

近年最大力度化债措施推出 期待增量财政政策加快落地

——2024年前三季度地方政府债券市场回顾及展望

2024.11



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 lianhe@lhratings.com

近年最大力度化债措施推出 期待增量财政政策加快落地

——2024 年前三季度地方政府债券市场回顾及展望

联合资信公用评级一部 唐立倩 李颖 张永嘉 董思茵

2024 年 1—9 月，地方债发行 6.69 万亿，第三季度发行节奏明显提速；地方债发行利率随利率中枢下行而持续下降，发行利差收窄至历史低位。受各地税收、土地出让收入不及预期影响，隐性债务化解难度加大，在此背景下，十万亿化债组合拳及时出台，助力地方大幅减轻化债压力。随着新一轮大规模隐债置换开启，预计四季度特殊再融资债券发行将提速，2025 年新增专项债额度有望大幅调高，地方政府债务严监管态势仍将持续；后续期待土地储备专项债券重启、特别国债持续发行、赤字率提升等增量政策加快落地。

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：一揽子化债方案持续调整及完善、近年最大力度化债政策推出、助力地方债务化解，财政政策逆周期调节力度逐步加大、地方债新增限额创历年最高，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。

一是一揽子化债方案推进落实并持续调整及完善，近年最大力度化债政策推出，地方化债压力大幅减轻，化债工作思路转变。自 2023 年 7 月“一揽子化债方案”提出以来，相关化债政策密集出台并不断细化。2024 年 11 月 8 日，全国人大常委会通过关于批准《国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案》的决议，并举行新闻发布会。新闻发布会介绍本次化债

政策的核心内容包括：（1）增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，一次报批，分三年实施安排，根据地方政府隐性债务规模按照全国统一比例分配；（2）从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元；（3）2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。在税收、土地出让收入不及预期的情况下，各地隐性债务化解难度加大，相关政策出台恰如及时雨，大幅减轻地方化债压力。财政部部长蓝佛安介绍，上述三项政策协同发力，2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元，估算五年累计可节约 6000 亿元左右。蓝部长还表示，本次实施大规模置换措施，意味着化债工作思路根本转变：一是从过去的应急处置向主动化解转变，二是从点状式排雷向整体性除险转变，三是从隐性债、法定债“双轨”管理向全部债务规范透明管理转变，四是从侧重于防风险向防风险、促发展并重转变。

二是逐步加大财政政策逆周期调节力度、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，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；同时积极扩大有效投资，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。截至 2024 年 9 月底，各地发行新增专项债券 3.6 万亿元，占全年额度的 92.5%。2024 年 10 月 12 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，财政部表示后续将加大财政政策逆周期调节力度，发挥政府债券牵引作用，带动有效投资，研究扩大专项债券使用范围，合理降低融资成本。

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。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。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。随着“150号文”等化债文件及配套补丁文件陆续出台，多家城投企业宣布退出地方融资平台名单。

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	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	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

		况与2024年中央和地方预算草案的报告》	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	全国人大财政经济委员会	《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
2024.07.30	国务院	国发〔2024〕134号文	35号文延期到2027年6月；重点省份的非持牌金融机构的债务，非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务，也可以进行债务置换和重组，但是不包括民间借贷，企业拆借和向不特定社会公众筹集的资金；不许新增1年以内的境外债，境外债可以用境内债来做借新还旧
2024.08.27	央行、财政部、发改委、证监会	150号文	退平台不晚于2027年6月末，若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单
2024.08.30	财政部	2024年上半年中国财政政策执行情况报告	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
2024.09.26	中共中央政治局	分析研究当前经济形势和经济工作	发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用
2024/10/12	国务院新闻办公室	国新办新闻发布会	加大财政政策逆周期调节力度、推动经济高质量发展。加大支持地方化解政府债务风险，较大规模增加债务额度，支持地方化解隐性债务，地方可以腾出更多精力和财力空间来促发展、保民生；发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升其抵御风险和信贷投放能力；叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳
2024/11/8	全国人大常委会	全国人大常委会办公厅新闻发布会	批准增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，在压实地方主体责任的基础上，增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施，2024年末地方政府专项债务限额将由29.52万亿元增加到35.52万亿元；从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还

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）、134号文、150号文为密发，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年前三季度地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

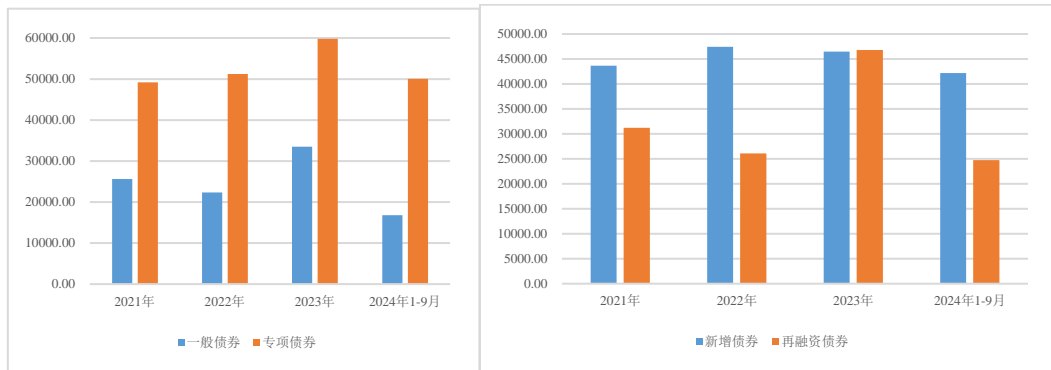
2024 年前三季度，地方债发行规模较上年同期小幅下降，新增专项债发行规模创近五年新高。2024 年 1—9 月，地方债累计发行 1583 支，金额合计 66875.77 亿元，相当于 2023 年全年的 71.71%，发行规模较上年同期小幅下降 5.36%。从资金用途看，2024 年前三季度新发行地方政府债券中专项债券占 74.87%，延续了 2019 年以来以专项债券为主的融资结构。从发行券种看，新增债券发行 42158.54 亿元，同比增长 2.90%；前三季度新增专项债券发行 3.60 万亿元，规模创近五年同期最高水平，其中未披露募投项目具体投向、亦未披露“一案两书”的特殊新增专项债发行规模超 8000 亿元，市场解读该类债券或用于涉及地方隐性债务的存量政府投资项目。前三季度再融资债券发行 2.47 万亿元，同比下降 16.76%；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 1132.86 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 9 月底，全国各省市特殊再融资债券发行总额累计约 1.50 万亿元。从净融资额来看，2024 年前三季度地方政府债券到期金额为 26869.53 亿元，提前兑付规模 121.23 亿元，净融资额为 39885.00 亿元。

表 2 2016—2023 年及 2024 年 1—9 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 前三季度	2024 年 前三季度
发行支数	1159	1134	930	1093	1848	1991	2145	2174	1799	1583
发行金额	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	70662.87	66875.77
其中：一般债券	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	33464.88	22456.47	16806.61
专项债券	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	59788.81	48206.4	50069.15
其中：新增债券	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	46450.62	40968.6	42158.54
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	29694.26	24717.23
其中：公募发行	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	70662.87	66875.77
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	4208.63	2056.76
5 年期	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	15883.03	9937.21	7708.81
7 年期	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	16755.65	11732.99	10690.67
10 年期	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	22858.91	16533.03	22747.36
15 年期	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8884.75	8337.18	5839.81
20 年期	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10836.97	10121.97	7885.44
30 年期	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	12090.33	9768.8	9592.53

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债券
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 1 2021—2023 年及 2024 年 1—9 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 年第三季度，地方债发行较上半年明显提速。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 年前三季度，地方政府债券发行规模较上年同期小幅下降 5.36%，上半年受重点省份严控投资及前期特别国债落地等影响，发行整体偏缓，伴随着第二批地方债新增额度下达及 7 月政治局会议“加快专项债发行使用进度”的要求，8 月份新增专项债发行明显提速，9 月份发行继续大幅放量，三季度地方债发行规模同比增长 18.40%、环比增长 66.49%，截至 9 月底，新增发行规模占全年新增政府债额度的比重由 2024 年半年度的 39.52% 增至 91.25%。

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 年前三季度
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	
1	7850.64	24.99%	3623.36	11.96%	6988.57	24.81%	6434.93	22.62%	3844.50
2	4379.22		557.24		5070.95		5761.38		5599.61
3	3875.23		4770.51		6186.67		8900.42		6294.50
4	2867.6	29.11%	7758.23	32.69%	2842.06	46.57%	6728.49	24.22%	3439.10
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%	7108.30
8	11997.22		8797.28		3909.42		13089.39		11996.23
9	7205.44		7378.44		3010.84		7701.07		12843.23
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%	66875.77

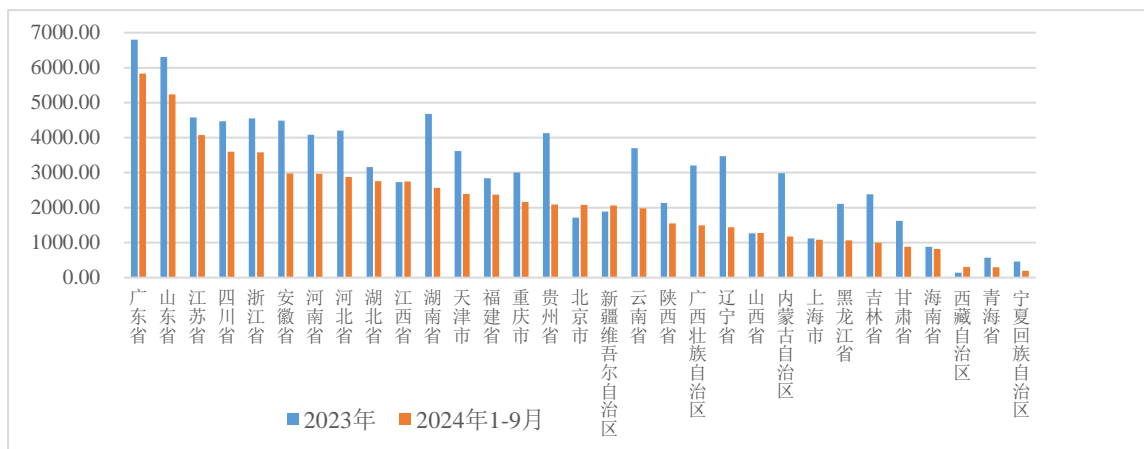
注：“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

2024 年前三季度地方债加权平均发行期限为 13.17 年，同比持平；10 年期以上债券占比小幅增长。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 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（不含 10 年，下同）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 年前三季度，10 年期以上债券占比为 34.87%，较上年小幅增长。从整体发行期限看，2021 年—2023 年及 2024 年前三季度，地方债加权平均发行期限分别为 11.95 年、13.23 年、12.39 年和 13.17 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 8.37 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 14.78 年。

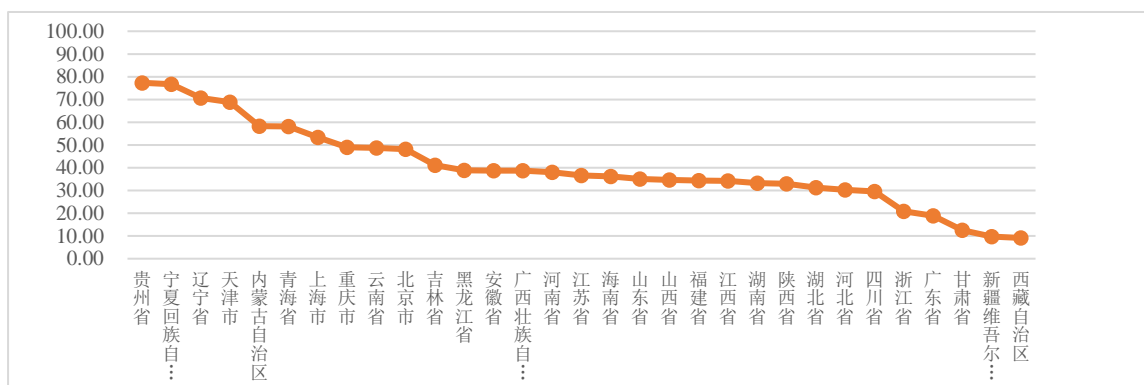
2024 年前三季度，新增专项债券放量发行，大部分重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。2024 年 1—9 月，31 省均有地方政府债券发行，发行规模前三位的地区为广东、山东和江苏，规模超 4000 亿元，以新增专项债券发行为主；“35 号文”界定的 12 个重点省份发债规模在全国各省份中位于中下水平。2024 年前三季度，天津、贵州、辽宁和宁夏再融资债券发行占比均超过 60.00%，该 4 省均为重点化债区域；受用于存量政府投资项目的特殊新增专项债发行带动，12 个重点省份新增专项债券占比较半年度普遍有所提升，青海、西藏、贵州、陕西、辽宁、内蒙古特殊新增专项债占比过半。整体看，重点省份化债工作持续推进。从净融资额来看，2024 年前三季度，广东省净融资额超 4500 亿元，山东、江苏、浙江和四川净融资额超 2000 亿元，宁夏和上海净融资额不足百亿，其余省份净融资额在 100~2000 亿之间，重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

图2 2023年及2024年前三季度各省（市、自治区）地方政府债券发行规模对比
（单位：亿元）



注：1. 5个计划单列市纳入所在省份统计；2. 上图按2024年1-9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1-9月各省（市、自治区）再融资债券发行占比情况



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

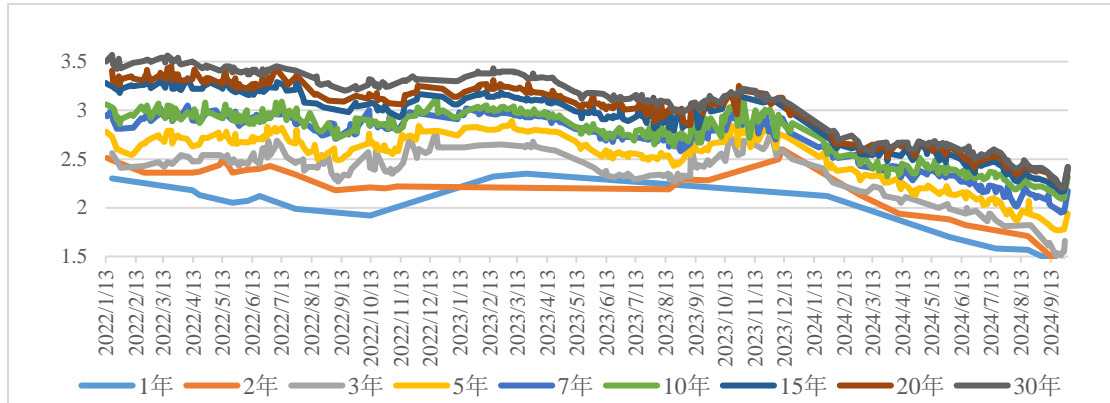
2. 利率与利差分析

2023年11月至2024年9月底前，受央行降息及债市“资产荒”导致利率中枢整体下行影响，地方债平均发行利率持续下降至历史低位，9月底地方债发行利率小幅回升。

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月至2024年9月底前，受央行降息及债市“资产荒”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至历史低位。2024年9月底，受资金面偏紧及多项稳增长政策集中出台拉动国债收益率反弹影响，地方债利率普遍小幅回升。2024年1-9月，地方债加权平均

发行利率为 2.34%，其中一般债券平均发行利率为 2.32%，专项债券平均发行利率为 2.35%。

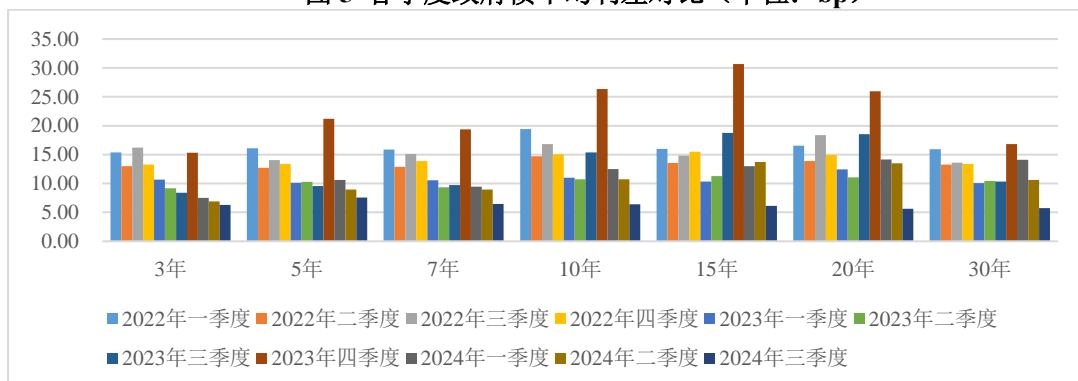
图 4 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

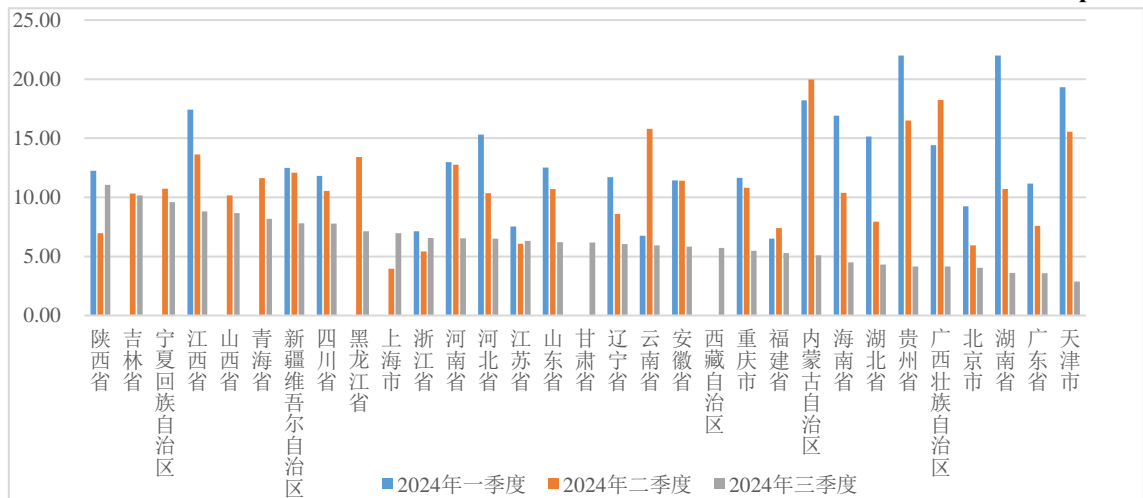
2024 年第三季度，地方债发行利差明显收窄，利差处于历史低位，省份之间利差大幅收敛。2023 年一季度地方债发行利差为 10.82bp，二季度进一步收窄至 10.49bp，三季度发行利差扩至 13.52bp，四季度以来受特殊再融资债券供给压力影响，发行利差显著扩大至 22.06bp。2024 年一、二、三季度地方债平均利差持续收窄，分别为 11.76bp、10.76bp 和 6.26bp，三季度同比及环比收窄明显，利差处于历史低位。各省份发行利差方面，以发行量最大的 10 年期地方债为样本，2024 年第三季度，在整体利差下行的大环境下，平均发行利差最高的省份为陕西（11.07bp），其次是吉林（10.17bp），宁夏、江西、山西、青海、新疆、四川和黑龙江处于 7bp~10bp 区间，其余省份利差不超过 7bp，省份之间利差明显收敛。

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 年前三季度各省（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 2024 年第一季度或第二季度未发行 10 年期政府债券，对应期间利差情况未在上图列示
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	2023 年				2024 年		
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度
重庆市	13.99	7.10	14.94	27.93	11.66	10.81	5.46
浙江省	8.89	10.78	2.99	5.24	7.14	5.41	6.56
云南省	13.00	--	11.91	--	6.74	15.80	5.94
新疆维吾尔自治区	15.04	11.99	19.05	28.60	12.49	12.09	7.81
西藏自治区	--	--	7.70	29.41	--	--	5.72
天津市	10.93	--	12.98	34.12	19.31	15.56	2.86
四川省	9.89	11.44	15.62	--	11.82	10.55	7.77
上海市	11.96	--	6.98	--	--	3.95	6.98
陕西省	11.26	12.00	17.78	28.23	12.24	6.96	11.07
山西省	14.32	11.79	17.97	31.37	--	10.16	8.68
山东省	9.40	6.82	12.15	25.64	12.53	10.70	6.20
青海省	--	12.49	24.24	--	--	11.63	8.18
宁夏回族自治区	16.48	16.23	20.65	34.23	--	10.72	9.60
内蒙古自治区	14.97	15.35	24.60	32.01	18.21	19.96	5.10
辽宁省	13.78	13.15	19.59	26.86	11.71	8.58	6.05
江西省	10.06	16.11	23.21	28.61	17.43	13.62	8.80
江苏省	8.87	6.70	3.00	4.98	7.52	6.06	6.30
吉林省	--	10.31	22.03	34.28	--	10.32	10.17
湖南省	10.49	12.47	21.91	29.89	21.99	10.70	3.60
湖北省	8.54	9.78	13.25	28.87	15.15	7.95	4.31
黑龙江省	13.80	14.81	7.20	25.54	--	13.42	7.13
河南省	6.98	9.81	17.24	31.82	12.98	12.75	6.54
河北省	10.42	10.70	20.58	10.50	15.32	10.34	6.50
海南省	14.42	11.96	17.72	25.73	16.92	10.37	4.51

贵州省	12.30	17.38	18.06	33.47	22.01	16.51	4.15
广西壮族自治区	13.36	9.67	--	28.52	14.42	18.23	4.14
广东省	8.48	8.27	11.24	6.69	11.15	7.60	3.58
甘肃省	14.43	16.00	25.67	26.32	--	--	6.19
福建省	9.76	7.87	10.65	19.61	6.51	7.39	5.29
北京市	11.31	2.49	5.86	--	9.25	5.93	4.05
安徽省	10.49	11.74	18.08	--	11.42	11.42	5.83

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—9月，专项债募集资金投向基建领域仍是主要发力点，前三大投向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—9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%	1837.98	10.40%
城乡发展	2132.98	10.50%	2774.72	14.82%	3506.67	18.47%	3017.82	17.08%
城市基础设施	2192.94	10.80%	4062.32	21.70%	2544.65	13.40%	1987.44	11.25%
水利环保	971.82	4.79%	2607.18	13.93%	3070.48	16.17%	1159.28	6.56%
收费公路	1324.32	6.52%	1252.6	6.69%	1413.44	7.44%	818.42	4.63%
产业园区	3677.9	18.11%	3408.76	18.21%	1559.91	8.22%	466.32	2.64%
民生事业	1933.13	9.52%	340.24	1.82%	326.95	1.72%	284.74	1.61%
交通基础设施	1108.94	5.46%	821.18	4.39%	564.39	2.97%	4951.02	28.03%
教育医疗	114.96	0.57%	7.5	0.04%	741.16	3.90%	1443.04	8.17%
铁路轨道	114	0.56%	73.2	0.39%	295.14	1.55%	1484.88	8.41%
文旅	9.96	0.05%	0	0.00%	372.81	1.96%	33.13	0.19%
乡村振兴	421.39	2.08%	295.97	1.58%	94.99	0.50%	49.90	0.28%
旧改保障房	487.82	2.40%	256.21	1.37%	99.34	0.52%	71.04	0.40%
支持中小银行	1594	7.85%	630	3.37%	2182.8	11.50%	60.20	0.34%
合计	20305.92	100.00%	18721.12	100.00%	18986.09	100.00%	17665.21	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

新一轮大规模隐债置换开启，四季度特殊再融资债券发行将提速，2025年新增专项债额度有望大幅调高。2015年以来，我国已出台四轮债务置换，包括2015—2018年发行12.2万亿元地方政府债券置换存量非政府债券债务，2019年

—2021年9月开展建制县化债，2021年10月—2022年6月推进广东、上海、北京全域无隐性债务试点化债，以及2023年10月份以来的重点省份特殊再融资置换。本次新一轮财政化债政策将于未来三年每年增加2万亿元专项债限额置换隐性债务，同时连续五年从新增专项债中安排8000亿元用于化债，化债规模合计10万亿元。预计2024年用于化债的增量专项债限额2万亿元将于11月底至12月集中发行；11月12日，河南省财政厅公告拟发行318.169亿元再融资专项债，用于置换存量隐性债务，成为首个发行“置换隐债专项债”的省份，截至11月25日，已有18地披露“置换隐债专项债”发行计划，规模合计1.21万亿元。整体看，四季度特殊再融资债券发行提速，地方债仍可保持较大发行规模。此外，考虑到隐债化解将连续五年占用新增专项债额度，加之专项债投向领域逐步拓宽、土储专项债重启发行，预计2025年新增专项债额度有望在今年3.90万亿元的基础上调高1.0万亿元以上。

期待增量财政政策加快落地。2024年10月12日，蓝部长在新闻发布会中强调，中央财政仍有较大的举债空间和赤字提升空间，目前正在积极谋划下一步的财政政策，加大逆周期调节力度。11月8日的新闻发布会高度聚焦地方化债，但此前预期中的其他增量政策尚未落地。11月18日以来，支持房地产市场健康发展的相关税收政策率先推出，北京、上海等一线城市陆续宣布取消普通住宅和非普住宅标准、加大住房交易税优惠力度，相关政策阶段性提振了房地产市场需求，但预计持续性的需求端信心修复仍需一定时间。后续筹划中的其他增量政策还包括：一是重启土地储备专项债券发行、支持专项债券回收闲置存量土地以及收购存量商品房用作保障性住房，当前财政部正配合相关部门研究制定政策细则；二是发行特别国债补充国有大行资本，预计有望在明年初落地，规模或在5000-10000亿元，有助于提升银行经营稳定性和信贷投放能力；三是积极利用可提升的赤字空间，预计明年赤字率或提升至3.5%以上；四是继续发行超长期特别国债，支持国家重大战略和重点领域安全能力建设；五是加大力度支持大规模设备更新，扩大消费品以旧换新的品种和规模；六是加大中央对地方转移支付规模，加强对科技创新、民生等重点领域投入保障力度。整体看，一揽子增量财政政策涉及地方政府化债、房地产、金融、投资、消费等多个重要经济领域，有助于修复政府、银行与家庭的资产负债表，推动风险出

清，恢复市场信心，保持经济持续回稳向好。

后期地方债发行利率或有波动，但仍将维持低位。2023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；2024年9月，美联储降息打开国内货币宽松空间，随后央行宣布降准、降息，带动长端利率继续下行，政府债发行利率降至历史低位。2024年的2万亿元增量专项债预计将于11—12月两个月内集中发布，供给冲击下地方债发行利率或有所波动。但此前几轮化债过程中，央行曾多次进行降准释放流动性，预计本轮化债过程中，央行仍有可能通过降准、买断式逆回购、二级市场买债等方式增加流动性，后期地方债发行利率有望维持低位。

地方政府债务严监管态势仍将持续。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11月8日，蓝部长在新闻发布会中重申，财政部将会同相关部门，持续保持“零容忍”的高压监管态势，对新增隐性债务发现一起、查处一起、问责一起，未来主要从监测口径更全、预算约束更强和监管问责更严三方面发力。整体看，地方政府债务严监管态势仍将持续，防范化解地方政府债务风险，在解决存量债务风险的同时，新增隐性债务将坚决遏制。