

作者：冯祖涵

邮箱：research@fecr.com.cn

地方化债力度空前，专项债投向领域或再扩大

——2023年11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，11月，地方政府债券发行规模为6672.09亿元，较上月缩减7290.76亿元；当月净融资额为5374.73亿元，较上月减少6651.18亿元。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为1851.69亿元，环比减少332.68亿元。剔除中小银行专项债，新增专项债发行共计36828.56亿元，新增专项债已基本发行完毕。从特殊再融资债发行来看，截至11月底，特殊再融资债发行规模累计达13657.16亿元，贵州省共发行特殊再融资债2148.83亿元，远超其他省份，当前地方债务风险化解力度空前。

从发行期限来看，11月，地方政府债平均发行期限约为10.51年。一般债平均发行期限约为6.41年，5年期一般债发行额占比达到55%。专项债平均发行期限约为12.39年，5年期与10年期专项债发行额较大，分别为1348.30亿元与1576.99亿元。

从发行利差来看，10月，除20年期外，主要中长期地方债发行利差均较上月走阔。仅20年期地方债发行利差较上月收窄6.14BP至28.87BP，30年期地方债发行利差环比走阔6.65BP至22.31BP，10年期与15年期发行利差分环比走阔2.54BP与2.66BP。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，除浙江省外，其他当月有10年期地方债发行的省份发行利差均超过25BP。

二级市场方面，11月，地方政府债共成交16544.33亿元，成交额较上月增加5027.75亿元。主要中期限地方政府债到期收益率小幅下跌。11月末，10年期地方政府债到期收益率较上月末下跌3BP至3.02%；7年期、15年期与30年期AAA级地方政府债到期收益率也分别较上月末下降8BP、6BP与8BP。主要中期限地方政府债利差变动不一。11月末，15年期AAA级地方政府债利差较上月末走阔1.29BP至35.04BP，其他期限地方政府债利差则不同程度较上月末有所收窄。

近期，中央政策所传递的信号十分明确，即继续实施积极的财政政策，适度加力、提质增效。适度加力主要包括财政支出强度、转移支付力度、减税降费政策等，而提质增效的重点是增强财政可持续性、防范化解地方债务风险。地方政策着重关注遏制隐性债务增量，化解地方债务存量。作为地方化债的重要举措，11月特殊再融资债的发行节奏较10月有明显放缓，后续应持续关注特殊再融资债发行与额度问题。结合近期中央经济工作会议提出的合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，后续也需着重关注新增专项债投向领域扩大问题。

相关研究报告：

1.《新增专项债发行进入收尾阶段，特殊再融资债重启发行——2023年9月地方政府债市场运行报告》，2023.10.29

2.《地方债发行利差走阔，后月发行放量预期强化——2023年7月地方政府债市场运行报告》，2023.8.14

3.《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》，2023.7.28

4.《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

目录

一、一级市场发行与到期.....	2
(一) 规模情况.....	2
(二) 发行期限.....	6
(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.....	9
四、总结与展望.....	10

一、一级市场发行与到期

(一) 规模情况

2023年11月（下称“9月”），地方政府债券发行规模为6672.09亿元，较上月缩减7290.76亿元；当月净融资额为5374.73亿元，较上月减少6651.18亿元。1-11月，地方政府债发行规模总计91297.81亿元，较去年同期增长18656.63亿元；净融资额总计55624.52亿元，较去年同期增加10080.77亿元。

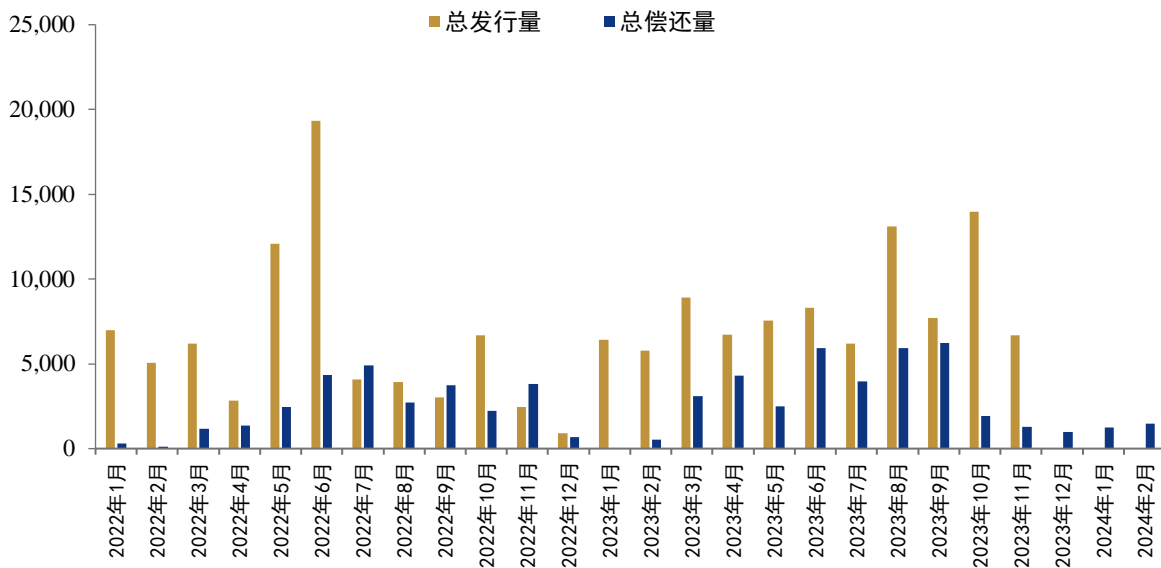


图1：地方政府债发行与到期规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

分类来看，11月，地方政府一般债发行规模为2101.24亿元，环比减少6210.24亿元，占当月地方政府债发行总额的59.53%；地方政府专项债发行规模为5651.37亿元，环比减少1080.52亿元，占当月地方政府债发行总额的40.47%（见图2）。

同期，地方政府新增债发行规模为2108.84亿元，环比减少158.31亿元，占当月地方政府债发行总额的31.61%；地方政府再融资债发行规模为4563.25亿元，环比减少7132.45亿元，占当月地方政府债发行总额的68.39%（见图3）。

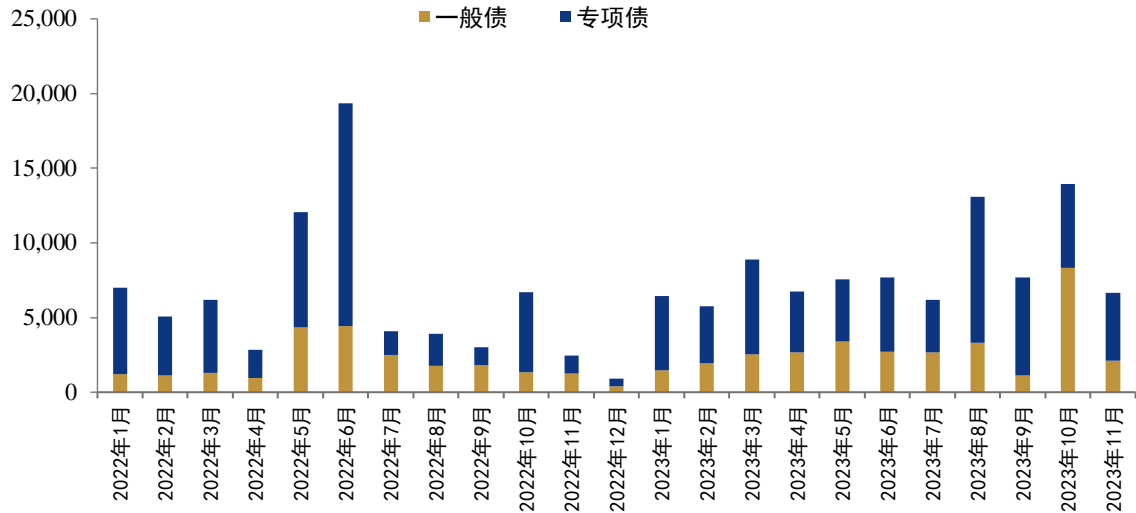


图2：一般债与专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

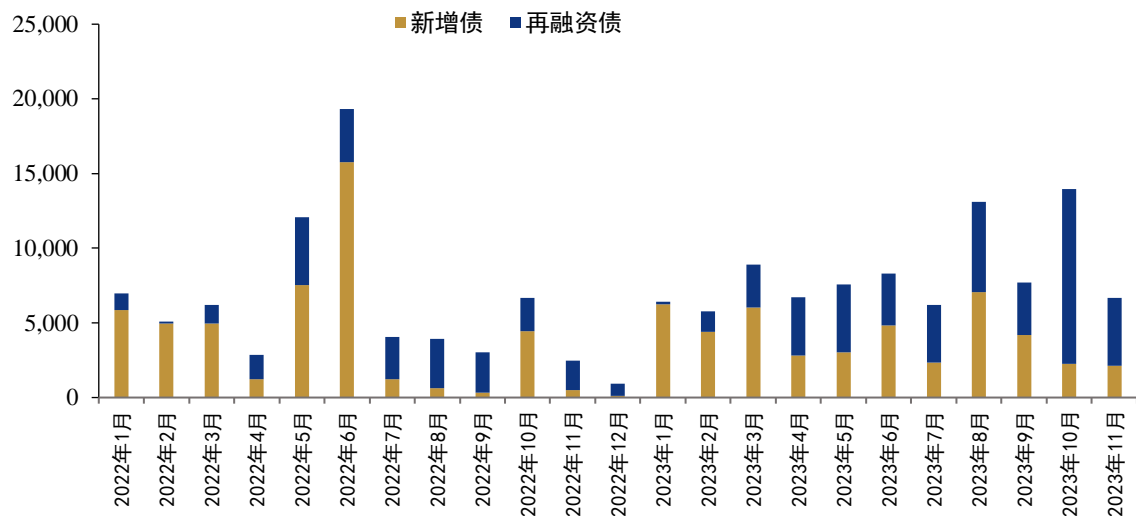


图3：新增债与再融资债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行人省份来看，11月，地方政府债发行规模最大的省市为贵州省，其发行规模为1462.05亿元；天津紧随其后，当月共发行1109.36亿元地方债；湖南、安徽两省当月地方债发行规模也超过500亿元（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天津市，其专项债发行规模为950.16亿元；贵州省专项债发行规模为743.21亿元，湖南、重庆、湖北等省份当月专项债发行规模超过400亿元。

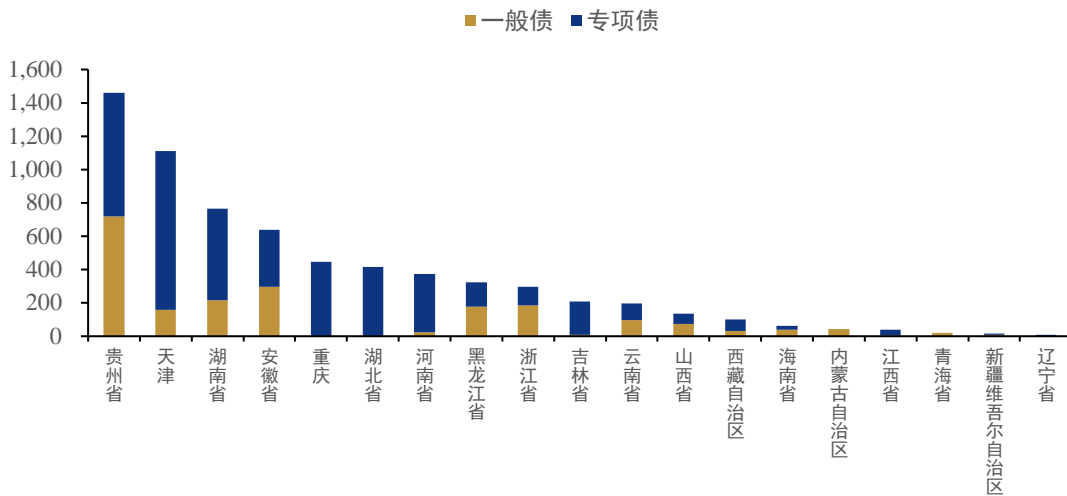


图4：2023年11月各省地方政府债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增专项债发行来看，11月新增专项债发行规模为1851.69亿元，环比减少332.68亿元，占当月新增额度债券的比重约为87.81%（见图5）。1-11月新增专项债发行规模共计38522.57元，相比上年同期减少1643.25亿元，主要是由于上年发行节奏较快。剔除中小银行专项债，新增专项债发行共计36828.56亿元，新增专项债已基本发行完毕。

根据财政部披露的政府债券发行情况，2023年10月新增专项债有61.89%投向其他领域，传统的市政及产业园区建设、交通基础设施、社会事业、保障性安居工程与农林水利等领域占比大幅压缩，另有小部分专项债用于支持化解中小银行风险（见图6）。结合近期中央经济工作会议提出的合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，预计后续专项债将进一步扩大投向领域。

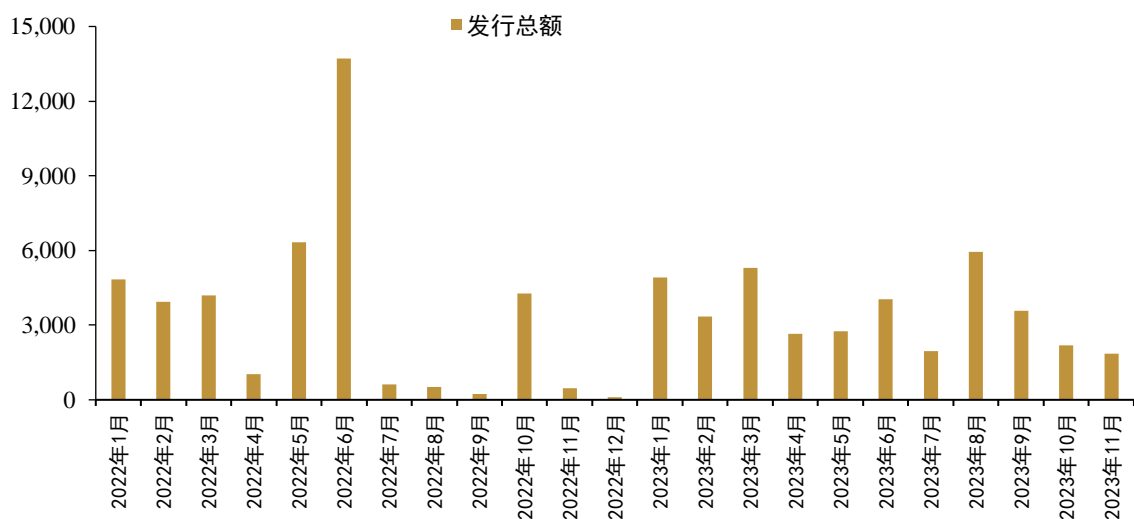


图5：新增专项债发行规模（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

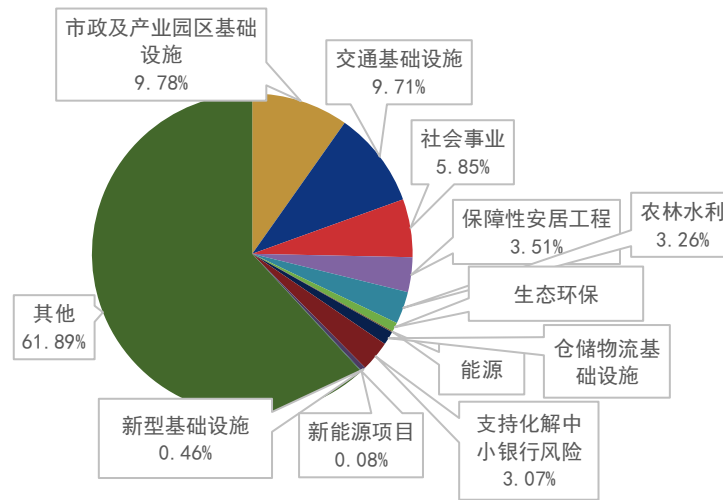


图6：2023年10月新增专项债投向统计（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从特殊再融资债发行来看，截至11月底，特殊再融资债发行规模累计达13657.16亿元。10月特殊再融资债发行规模为10126.79亿元，11月特殊再融资债发行规模为3530.36亿元。从发行人省份来看，截至11月底，贵州省共发行特殊再融资债2148.83亿元，远超其他省份；天津、云南、湖南、内蒙古、辽宁等省份发行规模也在1000亿元以上。特殊再融资债可以帮助财政实力薄弱的地方政府偿还存量债务、置换隐性债务，大规模发行特殊再融资债反映出当前地方债务风险化解力度空前。

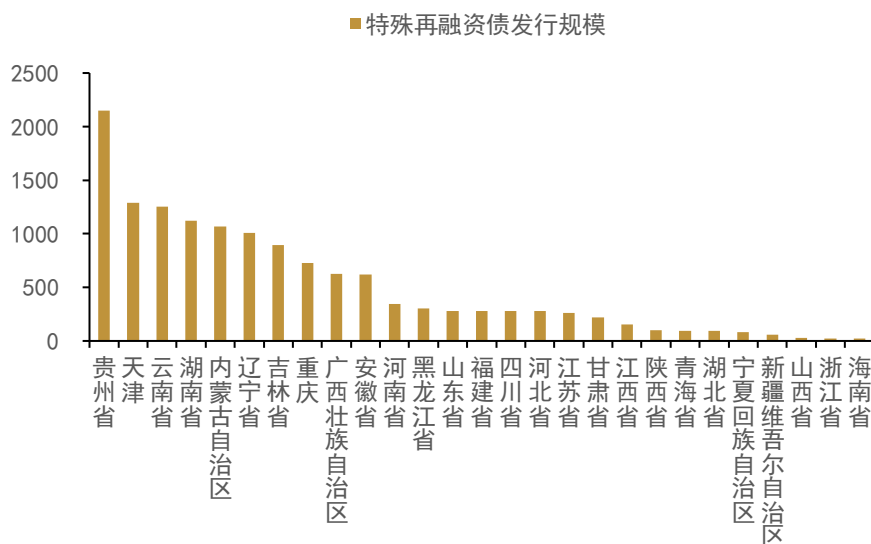


图7：截至2023年11月底特殊再融资债发行统计（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（二）发行期限

11月，地方政府债平均发行期限约为10.51年。具体到各期限，5年期地方政府债发行额占比较大，发行额为2503.99亿元；10年期地方债发行额也相对较多，发行额达到1906.23亿元。

分类来看，11月，一般债平均发行期限约6.41年。其中5年期一般债发行额占比达到55%，发行额为1155.70亿元；7年期与10年期发行规模也相对较多，占比分别为25.94%和15.67%；其他期限一般债发行规模较小或无发行。专项债平均发行期限约12.39年。其中，5年期与10年期专项债发行额较大，分别为1348.30亿元与1576.99亿元；30年期专项债发行规模次之，占当月专项债发行额的比重超过15%；其他期限专项债发行规模较小或无发行（见表1）。

表1：2023年11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			54.08	2503.99	942.27	1906.23	398.76	21.24	845.53
占比			0.81	37.53	14.12	28.57	5.98	0.32	12.67
一般债发行额			49.08	1155.70	545.07	329.23	15.00		7.17
一般债各期限占比			2.34	55.00	25.94	15.67	0.71		0.34
专项债发行额			5.00	1348.30	397.20	1576.99	383.76	21.24	838.36
专项债各期限占比			0.11	29.50	8.69	34.50	8.40	0.46	18.34

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（即债券票面利率减发行日前五个交易日的同期限中债国债到期收益率的均值；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）。

11月，除20年期外，主要中长期地方债发行利差均较上月走阔。具体来看，仅20年期地方债发行利差较上月收窄6.14BP至28.87BP，30年期地方债发行利差环比走阔6.65BP至22.31BP，10年期与15年期发行利差分环比走阔2.54BP与2.66BP，7年期发行利差变化幅度相对较小。从绝对水平来看，11月，15年期地方债发行利差最大，10年期次之，30年期地方债发行利差最小（见表2）。

表2：2023年11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	24.21	29.57	34.30	28.87	22.31
发行利差环比变动	1.52	2.54	2.66	-6.14	6.65

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（即债券票面利率减发行日前五个交易日的同期限中债国债到期收益率的均值；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）。

11 月，共 11 个省市发行了 10 年期地方政府债。除浙江省外，其他当月有十年期地方债发行的省份发行利差均超过 25BP。具体来看，天津市发行利差为 37.38BP，贵州、山西、黑龙江、内蒙古、江西、重庆等省份发行利差也均高于 30BP，海南、湖南、西藏等省份发行利差处于 25-30BP 之间，仅浙江省发行利差为 5BP。从环比变动来看，重庆市与天津市发行利差分别较上月走阔 3.86BP 与 3.2BP，贵州、黑龙江、内蒙古、江西等省份利差环比有所收窄，其中贵州发行利差环比收窄 4.6BP。

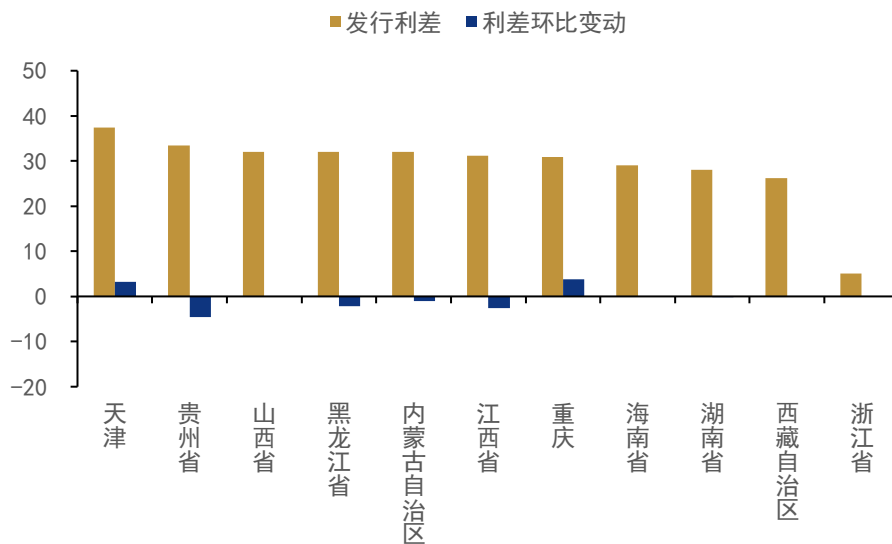


图 8：2023 年 11 月各省 10 年期地方政府债发行利差（单位：BP）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）案例分析

发行案例：2023 年贵州省地方政府再融资一般债券(十七期)

该债券为贵州省人民政府发行的特殊再融资一般债券，发行规模为 151.27 亿元，债券期限为 5 年，票面利率为 2.83%。该债券发行利差为 29BP，其发行成本相对较高。该债券募集资金用于偿还存量债务。

贵州省位于我国西南地区，矿产资源丰富，近年来交通逐步改善。从经济财政实力来看，2022 年贵州省 GDP 总量为 20164.58 亿元，较上年增长 1.2%，经济体量相对较小，增速也低于全国平均水平。贵州省三次产业增加值占比分别为 14.2%、35.3%、50.5%，第三产业占比相对较高。从财政实力来看，2022 年贵州省一般公共预算收入完成 1886.41 亿元，比上年下降 4.2%，扣除增值税留抵退税因素后，同口径增长 6.8%；一般公共预算支出执行 5851.36 亿元，比上年增长 4.7%；财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 32.2%。2022 年贵州省获得上级

补助收入 3651.18 亿元，中央的补助收入对地方综合财力贡献很大。债务方面，2023 年贵州省政府债务余额为 12472.85 亿元，其中一般债 6591.43 亿元、专项债 5881.42 亿元，负债率（政府债务余额/GDP）为 61.86%，债务率（政府债务余额/综合财力）为 161.23%，债务负担相对较重。整体来看，贵州省经济实力处于中下游水平，一般公共预算收入规模较小，综合财力仰赖中央补助收入，同时整体债务规模较重，债务偿付压力较大。截至目前，贵州省已发行超过 2000 亿元特殊再融资债，帮助化解地方债务风险。

二、二级市场

从成交量来看，2023 年 11 月，地方政府债成交活跃度环比上升。11 月地方政府债共成交 16544.33 亿元，成交额较上月增加 5027.75 亿元。分市场来看，银行间市场地方政府债当月成交 16149.2 亿元，上交所成交 383.63 亿元，深交所成交 11.49 亿元。

从地方债到期收益率来看，11 月主要中期限地方政府债到期收益率小幅下跌。11 月末，10 年期地方政府债到期收益率较上月末下跌 3BP 至 3.02%；7 年期、15 年期与 30 年期 AAA 级地方政府债到期收益率也分别较上月末下降 8BP、6BP 与 8BP（见图 8）。

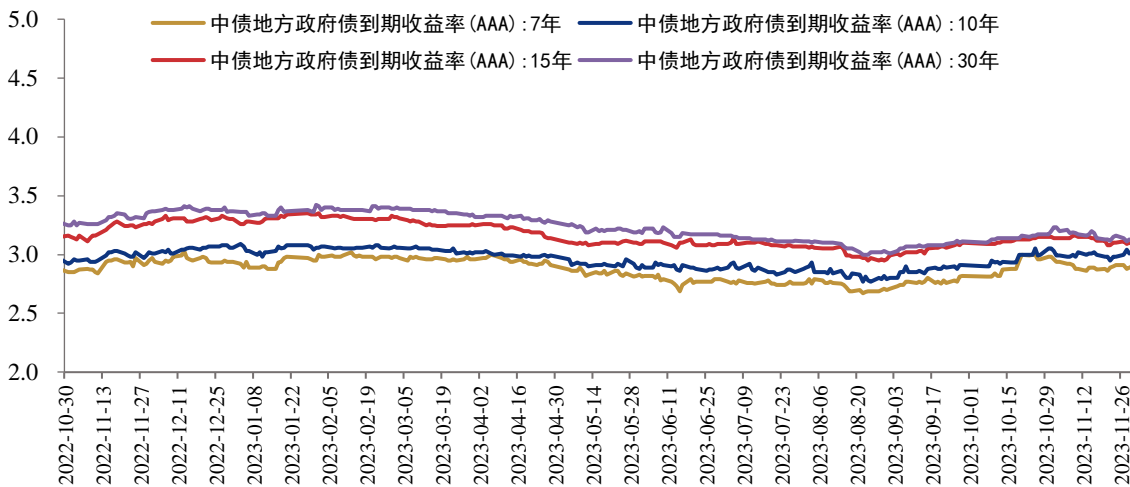


图 9：7 年期、10 年期、15 年期和 30 年期地方政府债到期收益率（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

从地方债利差来看，11 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）变动不一。11 月末，15 年期 AAA 级地方政府债利差较上月末走阔 1.29BP 至 35.04BP，其他期限地方政府债利差则不同程度较上月末有所收窄，7 年期、10 年期与 30 年期政府债利差分别收窄 5.86BP、0.42BP 与 2.49BP（见图 9）。

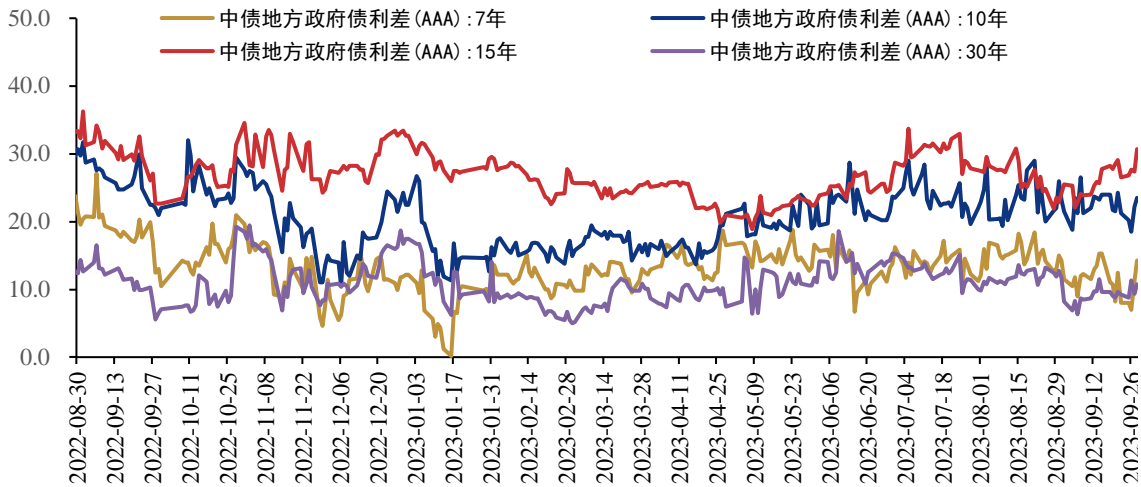


图 10: 7年期、10年期、15年期和30年期地方政府债利差 (单位: BP)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

三、政策跟踪

(一) 中央政策

1. 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

12月11日至12日, 中央经济工作会议在北京举行。根据会议内容, 要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, 加强政策工具创新和协调配合。积极的财政政策要适度加力、提质增效。要用好财政政策空间, 提高资金效益和政策效果。优化财政支出结构, 强化国家重大战略任务财力保障。合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围。落实好结构性减税降费政策, 重点支持科技创新和制造业发展。严格转移支付资金监管, 严肃财经纪律。增强财政可持续性, 兜牢基层“三保”底线。严控一般性支出。要增强宏观政策取向一致性, 加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合。

2. 全国财政工作会议: 继续实施积极的财政政策, 适度加力、提质增效

12月21日至22日, 全国财政工作会议在北京召开。会议要求, 2024年要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, 适度加力、提质增效。适度加力, 主要是保持适当支出强度, 释放积极信号; 合理安排政府投资规模, 发挥好带动放大效应; 加大均衡性转移支付力度, 兜牢基层“三保”底线; 优化调整税费政策, 提高精准性和针对性。提质增效, 主要是在落实过紧日子要求、优化财政支出结构、强化绩效管理、严肃财经纪律、增强财政可持续性、强化政策协同六个方面下功夫, 推进财政管理法治化、科学化、标准化、规范化, 把同样的钱花出更大的成效。要严格落实既定化债举措, 加大存量隐性债务化解力度, 坚决防止新增隐性债务, 健全化债长效机制, 有效防范化解地方债务风险。

(二) 地方热点政策

1. 湖南省政府: 聚焦政府债务风险化存量

12月23日，湖南省人民政府门户网站发布文章《湖南风险隐患防控有力有效》。文章强调，聚焦政府债务风险化存量。湖南省强化措施落实，推进相关试点，加强重点地区监测，**成功争取财政部相关试点，超额完成上报的累计化债任务**；优化调整资金来源评估办法，分类分档提级审核市县重大政府投资项目，**坚决遏制隐性债务增量**；深入开展“半拉子”工程、违规举债专项整治，全面清查处置国有“三资”，盘活收益上缴近1000亿元。

2. 新疆财政厅：对2023年债券资金支出慢、问题多的地区将扣减下一年度新增债务限额

12月22日，新疆财政厅门户网站发布文章《加快债券支出进度 提高资金使用效益》。文章指出，2023年以来，财政厅多措并举，加快新增专项债券资金拨付使用，充分发挥新增专项债券补短板、惠民生、扩投资的积极作用。一是加大督促力度，**加快债券支出进度**。通过电话提醒、现场约谈、定期通报等方式，督促各地各部门在确保工程质量的前提下推进项目建设，统筹各方力量打通阻点难点，切实加快新增债券资金支出进度。二是加强核查力度，保障债券使用合规。组织各地对新增地方政府债券使用情况进行自查、交叉检查和专项核查，要求各地各部门压实项目管理责任，严格资金支付审核把关，严禁超进度付款、以拨代支等违规行为发生。三是强化结果应用，提高债券使用效益。**将新增专项债券管理使用情况作为地方政府债务限额分配重要因素，对2023年债券资金支出慢、问题多的地区将扣减下一年度新增债务限额。**

四、总结与展望

一级市场发行与到期方面，11月，地方政府债券发行规模为6672.09亿元，较上月缩减7290.76亿元；当月净融资额为5374.73亿元，较上月减少6651.18亿元。其中，地方政府一般债发行规模为2101.24亿元，环比减少6210.24亿元；地方政府专项债发行规模为5651.37亿元，环比减少1080.52亿元。地方政府新增债发行规模为2108.84亿元，环比减少158.31亿元；地方政府再融资债发行规模为4563.25亿元，环比减少7132.45亿元。从发行人省份来看，11月，地方政府债发行规模最大的省市为贵州省，其发行规模为1462.05亿元；天津紧随其后，当月共发行1109.36亿元地方债；湖南、安徽两省当月地方债发行规模也超过500亿元。从新增专项债发行来看，当月新增专项债发行规模为1851.69亿元，环比减少332.68亿元。剔除中小银行专项债，新增专项债发行共计36828.56亿元，新增专项债已基本发行完毕。后续2024年度部分新增地方政府债务额度或提前下达。从特殊再融资债发行来看，截至11月底，特殊再融资债发行规模累计达13657.16亿元，贵州省共发行特殊再融资债2148.83亿元，远超其他省份，当前地方债务风险化解力度空前。

从发行期限来看，11月，地方政府债平均发行期限约为10.51年。一般债平均发行期限约为6.41年，5年期一般债发行额占比达到55%。专项债平均发行期限约为12.39年，5年期与10年期专项债发行额较大，分别为1348.30亿元与1576.99亿元。

从发行利差来看，10月，除20年期外，主要中长期地方债发行利差均较上月走阔。仅20年期地方债发行利差较上月收窄6.14BP至28.87BP，30年期地方债发行利差环比走阔6.65BP至22.31BP，10年期与15年期发行利差分环比走阔2.54BP与2.66BP，7年期发行利差变化幅度相对较小。从各地区10年期地方政府债发行利差来看，除浙江省外，其他当月有10年期地方债发行的省份发行利差均超过25BP。具体来看，天津市发行利差为37.38BP，贵州、山西、黑龙江、内蒙古、江西、重庆等省份发行利差也均高于30BP，海南、湖南、西藏等省份发行利差处于25-30BP之间，仅浙江省发行利差为5BP。

二级市场方面，11月，地方政府债共成交16544.33亿元，成交额较上月增加5027.75亿元。主要中长期地方政府债到期收益率小幅下跌。11月末，10年期地方政府债到期收益率较上月末下跌3BP至3.02%；7年期、15年期与30年期AAA级地方政府债到期收益率也分别较上月末下降8BP、6BP与8BP。主要中长期地方政府债利差变动不一。11月末，15年期AAA级地方政府债利差较上月末走阔1.29BP至35.04BP，其他期限地方政府债利差则不同程度较上月末有所收窄，7年期、10年期与30年期政府债利差分别收窄5.86BP、0.42BP与2.49BP。

近期，中央政策所传递的信号十分明确，即继续实施积极的财政政策，适度加力、提质增效。适度加力主要包括财政支出强度、转移支付力度、减税降费政策等，而提质增效的重点是增强财政可持续性、防范化解地方债务风险。地方政策着重关注遏制隐性债务增量，化解地方债务存量。作为地方化债的重要举措，11月特殊再融资债的发行节奏较10月有明显放缓，后续应持续关注特殊再融资债发行与额度问题。结合近期中央经济工作会议提出的合理扩大地方政府专项债券用作资本金范围，后续也需着重关注新增专项债投向领域扩大问题。

【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

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。