年及2020年1—11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 资讯整理

地方政府债券发行期限整体较长，加权发行期限增至 14.84 年。为降低短期兑付压力、更好地匹配项目投资端和融资端的期限结构，地方政府天然有拉长债券发行期限的动机。根据 2019 年财政部 23 号文，财政部不再限制地方债券期限比例结构，地方财政部门可以综合考虑项目期限、投资者需求、债务年度分布等因素，自主确定发行期限，逐步提高长期债券发行占比。该文件发布后，10 年期及以上地方政府债券的发行规模占比快速上升，2018 年、2019 年以及 2020 年 1—11 月占比分别为 17.86%、46.91%和 77.03%，使得平均发行期限明显拉长。2019 年和 2020 年 1—11 月，新发行地方政府债券的加权发行期限分别为 10.29 年和 14.84 年，其中一般债券的加权发行期限分别为 12.13 年和 14.97 年，专项债券的加权发行期限分别为 9.02 年和 14.76 年。

2020 年 11 月发布的财政部 36 号文对未来地方政府债券的发行期限提出了新的要求，对于一般债而言，年度新增一般债券平均发行期限不超过 10 年，10 年以上新增一般债券发行规模不超过当年新增一般债券发行总额的 30%。2020 年 1—11 月，新增一般债券的平均期限是 16.89 年，10 年以上品种占比为 44.94%，均不满足 36 号文的要求，预计 2021 年 10 年以上品种的供给量将显著下降。

全年发行任务接近完成，年内发行压力大幅下降。从发行节奏看，2017—2018

年，地方政府债券的发行主要集中在二、三季度。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的分布在前三季度，保持了与 2019 年相近的季度发行节奏。但从单月看，2020 年 5 月份和 8 月份的单月发行规模均超过了一万亿元，波动较 2019 年有所加剧。2020 年财政部 36 号文强调要科学设计地方债发行计划，合理选择发行时间窗口，适度均衡发债节奏，预计未来地方债发行对市场资金面的冲击将有所缓和。

新增债券方面，根据全国人大会议部署，2020 年新增一般债券和新增专项债券的计划发行规模分别为 0.98 万亿元和 3.75 万亿元；截至 2020 年 11 月底，新增一般债券已完成全年发行目标，新增专项债券累计发行 3.55 万亿元，完成全年发行目标的 94.58%，年内新增地方政府债券的发行压力大幅下降。再融资债券方面，2020 年 12 月到期的存量地方政府债券合计 651.82 亿元，仅占 2020 年全年的 3.14%，年内再融资债券的发行需求也相对较小。

**表 3 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元、%）**

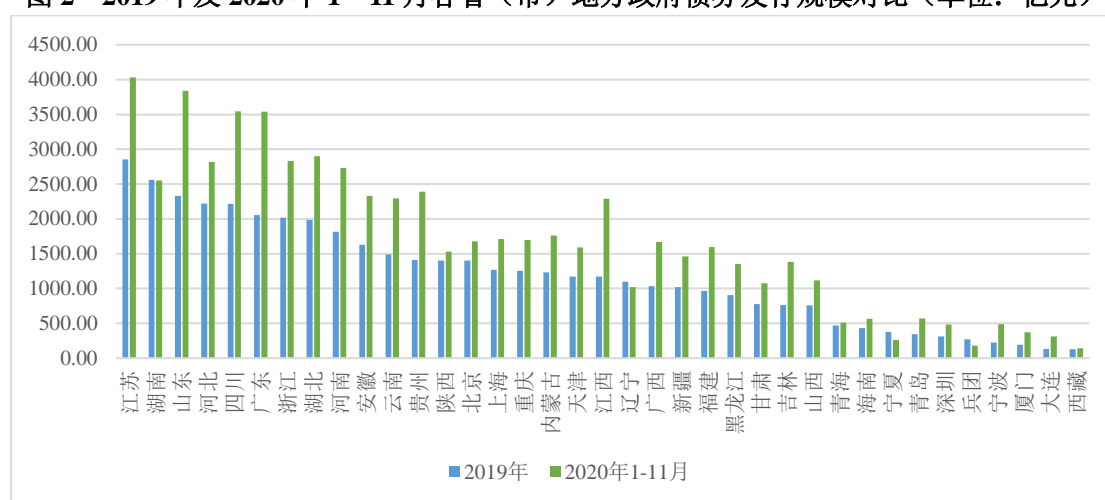
月份	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	0.00	10.89	0.00	5.27	4179.66	32.20	7850.64
2	145.82		285.61		3641.72		4379.22
3	4599.23		1909.83		6245.13		3875.23
4	3249.09	31.81	3017.88	28.60	2266.76	32.74	2867.60
5	5484.84		3552.57		3043.22		13024.58
6	5130.76		5343.24		8995.51		2866.78
7	8453.08	38.34	7569.54	57.34	5625.17	30.94	2722.38
8	4697.35		8829.70		5694.69		11997.22
9	3556.41		7485.46		2195.81		7208.89
10	3400.79	18.96	2560.31	8.78	964.60	4.13	4429.27
11	4540.87		459.41		457.89		1383.64
12	322.69		638.12		379.874		--
合计	<b>43580.94</b>	<b>100.00</b>	<b>41651.67</b>	<b>100.00</b>	<b>43690.06</b>	<b>100.00</b>	<b>62605.45</b>

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

**各省市发行规模分化明显。**从发行区域的分布情况看，2020 年 1—11 月，全国 31 个省级行政区、5 个计划单列市和新疆生产建设兵团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，2020 年 1—11 月各省（市、

自治区)发行规模的相对排名与 2019 年较为接近,除了湖南、辽宁和宁夏外,其余地区发行规模均已超过了 2019 年全年,其中江西、吉林、广东、贵州、山东、四川、广西和福建的累计发行规模超过 2019 年全年的 60%以上。由于各省发债受到债务限额(影响剩余举债空间)、项目储备规模(影响专项债申报规模)和存量债券到期时间(影响再融资债券发行节奏)等多重因素的影响,需结合次年披露的地方财政收支明细来对资金使用效率和地方财政健康程度做进一步的判断。

图 2 2019 年及 2020 年 1—11 月各省(市)地方政府债券发行规模对比(单位:亿元)



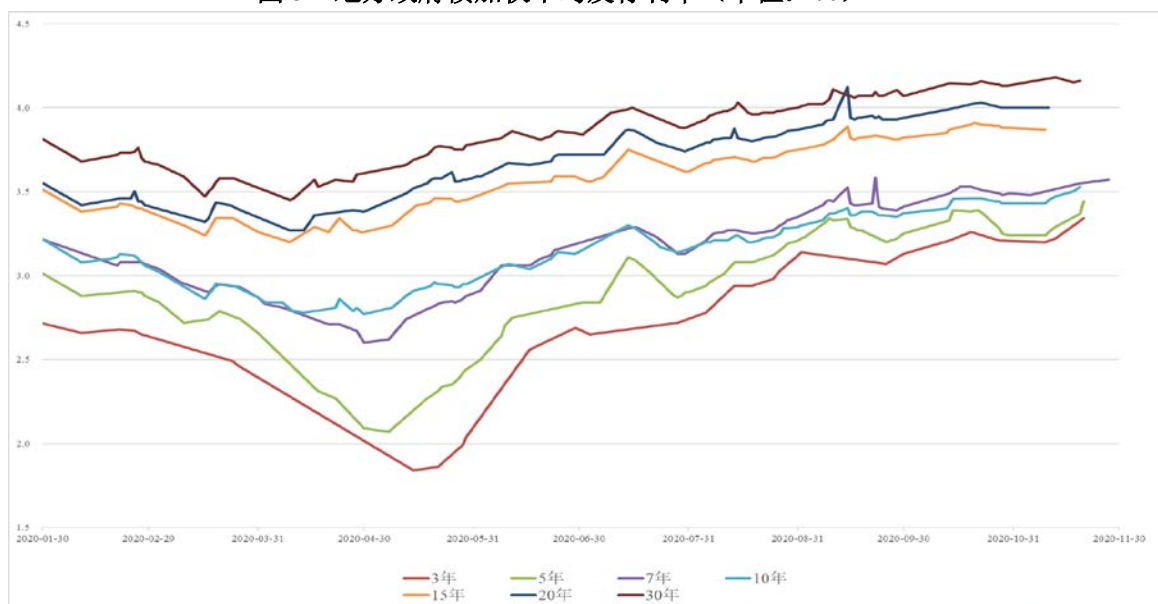
资料来源:联合资信根据 Wind 资讯整理

## 2.利率与利差分析

**发行利率先下后上,期限利差有所收敛。**发行利率方面,在宽松的货币政策与积极的财政政策的配合下,2020 年一季度地方政府债发行利率大幅下降,以 3 年和 5 年期品种的降幅最大,期限利差随短端利率的下行走阔。二季度以来,随着货币政策的边际收紧以及特别国债发行带来的供给压力上升,各期限地方政府债券的发行利率先下后上。三季度,在较大的供给压力下,地方政府债券的发行利率波动上升,地方政府融资成本系统性上行,第三季度的利率中枢已经超过了年初的高点,期限利差也随着短端利率的回升而持续收敛。四季度以来,发行利率整体延续上行趋势,10 月中旬出现小幅回调,3 年和 5 年期品种的发行利差持续压缩,7 年和 10 年期品种的发行利差仍然“倒挂”。



图3 地方政府债加权平均发行利率（单位：%）

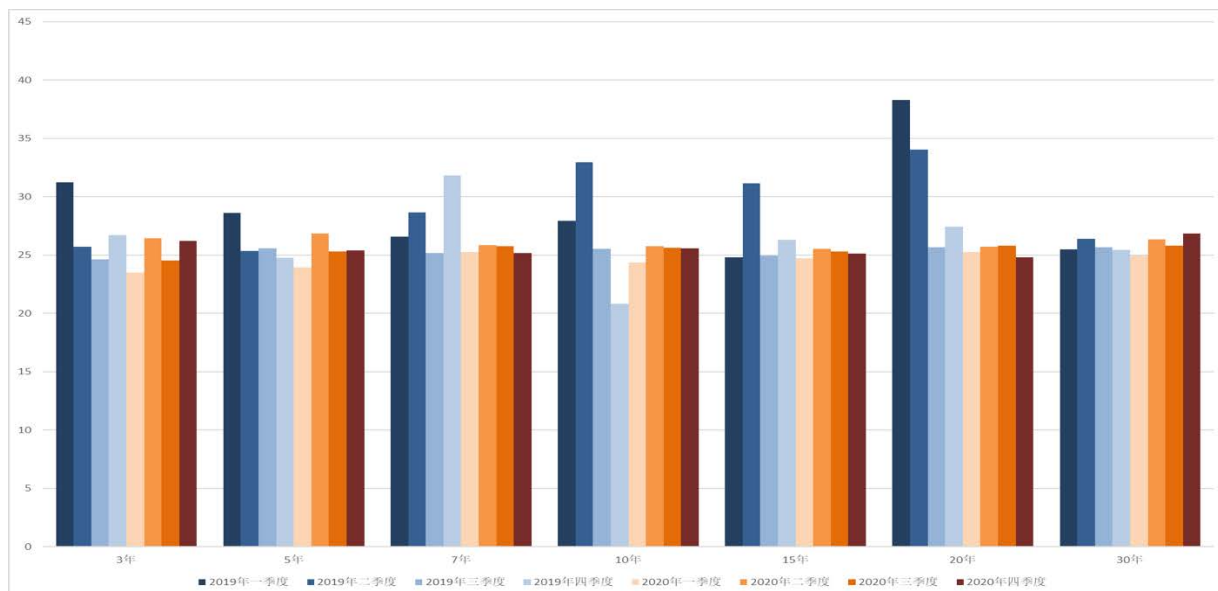


资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

发行利差环比小幅下行，中长期品种的区域利差有所扩大。发行利差方面，以同期限国债到期收益率为基准，继二季度发行利差环比回升后，三季度的发行利差小幅下行，四季度以来3年和30年期品种小幅上升，其他期限品种保持相对稳定。分区域看，2020年以来，新疆、青海和内蒙的发行利差显著高于其他区域；2020年一季度，发行利差的区域分化较上年度明显收窄，各省份在同一天发行的同期限政府债券在发行利率上没有明显差异；2020年二季度，中短期限品种的区域利差分化程度有所回升，而长期品种的区域利差则进一步收敛；2020年三季度，5年期品种的区域利差有所收敛，长期品种的区域利差则有所扩大；2020年四季度以来，地方债发行量整体较少，从发行量最大的10年期品种看，区域利差进一步收敛<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 四季度其他期限品种的样本量较少，代表性相对不足

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 资讯整理

表4 各省（市、自治区）10年期政府债券加权平均利差对比（单位：BP）

地区	10年期			
	2019年	2020年一季度	2020年二季度	2020年三季度
新疆维吾尔自治区	32.90	30.99	30.02	30.45
新疆生产建设兵团	38.71	--	--	25.15
青海省	30.59	29.65	28.91	29.23
安徽省	30.18	26.32	25.13	26.10
陕西省	34.14	24.77	24.75	25.46
辽宁省	27.61	24.09	26.55	25.20
宁夏回族自治区	28.18	--	25.15	--
黑龙江省	32.64	26.73	26.86	25.10
贵州省	35.58	26.51	25.31	24.64
云南省	32.57	24.95	25.03	25.52
海南省	29.13	26.73	24.25	24.62
广西壮族自治区	42.71	23.60	23.49	25.92
湖北省	29.13	25.61	25.18	25.79
福建省	30.04	23.16	25.51	24.39
西藏自治区	26.32	26.75	27.12	25.72
河北省	31.53	24.48	25.48	24.41
吉林省	30.62	25.10	24.33	25.16
四川省	31.99	24.03	25.91	25.11
山东省	33.39	23.63	24.76	24.75

河南省	25.71	24.45	25.06	25.65
青岛市	25.31	24.71	24.08	25.19
大连市	24.80	24.79	26.88	--
山西省	26.29	25.61	25.66	25.38
湖南省	25.32	25.30	25.03	25.67
天津市	25.59	24.59	25.12	24.33
广东省	21.06	24.40	28.28	24.94
深圳市	25.99	24.17	25.59	24.22
重庆市	24.71	--	24.88	25.79
江苏省	24.93	23.64	26.76	25.85
甘肃省	24.80	24.38	24.97	25.50
内蒙古自治区	28.56	22.97	25.04	32.44
厦门市	25.60	25.06	23.42	25.42
宁波市	25.23	23.63	24.77	25.32
江西省	25.17	24.75	--	24.74
上海市	25.26	24.24	23.42	24.84
浙江省	24.41	24.15	25.13	25.73
北京市	24.68	19.64	24.89	26.18

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

### 3.项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券发行概况

2019 年，用于土地储备和棚户区改造的专项债规模分别占到当年项目收益类专项债的 35.67%和 33.72%，土储和棚改为专项债资金的主要投向。2019 年 9 月，国务院常务会议要求扩大专项债使用范围，同时明确了重点领域和禁止领域，提出专项债资金不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。在这一政策的指引下，2020 年上半年未有新增棚改和土储专项债，城乡发展、城市基础设施、民生事业、产业园区和交通基础设施类专项债的发行规模和占比较 2019 年大幅上升。随着三季度棚改专项债恢复发行，棚改重新成为当期专项债募集资金最主要的投向。2020 年四季度以来，专项债的发行规模环比大幅下降，资金投向仍主要集中在棚改和民生事业领域。

表 5 专项债主要资金用途情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年上半年	2020 年下半年	2020 年合计
棚改	7174.12	--	3798.42	3798.42
土储	6782.75	--	--	--
城乡发展	1277.18	2629.83	1018.78	3648.61
城市基础设施	1076.10	2000.99	679.63	2680.62

水利环保	752.46	2169.91	846.38	3016.29
收费公路	1525.51	1354.77	540.90	1895.67
产业园区	331.49	2244.35	818.59	3062.94
民生事业	119.58	2120.03	1106.14	3226.17
交通基础设施	81.60	2027.58	945.96	2973.54
教育医疗	355.98	559.52	104.77	664.29
铁路轨道	333.33	440.60	21.78	462.38
文旅	86.13	138.30	13.57	151.87
乡村振兴	107.03	117.43	5.80	123.22
旧改保障房	98.87	40.22	70.17	110.39
能源	10.00	45.05	4.77	49.82
<b>合计</b>	<b>20112.12</b>	<b>15888.57</b>	<b>9975.65</b>	<b>25864.23</b>

注：2020 年下半年及合计数据截至 11 月底；考虑到数据可得性，未包含全部增发的专项债

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

### 三、地方政府债券未来展望

预计 2021 年地方政府债券发行规模将较 2020 年有所收缩。为应对疫情冲击，2020 年我国地方政府债务发行规模扩容明显，新增债券尤其是专项债券规模远超往年。作为重要的逆周期调节工具，地方政府债券放量发行对于稳增长、补短板确实起到明显提振，但与此同时，地方政府杠杆率亦呈现较快增长。在经济持续回暖的大背景下，针对疫情出台的各项宽松措施将有序退出，财政政策将趋向正常化，预计赤字率将适当回调、特别国债逐步退出，新增债券规模将较 2020 年明显收缩，预计新增规模将在 2019 年 3.06 万亿的基础上保持 10% 左右的增速，约为 3.37 万亿，较 2020 年减少 1.36 万亿。

**严控专项债务风险，加强专项债券信息披露。**2020 年新增地方政府债务规模 4.73 万亿，其中 79.28% 为专项债券，从近年地方政府债券发行趋势看，亦呈现出专项债券占比快速提升的情形；而从收入端看，在“房住不炒”的大背景下，专项债务余额的增速远高于政府性基金收入增速，地方政府专项债务余额占政府性基金收入的比率已超 100%，专项债务风险正在逐步积聚。预计未来，财政部将进一步加强专项债务风险管控，2020 年底出台的财库 43 号文中也强调信息披露要求，明确“专项债券还应当全面详细公开项目信息、项目收益与融资平衡方案、债券对应的政府性基金或专项收入情况、由第三方专业机构出具的评估意见

以及对投资者做出购买决策有重大影响的其他信息”。

**棚改债规模缩减，“两新一重”为投资重点。**2020 年上半年，受政策影响，土储及棚改专项债并无发行，与 2019 年以土储和棚改债券为主的专项债券发行结构形成明显对比。下半年以来，棚改专项债恢复发行，发行规模占比达同期专项债的 38.08%。但考虑到 2020 年为三年棚改攻坚的收官之年，2021 年起大面积棚改拆迁将退出，棚改专项债规模亦将随之大幅缩减，老旧小区改造专项债券规模将提升。同时，专项债将重点向既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设（包括新型基础设施建设、新型城镇化建设，交通、水利等重大工程建设）倾斜，对拉动基建投资增速、提高人民生活水平和促进地方经济发展产生积极影响。

**地方政府债利率或有所回升，利差仍将贴近指导区间下限。**2020 年，受疫情冲击影响，央行多次降准释放流动性，地方政府债券发行利率整体下行。三季度以来，在经济表现逐步回暖及政府债供给压力相对集中的影响，政府债融资成本系统性上行。预计 2021 年，在经济持续回温的状态下，地方政府债发行利率将有所回升。政府债利差则将在与同期限国债保持 25bp（指导区间下限）的基础上小幅波动；同时，随着政府债定价进一步市场化，区域分化或将加强。