

Q1 政府债降低是节奏问题还是结构调整?

--财政政策周报（2024年1月15日-1月19日）

核心观点:

本周主要财政观点:

本周财政政策方面暂无重要政策及数据发布，关注重点仍在一季度政府债券的发行计划：总体来看今年发行节奏显著后移，春节前地方政府债的发行量较低，发集中在三月份。此外，今年整体政府债结构或有一定调整，但大幅调降专项债额度的可能性较低，一季度债券规模较低或主要还是对发行节奏的控制。

地方政府债一季度发行节奏：新增债规模较去年有所降低，新增专项债季度内发行节奏进一步后移。目前大部分省份已基本发布一季度地方政府债券发行计划，通过相关数据已能大致判断出一月份地方政府债券的发行节奏。与去年各地披露的地方债计划相比，今年新增债规模有所降低，季度内发行节奏有所后移，其中三月份为地方政府债券的发行高峰。2024年一、二、三月份新增地方政府债券目前已披露发行金额分别为2782亿元、2863亿元、3887亿元，再融资债券金额分别为1274亿元、1565亿元、2689亿元。

新增债规模降低是发行节奏问题还是债券结构调整？季度内发行后移或许是因为去年年底新增的万亿国债陆续下达缓解了各地政府春节前的资金压力，但新增债总量较去年的降低，究竟是年内地方政府债券发行节奏的问题，还是地方债与国债发行结构的调整，既是否存在大幅调高国债比例，降低专项债额度的可能性？如果是发行节奏的问题，可能影响的是年内基建和经济增长曲线走势，而如果是发行结构的调整，则影响债券市场的整体收益率水平，目前10年期国债和地方债的利差在20-30BP，年初至今有缩窄趋势。

我们认为以上两种因素皆有，其中更多可能是发行节奏的因素，而新增政府债的结构调整主要是考虑或有的特别国债政策（专项债和特别国债均不计入目标赤字率），原因主要有三方面：一是考虑到去年的万亿国债，虽然今年一季度新增债券发行金额较去年降低，但整体一季度财政支出力度仍有保障；二是从中美利差和货币政策角度来看，上半年货币降息面临的汇率压力较大，这在本月的货币政策操作中已有所体现，因此政府债券发行节奏后移或有助于降低债务成本，更好发挥财政和货币政策协同；三是从金融机构利差和近期的部分资产荒来看，2023年下半年开始城投债的发行控制和提前兑付已对部分金融机构的利差有所影响，而负债端由于定期存款的利率锁定，成本降低仍需时间，因此政府综合利率调降不宜过快。

本周主要财政数据及事件:

各省一季度各地政府债券发行情况：截至2024年1月19日，已有28个省、市发布了2024年一季度政府债券发行计划，总金额1.58万亿元，其中新增债券9793.52亿元，新增一般债1952.97亿元，新增专项债7840.54亿元，再融资债券6019.85亿元，再融资一般债2793.75亿元，再融资专项债3226.09亿元。目前还有安徽、河南、湖北、广东、西藏5省和部分计划单列市未披露发行计划。

本周政府债券净融资及中标利率情况：本周国债总偿还3930亿元，发行2640亿元，净融资-1290亿元，其中新发0.5年期国债票面利率为1.78%，0.25年期国债票面利率为1.65%；本周地方债总发行257.82亿元，偿还119.37亿元，净融资138.45亿元，其中新发地方债5年期票面利率2.52%，7年期2.62%。

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

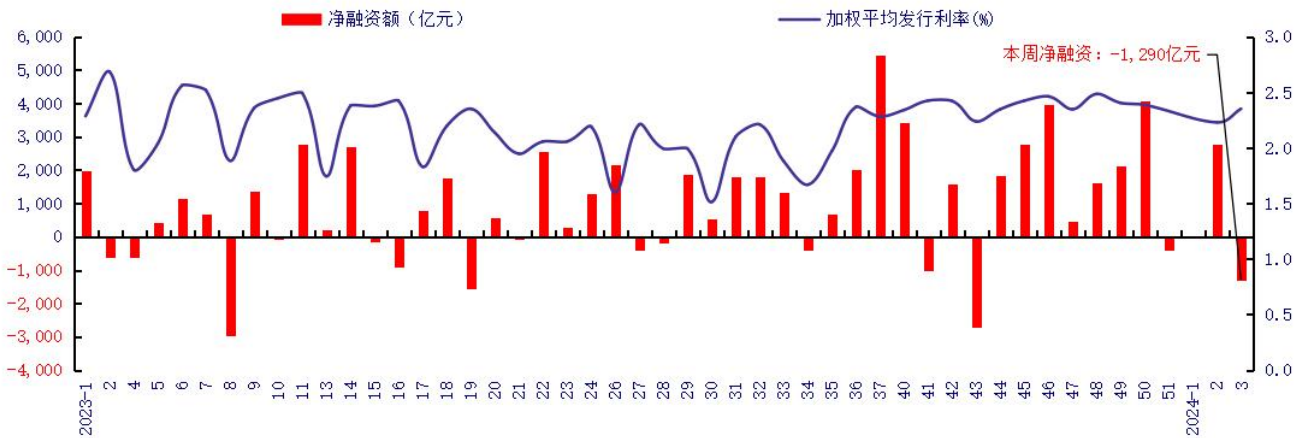
研究助理

聂天奇

风险提示

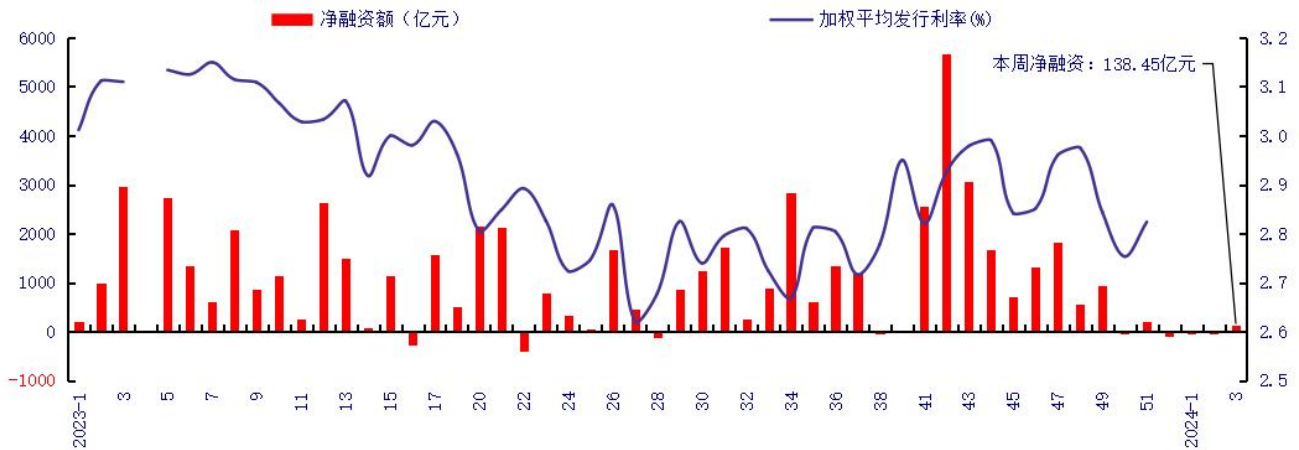
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.财政政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

图 1：2024 年第三周，国债总发行 2640 亿元，偿还 3930 亿元，净融资-1290 亿元，续发债 10 年期票面利率 2.67%、2 年期 2.633%



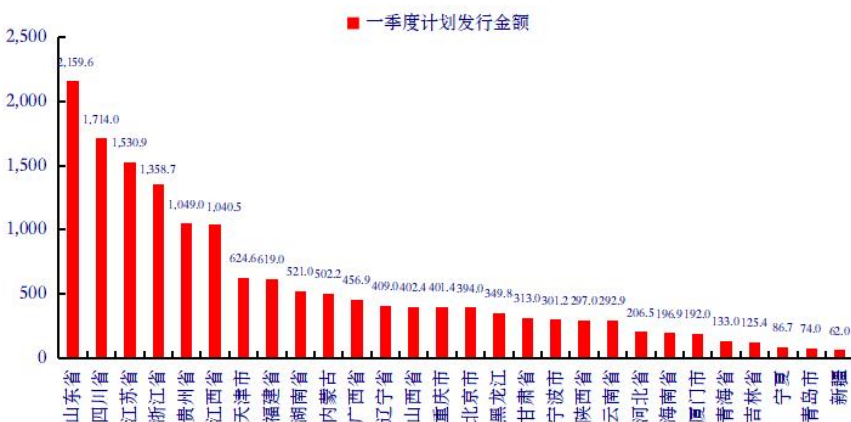
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2：2024 年第三周，地方债总发行 257.82 亿元，偿还 119.37 亿元，净融资 138.45 亿元，新发债 5 年期票面利率 2.52%，7 年期 2.62%。



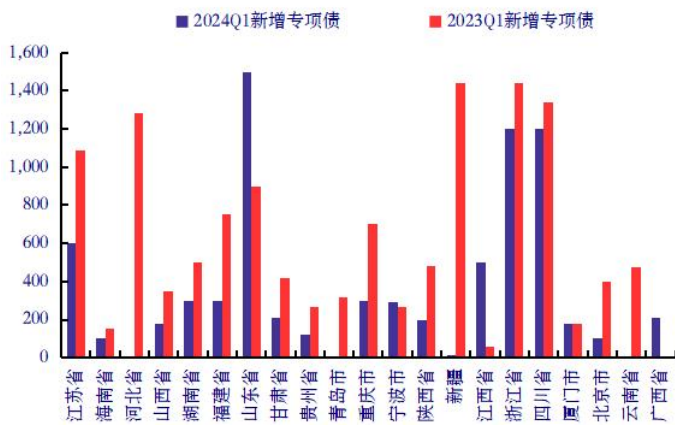
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3：目前各地已披露 2024 年一季度政府债发行额共计 1.58 万亿（单位：亿元）



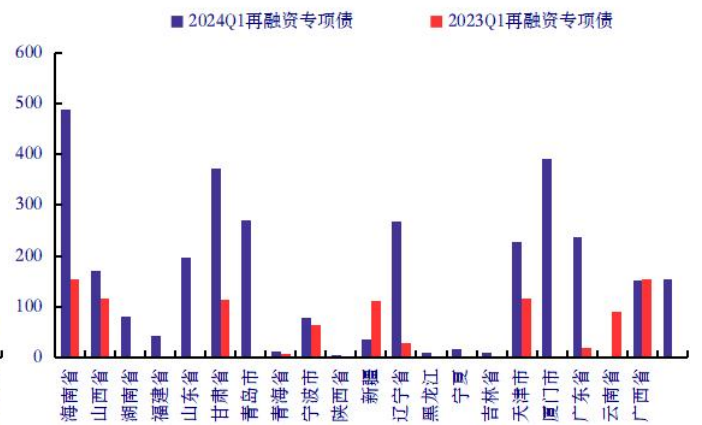
资料来源: Chinabond, 中国银河证券研究院

图 4：2024 年 Q1 各地计划新增专项债额度有所降低（亿元）



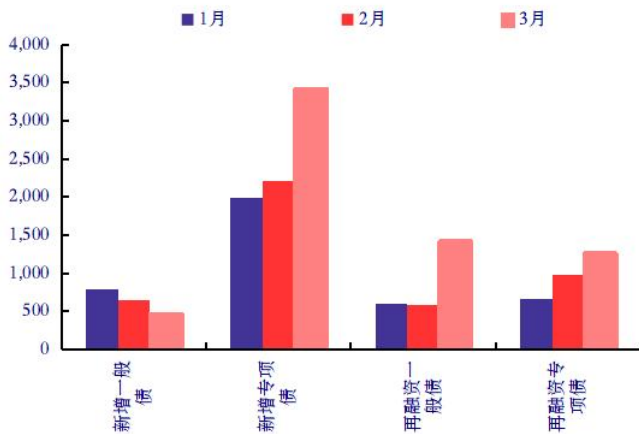
资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

图 5：2024 年 Q1 各地计划再融资专项债额度大幅提升（亿元）



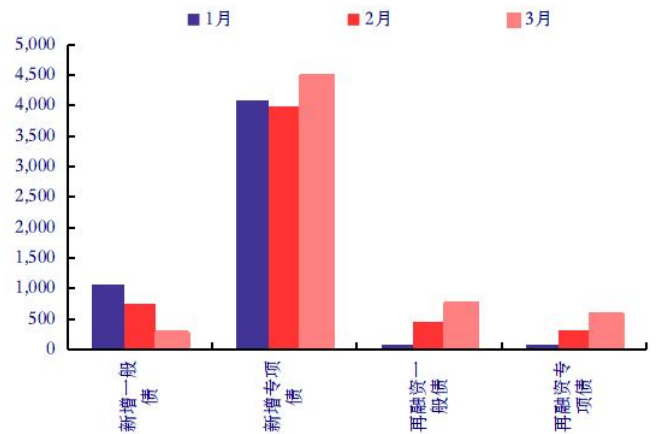
资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

图 6：2024 年地方政府债券一季度发行节奏（亿元）



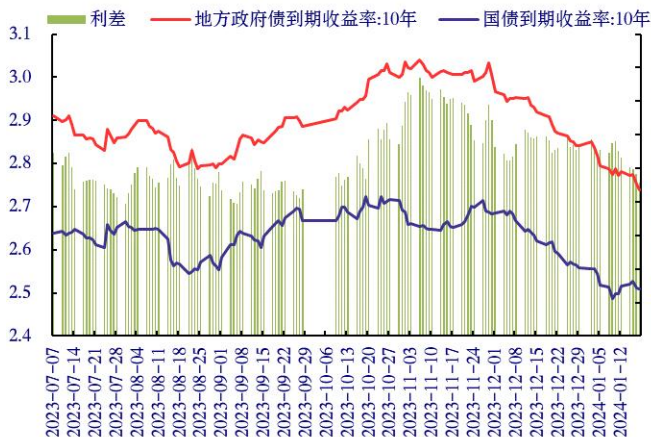
资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

图 7：2023 年地方政府债券一季度发行节奏（亿元）



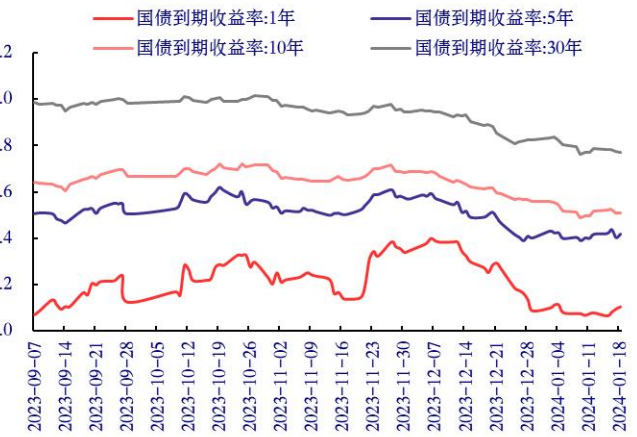
资料来源：Chinabond，中国银河证券研究院

图 8：国债、地方债二级市场收益率利差有所降低（%）



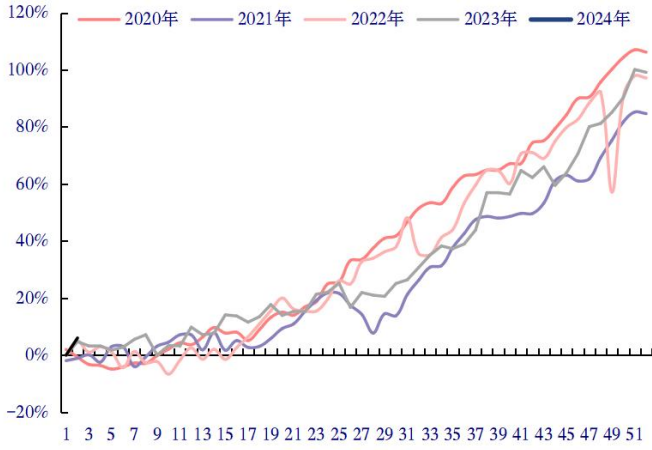
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：各期限国债到期收益率变化（%）



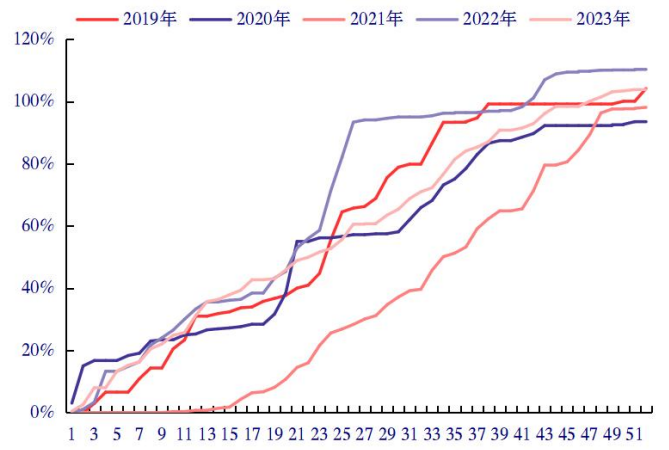
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10: 每周国债发行完成进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 每周专项债发行完成进度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 2024 年第三周, 国债总发行 2640 亿元, 偿还 3930 亿元, 净融资-1290 亿元, 续发债 10 年期票面利率 2.67%、2 年期 2.633%	2
图 2: 2024 年第三周, 地方债总发行 257.82 亿元, 偿还 119.37 亿元, 净融资 138.45 亿元, 新发债 5 年期票面利率 2.52%, 7 年期 2.62%。	2
图 3: 目前各地已披露 2024 年一季度政府债发行额共计 1.58 万亿 (单位: 亿元)	2
图 4: 2024 年 Q1 各地计划新增专项债额度有所降低 (亿元)	3
图 5: 2024 年 Q1 各地计划再融资专项债额度大幅提升 (亿元)	3
图 6: 2024 年地方政府债券一季度发行节奏 (亿元)	3
图 7: 2023 年地方政府债券一季度发行节奏 (亿元)	3
图 8: 国债、地方债二级市场收益率利差有所降低 (%)	3
图 9: 各期限国债到期收益率变化 (%)	3
图 10: 每周国债发行完成进度	4
图 11: 每周专项债发行完成进度	4

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐： 相对基准指数涨幅 10%以上 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐： 相对基准指数涨幅 20%以上 谨慎推荐： 相对基准指数涨幅在 5%~20%之间 中性： 相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 回避： 相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn