

## 特殊再融资债券重启，地方债发行创下历史新高

2024年1月15日

——2023年地方政府债市场回顾与2024年展望

中证鹏元资信评估股份有限公司

研究发展部

吴志武

[wuzhw@pyrating.cn](mailto:wuzhw@pyrating.cn)

更多研究报告请关注“中证鹏元”  
微信公众号。



### 主要内容:

1、2023年地方债发行特点回顾：一是，稳增长、化风险，地方债发行规模、发行只数创下历史新高；二是，一般债券发行规模大幅上升，新增专项债券略超限额；三是，支持地方化债，特殊再融资债券重启发行；四是，广东、山东等省份发行仍居前，但天津、内蒙古、贵州同比增幅较大；五是，发行节奏上季度之间较为均衡；六是，募资用途仍主要投入基础设施建设，用于补充银行资本大幅上升。

2、2023年地方债务相关政策主要围绕财政政策加力提效和化解债务风险上，具体来看：一是，进一步优化和扩大财政支出，积极财政政策加力提效；二是，支持高质量发展，专项债券支持领域进一步扩围；三是，强化违规举债监管，建立防范化解地方债务风险长效机制；四是，“一揽子化债方案”提出，支持地方政府化解债务风险。

3、2023年地方债风险有所恶化，具体来看：一是，大部分省份经济增速相比去年出现回升，但相比上半年前三季度GDP增速有所回落；二是，地方公共财政收入继续恢复性增长，但政府性基金收入仍大幅下降；三是，受保持财政支出强度以及化债影响，地方政府债务规模继续出现扩大；四是，受地方财政收支压力突出影响，地方政府隐性债务风险上升。

4、2024年我国经济发展面临较多的困难和挑战，应对这些困难和挑战，地方债将会发挥重要的作用，这对地方债市场也将产生重要影响，具体来看：一是，财政政策适当加力，新增地方债规模预计或超5万亿元；二是，地方债发行利率仍将有下行空间；三是，显性债务风险仍可控，隐性债务风险化解仍将继续；四是，专项债券支持领域仍将继续扩围；五是，地方政府债券偿还方式将更加丰富，更为灵活。

### 独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

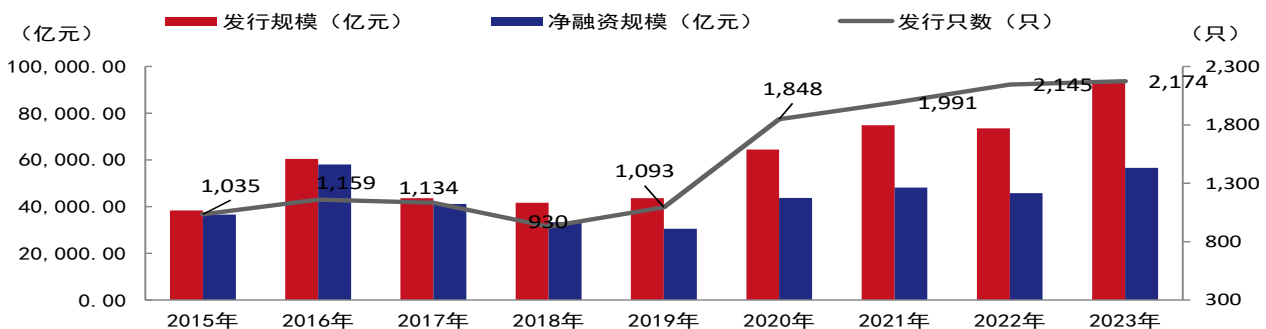
请务必阅读正文之后的免责声明

## 一、2023 年地方债市场<sup>1</sup>回顾

### 1、稳增长、化风险，地方债发行规模、发行只数创下历史新高

2023 年，国内经济面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。在此背景下，积极财政加力提效，地方政府债券出现扩容，成为稳增长、化风险的一个重要手段。具体来看，2023 年全年我国地方债共发行 2174 只，同比上升 1.35%，规模 93253.68 亿元，同比上升 32.02%，实现净融资 56606.76 亿元，同比上升 23.60%，其中，地方债发行规模、发行只数均创下历史新高，净融资规模仅次于发生大规模地方债置换的 2016 年。2023 年我国经济增长预期实现 5% 的目标，在复杂的内外部环境下，地方债扩容一定程度有利于实现全年经济增长目标。

图 1 2018 年-2023 年地方债发行情况



资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

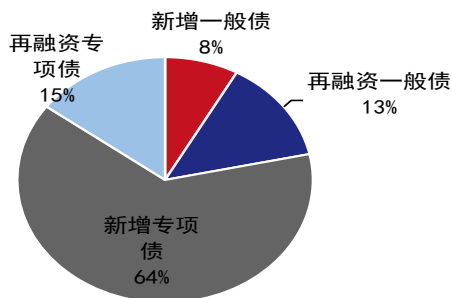
### 2、一般债券发行规模大幅上升，新增专项债券略超限额

受再融资一般债券发行大幅上升影响，一般债券发行大幅上升。2023 年，一般债券共发行 470 只，同比上升 14.36%，规模 33464.88 亿元，同比上升 49.67%；专项债券共发行 1704 只，同比下降 1.73%，规模 59788.81 亿元，同比上升 16.78%。2023 年预算安排新增地方政府债务限额 45200 亿元，规模比上年增加 1500 亿元，这增加的额度主要是新增专项债务限额，2023 年新增专项债务限额 38000 亿元，而新增一般债务限额 7200 亿元，与去年持平。因而，一般债券发行大幅上升主要是因再融资一般债券大幅发行所致，具体来看，2023 年再融资债券共发行 617 只，规模 46803.07 亿元，其中再融资一般债券发行 295 只，同比增长 22.41%，发行规模 26458.22 亿元，同比增长 74.32%，增幅较大。2023 年，新增债券共发行 1557 只，发行规模 46450.62 亿元，其中新增一般债券 175 只，规模 7006.66 亿元，规模在一般债限额内，新增专项债券 1382 只，规模 39443.96 亿元，略超 38000 亿元的限额，这或系补充中小银行资本金专项债超预期发行

<sup>1</sup> 本报告只对国内债券市场进行统计  
请务必阅读正文之后的免责声明

所致。2023 年以来，由于地方债务风险上升，以及《商业银行资本管理办法》即将于 2024 年 1 月 1 日正式实施，中小银行对补充资本金需求上升，导致补充资本金专项债发行规模大幅上升，而据央行发布的《2022 年第四季度中国货币政策执行报告》披露，2020-2022 年新增 5500 亿元地方政府专项债券，专项用于补充中小银行资本金，到 2022 年底仅发行 2577.00 亿元。另外，从新增一般债、新增专项债、再融资一般债和再融资专项债结构分布来看，新增专项债因新增限额规模较大，其占比也最大，发行只数占比达到了 64%，发行规模占比达到了 42%。

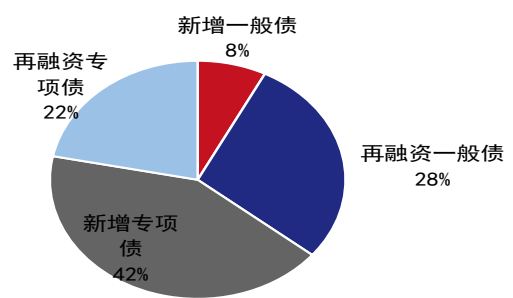
图 2 2023 年地方债结构分布



注：按发行只数统计

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

图 3 2023 年地方债结构分布



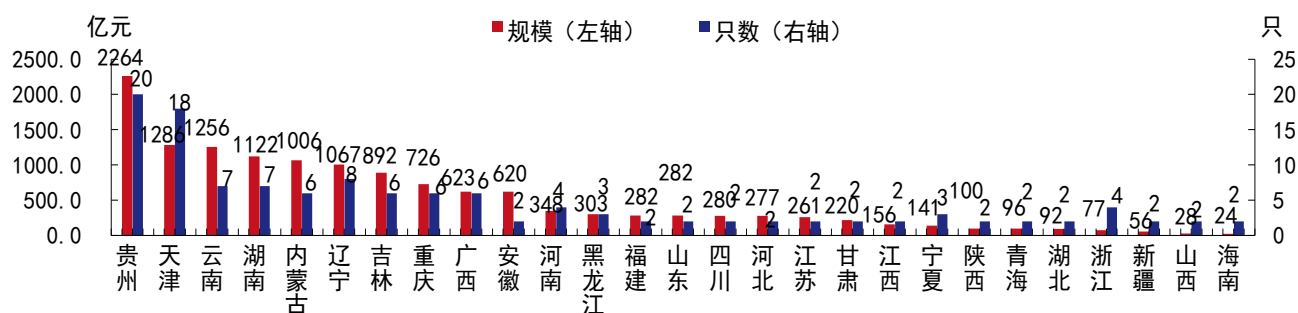
注：按发行规模统计

资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

### 3、支持地方化债，特殊再融资债券重启发行

受地方财政收支压力较大影响，今年以来地方债务风险明显上升，尤其是隐性债务流动性风险较为突出，在此背景下，中央提出有效防范化解地方债务风险，制定实施“一揽子”化债方案，特殊再融资债券重启发行，成为地方化债的一个重要手段。特殊再融资债券自 2023 年 10 月初发行，到年底共发行 126 只，规模 13885.14 亿元，发行只数和规模占再融资债券之比分别为 20.42%和 29.67%。特殊再融资债券以再融资一般债券为主，主要系一般债务限额剩余空间相对较大且置换为特殊再融资债券的项目大都为没有收益的公益性项目。具体来看，再融资一般债券共发行 77 只，占特殊再融资债券之比为 61.11%，规模 8872.93 亿元，占比 63.90%；再融资专项债券共发行 49 只，占比 38.89%，规模 5012.21 亿元，占比 36.10%。由于本轮特殊再融资债券发行主要任务是化解地方债务风险，因而，特殊再融资债券发行也偏向于偿债能力较弱、风险较大的区域，像贵州、天津、云南等地发行规模较大，其中贵州发行 2263.81 亿元、天津发行 1286.33 亿元，云南发行 1256 亿元，居于特殊再融资债券发行规模前三位。

图 4 2023 年特殊再融资债券各省发行情况

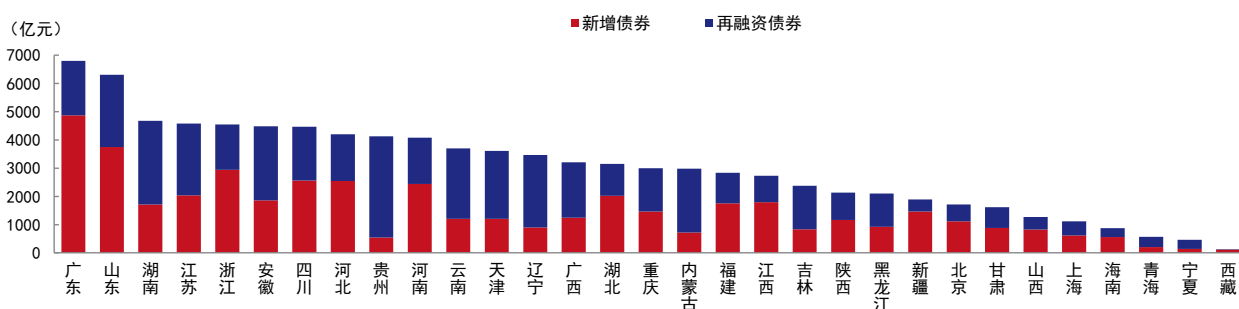


资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

#### 4、广东、山东等省份发行仍居前，但天津、内蒙古、贵州同比增幅较大

从地域上来看，2023 年地方债发行广东、山东等传统发行大省仍然排名靠前，其中广东、山东和湖南位居发行规模和发行只数前三位，发行规模分别为 6801.33 亿元、6310.9 亿元、4680.15 亿元，发行只数分别为 152 只、150 只、143 只，以往江苏发行规模总位居前三，此次湖南超越江苏位居发行规模第三，主要系湖南特殊再融资债券发行较大。从地方债发行增长来看，大部分省份发行规模均出现同比增长，天津、内蒙古、贵州等省份因特殊再融资债券发行较大，增幅相对较大。其中，天津同比增长 149.70%，内蒙古增长 115.95%，贵州增长 98.27%。但山西、上海和北京地方债发行规模同比出现下降，分别下降 5.90%、37.87%、41.58%，其中山西主要系再融资债券发行规模下降，其新增债券发行规模有所上升；北京主要系新增债券发行下降，其再融资债券发行有所上升；上海则是新增债券和再融资债券均出现下降。从新增债券规模来看，广东、山东和浙江等经济发达省份新增规模继续居前，其中广东新增债券规模 4874.66 亿元，居首位；其次山东，新增规模为 3747.72 亿元；再者为浙江，新增规模为 2940 亿元；青海、宁夏、西藏新增规模排在最后三位，分别为 208.79 亿元、137.07 亿元和 120.36 亿元。

图 5 2023 年各省地方债发行情况



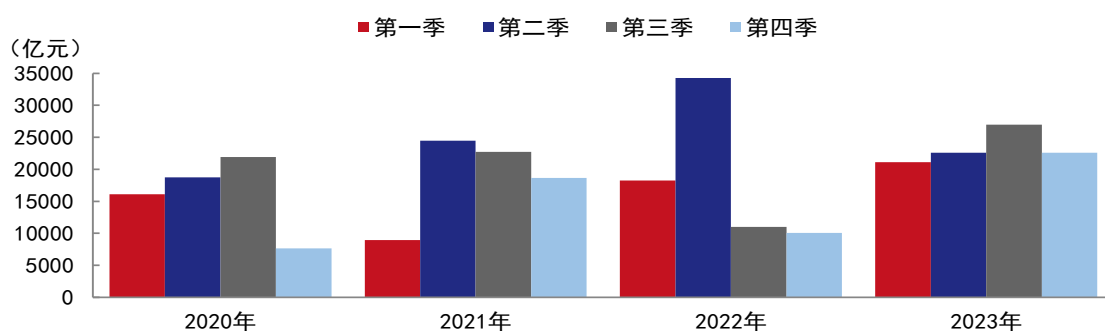
资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

#### 5、发行节奏上季度之间较为均衡

请务必阅读正文之后的免责声明

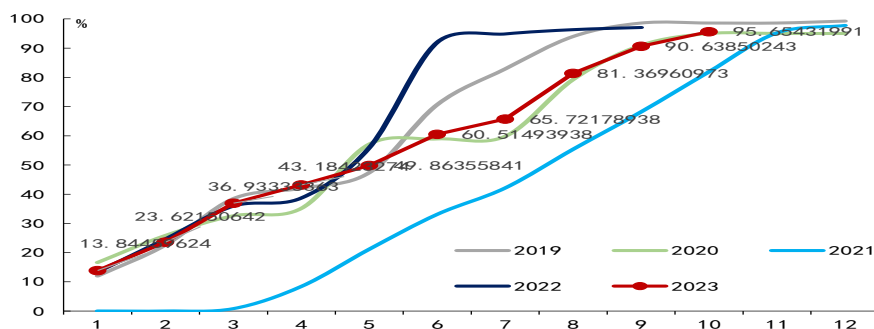
从发行结构来看,2023年各季之间发行较为均衡,其中一季度发行 21096.73 亿元,二季度发行 22584.32 亿元,三季度发行 26981.82 亿元,四季度发行 22590.82 亿元,各季发行均在 2 万亿元以上,发行节奏上保持均衡。一季度,由于提前批额度较多、下达时间较早,地方债发行规模有所上升,但新增债券发行进度与 2022 年相比基本持平;二季度,由于新增额度下达时间较晚,2023 年发行规模有所下降,低于 2022 年,但上半年新增债券发行进度为 60.51%,虽低于 2022 年的 92.01%,却要高于 2021 年的 33.11%;三季度,由于新增债券一般于 9 月底前要发完,导致发行规模再次上升;四季度,由于地方化债的推进,特殊再融资债券的发行导致发行规模相比 2022 年同期又出现大幅上升。

图 6 2023 年各省地方债发行情况



资料来源: wind 资讯, 中证鹏元整理

图 7 2019 年以来地方政府债券新增债券发行进度情况



资料来源: wind 资讯, 中证鹏元整理

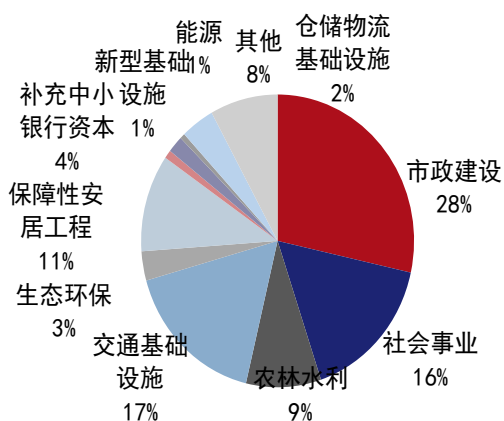
## 6、募资用途仍主要投入基础设施建设,用于补充银行资本大幅上升

积极财政加力提效,财政支出保持一定强度以带动总需求回升,同时,积极支持科技攻关、乡村振兴、区域重大战略、教育、基本民生、绿色发展等重点领域。从新增债券募资领域来看,2023 年前 11 月新增债券仍然主要投向基础设施建设领域,重点支持重大项目建设。根据财政部政府债务研究和评估中心的数据,2023 年前 11 月投向基础设施建设领域的资金占比超过了 59.95%,虽比去年同期下降 4.14 个百分点,但基础设施建设领域投资仍占了主导地位;保障性安居工程和社会事业合计占比为 27.13%,比去年同期下降 6.12

请务必阅读正文之后的免责声明

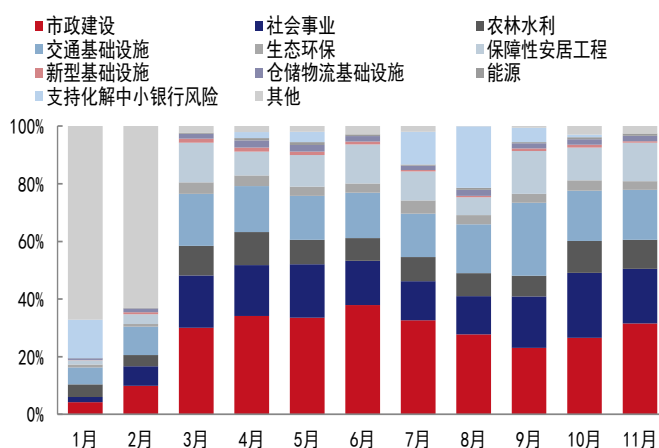
个百分点；支持中小银行发展占比 3.97%，同比上升 319.77%；其他占比 8.03%，比去年同期上升 6.27 个百分点。

图 8 2023 年前 11 月新增债券用途分布



资料来源：财政部官网，中证鹏元整理

图 9 2023 年前 11 月新增债募资用途月度分布

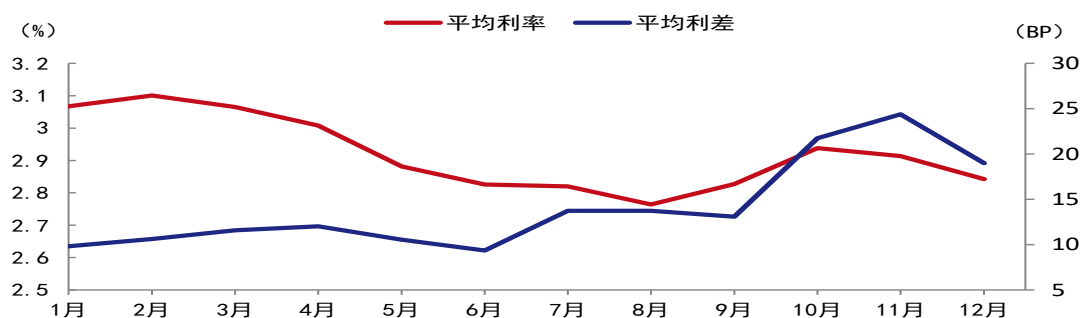


资料来源：财政部官网，中证鹏元整理

## 7、地方债发行利率总体下行，但利差下半年相比上半年有所上行

受宽松货币政策影响，2023 年地方债发行利率总体出现下行，地方债平均发行利率由 1 月的 3.07%，下行到 12 月的 2.84%。但地方债与国债的平均利差却有所上行，1 月平均利差为 9.8BP，到 11 月上升到 24.37BP，主要是受到下半年地方债发行放量和特殊再融资债券重启的影响，尤其是特殊再融资债券的发行显著增加了显性债务的规模，而 12 月由于特殊再融资债券发行减少，以及启动新一轮存款利率下调，货币政策进一步宽松，利差有所回落，下行到 19BP。下半年，由于利差上升，甚至出现地方债“发飞”现象，所谓“发飞”现象是指在发行日确定的利率上限下，发行人未能募足所需要的地方债规模，为了发行成功而上浮发行利率上限，最终使得发行利率与国债收益率加点程度超预期上升。比如，7 月 25 日发行的“23 江西 59”发行利率为 3.12%，与当日国债收益率相差 28 个基点，这些债券的发行利率与国债收益率加点程度明显超出了以往的加点水平。

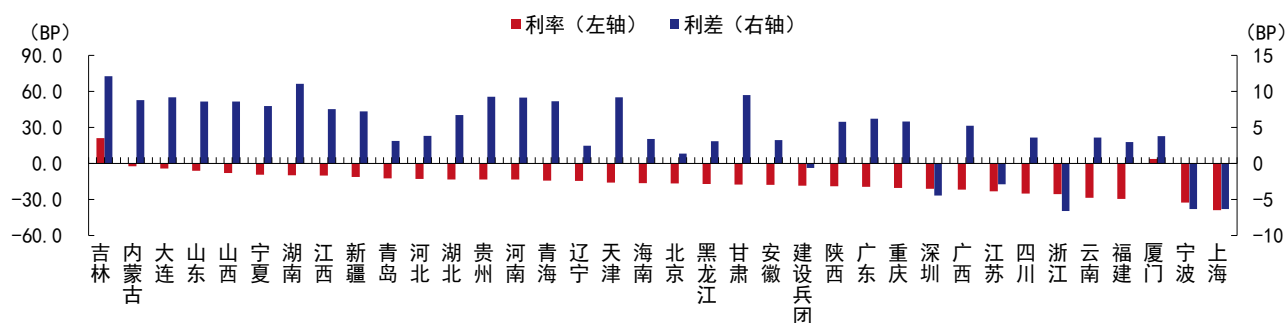
图 10 2023 年上半年财政部地方债收益率曲线



资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

从发行人来看，相比上半年，下半年地方债平均发行利率除吉林上升 20BP 外，其他省份均是下行，上海、浙江、江苏、深圳、宁波等经济发达地区发行利率下行较大；平均发行利差除上海、江苏、深圳、浙江等地，其他省份均出现上行，其中天津、吉林、湖南、贵州等地因特殊再融资债券发行规模较大，上行幅度也较大。

图 11 地方债发行人平均发行利率和利差上下半年对比情况



资料来源：wind 资讯，中证鹏元整理

## 二、2023 年地方债政策环境回顾

### 1、进一步优化和扩大财政支出，积极财政政策加力提效

2023 年以来，虽然公共财政收入出现了一定的恢复，但政府性基金收入仍处于下滑，按照高质量发展的要求，财政政策落实“加力提效”的总体要求，既保持必要的财政支出强度，着力于扩大内需，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用，又保障财政可持续和地方政府债务风险可控。具体来看：上半年，积极财政政策在“加力”方面：一是，统筹财政收入、财政赤字、贴息等政策工具，适度扩大财政支出规模，持续较大规模安排新增地方政府债券，加快地方政府专项债券发行使用，保持必要支出强度；二是，延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策，出台支持生产、生活性服务业，国家电影事业发展等税费优惠政策，促进恢复和扩大消费；三是，持续增加中央对地方转移支付，向困难地区和欠发达地区倾斜，兜请务必阅读正文之后的免责声明

牢兜实基层“三保”底线。在“提效”方面：一是，优化财政支出结构，持续加大对经济社会发展薄弱环节和关键领域的投入，基本民生、乡村振兴、区域重大战略、教育、科技攻关等重点领域支出得到有力保障。二是，完善优化税费优惠政策，强化制度建设和政策引导，着力为经营主体纾困解难，推动经济持续回升向好。三是，建立健全防范化解地方政府债务风险的制度体系，坚决查处各类违法违规举债行为，牢牢守住不发生系统性风险的底线。

下半年，面对国内经济发展中的各种风险和挑战，财政政策仍然继续发挥逆周期宏观调控作用，继续扩大内需、提振信心、防范风险，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，从而推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。具体来看：一是，合理加快财政支出进度，全面提升资金支付效率，推动各项财税政策尽早落地见效。统计局数据显示，2023年前11月全国一般公共预算支出累计同比增长4.9%，增速较前值提升0.3pct，连续4个月上升。二是，继续支持做强做优实体经济和切实保障和改善民生；三是，防范化解地方政府债务风险，尤其是在“一揽子化债方案”之下，重启特殊再融资债券发行，化解地方政府隐性债务流动性风险。自2023年10月初到年底，特殊再融资债券共发行13,885.14亿元。

## 2、支持高质量发展，专项债券支持领域进一步扩围

专项债是实施宏观调控的重要工具。前财政部长刘昆在2023年1月份接受记者采访时表示，“在专项债投资拉动上加力。合理安排地方政府专项债券规模，适当扩大投向领域和用作资本金范围，持续形成投资拉动力。”2023年，由于房地产市场陷入低谷，土地出让收入大幅下降，影响到政府性基金收支预算，但专项债券的发行部分抵消了这种影响，充分发挥了带动扩大有效投资、保持经济平稳运行的重要作用。财政部数据显示，2023年前11月地方政府性基金预算本级收入48179亿元，同比下降14.4%。前11月地方政府性基金预算支出80601亿元，同比下降12.2%。另外，2023年专项债资本金的投向范围扩大到了13个领域，新增国家级产业园区、新能源项目和煤炭储备设施三个领域。据财政部长蓝佛安披露，初步统计2023年发行的专项债券中，用作项目资本金的超过3000亿元，占发行总额比例超过9%，预计拉动社会投资超万亿元，发挥了政府投资“四两拨千斤”的撬动作用。

专项债券可以有力地支持高质量发展。目前专项债的支持领域已从最初的置换专项债和土地储备专项债调整至可投向包括新型基础设施、新能源、生态环保等在内的13个重要领域，2023年新增了新基建和新能源两个领域。新基建是指新型工业化基础设施，包括包括5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网等，新能源包括太阳能、地热能、风能等非常规能源项目，2023年前11月，新基建和新能源项目专项债券发行规模分别为371.69亿元和53.59亿元，占新基建

请务必阅读正文之后的免责声明



和新能源项目地方债发行规模之比为 88.69%和 59.90%。

### 3、强化违规举债监管，建立防范化解地方债务风险长效机制

近年来地方政府隐性债务监管持续升级，从 2021 年 4 月国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，强调严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务，到 2022 年财政部先后两次通报了地方政府隐性债务问责典型案例，对隐性债务监管坚持贯彻既要“管”也要问责的方略。2023 年以来，针对地方政府违法违规举债行为，继续加大监管力度。2023 年初，新华社刊发《积极的财政政策加力提效有效支持高质量发展——访财政部部长刘昆》，刘昆表示，严禁新设融资平台公司；规范融资信息披露，严禁与地方政府信用挂钩；妥善处理融资平台公司债务和资产，剥离其政府融资职能，防止地方国有企业和事业单位“平台化”。4 月中共中央政治局会议指出，“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”，8 月财政部发布《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》重申，“要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”，同时提出要“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”。问责方面，7 月财政部公布《地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，公告了八起地方政府违法违规融资新增隐性债务问责典型案例。由于地方政府违法违规融资举债的冲动会长期存在，因而，需要进一步建立防范化解地方债务风险长效机制。2023 年 10 月底召开的中央金融工作会议提出，要“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”，由此中央明确了未来对地方债务管理的长期政策要求。

### 4、“一揽子化债方案”提出，支持地方政府化解债务风险

“遏增量、化存量”是管理层自 2018 年以来确立的对隐性债务风险化解的总体思路。2023 年《政府工作报告》再次提到，要“防范化解地方政府债务风险，优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”。2023 年以来，由于房地产市场陷入困境，地方政府土地财政陷入低谷，地方政府债务风险明显上升。2 月 20 日银保监会下发《银行业保险业贯彻落实〈国务院关于支持山东深化新旧动能转换推动绿色低碳高质量发展的意见〉实施意见》，其中提到“积极配合化解地方政府债务风险”，反映出地方政府债务风险已引起监管层关注。但地方政府债务流动性风险仍不断恶化，在此背景下，7 月 24 日政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。8 月 29 日，湖南省政府常务会议原则通过《湖南省防范化解地方债务风险工作方案（送审稿）》，成为首个出台化债方案的省份。

9 月初财政部发布《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》提出，要“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

请务必阅读正文之后的免责声明

低利息负担，逐步缓释债务风险。”10月初，内蒙古最先发行再融资债券用于偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款，意味着特殊再融资债券再次重启，标志着化债进入新的阶段。目前“一揽子化债方案”主要的举措包括以下内容：一是，通过特殊再融资债券置换隐性债务，从2023年10月初截止到12月底，共发行特殊再融资债券13,885.14亿元，特殊再融资债券的发行减轻了地方政府偿债压力；二是，银行等金融机构通过展期或者置换等债务重组方式，缓解了城投短期流动性压力；三是，央行承诺对债务负担相对较重地区提供应急流动性贷款支持，意在化解债务负担较重地区债务流动性风险。“一揽子化债”方案是中央提出的一项地方政府债务风险化解政策思路，当前背景下有利于缓释地方政府债务流动性风险，是中央维护经济金融稳定的重要举措。

### 三、2023年地方债务风险回顾

#### 1、大部分省份经济增速相比去年出现回升，但相比上半年全年GDP增速有所回落

从各省已公布的2023年GDP数据来看，除了福建、江西、黑龙江等几个省份GDP增速相比去年出现下降外，大部分省份均出现上升，主要是受去年基数较低的影响。其中，上升幅度最大的省份为海南，上升9个百分点，下滑幅度最大的省份为江西，下滑0.6个百分点。经济增速在6%以上的省份共7个，分别为西藏、海南、内蒙古、宁夏、吉林、甘肃和重庆，分别增长9.5%、9.2%、7.3%、6.6%、6.3%、6.4%、6.1%。从经济总量来看，一些省份经济总量又迈上新台阶，广东GDP突破13万亿元，连续35年居全国首位，其次为江苏，GDP为12.8万亿元，再者为山东，为9.2万亿元，另外，四川首次突破了6万亿元，湖南突破5万亿元。相比上半年，根据已公布的数据有14个省份全年GDP增速出现上升，有16个省份则有所回落，反映出在宏观经济运行存在有效需求不足背景下，大多数省份经济恢复可持续性较差。具体来看，全年经济增速相比上半年增幅最大的省份为西藏，上升4.7个百分点，下降幅度最大的省份为上海，下降4.7个百分点，其次是黑龙江，下降2.1个百分点。区域上，东北三省均出现回落，辽宁回落0.3个百分点，吉林回落0.5个百分点，黑龙江回落2.1个百分点。

#### 2、地方公共财政收入继续恢复性增长，但政府性基金收入仍大幅下降

2023年前11月，地方一般公共预算本级收入10.84万亿元，同比增长8.7%，恢复性增长仍然在继续，但相比上半年13.5%的增速有所回落。从各省公布的前11月地方公共财政收入来看，除山西出现负增长外，其他省份公共财政收入均有所增长，山西主要是受到去年因煤炭价格上升财政收入大增的高基数因素影响。前11月公共财政收入规模排在前三位的省份为广东、江苏和浙江，分别为1.25万亿元、0.94万亿元、0.84万亿元，排在最后三位的省份为海南、宁夏和青海，分别为813亿元、461.68亿元、331.1亿元。前11月地方公共财政收入同比增速最高的省份为吉林，增长25.9%，其次为四川，增长17.6%，再者为新疆，增长

请务必阅读正文之后的免责声明

16.6%，相比上半年，公共财政收入增速继续增长的省份仅有海南、四川和贵州，其他省份均出现下降，这既反映出经济增长恢复可持续性较差，也与2022年上半年因大规模留底退税以及疫情等因素导致基数较低相关。其中，下降幅度最大的省份为青海，下降24个百分点，其次为新疆，下降22个百分点，再者为云南，下降14个百分点。

政府性基金收入方面，前11月地方政府性基金预算本级收入为4.82万亿元，同比下降14.4%，其中，国有土地使用权出让收入4.2万亿元，同比下降17.9%。由于今年以来房地产领域去杠杆继续，房地产市场没有出现根本性好转，导致土地市场也继续处于颓势，从而地方政府性基金预算本级收入和国有土地使用权出让收入继续出现大幅下降。

### 3、受保持财政支出强度以及化债影响，地方政府债务规模继续出现扩大

2023年地方政府债务规模继续出现扩大。从净融资来看，2023年地方政府债券净融资56606.76亿元，同比上升23.60%，2023年净融资与2022年末地方政府债务余额之比为16.14%，考虑到目前地方政府债务主要以债券为主，因而，2023年地方政府债务相当于增长16.14%。如果考虑到2023年地方GDP增速、财政收入增速不可能达到16%，地方政府负债率和债务率预计将会明显上升，反映出显性债务风险也将上升。而地方政府债务风险上升其主要因素：一是，为了保证财政支出强度，地方政府债券规模相应扩大。以政府性基金收支预算为例，2023年前11月地方政府性基金预算本级收入48179亿元，地方政府性基金预算支出80601亿元，收支差额为32422亿元，尽管前11月地方政府性基金预算支出同比有所下滑，但为了保持一定的支出强度，通过地方政府专项债券等途径增加了3万多亿的支出。二是，受地方政府债务流动性风险上升影响，发行了1万多亿的特殊再融资债券，以化解地方政府债务风险。从各省来看，地方政府债务规模上升较快的地区有重庆、吉林、天津等省份，分别上升21.73%、23.88%、28.57%，位居前三位；而上海、北京分别上升3.44%、7.68%，因这些地方财政实力较强，上升幅度也较小。

**表1 2023年各省GDP及前11月公共财政收入情况**

(单位：亿元)

省份	2023年GDP	前11月公共财政收入	22年末债务余额	23年新增债券	23年净融资	23年预计债务余额	债务同比增长
广东	135673.2	12464.4	25071.1	4874.7	4757.8	29828.9	19.0%
江苏	128200.0	9443.6	20694.1	2037.0	2044.4	22738.4	9.9%
山东	92069.0	6977.0	23588.0	3747.7	3931.5	27519.5	16.7%
浙江	82553.0	8363.0	20168.8	2940.0	2718.3	22887.1	13.5%
河南	59132.4	4190.6	15130.5	2442.3	2759.5	17890.0	18.2%
四川	60132.9	4985.0	17705.4	2565.4	2560.3	20265.7	14.5%
福建	54355.0	-	11903.1	1756.5	1906.8	13809.9	16.0%

省份	2023年 GDP	前11月公共财政 收入	22年末债务余 额	23年新增债券	23年净融资	23年预计 债务余额	债务同比 增长
湖北	55803.6	3364.7	13900.1	2019.8	1722.7	15622.8	12.4%
湖南	50012.9	2981.3	15407.7	1717.5	2798.7	18206.3	18.2%
安徽	47100.0	3639.0	13304.1	1862.7	2404.7	15708.8	18.1%
上海	47200.0	7860.0	8538.6	617.0	293.8	8832.4	3.4%
河北	43944.1	3900.7	15748.7	2543.0	2695.1	18443.8	17.1%
北京	43760.7	5819.4	10565.3	1117.0	811.6	11376.9	7.7%
陕西	33786.1	3183.5	9786.9	1164.2	1064.5	10851.4	10.9%
江西	32200.1	2915.7	10859.5	1792.1	1843.6	12703.1	17.0%
重庆	30145.8	2099.8	10071.1	1468.2	2188.6	12259.7	21.7%
云南	30021.0	1993.2	12128.4	1203.9	2323.8	14452.1	19.2%
辽宁	30209.4	2565.9	10975.2	902.6	1898.9	12874.1	17.3%
广西	27202.4	1613.4	9722.1	1245.2	1823.8	11545.9	18.8%
山西	25700.0	3150.8	6285.8	823.3	794.7	7080.5	12.6%
内蒙古	24627.0	2877.5	9339.7	726.1	1731.3	11071.0	18.5%
贵州	20913.3	1802.4	12472.9	542.1	2654.1	15126.9	21.3%
新疆	-	1947.8	9001.0	1464.9	1249.2	10250.2	13.9%
天津	16737.3	1908.5	8645.6	1206.8	2469.8	11115.3	28.6%
黑龙江	15883.9	-	7290.9	921.0	1209.7	8500.6	16.6%
吉林	13531.2	966.5	7167.6	835.8	1711.7	8879.4	23.9%
甘肃	11863.8	909.0	6086.9	886.8	1021.9	7108.8	16.8%
海南	7551.2	813.0	3486.6	560.7	570.6	4057.2	16.4%
宁夏	5315.0	461.7	1996.8	137.1	237.6	2234.4	11.9%
青海	3799.1	331.1	3042.5	208.8	294.1	3336.6	9.7%
西藏	2392.7	-	567.9	120.4	113.8	681.7	20.0%

资料来源：同花顺，中证鹏元整理

注：表中“-”表示数据未披露，2023年预计债务余额为2022年末债务余额与2023年净融资之和

#### 4、受地方财政收支压力突出影响，地方政府隐性债务风险上升

近年来，地方政府受疫情、房地产调控、减税降费等因素影响，财政收支压力突出，尤其是受房地产调控影响，地方政府性基金收入出现大幅下滑。由于地方财政收入的下降，地方政府债务风险出现上升，尤其土地出让收入是地方政府隐性债务化解的重要来源，土地出让收入下降，地方政府隐性债务风险大幅上升。今年以来城投负面舆情不断发酵，债务风险事件不断出现，反映出地方政府偿债能力出现弱化。以城投非标违约为例，相比2022年，今年非标违约只数607只，违约规模924.58亿元，同比分别大幅增长

请务必阅读正文之后的免责声明

86.20%和143.45%，非标违约相较以往明显增多，反映出地方债务风险在不断暴露，这一定程度上倒逼决策层把隐性债务化解放在更为重要的位置上。

## 四、2024 年地方债市场展望

### 1、财政政策适当加力，新增地方债规模预计或超 5 万亿元

当前，国内经济发展面临较多的困难和挑战：一是，收入增长预期放缓，居民消费难以提振；二是，利润下降，企业发展信心不足；三是，科技创新取得重大进展，但新质生产力还有待成为经济增长重要引擎或重要增长极；四是，尽管房地产调控政策有所松动，但房地产还没有实现软着陆；五是，地方政府隐性债务风险加剧，等等。面对这些困难和挑战，力求将经济增长保持在 5%以上便显得十分必要，只有如此才可以“改善社会心理预期、提振发展信心”，增强老百姓的获得感，同时，也有利于化解经济发展中的问题和风险。在此背景下，新增地方债规模适当扩大，有利于给经济增长注入“强心剂”，从而重新提振经济活力，促成国内大循环的实现。

为了推动经济实现 5%以上的增速，新增债券规模预计或超 5 万亿元，考虑到去年前三季度地方债提振经济增长的效果十分有限，规模不足是重要因素，尤其是二季度新增债券发行规模只是略超 1 万亿元、三季度也仅有 1.3 万多亿元，如果今年前三季度新增额度接近或超过 5 万亿元，保持每个季度平均在 1.5 万亿之上的新增债券规模，再加上中央加杠杆后特别国债的发行，预计或将可以有力地带动经济增长。但新增债券规模扩大产生的问题主要是由于目前房地产市场陷入深度调整，土地收益下降，地方政府有收益的公益性项目会相对减少，专项债券发行规模扩大会受到项目限制，只能适当扩大一般债券发行规模，而这将会提高财政赤字率。不过，考虑到今年提升财政赤字率已形成市场预期，且适度提高财政赤字率不会导致债务失控，重要的是如果刺激力度不够反而可能会浪费了政策资源，因而，新增一般债券规模扩大十分必要。从再融资债券来看，2024 年地方债到期偿还规模 29595.29 亿元，同比下降 18.94%，2023 年用于还本的再融资债券与到期偿还规模之比超过 90%，如果继续按照这个借新还旧率，则 2024 年再融资债券发行规模达到 2.67 万亿元，如果按照 2022 年和 2021 年将近 86%的借新还旧率，则 2023 年再融资债券发行规模达到 2.55 万亿元，同时，考虑到部分高风险地区债务化解的需要，特殊再融资债券可能会继续少量发行，预计 2024 年地方债发行规模将可能少于 2023 年。此外，发行节奏上，今年一季度、二季度新增债券发行进度适当加快，这有利于提振目前疲软的经济形势。

### 2、地方债发行利率仍将有下行空间

2023 年央行“加大已出台货币政策实施力度”、“保持流动性合理充裕”，导致地方债发行利率有所下行。2023 年美欧等发达经济体因通胀影响不断上调政策利率，但我国货币政策基于国内宏观基本面的考请务必阅读正文之后的免责声明

虑，注重货币政策独立性，“强化逆周期和跨周期调节”，分别于3月和9月下调了存款准备金率，分别于6月和8月下调公开市场7天期逆回购利率和中期借贷便利（MLF）利率，同时，多次引导商业银行降低存款利率，央行货币政策“为经济回升向好创造适宜的货币金融环境”。鉴于当前乃至未来较长时间内国内需求疲弱的局面都难以改变，通胀仍将不是央行货币政策考虑的主要方面，因而央行将“强化货币政策逆周期和跨周期调节力度，着力稳市场、强信心，巩固和增强经济回升向好态势，为包括资本市场在内的金融市场运行创造良好的货币金融环境”。尤其是随着欧美等发达经济体今年降息概率上升，其货币政策的外溢性将朝着压力减小的方向发展，有利于增强我国货币政策操作的自主性，拓展货币政策操作空间。1月24日人民银行行长潘功胜宣布将于2月5日下调存款准备金率0.5个百分点，同时，于1月25日下调支农支小再贷款、再贴现利率0.25个百分点。考虑到目前我国CPI同比仍为负值，物价走势偏弱，实体经济实际融资成本则有所抬升，因而，预计未来降息降准仍可能会有1到2次，市场利率则有望继续下行。在此背景下，地方债发行利率仍将有下行空间。

### 3、显性债务风险仍可控，隐性债务风险化解仍将继续

目前地方政府债务风险主要来自于隐性债务风险，显性债务风险仍然可控。从显性债务来看，根据财政部数据，2022年末全国政府法定负债率（政府债务余额与GDP之比）为50.4%，既低于国际通行的60%警戒线，也低于主要市场经济国家和新兴市场国家，因而政府显性债务风险总体可控。但隐性债务风险仍然较大，主要系地方政府财政支付能力下降，尤其是房地产调控下，土地出让收入下降，导致地方财政收支压力突出。但2023年适应“房地产市场供求关系发生重大变化”的新形势，房地产领域政策不断放松，土地出让收入状况预计2024年将相比2023年有所好转，从而一定程度上有利于隐性债务风险化解，但考虑到地方隐性债务规模较大，流动性风险仍然较高，“一揽子化债方案”仍将继续落实，且需要不断拓宽化债手段。另外，尽管2023年末地方政府预计仍有超过1.4万亿元的债务限额空间，但相比置换债务中央更希望压降隐债规模的背景下，特殊再融资债券虽然可能会有少量发行，以防部分高风险地区债务风险暴露，但预计规模应当不会太大。

### 4、专项债券支持领域仍将继续扩围

专项债券支持范围不断扩大，满足了补短板强弱项、聚焦重点方向的需要。2023年4月28日召开的中央政治局会议提出要在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。2023年6月由国家发展改革委等部门出台的《关于补齐公共卫生环境设施短板 开展城乡环境卫生清理整治的通知》中提出，国家发展改革委牵头推动超大特大城市辖区内的山区县（区）“平急两用”设施建设，统筹安排中央预算内投资、地方政府专项债券等渠道资金。2023年7月21日召开的国常会审议通过了《关于在超大特

请务必阅读正文之后的免责声明

大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，会议指出，在超大特大城市积极稳步实施城中村改造是改善民生、扩大内需、推动城市高质量发展的一项重要举措。由于城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设均受到政策上的大力支持，因而，符合条件的城中村改造项目和“平急两用”公共基础设施建设项目有可能纳入专项债支持范围。

#### 5、地方政府债券偿还方式将更加丰富，更为灵活

目前我国地方政府债券偿还除了到期一次性还本外，还有些债券附有提前偿还条款，债券到期前可以进行提前偿还方式。根据财政部 2020 年 11 月 4 日发布的《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》指出，允许地方结合实际情况，采取到期还本、提前还本、分年还本等不同还本方式。第十四届全国人民代表大会财政经济委员会在 2023 年 3 月也明确提出“探索建立专项债券本金提前偿还机制”。地方债偿债方式灵活度提高，有利于地方政府平衡好短期与长期偿债压力，减轻到期债务压力，同时，也有利于提高地方政府债券的使用效率。2023 年 8 月北京市财政局对“2020 年北京市政府专项债券（五期）”提前偿还了 3900 万元，在全国率先启动提前偿还政府专项债券试点工作，估计接下来将有更多地方政府愿意尝试提前偿还等多种偿还方式，从而地方政府债券偿还方式更为丰富和灵活。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-



## 中证鹏元资信评估股份有限公司

### 深圳

地址：深圳市深南大道 7008 号  
阳光高尔夫大厦（银座国际）三  
楼

电话：0755-82872333  
0755-82872897

传真：0755-82872090

### 北京

地址：北京市朝阳区建国路世茂  
大厦甲 92 号 C 座 23 层

电话：010-66216006

传真：010-66212002

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1299  
号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903  
室

总机：021-51035670

传真：021-51917360

### 湖南

地址：湖南省长沙市雨花区湘府  
东路 200 号华坤时代 2603

电话：0731-84285466

传真：0731-84285455

### 江苏

地址：南京市建邺区江东中路  
108 号万达西地贰街区商务区 15  
幢 610 室

电话：025-87781291

传真：025-87781295

### 四川

地址：成都市高新区天府大道北段  
869 号数字经济大厦 5 层 5006 号

电话：028-82000210

传真：028-85288932

### 山东

地址：山东自由贸易试验区济南  
片区经十路华润中心 SOHO 办  
公楼 1 单元 4315 室

总机：0531-88813809

传真：0531-88813810

### 陕西

地址：西安市莲湖区桃园南路 1  
号丝路国际金融中心 C 栋 801  
室

电话：029-88626679

传真：029-88626679

### 香港

地址：香港中环皇后大道中 39  
号丰盛创建大厦 10 楼 1002

电话：+852 36158342

传真：+852 35966140