

**地方债新增限额创新高，上半年发行规模下降明显，
下半年发行有望提速，政府债务严监管仍将持续**
——2024 年上半年地方政府债券市场回顾及下半年展望

2024.7



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

地方债新增限额创新高，上半年发行规模下降明显， 下半年发行有望提速，政府债务严监管仍将持续

——2024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 郭洁 陈佳琪 王晓暄

2024年，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，上半年地方债发行规模同比下降20.04%至3.49万亿元，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，呈现严控地方债务、压缩政府投资态势。年内专项债及再融资债券发行压力较大，下半年有望发行提速，三季度或迎高峰；央行释放“纠偏”市场信号，预计后期地方债发行利率或小幅上涨；未来专项债资金监管将继续强化，并侧重提升资金使用效益，地方政府债务严监管态势也仍将持续。

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。2024 年 4 月，国家发展改革委联合财政部完成 2024 年地方政府专项债券项目的筛选工作，共筛选通过专项债券项目约 3.8 万个，2024 年专项债券需求 5.9 万亿元左右，为 2024 年 3.9 万亿元专项债券发行使用打下坚实项目基础。2024 年 6 月，《国务院关于 2023 年中央决算的报告》提出加强财政政策调控，推动经济运行持续好转，财政部将城中村改造、5G 融合应用设施等纳入投向领域，将供热、供气等纳入用作项目资本金范围，重点向经济大省特别是制造业集中地区倾斜，加快发行使用进度，累计支持项目建设超过 3.5 万个。

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。2023 年，伴随一系列化解债务风险措施的有序实施以来，相关化债方案不断推进。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 年上半年贵州、天津分别发行特殊再融资债券 624.98 亿和 462.67 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 年上半年，再融资债券发行 16669.32 亿元，同比增长 2.09%。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 年上半年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 14934.68 亿元，同比下降 35.09%。2024 年 6 月底，《国务院关于 2023 年中央决算的报告》提出按照省负总责、市县尽全力化债的原则，统筹调度各类资金资产资源，稳妥化解隐性债务存量。中央财政给予必要政策支持，在地方政府债务限额空间内，安排一定规模再融资政府债券，支持地方特别是高风险地区缓释到期债务集中偿还压力，降低利息支出负担。

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“遏制增量、化解存量”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，依法依规、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视频会议 | 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 |
| 2024/04/30 | 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，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展 |
| 2024/06/28 | 全国人大常委会 | 《国务院关于2023年中央决算的报告》 | 中央财政给予必要政策支持，在地方政府债务限额空间内，安排一定规模再融资政府债券，支持地方特别是高风险地区缓释到期债务集中偿还压力，降低利息支出负担 |
| 2024/06/29 | 全国人大财经委员会 | 《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2023年中央决算草案审查结果的报告》 | 坚持统筹发展和安全，合理确定政府债务规模，优化中央和地方政府债务结构。新增地方政府专项债券额度分配要向项目准备充分、投资效率较高、债务风险较低的地区倾斜。建立健全专项债券“借用管还”全生命周期管理机制，切实提高专项债券资金使用效益。指导地方动态监测专项债券项目融资收益平衡变化情况，对收益不达预期的及时制定应对预案。进一步抓好一揽子化债方案落实，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 |

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：联合资信根据公开资料整理

二、2024年上半年地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

2024年上半年，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—6月，地方政府债券累计发行776支，金额合计34928.01亿元，相当于2023年全年的37.45%，同比下降20.04%，地方债发行总额规模较上年

同期明显下降。其中，**新增债券 18258.69 亿元，同比下降 33.25%**；再融资债券 **16669.32 亿元，同比增长 2.09%**，再融资债券占比同比增加 **10.34 个百分点至 47.72%**。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 1087.65 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 6 月底，全国各省市特殊再融资债券发行总额累计 14972.79 亿元。从资金用途看，2024 年上半年新发行地方政府债券中专项债券占 70.10%，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 年上半年地方政府债券到期金额为 16123.79 亿元，提前兑付规模 78.86 亿元，净融资额为 18725.36 亿元。

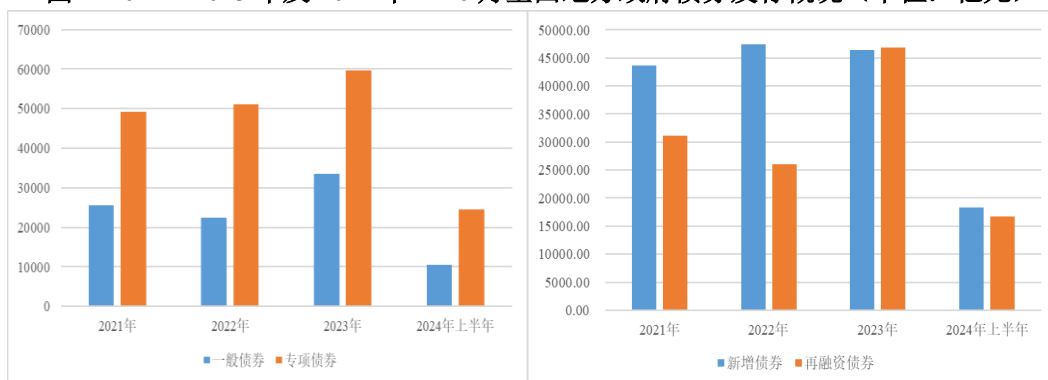
表 2 2016—2023 年及 2024 年 1—6 月全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2023 年 上半年 | 2024 年 上半年 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|---------------|---------------|
| 发行支数 | 1159 | 1134 | 930 | 1093 | 1848 | 1991 | 2145 | 2174 | 1066 | 776 |
| 发行金额 | 60458.40 | 43580.94 | 41651.68 | 43624.27 | 64438.13 | 74826.30 | 73555.79 | 93253.68 | 43681.05 | 34928.01 |
| 其中：一般债券 | 35339.84 | 23619.35 | 22192.19 | 17742.02 | 23033.66 | 25636.18 | 22359.77 | 33464.88 | 15312.95 | 10442.82 |
| 专项债券 | 25118.56 | 19961.59 | 19459.49 | 25882.25 | 41404.47 | 49190.13 | 51196.02 | 59788.81 | 28368.10 | 24485.19 |
| 其中：新增债券 | 12624.59 | 15898.00 | 21704.54 | 30560.75 | 45524.85 | 43637.09 | 47446.26 | 46450.62 | 27352.75 | 18258.69 |
| 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 | 16328.30 | 16669.32 |
| 其中：公募发行 | 44957.56 | 32725.02 | 37510.47 | 43624.27 | 64438.13 | 74826.30 | 73555.79 | 93253.68 | 43681.05 | 34928.01 |
| 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 | 2232.65 | 1316.49 |
| 5 年期 | 19222.99 | 14764.57 | 17931.46 | 13787.86 | 6646.97 | 9009.91 | 8252.04 | 15883.03 | 3864.64 | 4693.26 |
| 7 年期 | 16753.74 | 11939.72 | 9447.95 | 7178.71 | 7066.25 | 15306.77 | 12150.53 | 16755.65 | 6857.15 | 6757.65 |
| 10 年期 | 13189.85 | 8788.08 | 6913.68 | 12324.60 | 19897.31 | 21619.74 | 17205.65 | 22858.91 | 11664.17 | 10342.49 |
| 15 年期 | -- | -- | 152.70 | 1686.86 | 10335.87 | 9745.68 | 10962.31 | 8884.75 | 5883.15 | 3137.39 |
| 20 年期 | -- | -- | 352.99 | 1917.49 | 7146.08 | 8309.51 | 11476.52 | 10836.97 | 6797.43 | 3926.02 |
| 30 年期 | -- | -- | 20.00 | 4500.50 | 12005.73 | 6747.04 | 8906.82 | 12090.33 | 6371.35 | 4649.03 |

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，下同；4. “-”表示当期未发行该类型政府

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2021—2023 年及 2024 年 1—6 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 年上半年地方债加权平均发行期限为 12.69 年，较上年同期有所缩短；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 2018 年的 17.86% 快速上升至 2020 年的 76.64%。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），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 66.01%；2023 年则回落至 58.63%。2024 年上半年，10 年期以上债券占比为 63.14%，同比有所下降。从整体发行期限看，2021 年—2023 年及 2024 年上半年，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 12.69 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 8.25 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 14.59 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 上半年 |
|----|----------|--------|---------|--------|----------|--------|----------|--------|---------------|
| | 规模 | 占比 | 规模 | 占比 | 规模 | 占比 | 规模 | 占比 | 规模 |
| 1 | 7850.64 | 24.99% | 3623.36 | 11.96% | 6988.57 | 24.81% | 6434.93 | 22.62% | 3844.5 |
| 2 | 4379.22 | | 557.24 | | 5070.95 | | 5761.38 | | 5599.61 |
| 3 | 3875.23 | | 4770.51 | | 6186.67 | | 8900.42 | | 6294.5 |
| 4 | 2867.6 | 29.11% | 7758.23 | 32.69% | 2842.06 | 46.57% | 6728.49 | 24.22% | 3439.1 |
| 5 | 13024.58 | | 8753.43 | | 12076.71 | | 7553.54 | | 9035.95 |
| 6 | 2866.78 | | 7948.68 | | 19336.61 | | 8302.28 | | 6714.35 |
| 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% | 8688.6 | 24.95% | 6687.32 | 13.69% | 13962.85 | 24.23% | -- |
| 11 | 1383.64 | | 6803.81 | | 2468.94 | | 6672.09 | | -- |
| 12 | 1836.13 | | 3178.97 | | 914.6 | | 1955.87 | | -- |
| 合计 | 64438.13 | 100.00% | 74826.3 | 100.00% | 73555.79 | 100.00% | 93253.68 | 100.00% | 34928.01 |

注：“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

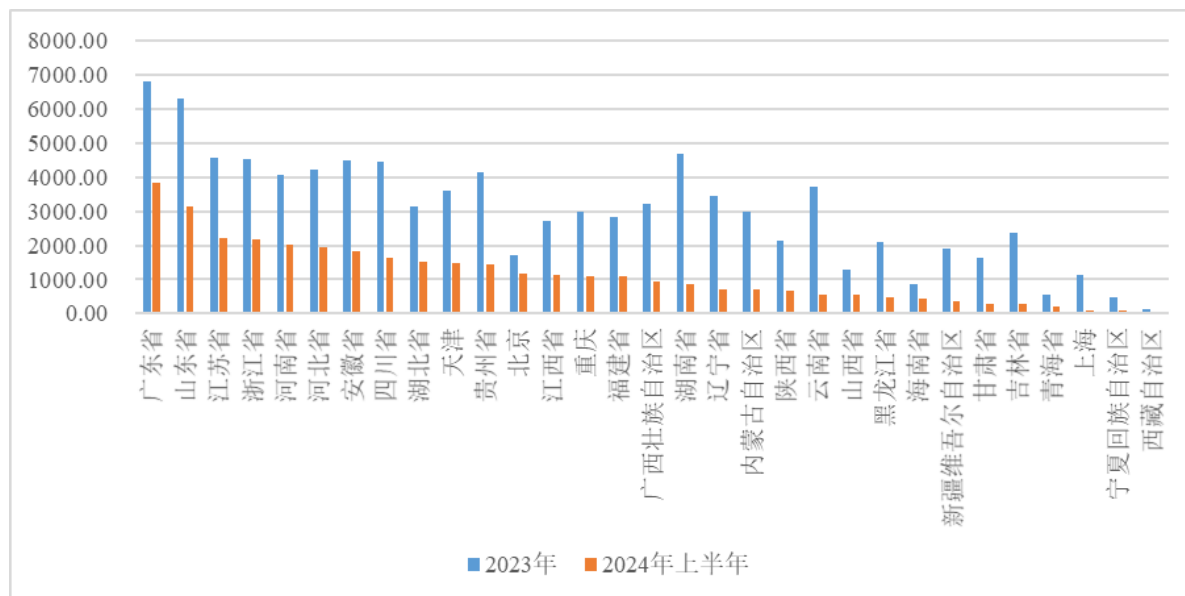
2024 年上半年，地方政府债券发行速度明显放缓。从发行节奏看，2021 年受新增政府债务限额未于前一年提前下达影响，当年地方债发行集中在后三季度。2022 年，出于推进项目落地速度、提高年内资金使用效率的考量，地方债券发行前置，集中在前三季度。2023 年，地方债发行相对均匀的分布在四个季度，其中四季度受特殊再融资债券发行带动保持一定规模。2024 年上半年，地方政府债券发行规模较上年同期下降 20.04%，新增发行规模占全年新增政府债额度的 39.52%，发行节奏偏慢，主要受 2023 年底增发的特别国债资金逐步落地及 12 个重点省份政府投融资受限影响，下半年有望发行提速，三季度或迎高峰。

2024 年上半年，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—6 月，除西藏未发行债券外，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广东、山东和江苏，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，除天津及贵州省发债规模分别位居第 10 名和第 11 名，其他重点省份如辽宁、内蒙、云南、黑龙江、甘肃、吉林、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 年上半年，宁夏、贵州、天津、辽宁、云南、青海、内蒙古和重庆再融资债券发行占比均超过 66.00%，且该 8 省均为重点化债区域；12 个重点省份中云南、青海、宁夏和贵州当期均未发行新增专项债，黑龙江、天津和辽宁当期新增专项债券占比均低于 10.00%，其余 5 省（市）当期新增专项债券占比均未超过 40.00%。**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 年上半年，广东省净融资额超 2800 亿元，山东、江苏和浙江净融资额超 1400 亿元，安徽、河北和河南净融资额超 1000 亿，四川、湖北、福建、贵州、天津和重庆等 9 个省（市）净融资额超 500 亿，净融资规模较小的区域包括云

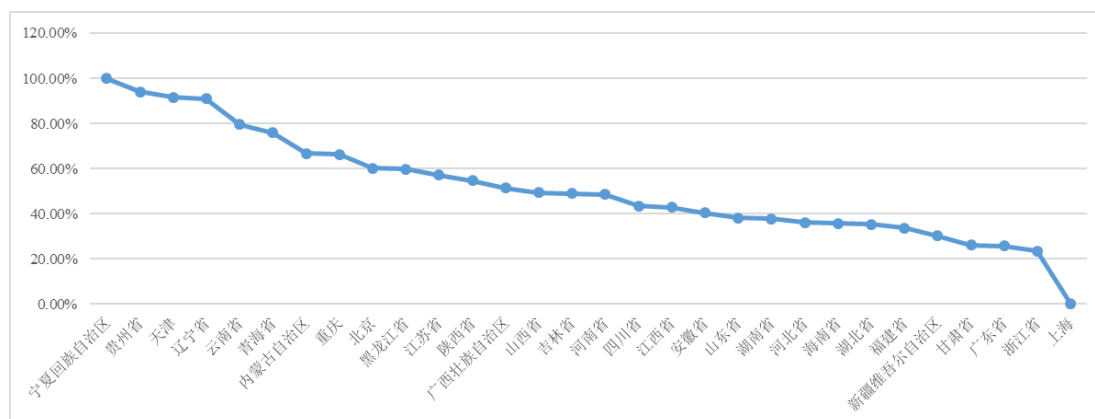
南、辽宁、青海省和新疆生产建设兵团，均不足百亿元，西藏、宁夏和上海净融资额为负。重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

图 2 2023 年及 2024 年上半年各省（市、自治区）地方政府债券发行规模对比
(单位：亿元)



注：1. 5 个计划单列市纳入所在省份统计；2. 上图按 2024 年 1-6 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 1-6 月各省（市、自治区）再融资债券发行占比情况



注：1. 西藏 2024 年上半年未发行债券，对应再融资债券发行占比情况未在上图显示；2. 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

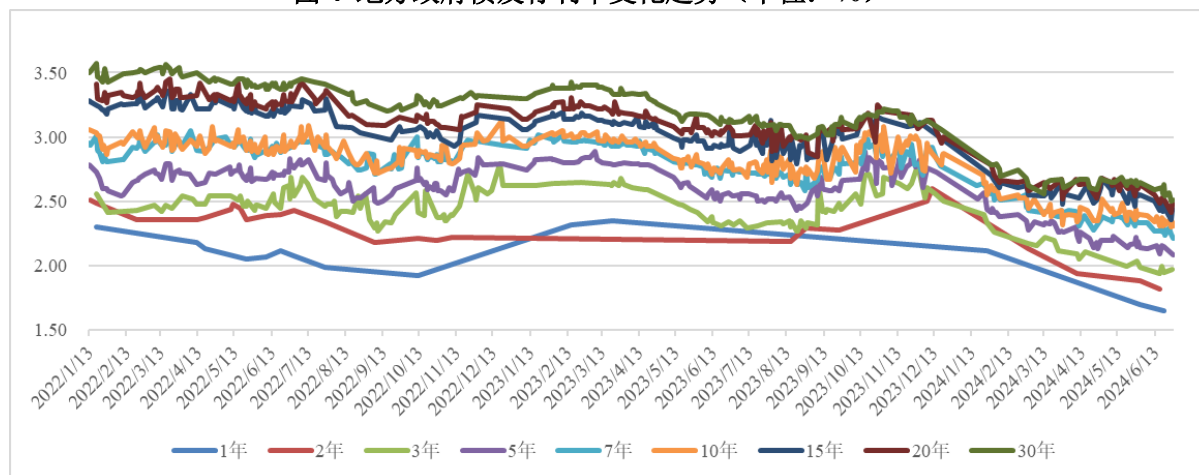
2. 利率与利差分析

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—6 月，地方政府债券加权平均发行利率为 2.45%，其中一般债券平均发行利率为 2.39%，专项债券平均发行利率为 2.46%。

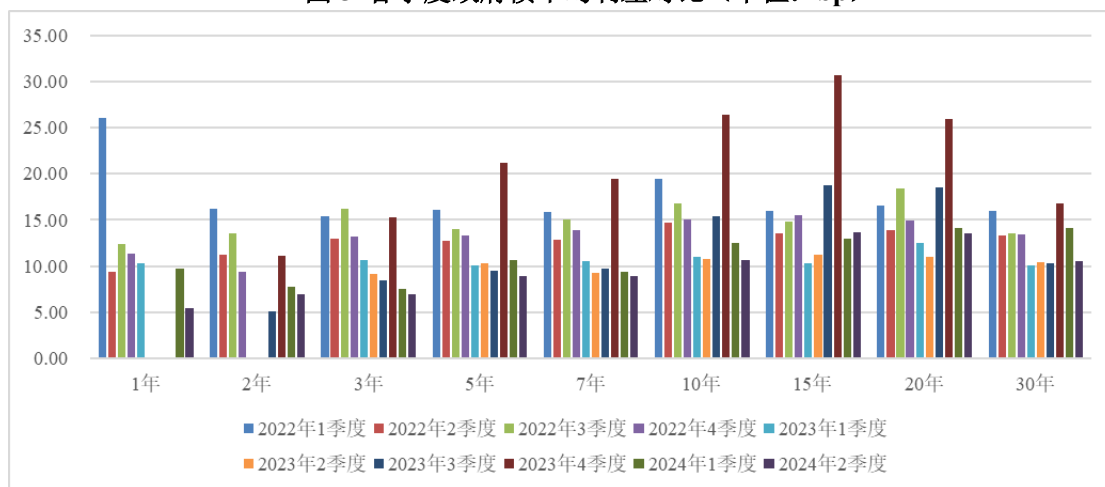
图 4 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

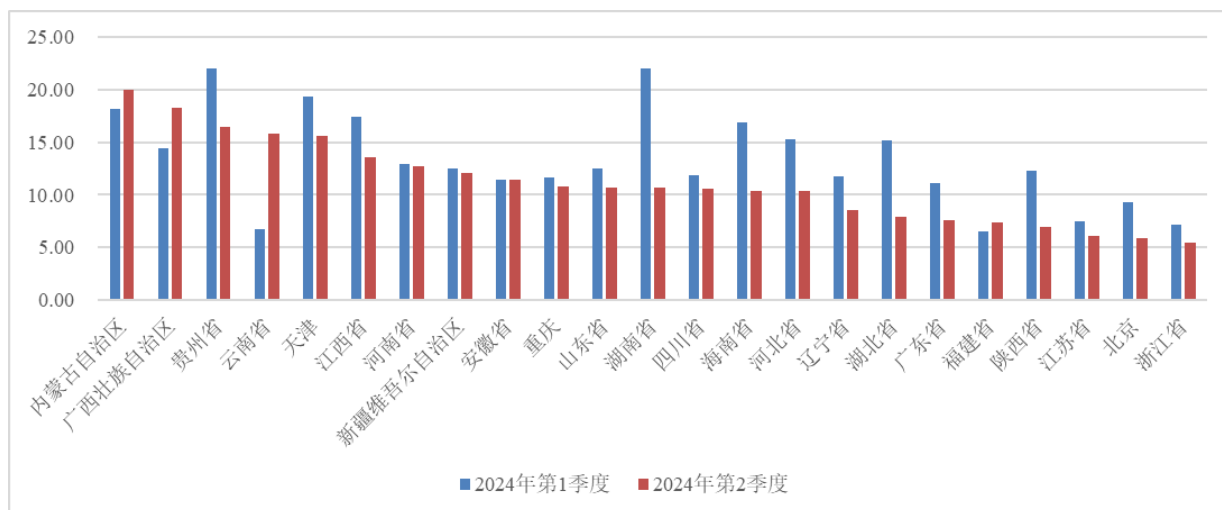
2024 年前二季度，地方债发行利差环比均有所收窄；各省（市、自治区）发行利差明显收敛；2024 年第二季度，平均发行利差最高和最低的省份分别为内蒙古和上海。2023 年一季度地方债发行利差为 10.82bp，二季度进一步收窄至 10.49bp，三季度发行利差扩至 13.52bp，四季度以来受特殊再融资债券供给压力影响，发行利差显著扩大至 22.06bp。2024 年一季度及二季度，平均利差环比分别收窄至 11.76bp 和 10.76bp，均略高于 2023 年同期。各省份发行利差环比数据方面，以发行量最大的 10 年期地方债为样本，2024 年第二季度，在整体利差下行的大环境下，平均发行利差最高的省份为内蒙古（19.96bp），其次是广西（18.23bp），在 11bp~17bp 区间的是贵州、云南、天津、江西、黑龙江、河南、新疆、青海和安徽，其余省份均不超过 11bp，其中，利差从高到低排序，位居后五位省份分别是上海（3.95bp）、浙江（5.41bp）、北京（5.93bp）、江苏（6.06bp）和陕西（6.96bp），均不超过 7bp。从各省份利差环比变动情况来看，2024 年 4—6 月平均利差收窄最明显的是湖南，从 2024 年一季度的 21.99bp 降至 2024 年上半年的 10.70bp，大幅收窄 11.29bp，利差提升最明显的是云南，2024 年二季度平均利差 15.80bp，较 2024 年一季度上升 9.06bp。

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 2024 年上半年各省（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 2024 年第一季度或第二季度未发行 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 年上半年各省（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 | |
|----------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | 1 季度 | 2 季度 | 3 季度 | 4 季度 | 1 季度 | 2 季度 |
| 重庆 | 13.99 | 7.1 | 14.94 | 27.93 | 11.66 | 10.81 |
| 浙江省 | 8.89 | 10.78 | 2.99 | 5.24 | 7.14 | 5.41 |
| 云南省 | 13 | -- | 11.91 | -- | 6.74 | 15.8 |
| 新疆维吾尔自治区 | 15.04 | 11.99 | 19.05 | 28.6 | 12.49 | 12.09 |
| 西藏自治区 | -- | -- | 7.7 | 29.41 | -- | -- |
| 天津市 | 10.93 | -- | 12.98 | 34.12 | 19.31 | 15.56 |
| 四川省 | 9.89 | 11.44 | 15.62 | -- | 11.82 | 10.55 |
| 上海 | 11.96 | -- | 6.98 | -- | -- | 3.95 |

| | | | | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 陕西省 | 11.26 | 12 | 17.78 | 28.23 | 12.24 | 6.96 |
| 山西省 | 14.32 | 11.79 | 17.97 | 31.37 | -- | 10.16 |
| 山东省 | 9.4 | 6.82 | 12.15 | 25.64 | 12.53 | 10.7 |
| 青海省 | -- | 12.49 | 24.24 | -- | -- | 11.63 |
| 宁夏回族自治区 | 16.48 | 16.23 | 20.65 | 34.23 | -- | 10.72 |
| 内蒙古自治区 | 14.97 | 15.35 | 24.6 | 32.01 | 18.21 | 19.96 |
| 辽宁省 | 13.78 | 13.15 | 19.59 | 26.86 | 11.71 | 8.58 |
| 江西省 | 10.06 | 16.11 | 23.21 | 28.61 | 17.43 | 13.62 |
| 江苏省 | 8.87 | 6.7 | 3 | 4.98 | 7.52 | 6.06 |
| 吉林省 | -- | 10.31 | 22.03 | 34.28 | -- | 10.32 |
| 湖南省 | 10.49 | 12.47 | 21.91 | 29.89 | 21.99 | 10.7 |
| 湖北省 | 8.54 | 9.78 | 13.25 | 28.87 | 15.15 | 7.95 |
| 黑龙江省 | 13.8 | 14.81 | 7.2 | 25.54 | -- | 13.42 |
| 河南省 | 6.98 | 9.81 | 17.24 | 31.82 | 12.98 | 12.75 |
| 河北省 | 10.42 | 10.7 | 20.58 | 10.5 | 15.32 | 10.34 |
| 海南省 | 14.42 | 11.96 | 17.72 | 25.73 | 16.92 | 10.37 |
| 贵州省 | 12.3 | 17.38 | 18.06 | 33.47 | 22.01 | 16.51 |
| 广西壮族自治区 | 13.36 | 9.67 | -- | 28.52 | 14.42 | 18.23 |
| 广东省 | 8.48 | 8.27 | 11.24 | 6.69 | 11.15 | 7.6 |
| 甘肃省 | 14.43 | 16 | 25.67 | 26.32 | -- | -- |
| 福建省 | 9.76 | 7.87 | 10.65 | 19.61 | 6.51 | 7.39 |
| 北京 | 11.31 | 2.49 | 5.86 | -- | 9.25 | 5.93 |
| 安徽省 | 10.49 | 11.74 | 18.08 | -- | 11.42 | 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. 地方政府专项债券投向领域

2024年1—6月，专项债募集资金投向基建领域仍是主要发力点，前三大投分别为交通基础设施建设、城乡发展及城市基础设施。其中，用于支持中小银行的专项债发行金额明显下降，相当于2023年发行规模的2.78%；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20.00%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—6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% | 1370.05 | 9.76% |
| 城乡发展 | 2132.98 | 10.50% | 2774.72 | 14.82% | 3506.67 | 18.47% | 3013.59 | 21.48% |
| 城市基础设施 | 2192.94 | 10.80% | 4062.32 | 21.70% | 2544.65 | 13.40% | 1802.4 | 12.85% |
| 水利环保 | 971.82 | 4.79% | 2607.18 | 13.93% | 3070.48 | 16.17% | 1033.35 | 7.36% |
| 收费公路 | 1324.32 | 6.52% | 1252.6 | 6.69% | 1413.44 | 7.44% | 741.48 | 5.28% |
| 产业园区 | 3677.9 | 18.11% | 3408.76 | 18.21% | 1559.91 | 8.22% | 189.76 | 1.35% |
| 民生事业 | 1933.13 | 9.52% | 340.24 | 1.82% | 326.95 | 1.72% | 161.02 | 1.15% |
| 交通基础设施 | 1108.94 | 5.46% | 821.18 | 4.39% | 564.39 | 2.97% | 3267.26 | 23.29% |
| 教育医疗 | 114.96 | 0.57% | 7.5 | 0.04% | 741.16 | 3.90% | 1407.75 | 10.03% |

| | | | | | | | | |
|-----------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
| 铁路轨道 | 114 | 0.56% | 73.2 | 0.39% | 295.14 | 1.55% | 883.22 | 6.29% |
| 文旅 | 9.96 | 0.05% | 0 | 0.00% | 372.81 | 1.96% | 20.1 | 0.14% |
| 乡村振兴 | 421.39 | 2.08% | 295.97 | 1.58% | 94.99 | 0.50% | 21.46 | 0.15% |
| 旧改保障房 | 487.82 | 2.40% | 256.21 | 1.37% | 99.34 | 0.52% | 59.62 | 0.42% |
| 支持中小银行 | 1594 | 7.85% | 630 | 3.37% | 2182.8 | 11.50% | 60.2 | 0.43% |
| 合计 | 20305.92 | 100.00% | 18721.12 | 100.00% | 18986.09 | 100.00% | 14031.26 | 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
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

三、地方政府债券未来展望

年内专项债及再融资债券发行压力较大，下半年有望发行提速，三季度或迎高峰。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 年上半年，地方政府债券发行总额较上年同期下降 20.04%，发行节奏偏慢。从发行情况看，2024 年上半年新增专项债券发行规模已完成 1.49 万亿元，剩余新增债券发行额度尚有较大规模，后半年发行压力较大。从发行节奏看，一季度专项债发行节奏整体较缓慢，特别是新增专项债的发行节奏偏慢。4 月份至 5 月份，节奏逐渐增快，尤其是 5 月份新增专项债发行量超过前 4 个月新增专项债发行总量的 60.00%。6 月地方债发行量和净融资额环比、同比均有所下降；6 月地方债发行结构以新增专项债为主，占当月地方债发行总量的 49.55%，当月无特殊再融资债发行。从发行计划看，截至 2024 年 7 月 1 日，34 个省、计划单列市披露了三季度地方债发行计划，总计 26227 亿元，其中新增专项债 15893 亿元（占 61%）、再融资一般债 3484 亿元（占 13%）、再融资专项债 4088 亿元（占 16%）。再融资债券方面，截至 2024 年 6 月底，将于一年内（含）到期的地方政府债券到期规模合计约 2.33 万亿元，年内再融资债券的发行压力较大。整体看，专项债及再融资债券发行压力较大，下半年有望发行提速，三季度或迎高峰。

央行释放“纠偏”市场信号，预计后期地方债发行利率或小幅上涨。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。央行今年以来多次提及长端利率过低的风险，与经济发展情况不匹配。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。当期资产荒带动下，交易盘拉动长端利率快速下行，超出了央行预期下行的节奏，利率曲线走向平坦化。央行 7 月 1 日发布公告称，为维护债券市场稳健运行，在对当前市场形势审慎观察、评估基础上，央行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。央行出于防风险的考量，向市场释放调控长端利率的信号，但央行借入规模与具体期限尚未明确，而且卖出时点及价格也存在较大不确定性。二十届三中全会审议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，7 月 22 日央行货币政策进行了跟进，对有出售中长期债券需求的 MLF 参与机构阶段性减免 MLF 质押品，说明央行持续关注长端利率，不希望降息后进一步打开长端利率的下行空间，“保持正常向上倾斜的收益率曲线”的决心不变。央行释放“纠偏”市场信号主要目的在于发挥价格指导作用，引导收益率回归至合理区间，预计后期地方债发行利率可能出现小幅上涨。

专项债资金监管将继续强化，并侧重提升资金使用效益。2024 年 6 月，审计署发布的《关于 2023 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》指出专项债项目安排不科学，部分专项债项目未发挥政府投资带动放大效应。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。2024 年《政府工作报告》提到“统筹用好各类资金，防止低效无效投资；建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制”，预算草案也提出“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”。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，在付息压力增加叠加专项债项目收益偏低的背景下，预计未来专项债资金监管强化态势将延续，将进一步落实落细常态化监管措施。此外，财政部预算司司长王建凡表示，2024 年，财政部会同有关部门不断优化调整专项债券投向领域和用作项目资本金范围，将更多新能源、新基建、新产业领域纳入专项债券投向领域，增加“独立新型储能”“重点流域水环境综合治理”等纳入专项债券支持范围，引导地方加大对“国家级产业园区基础设施”“5G 融合应用设施”“城中村改造”“保障性住

房”“普通高校学生宿舍”等领域的支持力度，将“保障性住房”等纳入专项债券用作项目资本金范围，进一步发挥专项债券撬动作用。同时，指导地方围绕党中央、国务院确定的重点投向领域做好专项债券项目储备工作，严格落实专项债券禁止类项目清单。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，在项目成熟度、融资收益平衡、资金使用合规性等方面将加强审核把关，从而提高项目储备质量，优化政府投资节奏和力度，提高债券资金使用绩效，发挥好政府投资的带动放大效应。

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。2024年6月25日，《国务院关于2023年中央决算的报告》提出完善地方政府债务管理，严格落实地方政府举债终身问责制和债务问题倒查机制，加大追责问责力度，坚决遏制违规举债。完善全口径地方债务监测监管体系，着力构建防范化解隐性债务风险长效机制。分类推进融资平台公司改革转型，加快压降平台数量和隐性债务规模。2024年7月18日公布的《中共二十届三中全会公报》指出，“要统筹好发展和安全，落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措”。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远低于预期，下半年或将发行提速。2023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 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 6 月底，特殊再融资债券累计发行 1087.65 亿元，发行规模远低于预期，下半年或将发行提速。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。