

作者：冯祖涵

邮箱：research@fecr.com.cn

## 防范化解地方债务风险，特殊再融资债重启发行可期

——2023年6月地方政府债市场运行报告

## 摘要

一级市场发行与到期方面，6月，地方政府债券发行规模为8302.28亿元，较上月增长748.74亿元；当月净融资额为2385.31亿元，较上月减少2666.73亿元。从发行人省份来看，6月，地方政府债发行规模最大的省市为北京市，其发行规模为769.82亿元；湖南省紧随其后，当月共发行754.62亿元地方债；福建省与浙江省当月地方债发行规模也超过600亿元。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为4038.05亿元，环比增加1283.48亿元。新增专项债发行在经历了第一季度发力、第二季度放缓之后，将在第三季度加快节奏。截至7月12日，共有22个地方披露了三季度地方债发行计划，合计计划发行18447亿元，其中新增专项债拟发行8897亿。

从发行期限来看，6月，地方政府债平均发行期限约为12.73年。一般债平均发行期限约为7.21年，7年期与10年期一般债发行额最大，占当月一般债发行额的比重均超过30%。专项债平均发行期限约为16.44年，20年期专项债发行额最大，为1231.65亿元。

从发行利差来看，6月，除30年期地方债外，主要中长期地方债发行利差与上月基本持平。30年期地方债发行利差较上月走阔1.63BP至10.08BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，江西、湖南与安徽三省发行利差分别为18.23BP、16.62BP与14.22BP，属当月地方债发行利差最高的一档；广东、北京、湖北三省的发行利差低于5BP。当月湖北省地方债发行利差大幅收窄主要与部分债券发行利差过低有关。

二级市场方面，6月，地方政府债共成交10962.25亿元，成交额较上月增加871.71亿元。主要中长期地方政府债到期收益率走势平稳。6月末，10年期与15年期AAA级地方政府债到期收益率与上月末基本持平；7年期与30年期AAA级地方政府债到期收益率均较上月末下降4BP。主要中长期地方政府债利差小幅走阔。6月末，10年期AAA级地方政府债利差为23.49BP，较上月末走阔3.99BP。

近期中央与地方释放出的政策信号在强调加力提效实施积极的财政政策的同时，尤其关注地方政府债务管理，并要求制定实施一揽子化债方案。第三季度，积极的财政政策或将着重体现为新增专项债发行再加速，同时可以期待专项债券投向领域和用作项目资本金范围的进一步扩大。在地方政府化债方面，可以期待特殊再融资债券重启发行，帮助化解隐性存量债务；同时，为遏制隐性债务增量，地方政府或将加强融资平台公司治理，去除政府的隐性担保，打破刚性兑付预期。后续可密切关注地方政府化债的具体方案。

## 相关研究报告：

1.《地方债发行利差区域分化显著，关注政府债务风险》——2023年5月地方政府债市场运行报告，2023.6.14

2.《地方债发行放缓，深交所尝试发行定价基准“换锚”》——2023年4月地方政府债市场运行报告，2023.5.12

3.《地方债发行放量，中小银行专项债发行升温》——2023年3月地方政府债市场运行报告，2023.4.25

4.《财政政策加力提速，新增专项债发行前置》——2023年2月地方政府债市场运行报告》，2023.3.23

## 目录

一、一级市场发行与到期.....	2
(一) 规模情况.....	2
(二) 发行期限.....	5
(三) 发行利差.....	6
(四) 案例分析.....	7
二、二级市场.....	8
三、政策跟踪.....	9
(一) 中央政策.....	9
(二) 地方热点政策.....	10
四、总结与展望.....	10

## 一、一级市场发行与到期

### (一) 规模情况

2023年6月(下称“6月”),地方政府债券发行规模为8302.28亿元,较上月增长748.74亿元;当月净融资额为2385.31亿元,较上月减少2666.73亿元。1-6月,地方政府债发行规模总计43681.05亿元,较去年同期减少8820.53亿元;净融资额总计27346.08亿元,较去年同期减少15456.75亿元。未来三个月内(7月至9月),地方政府债券到期规模分别为3956.38亿元、5912.93亿元、6234.70亿元(见图1)。

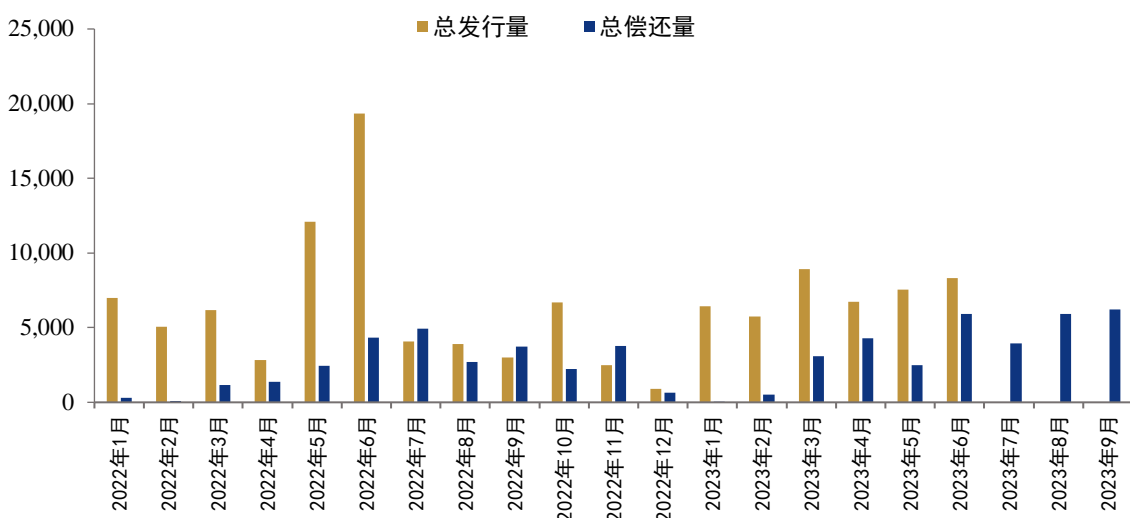


图1: 地方政府债发行与到期规模 (单位: 亿元)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

分类来看,6月,地方政府一般债发行规模为2722.30亿元,环比减少677.68亿元,占当月地方政府债发行总额的35.42%;地方政府专项债发行规模为4962.52亿元,环比增加808.95亿元,占当月地方政府债发行总额的64.58%(见图2)。

同期,地方政府新增债发行规模为4814.42亿元,环比增加1795.36亿元,占当月地方政府债发行总额的57.99%;地方政府再融资债发行规模为3487.86亿元,环比下降1046.63亿元,占当月地方政府债发行总额的42.01%(见图3)。

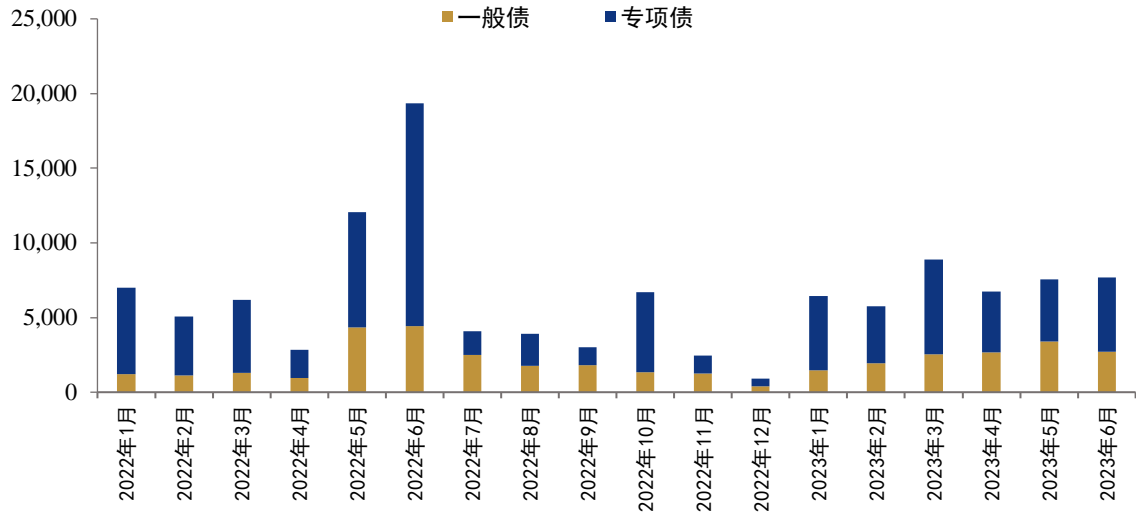


图2：一般债与专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

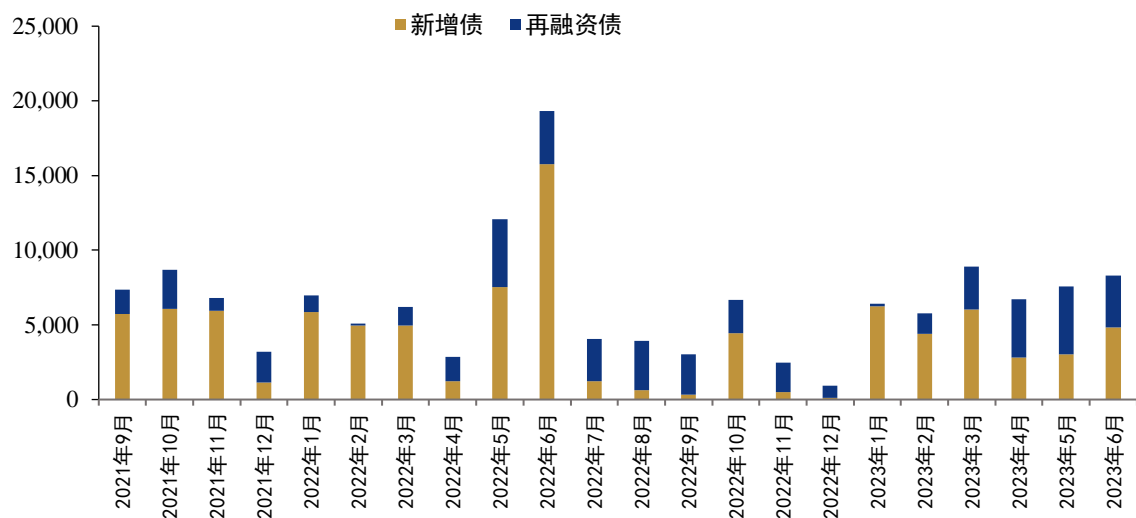


图3：新增债与再融资债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行人省份来看，6月，地方政府债发行规模最大的省市为北京市，其发行规模为769.82亿元；湖南省紧随其后，当月共发行754.62亿元地方债；福建省与浙江省当月地方债发行规模也超过600亿元（见图4）。从专项债发行来看，本月专项债发行规模最大的省市为北京市，其专项债发行规模为617.7277亿元；福建省发行专项债529亿元，位列第二位；浙江、湖南、安徽、新疆、江苏等省份专项债发行规模超过300亿元。

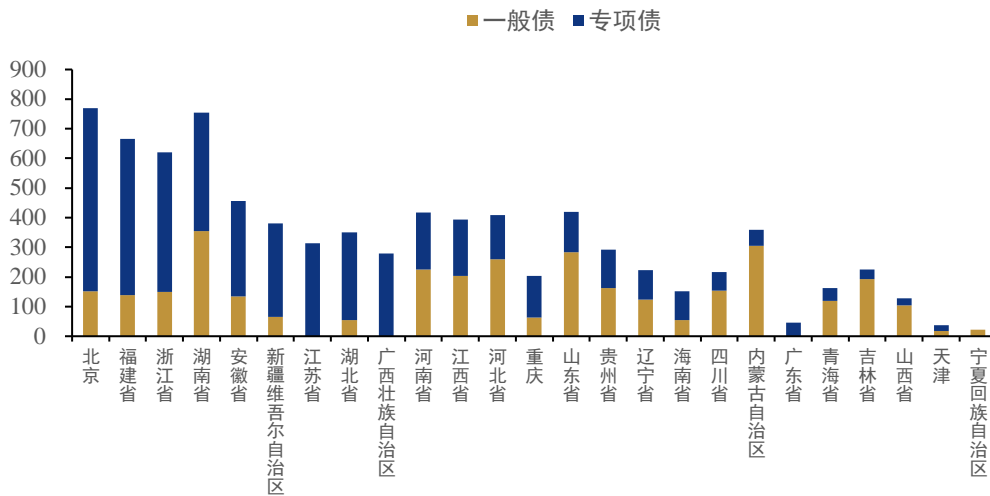


图4：2023年6月各省地方政府债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增专项债发行来看，6月新增专项债发行规模为4038.05亿元，环比增加1283.48亿元，占当月新增额度债券的比重约为83.87%（见图5）。1-6月新增专项债发行规模共计23008.50亿元，相比上年同期减少11053.67亿元，主要是由于上年6月为全年新增专项债发行高峰。新增专项债发行在经历了第一季度发力、第二季度放缓之后，将在第三季度加快节奏。截至7月12日，共有22个地方披露了三季度地方债发行计划，合计计划发行18447亿元，其中新增专项债拟发行8897亿。

根据财政部披露的政府债券发行情况，2023年5月新增专项债主要投向市政及产业园区建设、支持化解中小银行风险、交通基础设施、社会事业与保障性安居工程等领域（见图6）。具体来看，5月，河北、安徽、新疆、陕西等省份共发行344亿元专项债用于支持化解中小银行风险，其中河北省与陕西省所发行的中小银行专项债主要用于支持农村信用社与农村商业银行补充资本金或发展专项项目。在银行业净息差下行的背景下，中小银行内生性资本补充能力大大减弱，而专项债作为外源性资本补充渠道，可以帮助中小银行纾解资本金短缺。农村商业银行、农村信用社、农村合作银行等农村中小银行业务结构相对单一，息差收窄对其盈利空间的挤压更为显著，专项债的注入将有助于缓解其运营压力。

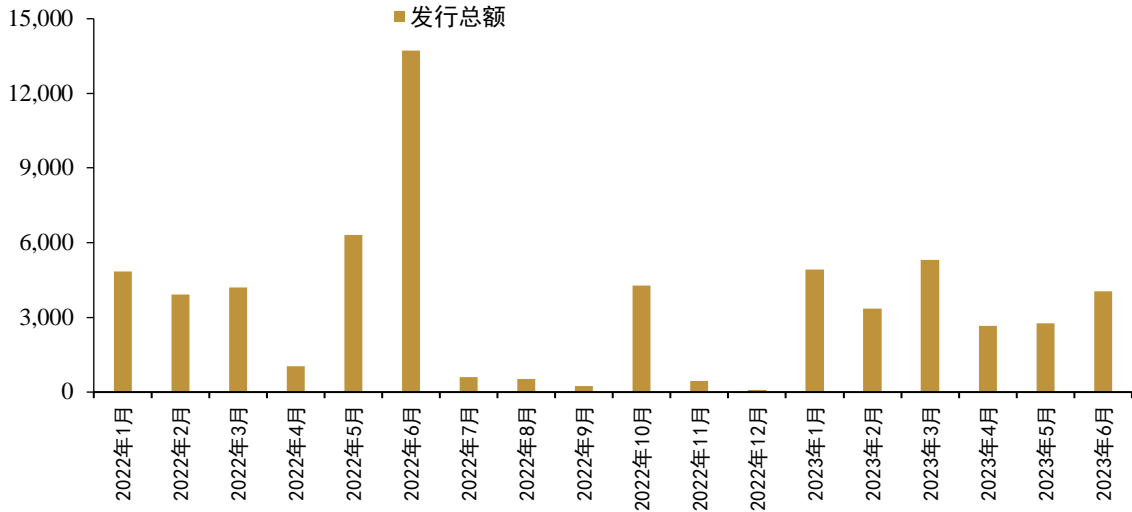


图 5：新增专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

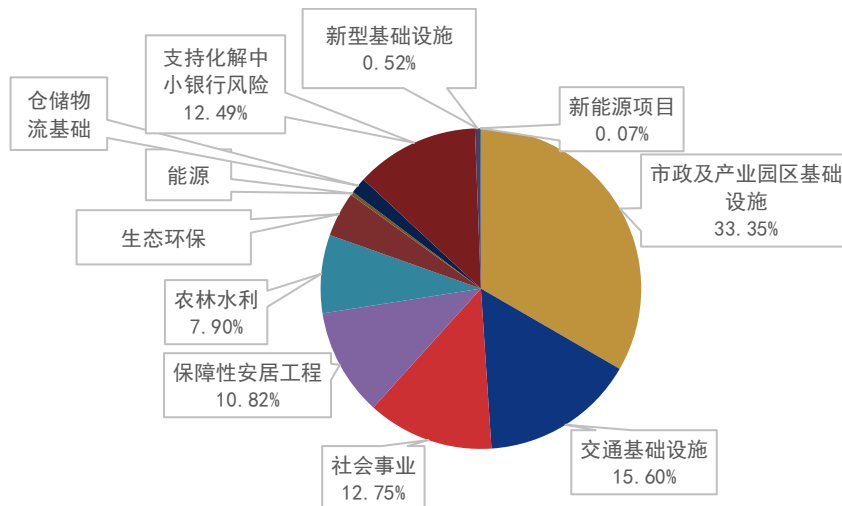


图 6：2023年5月新增专项债投向统计（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

## （二）发行期限

6月，地方政府债平均发行期限约为12.73年。具体到各期限，7年期与10年期地方政府债发行额占比均超过20%，发行额分别为1678.30亿元与1726.62亿元；20年期地方债发行也相对较多，发行额占比为14.84%。

分类来看，6月，一般债平均发行期限约为7.21年。其中7年期与10年期一般债发行额最大，分别为1058.49亿元与1049.25亿元，占当月一般债发行额的比重均超过30%；5年期与3年期发行规模紧随其后，占比分别为20.57%与14.66%；其他期限发行规模较小或无发行。专项债平均发行期限约为16.44年。其中，20年期专项债发

行额最大，为1231.65亿元；15年期与30年期专项债发行规模次之，占当月专项债发行额的比重均在19%左右；7年期与10年期专项债发行相对较多，占比均超过10%（见表1）。

**表1：2023年6月地方政府债发行期限统计（单位：亿元，%）**

期限	1年	2年	3年	5年	7年	10年	15年	20年	30年
发行额			729.92	931.95	1678.30	1726.62	995.83	1231.65	1008.00
占比			8.79	11.23	20.21	20.80	11.99	14.84	12.14
一般债发行额			489.75	686.95	1058.49	1049.25	25.31		30.00
一般债各期限占比			14.66	20.57	31.69	31.42	0.76		0.90
专项债发行额			240.17	245.00	619.81	677.36	970.52	1231.65	978.00
专项债各期限占比			4.84	4.94	12.49	13.65	19.56	24.82	19.71

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### （三）发行利差

#### 1. 关键期限地方政府债发行利差

根据不同期限地方债发行规模，确定7年期、10年期、15年期、20年期与30年期为关键期限，并计算其发行利差（即债券票面利率减同期限当日国债到期收益率；如当月有多只同期限债券发行，则发行利差为同期限债券发行利差的加权平均）。

6月，除30年期地方债外，主要中长期地方债发行利差与上月基本持平。具体来看，30年期地方债发行利差较上月走阔1.63BP至10.08BP，10年期与15年期地方债发行利差分别环比走阔0.71BP与0.70BP，7年期与20年期发行利差变化幅度更小，较上月分别下降0.09BP与0.33BP。从绝对水平来看，6月，30年期地方债发行利差最大，7年期次之，20年期地方债发行利差最小（见表2）。

**表2：2023年6月关键期限地方政府债发行利差统计（单位：BP）**

发行期限	7年	10年	15年	20年	30年
发行利差	9.45	9.32	9.23	8.86	10.08
发行利差环比变动	-0.09	0.71	0.70	-0.33	1.63

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

#### 2. 各地区10年期地方政府债发行利差

鉴于10年期地方政府债发行样本最多，选取当月有发行10年期地方政府债的地区，计算其发行利差（即债券票面利率减同期限当日国债到期收益率；如某省市当月有多只10年期债券发行，则发行利差为该省市10年期债券发行利差的加权平均）。

6月，共20个省市发行了10年期地方政府债；其中，江西、湖南与安徽三省发行利差分别为18.23BP、16.62BP与14.22BP，属当月地方债发行利差最高的一档；广东、北京、湖北三省的发行利差低于5BP；其他省份发行利差



处于 5-14BP 区间（见图 7）。从环比变动来看，湖北与新疆利差环比收窄明显，其中湖北省 10 年期地方政府债发行利差由上月的 11.08BP 收窄至 2.11BP；江西当月发行利差较上月走阔 7.88BP，湖南与安徽发行利差分别较上月走阔 4.21BP 与 3.54BP。

当月湖北省地方债发行利差大幅收窄主要与部分债券发行利差过低有关。湖北省 6 月 19 日发行的“23 湖北债 75”“23 湖北债 77”“23 湖北债 83”等三只债券票面利率均为 2.69%，较同期限当日国债到期收益率上浮 0.24BP，较前五日相同期限国债收益率均值上浮 4.22BP。以上三只债券中，“23 湖北债 75”属再融资一般债，其余两只为新增专项债。

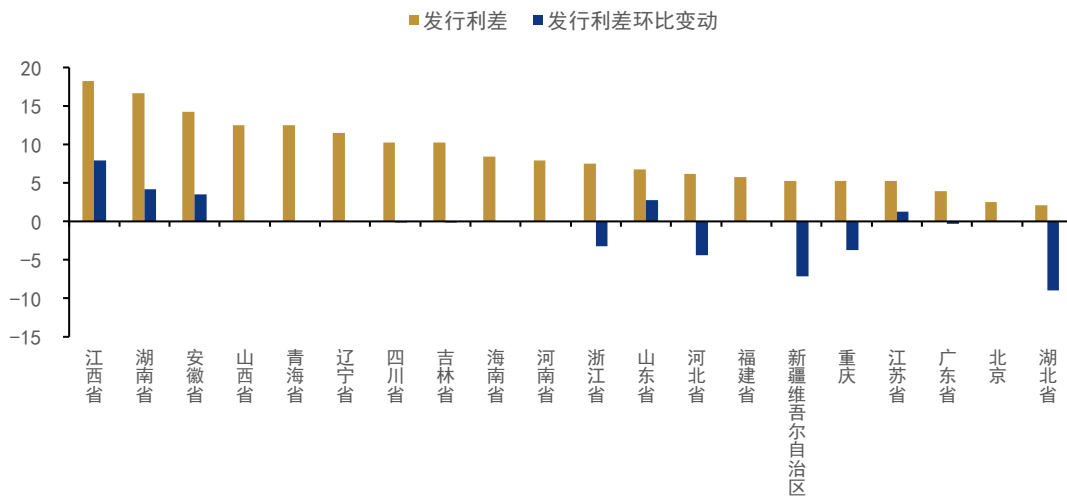


图 7：2023 年 6 月各省 10 年期地方政府债发行利差（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

#### （四）案例分析

##### 发行案例：2023 年湖北省政府再融资一般债券(八期)

该债券为湖北省政府发行的再融资一般债券，发行规模为 39.83 亿元，债券期限为 10 年，票面利率为 2.69%。该债券票面利率相较前五日相同期限国债收益率均值仅上浮约 4.22BP，发行成本较低。该债券募集资金由财政部门纳入政府性基金预算管理，募集资金用于偿还存量债务。

从发行人经济财政实力来看，湖北省是中部地区的经济大省，2022 年 GDP 总量为 5.37 万亿元，在全国 31 个省级行政区中排名第 7 位；同年 GDP 增速为 4.3%，高于全国水平 1.1 个百分点。2022 年，湖北省一般公共预算收入 3280.73 亿元，剔除增值税留抵退税因素，可比增长 8.5%；其中税收收入 2411.25 亿元，可比增长 5.4%，税收收入占一般公共预算收入的比重约 73.50%，财政收入结构相对较好。2022 年，湖北省一般公共预算支出 8626.03 亿元，同比增长 8.7%。2022 年湖北省财政自给率为 38.03%，财政自平衡能力较弱。截至 2022 年末，湖北省债务余额 13900.1 亿元，负债率（地方政府债务余额和 GDP 的比值）为 25.87%，债务率（地方政府债务余额和地方政府综合财力的比值）为 221.62%。将城投有息债务纳入计算口径后，湖北省宽口径负债率为 73.01%，宽口径债务率为



625.49%。整体来看，湖北省虽经济体量排名全国中上游，但财政实力相对薄弱，显性债务相对可控，但隐性债务负担较重。

## 二、二级市场

从成交量来看，2023年6月，地方政府债成交活跃度环比上升。6月地方政府债共成交10962.25亿元，成交额较上月增加871.71亿元。分市场来看，银行间市场地方政府债当月成交10579.57亿元，上交所成交382.63亿元，深交所成交0.05亿元。

从地方债到期收益率来看，6月主要中期限地方政府债到期收益率走势平稳。6月末，10年期与15年期AAA级地方政府债到期收益率与上月末基本持平，分别为2.87%和3.09%；7年期与30年期AAA级地方政府债到期收益率均较上月末下降4BP（见图8）。

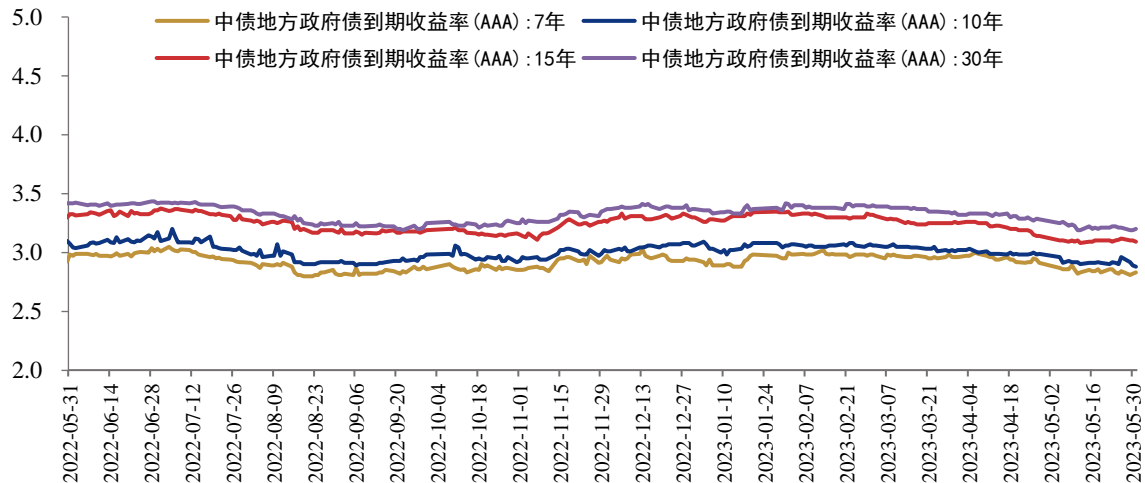


图8：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债到期收益率（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从地方债利差来看，6月，主要中期限地方政府债利差（中债地方政府债到期收益率-同期限当日国债到期收益率）小幅走阔。6月末，10年期AAA级地方政府债利差为23.49BP，较上月末走阔3.99BP；15年期地方债利差较上月末走阔6.35BP至28.75BP；30年期地方债利差环比走阔3.61BP至15.28BP；7年期地方政府债利差与上月末基本持平，为16.24BP（见图9）。

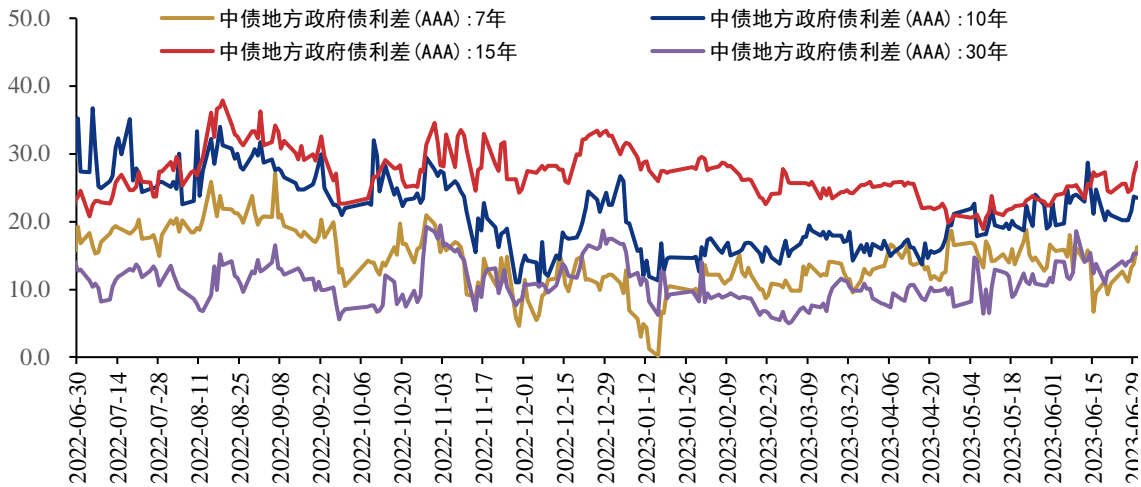


图9：7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利差（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

### 三、政策跟踪

#### （一）中央政策

##### 1. 《国务院关于2022年中央决算的报告》

2023年6月26日，财政部受国务院委托，向全国人大常委会提出2022年中央决算报告和中央决算草案。草案中提到，下一步，要围绕高质量发展这个首要任务和构建新发展格局这个战略任务，打好宏观政策、扩大内需、改革创新、防范化解风险组合拳，实施好积极的财政政策，推动经济持续回升向好，实现质的有效提升和量的合理增长。重点做好以下工作：一是加力提效实施积极的财政政策，二是加强重点领域支出保障，三是兜牢基层“三保”底线，四是有效防范化解地方政府债务风险，五是加大财会监督力度，六是扎实做好审计整改“下半篇文章”。

在加力提效实施积极的财政政策方面，要发挥好政府投资引导作用，适当扩大地方政府专项债券投向领域和用作项目资本金范围，做好项目前期准备，提高项目储备质量，优先支持成熟度高的项目和在建项目，在打基础、利长远、补短板、调结构上加大力度，防止盲目扩大投资，鼓励和吸引更多民间资本参与。

在加强地方政府债务管理方面，要将地方政府法定债务管理全面纳入预算管理一体化范围，指导地方做好专项债券项目储备，建立专项债券支出进度通报预警制度，对专项债券项目实施穿透式监测；督促地方落实主体责任，统筹各类化债资源，增强市县偿债能力，逐步化解隐性债务存量；严控高风险地区新增地方政府债券规模，防止风险持续累积。

##### 2. 中共中央政治局会议：制定实施一揽子化债方案

中共中央政治局7月24日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议指出，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展；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。

## （二）地方热点政策

### 1. 广西全面部署实施零基预算改革

为贯彻国务院《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，广西全面部署实施零基预算改革，推动各市、县在编制2024年预算时实现所有预算单位、所有预算项目零基预算编审全覆盖，更加科学、精准、有效安排预算资金，提高财政资源配置效率。

零基预算改革要求，强化资源统筹，提升保障能力。**加强项目库滚动管理，全面清理部门项目支出**，对一次性实施、超出政策规定标准或低效无效的项目支出一律清理，有效盘活财政资源，集中财力、强化统筹，优先足额保障“三保”支出，重点保障落实中央、自治区以及同级党委、政府重大决策部署和重点工作安排。**按照先有项目、后有预算的原则编制预算，不再采取先确定支出总额再安排具体项目的方法**。预算安排与部门非财政拨款收入统筹衔接，优先使用部门单位资金，减少或不再安排财政拨款补助。

### 2. 湖南对隐性债务化解排名前列市县给予资金奖励，在新增债券额度分配中予以倾斜支持

7月12日，湖南省发布《湖南省人民政府办公厅关于做好2023年真抓实干督查激励有关工作的通知》，提到对打好防范化解风险阻击战，财政管理改革成效突出，防范化解债务风险措施得力，财政收入质量高，存量资金规模小，支出进度快，国库库款保障有力，预算公开要求落实到位，**专项债券项目和资金管理规范，隐性债务化解排名全省前列的市州、县市区，给予资金奖励，在新增债券额度分配中予以倾斜支持**。

## 四、总结与展望

一级市场发行与到期方面，6月，地方政府债券发行规模为8302.28亿元，较上月增长748.74亿元；当月净融资额为2385.31亿元，较上月减少2666.73亿元。其中，地方政府一般债发行规模为2722.30亿元，环比减少677.68亿元；地方政府专项债发行规模为4962.52亿元，环比增加808.95亿元。地方政府新增债发行规模为4814.42亿元，环比增加1795.36亿元；地方政府再融资债发行规模为3487.86亿元，环比下降1046.63亿元。从发行人省份来看，6月，地方政府债发行规模最大的省市为北京市，其发行规模为769.82亿元；湖南省紧随其后，当月共发行754.62亿元地方债；福建省与浙江省当月地方债发行规模也超过600亿元。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为4038.05亿元，环比增加1283.48亿元。新增专项债发行在经历了第一季度发力、第二季度放缓之后，将在第三季度加快节奏。截至7月12日，共有22个地方披露了三季度地方债发行计划，合计计划发行18447亿元，其中新增专项债拟发行8897亿。

从发行期限来看，6月，地方政府债平均发行期限约为12.73年。一般债平均发行期限约为7.21年，7年期与10年期一般债发行额最大，占当月一般债发行额的比重均超过30%。专项债平均发行期限约为16.44年，20年期专项债发行额最大，为1231.65亿元。

从发行利差来看，6月，除30年期地方债外，主要中长期地方债发行利差与上月基本持平。30年期地方债发行利差较上月走阔1.63BP至10.08BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，江西、湖南与安徽三省发行利差分别为18.23BP、16.62BP与14.22BP，属当月地方债发行利差最高的一档；广东、北京、湖北三省的发行利差低

于 5BP；其他省份发行利差处于 5-14BP 区间。当月湖北省地方债发行利差大幅收窄主要与部分债券发行利差过低有关。

二级市场方面，6 月，地方政府债共成交 10962.25 亿元，成交额较上月增加 871.71 亿元。主要中长期地方政府债到期收益率走势平稳。6 月末，10 年期与 15 年期 AAA 级地方政府债到期收益率与上月末基本持平，分别为 2.87% 和 3.09%；7 年期与 30 年期 AAA 级地方政府债到期收益率均较上月末下降 4BP。主要中长期地方政府债利差小幅走阔。6 月末，10 年期 AAA 级地方政府债利差为 23.49BP，较上月末走阔 3.99BP；15 年期地方债利差较上月末走阔 6.35BP 至 28.75BP；30 年期地方债利差环比走阔 3.61BP 至 15.28BP；7 年期地方政府债利差与上月末基本持平，为 16.24BP。

近期中央与地方释放出的政策信号在强调加力提效实施积极的财政政策的同时，尤其关注地方政府债务管理，并要求制定实施一揽子化债方案。第三季度，积极的财政政策或将着重体现为新增专项债发行再加速，同时可以期待专项债券投向领域和用作项目资本金范围的进一步扩大。在地方政府化债方面，可以期待特殊再融资债券重启发行，帮助化解隐性存量债务；同时，为遏制隐性债务增量，地方政府或将加强融资平台公司治理，去除政府的隐性担保，打破刚性兑付预期。后续可密切关注地方政府化债的具体方案。

### 【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部研究员。

### 【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



### 远东资信评估有限公司

网址：[www.sfecr.com](http://www.sfecr.com)

#### 北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层  
电话：010-5727 7666

#### 上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层  
电话：021-6510 0651

### 【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。