财政分析手册（2023 版）：地方债篇

证券研究报告/固定收益专题报告　　2023 年 3 月 11 日

分析师：肖雨
执业证书编号：S0740520110001
电话：
Email：xiaoyu@zts.com.cn
分析师：赖逸儒
执业证书编号：S0740523060004
电话：
邮箱：laiyr01@zts.com.cn

相关报告

投资要点

- 2009 年，地方债恢复发行，先后试点了三种发行模式，分别为“代发代还”“自发代还”和“自发自还”模式。2015 年，地方债发行全面采用“自发自还”模式。
- 地方债根据募投项目是否有收益分为一般债券和专项债券。根据资金用途可分为新增债券、置换债券和再融资债券。发行方式有公开发行和定向发行。在预算绩效管理方面，我国早期着重进行地方债预算管理工作，之后进入了预算和绩效管理一体化阶段，近年来预算绩效管理不断规范化。
- **地方债的发行流程可被分为准备阶段和正式发行阶段。**准备阶段是从市县财政部门开始逐级上报债务发行建议；正式发行阶段是从全国人大批准国务院上报的地方政府债务总限额开始，至省政府为市县级政府代为举借债务结束。
- **我国地方债发行实行限额管理制度，各地区新增地方政府债务限额分配遵循“正向激励”原则。**我们对限额分配公式进行了代数变换，分离出了“地区财力”“重大项目支出”两个分配权重，并认为它们决定了新增地方债限额中基础额度的分配，“债务风险系数”等其他因素可视为调节因子。我们进一步对新增一般债限额、新增专项债限额分别进行了回归检验，验证了上述结论。
- **地方债限额调配有三种方式：①一般债限额与专项债限额之间的调配；②债务限额跨地区的调配；③债务限额跨年度的调配。**在对地方债限额空间的研究中，我们明确了每年限额空间净增量的来源，并总结出了直接计算等式。在限额空间的使用方面，我们整理了关于债务限额空间使用的相关政策和具体案例。
- **专项债的投向在一定程度上体现了政府对公益性项目投资方向的引导。**2017-2018 年，财政部先后推出土储债、收费公路债和棚改债。2019 年，国常会决定扩大专项债使用范围，且专项债可用于重点领域项目的资本金。2020 年专项债重点支持交通基础设施等七大重点领域和“两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设等重大项目，且用于重大项目资本金的比例由最初的 20%提高至 25%。2021 年新增专项债券重点用于交通基础设施，能源项目等领域。2022 年至 2023 年，新增专项债重点投向领域转为市政及产业园区建设，同时投向领域从原有 9 大领域扩展为 15 大领域。
- **在地方债偿还方面，一般债务和专项债务均可采用借新还旧的办法滚续，只是在具体表述和要求上有所差异。**当前市场对接续率的测算主要有两种口径，区分在于分子是否减去用于偿还存量债务的再融资债。我们认为扣减后的接续率口径更为合理，即接续率的计算公式应为：当年接续率=当年用于偿还到期债券本金的再融资债券发行量/当年地方债到期量。利用上述公式计算，发现 2019-2023 年间接续率较为稳定。
- **发行场所方面，**地方债主要通过全国银行间债券市场、交易所债券市场发行，柜台发行于 2019 年开始，所占比重较小；**投资者结构方面，**商业银行是最主要的持有人；**发行利差方面，**地方债利差在一级市场和二级市场的走势和影响因素不同；**发行期限方面，**地方债平均发行期限可划分为五个阶段，我们对每个阶段进行了归因；**交易量与换手率方面，**近年来地方债换手率逐渐提升。
- **风险提示：**政策梳理遗漏；政策变化超预期；统计口径不准确；信息更新不及时；数据提取失误。

内容目录

一、地方债的小常识 ..... - 6 -
1、从“代发代还”到“自发自还” ..... - 6 -
2、地方债的分类 ..... - 9 -
3、地方债的预算和绩效管理 ..... - 17 -
二、地方债的借用管还 ..... - 20 -
1、地方债的发行与审批流程 ..... - 21 -
2、地方债限额的分配 ..... - 23 -
3、地方债限额的调配 ..... - 27 -
4、地方债务的限额空间 ..... - 33 -
5、地方债的发行节奏 ..... - 37 -
6、地方债的使用 ..... - 40 -
7、地方债的偿还 ..... - 45 -
三、地方债的投资交易要点 ..... - 47 -
1、地方债的发行场所 ..... - 47 -
2、地方债的投资者结构 ..... - 48 -
3、地方债的利差 ..... - 50 -
4、地方债的期限结构 ..... - 53 -
5、地方债的交易量与换手率 ..... - 58 -
四、总结 ..... - 58 -

图表目录

图表 1：地方政府举债模式演变历程 - 7 -
图表 2：代发代还、自发代还、自发自还三种模式比较 - 8 -
图表 3：2010 年以来各年末不同类别存量债规模情况（万亿元） - 9 -
图表 4：地方债新增限额与实际发行对比（亿元） - 10 -
图表 5：截至 2014 年底地方存量债务情况 - 11 -
图表 6：置换债命名情况示例 - 12 -
图表 7：部分早期再融资债券名称示例 - 12 -
图表 8：2019-2023 年各省市及全国再融资债发行限额披露情况（亿元） - 13 -
图表 9：特殊再融资债券发行规模（亿元） - 14 -
图表 10：6128 亿元特殊再融资债发行分布情况（亿元） - 15 -
图表 11：全域无隐性债务试点时期北上广特殊再融资债发行情况（亿元） - 15 -
图表 12：2023 年各省、计划单列市特殊再融资债共发行额（亿元） - 16 -
图表 13：2023 年末 6 省披露下达结存限额情况（亿元） - 16 -
图表 14：地方政府债券主要发行方式汇总 - 17 -
图表 15：2023 年省市一般公共预算收支执行情况表 - 18 -
图表 16：2023 年省市政府性基金预算收支执行情况表 - 18 -
图表 17：2014 年以来地方政府债券预算与绩效管理相关文件梳理 - 20 -
图表 18：地方债实行限额管理相关政策梳理 - 21 -
图表 19：地方债发行与审批流程前期阶段 - 22 -
图表 20：地方债发行与审批流程 - 23 -
图表 21：限额分配公式各因子评估方法表 - 24 -
图表 22：新增限额分配公式的代数变换过程 - 25 -
图表 23：新增地方债限额分配流程图 - 25 -
图表 24：2022 年一般债务新增限额回归系数 - 26 -
图表 25：2022 年专项债务新增限额回归系数 - 26 -
图表 26：2022 年一般债务新增限额拟合情况（亿元） - 27 -
图表 27：2022 年专项债务新增限额拟合情况（亿元） - 27 -
图表 28：2015-2022 年新增限额与限额增量的差异情况（亿元） - 28 -
图表 29：陕西省一般债限额与专项债限额的调配（亿元） - 29 -
图表 30：2020 年部分省份限额回收情况（亿元） - 30 -
图表 31：宁夏、福建和河南限额回收的测算（亿元） - 30 -
图表 32：2023 年各地区限额回收情况（亿元） - 31 -
图表 33：各省份债务限额跨年度调配情况（亿元） - 32 -

图表 34：2019-2022 年新增专项债限额结转下年额度（亿元）.....- 33 -
图表 35：2015-2023 年末全国地方债务限额、余额与限额空间（亿元）.....- 33 -
图表 36：2015-2023 年限额增量情况（亿元）.....- 34 -
图表 37：安排财政资金或其他方式对政府债务的偿还情况（亿元）.....- 34 -
图表 38：2015-2023 年债券发行对限额空间的缩减情况（亿元）.....- 35 -
图表 39：2015-2023 年限额空间净增量情况（亿元）.....- 35 -
图表 40：债务限额空间相关政策梳理.....- 36 -
图表 41：债务限额空间使用案例（亿元）.....- 36 -
图表 42：2019 年之前地方政府新增专项债限额与发行管理.....- 37 -
图表 43：2019-2023 年地方政府新增债券额度发放情况（亿元）.....- 37 -
图表 44：2017-2023 年各月新增债规模及占当年总规模比重（亿元、%）....- 38 -
图表 45：地方政府新增债券发行节奏指导政策文件梳理.....- 38 -
图表 46：地方政府发行节奏相关政策文件梳理.....- 39 -
图表 47：财政部协调各地区、各种类债券发行政策文件梳理.....- 39 -
图表 48：2023 年地方债计划发行与实际发行对比（亿元）.....- 40 -
图表 49：专项债投向相关政策文件梳理.....- 41 -
图表 50：2022 年专项债投向领域.....- 42 -
图表 51：2023 年专项债投向领域.....- 42 -
图表 52：2017-2023 年土储债和棚改债发行规模（亿元）.....- 43 -
图表 53：2020-2023 年中小银行专项债限额、发行额及剩余额度（亿元）....- 44 -
图表 54：2020 年以来中小银行专项债各月发行额及逐月累计发行额（亿元）- 44 -
图表 55：专项债补充中小银行资本主要模式.....- 45 -
图表 56：一般债务和专项债务偿还方法对比.....- 45 -
图表 57：三种项目收益专项债对应的偿还资金来源.....- 45 -
图表 58：三种接续率的测算（亿元、%）.....- 46 -
图表 59：2018-2023 年接续率变动情况.....- 47 -
图表 60：2015 年以来地方债发行场所（亿元、%）.....- 48 -
图表 61：2024 年 1 月地方债银行间交易市场投资者结构.....- 49 -
图表 62：2019-2023 年地方债银行间交易市场投资者结构变化趋势.....- 49 -
图表 63：地方债与国债平均利差经历的五个阶段（bp）.....- 51 -
图表 64： 2023 年各省市及兵团地方债发行平均利差（bp）.....- 51 -
图表 65：5 年期地方政府债收益率与国债收益率的利差走势（bp）.....- 52 -
图表 66：各省市 2023 年 3 月-2024 年 2 月地方债利差（bp）.....- 52 -
图表 67：地方债期限结构政策梳理.....- 53 -
图表 68：2015-2023 年一般债发行期限结构.....- 55 -

图表 69：2015-2023 年专项债发行期限结构 ..... - 55 -
图表 70：截至 2023 年末含权债各发行期限对应发行规模（亿元、只） ..... - 56 -
图表 71：2019-2023 年含权债发行规模（亿元、只） ..... - 56 -
图表 72：2015 年至今地方债平均发行期限（年） ..... - 56 -
图表 73：2021 年以来地方政府债券余额及月频换手率（万亿元、%） ..... - 58 -
图表 74：2023 各省市地方政府债年频换手率（%） ..... - 58 -

43 号文和新预算法颁布实施后，地方政府举债只能通过发行政府债券方式。本文系统梳理了地方债的发展脉络、分类方式、限额管理、发行节奏、交易特征等，并对地方债的投资要点进行了详细分析，以供投资者参考。

一、地方债的小常识

在本节，我们分析了地方债发行模式的演变，并从募投项目是否有收益、资金用途和发行方式三个角度对地方债进行分类，此外还对地方债的预算管理和绩效管理机制进行介绍。

1、从“代发代还”到“自发自还”

新中国成立初期，国民经济处于恢复阶段，为抑制通货膨胀、提升财政实力，**折实公债与经济建设公债先后发行。中央层面**，1950 年中央人民政府以实物为计算标准发行了“人民胜利折实公债”；此后由于“一五”计划对资金的巨大需求，1954-1958 年连续五年发行国家经济建设公债，以支持国家经济建设。**地方层面，**东北地区在 1950 年发行了东北生产建设折实公债，形成了地方债的雏形；1959 年开始，国家经济建设公债停止发行，四川、辽宁、吉林、安徽等省份于 1959-1961 年发行了地方经济建设公债，以支持地方经济建设和融资需求。

1962 年后，国债和地方政府债都处于停滞状态。**1981 年，国债恢复发行，随后出于经济建设的需要，多地地方政府相继发行了地方债。**但由于存在融资方式不规范、资金用途不透明等问题，1985 年，国务院发布《关于暂不发行地方政府债券的通知》[1]，暂停地方政府发行债券，但仍有地方政府发行债券的情况存在；1995 年开始实施的《中华人民共和国预算法》[2]进一步规定“除法律和国务院另有规定外，地方政府不得发行地方政府债券”，法律的强制力下，地方政府发债行为暂停。

在 2009 年地方政府不得自主发行债券的约束放开之前，地方政府主要采用两种融资模式：**一是建立地方融资平台，**通过各种股权和债务融资来满足资金需求；**二是 1998 年起中央政府通过发行专项国债再转贷的方式向地方政府提供资金** [3]，但由于国债转贷资金监督困难、增加中央财政负担[4]，在 2005-2008 年暂停。

[1] 资料来源：《国务院办公厅关于暂不发行地方政府债券的通知》（国办发〔1985〕63 号）
[2] 资料来源：http://www.npc.gov.cn/wxzl/gongbao/2014-11/02/content_1892137.htm
[3] 资料来源：《国债转贷地方政府管理办法》（财预字[1998]267 号）
[4] 资料来源：http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/200903/t20090317_123652.htm

图表 1：地方政府举债模式演变历程

折实公债	1950	中央发行“人民胜利折实公债”；东北人民政府发行“东北生产建设折实公债”。
国家经济建设公债	1954-1958	国家发行经济建设公债，地方无经济建设公债发行。
地方经济建设公债	1959-1961	国家经济建设公债暂停发行，多地发行地方经济建设公债。
国债、地方债	1981-1994	国债率先恢复发行，随后多地发行地方债。
地方融资平台、国债转贷	1995-2008	明令禁止暂停地方债发行，地方政府利用地方融资平台、国债转贷方式举债，其中国债转贷于2005-2008年暂停。
代发代还	2009-2010	地方债全部由财政部代理发行、代办还本付息。
试点自发代还	2011-2013	2011年开启上海、浙江、广东、深圳四省份“自发代还”试点，2013年新增江苏、山东试点；其余省份仍采取“代发代还”模式。
试点自发自还	2014	上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛十省份“自发自还”试点；其余省份仍采取“代发代还”模式。
全面自发自还	2015-至今	所有省份均可以在规定范围内自行发债、自行偿还。

来源：中泰证券研究所整理

为应对 2008 年的国际金融危机，破解地方政府融资难题，2009 年 3 月全国两会政府工作报告[5]中提出安排发行地方政府债券 2000 亿元，以期部分缓解 4 万亿投资计划中地方政府的配套资金压力。**自此，“禁止条令”得以放开，地方债发行先后采取了“代发代还”“自发代还”和“自发自还”三种模式。**

代发代还”模式（2009-2010 年）：2009 年 2 月，财政部印发的《2009 年地方政府债券预算管理办法》[6]指出，地方政府债券由财政部代理发行并代办还本付息和支付发行费，即采取“代发代还”模式发行。发行额度由全国人大批准，2009 年[7]和 2010 年[8]地方政府债券的批准额度均是每年 2000 亿元。

“自发代还”模式（2011-2013 年）：2011 年 10 月，财政部印发的《2011 年地方政府自行发债试点办法》[9]指出，自行发债是指试点省（市）在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省（市）政府债券的发债机制，不过试点省（市）政府债券还本付息仍由财政部代办执行，即“自发代还”模式。2011 年上海、浙江、广东、深圳开展自行发债试点，试点省（市）可发行 3 年和 5 年期债券，2011 年[10]和 2012 年[11]地方债批准额度分别为 2000 和 2500 亿元；2013 年进一步增加了江苏和山东成

[5] 资料来源：http://www.gov.cn/2009lh/content_1259471.htm
[6] 资料来源：http://www.gov.cn/zwgk/2009-03/19/content_1263068.htm
[7] 资料来源：http://www.gov.cn/test/2009-03/16/content_1260221_3.htm
[8] 资料来源：http://www.gov.cn/2010lh/content_1555767.htm
[9] 资料来源：http://www.gov.cn/zwgk/2011-10/20/content_1974229.htm
[10] 资料来源：http://www.gov.cn/test/2011-03/15/content_1825270.htm
[11] 资料来源：http://www.gov.cn/test/2012-03/15/content_2067314.htm

为试点地区，发债期限拉长至 3 年、5 年和 7 年，2013 年[12]地方债批准额度为 3500 亿元。以上试点地区之外的省份仍采取“代发代还”模式。

“自发自还”模式（2014 年至今）：2014 年 5 月，财政部印发《2014 年地方政府债券自发自还试点办法》[13]，上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛十省市试点地方债自主发行和偿还，发债期限拉长至 5 年、7 年和 10 年。与原有模式相比，除此前试点“自发代还”的六省市转为试点“自发自还”之外，另增加四省市进行试点，其余省市仍维持“代发代还”模式。当年地方政府债券的批准额度为 4000 亿元[14]。**2015 年，新预算法正式实施，地方政府债券全面完成了向“自发自还”模式的转变，所有省份均可以在规定范围内自行发债、自行偿还，**当年批准额度首次区分一般债和专项债，分别为 5000 亿元和 1000 亿元[15]。

图表 2：代发代还、自发代还、自发自还三种模式比较

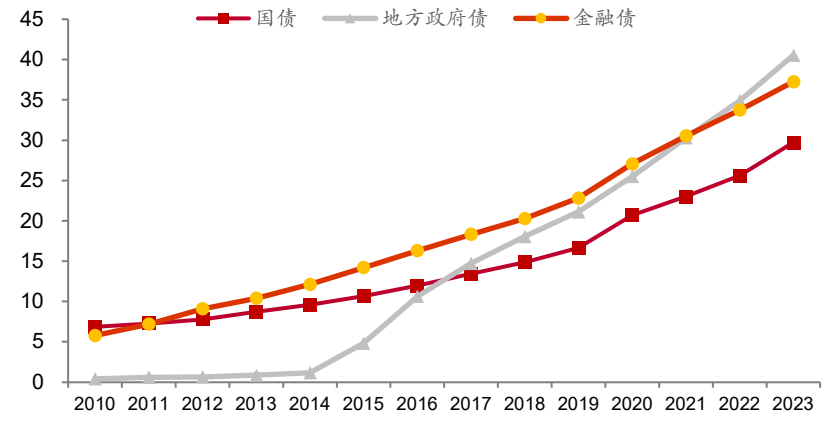
	代发代还	自发代还	自发自还
发行主体	省、自治区、直辖市地方政府（含计划单列市）	2011 年上海、广东、浙江、深圳四省市试点；2013 年新增江苏和山东成为试点省份	2014 年上海、广东、浙江、深圳、江苏、山东、北京、青岛、江西和宁夏 10 个省市进行试点；2015 年全面放开
债券评级	否	否	试点地区需按照规定开展债券信用评级
发行事宜组织	财政部代理发行	6 个试点省市自行组织	10 个试点省市自行组织
还本付息主体	财政部代办还本付息	财政部代办还本付息	10 个试点省市自行还本付息

来源：财政部，中泰证券研究所

2010 年以来，地方政府债规模呈上升趋势，2010-2014 年增长较为缓慢，2015-2017 年经历了快速增长阶段，并在 2017 年发行规模首次超过国债，2018 年至今增速有所放缓，但始终保持上升趋势，与金融债规模差距逐步缩小。截至 2023 年末，从规模来看地方政府债已跃居为第一大债券品种，其债券余额为 40.5 万亿元，高于金融债规模的 37.2 万亿元及国债规模的 29.7 万亿元。

[12] 资料来源：http://www.gov.cn/test/2013-03/19/content_2357136.htm
[13] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2014-05/21/content_2683802.htm
[14] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2014-03/15/content_2639433.htm
[15] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2015-03/06/content_2828398.htm

图表 3：2010 年以来各年末不同类别存量债规模情况（万亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

2、地方债的分类

进一步地，我们从地方债募投项目是否有收益、资金用途和发行方式三个角度对地方债进行分类。

2.1 按项目是否有收益划分

国发〔2014〕43 号[16]首次提及地方政府一般债务和专项债务，其中一般债务包含一般债券、外债转贷和非债券形式一般债务[17]；专项债务包含专项债券和非债券形式专项债务[18]。

按募投项目是否有收益划分，地方政府债券可以分为一般债券和专项债券。

一般债券指省、自治区、直辖市政府（含经省级政府批准自办债券发行的计划单列市政府）为**没有收益的公益性项目**发行的、约定一定期限内主要以一般公共预算收入还本付息的政府债券[19]，其收支**列入一般公共预算管理**。

专项债券是为**有一定收益的公益性项目**发行的、约定一定期限内以公益性项目对应的政府性基金或专项收入还本付息的政府债券[20]。专项债券资金**纳入政府性基金预算管理。一般债券与专项债券最大的区别在于其所对应的公益性项目是否可产生收益**。

特别地，对于新增专项债，法律法规要求其披露“一案两书”，即《专项债券项目实施方案》、《项目财务评价报告书》与《项目法律意见书》，以此对外披露项目的建设内容、财务状况、法律风险、实施效果等方面信

[16] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm
[17] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2017/content_5208218.htm
[18] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2016-12/02/content_5142007.htm#1
[19] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2015/content_2883244.htm
[20] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2015/content_2883246.htm

息。

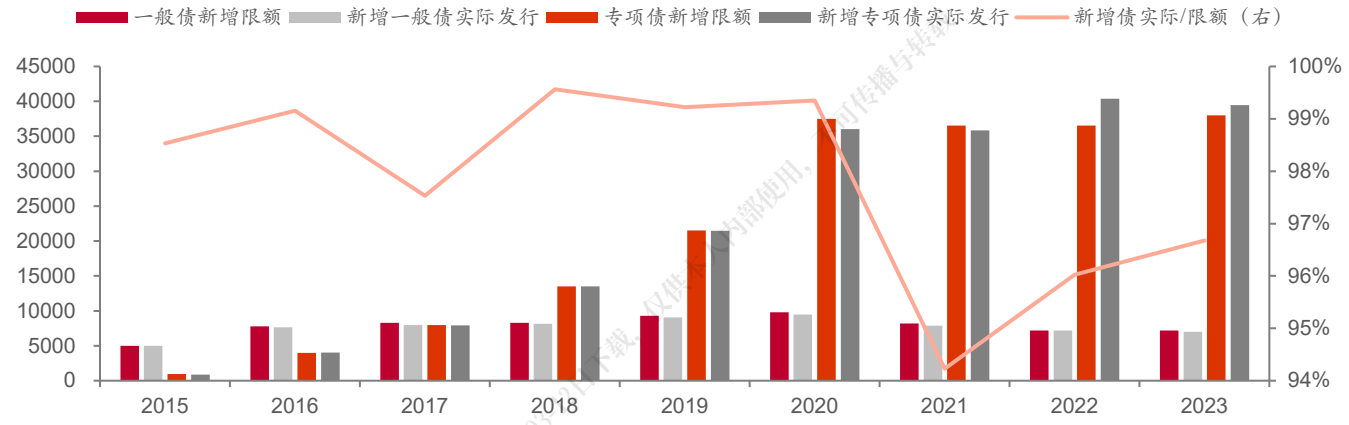
2.2 按资金用途划分

按资金用途划分，地方政府债券可以分为新增债券、置换债券和再融资债券。

■ **新增债券**

新增债券资金可用于存量和新项目的建设。新增债券限额主要受政府债务负担的轻重及资金需求大小的影响。根据规定，每年新增债券的发行规模不得超过财政部下达的本地区新增债务限额[21]。在实际中，全国层面 2015-2023 年新增债发行规模均未超出当年限额，其比例在95%-100%间浮动。

图表 4：地方债新增限额与实际发行对比（亿元）



来源：中国地方政府债券信息公开平台、WIND，中泰证券研究所
注：2020-2023 年新增专项债限额与实际发行部分不包含年度间结转与结存情况，并剔除中小银行专项债限额与其实际发行量；新增债实际/限额指标计算时考虑年度间结转与结存情况，并剔除中小银行专项债限额与其实际发行量。

■ **置换债券**

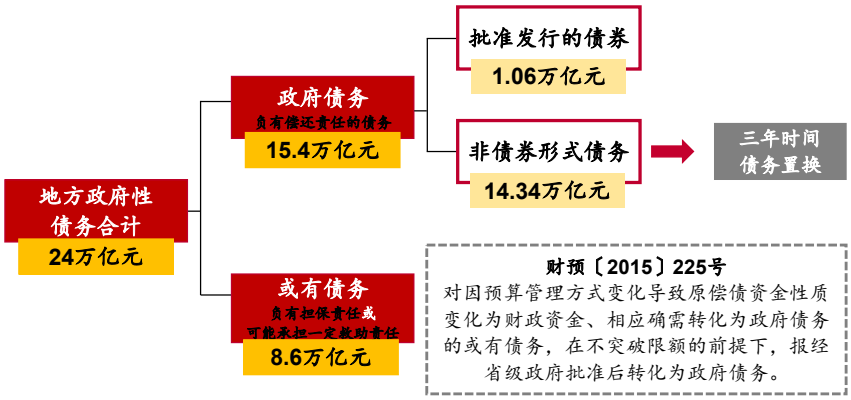
2015 年正式启动地方债务置换工作。《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》指出，对于新预算法实施之前地方政府通过银行贷款等非债券方式举借的存量债务，国务院决定利用三年左右的过渡期进行置换[22]。**发行地方政府债券置换非债券形式的存量债务，只是债务形式变化，不增加债务余额**，置换债的发行有效解决了地方政府债务的期限错配和融资成本高企问题。置换债券的发行规模不得超过财政部下达的当年本地区置换债券发行规模上限[23]。

“三年置换”主要是对政府债务给予置换，并对确需转化为政府债务的或有债务，在不突破限额的前提下进行置换[24]，**置换的债务本身是纳入政府预算管理的**。

[21] 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201601/t20160128_1658365.htm
[22] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/201512/t20151223_1627720.htm
[23] 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201601/t20160128_1658365.htm
[24] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm

2015 年 8 月，全国人大常委会批准 15.4 万亿元存量地方政府债务[25]，其中 1.06 万亿元是已批准发行债券的，剩余的 14.34 万亿元为通过银行贷款等非政府债券方式举借的存量债务[26]。

图表 5：截至 2014 年底地方存量债务情况



来源：财政部，中泰证券研究所

2015 年财政部先后下达了三批置换债券额度共 3.2 万亿元[27]，其中 3 月和 6 月份，财政部分别两批下达地方政府债券置换存量债务额度各 1 万亿元，置换范围是 2013 年政府性债务审计确定截至 2013 年 6 月 30 日的地方政府负有偿还责任的存量债务中，2015 年到期需要偿还的债务本金[28]。8 月份下达第 3 批地方债置换额度，额度为 1.2 万亿元[29]。2016 年[30]及以后年度[31]，置换原则上由省级政府根据偿债需要、市场情况自行确定，中央政府不再硬性下达置换债务额度。**2016 年和 2017 年分别发了 4.88 万亿元和 2.77 万亿元的置换地方债**[32]**。**

2015 至 2018 年置换债券累计发行 12.2 万亿元，基本完成既定的存量政府债务置换目标，累计降低政府融资成本 1.7 万亿元以上[33]，剩余非政府债券形式存量政府债务为 3151 亿元[34]。**截至 2024 年 1 月末，我国非政府债券形式存量政府债务为 1662 亿元**[35]**。**

2020 年及之后，地方政府基本不再发行置换债，而是采取发行特殊再融资债的方式继续开展债务置换工作。

置换债的名称并没有统一。所有非定向发行的置换债，都无法通过债券名称判定是否为置换债；而在定向发行的置换债中，也只有部分债券名

[25] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2015-08/29/content_2922061.htm
[26] 资料来源：http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/zxbg/2015-12/27/content_1957085.htm
[27] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2016-05/26/content_5077112.htm
[28] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/2015-06/11/content_2877793.htm
[29] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2015-08/27/content_2920876.htm
[30] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2016-05/26/content_5077112.htm
[31] 资料来源：http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/zxbg/2015-12/27/content_1957085.htm
[32] 资料来源：http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201801/t20180125_2800163.htm
[33] 资料来源：http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201902/t20190228_1651265.html
[34] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2019-01/23/content_5360689.htm
[35] 资料来源：https://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/sjtj/202402/t20240229_3929677.htm

称中包含“置换”两字。经过梳理我们发现，名称中包含“置换”两字的债券全部用于置换。但是债券名称中不含“置换”的同样有可能全部用于置换。

图表 6：置换债命名情况示例

名称与用途分类	名称	债券简称	发行时间
名称中不含“置换”且部分募资用于置换	2015 年江苏省政府一般债券（一期）、2015 年江苏省政府一般债券（二期）、2015 年江苏省政府一般债券（三期）、2015 年江苏省政府一般债券（四期）	15 江苏债 01、15 江苏债 02、15 江苏债 03、15 江苏债 04	2015/5/18
名称中不含“置换”且全部募资用于置换	2015 年新疆维吾尔自治区政府一般债券（一期）、2015 年新疆维吾尔自治区政府一般债券（二期）、2015 年新疆维吾尔自治区政府一般债券（三期）、2015 年新疆维吾尔自治区政府一般债券（四期）	15 新疆债 01、15 新疆债 02、15 新疆债 03、15 新疆债 04	2015/5/21
名称中包含“置换”且部分募资用于置换	-	-	-
名称中包含“置换”且全部募资用于置换	2015 年江苏省政府定向承销发行的置换一般债券（一期）、2015 年江苏省政府定向承销发行的置换一般债券（二期）、2015 年江苏省政府定向承销发行的置换一般债券（三期）、2015 年江苏省政府定向承销发行的置换一般债券（四期）、2015 年江苏省政府定向承销发行的置换专项债券（一期）、2015 年江苏省政府定向承销发行的置换专项债券（二期）、2015 年江苏省政府定向承销发行的置换专项债券（三期）、2015 年江苏省政府定向承销发行的置换专项债券（四期）	15 江苏债 05、15 江苏债 06、15 江苏债 07、15 江苏债 08、15 江苏债 09、15 江苏债 10、15 江苏债 11、15 江苏债 12	2015/6/1

来源：中国地方政府债券信息公开平台，中泰证券研究所
注：名称中包含“置换”的债券，整只债券发行规模均用于置换。

用户6409891182 2024-10-22日下载，仅供本人学习使用，不可传播与转载

■ **再融资债券**

财政部在财库〔2018〕61 号[36]中，提出了发行地方债偿还 2018 年到期地方债规模上限的确定原则，而再融资债券名称的首次官方表述出现于 2018 年 5 月[37]，财政部明确**再融资债券用于偿还部分到期地方政府债券本金**。

在最初的发行过程中，再融资债的名称没有得到统一。第一只名称中不含“再融资”且募集资金部分用于再融资的债券在 2018 年 3 月发行，第一只名称中包含“再融资”且募集资金全部用于再融资的债券在 2019 年 8 月份发行。从 2020 年开始，这种情况得到了改善，再融资债的名称里统一明确有“再融资”三字。

图表 7：部分早期再融资债券名称示例

名称与用途分类	名称	债券简称	发行时间
名称中不含“再融资”且部分规模用于再融资	2018 年江西省政府一般债券（一期）、2018 年江西省政府一般债券（二期）、2018 年江西省政府一般债券（三期）、2018 年江西省政府一般债券（四期）	18 江西 01、18 江西 02、18 江西 03、18 江西 04	2018/3/16
名称中不含“再融资”且全部规模用于再融资	2018 年江苏省政府一般债券（一期）	18 江苏 01	2018/4/11
名称中包含“再融资”且部分规模用于再融资	-	-	-
名称中包含“再融资”且全部规模用于再融资	2019 年江西省政府一般债券（八期）再融资	19 江西债 27	2019/8/13

来源：中国地方政府债券信息公开平台，中泰证券研究所
注：名称中包含“再融资”的债券，整只债券发行规模均用于再融资。

再融资债限额披露情况较为有限。2019 年，北京[38]、上海[39]、重庆[40]和

[36] 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201805/t20180508_2887731.htm
[37] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/sjtj/201805/t20180516_2898680.htm
[38] 资料来源：http://czj.beijing.gov.cn/zwxx/czsj/czyjs/201912/t20191209_975692.html
[39] 资料来源：http://czj.sh.gov.cn/cmsres/62/62a1e706d2cb4052bfbb9c345f2810ed/2e2b47e459a79db35f62fb977b7ac6b9.pdf

四川[41]披露了再融资债发行规模上限，分别为 294.45 亿元、350.5 亿元、307 亿元和 773 亿元。2020 年，财政部明确全国范围内再融资债发行规模上限 18358.80 亿元[42]，但当年再融资债实际发行 18913.27 亿元，略超限额，可能和当年开始发行用于偿还“存量债务”的再融资债有关。2021 年，河南[43]等 5 省份披露了再融资债发行规模上限，其中除上海外其余省份实际发行均超出限额。2022-2023 年，同样仅有极个别省市披露再融资债限额。我们认为地方政府披露再融资债限额时，可能并未将偿还“存量债务”的再融资债纳入限额口径。

图表 8：2019-2023 年各省市及全国再融资债发行限额披露情况（亿元）

年份	区域	文件	具体内容	实际发行	上限-实际发行	特殊再融资债发行额
2019	北京市	北京市人民政府关于提请审议批准北京市 2019 年地方政府债务限额及市级预算调整方案议案的说明	按国务院要求，财政部核定本市 2019 年地方政府再融资债券发行规模上限 294.45 亿元，其中，一般债券 138.20 亿元，专项债券 156.25 亿元。	294	0	0
2019	上海市	关于提请审议《上海市 2019 年市级预算调整方案（草案）》的议案的说明	《财政部关于明确 2019 年地方政府再融资债券发行规模上限的通知》（财预〔2019〕9 号）核定本市 2019 年再融资债券发行额度 350.5 亿元，其中：一般债券 219.7 亿元、专项债券 130.8 亿元。	351	0	0
2019	重庆市	重庆市 2019 年市级预算调整方案（草案）的报告	调整再融资债券额度。财政部最终核定我市再融资债券额度为 307 亿元，比年初预算少 35 亿元（全部为专项债券）。据此，拟调减再融资债券发行规模 35 亿元，其中市本级 5 亿元、区县级 30 亿元。	307	0	0
2019	四川省	关于四川省 2019 年预算调整方案的报告	需要特别报告的是：为缓解到期地方政府债券偿还压力，财政部核定我省 2019 年地方政府再融资债券发行规模上限为 773 亿元。	768	5	0
2020	全国	2020 年 11 月地方政府债券发行情况	财政部明确 2020 年地方政府再融资债券发行规模上限 18358.80 亿元。其中，一般债券 13299.92 亿元，专项债券 5058.88 亿元。截至 11 月末，各地组织发行再融资债券 17657 亿元。其中，一般债券 12826 亿元，专项债券 4831 亿元。	18913	-554	949
2021	河南省	关于 2021 年省级预算调整方案（草案）的报告	财政部核定我省 2021 年再融资债券发行规模上限为 688.1 亿元，其中再融资一般债券发行规模上限为 553.4 亿元，再融资专项债券发行规模上限为 134.7 亿元	1059	-370	358
2021	四川省	关于四川省 2021 年预算调整方案的报告	财政部已确定我省 2021 年地方政府再融资债券发行规模上限为 1040 亿元。	1330	-290	339
2021	安徽省	关于安徽省 2021 年省级预算调整方案的说明	确定我省 2021 年再融资债券发行规模上限 789.4 亿元	1006	-217	221
2021	北京市	北京市人民政府关于提请审议批准北京市 2021 年新增地方政府债务限额及市级预算调整方案议案的说明	2021 年拟新发行政府再融资债券 374.45 亿元	2296	-1922	1921
2021	上海市	关于提请审议<上海市 2021 年市级预算调整方案（草案）>的议案的说明	财政部下达本市 2021 年再融资债券额度 344.1 亿元，其中：一般债券 201.1 亿元、专项债券 143 亿元。	344	0	0
2023	上海市	关于提请审议《上海市 2022 年政府债务管理情况和 2023 年政府债券额度分配及市级预算调整方案（草案）》的议案的说明	根据财政部下达本市的 2023 年再融资债券发行规模上限，结合本市政府债券到期情况和市区两级再融资债券实际需求，2023 年本市拟发行再融资债券 502.6 亿元，其中：一般债券 304.2 亿元、专项债券 198.4 亿元。	503	0	0

40 资料来源：http://czj.cq.gov.cn/zwgk_268/fdzdgknr/zfys/202005/t20200523_7472897.html
41 资料来源：http://czt.sc.gov.cn/scczt/uploadfiles/202003121706164947.pdf
42 资料来源：http://kjhx.mof.gov.cn/zwzx/202012/t20201203_3632458.htm
43 资料来源：http://czt.henan.gov.cn/2021/04-20/2129632.html

来源：财政部、北京市财政局、上海市财政局、重庆市财政局、四川省财政厅，中泰证券研究所

2020 年，部分地区开始发行以偿还存量债务为目的的再融资债，市场认为可能涉及存量隐性债务置换，将这部分债券称为特殊再融资债。

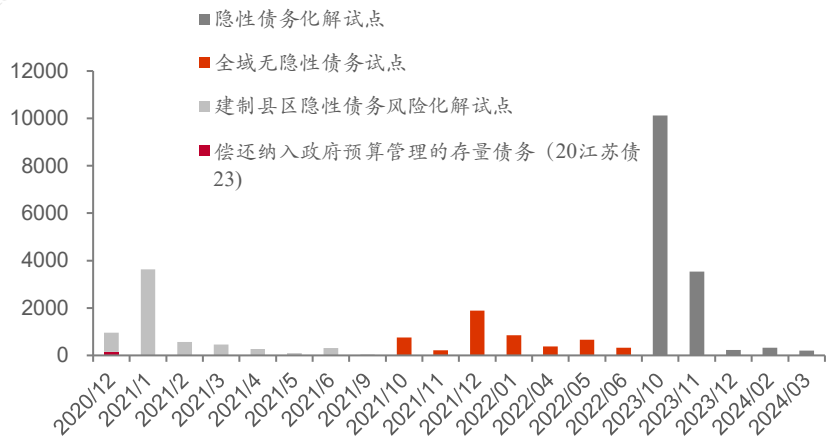
与“三年置换”不同，发行再融资债偿还隐性债务会增加政府债务余额。

发行特殊再融资债不用经过全国人大的审批。在地方债发债流程中，需要报由全国人大或其常委会批准的环节为地方债务总额的确认环节[44]，此后包括特殊再融资债在内的债务具体分配与地方政府举债将不再需要全国人大二次审批。

梳理债券发行的信息披露材料，按募集资金用途的不同表述，再融资债券有三种类型：①偿还到期地方政府债券；②偿还纳入政府预算管理的存量债务；③偿还地方政府存量债务。我们将②③类定义为特殊再融资债。其中第②类债券目前仅发行一只：20 江苏债 23（104968.IB），发行规模 150 亿元，纳入政府性基金预算管理，用于偿还纳入政府债务管理的存量债务本金。第③类债券用于偿还地方政府存量债务，则可能涉及建制县区隐性债务风险化解[45]、全域无隐性债务试点和隐性债务化解试点。

在 2021 年 6 月及之前特殊再融资债多用于建制县区隐性债务风险化解，而 2021 年 9 则开始在北京、上海和广东等地开展全域无隐性债务试点。2023 年 10 月，新一轮隐性债务化解工作逐步开展，2023 年 10 月至 12 月，地方政府共发行近 1.4 万亿特殊再融资债券用于偿还存量债务。

图表 9：特殊再融资债券发行规模（亿元）



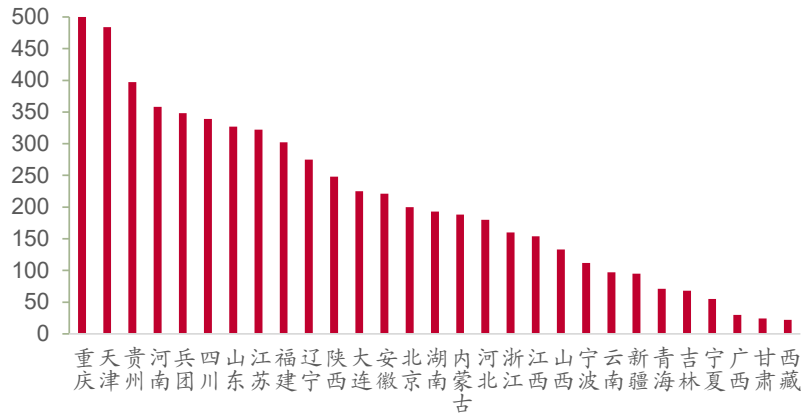
来源：WIND，中泰证券研究所
注：2024 年数据更新截至 2024 年 3 月 8 日。

特殊再融资债券最早发行于 2020 年 12 月。2020 年 12 月至 2021 年 9 月，市场共发行 90 只资金用途包含偿还“存量债务”的再融资债，其中，仅 2020 年 12 月初发行的“20 江苏债 23”表述中包含“纳入政府

[44] 资料来源：https://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm
[45] 资料来源：http://czt.henan.gov.cn/2022/01-13/2382413.html

债务管理”，剔除该债券后，其余 89 只债券合计规模为 6128 亿元。

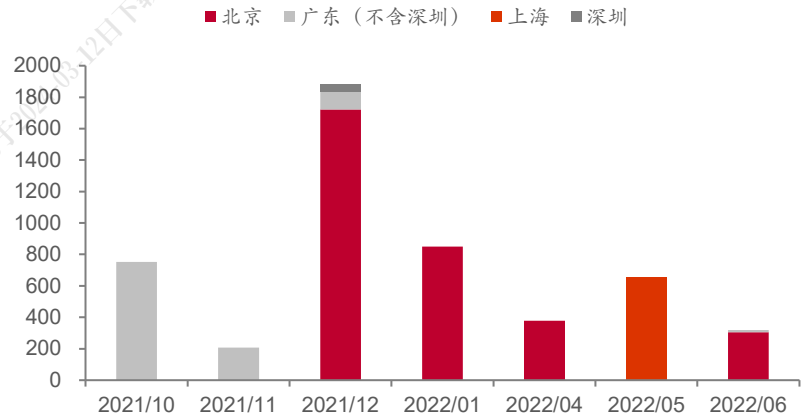
图表 10：6128 亿元特殊再融资债发行分布情况（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所
注：兵团发行规模单独列示，此外有计划单列市的省份发行规模中不包含计划单列市发行规模。

广东省、北京市、上海市发行再融资债券，助力全域隐债清零工作。2021 年 10 月至 2022 年 6 月期间，广东（不含深圳）、北京、上海和深圳分别发行了 1087、3252、655 和 48 亿元特殊再融资债，基本实现了四个地区的全域隐债清零工作。

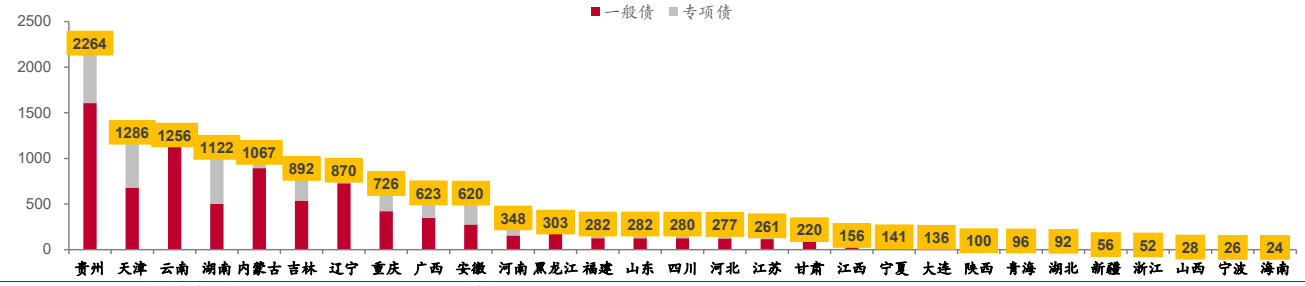
图表 11：全域无隐性债务试点时期北上广特殊再融资债发行情况（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

2023 年 10 月特殊再融资债券重启发行，截至 2023 年 12 月末，本批次全域无隐性债务试点覆盖 29 个省与计划单列市，共计发行 13886 亿元特殊再融资债；其覆盖区域范围与发行债务规模均超过前两轮特殊再融资债的发行情况。2024 年，贵州省和天津市已分别披露于 2 月和 3 月发行 325 亿元和 201 亿元特殊再融资债。

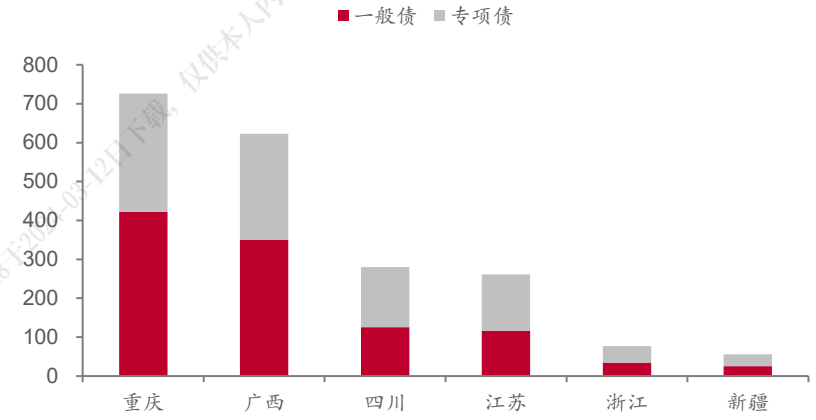
图表 12：2023 年各省、计划单列市特殊再融资债共发行额（亿元）



来源：中国地方政府债券信息公开平台，WIND，中泰证券研究所

2023 年，隐性债务化解已成为政府相关部门重点关注的问题。在《国务院关于 2022 年中央决算的报告》[46]中指出需要“建立健全防范化解地方政府隐性债务风险长效机制”、“督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量”。对地方政府而言，若债务余额低于限额，则可使用财政部下达的债券结存限额发型特殊再融资债券。重庆[47]等 6 地政府在 2023 年预算调整报告中披露了财政部下达地方政府的债务结存限额情况，用于发行再融资债券。

图表 13：2023 年末 6 省披露下达结存限额情况（亿元）



来源：各省财政厅预算调整报告，中泰证券研究所
注：含省内计划单列市的结存限额。

2.3 按发行方式分类

地方政府债券的发行方式可以分为**定向发行**和**公开发行**。**采用定向承销方式发行地方债，是指面向地方政府存量债务中特定债权人，**采取簿记建档方式发行地方债，用以置换本地区地方政府相应的存量债务[48]。定向发行主要用于置换政府存量债务中的银行贷款，以及向信托、证券、保险等其他机构融资形成的债务，首批定向承销发行的置换债发行于 2015 年 6 月初[49]。随着存量政府债务置换工作的基本完成，2018 年 8 月后少见定向发行。

[46] 资料来源：http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/202307/t20230704_3894361.htm
[47] 资料来源：https://czj.cq.gov.cn/zwgk_268/fdzdgknr/ysjs/zfys/202312/W020231211601412190993.pdf
[48] 资料来源：http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201505/t20150515_1232661.htm
[49] 资料来源：http://www.celma.org.cn/zqgkxq/index.jhtml?pcCode=1551005.IB&adCode=32

公开发行的地方政府债券鼓励采用续发行方式，以适当增大单期债券规模，同时避免单次兑付规模过大[50]。债券续发行时，其发行时间晚于首次发行时间，但债券编码、发行利率、发行期限、计息时间与首次发行时完全一致。

图表 14：地方政府债券主要发行方式汇总

发行方式	时间	发行制度变革
公开发行	2018/7/30	财政部制定《地方政府债券公开承销发行业务规程》，决定实行地方政府债券公开承销制度。公开承销，适用于公开发行规模较小的地方政府债券，包括一般债券、专项债券（含项目收益与融资自求平衡的专项债券）。
定向发行	2015/5/15	财政部等印发《关于 2015 年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》，明确 2015 年省、自治区、直辖市人民政府在财政部下达的置换债券限额内采用定向承销方式发行一定额度地方债，用于置换部分存量债务；定向承销方式发行的地方债中一般债券和专项债券期限均涵盖 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年，其中专项债券还发行 2 年期品种。
	2016/1/25	财政部关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知中指出，要积极采用定向承销方式发行置换债券；对于地方政府存量债务中的银行贷款、信托、证券、保险等其他机构融资形成的债务，经各方协商一致，采用定向承销方式发行置换债券予以置换。
	2017/2/20	财政部发布《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》，指出对于采用定向承销方式发行置换债券，由各地财政部门会同当地人民银行分支机构、银监局，在与存量债务债权人充分沟通协商的基础上，自主确定发行进度安排；此外，地方财政部门应当加大采用定向承销方式发行置换债券的力度。
续发行	2017/2/20	财政部发布《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》，指出鼓励发行规模较大、次数较多的地区，研究建立地方债续发行机制，合理设计地方债续发行期限品种、规模，每期债券可续发 1－2 次，以适当增大单期债券规模，同时避免出现单次兑付规模过大。
	2020/12/22	财政部决定自 2021 年 1 月 1 日起实施《地方政府债券发行管理办法》，指出专项债券期限与项目期限不匹配的，可在同一项目周期内以接续发行的方式进行融资；地方财政部门应当合理设置单只债券发行规模，公开发行的地方政府债券鼓励采用续发行方式。

来源：政府网站，中泰证券研究所

3、地方债的预算和绩效管理

■ **地方债的预算管理**

根据 154 号文[51]和 155 号文[52]的规定，**一般债务和专项债务分别纳入一般公共预算和政府性基金预算管理**，因此我们可以通过预算收支报表对预算管理进行分析。具体而言，省、自治区、直辖市、计划单列市政府为一般或专项债券的发行主体，发行工作由省级财政部门负责，市县级政府发行债券需由省级政府统一发行并转贷。下面我们以 A 省和 B 市为例，分别说明省级、市县级一般和专项债务预算是如何纳入预算科目的。

对于一般债务，一般债务收入在一般公共预算收入合计线下反映，省级列入“地方政府一般债务收入”下对应的预算科目，市县级列入“地方政府一般债务转贷收入”下对应的预算科目。

一般债务还本支出在一般公共预算支出合计线下反映，省级和市县级均列入“地方政府一般债务还本支出”下对应的预算科目。一般债务利息、发行费用支出应当在一般公共预算支出合计线上反映，省级和市县级一般债务利息支出均列入“债务付息支出”下对应的预算科目，发行费用

50 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2017-02/22/content_5169938.htm
51 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2016-12/02/content_5142008.htm#1
52 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2016-12/02/content_5142007.htm#1

支出均列入“债务发行费用支出”下对应的预算科目。

图表 15：2023 年省市一般公共预算收支执行情况表

收入项目[53]	支出项目
税收收入	债务付息支出
非税收入	债务发行费用支出
-	其他各项支出
一般公共预算收入	一般公共预算支出
地方政府债务收入（地方政府一般债务转贷收入）	地方政府一般债务还本支出
上级补助收入	上解支出
上年结余收入	调出资金
调入资金	安排预算稳定调节基金
国债转贷资金上年结余	国债转贷资金结余
动用预算稳定调节基金	其他各项支出
其他各项收入	-
全省（市）收入总计	全省（市）支出总计

来源：A 市人民政府网站、B 市人民政府网站，中泰证券研究所

对于专项债务，专项债务收入在政府性基金预算收入合计线下反映，省级列入“地方政府专项债务收入”下对应的政府性基金债务收入科目、市县级列入“专项债务转贷收入” 下对应的政府性基金债务转贷收入科目。

专项债务还本支出应当在政府性基金预算支出合计线下反映，省级和市县级均列入“地方政府专项债务还本支出”下对应的政府性基金债务还本支出科目。专项债务利息、发行费用支出应当在政府性基金预算支出合计线上反映，省级和市县级专项债务利息支出均列入“债务付息支出”下对应的政府性基金债务付息支出科目，发行费用支出均列入“债务发行费用支出”下对应的政府性基金发行费用支出科目。

图表 16：2023 年省市政府性基金预算收支执行情况表

收入项目	支出项目
国有土地使用权出让收入	债务付息支出
其他各项政府性基金收入	债务发行费用支出
-	其他各项支出
政府性基金预算收入合计	政府性基金预算支出合计
上级补助收入	调出资金
上年结转收入	地方政府专项债务还本支出
地方政府专项债务收入（专项债务转贷收入）	其他支出
调入资金	-
全省（市）收入总计	全省（市）支出总计

来源：A 市人民政府网站、B 市人民政府网站，中泰证券研究所

■ **从预算管理到绩效管理**

2011 年起，预算绩效管理工作开始推进。2011 年 4 月，财政部召开首

[53] 收支项目科目较多，囿于篇幅我们仅列示部分与债务收支相关科目，其余科目汇总作为其他项处理，下同

次全国预算绩效管理工作会议[54]，提出全面推进预算绩效管理的工作目标。2014 年，43 号文[55]、351 号文[56]相继出台，将地方政府债务纳入全口径预算管理。2016 年，财政部先后颁布了 154 号文[57]和 155 号文[58]，对地方政府债务预算管理提出具体要求。2017 年 3 月，财政部 35 号文[59]指出地方政府新增限额分配采取正向激励原则，债务管理绩效影响下一期新增限额分配，因此规范地方绩效管理至关重要。2017 年至 2018 年，财政部及相关部门出台有关土地储备[60]、收费公路[61]、棚户区改造[62]专项债券的指导政策，进一步明确细分对于专项债的管理要求。

2017 年 10 月开始，预算绩效管理进入全面落实阶段。2017 年 10 月，党的第十九大报告[63]提出“全面实施绩效管理”的改革目标。2018 年，财政部发布 34 号文[64]落实全面管理要求，建立健全“举债必问效、无效必问责”的政府债务资金绩效管理机制，推进实施地方政府债务项目滚动管理和绩效管理，地方政府专项债券项目资金绩效管理得以加强，绩效管理效果直接影响债务额度分配。9 月，中共中央、国务院发布意见[65]，指明预算和绩效管理一体化，为解决目前预算绩效管理存在的问题、完善预算绩效管理体系提供理论指导。

2021 年以来，预算绩效管理工作进一步规范化。在 2014 年出台的 45 号文[66]的基础上，国务院于 2021 年 3 月颁布了《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》[67]，从多个角度明确提出预算管理的指导意见，涉及到财政收支、预算编制、绩效管理、风险防控、财政透明度等多个方面。2021 年 6 月，结合对此前一系列绩效管理政策的落实和完善，财政部印发了《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》[68]，对事前、事中、事后管理提出全方位要求。整体而言，《办法》出台补齐了预算绩效管理的制度“短板”，符合“举债必问效、无效必问责”的地方政府债务风险监管导向，有助于提高专项债项目资金质量绩效，从根本上降低专项债务风险。2023 年，预算绩效管理进一步全面化，将遏制隐性债务增长、针对资金投向评估绩效等新重点纳入绩效考核范畴，助力“一揽子化债”方案落地，使地方政府的预算绩效管理覆盖面更广泛。

[54] 资料来源：http://www.gov.cn/gzdt/2011-04/25/content_1851795.htm
[55] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm
[56] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2015/content_2821641.htm
[57] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2016-12/02/content_5142008.htm#1
[58] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2016-12/02/content_5142007.htm#1
[59] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/201704/t20170401_2574290.htm
[60] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2017-06/01/content_5198939.htm#1
[61] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2017-07/13/content_5210140.htm
[62] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2018/content_5317115.htm
[63] 资料来源：http://www.gov.cn/zhuanti/2017-10/27/content_5234876.htm
[64] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2018-03/27/content_5277661.htm
[65] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/2018-09/25/content_5325315.htm
[66] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/08/content_9125.htm
[67] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-04/13/content_5599346.htm
[68] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/202106/t20210628_3725972.htm

图表 17：2014 年以来地方政府债券预算与绩效管理相关文件梳理

政策文件	发布时间	主要内容
《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号）	2014/9/21	把地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理。地方政府要将一般债务收支纳入一般公共预算管理，将专项债务收支纳入政府性基金预算管理，将政府与社会资本合作项目中的财政补贴等支出按性质纳入相应政府预算管理。抓紧将存量债务纳入预算管理。对地方政府及其部门举借的债务，相应纳入一般债务和专项债务。对企事业单位举借的债务，凡属于政府应当偿还的债务，相应纳入一般债务和专项债务。
《国务院关于深化预算管理制度改革的决定》（国发〔2014〕45 号）	2014/9/26	完善政府预算体系，积极推进预算公开。改进预算管理和控制，建立跨年度预算平衡机制。加强财政收入管理，清理规范税收优惠政策。优化财政支出结构，加强结转结余资金管理。加强预算执行管理，提高财政支出绩效。规范地方政府债务管理，防范化解财政风险。
《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号）	2014/10/23	存量债务是指截至 2014 年 12 月 31 日尚未清偿完毕的债务。清理存量债务，甄别政府债务，为将政府债务分门别类纳入全口径预算管理奠定基础。按照先清理、后甄别的顺序开展，清理工作由债务单位具体负责，主管部门和财政部门审核把关。对核对无误的债务数据，债务单位要根据审计口径确定的地方政府负有偿还责任的债务、地方政府负有担保责任的债务及地方政府可能承担一定救助责任的债务分类填报，经主管部门审核汇总报送财政部门。甄别工作由财政部门牵头负责。
《地方政府一般债务预算管理办法》（财预〔2016〕154 号）	2016/11/9	一般债务收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入一般公共预算管理。一般债务本金通过一般公共预算收入、发行一般债券等偿还；一般债务利息通过一般公共预算收入等偿还，不得通过发行一般债券偿还。非债券形式一般债务应当置换成一般债券。财政部提出分地区一般债务限额及当年新增一般债务限额方案，报国务院批准后下达省级财政部门.省级财政部门发行一般债券募集的资金，应当缴入省级国库，并根据预算安排和还本计划拨付资金。
《地方政府专项债务预算管理办法》（财预〔2016〕155 号）	2016/11/9	专项债务收入、安排的支出、还本付息、发行费用纳入政府性基金预算管理。专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还；专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还。非债券形式专项债务应当在国务院规定的期限内置换成专项债券。
《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》（财预〔2017〕35 号）	2017/3/23	新增限额分配应当体现正向激励原则，财政实力强、举债空间大、债务风险低、债务管理绩效好的地区多安排，财政实力弱、举债空间小、债务风险高、债务管理绩效差的地区少安排或不安排。
《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预〔2018〕34 号)	2018/2/24	建立健全"举债必问效、无效必问责"的政府债务资金绩效管理机制，推进实施地方政府债务项目滚动管理和绩效管理，加强债务资金使用和对应项目实施情况监控，引导各地按照轻重缓急顺序合理安排使用债务资金，地方政府债务资金只能用于公益性资本支出，不得用于经常性开支，要优先保障在建工程项目建设，提高债务资金使用绩效。
《中共中央 国务院关于全面实施预算绩效管理的意见》	2018/9/1	创新预算管理方式，力争用 3—5 年时间基本建成全方位、全过程、全覆盖的预算绩效管理体系，实现预算和绩效管理一体化，提高预算管理水平和政策实施效果；积极开展涉及一般公共预算等财政资金的政府投资基金、政府和社会资本合作（PPP）、政府债务项目等绩效管理。
《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发〔2021〕5 号)	2021/3/7	加大预算收入统筹力度，增强财政保障能力。规范预算支出管理，推进财政支出标准化。严格预算编制管理，增强财政预算完整性。强化预算执行和绩效管理，增强预算约束力。加强风险防控，增强财政可持续性。增强财政透明度，提高预算管理信息化水平。
《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》（财预〔2021〕61 号）	2021/6/10	申请专项债券资金前，项目单位或项目主管部门要开展事前绩效评估；项目单位在申请专项债券项目资金需求时，要同步设定绩效目标；绩效运行监控是指在专项债券资金使用过程中，对专项债券资金预算执行进度和绩效目标实现情况进行"双监控"；地方财政部门负责组织本地区专项债券项目资金绩效评价工作，根据绩效评价结果及时整改问题。
《关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告》	2023/3/15	强化跨部门协作监管，压实各方责任，从资金需求端和供给端同时加强监管，阻断新增隐性债务路径，坚决遏制隐性债务增量。督促省级政府加强风险分析研判，定期监审评估，加大对市县工作力度，立足自身努力，逐步降低债务风险水平，稳妥化解隐性债务存量。报告还提出，保持高压监管态势，对新增隐性债务等问题及时查处、追责问责。加强地方政府融资平台公司综合治理，逐步剥离政府融资功能，推动分类转型发展。加强专项债券投后管理，严禁"以拨代支"、"一拨了之"等行为，健全项目管理机制，按时足额还本付息，确保法定债券不出任何风险。
《加强地方政府专项债券管理 更好发挥带动有效投资的积极作用》	2023/7/10	对于项目实际收益无法覆盖本息问题，杜绝项目单位在申报专项债券时，对项目未来收益缺乏科学论证和深入研究，禁止将部分与项目运营无密切关联的收益纳入测算评估范围，甚至将财政补助纳入收益纳入偿债资金来源，夸大项目收益水平。对于项目债券资金支出进度缓慢的问题，禁止在债券发行后才开展办理环评和用地手续、项目勘察设计等前期工作

来源：中共中央、国务院、财政部，中泰证券研究所

二、地方债的借用管还

在本节，我们主要关注地方债的借用管还，分析地方债限额分配、调配

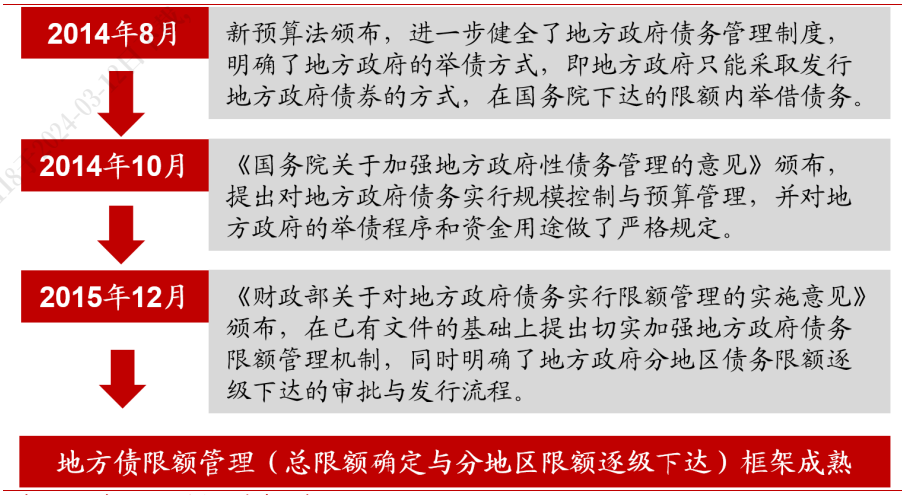
机制、限额空间、发行流程，并对地方债的使用范围和偿还方式进行梳理。

1、地方债的发行与审批流程

在地方债发行程序中，我国实行限额管理制度，新增地方债限额须经全国人大批准、财政部下达至地方才可以发行地方政府债券。因此，本节先介绍我国地方债限额管理的政策框架，而后重点分析地方债的发行与审批流程。

2014 年 8 月，**新预算法**[69]颁布，规定地方政府举债只能发行政府债券，不得以其他方式举借债务；2014 年 10 月，**《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》**[70]出台，明确指出对地方政府债务实行规模控制和预算管理，其中地方债全国新增总限额由国务院确定并报全国人大批准，分地区限额则由财政部根据各地区债务风险、财力状况等因素测算并报国务院批准；2015 年 12 月，**《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》**[71]出台，该意见再次细化了对地方债限额的管理办法，同时明确了地方政府分地区债务限额逐级下达的审批与发行流程。**至此，三个政策文件共同为地方债的限额管理提供指导，地方债限额管理的政策框架基本形成。**

图表 18：地方债实行限额管理相关政策梳理



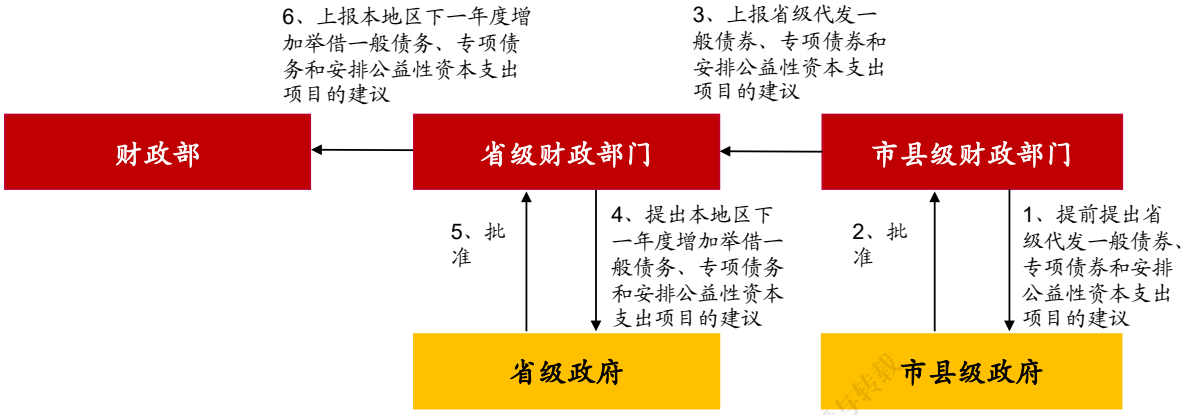
来源：国务院、财政部，中泰证券研究所

在我国地方债限额分配的流程中，采用的是“方案逐层上报与限额逐级下发”相结合的模式。严格来说，地方债[72]的发行流程从市县级财政部门经政府批准后提前上报下一年度一般债务、专项债务和安排公益性资本支出项目的建议开始。**省级财政部门在收到市县级财政部门上报的建**

[69] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/2014-09/01/content_2743208.htm
[70] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm
[71] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm
[72] 这里不包括由全国人大常委会审批的地方债提前批额度，提前批额度会在后文中介绍。

议之后，汇总提出省级下一年度增加举借一般债务[73]、专项债务[74]和安排公益性资本支出项目的建议，经省政府批准后，于本年度的 10 月底前向财政部上报。以上可视作下一年度国务院向全国人大正式上报地方债总限额前的准备阶段。

图表 19：地方债发行与审批流程前期阶段



来源：国务院、财政部，中泰证券研究所

在地方债的正式发行流程中，第一步是国务院上报地方债新增总限额并经全国人大审议批准[75]。在全国人大批准地方债新增总限额之后，财政部向国务院上报债务限额分配方案[76]，其中各地区债务限额采用因素法测算，由限额分配公式计算得出，国务院批准后再下达省级财政部门[77]。

省级财政部门依照财政部下达的限额，编制预算调整方案，经省政府报本级人大常委会审批；同时依据债务风险、政府财力等因素，并结合各市县财政部门上报的关于举借一般债务、专项债务与安排公益性资本支出项目的建议，提出省本级及下属市县债务限额分配方案，经省政府批准后下达给各市县级财政部门[78]。

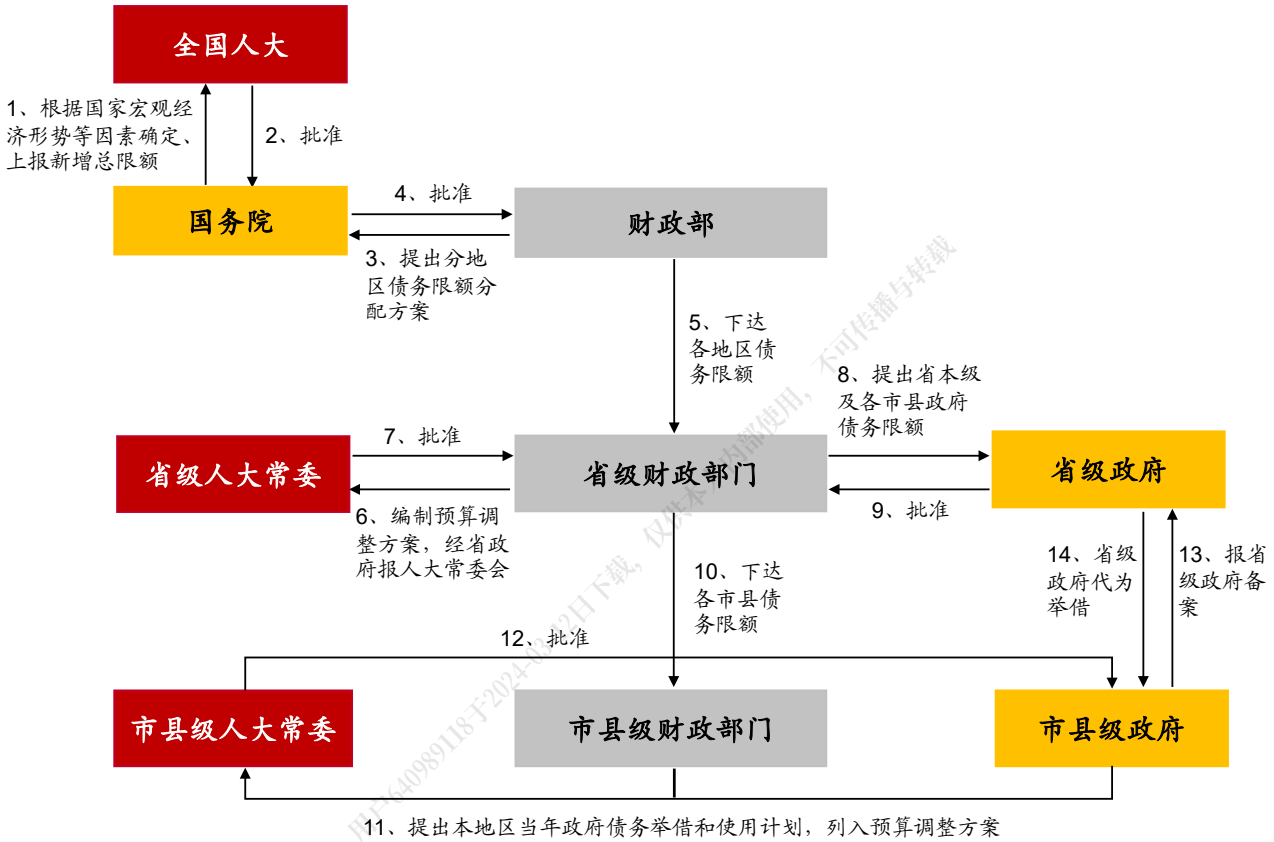
收到省级财政部门下达限额后，各市县级政府若需举借债务，则在省财政部门批准的限额内列明债务举借方案与资金使用计划，并编制预算调整方案，经本级人大常委会批准后上报省级政府备案并由省级政府代为举借[79]。

此外，财政部多次强调地方债的发行进度问题，要求各地方政府在逆周期加快地方债发行进度，提高资金使用效益，但地方债发行审批流程较为严格，**因此我们必须关注影响地方债发行的时间因素。**

[73] 资料来源：http://kjhx.mof.gov.cn/zcfgx/201902/t20190227_3179450.htm
[74] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2017/content_5208219.htm
[75] 资料来源：http://yn.mof.gov.cn/lanmudaohang/zhengcefagui/201511/t20151111_1555727.htm
[76] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/201612/t20161201_2471205.htm
[77] 资料来源：http://kjhx.mof.gov.cn/zcfgx/201902/t20190227_3179450.htm
[78] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm
[79] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm

概括来看，地方债发行时间主要取决于地方财政编制预算调整草案的效率以及省人大（常委会）召开的时间，若地方财政部门能在最近一次省级人大（常委会）召开前高效地完成各县市举债需求摸排工作与预算调整草案编制工作，则可以缓解地方债审批流程带来的时滞问题。**此外，一些省份（例如广西壮族自治区[80]）人大常委会授权省财政部门在财政部下达的提前批额度内提前组织发行地方债，也是考虑到了地方债审批流程中的时滞问题。**

图表 20：地方债发行与审批流程



来源：国务院、财政部，中泰证券研究所

以上是我国地方债的发行与审批流程。需要注意的是：**1）流程图中并没有包括我国地方债中的提前批额度。2）流程图中并没有包含限额调整部分。**与限额下达不同，地方债限额的扩大或者削减由人大常委会审批。但除此之外，限额调整同样需要经过逐级下达的机制，其审批流程与限额下达基本相同。

2、地方债限额的分配

地方债新增总限额的确定与分地区限额的分配，是地方债发行流程中极其重要的两步。其中，地方债新增总限额，由国务院确定并上报。财政

[80] 资料来源：http://www.gxzf.gov.cn/zt/sz/jj2020gxlh/yw/20200109-789173.shtml

部在《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》[81]指出：当经济下行压力大，国家需要实施积极财政政策时，则适当扩大当年新增总限额；当经济形势好转，国家需要实施稳健的财政政策或适度从紧财政政策时，则适当削减当年新增债务限额或者在上年债务限额的基础上合理调配。

因此，新增总限额是国务院在对宏观经济形势综合研判的基础上确定的，既要发挥地方债增加有效投资，刺激经济的作用，同时还要坚持谨慎性原则。此外，我们需留意国债和地方政府债的相互作用，国债与地方政府债均是政府债供给的重要组成部分，财政部也多次强调政府债均衡发展的概念。因此，不排除在财政部指导下，国债和地方政府债的发行存在此消彼长的关系。

在地方债分地区限额分配方面，2017 年 3 月，财政部制定了《新增地方政府债务限额分配管理暂行办法》[82]，以此规范各地的新增地方政府债务限额管理。管理办法指出：在分配原则上，新增限额分配应遵循立足财力水平、防范债务风险、保障融资需求、注重资金效益、公平公开透明的原则；在分配方法上，新增限额分配应选取影响政府债务规模的客观因素，根据各地区债务风险、财力状况等，并统筹考虑中央确定的重大项目支出、地方融资需求等情况，采用因素法测算，**其中，新增地方政府一般债务限额、新增地方政府专项债务限额分别按照一般公共预算、政府性基金预算管理方式不同，单独测算。**

管理办法还给出了各地区新增限额具体的计算公式，即某地区新增限额=[该地区财力×系数 1+该地区重大项目支出×系数 2]×该地区债务风险系数×波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整。公式中各因子评估方法如下。

图表 21：限额分配公式各因子评估方法表

因子	评估方法
某地区政府财力	一般公共预算财力或政府性基金预算财力（分别对应一般债务限额和专项债务限额）
系数 1	系数 1=（某年新增限额-某年新增限额中用于支持重大项目支出额度）/（Σi 各地政府财力）
重大项目支出	主要指“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略以及打赢脱贫攻坚战、推进农业供给侧结构性改革、棚户区改造等重点方向的融资需求测算
系数 2	系数 2=（某年新增债务限额中用于支持重大项目支出额度）÷（Σi 各地重大项目支出额度）
债务风险系数	债务风险系数反映地方政府举债空间和偿债风险，根据各地区上年度政府债务限额与标准限额等比较测算
波动系数	以全国人大批准的新增限额平均增长率为基准确定波动系数区间，即各地区新增限额增长率最高不超过波动系数区间上限，最低不低于波动系数区间下限
债务管理绩效因素调整	财政部应当根据地方政府债务收支预算编制、项目管理、执行进度、存量债务化解等因素，加快开展地方政府债务管理绩效评估，根据管理绩效情况对该地区予以适当调整
地方申请因素调整	根据地方的申请因素进行调整

来源：财政部，中泰证券研究所
注：在债务风险系数测算中，某地区地方政府债务标准限额=该地区可以用于偿债的财力状况×全国地方政府债务平均年限；全国地方政府债务平均年限=（地方政府债券余额×地方政府债券平均年限+非政府债券形式债务余额×非政府债券形式债务平均年限）÷地方政府债务余额。

为了使新增限额的分配公式更易于理解，我们对限额分配公式进行了简单的代数变换，最终从公式中提取出了“地区财力”“重大项目支出”两

[81] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm
[82] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhengceguizhang/201704/t20170401_2574290.htm

个分配权重。

图表 22：新增限额分配公式的代数变换过程

某地区新增限额 = [该地区财力 × 系数1+该地区重大项目支出 × 系数2]

注：系数1=（某年新增限额-某年新增限额中用于支持重大项目支出额度）/（∑i各地政府财力）；

系数2=（某年新增债务限额中用于支持重大项目支出额度）÷（∑i各地重大项目支出额度）

× 该地区债务风险系数 × 波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整

代入系数1、系数2

$$某地区新增限额 = \frac{该地区财力 \times （新增限额-新增限额中用于支持重大项目支出额度）}{\sum i各地政府财力} + \frac{该地区重大项目支出 \times （用于支持重大项目支出额度）}{\sum i各地重大项目支出额度}$$

× 该地区债务风险系数 × 波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整

分离“政府财力”“重大项目支出”分配权重

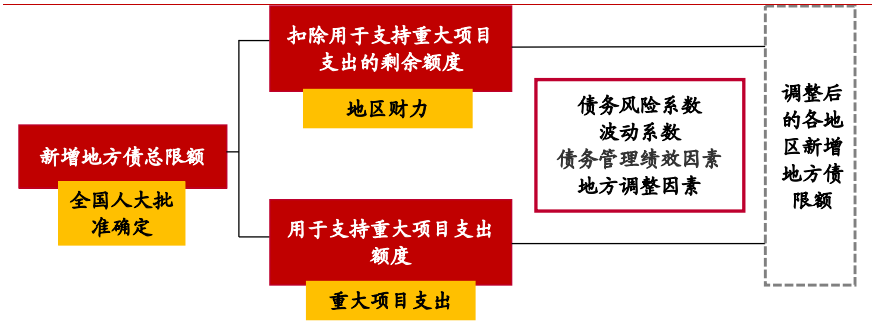
$$某地区新增限额 = （新增限额-用于支持重大项目支出额度） \times \frac{该地区财力}{\sum i各地政府财力} + （用于支持重大项目支出额度） \times \frac{该地重大项目支出}{\sum i各地重大项目支出}$$

× 该地区债务风险系数 × 波动系数+债务管理绩效因素调整+地方申请因素调整

来源：财政部，中泰证券研究所

经过代数变换的限额分配公式中含有“地区财力”“重大项目支出”两个分配权重。首先，公式将新增地方债限额分成两部分：用于支持重大项目支出额度与扣除用于支持重大项目支出的剩余额度。其次，用于支持重大项目支出额度以各地区上一年重大项目支出额度为权重进行分配，扣除用于支持重大项目支出的剩余额度以各地区上一年的地区财力为权重进行分配。最后再根据各地的债券风险系数、波动系数、债务管理绩效因素等各要素进行一定的调整，结合各地实际情况，严格管控地方政府债务风险。

图表 23：新增地方债限额分配流程图



来源：财政部，中泰证券研究所

我们可以得出以下结论：**（1）新增地方债限额分配主要参照地方财力与融资需求。**地方财力，重大项目支出基本决定了新增地方债限额分配的基础额度，债务风险、波动率、债务绩效管理因素等可视为调节因子。**（2）新增地方债限额的分配充分体现了正向激励的原则**，地方财力雄厚、融资需求旺盛、资金使用效益高（重大项目支出多）的地区得以分

配到更多的新增地方债限额，设立债务风险系数等调节因子的目的主要是在正向分配的过程中管控债务风险。

此外，**新增地方政府债务限额的分配必要时还需要配合国家重大战略的实施与推进**。例如国务院在 2022 年 1 月 26 日发布的《国务院关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》[83]中指出：在确保债务风险可控的前提下，对贵州适度分配新增地方政府债务限额，支持符合条件的政府投资项目建设。

本文分别对 2022 年新增一般债限额、2022 年新增专项债限额进行了两组回归。在第一组回归中，我们将 2022 年新增一般债限额作为因变量，一般债务率和公共预算财力作为自变量；在第二组回归中，我们将 2022 年新增专项债限额作为因变量，专项债务率和政府性基金财力作为自变量。**回归结果显示，公共预算财力和政府性基金财力均在 0.05 的水平上显著，一般债务率和专项债务率均不显著。**

图表 24：2022 年一般债务新增限额回归系数

系数 a					
未标准化系数			标准化系数	t	显著性
	B	标准误	Beta		
(常量)	137.737	63.196		2.180	0.038
一般债务率	81.914	129.075	0.149	0.635	0.531
公共预算财力	0.016	0.006	0.534	2.595	0.015

来源：WIND，中泰证券研究所

图表 25：2022 年专项债务新增限额回归系数

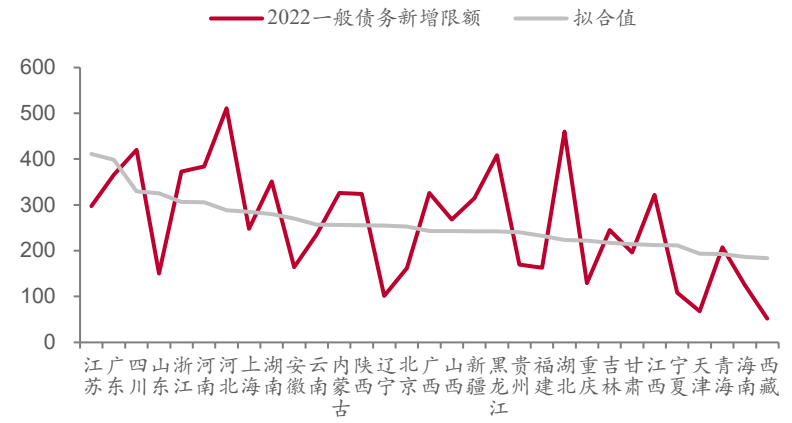
系数 a					
未标准化系数			标准化系数	t	显著性
	B	标准误	Beta		
(常量)	567.913	368.717		1.540	0.135
专项债务率	46.271	182.765	0.057	0.253	0.802
政府性基金财力	0.216	0.061	0.736	3.515	0.002

来源：WIND，中泰证券研究所

此外，我们依据回归结果分别对新增一般债限额、新增专项债限额进行了拟合。拟合结果显示，政府性基金财力和专项债务率对新增专项债额度的确定具有更强的解释力度。

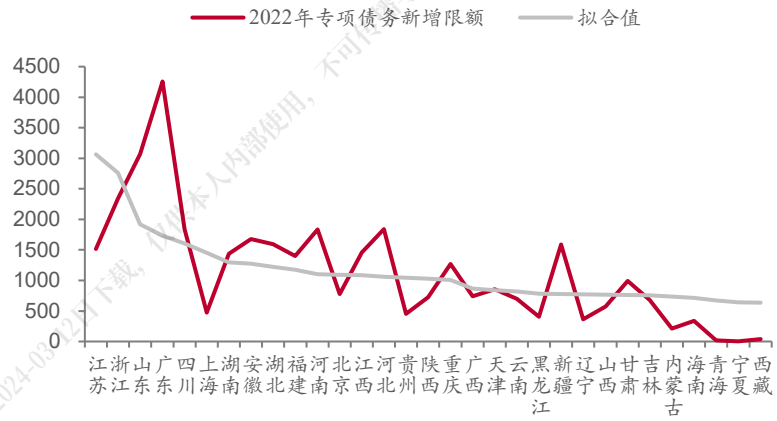
[83] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/content/2022-01/26/content_5670527.htm

图表 26：2022 年一般债务新增限额拟合情况（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 27：2022 年专项债务新增限额拟合情况（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

用户64098918于2024-03-22下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

3、地方债限额的调配

在财政部分配下达各地区的地方债限额之后，还会发生债务限额的调配。根据对各地区历史债务限额情况的整理与分析，并结合有关文件，我们总结出债务限额的调配共有三种类型：**①一般债限额与专项债限额之间的调配；②债务限额跨地区的调配；③债务限额跨年度的调配。**值得注意的是，截至目前新增限额与特殊再融资债限额之间未发现有直接相互调配的情况。

■ **一般债限额与专项债限额之间的调配**

2016 年首次出现了一般债限额与专项债限额之间的调配，当年共有 12 个省市出现了此类调配。每年全国与各省市除披露当年下达的新增限额之外，还会披露当年末的累计限额，并分类披露一般债与专项债的新增限额和限额。

在总限额的层面上，2015-2022 年，通过全国当年末限额减去上年末限

额得到的限额增量，与当年的全国新增限额一直保持一致，即**当年末限额-上年末限额=限额增量**。

但在分类限额的层面上，2016 年首次出现了全国一般债限额增量与一般债新增限额不相等、专项债限额增量与专项债新增限额也不相等的特殊情况。通过计算分地区的限额增量，我们发现 2016 年共有 12 个省市出现了分类限额增量与分类新增限额的差异，但是这些省市的总限额增量与总新增限额仍保持一致。据此我们推测，12 个省市可能在财政部下达债务限额后进行了地区内专项债限额与一般债限额的调配。

图表 28：2015-2022 年新增限额与限额增量的差异情况（亿元）

区域	指标名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	区域	指标名称	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
全国	新增限额	6000	11800	16300	21800	30800	47300	44700	43700	全国	限额增量	6000	11800	16300	21800	30800	47300	44700	43700
	新增一般债务限额	5000	7800	8300	8300	9300	9800	8200	7200		一般债务限额增量	5000	7887	8319	8311	9300	9800	8200	7200
	新增专项债务限额	1000	4000	8000	13500	21500	37500	36500	36500		专项债务限额增量	1000	3914	7980	13489	21500	37500	36500	36500
安徽	新增限额	285	470	728	1007	1361	1701	1827	1823	安徽	限额增量	285	470	728	1007	1284	1778	1827	1823
	新增一般债务限额	233	255	211	148	175	205	164	144		一般债务限额增量	233	255	211	148	158	245	164	144
	新增专项债务限额	52	215	517	859	1186	1496	1663	1679		专项债务限额增量	52	215	517	858	1126	1533	1663	1679
北京	新增限额	172	522	525	566	1107	1354	1011	938	北京	限额增量	172	522	525	566	817	1147	1011	925
	新增一般债务限额	142	492	297	296	132	222	162	149		一般债务限额增量	142	492	297	296	132	275	162	145
	新增专项债务限额	30	30	228	270	975	1132	849	789		专项债务限额增量	30	30	228	270	685	872	849	780
福建	新增限额	173	346	488	636	857	1301	1330	1320	福建	限额增量	173	346	488	636	856	1512	1330	1244
	新增一般债务限额	147	320	462	153	181	204	163	145		一般债务限额增量	147	320	462	153	180	333	163	145
	新增专项债务限额	26	26	26	483	676	1097	1167	1175		专项债务限额增量	26	26	26	483	676	1179	1167	1099
甘肃	新增限额	159	250	340	446	625	968	870	1168	甘肃	限额增量	159	250	340	446	661	945	870	1169
	新增一般债务限额	134	225	182	242	257	228	196	175		一般债务限额增量	134	225	182	242	261	226	196	175
	新增专项债务限额	25	25	158	204	368	740	674	993		专项债务限额增量	25	25	158	204	401	719	674	994
广东	新增限额	333	638	951	1310	1855	3134	3610	4013	广东	限额增量	333	638	951	1310	1791	2827	3692	4013
	新增一般债务限额	275	329	280	311	343	403	366	345		一般债务限额增量	275	334	280	311	305	191	445	345
	新增专项债务限额	58	309	671	999	1512	2731	3244	3668		专项债务限额增量	58	303	671	999	1487	2636	3247	3668
广西	新增限额	178	341	507	663	896	1332	1111	-	广西	限额增量	178	341	507	663	890	1080	1111	-
	新增一般债务限额	146	309	475	349	370	379	326	-		一般债务限额增量	146	309	475	349	368	240	326	-
	新增专项债务限额	32	32	32	314	526	953	785	-		专项债务限额增量	32	32	32	314	522	840	785	-
贵州	新增限额	56	64	77	85	449	1193	707	587	贵州	限额增量	56	64	77	85	831	1465	707	597
	新增一般债务限额	49	57	69	73	442	214	170	146		一般债务限额增量	49	57	86	73	609	369	170	146
	新增专项债务限额	7	7	8	12	7	979	537	441		专项债务限额增量	7	7	-10	12	223	1096	537	451
海南	新增限额	98	149	194	257	346	420	446	-	海南	限额增量	98	149	194	257	335	385	446	-
	新增一般债务限额	81	92	74	115	136	155	125	-		一般债务限额增量	81	92	74	115	129	138	125	-
	新增专项债务限额	17	57	120	142	210	265	321	-		专项债务限额增量	17	57	120	142	207	247	321	-
河北	新增限额	235	538	776	1319	1717	2268	2361	2372	河北	限额增量	235	538	776	1319	1687	2234	2400	2317
	新增一般债务限额	193	235	203	524	546	577	511	478		一般债务限额增量	193	235	203	524	528	468	524	478
	新增专项债务限额	42	303	573	795	1171	1691	1850	1894		专项债务限额增量	42	303	573	795	1159	1766	1876	1839
河南	新增限额	0	545	766	1019	1452	2333	2408	2523	河南	限额增量	0	545	766	1019	1444	2122	2408	2175
	新增一般债务限额	0	282	228	404	428	450	384	343		一般债务限额增量	0	296	228	404	421	241	384	343
	新增专项债务限额	0	263	538	615	1024	1883	2024	2180		专项债务限额增量	0	250	538	615	1023	1881	2024	1832
黑龙江	新增限额	363	257	380	491	680	1061	774	737	黑龙江	限额增量	363	257	380	491	647	960	774	737
	新增一般债务限额	328	222	345	287	429	479	408	329		一般债务限额增量	328	224	345	287	399	395	408	329
	新增专项债务限额	35	35	35	204	251	582	366	408		专项债务限额增量	35	33	35	204	247	565	366	408
湖北	新增限额	0	556	743	1015	1415	2176	2038	2001	湖北	限额增量	0	556	743	1015	1404	2084	2038	1987
	新增一般债务限额	0	256	210	373	440	609	460	395		一般债务限额增量	0	256	210	373	433	542	460	395
	新增专项债务限额	0	300	533	642	975	1567	1578	1606		专项债务限额增量	0	300	533	642	972	1542	1578	1592
湖南	新增限额	0	461	646	840	1136	1749	1678	1781	湖南	限额增量	0	461	646	840	1502	1932	1678	1753
	新增一般债务限额	0	433	618	433	459	415	351	318		一般债务限额增量	0	437	618	433	618	518	351	318
	新增专项债务限额	0	28	28	407	677	1334	1327	1463		专项债务限额增量	0	25	28	407	883	1414	1327	1435
吉林	新增限额	0	291	376	485	652	1023	886	861	吉林	限额增量	0	291	376	485	640	971	886	881
	新增一般债务限额	0	261	346	257	272	298	245	203		一般债务限额增量	0	269	346	257	262	263	245	203
	新增专项债务限额	0	30	30	228	380	725	641	658		专项债务限额增量	0	22	30	228	378	708	641	678
江苏	新增限额	311	876	1273	1664	2000	2576	1816	1778	江苏	限额增量	311	876	1273	1665	1757	2482	1816	1771
	新增一般债务限额	264	337	281	294	322	363	297	254		一般债务限额增量	264	337	281	295	169	291	297	254
	新增专项债务限额	47	539	992	1370	1678	2213	1519	1524		专项债务限额增量	47	539	992	1370	1588	2191	1519	1517
江西	新增限额	0	359	520	707	988	1966	1742	1770	江西	限额增量	0	359	520	707	785	2023	1742	1753
	新增一般债务限额	0	209	173	270	319	366	322	295		一般债务限额增量	0	213	173	270	183	396	322	295
	新增专项债务限额	0	150	347	437	669	1600	1420	1475		专项债务限额增量	0	147	347	437	602	1627	1420	1458
辽宁	新增限额	85	98	111	120	208	415	540	420	辽宁	限额增量	85	98	111	120	291	502	540	275
	新增一般债务限额	74	87	100	103	104	97	78	90		一般债务限额增量	74	106	100	103	132	136	78	70
	新增专项债务限额	11	11	11	17	104	318	462	330		专项债务限额增量	11	-9	11	17	160	366	462	205
内蒙古	新增限额	0	287	395	517	669	1156	534	-	内蒙古	限额增量	0	287	395	517	889	1190	544	-
	新增一般债务限额	0	252	360	368	390	416	316	-		一般债务限额增量	0	253	360	368	483	401	326	-
	新增专项债务限额	0	35	35	149	279	740	218	-		专项债务限额增量	0	33	35	149	407	789	218	-
宁夏	新增限额	82	102	135	209	282	163	108	88	宁夏	限额增量	82	102	135	209	282	174	108	88
	新增一般债务限额	69	89	122	121	128	135	108	90		一般债务限额增量	69	89	122	121	128	131	108	90
	新增专项债务限额	13	13	13	88	154	28	0	-2		专项债务限额增量	13	13	13	88	154	43	0	-2
青海	新增限额	151	151	195	261	352	372	364	212	青海	限额增量	151	151	195	261	347	426	364	186
	新增一般债务限额	127	127	101	214	227	239	207	165		一般债务限额增量	127	127	101	214	222	265	207	165
	新增专项债务限额	24	24	94	47	125	133	157	47		专项债务限额增量	24	24	94	47	125	161	157	21
山东	新增限额	238	592	827	1108	1560	3034	2724	3115	山东	限额增量	238	592	827	1108	1449	3134	2724	2748
	新增一般债务限额	200	266	240	151	156	187	150	134		一般债务限额增量	200	266	240	151	136	294	150	134
	新增专项债务限额	38	326	587	957	1404	2847	2574	2981		专项债务限额增量	38	326	587	957	1313	2840	2574	2614
山西	新增限额	171	264	341	459	645	1018	859	821	山西	限额增量	171	264	341	459	612	1034	859	814
	新增一般债务限额	144	159	128	224	266	312	268	238		一般债务限额增量	144	175	128	224	233	308	268	238
	新增专项债务限额	27	105	213	235	379	706	591	583		专项债务限额增量	27	89	213	235	379	726	591	576
陕西	新增限额	220	349	452	599	814	1089	1123	1241	陕西	限额增量	220	349	452	599	763	1227	1123	1012
	新增一般债务限额	181	310	413	341	361	375	324	287		一般债务限额增量	181	310	413	347	336	435	324	287
	新增专项债务限额	39	39	39	258	453	714	799	954		专项债务限额增量	39	39	39	252	427	792	799	725
上海	新增限额	206	500	593	592	917	1332	880	768	上海	限额增量	206	500	593	592	873	1146	880	700
	新增一般债务限额	173	226	171	298	242	291	248	228		一般债务限额增量	173	226	171	298	229	200	248	228
	新增专项债务限额	33	274	422	294	675	1041	632	540		专项债务限额增量	33	274	422	294	645	946	632	472

四川	新增限额	323	589	812	1071	1451	2436	2306	–	四川	限额增量	323	589	812	1071	1451	2256	2306	–
	新增一般债务限额	263	280	503	448	471	482	420	–		一般债务限额增量	263	280	503	448	471	437	420	–
	新增专项债务限额	60	309	309	623	980	1954	1886	–		专项债务限额增量	60	309	309	623	980	1819	1886	–
天津	新增限额	93	364	507	696	904	1351	1141	908	天津	限额增量	93	364	507	696	895	1787	1141	908
	新增一般债务限额	79	350	210	83	86	102	68	54		一般债务限额增量	79	355	210	83	78	360	68	54
	新增专项债务限额	14	14	297	613	818	1249	1073	854		专项债务限额增量	14	9	297	613	818	1427	1073	854
西藏	新增限额	26	24	30	30	128	121	100	–	西藏	限额增量	26	24	30	30	128	128	100	–
	新增一般债务限额	23	21	13	19	121	62	52	–		一般债务限额增量	23	21	13	19	121	60	52	–
	新增专项债务限额	3	3	17	11	7	59	48	–		专项债务限额增量	3	3	17	11	7	68	48	–
云南	新增限额	209	372	522	682	925	1811	1482	986	云南	限额增量	209	372	522	682	1137	1443	1482	899
	新增一般债务限额	173	336	486	364	386	277	235	199		一般债务限额增量	173	336	487	364	471	-7	235	199
	新增专项债务限额	36	36	36	318	539	1534	1247	787		专项债务限额增量	36	36	35	318	666	1450	1247	700
浙江	新增限额	0	465	751	1052	1415	2218	2347	2567	浙江	限额增量	0	465	751	1052	1415	1945	2347	2376
	新增一般债务限额	0	426	299	332	390	443	373	330		一般债务限额增量	0	426	299	332	390	391	373	330
	新增专项债务限额	0	39	452	720	1025	1775	1974	2237		专项债务限额增量	0	39	452	720	1025	1554	1974	2046
重庆	新增限额	162	423	548	710	956	1224	1361	1268	重庆	限额增量	162	423	548	710	956	1493	1361	1378
	新增一般债务限额	137	154	169	149	176	170	129	0		一般债务限额增量	137	154	169	149	176	320	129	109
	新增专项债务限额	25	269	379	561	780	1054	1232	1268		专项债务限额增量	25	269	379	561	780	1173	1232	1268
新疆	新增限额	178	314	463	688	1097	1124	1206	1262	新疆	限额增量	178	314	463	688	1084	1602	1206	242
	新增一般债务限额	150	286	435	385	385	350	397	278		一般债务限额增量	150	286	435	385	400	611	397	-208
	新增专项债务限额	28	28	28	303	712	774	809	984		专项债务限额增量	28	28	27	303	685	991	809	450
大连	新增限额	0	25	28	30	41	91	87	191	大连	限额增量	0	25	28	30	-7	300	87	179
	新增一般债务限额	0	22	25	26	24	31	23	20		一般债务限额增量	0	26	25	26	23	148	23	20
	新增专项债务限额	0	3	3	4	17	60	64	171		专项债务限额增量	0	-1	3	4	-30	152	64	159
宁波	新增限额	27	32	52	90	123	258	306	364	宁波	限额增量	27	32	52	90	121	269	306	308
	新增一般债务限额	24	29	21	12	12	23	13	11		一般债务限额增量	24	29	21	12	11	52	13	11
	新增专项债务限额	3	3	31	78	111	235	293	353		专项债务限额增量	3	3	31	78	110	217	293	297
青岛	新增限额	80	113	151	223	311	479	520	556	青岛	限额增量	80	113	151	223	310	458	520	524
	新增一般债务限额	73	42	32	81	80	92	77	68		一般债务限额增量	73	47	32	81	80	78	77	68
	新增专项债务限额	7	71	119	142	231	387	443	488		专项债务限额增量	7	66	119	142	231	380	443	456
厦门	新增限额	0	73	97	100	152	343	319	325	厦门	限额增量	0	73	97	100	152	328	319	325
	新增一般债务限额	0	24	18	42	16	37	29	23		一般债务限额增量	0	24	18	42	16	28	29	23
	新增专项债务限额	0	49	79	58	136	306	290	302		专项债务限额增量	0	49	79	58	136	300	290	302
深圳	新增限额	0	0	0	52	314	482	529	–	深圳	限额增量	0	0	0	53	314	481	446	–
	新增一般债务限额	0	0	0	13	11	22	12	–		一般债务限额增量	0	0	0	13	11	21	-67	–
	新增专项债务限额	0	0	0	39	303	460	517	–		专项债务限额增量	0	0	0	39	303	460	513	–

来源：政府网站，中泰证券研究所

注：1）粉色底色数据代表新增限额和限额增量存在差异，部分仅相差 1 的差异值是由四舍五入导致的。2）新增限额为披露值，限额增量为计算值，计算公式为：限额增量=年末债务限额-上年末债务限额。

2017-2018 年，仍有部分省份进行此类调配，但数量大幅减少。与 2016 年相比，2017-2018 年一般债限额与专项债限额之间出现调配的省份大幅减少，2017 年仅有贵州和云南两省发生此类调配，而 2018 年仅有陕西进行了此类调配。如陕西省 2018 年披露的新增一般债限额为 341 亿元、新增专项债限额为 258 亿元，但根据 2018 年末限额与 2017 年末限额作差得出的一般债限额增量为 347 亿元、专项债限额增量为 252 亿元，陕西省 2018 年可能从专项债限额中调配 6 亿元至一般债限额。

图表 29：陕西省一般债限额与专项债限额的调配（亿元）

指标	总限额	一般债限额	专项债限额	来源
2017 年限额	5865	3465	2401	《陕西省 2017 年财政决算（草案）和 2018 年上半年预算执行情况报表》
2018 年限额	6465	3812	2653	《陕西省 2018 年财政决算（草案）和 2019 年上半年预算执行情况报表》
限额增量	599	347	252	2018 年限额-2017 年限额
新增限额	599	341	258	《关于陕西省 2018 年新增政府债券收支安排和预算调整方案（草案）的报告》

来源：政府网站，中泰证券研究所

2019 年之后，全国层面的分类限额增量与新增限额再度保持一致。但由于此阶段跨地区限额调配情况的出现，我们很难判断各地区在此后的年份是否进行了一般债限额与专项债限额的调配。

■ **债务限额跨地区的调配**

从 2019 年开始，当年末限额-上年末限额=新增限额这一等式在分地区层面上不再成立，2020 年以来，不少省市均出现了限额增量与新增限额不等的现象。我们认为产生此类现象的原因可能有二：**（1）财政部下达了用于特殊再融资债券的限额；（2）各省市出现了债务限额回收现象且回收规模有差异。**

财政部下达用于偿还存量债务的特殊再融资债券限额，用于隐性债务风险化解。2020 年 12 月开始，部分再融资债券的用途表述增加了“偿还政府存量债务”。宁夏《关于 2020 年全区及区本级预算执行情况和 2021 年全区及区本级预算草案的报告》[84]中提到，“成功争取永宁县建制县隐性债务风险化解全国试点，获得风险化解再融资债券 55 亿元，及时消除重大风险隐患。”而宁夏当年发行的特殊再融资债券总额恰好为 55 亿元。

下达特殊再融资债券限额将导致地方政府限额的提高。由于再融资债一般用于偿还到期债券，所以过往下达的再融资债限额并不会带来限额的增加。但特殊再融资债券偿还存量债务（如隐性债务）此前并不计入地方政府债务总额，发行特殊再融资债券会增加地方政府债务余额，财政部下达的特殊再融资债券限额可能会导致地方政府限额的提高。

2020 年不少省份存在债务限额的被回收的情况，直接减少了限额。我们梳理了各省市的预决算公开信息，发现 2020 年多个省份存在被财政部收回债务限额的情况，如福建被收回债务限额 106 亿元、宁夏被收回债务限额 44 亿元、河南被收回债务限额 569 亿元。对各地区债务限额的回收将直接导致政府债务限额的减少。

图表 30：2020 年部分省份限额回收情况（亿元）

地区	金额	摘要	文件
宁夏	44	2020 年，财政部下达我区新增地方政府债务限额 218 亿元（含永宁县再融资债券 55 亿元），收回政府债务限额 44 亿元，净增 174 亿元（一般债券 131 亿元，专项债券 43 亿元）	《关于 2020 年全区及区本级预算执行情况和 2021 年全区及区本级预算草案的报告》
河南	569	财政部根据存量限额空间收回债务限额 569 亿元（一般债务限额 407 亿元，专项债务限额 162 亿元）。	《关于河南省 2020 年预算执行情况和 2021 年预算草案的报告》
福建	106	一般债务中央收回限额 47 亿元； 专项债务中央收回限额 59 亿元。	《福建省 2020 年度财政决算公开》

来源：政府网站，中泰证券研究所

特殊再融资债券的限额有可能来源于回收限额的跨地区调配。根据上文的分析，我们发现了影响限额增量的两个额外因素：特殊再融资债券限额和限额回收。将这两个因素纳入考虑后，我们得到了地方政府债务限额新的等式：当年末限额-上年末限额=新增限额+特殊再融资债券限额-限额回收。我们利用宁夏、福建和河南这三个披露回收限额的省份对这一等式进行了验证，发现等式在这三个省份均成立。如果在全国层面上，当年末限额-上年末限额=新增限额仍然成立，那么全国特殊再融资债券限额=全国限额回收，即特殊再融资债券限额来自于当年回收限额的跨地区调配。

图表 31：宁夏、福建和河南限额回收的测算（亿元）

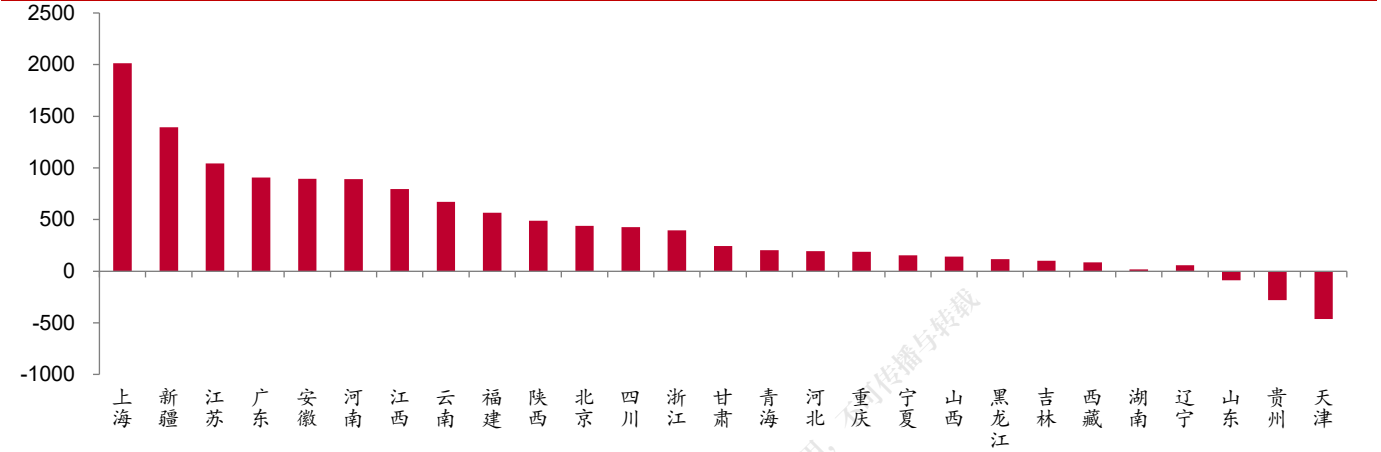
地区	当年末限额 A	上年末限额 B	新增限额 C	特殊再融资债券限额 D	限额回收 E=A-B-C-D
宁夏	2041	1867	163	55	-44
福建	8424	6912	1301	302	-91
河南	11851	9729	2333	358	-569

来源：政府网站，中泰证券研究所

[84] 资料来源：http://www.mof.gov.cn/zhuantihuigu/2020bghb_15240/202102/P020210224367926241004.pdf

2023 年各地区回收限额差异较大。运用“当年末限额-上年末限额=新增限额+特殊再融资债券限额-限额回收”这一公式及上述逻辑，我们测算了 2023 年全国各地区被回收的债务限额，发现各地区回收限额之间的差异较大。上海、新疆和江苏被回收的限额均在 1000 亿元以上，而山东、贵州和天津则有额外的下达限额。

图表 32：2023 年各地区限额回收情况（亿元）



来源：地方政府债券信息公开平台、政府网站，中泰证券研究所
注：内蒙古、广西、湖北、海南四省暂未公布 2023 年债务限额最新情况。

跨地区调配在 2018 年就已经出现，但当时并未造成限额增量与新增限额的差异。事实上，跨地区的限额调配并不是在 2019 年首次出现的，广东省《关于 2018 年第二次省级财政预算调整方案的报告》[85]中提到“2018 年 12 月，财政部根据党中央、国务院关于加快专项债券发行和使用的要求，收回深圳市暂未使用的 2018 年新增债务限额 170.6 亿元，并对收回额度在全国进行重新分配，其中分配广东地区第二批新增债务限额 85 亿元，均为专项债务限额。”本次跨区域调配与之后年份的此类调配有三处不同：（1）调配后的限额仍用于发行新增债券，而不是用于偿还政府存量债务；（2）所调配限额为新增限额，而非存量限额空间；（3）并未造成限额增量与新增限额之间的差异。

■ **债务限额跨年度的调配**

大连市曾进行专项债限额的跨年调配，将 2017 年新增限额结转至次年使用。根据《关于 2018 年大连市政府债务限额及市本级预算调整方案（草案）的报告》[86]，“当年，省政府综合考虑全省财政收支运行、债务风险防范等因素，决定暂不使用年度新增债务限额，因此我市也未使用当年新增债务限额。经协商，财政部和辽宁省债务管理办公室同意我市结转到 2018 年度统筹使用。”2018 年，大连市新增专项债限额为 4 亿元，但当年共发行新增专项债券 7 亿元，2017 年调配至次年度的 3 亿元专项债限额已全部使用完毕。

[85] 资料来源：http://czt.gd.gov.cn/zdlyxxgk/content/post_189165.html
[86] 资料来源：https://www.dl.gov.cn/art/2018/7/13/art_862_210349.html?xxgkhide=1

河南和新疆2020年12月下发的用于发行再融资债券偿还存量债务及用于化解中小银行风险的债务限额允许跨年度发行使用。《关于河南省2020年财政预算执行情况和2021年预算草案的报告》[87]中提及“2020年底，财政部下达我省358亿元地方政府债务限额，其中：一般债务限额198亿元，专项债务限额160亿元，用于发行再融资债券偿还存量债务；下达257亿元新增专项债务限额用于化解中小银行风险。由于下达时间较晚，财政部同意以上限额跨年度发行使用。”《新疆维吾尔自治区2020年自治区预算执行情况和2021年自治区预算草案的报告》[88]中也出现了将2020年12月下达的用于发行再融资债券、化解存量债务的债务限额统一在2021年发行使用的相关表述。

图表33：各省份债务限额跨年度调配情况（亿元）

地区	金额	摘要	文件
大连	3	当年，省政府综合考虑全省财政收支运行、债务风险防范等因素，决定暂不使用年度新增债务限额，因此我市也未使用当年新增债务限额。经协商，财政部和辽宁省债务管理办公室同意我市结转到2018年度统筹使用。	《关于2018年大连市政府债务限额及市本级预算调整方案（草案）的报告》
河南	615	2020年底，财政部下达我省358亿元地方政府债务限额，其中：一般债务限额198亿元，专项债务限额160亿元，用于发行再融资债券偿还存量债务；下达257亿元新增专项债务限额用于化解中小银行风险。由于下达时间较晚，财政部同意以上限额跨年度发行使用。	《关于河南省2020年财政预算执行情况和2021年预算草案的报告》
新疆	443	根据财政部统一安排，此次下达债务限额统一在2021年发行使用，并编入2021年预算草案。	《新疆维吾尔自治区2020年自治区预算执行情况和2021年自治区预算草案的报告》

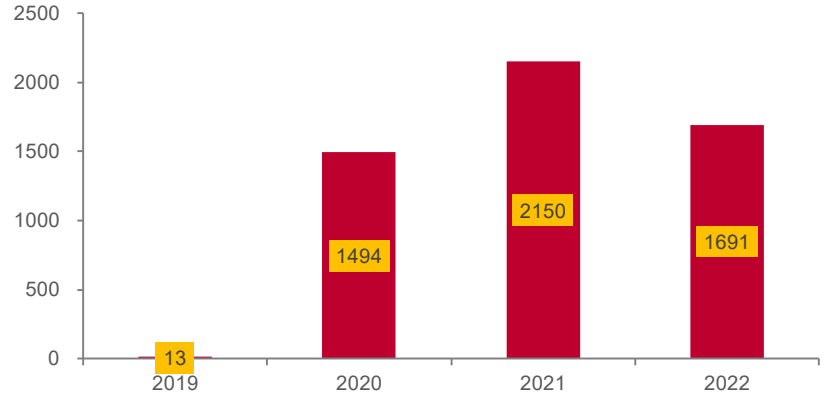
来源：政府网站，中泰证券研究所

其他省份虽未直接说明，但也存在将2020年限额调配至2021年使用的情况。《陕西省2020年财政预算执行情况和2021年财政预算（草案）》[89]中披露2020年中央下达137亿元一般债务限额和111亿元专项债务限额用于偿还存量债务、下达46亿元专项债务限额用于化解中小银行风险。但在当年，陕西并未发行用途为偿还存量债务的再融资债券或支持中小银行发展专项债券。据统计，陕西于2021年1月发行了再融资一般债券和再融资专项债券，用途均为偿还存量债务；于2021年8月发行了支持中小银行发展专项债券。这三只债券的规模正好与2020年下达的限额一致。

全国层面，2019-2022年分别有13亿[90]、1494亿[91]、2150亿[92]和1691亿元[93]新增专项债券限额未使用完毕，相应结转至下年使用。

87 资料来源：http://czt.henan.gov.cn/2021/01-22/2084432.html
88 资料来源：http://czt.xinjiang.gov.cn/czt/2021/202102/a221913c991f4abcbc82bb60332ef8d3/files/4367bba28e4d450cb46f8ae7983fcf3d.pdf
89 资料来源：http://www.shaanxi.gov.cn/zfxxgk/fdzdgknr/ysjs/yjsbg/202102/P020210223485336563657.pdf
90 资料来源：https://yss.mof.gov.cn/2021zyys/202103/t20210323_3674854.htm
91 资料来源：https://yss.mof.gov.cn/2021zyys/202103/t20210323_3674854.htm
92 资料来源：https://yss.mof.gov.cn/2022zyczys/202203/t20220324_3797641.htm
93 资料来源：https://yss.mof.gov.cn/2023zyczys/202303/t20230327_3874809.htm

图表 34：2019-2022 年新增专项债限额结转下年额度（亿元）



来源：中国地方政府债券信息公开平台、财政部网站，中泰证券研究所

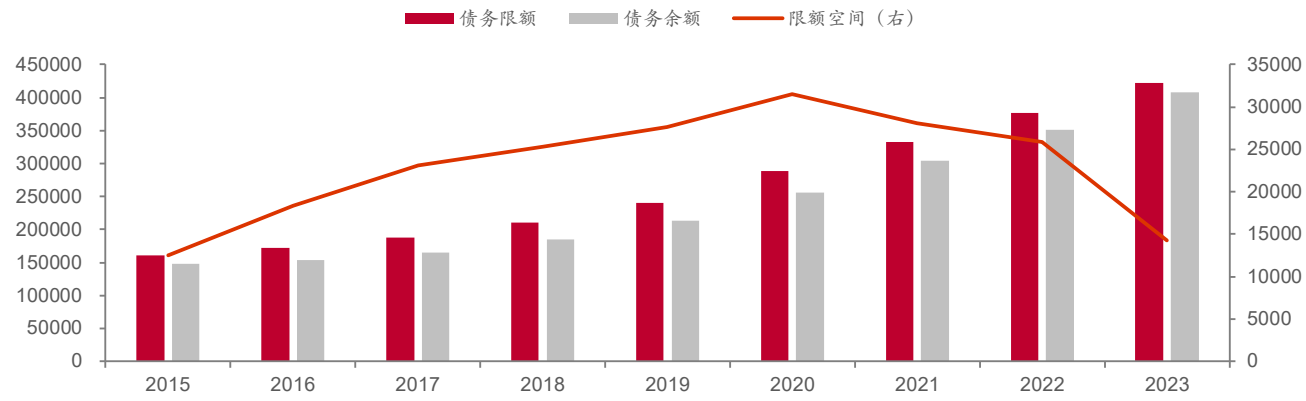
4、地方债务的限额空间

■ **债务限额空间的概念**

债务限额空间是地方政府债务限额与债务余额之间的差额，是地方政府剩余发债额度的理论上限。2015 年 12 月 21 日，《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225 号）发布，其中明确指出“严格按照限额举借地方政府债务。省级财政部门在批准的地方政府债务限额内，统筹考虑地方政府负有偿还责任的中央转贷外债情况，合理安排地方政府债券的品种、结构、期限和时点，做好政府债券的发行兑付工作。”

自 2015 年以来，各年末的全国债务余额均小于债务限额，二者的差额形成了政府年末的债务限额空间，这是地方政府剩余发债额度的理论上限。2015-2020 年间，地方债务限额空间不断扩大。2021 年债务限额空间开始出现一定的缩减，这一趋势持续到了 2023 年。

图表 35：2015-2023 年末全国地方债务限额、余额与限额空间（亿元）



来源：财政部、中国地方政府债券信息公开平台，中泰证券研究所

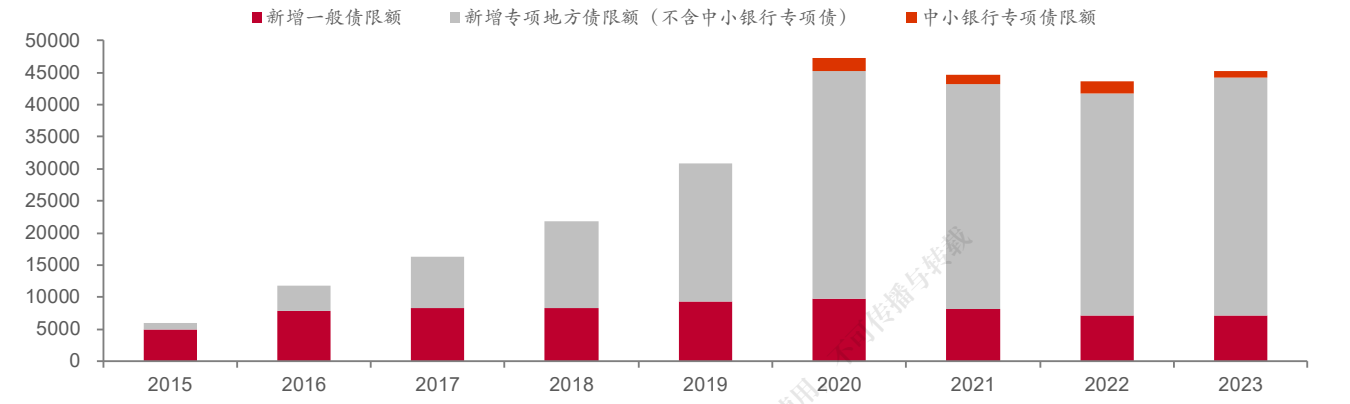
■ **债务限额空间的净变动**

除上年末留存的限额空间外，每年的限额空间净变动主要由三个部分决

定：①新增限额带来的增量；②限额释放带来的增量；③债券发行带来的减量。

每年的新增限额通过提高限额上限贡献了限额空间的绝大部分增量。2015-2020 年间，每年的新增限额持续增加，债务限额增量的变动趋势与之一致，最高达 47300 亿元。2020 年后逐步趋于稳定，在 4 万亿至 5 万亿区间波动。

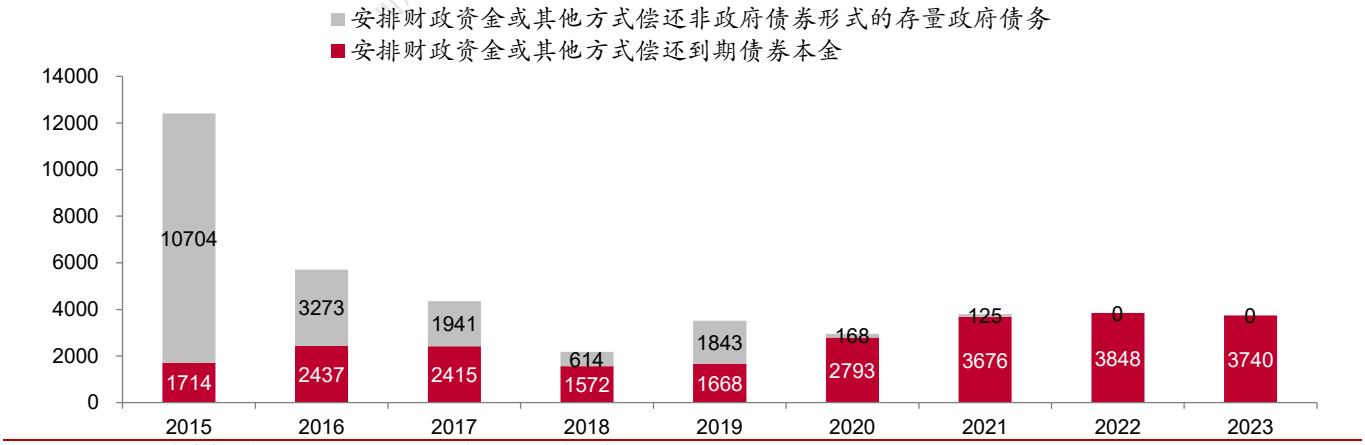
图表 36：2015-2023 年限额增量情况（亿元）



来源：中国地方政府债券信息公开平台，中泰证券研究所
注：新增一般债限额、新增专项债限额与新增中小银行专项债限额为新增限额部分，地方债结存与结转不属于限额增量。

自行偿还政府债务释放了一定的限额空间。2015 年以后，地方政府利用财政或企业资金偿还了部分非政府债券形式的存量政府债务，这将减少政府债务余额；另外，根据财政部的规定，发行再融资债券偿还到期债券本金的规模必须小于原债券规模，部分本金需要使用财政资金来偿还，两种情况都会释放出一定的限额空间。

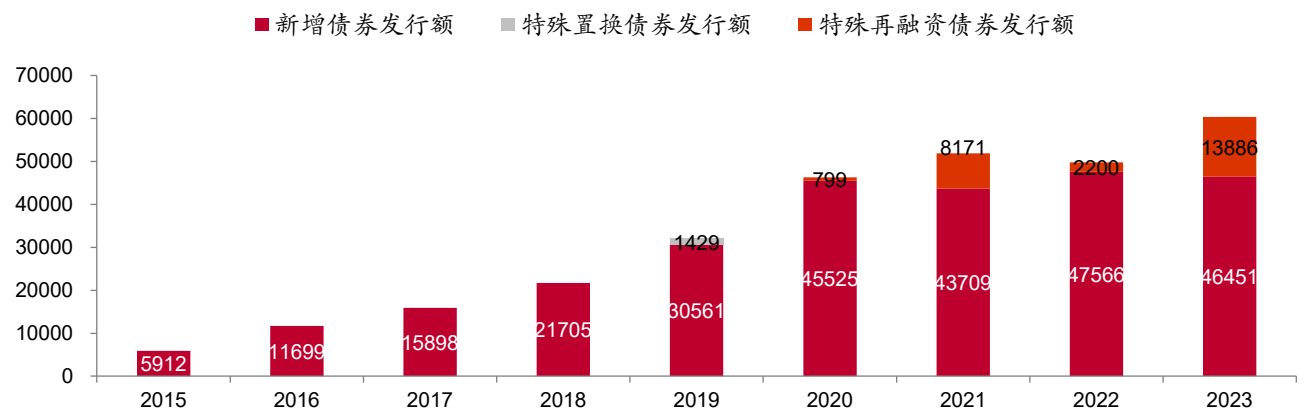
图表 37：安排财政资金或其他方式对政府债务的偿还情况（亿元）



来源：中国地方政府债券信息公开平台、WIND、政府网站，中泰证券研究所

发行地方政府债券会减少限额空间。值得注意的是，在 2019 年以前，只有新增债券的发行会导致限额空间的减少。但从 2019 年开始，出现了用于置换隐性债务的债券，由于隐性债务此前并未纳入地方政府债务余额，这类特殊债券也会带来债务余额的增加，进而缩减限额空间。

图表 38：2015-2023 年债券发行对限额空间的缩减情况（亿元）



结合上述分析，我们得到了每年限额空间净增量的**直接计算等式：限额空间净增量=新增限额+财政偿还到期债券本金+财政偿还非政府债券形式的存量政府债务-新增债券发行额-特殊置换债券发行额-特殊再融资债券发行额**。

我们再利用**间接计算等式：限额空间净增量=（年末债务限额-年末债务余额）-（年初债务限额-年初债务余额）**的计算结果进行比对，发现二者的计算结果在 2015-2023 年末得到相互验证。

图表 39：2015-2023 年限额空间净增量情况（亿元）

算法	运算符号	指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
间接计算	(+)	年末债务限额	160074	171874	188174	209974	240774	288074	332774	376474	421674
	(-)	年末债务余额	147568	153558	165100	184619	213098	256611	304700	350618	407373
		限额空间	12506	18316	23074	25355	27676	31463	28074	25856	14301
	(+)	年初债务限额	154074	160074	171874	188174	209974	240774	288074	332774	376474
	(-)	年初债务余额	154074	147568	153558	165100	184619	213098	256611	304700	350618
		限额空间净增量	**12506**	**5810**	**4758**	**2281**	**2321**	**3787**	**-3389**	**-2218**	**-11555**
直接计算	(+)	新增地方债限额	6000	11800	16300	21800	30800	47300	44700	43700	45200
		债券还本额	1714	2437	2415	8389	13152	20757	26685	27758	36658
		再融资债券偿还本金（减去特殊再融资债）	0	0	0	6817	11484	17964	23018	23910	32918
	(+)	财政偿还到期债券本金	1714	2437	2415	1572	1668	2793	3666	3848	3740
		年末债券余额	48260	106282	147448	180711	211183	254864	303078	348995	405711
		年初债券余额	11624	48260	106282	147448	180711	211183	254864	303078	348995
		年末非政府债券形式的存量政府债务	99308	47276	17652	3908	1915	1747	1622	1623	1662
		年初非政府债券形式的存量政府债务	142451	99308	47276	17652	3908	1915	1747	1622	1623
		置换债置换非政府债券形式的存量政府债务	32439	48759	27683	13130	150	0	0	0	0
		再融资债置换非政府债券形式的存量政府债务	0	0	0	0	0	150	0	0	0
	(+)	财政偿还非政府债券形式的存量政府债务	10704	3273	1941	614	1843	18	125	0	-39
	(-)	新增地方债发行额	5912	11699	15898	21705	30561	45525	43709	47566	46571
	(-)	特殊置换债券发行额	0	0	0	0	1429	0	0	0	0
	(-)	特殊再融资债券发行额	0	0	0	0	0	799	8171	2200	13886
		限额空间净增量	**12506**	**5811**	**4758**	**2281**	**2321**	**3787**	**-3389**	**-2218**	**-11556**

来源：中国地方政府债券信息公开平台、WIND、政府网站，中泰证券研究所

注：1）我们假设 2019 年除江苏外六个省份发行的置换债券全部用于置换隐性债务；2）表内“财政偿还”系简写，指通过安排财政资金等方式偿还；3）部分数据存在差异，部分仅相差 1 的差异值是由四舍五入导致的；4）2023 年财政偿还非政府债券形式存量政府债务为负数，或因债务重新核算、债务利息增加等原因导致。

■ **限额空间的使用**

财政部曾鼓励使用专项债的限额空间，但后续政策有所收紧。财政部《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89 号）中提及：“各地试点分类发行专项债券的规模，应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末专项债务余额低于限额的部分。”这一规定明确指出专

项债的存量限额空间可用于发行项目收益专项债。在 2018 年 2 月发布的《财政部关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34 号）中也出现了有关鼓励“利用上年末专项债务未使用的限额，发行项目收益与融资自求平衡的专项债券”。

但在同年 5 月，《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）中提到，“各省、自治区、直辖市、经省政府批准自办债券发行的计划单列市新增债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区新增债务限额。”根据这一规定，发行新增债券无法再使用以前年度的存量限额空间。

图表 40：债务限额空间相关政策梳理

时间	文件	摘要
2017-6-2	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89 号）	各地试点分类发行专项债券的规模，应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、**上年末专项债务余额低于限额的部分。**
2018-2-24	《财政部关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》（财预〔2018〕34 号）	在严格执行法定限额管理的同时，鼓励各地区按照《财政部关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕89 号）规定，**积极利用上年末专项债务未使用的限额**，结合项目对应的政府性基金收入、专项收入情况，合理选择重点项目试点分类发行项目收益与融资自求平衡的专项债券（以下简称项目收益专项债券），保障重点领域合理融资需求。
2018-5-6	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）	各省、自治区、直辖市、经省政府批准自办债券发行的计划单列市**新增债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区新增债务限额。**

来源：财政部网站，中泰证券研究所

2018 年部分省份成功使用了存量限额空间，但海南的发行计划因政策收紧未能实现。如 2018 年天津和山西成功使用了部分限额空间，分别发行了 10 亿元和 5 亿元的新增债券。但根据《关于海南省 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》，海南计划全额使用上年末专项债限额空间，用于发行项目收益专项债，但由于政策收紧，财政部不再允许地方利用专项债限额空间，发行计划最终未能实施。

图表 41：债务限额空间使用案例（亿元）

省份	金额	文件	摘要
天津	10	《天津市 2018 年市级预算调整方案》	按照中央有关政策规定，拟将市级政府债务限额空间（政府债务限额高于余额的部分）10 亿元调整到区级，其中一般债务 2 亿元、专项债务 8 亿元，由相关区发行政府债券置换存量债务。
山西	5	《关于 2018 年省本级预算调整方案（草案）的说明》	国务院批准我省 2018 年新增政府债务限额 459 亿元，我省利用限额空间为山西大学新校区建设发行债券 5 亿元，两项合计拟举借政府债务 464 亿元。
海南	65.4	《关于海南省 2018 年预算执行情况和 2019 年预算草案的报告》	为保障重点项目资金需求，经省政府同意、省人大常委会批准，2018 年我省计划全额动用专项债务限额空间 65.4 亿元发行项目收益与融资自求平衡专项债券。在 2018 年执行过程中，因债务管控政策收紧，财政部不同意地方利用专项债务空间发行债券，因此我省未能发行上述专项债券。

来源：政府网站，中泰证券研究所

部分省份使用债务限额空间置换存量债务。值得注意的是，2018 年天津使用限额空间发行地方债，不仅使用了 8 亿元专项债务限额空间，还使用了 2 亿元一般债务空间，用于相关区发行政府债券置换存量债务[94]。

[94] 资料来源：http://cz.tj.gov.cn/zwgk_53713/ysgk_59783/ysjs/202008/t20200803_3331557.html

5、地方债的发行节奏

2019 年之前，地方政府新增债券发行一般都从 3 月开始。全国地方政府债务限额需要经全国人大批准后，由财政部下达至地方，因此 2019 年之前地方政府新增债券发行均在两会后开始。2017 年财库 59 号文[95]提出各季度新增债发行规模应大致均衡，每季度发行量原则上控制在本地区全年公开发行债券规模的 30%以内，从实际发行情况来看，2019 年以后各季度发债节奏相比以往年份更为均衡。

图表 42：2019 年之前地方政府新增专项债限额与发行管理

时间	部门	政策文件	内容简介
2015/12/21	财政部	《关于对地方政府债务切实加强地方政府债务限额管理》	合理确定地方政府债务总限额；逐级下达分地区地方政府债务限额；严格按照限额举借地方政府债务；将地方政府债务分类纳入预算管理。
2017/2/22	财政部	《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》	对于公开发行债券（含新增债券和公开发行置换债券），各地应当按照各季度发行规模大致均衡的原则确定发行进度安排，每季度发行量原则上控制在本地区全年公开发行债券规模的 30%以内（按季累计计算）。
2018/12/29	全国人大	《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》	授权国务院在 2019 年以后年度，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度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 2019 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日。

来源：国务院、财政部，中泰证券研究所

2019 年以后，地方政府新增债券额度提前批发放。2018 年 12 月，全国人大授权国务院在 2019 至 2022 年，在当年新增地方政府债务限额的 60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额[96]，目前这一期限已被延长至 2027 年[97]。2020 年共计下达三次提前批额度[98]，且累计比重超 60%，主因受疫情影响，当年两会推迟至 5 月召开，为不影响地方债发行进度，第三批新增额度于 4 月提前下达。2021 年和 2024 年提前批下达较晚，在当年 2 月或 3 月方下达，而 2022 年与 2023 年提前批额度均在上一年份 11 或 12 月下达。

图表 43：2019-2023 年地方政府新增债券额度发放情况（亿元）

时间	批次	金额	提前批占上一年新增限额的累计比重	一般债	专项债
2018/12	2019 年第一批次（提前批）	13900	64%	5800	8100
2019/03	2019 年第二批次	16900	-	3500	13400
2019/11	2020 年第一批次（提前批）	10000	32%	0	10000
2020/02	2020 年第二批次（提前批）	8500	0.6	5600	2900
2020/04	2020 年第三批次（提前批）	10000	92%	0	10000
2020/07	2020 年第四批次	16800	-	4200	12600
2020/11	2020 年第五批次	2000	-	0	2000
2021/03	2021 年第一批次（提前批）	23600	0.5	5900	17700
2021/05	2021 年第二批次	19100	-	2100	17000
2021/12	2022 年第一批次（提前批）	14600	0.34	0	14600
2022/03	2022 年第二批次	36500	-	7200	36500

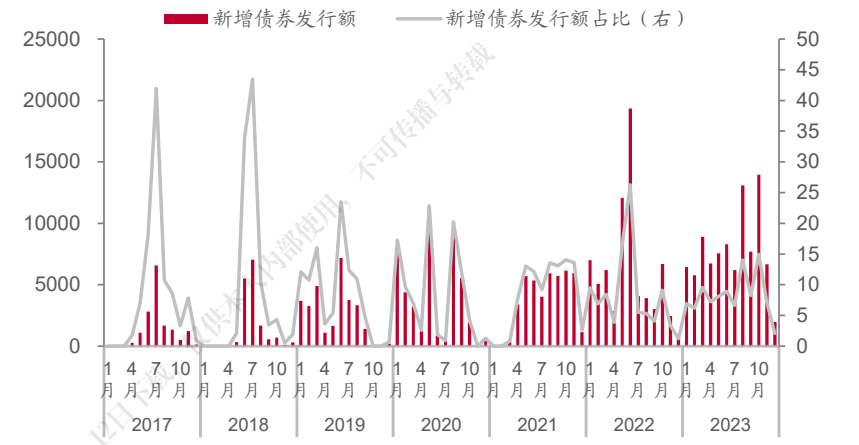
[95] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2017-02/22/content_5169938.htm
[96] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2018-12/30/content_5353507.htm
[97] 资料来源：https://www.gov.cn/govweb/yaowen/liebiao/202310/content_6911385.htm
[98] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/2020-04/01/content_5497816.htm

2022/08	2022 年第二次正式批	5029		0	5029
2022/11	2023 年第一次提前批	26200	54%	4300	21900
2023/03	2023 年第一次正式批	18000		2900	15100
2024/02	2024 年第一批次（提前批）	27100	60%	4300	22800

来源：国务院、财政部，中泰证券研究所

地方政府新增债券发行时点集中在年中。2019 年之前，新增债发行开始时间较晚。一般两会后 4、5 月开始发行，6 至 8 月迎来发行高峰。2019 年之后地方债发行时点大幅提前。2019-2020 年，1 月即有新增债券开始发行，一季度便迎来发行小高峰，发行规模占全年总额度 35%左右。而在 2022-2023 年，在 6-10 月新增债发行额较高，年末时则发行相对较少。

图表 44：2017-2023 年各月新增债规模及占当年总规模比重（亿元、%）



来源：WIND，中泰证券研究所

2017-2020 年，新增地方债发行均在三季度之前已基本完成，四季度仅有少量安排，主要原因是政策指导新增债券额度使用时点。为加大逆周期调节力度、着力加大对重点领域和薄弱环节的支持力度、增加有效投资、提高资金使用效益，政策指导加快地方政府债券发行进度，加快专项债资金拨付使用。2018 年政策指导新增专项债券 9 月累计发行比例不低于 80%，剩余额度在 10 月份完成[99]。2019 年新增债券额度应当 9 月底之前完成[100]。2020 年提出新增专项债券力争在 10 月底之前发行完毕[101]。

图表 45：地方政府新增债券发行节奏指导政策文件梳理

时间	部门	政策文件	内容简介
2018/8/14	财政部	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》	各地至 9 月底累计完成新增专项债券发行比例原则上不得低于 80%，剩余的发行额度应当主要放在 10 月份发行。
2019/4/6	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》	2019 年 6 月底前完成提前下达新增债券额度的发行，争取在 9 月底前完成全年新增债券发行。
2020/11/4	财政部	《财政部关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2020〕36 号）	地方财政部门应当根据发债进度要求、财政支出使用需要、库款水平、债券市场等因素，科学设计地方债发行计划，合理选择发行时间窗口，适度均衡发债节奏，既要保障项目建设需要，又要避免债券资金长期滞留国库。

99 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2018-08/14/content_5313796.htm

100 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2019-07/23/content_5413162.htm

101 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-07/29/content_5530987.htm

2021/8/27	财政部	《2021 年上半年中国财政政策执行情况报告》	将精准实施宏观政策，提升积极财政政策效能，加快下半年预算支出和地方政府债券发行进度。

来源：政府网站，中泰证券研究所

2021-2023 年适当放宽专项债券发行时间限制，发行节奏总体偏后置。2021 年，政策指导合理选择发行时间窗口，适度均衡发债节奏。主要原因有三：（1）2021 年新增限额下达较晚，第一批额度在 3 月下达，晚于前两年；（2）2019-2020 年，资金闲置与错配并存，为提升资金使用效益，加强对专项债项目的审核与风控，财政部门利用信息化手段探索对专项债券项目实行穿透式监管[102]；（3）注重中长期经济发展，财政政策相对后置，意在推动形成实物工作量。

图表 46：地方政府发行节奏相关政策文件梳理

时间	部门	政策文件	内容简介
2020/11/1	财政部	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的通知》	地方财政部门应当科学设计地方债发行计划，适度均衡发债节奏，既要保障项目建设需要，又要避免债券资金长期滞留国库。
2021/6/8	财政部	《关于 2020 年中央决算的报告》	用好地方政府专项债券，指导地方加强项目储备，合理把握发行节奏，提高债券资金使用绩效。
2021/7/20	财政部	2021 年上半年财政收支情况新闻发布会	专项债券恢复常态化管理，适当放宽发行时间要求，不影响重点项目建设进度和资金需求，有效避免债券资金闲置。
2021/10/22	财政部	2021 年前三季度财政收支情况新闻发布会	2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，持续发挥专项债券对地方经济社会发展的积极作用。
2022/5/24	国务院	国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知（国发〔2022〕12 号）	加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围。抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。
2023/8/28	国务院	国务院关于今年以来预算执行情况的报告	今年新增专项债券力争在 9 月底前基本发行完毕，用于项目建设的专项债券资金力争在 10 月底前使用完毕。

来源：政府网站，中泰证券研究所

除了整体发行节奏外，财政部还协调各地、各债种发行节奏，避免相同期限债券集中发行。相同期限的地方债与记账式国债、一般债券与专项债券、不同地区地方债，原则上不在统一时段发行。地方政府应当在每季度最后一个月 20 日前向财政部报送下季度发债计划，财政部按照“先备案先得”的原则统筹协调，避免同期限债券集中发债对市场产生冲击。

图表 47：财政部协调各地区、各种类债券发行政策文件梳理

时间	部门	文件	内容
2015/3/19	财政部	《关于做好 2015 年地方政府一般/专项债券发行工作的通知》	原则上应当避开与同期限记账式国债在同一时段发行。不同地区相同期限的地方债券原则上不在同一时段发行。
2016/1/25	财政部	《关于做好 2016 年地方政府债券发行工作的通知》	统筹把握地方债发行节奏和进度，按照“先备案先得”的原则协调各地发行时间等发行安排。同期限一般债券和专项债券原则上不在同一时段发行。
2020/11/4	财政部	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》	地方财政部门应当在每季度最后一个月 20 日前，向财政部（国库司）报送下季度地方债发行计划，包括发行时间、发行量、债券种类等。

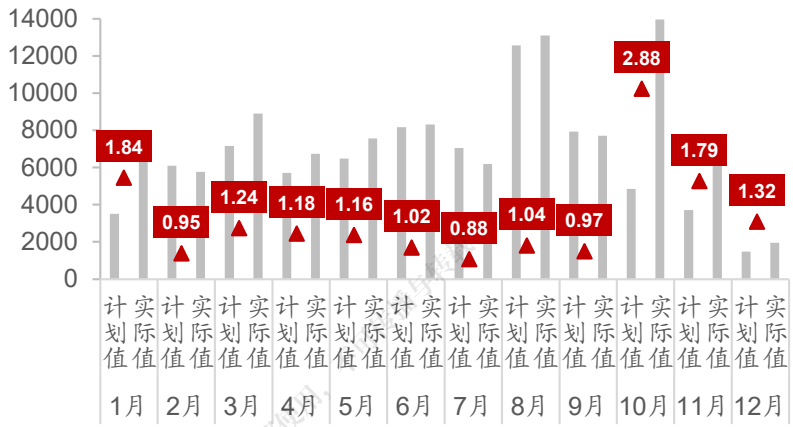
来源：政府网站，中泰证券研究所

财库〔2020〕36 号[103]规定，地方财政部门应当在每月 20 日前披露本地区下月地方债发行计划，在 3 月、6 月、9 月和 12 月 20 日前披露本地区下季度地方债发行计划。因此，我们可以根据地方政府债券发行计

[102] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/202106/t20210628_3725972.htm
[103] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2017-02/22/content_5169938.htm

划预测发行节奏，**但实际发行与计划发行并非完全一致。**以 2023 年为例，2-9 月，地方政府债券实际发行规模与发行计划披露情况相差不大，实际发行/计划发行比例在 0.85-1.25 之间，发债节奏与发行计划大致符合。但 1 月与 10 月，新增地方政府债券实际发行规模达到计划发行规模的近两倍，实际发行/计划发行比例分别为 1.84、2.88。11 月与 12 月实际发行规模相较计划发行规模亦有偏差。但对于多数月份而言，使用发行计划预测地方债发行节奏具有一定可行性。

图表 48：2023 年地方债计划发行与实际发行对比（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

6、地方债的使用

■ **专项债使用范围的变化**

一般债券与专项债券最大的区别在于其所对应的公益性项目是否可产生收益，因此原则上能产生收益的公益性项目都可以发行专项债。但是专项债的项目投向，在一定程度上也体现了政府对公益性项目投资方向的引导。

2017 年，财政部推出土地储备专项债券[104]、收费公路专项债券[105]，并试点发展项目收益与融资自求平衡专项债券[106]，2017 年优先选择土地储备、政府收费公路 2 个领域在全国范围内开展试点。2018 年 3 月又发文推出棚户区改造专项债券[107]。为更好发挥地方政府专项债券的作用，2019 年 6 月，中办、国办印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》[108]，提出精准聚焦重点领域和重大项目，并**允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金**，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目。

[104] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201706/t20170601_2612924.htm
[105] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201707/t20170712_2647400.htm
[106] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201707/t20170724_2656632.htm
[107] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201804/t20180402_2858433.htm
[108] 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/2019-06/10/content_5398949.htm

2019 年 9 月，国常会决定扩大专项债使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。**专项债可作为上述领域的资本金**，比例在全省专项债规模的 **20%左右**。

2020 年专项债重点支持国务院确定的交通基础设施等七大重点领域和“两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设等重大项目，并将用于重大项目资本金的比例**由 20%提高至 25%**[109]。2021 年 2 月，《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》[110]明确 2021 年新增专项债券重点用于交通基础设施，能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目，保障性安居工程等领域。

2022 年前专项债券重点用于 9 个大的方向：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程 [111]。

2022 年，专项债主要投向领域进一步扩大，调整为 11 大领域，新增新型基础设施与新能源项目，包括数据中心基础设施建设、5G 应用设施、数字化转型平台项目等 [112]。

2023 年 9 月，专项债可作项目资本金的领域由 11 个领域扩大到 13 个领域 [113]，增加了煤炭储备设施和国家级产业园区基础设施。

2024 年，据 21 世纪经济网报道 [114]，近期专项债作资本金领域新增供气、供热两个领域至 15 个。供气供热项目区县一级也有储备，由此可增加专项债作资本金的规模，更好发挥专项债撬动投资的作用。

图表 49：专项债投向相关政策文件梳理

时间	部门	政策文件	内容简介
2017/5/16	财政部、国土资源部	地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕62 号）	发行土地储备专项债券的土地储备项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡。
2017/6/26	财政部、交通运输部	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预〔2017〕97 号）	发行收费公路专项债券的政府收费公路项目应当有稳定的预期偿债资金来源，对应的政府性基金收入应当能够保障偿还债券本金和利息，实现项目收益和融资自求平衡。
2017/8/2	财政部	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》（财预〔2017〕 89 号）	2017 年优先选择土地储备、政府收费公路 2 个领域在全国范围内开展试点。鼓励有条件的地方立足本地区实际，围绕省（自治区、直辖市）党委、政府确定的重大战略，积极探索在有一定收益的公益性事业领域分类发行专项债券，以对应的政府性基金或专项收入偿还，项目成熟一个、推进一个。

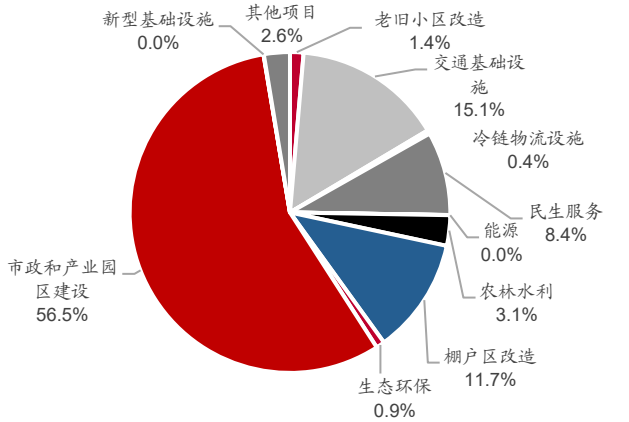
109 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/202010/t20201015_3604422.htm
110 资料来源：http://www.qg.gov.cn/zwgk/zcfg/sjfgwj/202107/t20210702_2582004.htm
111 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2021-12/16/content_5661623.htm
112 资料来源：http://czj.lf.gov.cn/zhengcefagui/zhengcejiedu/2023-02-10/2829.html
113 资料来源：http://www.dingxi.gov.cn/art/2023/3/1/art_15867_1626961.html?eqid=a3d1518f00209b9f00000002645b3906
114 资料来源：https://www.21jingji.com/article/20231012/herald/2b1eccdf749bae1dc73af994a2d4ec5c.html

2018/3/1	财政部	《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》（财预〔2018〕28 号）	地方政府棚户区改造专项债券是地方政府专项债券的一个品种，是指遵循自愿原则、纳入试点的地方政府为推进棚户区改造发行，以项目对应并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还的地方政府专项债券。
2019/6/10	中共中央、国务院	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	精准聚焦重点领域和重大项目，并允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略的地方高速公路、供电、供气项目。
2019/9/4	国务院	国务院常务会议	扩大使用范围，重点用于铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施。专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右。
2020 年	财政部、发改委、住建部	《关于梳理新增专项债券棚户区改造项目资金需求的通知》（财办预〔2020〕46 号）	2020 年支持地方依法合规发行专项债券用于符合条件的棚户区改造项目建设。发行棚改专项债券要求符合以下条件：一是主要保障在建棚改项目，避免“半拉子”工程，原则上棚改专项债券资金支持后相关项目能够顺利实施。二是必须形成实物工作量。棚改专项债券资金只能用于棚改项目建设，不得用于偿还棚改债务，不得用于货币化安置，不得用于政策性补贴。三是属于已纳入分年国家棚改计划的项目。
2021/2/8	财政部	《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》（财办预〔2021〕29 号）	2021 年新增专项债券重点用于交通基础设施，能源项目、农林水利、生态环保项目、社会事业、城乡冷链物流设施，市政和产业园区基础设施，国家重大战略项目，保障性安居工程等领域。 棚户区改造主要支持在建收尾项目，适度支持新开工项目。 不安排用于租赁住房建设以外的土地储备项目，不安排一般房地产项目，不安排产业项目。
2021/12/16	财政部	国务院政策例行吹风会	2022 年专项债券重点用于 9 个大的方向：一是交通基础设施，二是能源，三是农林水利，四是生态环保，五是社会事业，六是城乡冷链等物流基础设施，七是市政和产业园区基础设施，八是国家重大战略项目，九是保障性安居工程。
2022/5/24	国务院	国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知（国发〔2022〕12 号）	加快地方政府专项债券发行使用并扩大支持范围。抓紧完成今年专项债券发行使用任务，加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕，力争在 8 月底前基本使用完毕。在依法合规、风险可控的前提下，财政部会同人民银行、银保监会引导商业银行对符合条件的专项债券项目建设主体提供配套融资支持，做好信贷资金和专项债资金的有效衔接。在前期确定的交通基础设施、能源、保障性安居工程等 9 大领域基础上，适当扩大专项债券支持领域，优先考虑将新型基础设施、新能源项目等纳入支持范围。
2023/8/28	国务院	国务院关于今年以来预算执行情况的报告	研究扩大投向领域和用作项目资本金范围，引导带动社会投资。

来源：政府网站，中泰证券研究所

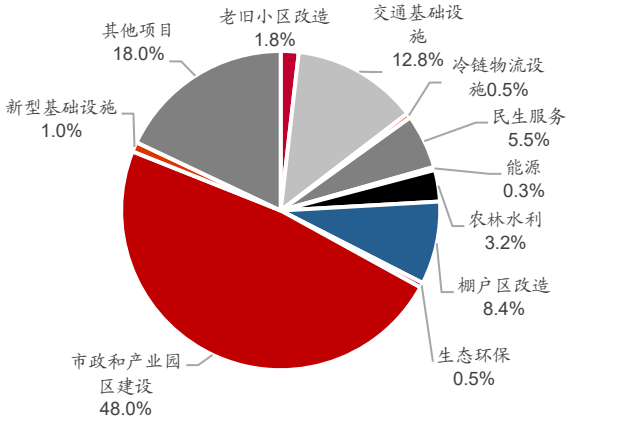
2022 年及 2023 年专项债投向领域中，规模前三的领域均为市政和产业园区基础设施、交通基础设施和棚户区改造，2022 年三个领域占比分别为 56.5%、15.1%和 11.7%，2021 年三个领域占比分别为 48.0%、12.8%和 8.4%。

图表 50：2022 年专项债投向领域



来源：企业预警通，中泰证券研究所

图表 51：2023 年专项债投向领域



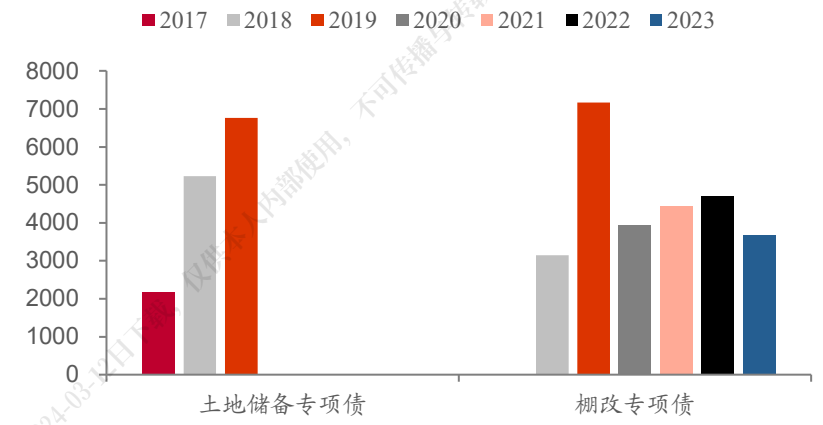
来源：企业预警通，中泰证券研究所

■ **土储与棚改专项债**

2018 和 2019 年，专项债为支持土地开发与棚户区改造，推动房地产去库存，土地储备和棚户区改造专项债发行规模占新增专项债的比例每年均超过 60%。但在 2019 年 9 月，国常会[115]提出“专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。”当年 10-12 月未有土储和棚改债发行。

2020 年，棚改专项债政策有所放松，允许专项债用于存量棚改项目[116]，当年 7 月底棚改债恢复发行。2021 年 7 月《关于梳理 2021 年新增专项债券项目资金需求的通知》[117]把保障性安居工程纳入专项债使用领域，对棚改专项债发行继续有所放开，而且可用于租赁住房建设的土地储备项目。但总体上看，棚改和土储专项债的监管仍然偏紧。

图表 52：2017-2023 年土储债和棚改债发行规模（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

据 21 世纪经济网报道[118]，财政部曾表示“土地储备支出中的征地和拆迁补偿支出中有一部分不能形成当期实物工作量，为更好发挥专项债券对有效投资的拉动作用，按照国务院常务会议部署，自 2020 年起，新增专项债券暂不安排土地储备项目”。目前暂无相关指导意见说明土地储备债重启发行。

■ **中小银行专项债**

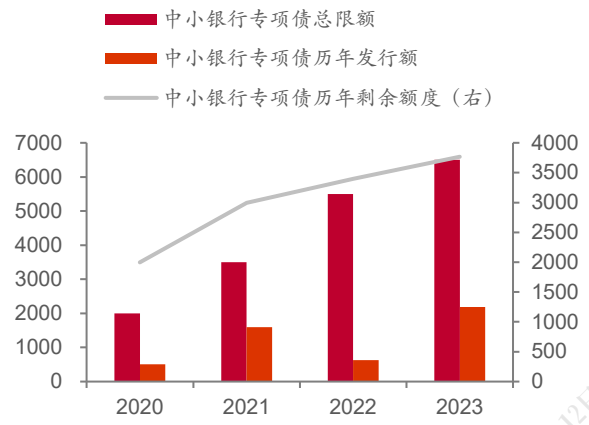
为有序推动中小金融机构改革化险，2020-2023 年共计新增 6500 亿元中小银行专项债额度，专项用于补充中小银行资本金[119]。其中，2020 年 7 月 1 日，国务院常务会[120]决定允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本财政部安排了 2000 亿元专项债券额度，支持 20 个地区的中小银行补充资本；2021 年全国人大批准新增地方政府专项债券的额

115 资料来源：http://www.gov.cn/premier/2019-09/04/content_5427292.htm
116 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/jytafwgk_8379/2017jytafwgk_14529/2018rddbjyfwgk/202010/t20201022_3609264.htm
117 资料来源：http://www.qg.gov.cn/zwgk/zcfg/sjfgwj/202107/t20210702_2582004.htm
118 资料来源：https://www.21jingji.com/article/20230809/herald/5a4ad46cf91124808cb43fe91688266a.html
119 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2023-02/25/content_5743258.htm
120 资料来源：https://jrj.sh.gov.cn/ZXYW178/20210906/91900d90b05b4871bad657979d1a44f7.html

度是 3.65 万亿元，其中用于项目建设的新增专项债券额度是 3.5 万亿元，预留了 1500 亿的中小银行专项债额度；财政部 2022 年 8 月份发布的《2022 年上半年中国财政政策执行情况报告》[121]披露，2022 年中小银行专项债额度为 2000 亿。《2023 年政府工作报告》[122]提到拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元，其中会预留一些中小银行专项债额度。

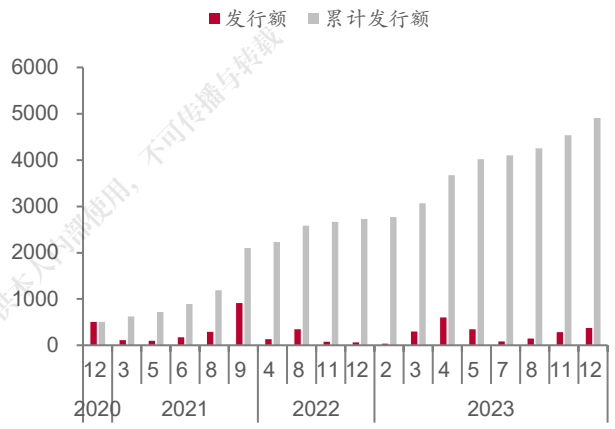
中小银行专项债额度可以在年度间结转使用。2020 至 2023 年，中小银行专项债分别发行 506 亿元、1594 亿元、630 亿元和 2183 亿元。中小银行专项债自 2020 年 12 月起正式发行，截至 2023 年末，中小银行专项债累计发行额达 4913 亿元。

图表 53：2020-2023 年中小银行专项债限额、发行额及剩余额度（亿元）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 54：2020 年以来中小银行专项债各月发行额及逐月累计发行额（亿元）



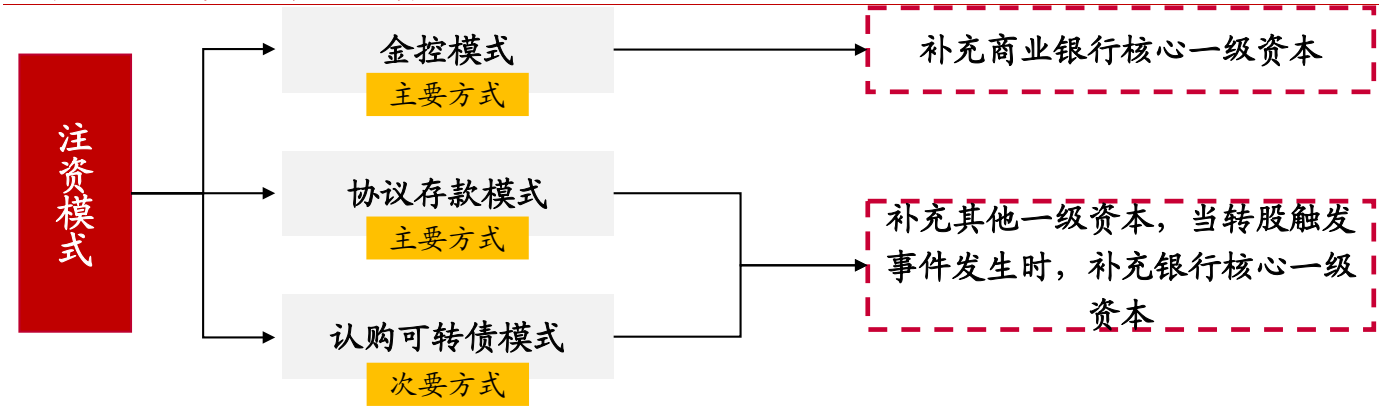
来源：WIND，中泰证券研究所

从已经落地和未来可能落地的注资模式来看，专项债补充中小银行资本主要有三种模式：金控模式、协议存款和认购可转债。其中，金控模式和协议存款是主要方式。金控模式用于补充商业银行核心一级资本，通过资金运营主体向商业银行认购股份或是给商业银行注资；协议存款（投资转股协议存款）和认购可转债已被监管机构认定为银行其他一级资本，而当转股触发事件发生，转股协议存款和可转债转股后可以补充银行核心一级资本。

用户6409891187 于2024-03-12日下载，仅供个人学习使用，不可传播与转载

121 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2022-08/30/content_5707425.htm
122 资料来源：http://www.gov.cn/premier/2023-03/14/content_5746704.htm

图表 55：专项债补充中小银行资本主要模式



来源：中泰证券研究所整理

7、地方债的偿还

地方债可以划分为一般债和专项债，两类债务的偿债资金来源不同。但一般债务和专项债务均可采用借新还旧的办法滚续，只是在具体表述和要求上有所差异[123]。对于一般债务，当赤字不能减少时可采取借新还旧的办法；对于专项债务，当政府性基金或专项收入暂时难以实现时，如收储土地未能按计划出让的，可先通过借新还旧周转，收入实现后即予归还。此外，一般债务和专项债务的利息部分均不得通过发行债券偿还。

图表 56：一般债务和专项债务偿还方法对比

债券类型	预算管理	偿还资金来源（综合表述）	偿还资金来源（本金）	偿还资金来源（利息）
一般债务	纳入一般公共预算管理	主要以一般公共预算收入偿还，当赤字不能减少时可采取借新还旧的办法。	一般债务本金通过一般公共预算收入（包含调入预算稳定调节基金和其他预算资金）、发行一般债券等偿还。	一般债务利息通过一般公共预算收入（包含调入预算稳定调节基金和其他预算资金）等偿还，不得通过发行一般债券偿还。
专项债务	纳入政府性基金预算管理	通过对应的政府性基金或专项收入偿还；政府性基金或专项收入暂时难以实现，如收储土地未能按计划出让的，可先通过借新还旧周转，收入实现后即予归还。	专项债务本金通过对应的政府性基金收入、专项收入、发行专项债券等偿还。	专项债务利息通过对应的政府性基金收入、专项收入偿还，不得通过发行专项债券偿还。

来源：财政部，中泰证券研究所

专项债券又可以进一步划分为普通专项债券和项目收益专项债券，后者的偿债资金来源需要对应到具体的募投项目。下表列示了三种主要项目收益专项债的偿债资金来源。

图表 57：三种项目收益专项债对应的偿还资金来源

债券类型	偿还资金来源
土地储备专项债券	以**项目对应**并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入或国有土地收益基金收入偿还。
收费公路专项债券	以**项目对应**并纳入政府性基金预算管理的车辆通行费收入、专项收入偿还。专项收入包括政府收费公路项目对应的广告收入、服务设施收入、收费公路权益转让收入等。
棚户区改造专项债券	以**项目对应**并纳入政府性基金预算管理的国有土地使用权出让收入、专项收入偿还。专项收入包括属于政府的棚改项目配套商业设施销售、租赁收入以及其他收入。

来源：财政部，中泰证券研究所

[123] 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2016/content_5059103.htm

一般债务和专项债务均可采用借新还旧的方法滚续，再融资债券就是专门用于偿还到期地方政府债券本金的债券种类。那么，如何测算接续率呢？

当前市场对接续率的测算主要有两种口径。第一种是当年接续率=当年再融资债券发行量/当年地方债到期量；第二种是当年接续率=当年用于偿还到期债券本金的再融资债券发行量/当年地方债到期量。这两种口径的计算差异在 2020 年出现，原因在于从 2020 年开始，部分再融资债券的用途变为偿还地方政府存量债务，而不是全部用于偿还到期债券本金。

基于上述两种口径，本文通过三种方式测算 2018-2023 年的接续率：第一种是总接续率，即通过当年再融资债券发行量占地方债到期量的比例测算；第二种是扣除特殊再融资债券后计算的净接续率，我们通过查阅再融资债的信息披露文件，统计出各年再融资债券总发行量中用于偿还到期债券本金的部分，以该部分金额占地方债到期量的比例计算测算出当年的净接续率；第三种是依据财政部披露数据测算的净接续率，财政部披露了 2019 至 2023 年度发行再融资债券偿还到期债务本金的金额，我们以财政部披露的金额占当年地方债到期量的比例测算当年的净接续率。

图表 58：三种接续率的测算（亿元、%）

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
债券还本额	8389	13152	20757	26685	27758	36658
再融资债券发行额	6817	11484	18913	31189	26110	46803
特殊再融资债券发行额	0	0	799	8171	2200	13886
再融资债券偿还本金（扣除特殊再融资债）	6817	11484	18114	23018	23910	32917
再融资债券偿还本金（财政部口径）	未披露	11484	18108	23019	23910	32918
总接续率	81.3%	87.3%	91.1%	116.9%	94.1%	127.7%
净接续率（扣除特殊再融资债）	81.3%	87.3%	87.3%	86.3%	86.1%	89.8%
净接续率（财政部口径）	-	87.3%	87.2%	86.3%	86.1%	89.8%

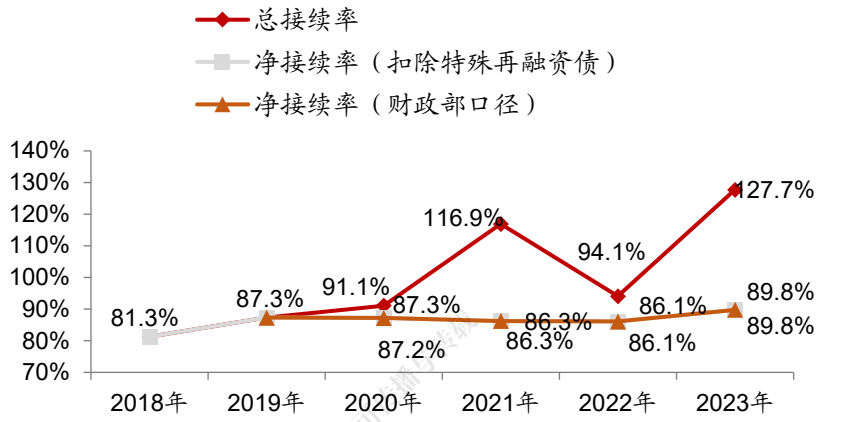
来源：中国地方政府债券信息公开平台、财政部，中泰证券研究所
注：部分数据存在差异，部分仅相差 1 的差异值是由四舍五入导致的。

从三种接续率的差异来看：两种净接续率计算结果没有差异，而总接续率在 **2020 年-2023 年间高于另外两种接续率。**根据《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）[124]的规定，发行地方政府债券用于偿还到期地方政府债券的规模上限，按照申请发债数与到期还本数孰低的原则确定。这一规定初步表明用于偿还到期债券本金的再融资债券发行量不能超过债券到期还本数，即接续率<100%。在 2021 年 6 月 28 日发布的《财政部对十三届全国人大四次会议第 8664 号建议的答复》[125]中，财政部明确指出，“原则上允许地方政府按到期本金规模发行再融资债券，发行规模小于到期债券本金规模，分年逐步缩减”，这同样表明用于偿还到期债券本金的再融资债券发行规模不能超

[124] 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201805/t20180508_2887731.htm
[125] 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/jytafwgk_8379/2021jytafwgk_1/rddbjyfwgk/202108/t20210818_3745978.htm

过到期债券本金规模，即接续率必须≤100%。因此我们可以认为通过第一种方式测算的总接续率不尽合理。从接续率的大小来看，两种净接续率在 2019-2023 年间稳定在 85%-90%区间，也在一定程度上说明了后两种接续率测算更为合理。

图表 59：2018-2023 年接续率变动情况



来源：中国地方政府债券信息公开平台、财政部网站，中泰证券研究所

三、地方债的投资交易要点

本节聚焦于地方债交易要点，从地方债发行场所、投资者结构、利差、期限结构多个层面进行研究，详细分析地方债投资特征。

1、地方债的发行场所

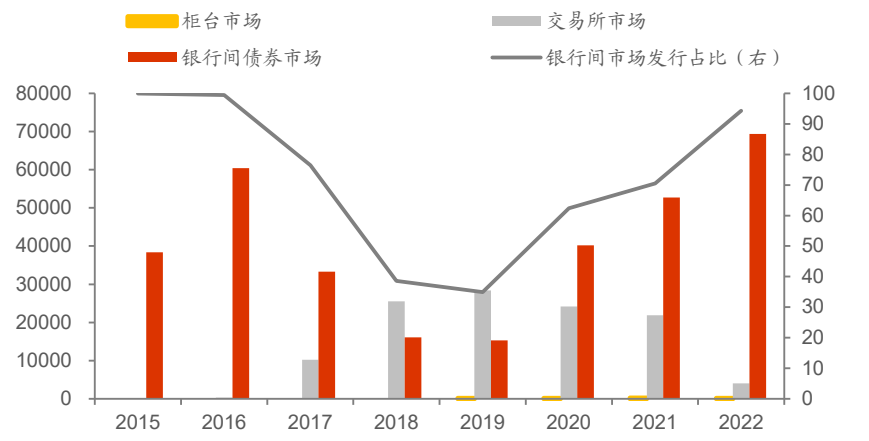
2015 年以来，地方债主要通过全国银行间债券市场、证券交易所债券市场发行。柜台发行于 2019 年才开始兴起，且所占比重较小（2019 年发行 111 亿元，2020 年仅发行 39 亿元）。

2016 年下半年，上海证券交易所开发了财政部上交所政府债券发行系统专门用于政府债券发行，10 月 17 日，财政部正式批复同意启用财政部上交所政府债券发行系统发行地方政府债券[126]。2016 年上交所政府债券发行系统合计发行地方债 300 亿元，分为 3 年、5 年、7 年和 10 年四个期限品种，各期限品种发行量分别为 60 亿元、60 亿元、90 亿元和 90 亿元，打破此前地方债集中于银行间市场发行的格局。2017 年以来，交易所继续积极推进地方债发行。

由于商业银行是地方政府债券市场参与力度最强的投资者，而商业银行又只能在银行间市场进行交易，所以银行间债券市场始终占主要地位。随着交易所地方债发行的兴起，银行间债券市场发行占比在 2019-2020 年间有所回落，2019 年占比下降至 35%；而自 2020 年开始，银行间交易市场交易额快速上升，交易所市场则开始降低。

[126] 资料来源：http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20161114_4202050.shtml

图表 60：2015 年以来地方债发行场所（亿元、%）



来源：中国地方政府债券信息公开平台、财政部网站，中泰证券研究所

地方政府公开发行的一般债券和专项债券，也可通过商业银行柜台市场发行。2019 年 3 月 25 日，财政部成功推出地方债券柜台发行，浙江、宁波地区开始通过商业银行柜台市场发行地方债券，发行渠道进一步拓宽。近年来，地方债柜台发行频率得以重视，财库〔2020〕49 号[127]**要求已开展过的地区 2021 年安排柜台发行应不少于两次，未开展过的地区应至少安排一次**，吸引非金融机构和个人等投资者投资地方债。

离岸发行是 2021 年出现的新发行方式。2021 年 10 月，深圳市政府和广东省政府分别在香港和澳门发行离岸债券 50 亿元和 22 亿元。深圳市、海南省在香港分别于 2022 和 2023 年发行 24 亿元和 50 亿元离岸债券。

2023 年，新疆[128]等省份开启政府存量债券的柜台市场交易业务，以此丰富商业银行柜台债券销售品种、拓展社会公众稳健投资渠道。2024 年 2 月，为进一步促进柜台业务规范发展，**银发〔2024〕45 号**[129]**优化对投资者开户的管理规则，**指出柜台业务开办机构应明确风险权责关系，完善纠纷处理机制；可自主向投资者提供各类报价交易服务，也可与银行间债券市场做市商合作；投资者通过柜台业务开办机构投资地方政府债券时，可在统一主协议基础上双方协商签订补充双边协议，也可直接一对一签订双边协议。目前，全国有 30 家商业银行开办了柜台债券业务[130]，投资者可通过柜台业务交易地方政府债。

2、地方债的投资者结构

地方债最主要的托管场所是银行间市场。商业银行是地方债最主要的持有人，占比约 84.8%[131]。持有比例第二的是非法人产品，占比约为 5.9%，

127 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2021-01/14/content_5579833.htm
128 资料来源：https://czt.xinjiang.gov.cn/czt/xwlb/202307/e7ee12134f0a49fc9de84b276967564c.shtml
129 资料来源：http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/3581332/5255590/index.html
130 资料来源：http://www.pbc.gov.cn/rmyh/3963412/3963426/5254613/index.html
131 每月中旬会披露截至上月末的托管数据，最新数据统计时点为 2024 年 1 月末。

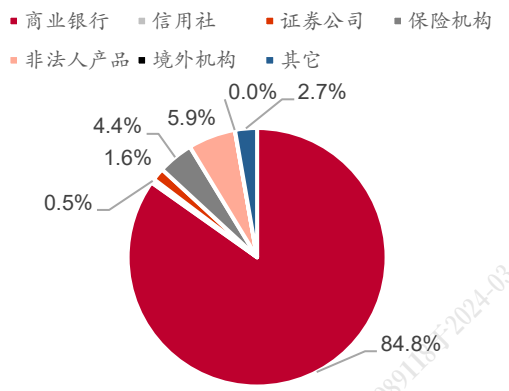
其后为占比约为 4.4%的保险机构。

近年来，商业银行的地方政府债持有量占比始终维持在 85%上下，作为绝大部分地方债的持有者，其新增托管量与地方债净融资额相关性较强，当地方债净融资额较高时商业银行的新增托管量会随之上升。商业银行之所以青睐于投资地方债，是因为地方债的收益得到了相关税收政策[132]的支持，投资地方债所获利息收入免征企业所得税。

证券公司持有的地方债占比也从 2019 年的 0.4%上升至 2023 年的 1.5%，年均复合增长率为 30.0%，增长速度较快。鉴于证券公司对债券的收益和流动性均有较高要求，其持有率的上升可能与近年来地方债换手率提高、流动性增强有关。

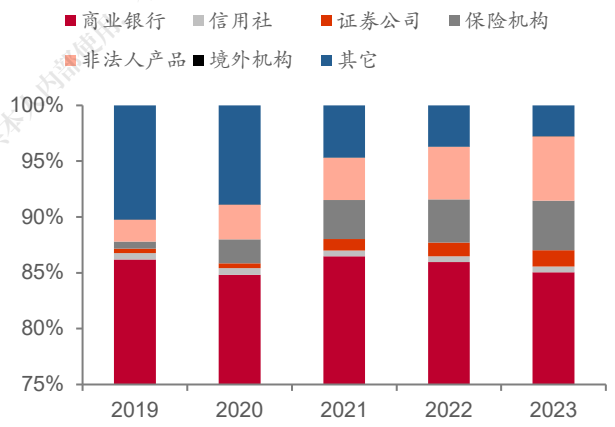
此外，非法人产品和保险机构的地方债持有比例亦有显著增加，但其它投资者的持有比例有所下降。

图表 61：2024 年 1 月地方债银行间交易市场投资者结构



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 62：2019-2023 年地方债银行间交易市场投资者结构变化趋势



来源：WIND，中泰证券研究所
注：采用年末数据。

财政部在《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）中提出“鼓励商业银行、证券公司、保险公司等各类机构和个人，全面参与地方政府债券投资”。2017 年 7 月 7 日，上交所成功试点**个人投资者**参与认购地方政府债券，首批试点债券为浙江省和内蒙古自治区的地方政府债券。2020 年，为进一步扩大金融业对外开放的决策部署，财政部又按程序吸收**外资银行**加入承销团。

目前，商业银行、证券公司、保险公司等各类机构和个人均已参与到地方政府债券的投资中，地方政府债券的投资者结构多元化，提高了地方政府债券市场的流动性并促进地方政府债券发行市场化。**但我国地方政府债券的主要购买力量仍为商业银行，“一家独大”的局面不利于地方政府债券的市场化发展及流动性的改善**，需进一步多元化持有人分配，

[132] 资料来源：http://liaoning.chinatax.gov.cn/art/2022/4/11/art_6456_78363.html?LMCL=fXDjtg

使持有者结构更加均衡，从而建设更广泛的地方政府债券市场，降低发行失败风险。

3、地方债的利差

地方债利差在一级市场和二级市场的走势和影响因素不同，我们分别分析了对地方债一级市场上浮利差和二级市场估值利差的历史变动情况。

■ **一级市场上浮利差**

从上浮利差的点位来看，地方债的发行可划分为以下四个阶段。

第一阶段（2015 年-2016 年 12 月）：地方债起步阶段，市场化程度低，总体利差偏低，非市场化因素明显。2015 年 6 月至 10 月，地方债供给明显增加，总体利差先呈跃升态势，后在 2015 年 11 月至 2016 年整年间波动回落。

第二阶段（2017 年 1 月-2018 年 8 月）：地方债发行压力增加，发行市场化提高，品种和投资主体多元化，利差明显走阔且大部分超过 40bp。财政部在《财政部关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》[133]中明确强调严格按照市场化原则，并不断提高地方债发行市场化水平。与此同时，交易所地方债一级市场更加活跃，相较前几年有大幅跃升，进一步推动了发行市场化。

第三阶段（2018 年 9 月-2021 年 5 月）：固定加点阶段，地方专项债供给压力大。利差上浮设置为 40bp 或以上（2018 年 9 月-2019 年 1 月）：为了确保地方专项债顺利发行，财政部指导商业银行参与地方专项债发行时，投标价格下限应较相同期限国债前 5 个工作日收益率均值上浮 40 个基点或以上。**利差上浮下调为 25bp（2019 年 1 月-2021 年 5 月）：**地方债招标此前一直执行的在国债五日均值上浮 40 个 bp 的投标区间下限调整为 25-40bp。之后江西、湖北招标的多期限地方债，中标利率均为在基准基础上浮 25bp，同时投标倍数较日前有所下滑。从此各地可根据自身情况选择，发达地区可凭借自身良好的资质水平进行更低成本的融资。从市场影响来看，利差压缩开始，一二级的利差收缩增强了市场的联动性，政府调控力度的减弱带来市场定价的更加灵活。

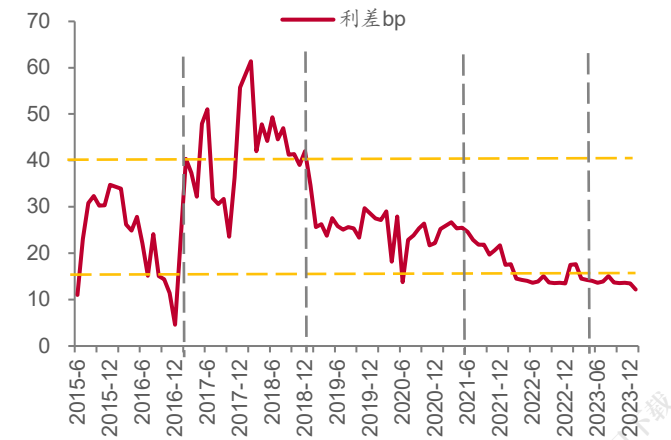
第四阶段（2021 年 5 月-2023 年 4 月）：经济发达地区突破隐形限制，进一步推进市场化发行。2020 年财政部 36 号文提出，鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。2021 年 6 月，广东、浙江、河北、江苏和北京陆续试点，多只地方债发行利率相较前 5 个交易日同期限国债平均收益率仅高不超过 20bp，突破以往利率指导下限。2022 年 1 月，广东、浙江部分期限地方债利差降至 10bp，地方债的市场化发行定价机制开始得到稳固，此后直到 2023 年大部分

[133] 资料来源：http://www.gov.cn/xinwen/2017-02/22/content_5169938.htm

时间均在 25bp 上下浮动。

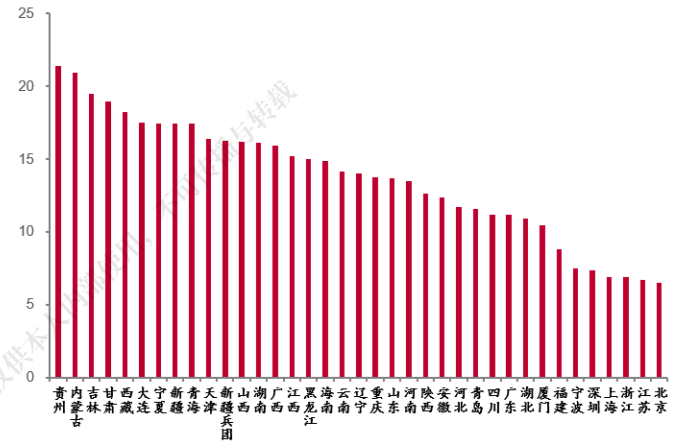
当前阶段（2023 年 5 月-至今）：地方债开始换锚，推进市场化发行。深圳市政府专项债定价换锚[134]，其标位设定参考“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”设置投标区间，此前参考“财政部-中国国债收益率曲线”。同时，广东省也拟将地方债发行利率区间下限统一调整为“国债收益率+5bp”[135]，而在此前，发行利率区间下限为“国债收益率+10bp”。未来一些经济强省也计划将发行定价方式换锚为地方债曲线，而财政债务水平较好的地区利率可能会进一步下降，债务风险高的地方利率可能有所上升。

图表 63：地方债与国债平均利差经历的五个阶段（bp）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 64：2023 年各省市及兵团地方债发行平均利差（bp）



来源：WIND，中泰证券研究所

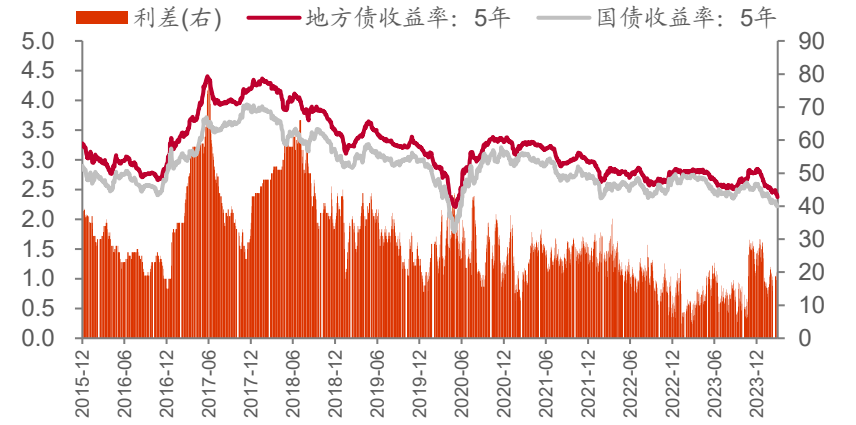
■ **二级估值利差**

地方政府债券的估值收益率走势和国债估值息息相关，2016 年估值利差较为稳定，2017 年估值利差有所抬升。由此可见，在市场利率上行时，地方政府债券收益率的上行幅度更大。

2018 至 2020 年一季度，地方政府债券的估值收益率和估值利差（与国债相比）呈下降态势，2020 年 4 月起由降转升，表明市场情绪依旧谨慎。2021 年至 2023 年末，国债与地方政府债券的估值收益率均呈小幅下降趋势，估值利差逐渐缩小。

134 资料来源：http://szfb.sz.gov.cn/xwzx/gzdt/content/post_10561082.html
135 资料来源：https://www.21jingji.com/article/20230512/herald/65df0fb0a2571e38383ea9a95af6c8c3.html

图表 65：5 年期地方政府债收益率与国债收益率的利差走势（bp）



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 66：各省市 2023 年 3 月-2024 年 2 月地方债利差（bp）

省市	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023/07	2023/08	2023/09	2023/10	2023/11	2023/12	2024/01	2024/02
全国	13.58	16.28	16.69	14.18	14.30	13.45	14.23	20.38	19.45	20.45	18.70	20.59
安徽	12.99	15.90	16.28	14.04	13.21	12.88	13.46	20.30	19.22	20.74	19.20	20.64
北京	12.05	16.54	16.70	11.19	13.24	10.85	11.03	13.26	6.05	16.21	14.35	16.72
大连	15.83	18.33	18.23	17.46	17.44	14.83	14.93	20.82	20.35	20.37	19.78	21.84
福建	15.86	16.67	17.34	19.27	18.43	17.57	16.06	21.95	22.39	22.12	20.18	21.80
甘肃	14.20	16.88	17.56	15.65	14.33	14.26	14.25	20.06	19.86	20.46	19.33	21.60
广东	12.97	15.58	16.18	15.57	14.27	14.31	13.51	17.43	16.90	17.67	15.58	17.57
广西	14.66	16.22	16.58	15.56	13.98	13.08	13.70	19.74	18.25	19.23	16.26	19.96
贵州	20.45	23.65	24.26	20.67	23.05	22.25	22.40	29.67	26.41	26.60	22.15	24.39
海南	14.28	16.54	16.97	13.57	15.03	14.20	14.17	20.07	19.95	20.80	19.56	21.04
河北	7.32	11.46	10.57	8.85	10.25	8.30	10.58	17.13	15.34	15.77	13.65	16.33
河南	10.67	13.90	12.31	11.14	11.94	10.83	11.49	19.08	16.53	18.77	16.59	18.77
黑龙江	14.25	16.38	16.62	15.36	14.37	13.56	17.93	26.39	25.63	26.88	22.16	24.22
湖北	11.95	13.53	12.01	11.38	12.41	11.57	12.62	19.05	17.75	19.42	16.95	19.22
湖南	17.85	18.30	18.77	20.75	23.50	20.40	25.94	30.42	28.77	22.04	20.22	22.51
吉林	11.97	13.04	11.63	13.81	13.00	12.93	15.49	25.39	24.66	23.61	20.53	23.16
江苏	11.97	16.14	16.53	11.58	12.96	12.73	11.78	15.36	10.72	16.66	14.33	17.10
江西	12.97	16.28	16.57	13.85	13.65	12.73	13.83	19.56	18.01	20.39	19.17	20.68
辽宁	20.55	23.68	23.91	20.33	22.55	21.19	21.68	30.32	25.58	26.73	21.86	24.32
内蒙古	19.63	23.61	24.11	20.36	22.76	20.09	21.13	29.02	24.95	27.21	22.65	24.33
宁波	13.57	16.50	16.69	14.86	14.22	13.94	14.29	20.13	19.90	21.04	19.80	21.22
宁夏	11.71	15.45	15.09	11.86	12.43	11.83	12.46	18.97	16.85	18.98	16.62	19.14
青岛	13.79	17.48	17.73	13.60	14.33	13.15	14.37	19.97	18.00	20.29	19.12	21.41
青海	12.33	15.92	16.54	12.32	12.49	11.82	12.67	19.08	17.01	18.97	16.35	19.38
厦门	15.14	16.57	16.63	15.87	16.15	16.58	13.87	20.88	22.03	21.54	20.09	21.82
山东	12.54	15.39	15.64	12.69	12.97	12.78	12.39	19.95	18.46	20.14	18.12	19.52
山西	11.90	15.80	15.89	12.13	12.82	12.78	13.24	19.29	18.05	20.33	19.10	20.60
陕西	13.48	16.46	16.91	14.66	13.72	13.12	13.82	20.03	18.97	20.72	19.57	21.03
上海	12.27	16.18	16.73	12.36	12.83	11.52	10.78	14.56	8.05	16.81	14.20	17.01

深圳	10.00	10.74	10.95	10.51	12.55	11.37	12.48	15.25	14.81	14.12	13.74	15.89
四川	12.45	16.13	16.21	11.15	12.36	11.14	12.21	19.32	17.10	20.39	18.31	19.58
天津	11.44	13.89	12.41	10.75	13.08	11.16	13.40	18.86	16.83	19.23	16.29	19.39
西藏	15.88	16.56	17.57	20.17	18.94	18.32	16.75	22.02	22.57	22.36	20.13	21.86
新疆	13.18	15.76	16.38	13.41	14.52	14.14	14.20	20.61	20.44	21.33	19.86	20.94
新疆兵团	15.26	16.70	17.53	16.94	14.82	14.26	15.44	22.65	23.15	21.89	20.30	21.80
云南	18.84	22.80	23.90	19.28	21.00	17.46	18.13	25.68	23.92	27.06	22.58	24.15
浙江	13.08	16.31	16.72	12.71	14.01	13.90	13.48	15.96	14.42	17.81	15.42	17.34
重庆	14.54	16.39	16.53	16.02	15.39	13.93	13.83	19.80	19.13	19.97	19.13	20.65

源：WIND，中泰证券研究所
注：每月数据为月末最后一个工作日利差数据。

4、地方债的期限结构

2015 年以来，为防范地方债期限错配风险、降低发债成本，针对地方债发行期限的政策频出，监管方面经历了发行期限比例结构限制与放开交替的阶段，**2015 年至 2018 年一季度，地方债发行期限监管较为严格**，这一阶段期限品种较为单一，且对于土地储备、政府收费公路、棚户改造三类专项债作出了明确的最长期限规定；**2018 年二季度开始，监管有所放松**，表现为地方债品种增加、专项债和一般债的期限比例结构陆续解除限制，并鼓励逐步提高长期专项债占比；**2020 年二季度开始，地方债发行期限监管再次收紧**，对于专项债要维持“期限与项目期限相匹配”的同时避免人为将偿债责任后移，对于一般债作出平均发行期限不得超过 10 年的规定；**2021 年一季度以来，监管维持之前的趋势较为稳定，**一般债的平均期限维持低位，专项债由于可以结合项目周期、债券市场需求等因素确定期限，平均期限有所拉长。

图表 67：地方债期限结构政策梳理

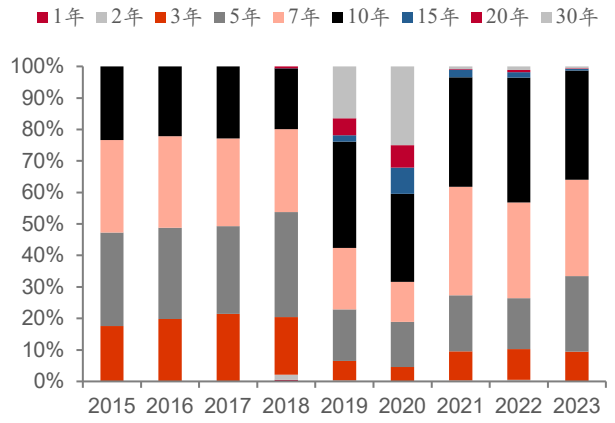
时间	部门	文件	主要内容
2015 年 3 月	财政部	《地方政府一般债券发行管理暂行办法》（财库〔2015〕64 号）	**地方一般债：一般债券期限为 1 年、3 年、5 年、7 年和 10 年，**由各地根据资金需求和债券市场状况等因素合理确定，但单一期限债券的发行规模**不得超过一般债券当年发行规模的 30%。**
2015 年 4 月	财政部	《地方政府专项债券发行管理暂行办法》（财库〔2015〕83 号）	**地方专项债：期限为 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年和 10 年。7 年和 10 年期债券的合计发行规模不得超过专项债券全年发行规模的 50%。**
2015 年 4 月	财政部	《关于做好 2015 年地方政府专项债券发行工作的通知》（财库〔2015〕85 号）	**地方债：**合理设计债券期限结构，避免今后因地方政府债券集中到期而出现偿债高峰，确保对应的政府性基金或专项收入能够足额支付债券本息。 **地方专项债：**期限原则上应当与对应项目建设周期、收益回收期等相协调。项目建设周期 3 年以上的，原则上应当根据各年资金需求量等情况采取分期发行专项债券的方式融资。
2017 年 2 月	财政部	《关于做好 2017 年地方政府债券发行工作的通知》（财库〔2017〕59 号）	**地方债：**地方财政部门应当按年度、项目实际统筹设计债券期限结构，**可适当减少每次发行的期限品种。**鼓励发行规模较大、次数较多的地区，研究建立地方债续发行机制，合理设计地方债续发行期限品种、规模，每期债券可续发 1-2 次，以适当增大单期债券规模，同时避免出现单次兑付规模过大。
2017 年 6 月	财政部	关于印发《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》的通知（财预〔2017〕62 号）	**地方专项债：土地储备专项债券期限应当与土地储备项目期限相适应，原则上不超过 5 年**，具体由市县级财政部门会同本级国土资源部门、土地储备机构根据项目周期、债务管理要求等因素提出建议，报省级财政部门确定。
2017 年 7 月	财政部	关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知（财预〔2017〕97 号）	**地方专项债：收费公路专项债券期限应当与政府收费公路收费期限相适应，原则上单次发行不超过 15 年**，具体由省级财政部门会同省级交通运输部门根据项目建设、运营、回收周期和债券市场状况等因素综合确定。

2018 年 3 月	财政部	关于印发《试点发行地方政府棚户区改造专项债券管理办法》的通知（财预〔2018〕28 号）	**地方专项债：棚改专项债券期限应当与棚户区改造项目的征迁和土地收储、出让期限相适应，原则上不超过 15 年**，可根据项目实际适当延长，避免期限错配风险。
2018 年 5 月	财政部	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2018〕61 号）	**地方一般债：增加 2 年、15 年、20 年期限。**各地应当根据项目资金状况、市场需求等因素，合理安排债券期限结构。 公开发行的 7 年期以下（不含 7 年期）一般债券，每个期限品种发行规模**不再设定发行比例上限**；公开发行的 7 年期以上（含 7 年期）债券发行总规模**不得超过全年公开发行一般债券总规模的 60%**；公开发行的 10 年期以上（不含 10 年期）一般债券发行总规模，**不得超过全年公开发行 2 年期以下（含 2 年期）一般债券规模。** **地方专项债：普通专项债券增加 15 年、20 年期限。** 各地应当按照相关规定，合理设置地方政府债券期限结构，并按年度、项目实际统筹安排债券期限，**适当减少每次发行的期限品种。** **普通专项债券：**公开发行的 7 年期以上（含 7 年期）普通专项债券发行总规模**不得超过全年公开发行普通专项债券总规模的 60%**；公开发行的 10 年期以上（不含 10 年期）普通专项债券发行总规模，**不得超过全年公开发行 2 年期以下（含 2 年期）普通专项债券规模。** **项目收益专项债券：**各地应当按照相关规定，充分结合项目建设运营周期、资金需求、项目对应的政府性基金收入和专项收入情况、债券市场需求等因素，合理确定专项债券期限。
2018 年 8 月	财政部	《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》（财库〔2018〕72 号）	**地方专项债：不再限制专项债券期限比例结构，**各地应当根据项目建设、债券市场需求等合理确定专项债券期限。
2019 年 4 月	财政部	《关于做好地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2019〕23 号）	**地方债：财政部不再限制地方债券期限比例结构，**地方财政部门自主确定期限。 **地方一般债：**地方财政部门应当合理均衡各期限发行规模，满足更多类型投资者的期限偏好。 **地方专项债：**地方财政部门应当根据项目实际情况，综合考虑项目期限、投资者需求、债务年度分布等因素，科学确定发行期限，**逐步提高长期债券发行占比，**更好匹配项目资金需求和期限。
2019 年 6 月	中共中央、国务院	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	**地方专项债：合理提高长期专项债券期限比例。**专项债券期限原则上与项目期限相匹配，并统筹考虑投资者需求、到期债务分布等因素科学确定，降低期限错配风险，防止资金闲置。 **逐步提高长期债券发行占比，**对于铁路、城际交通、收费公路、水利工程等建设和运营期限较长的重大项目，**鼓励发行 10 年期以上的长期专项债券，**更好匹配项目资金需求和期限。 组合使用专项债券和市场化融资的项目，**专项债券、市场化融资期限与项目期限保持一致。** **再融资专项债券：合理确定期限，原则上与同一项目剩余期限相匹配，**避免频繁发债增加成本。
2020 年 11 月	财政部	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》（财库〔2020〕36 号）	**地方债：**地方债期限为 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年、**30 年；**应当统筹考虑地方债收益率曲线建设、项目期限、融资成本、到期债务分布、投资者需求等因素科学设计债券期限。 **地方一般债：**均衡一般债券期限结构。**新增一般债：平均发行期限应当控制在 10 年以下（含 10 年），10 年以上（不含 10 年）新增一般债券发行规模应当控制在当年新增一般债券发行总额的 30%以下（含 30%）；再融资一般债：期限应当控制在 10 年以下（含 10 年）。** **地方专项债：**专项债券期限与项目期限相匹配。**新增专项债：**到期后原则上由地方政府安排政府性基金收入、专项收入偿还，债券与项目期限不匹配的允许在同一项目周期内接续发行；**再融资专项债：**期限原则上与同一项目剩余期限相匹配。
2020 年 12 月	财政部	《地方政府债券发行管理办法》（财库〔2020〕43 号）	**地方债：**地方财政部门应当根据项目期限、融资成本、到期债务分布、投资者需求、债券市场状况等因素，合理确定债券期限结构。 **地方一般债：**应当均衡一般债券期限结构。 **地方专项债：**充分结合项目周期、债券市场需求等合理确定专项债券期限，专项债券期限应当与项目期限相匹配。 专项债券期限与项目期限不匹配的，可在同一项目周期内以接续发行的方式进行融资。
2021 年 1 月	财政部	《关于进一步做好地方政府债券柜台发行工作的通知》（财库〔2020〕49 号）	**地方债：通过柜台发行的地方债以中短期为主，**地方财政部门应当结合实际情况，优先选择具有本地区特点、项目收益较高的债券，**期限方面优先考虑安排 5 年期以下（含 5 年期）债券。**
2022 年 10 月	财政部	《关于支持深圳探索创新财政政策体系与管理体制的实施意见》（财预〔2022〕139 号）	**地方专项债：常态化储备、滚动化评审。**加强地方政府债券发行管理，完善发行计划、期限结构和定价机制，合理控制筹资成本。支持深圳继续赴境外发行离岸人民币地方政府债券，推动粤港澳大湾区金融市场互联互通。探索建立政府偿债备付金制度，防范地方政府专项债券兑付风险。

来源：财政部、中共中央、国务院，中泰证券研究所

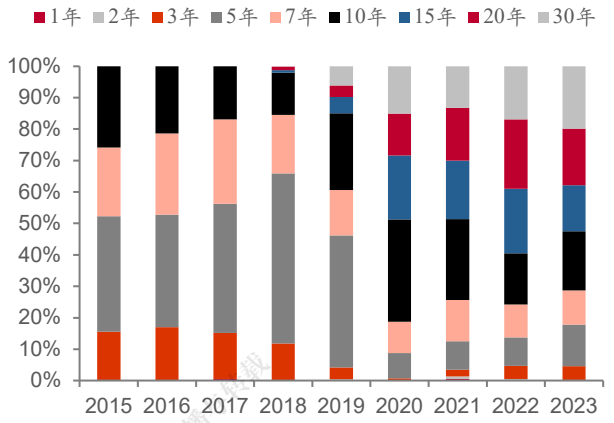
一般债发行以 7 年和 10 年期的长期限债为主，除 2019、2020 年 15 年期及以上的超长期限债发行较多外，总体期限结构较为稳定。专项债在 2019 年以前同样以 5、7、10 年期债券为主，而后超长期限债发行愈发频繁，在 2022 年及 2023 年占比均超过 50%。

图表 68：2015-2023 年一般债发行期限结构



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 69：2015-2023 年专项债发行期限结构



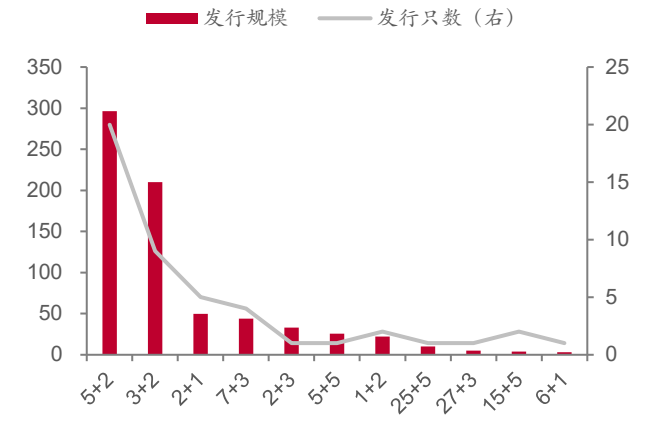
来源：WIND，中泰证券研究所

值得注意的是，地方债可以含权发行。土储专项债率先尝试含权发行，在《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》[136]中，财政部提出在土地储备专项债券发行时，可以约定根据土地出让收入情况提前偿还债券本金的条款，以此鼓励地方政府设计合理的债券期限结构。2020 年，财政部印发《地方政府债券发行管理办法》[137]，允许地方政府在保障债权人合法权益的前提下，到期偿还、提前偿还、分期偿还债券本金。截至 2023 年末，共有 47 只含赎回条款的地方政府债发行，发行期限较多为“5+2”、“3+2”模式。

2024 年 2 月，深圳市财政局公告将不行使“19 深圳债 09”的赎回权[138]。本次政府债不提前赎回并非首例，此前已有超过 10 只地方债未行使赎回权，推测可能原因为受相关项目影响无法统一偿还全部债券本金等。

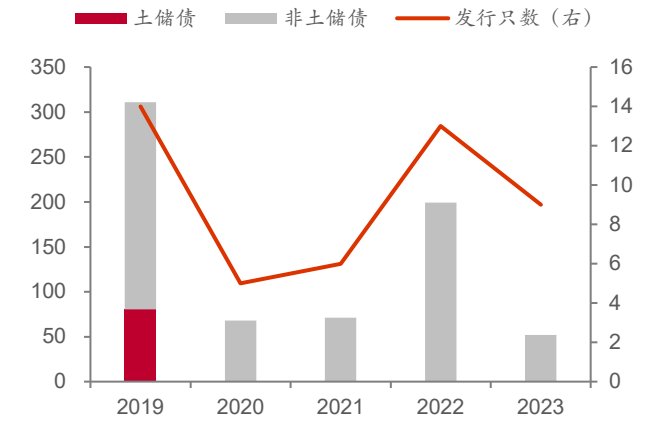
136 资料来源：https://www.gov.cn/xinwen/2019-06/22/content_5402341.htm
137 资料来源：https://www.gov.cn/gongbao/content/2021/content_5588832.htm?eqid=bd3af990001303fd000000046465b408
138 资料来源：http://szfb.sz.gov.cn/gkmlpt/content/11/11169/mpost_11169371.html#4454

图表 70：截至 2023 年末含权债各发行期限对应发行规模（亿元、只）



来源：WIND，中泰证券研究所

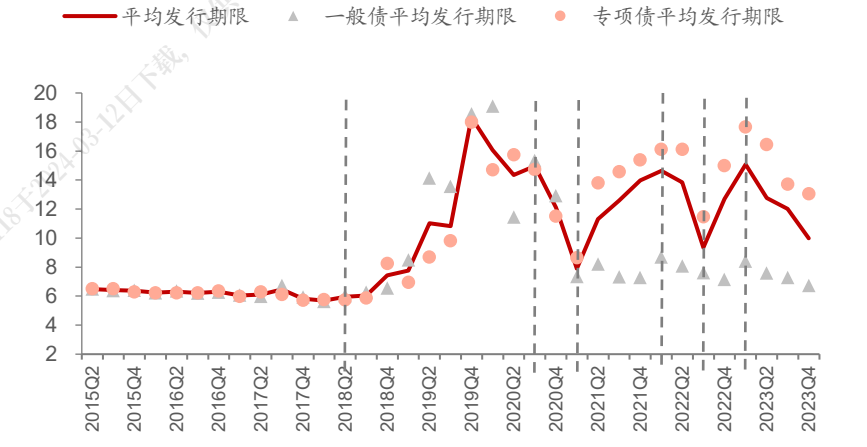
图表 71：2019-2023 年含权债发行规模（亿元、只）



来源：WIND，中泰证券研究所

地方债发行期限可以划分为以下七个阶段：（1）2018 年一季度之前平均发行期限维持低位；（2）2018 年二季度开始有所拉长；（3）2020 年三季度开始有所缩短；（4）2021 年一季度之后再度回升；（5）2022 年一季度之后的下降；（6）2022 年三季度之后再度回升；（7）2023 年一季度之后再度缩短。

图表 72：2015 年至今地方债平均发行期限（年）



来源：中国地方政府债券信息公开平台、WIND，中泰证券研究所

（1）第一阶段：平均期限维持低位

2015 年，地方债自主发行全面放开，出于稳定地方债发行市场的考虑，对于发行期限的监管较为严格，平均期限整体较短。64 号文[139]、83 号文[140]对于地方一般债、地方专项债期限结构作出严格规定，且此时期限品种较为单一。此后 85 号文[141]、59 号文[142]陆续出台，保持谨慎监管态度，政策鼓励期限与项目周期相匹配、可适当减少每次发行的期限品

139 资料来源：http://www.gov.cn/gongbao/content/2015/content_2883244.htm
140 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201504/t20150407_1213553.htm
141 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201504/t20150409_1214768.htm
142 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201702/t20170221_2539308.htm

种。2017 年，项目收益自平衡专项债试点发行，根据 89 号文[143]的要求，首先在土地储备、政府收费公路 2 个领域进行试点，财政部陆续对这两类专项债作出最长期限的规定，原则上分别不超过 5 年、不超过 15 年；2018 年，棚改专项债推行，28 号文[144]规定其期限原则上不超过 15 年。这一阶段地方债平均发行期限为 6 年左右。

（2）第二阶段：平均期限拉长

2018 年二季度开始，地方债品种增加、监管限制有所放松，发行期限逐渐拉长。2018 年 5 月，61 号文[145]增加了地方债 2 年、15 年和 20 年的期限品种，但对于较长期限品种仍存在比例限制。进一步地，同年 8 月，72 号文[146]指出“不再限制专项债券期限比例结构”，地方专项债期限限制率先放开。次年 4 月，23 号文[147]全面放开地方债期限结构限制，各地财政部门可以自主确定期限，并鼓励逐步提高长期专项债占比。6 月，监管再次强调逐步提高长期专项债发行占比，并明确指出鼓励发行 10 年期以上的专项债。在政策鼓励下，地方债期限不断拉长，在 2019 年四季度达到顶峰，平均期限为 17 年左右，随后平均期限有所回落，但仍处于历史高位，居于 14-16 年之间。

（3）第三阶段：平均期限缩短

地方债发行期限上行导致筹资成本相应增加，为降低成本，监管再次对地方债发行期限作出限制，平均期限下行。2020 年 7 月，监管再次开始收紧，在维持“期限与项目期限相匹配”原则不变的背景下，94 号文[148]指出在鼓励发行长期专项债的同时，也要避免人为将偿债责任后移。同年 11 月，36 号文[149]再次对地方一般债期限结构作出限制，新增一般债和再融资一般债平均发行期限均不得超过 10 年。2021 年，49 号文[150]对于柜台发行的地方债优先考虑安排 5 年期以下的债券。在政策限制下，地方债期限有所回落，平均发行期限下降至 8 年以下。

（4）第四阶段：平均期限回升

2021 年一季度之后，地方债平均发行期限有所回升，主因专项债期限拉长导致。由于一般专项债期限结构限制较为严格，其平均期限维持低位，介于 7-8 年左右；而地方专项债发行较为灵活，结合项目周期、债券市场需求等因素确定期限，2021 年二季度以来 15 年期、20 年期、30 年期专项债发行显著增加，专项债平均期限持续拉长，截至四季度末回升至 14 年左右。在二者的综合作用下，地方债整体平均期限拉长。

（5）第五阶段：平均期限缩短

2022 年三季度，地方债发行平均期限骤降，主要是由于专项债期限缩

143 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201707/t20170724_2656632.htm
144 资料来源：http://yss.mof.gov.cn/zhuantilanmu/dfzgl/zcfg/201804/t20180402_2858433.htm
145 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201805/t20180508_2887731.htm
146 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201808/t20180814_2987600.htm
147 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/201904/t20190430_3237973.htm
148 资料来源：http://www.gov.cn/zhengce/zhengceku/2020-07/29/content_5530987.htm
149 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/202011/t20201111_3621046.htm
150 资料来源：http://gks.mof.gov.cn/ztztz/guozaiguanli/difangzhengfuzhaiquan/202101/t20210113_3643329.htm

短所导致。由于该季度所发行的 10 年期、15 年期、20 年期和 30 年期大幅减少，2022 年三季度以来地方专项债发行平均期限仅为 11.5 年，而后这一趋势便于 2023 年 4 季度终止，回归到 2021 年的平均水平。

（6）第六阶段：平均期限再度回升

2023 年一季度，新发行债券期限结构调整，专项债发行平均期限达到接近历史最高水平的 17.7 年，15、20 和 30 年期超长期限债券发行规模均超过 3000 亿元，致使总体平均期限大幅提升。

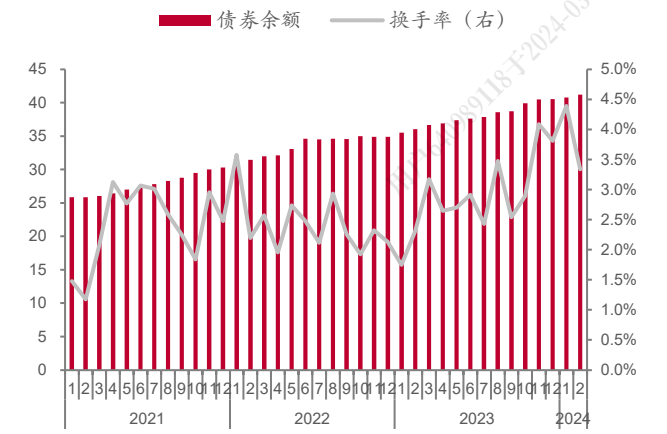
（7）第七阶段：平均期限再度缩短

2023 年 2 季度及之后，专项债发行期限与规模均处于下降态势，逐渐回归到 2022 年初水平；一般债发行期限则始终较为稳定，7 年期与 10 年期一般债占比始终保持在 50%以上，总体平均期限回落。

5、地方债的交易量与换手率

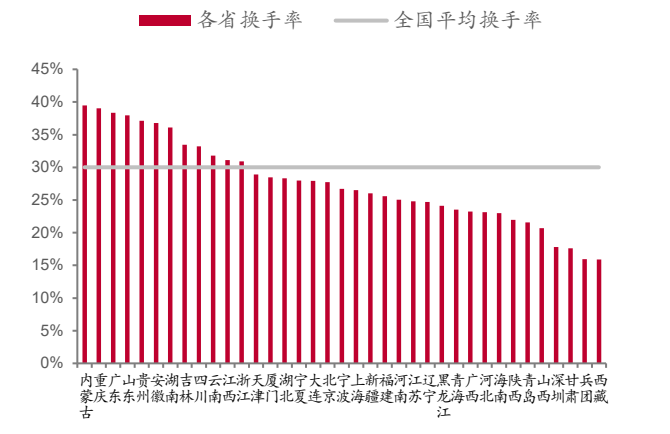
近年来，随着地方政府债券余额逐步上升，总体二级市场地方政府债交易量与债券换手率均呈上升趋势，地方政府债市场交易愈加频繁、流动性逐渐增强。地方政府债换手率数据在月度间波动较大，大体而言在每年年初时处于相对低谷期，在年中时换手率较高。2023 年，全国地方债平均年频换手率为 30%，地区间换手率差异较大。

图表 73：2021 年以来地方政府债券余额及月频换手率（万亿元、%）



来源：WIND，中泰证券研究所
注：地方债月频换手率=该月地方政府债券成交量/该月月末债券余额。

图表 74：2023 各省市地方政府债年频换手率（%）



来源：WIND，中泰证券研究所
注：2023 年地方债年频换手率=2023 年地方政府债券成交量/（2023 年年初债券余额+2023 年年末债券余额）。

四、总结

本文从地方政府债券的发展历程出发，介绍了其限额管理、债券分类、发行与偿还等规则脉络，并对地方债的投资交易要点进行了详细分析。

在第一部分，本文对地方政府举债模式的演变过程进行了梳理。此后，我们从地方债的分类和预算绩效管理方面对地方债的基本情况作了介

绍。在分类方面，地方债可按募投项目是否有收益划分为一般债和专项债，按资金用途划分为新增债、置换债和再融资债，按发行方式划分为定向发行债券和公开发行债券。在预算绩效管理方面，我国早期着重进行地方债预算管理工作，之后进入了预算和绩效管理一体化阶段，近年来预算绩效管理不断规范化。

在第二部分，本文对地方债的发行、使用与偿还情况进行了介绍。本文将地方债的发行流程分为准备阶段和正式发行阶段。准备阶段从市县财政部门到省级财政部门逐级上报下一年度一般债务、专项债务和安排公益性资本支出项目的建议；正式发行阶段从全国人大批准国务院上报的地方政府债务总限额开始，至省政府为市县级政府代为举借债务结束。

由于我国地方债发行实行限额管理制度，本文重点分析了地方债限额分配、限额调配和限额空间。我们对限额分配公式进行了代数变换，分离出了“地区财力”“重大项目支出”两个分配权重，并认为它们决定了新增地方债限额中基础额度的分配，“债务风险系数”等其他因素可视为调节因子，对地方债新增限额分配的影响较小。为了进一步验证结论，我们对新增一般债务限额、新增专项债务限额分别进行了回归检验，结果同样显示政府财力与下一年度新增债务限额之间有显著的相关关系。

通过对历史债务限额情况的梳理，我们总结出地方债限额调配的三种方式：①一般债限额与专项债限额之间的调配；②债务限额跨地区的调配；③债务限额跨年度的调配，并系统梳理了各类调配的发生时间、所涉债券种类、调配目的、调配规模等要点。在对地方债限额空间的研究中，我们明确了每年限额空间净增量的来源，并总结出了直接计算等式。在限额空间的使用方面，我们整理了关于债务限额空间使用的相关政策和具体案例。

在地方债使用方面，我们认为专项债的投向在一定程度上体现了政府对公益性项目投资方向的引导。2017-2018 年，财政部先后推出土储债、收费公路债和棚改债。2019 年 9 月，国常会决定扩大专项债使用范围，且专项债可用于重点领域项目的资本金，比例在全省专项债规模的 20%左右。2020 年专项债重点支持交通基础设施等七大重点领域和“两新一重”、城镇老旧小区改造、公共卫生设施建设等重大项目，并将用于重大项目资本金的比例由 20%提高至 25%。2021 年新增专项债券重点用于交通基础设施，能源项目等领域。2022 年至 2023 年，新增专项债重点领域转为市政及产业园区建设，同时投向领域从原有 9 大领域扩展为 15 个。

在地方债偿还方面，一般债和专项债的偿债资金来源不同，但两类债券均可采用借新还旧的办法滚续。当前市场对接续率的测算主要有两种口径，区分在于分子是否减去用于偿还存量债务的再融资债。我们认为扣减后的接续率口径更为合理，即接续率的计算公式应为：当年接续率=当年用于偿还到期债券本金的再融资债券发行量/当年地方债到期量。利用上述公式计算，发现 2019-2023 年间接续率较为稳定。

在第三部分，我们聚焦于地方债交易要点，从地方债发行场所、投资者结构、利差、期限结构多个层面进行研究。发行场所方面，地方债主要通过全国银行间债券市场、交易所债券市场发行，柜台发行所占比重较小；投资者结构方面，商业银行是地方债最主要的持有人；发行利差方面，地方债利差在一级市场和二级市场的走势和影响因素不同。最后，我们总结了 2015 年以来有关地方债期限的政策文件，并计算了地方债平均发行期限，将地方债的期限结构变化划分为四个历史阶段，对各阶段期限结构变化进行了归因。

风险提示：政策梳理遗漏；政策变化超预期；统计口径不准确；信息更新不及时；数据提取失误。

用户640989118于2024-03-12日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。