



联合资信评估股份有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

“一揽子化债方案”有序推进，增量财政政策效应将持续释放

——2024 年地方政府债券市场回顾及展望

2024.12



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 lianhe@lhratings.com

“一揽子化债方案”有序推进，增量财政政策效应将持续释放

——2024年地方政府债券市场回顾及展望

联合资信公用评级二部 陈佳琪 邹洁 王晓暄

2024年1—11月，地方债累计发行8.68万亿，新增专项债发行规模创近五年新高，重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进；同期，地方债平均发行利率波动下降。随着新一轮大规模隐债置换开启，四季度地方债保持较大发行规模，存量隐性债务规模较大省份或将加大发行力度，地方政府债务严监管态势仍将持续；一揽子增量财政政策力度大，对经济的拉动效应正在显现，不少政策效应将于明年持续释放，政策加快落地有助于缓解地方政府资金压力、增强市场流动性以及支持经济持续增长。

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年初《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逆周期调节力度逐步加大、一揽子化债方案持续调整及完善、地方政府专项债券投向领域优化等方面。相关政策的推行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年以来地方政府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，近年来最大力度化债政策推出，地方政府化债压力减轻，化债工作思路转变有助于更好地防范和化解地方债务风险，推动经济持续健康发展。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，减轻地方政府化债压力。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。上述工作思路转变有助于更好地防范和化解地方债务风险，推动经济持续健康发展。

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。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。2024 年 11 月 26 日，财政部公布的数据显示，全国人大常委会批准增加 6 万亿元地方政府债务限额后，2024 年地方政府专项债务新增限额从 3.9 万亿元增加到 9.9 万亿元，规模创历年新高。从限额分配看，将按照全国统一比例，分配上述 6 万亿元地方政府债务限额，体现政策公平性，形成稳定化债预期，预

计隐性债务规模较大的省份可相应获得的限额分配越多。

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能真正压降债务、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
2023/12	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；要下更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；经济大省要挑起重担
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能真正压降债务、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。加力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
2024/11/08	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
2024/12/08	中共中央政治局	中共中央政治局会议	会议指出，明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，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。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。

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 1—11 月地方政府债券市场回顾

1. 发行概况

2024 年 1—11 月，地方债发行规模较上年同期有所下降，新增专项债发行规模创近五年新高。2024 年 1—11 月，地方债累计发行 1900 支，金额合计 86848.18 亿元，相当于 2023 年全年的 93.13%，发行规模较上年同期下降 4.87%。从资金用途看，2024 年 1—11 月新发行地方政府债券中专项债券占 77.16%，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 46565.38 亿元，同比增长 2.69%；其中，新增专项债券发行 3.98 万亿元，规模创近五年同期最高水平，部分特殊新增专项债未披露募投项目具体投向、亦未披露“一案两书”，该类债券或用于涉及地方隐性债务的存量政府投资项目。2024 年 1—11 月，再融资债券发行 4.03 万亿元，同比下降 12.34%；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 14922.22 亿元。从净融资额来看，2024 年 1—11 月地方政府债券总偿还金额为 29349.02 亿元（其中到期偿还金额为 29188.10 亿元，提前兑付金额为 160.92 亿元），净融资额为 57499.17 亿元。

表 2 2016—2023 年及 2024 年 1—11 月全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

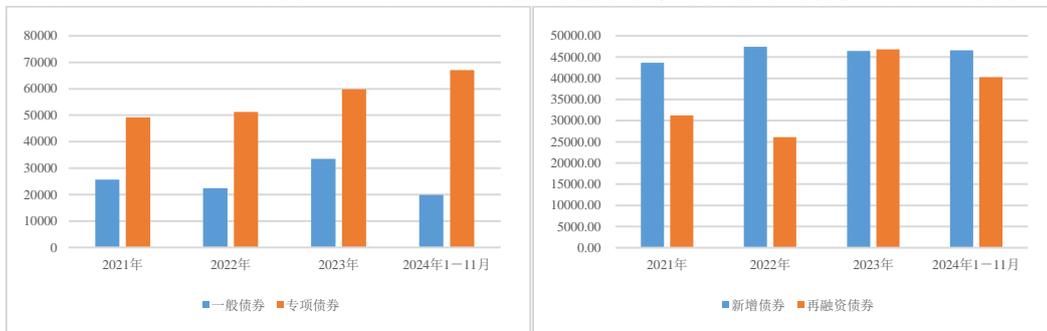
项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2023 年 1—11 月	2024 年 1—11 月
发行支数	1159	1134	930	1093	1848	1991	2145	2174	2118	1900
发行金额	60458.40	43580.94	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	91297.81	86848.18
其中：一般债券	35339.84	23619.35	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	33464.88	32869.20	19832.80
专项债券	25118.56	19961.59	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	59788.81	58428.62	67015.39
其中：新增债券	12624.59	15898.00	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	46450.62	45344.59	46565.38
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	45953.22	40282.81

其中：公募发行	44957.56	32725.02	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	91297.81	86848.18
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	5540.57	2636.07
5年期	19222.99	14764.57	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	15883.03	15610.00	8384.48
7年期	16753.74	11939.72	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	16755.65	16403.05	12849.60
10年期	13189.85	8788.08	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	22858.91	22286.30	28687.87
15年期	--	--	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8884.75	8866.49	8648.74
20年期	--	--	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10836.97	10666.41	10484.76
30年期	--	--	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	12090.33	11901.94	14796.36

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—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 整理

2024 年上半年地方债发行节奏整体偏缓，8 月以来地方债发行明显提速。

从发行节奏看，2024 年 1—11 月，地方政府债券发行规模较上年同期下降 4.87%，上半年受重点省份严控投资及前期特别国债落地等影响，发行节奏整体偏缓，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，10 月份发行有所放缓，11 月份发行再次提速，11 月份发行规模为 1.31 万亿元，系 2024 年 1—11 月发行规模最大的月份，且单月发行规模占 2024 年 1—11 月发行规模的比重为 15.13%。

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 1—11 月
	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%	3844.50
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%	8688.60	24.95%	6687.32	13.69%	13962.85	24.23%	6831.33
11	1383.64		6803.81		2468.94		6672.09		13141.09
12	1836.13		3178.97		914.60		1955.87		--
合计	64438.13	100.00%	74826.3	100.00%	73555.79	100.00%	93253.68	100.00%	86848.19

注：“--”表示数据不适用

资料来源：联合资信根据 Wind 资讯整理

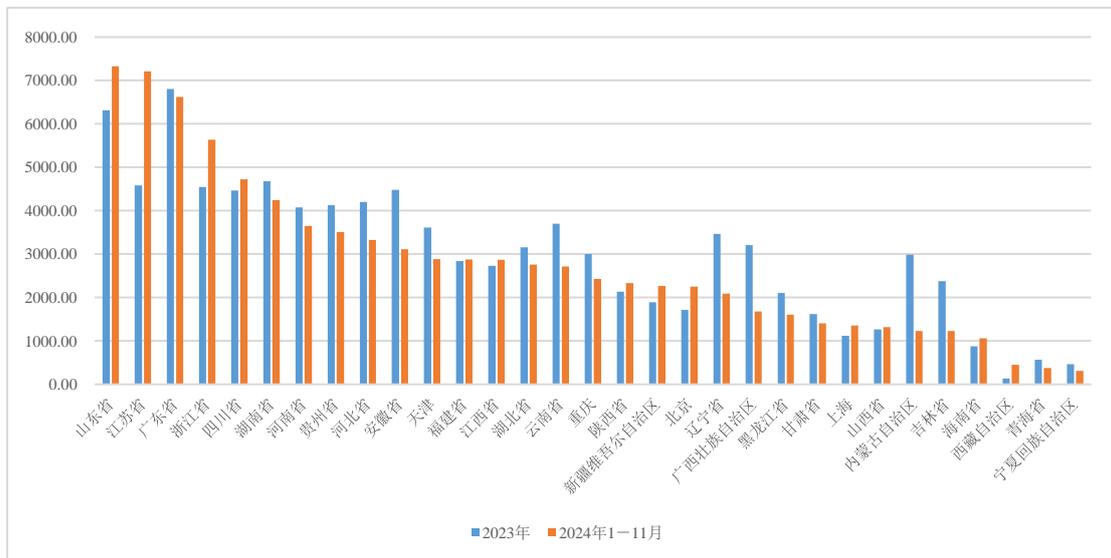
2024年1—11月，10年期及以上债券占比有所增长；地方债加权平均发行期限为13.94年，同比有所增长。2024年1—11月，10年期以上（含10年）债券占比为72.10%，较上年同期增加13.26个百分点。从整体发行期限看，2021年—2023年及2024年1—11月，地方债加权平均发行期限分别为11.95年、13.23年、12.39年和13.94年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为7.71年、7.93年、7.38年和8.40年；专项债券的加权平均发行期限分别为14.17年、15.54年、15.20年和15.58年。

2024年1—11月，新增专项债券放量发行，重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。2024年1—11月，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，地方政府债券发行规模前三名的地区为山东、江苏和广东，其发行规模均超6500亿元，分别相当于2023年全年的116.09%、157.36%和97.34%；“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1—11月，贵州、辽宁、天津、江苏、云南、宁夏及内蒙古再融资债券发行占比均超过60.00%，以上7省份，除江苏外，其余均为重点化债区域；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2024年上半年度普遍有所提升，但仍以再融资债券为主；12个重点省份中除重庆和广西当期新增专项债券占比超过45.00%，其余省份当期新增专项债券占比均低于全国平均值（45.85%）。整体看，化债持续推进。从净融资额来看，2024年1—11月，江苏、广东和山东净融资额超5000亿元，浙江、四川、湖南、贵州、河南和河北净融资额超2000亿元，西藏、内蒙古、上海、青海和

宁夏净融资额不足五百亿，其余省份净融资额在 500~2000 亿之间，重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

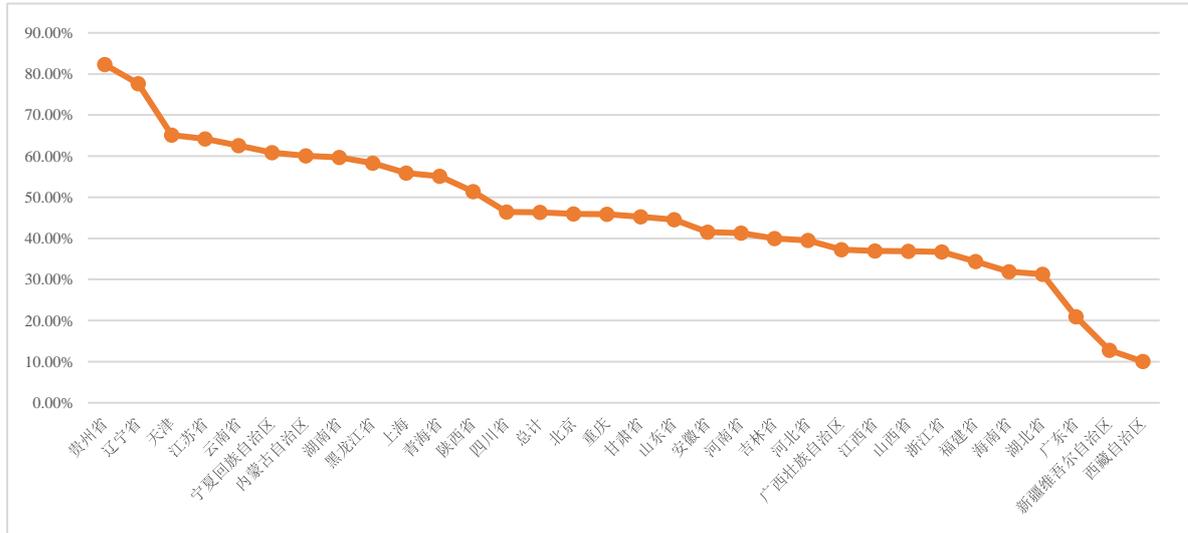
特殊再融资债券集中于四季度发行，重点省份发行规模超 50%，存量隐性债务规模较大省份发行规模较高。特殊再融资债券方面，2023 年 10 月重点省份启动特殊再融资置换以来，截至 2024 年 11 月底，全国特殊再融资债券发行总额累计 2.88 万亿元。从发行时间来看，2023 年 10 月至 12 月期间集中发行 1.38 万亿，2024 年 2 月至 5 月期间集中发行 1087.65 亿元，2024 年 6 月至 8 月期间未发行，2024 年 9 月至 11 月期间集中发行 1.38 万亿元，整体看，特殊再融资债券集中于四季度发行。从重点省份看，12 个重点省份累计发行特殊再融资债券规模达到 1.44 万亿元，占比超过 50%。具体来看，发行规模前五大省市分别为贵州省（4110.00 亿元）、江苏省（3397.00 亿元）、湖南省（2559.00 亿元）、云南省（1917.00 亿元）和天津市（1749.00 亿元），上述省市特殊再融资发行规模为 1.37 万亿元，存量隐性债务规模较大的江苏省、湖南省、贵州省等地发行规模较高。

图 2 2023 年及 2024 年 1—11 月各省（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—11 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1-11月各省（市、自治区）再融资债券发行占比情况



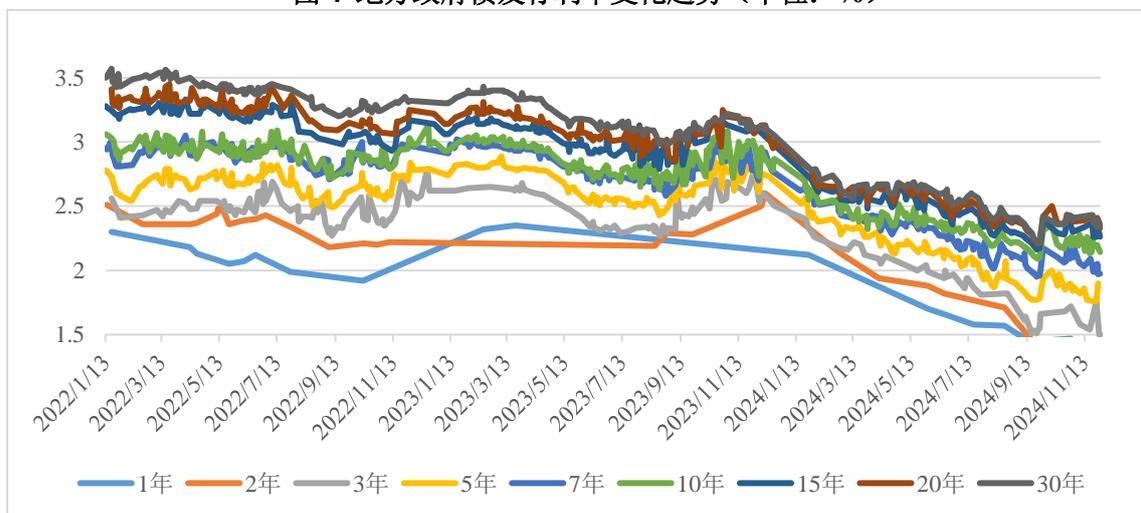
注：5个计划单列市纳入所在省份统计
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

2. 利率与利差分析

2024年1-11月，地方债平均发行利率波动下降。

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10月，受资金面偏紧、多项稳增长政策集中出台拉动国债收益率反弹及宏观逆周期调节政策力度加大影响，地方债利率普遍小幅回升，地方政府债券平均发行利率2.24%，环比上升9bp，同比下降68bp；11月，地方政府债券平均发行利率保持下行。

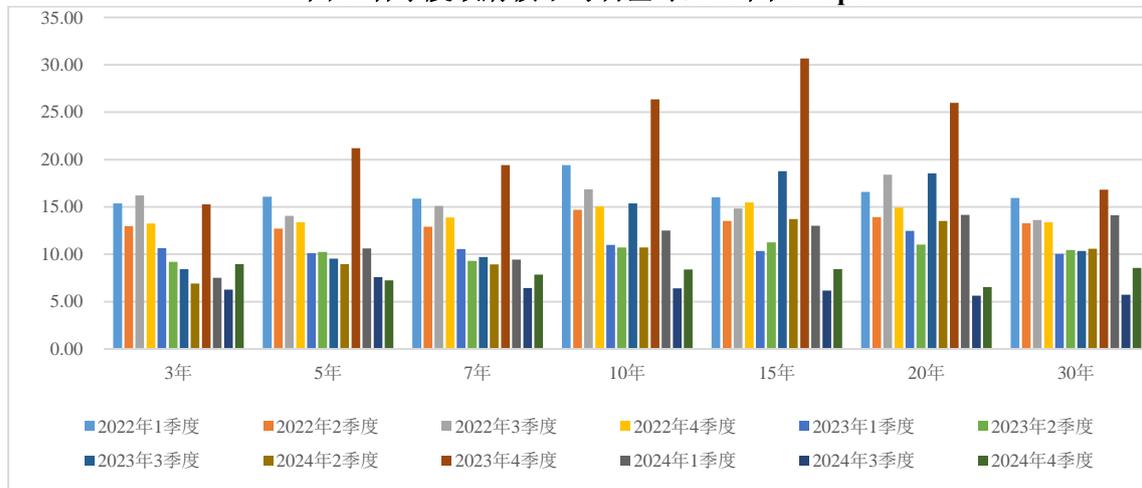
图4 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据 Wind 整理

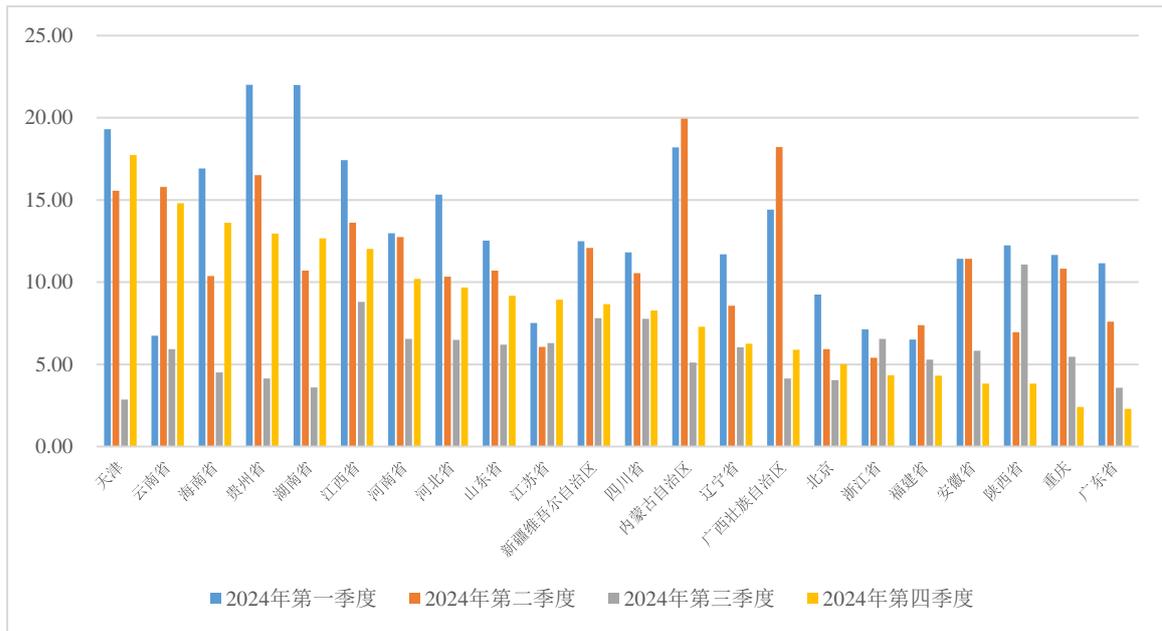
2024 年第四季度较第三季度利差整体明显走扩，省份之间利差走势分化明显。2024 年前三季度地方债平均利差持续收窄，分别为 11.76bp、10.76bp 和 6.26bp，三季度同比及环比收窄明显，利差处于历史低位，2024 年第四季度，受宏观政策影响，地方债平均利差环比走阔。各省份发行利差方面，以发行量最大的 10 年期地方债为样本，2024 年第四季度较第三季度利差明显走扩，平均发行利差最高的省份为天津市（17.73bp）、云南省、海南省、贵州省、湖南省、江西省及河南省利差处于 10bp~15bp，浙江省、福建省、安徽省、陕西省、重庆市、广东省季度平均利差环比有所下降，省份之间利差走势分化明显。

图 5 各季度政府债平均利差对比（单位：bp）



注：2024 年第四季度数据未统计 2024 年 12 月发行情况
资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 6 2024 年 1—11 月各省（市、自治区）10 年期政府债平均利差对比（单位：bp）



注：部分省份在部分季度未发行 10 年期政府债券，对应期间利差情况未在上图列示；2024 年第四季度数据未统计 2024 年 12 月发行情况

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

表 4 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	四季度
重庆市	13.99	7.10	14.94	27.93	11.66	10.81	5.46	2.42
浙江省	8.89	10.78	2.99	5.24	7.14	5.41	6.56	4.33
云南省	13.00	--	11.91	--	6.74	15.8	5.94	14.80
新疆维吾尔自治区	15.04	11.99	19.05	28.60	12.49	12.09	7.81	8.67
西藏自治区	--	--	7.70	29.41	--	--	5.72	11.47
天津市	10.93	--	12.98	34.12	19.31	15.56	2.86	17.73
四川省	9.89	11.44	15.62	--	11.82	10.55	7.77	8.28
上海市	11.96	--	6.98	--	--	3.95	6.98	6.24
陕西省	11.26	12.00	17.78	28.23	12.24	6.96	11.07	3.83
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	10.7	6.20	9.18
青海省	--	12.49	24.24	--	--	11.63	8.18	14.93
宁夏回族自治区	16.48	16.23	20.65	34.23	--	10.72	9.60	7.20
内蒙古自治区	14.97	15.35	24.60	32.01	18.21	19.96	5.10	7.29
辽宁省	13.78	13.15	19.59	26.86	11.71	8.58	6.05	6.26
江西省	10.06	16.11	23.21	28.61	17.43	13.62	8.80	12.03
江苏省	8.87	6.70	3.00	4.98	7.52	6.06	6.30	8.94
吉林省	--	10.31	22.03	34.28	--	10.32	10.17	2.75
湖南省	10.49	12.47	21.91	29.89	21.99	10.7	3.60	12.66
湖北省	8.54	9.78	13.25	28.87	15.15	7.95	4.31	--

黑龙江省	13.8	14.81	7.20	25.54	--	13.42	7.13	8.17
河南省	6.98	9.81	17.24	31.82	12.98	12.75	6.54	10.21
河北省	10.42	10.70	20.58	10.50	15.32	10.34	6.50	9.67
海南省	14.42	11.96	17.72	25.73	16.92	10.37	4.51	13.61
贵州省	12.3	17.38	18.06	33.47	22.01	16.51	4.15	12.96
广西壮族自治区	13.36	9.67	--	28.52	14.42	18.23	4.14	5.89
广东省	8.48	8.27	11.24	6.69	11.15	7.6	3.58	2.30
甘肃省	14.43	16.00	25.67	26.32	--	--	6.19	16.96
福建省	9.76	7.87	10.65	19.61	6.51	7.39	5.29	4.31
北京市	11.31	2.49	5.86	--	9.25	5.93	4.05	5.02
安徽省	10.49	11.74	18.08	--	11.42	11.42	5.83	3.83

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；2024年第四季度数据未统计2024年12月发行情况
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—11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，截至12月5日，全国仅广西发行一支中小银行发展专项债，发行额度为60.20亿元，相当于2023年发行规模的0.31%；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25.00%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—11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%	1867.73	9.57%
城乡发展	2132.98	10.50%	2774.72	14.82%	3506.67	18.47%	3017.82	15.47%
城市基础设施	2192.94	10.80%	4062.32	21.70%	2544.65	13.40%	2237.87	11.47%
水利环保	971.82	4.79%	2607.18	13.93%	3070.48	16.17%	1387.12	7.11%
收费公路	1324.32	6.52%	1252.6	6.69%	1413.44	7.44%	825.91	4.23%
产业园区	3677.9	18.11%	3408.76	18.21%	1559.91	8.22%	466.32	2.39%
民生事业	1933.13	9.52%	340.24	1.82%	326.95	1.72%	490.40	2.51%
交通基础设施	1108.94	5.46%	821.18	4.39%	564.39	2.97%	5335.78	27.35%
教育医疗	114.96	0.57%	7.5	0.04%	741.16	3.90%	1535.99	7.87%
铁路轨道	114	0.56%	73.2	0.39%	295.14	1.55%	1870.06	9.59%
文旅	9.96	0.05%	0	0.00%	372.81	1.96%	69.31	0.36%
乡村振兴	421.39	2.08%	295.97	1.58%	94.99	0.50%	220.77	1.13%
旧改保障房	487.82	2.40%	256.21	1.37%	99.34	0.52%	121.74	0.62%
支持中小银行	1594	7.85%	630	3.37%	2182.8	11.50%	60.20	0.31%
合计	20305.92	100.00%	18721.12	100.00%	18986.09	100.00%	19507.01	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，四季度地方债保持较大发行规模，隐性债务规模较大的省份或将加大发行力度。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。2024 年 11 月 1 日至 12 月 26 日，河南、内蒙古、辽宁、湖北、福建、广西等地陆续发行特殊再融资债券，累计发行额达到 21654 亿元。此外，截至 2024 年 12 月 26 日，各地发行新增专项债券 4.00 万亿元，四季度特殊再融资债券及新增限额内专项债集中发行，地方债保持较大发行规模。此外，本年度 2 万亿用于置换存量隐性债务的专项债全部公告完毕，其中江苏最多，达到 2511 亿元，湖南、河南、贵州、四川和山东也均超过千亿；青海、厦门和北京均不足百亿。对于未来 2 年各区域的额度分配，预计与本年度额度分配一致，隐性债务规模较大的省份可相应获得的新增专项债限额分配越多，后续或将加大发行力度。

增量财政政策效应将于明年持续释放。2024 年 10 月 12 日，财政部蓝佛安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，本轮财政化债政策新增额度大、债务置换范围广，标志着一揽子化债政策的实施力度达到了历史新高。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。12 月 9 日，中

央政治局会议释放多重积极信号，会议提到明年要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，意味着在已出台“增量财政政策”的基础上，2025年的财政政策力度仍然值得期待，赤字规模、赤字率或将突破前高。整体看，一揽子增量财政政策力度大，对经济的拉动效应正在显现，不少政策效应将于明年持续释放，政策加快落地有助于缓解地方政府资金压力、增强市场流动性以及支持经济持续增长。

后期地方债发行利率或将震荡下行。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，10年期国债利率创二十年来新低，地方债发行利率随利率中枢下行而持续下降。2024年11月至12月26日期间集中发行较大规模专项债券，11月初以来，地方政府债券平均发行利率震荡下行，但随着供给增量冲击下，2024年第四季度较第三季度利差整体明显走扩。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。此外，12月9日，中央政治局会议提到明年要实施适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节，预计明年降息降准都有空间，地方债发行利率或将震荡下行，但需关注供给增量冲击下导致的利差走势变动。

地方政府债务严监管态势仍将持续，地方政府债务监测、监管及监督机制将持续完善。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。此外，2024年11月4日，《中华人民共和国各级人民代表大会常务委员会监督法（修正草案）》提请十四届全国人大常委会第十二次会议二次审议，拟修法：“各级人大常委会应当对政府债务进行监督，规定国务院和县级以上地方各级人民政府应当每年向本级人大常委会报告政府债务管理情况”。2024年11月8日，蓝佛安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。12月22日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52号），就专项债投向、额度分配、项目审核及管理等方面提出多项意见。整体看，地方政府债务严监管态势仍将持续，地方政府债务监测、监管及监督机制将持续完善，防范化解地方政府债务风险，在解决存量债务风险的同时，坚决遏制化债不实和新增隐性债务。