

## 后续政府债发行节奏或决定市场利率走势

### 核心观点：

从历史经验来看，当实体融资需求降低，而政府债券融资占社融比重较高时期，新增政府债券的供给与市场利率相关性显著提升，例如2018年底、2019年下半年、2020年上半年、2021年底至2022年初、2023年下半年至今，均是如此。从去年四季度以来，政府债融资占比始终处于高位，且目前尚未看到实体融资需求的显著改善。因此，我们认为今年后续政府债券的发行节奏或将显著影响后三个季度资金压力和利率水平，以及货币政策走向。有必要对其发行规模和节奏进行测算和推演。

**今年财政可用资金大于去年，但政府债总供给小于去年，发行节奏较为重要。** 2024年全年新增政府债券合计为8.96万亿（3.34万亿国债、3.9万亿专项债、1万亿特别国债、0.72万亿一般债），但考虑到去年的万亿国债大部分在今年使用（按8000亿计算），今年政府债务提供的实际资金规模为9.76万亿，显著大于去年7.88万亿。但去年由于特殊再融资债券的发行，实际政府债券供给为9.6万亿。考虑到当前地方债务限额的“余粮”已经不足一万亿，继续大规模发行特殊再融资债券的可能性较小，因此，2024年整体新增政府债供给8.96万亿，小于去年的9.6万亿。

**当前政府债券发行进度如何？** 目前各类政府债的总发行进度为15.7%，略低于过去五年平均水平（17.8%）。其中主要是专项债发行进度（13.6%）大幅低于往年均值（25%），一般债发行进度基本与往年持平，国债发行显著前置，目前已使用全年限额18.2%，高于过去五年的平均水平的2%。根据之前各地方政府公布的一季度地方政府债券发行计划，一般债目前基本发行完毕，专项债仍有约2100亿左右尚未发行。国债方面按照当前发行节奏估计一季度还有2200亿左右发行规模。

**后续三季度政府债券如何发行？债券供给和资金压力如何？** 按照上述地方债和国债一季度的发行规模测算，我们预计今年后三季度还有总计约7.1万亿（略小于去年同期的7.8万亿）的政府债券净融资规模，其中包括3.15万亿专项债、2.5万亿国债、0.45万亿一般债以及尚未开始发行的1万亿特别国债。我们预计特别国债或将在4月开始发行，且大概率采取公开发行加定向降准的方式。因此将其纳入后续债券供给，对后续政府债发行节奏或存在三种可能的发行路径。

**三种政府债券发行路径推演：** 路径1：简单的总量平滑发行，即7.1万亿政府债按月平均至后续9个月（每月约8000亿发行规模），这种发行方式有助于呵护资金面的年度内平稳，但可能造成部分资金难以在当年形成实物工作量，尤其是对用于投资的专项债而言，往年基本均在9月底前发行完毕；路径2：九月前集中发行专项债和特别国债，一般债和国债平滑发行，此种发行方式能够最大限度保障政府债在当年流入实体，但相应的二、三季度的债券发行压力较大（每月约1万亿发行规模）；路径3：九月前集中发行专项债和特别国债，一般债和国债发行相对后置，相比较而言，此种发行路径能够兼顾债券资金形成实物工作量和平滑资金压力的需求，我们认为是相对更优解。但需要注意的是，无论上述哪种发行路径，今年二、三季度的政府债供给压力都将大于去年同期，路径1和路径3或在今年7月份之后供给量小于去年，路径2则需在9月份之后。

**三点主要结论：** 一是从政府债发行的路径推演来看，今年二、三季度的资金供给压力将大于去年，届时可能是货币政策降准、降息配合的时间窗口；二是在当前财政和货币政策协同配合的政策导向下，财政或需采取第三种政府债发行路径，以配合货币政策平滑年内资金压力，那么二、三季度的地方一般债和普通国债发行则需要放慢节奏；三是根据历史经验来看，在二、三季度政府债供给显著提升的情景下，如果后续市场融资需求仍未显著改善，那么资金利率水平短期上行的可能性较高。

### 分析师

章俊

☎：010-8092 8096

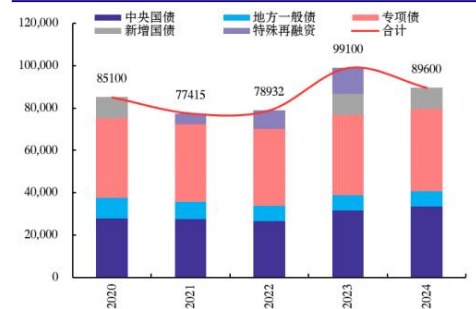
✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

### 研究助理

聂天奇

### 历年政府债务合计融资规模（亿元）



### 风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.财政政策不及预期的风险
- 3.经济超预期下行的风险

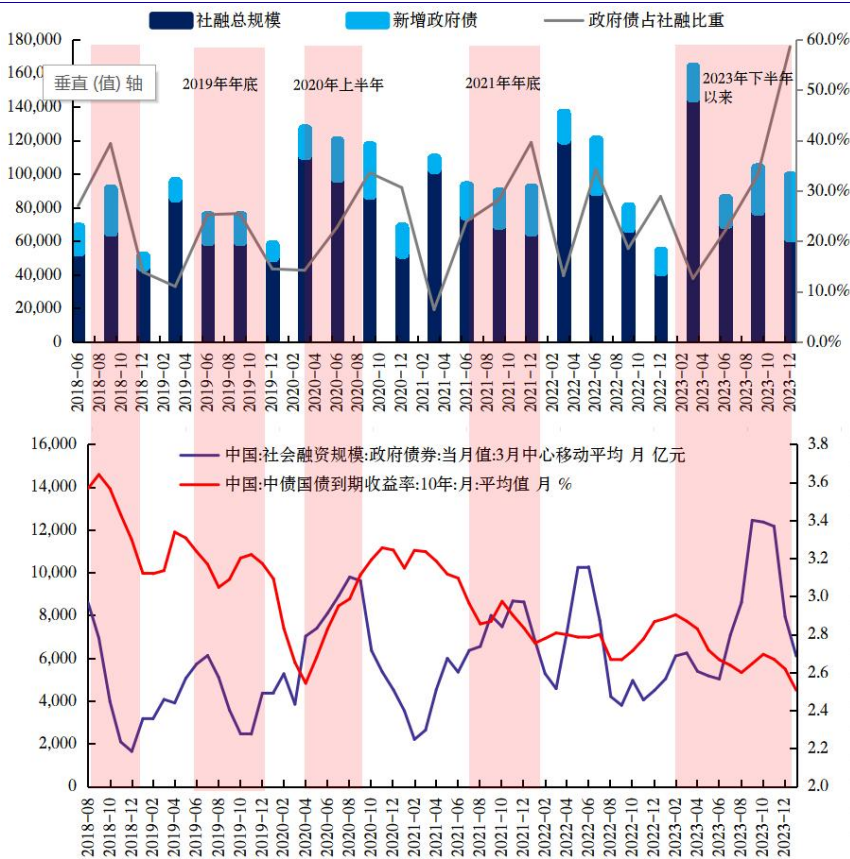
## 目 录

一、 政府融资占比较高时，政府债供给与市场利率相关性提升 .....	3
二、 今年财政可用资金大于去年，但债券供给总压力小于去年 .....	4
三、 当前政府债券发行进度如何？ .....	4
四、 后三季度还有多少政府债供给？ .....	6
五、 三种政府债券发行路径推演 .....	6

## 一、政府融资占比较高时，政府债供给与市场利率相关性提升

当财政债务融资占社融比例提升，市场利率与政府债供给水平的相关性也显著提升。市场资金从历史经验来看，当实体融资需求较弱，而政府债券融资占社融比重较高时期，新增政府债券的供给量对于市场资金利率水平的影响往往较大，例如 2018 年年底、2019 年下半年、2020 年上半年、2021 年年底至 2022 年年初、2023 年下半年，均是如此，如图 1 所示。从去年四季度以来，政府债融资占比始终处于高位，且目前企业和居民中长期信贷需求尚未看出显著改善迹象。因此，我们认为今年政府债券的供给水平和发行节奏或将显著影响后续三季度资金压力，甚至是货币政策走向。

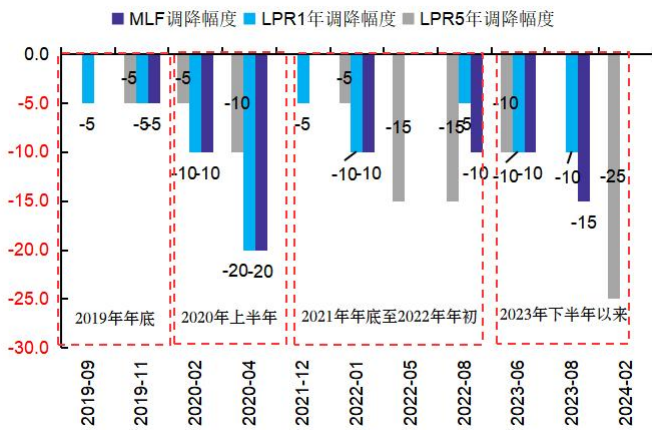
图 1：历年政府债融资占比，政府债供给水平与市场利率相关性（左轴单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

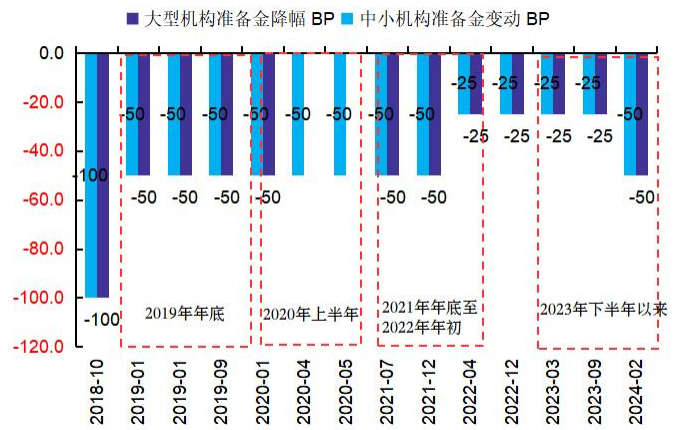
对应以上政府债发行高峰时期，货币政策基本也相应采取了降准降息配合。其背后原因也很好理解：当经济需求旺盛时，资金价格水平理应由市场供给决定，货币政策无需过多干预，甚至在经济过热时需要提高准备金和利率水平以防止产能过剩。而当经济需求不足或在复苏初期，财政发力发行并非市场行为，为避免政府债供给过度提升推高市场利率，使融资需求进一步降低，显然需要货币政策的配合。如图 2、图 3 所示，在新增政府债融资占社融比重较高的历史时期，货币政策也均进行了降准、降息操作。

图 2：过去历次央行降息时间及幅度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 3：过去历次央行降准时间及幅度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、今年财政可用资金大于去年，但债券供给总压力小于去年

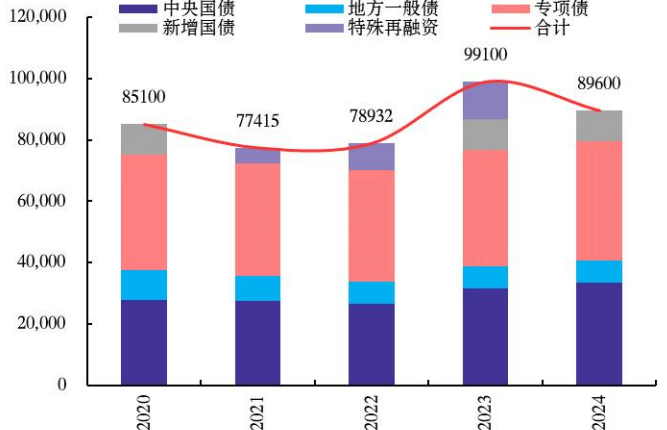
今年财政可用资金大于去年，但总体政府债供给未必高于去年，因此发行节奏较为重要。2024 年全年新增政府债券合计为 8.96 万亿（3.34 万亿国债、3.9 万亿专项债、1 万亿特别国债、0.72 万亿一般债），但考虑到去年发行的万亿国债大部分在今年使用（按 8000 亿计算），今年实际由政府债务提供的可用资金规模为 9.76 万亿，显著大于去年 7.88 万亿，如图 4 所示。

但去年由于特殊再融资债券的发行，实际新增债券供给为 9.6 万亿。考虑到当前地方政府债务可用限额的余额已经不足一万亿，今年继续大规模发行特殊再融资债券的可能性较小。这样来看，2024 年整体新增政府债供给 8.96 万亿，小于去年的 9.6 万亿，如图 5 所示。

图 4：政府债务实际使用额度（亿元），2023 年新增国债按 8000 亿今年使用 图 5：历年政府债务合计融资规模（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

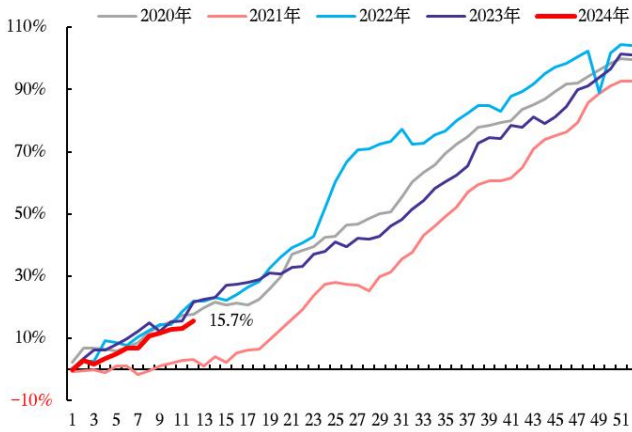


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 三、当前政府债券发行进度如何？

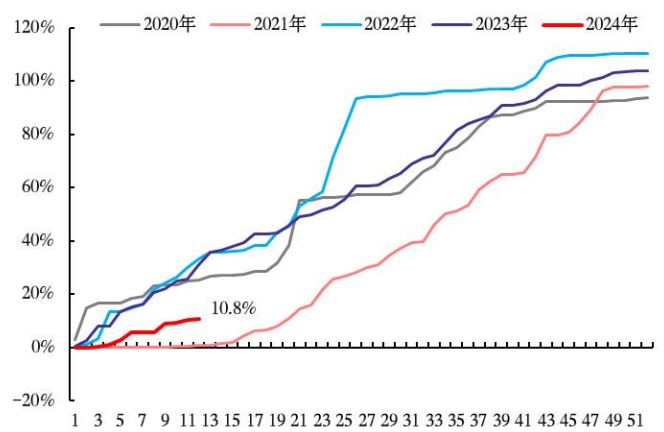
总体节奏较慢，广义政府债券发行进度较慢，国债发行显著前置。截止 2024 年 3 月 22 日，距离 Q1 结束还有最后一周，从目前政府债实际发行情况来看，整体发行进度落后于往年，政府债总发行进度为 15.7%，略低于过去五年平均水平（17.8%）。其中主要是专项债发行进度（13.6%）大幅低于往年均值（25%），一般债发行进度与往年持平，国债发行显著前置，目前已使用全年限额 18.2%，高于过去五年的平均水平为 2%。

图 6：政府债合计发行进度（周频）



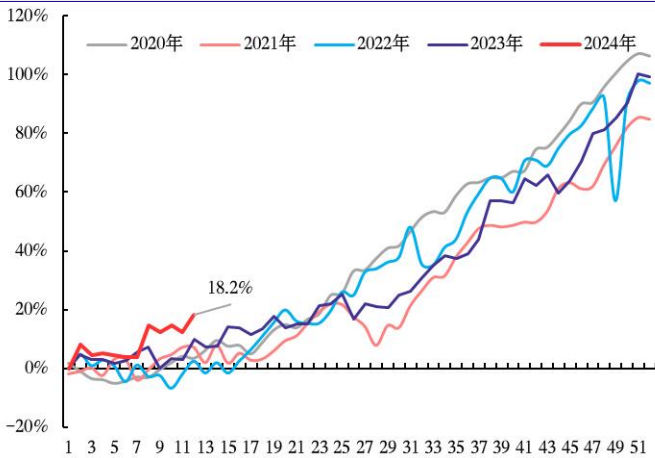
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 7：地方专项债+特别国债发行进度（周频）



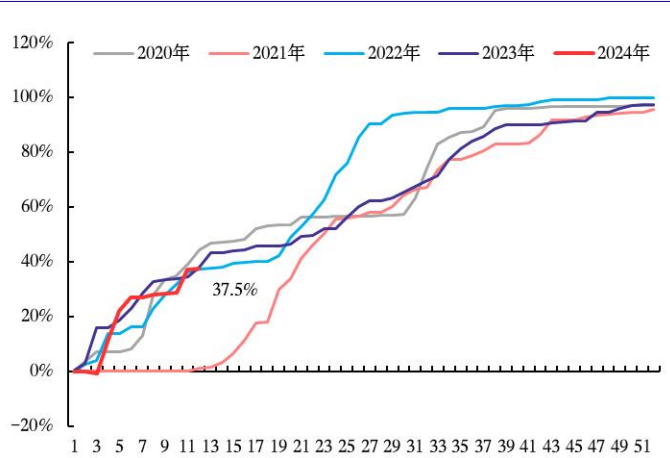
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：中央国债发行进度（周频）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

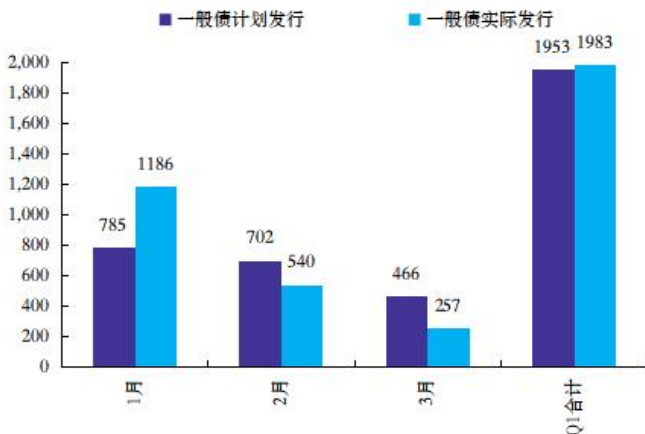
图 9：地方一般债发行进度（周频）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

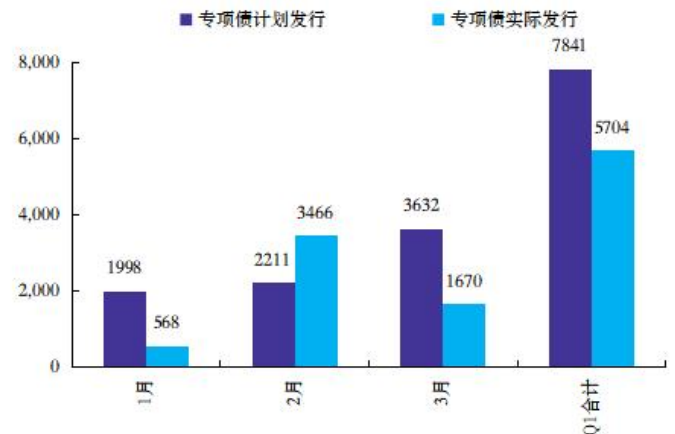
预计一季度内还有 2100 亿专项债发行，政府债合计发行进度或在 20.5%。此外，根据之前各地方政府公布的一季度地方政府债券发行计划，一般债目前基本发行完毕，如图 10 所示，专项债按发行计划来看，大约仍有 2100 亿左右尚未发行，如图 11 所示。国债方面按照当前发行节奏（平滑发行，按照 1 季度发行 25% 估计）来看，一季度预计还有 2200 亿左右发行规模。按此规模计算，预计一季度整体政府合计发行金额在 1.83 万亿元，合计完成进度在 20.5%。

图 10：2024 年一季度地方一般债计划与实际发行规模（亿元）



资料来源：Wind，中债登，中国银河证券研究院

图 11：2024 年一季度地方专项债计划与实际发行规模（亿元）

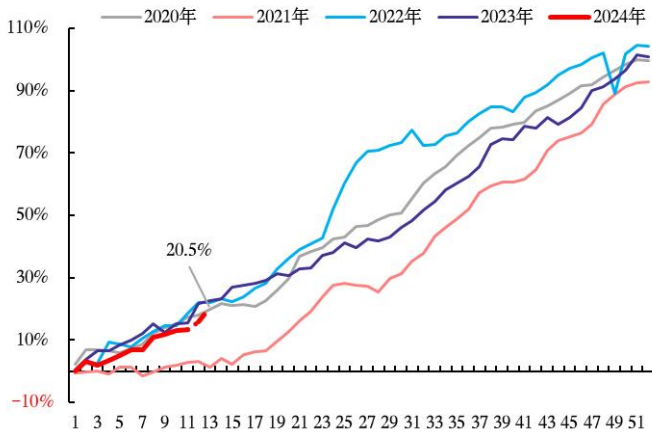


资料来源：Wind，中债登，中国银河证券研究院

## 四、后三季度还有多少政府债供给？

按照上述地方债和国债一季度的发行规模测算，我们预计今年后三季度还有总计约 7.1 万亿（略小于去年同期的 7.8 万亿）的政府债券净融资规模，其中包括 3.15 万亿专项债、2.5 万亿国债、0.45 万亿一般债以及尚未开始发行的 1 万亿特别国债。鉴于当前政府债发行占仍然较高，剩余政府债将以何种节奏发行或将影响资金压力甚至是货币政策的协同配合。因此，有必要对未来债券供给量进行测算和推演。

图 12：2024 年一季度政府债合计发行进度预测



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 五、三种政府债券发行路径推演

我们预计今年 1 万亿特别国债或将在 4 月份开始正式发行，而发行方式方面，鉴于其资金主要用于投资，而非 1998 年和 2007 年注资行为，大概率采取公开市场发行的方式，届时可能央行向主要购买方向降准提供一定资金支持。因此，在计算政府债发行时，我们将 1 万亿特别国债纳入其中。对于后三季度合计 7.1 万亿的政府债供给，我们认为存在三种可能的发行路径：

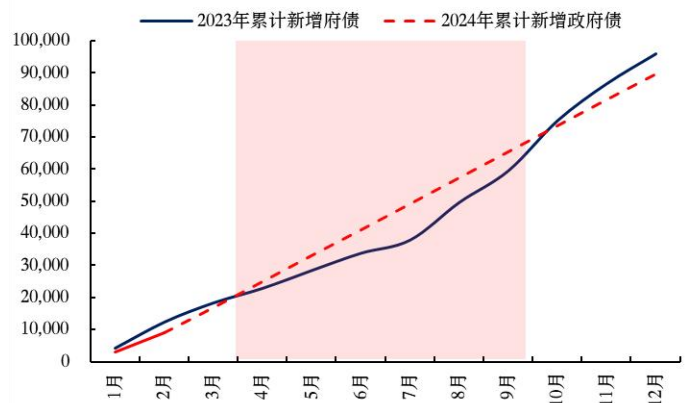
**路径 1：简单的总量平滑发行**，即 7.1 万亿政府债发行总量按月平均至后续 9 个月（每月约 8000 亿发行规模），这种发行方式有助于呵护资金面的年度内平稳，但可能产生的问题便是部分债券资金难以在当年形成实物工作量，尤其是对用于投资的专项债而言，往年基本均在 9 月底前发行完毕。因此，我们提供另外两种路径以满足投资性政府债靠前发行的需求。

图 13：路径 1：政府债每月发行额度（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：路径 1：政府债累计发行额度（亿元）



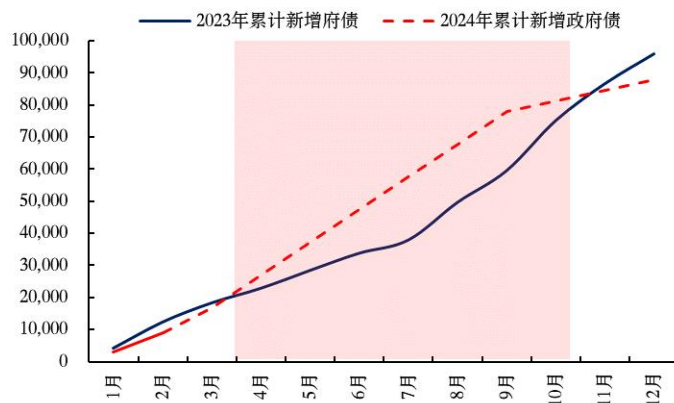
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**路径 2：九月前集中发行专项债和特别国债，一般债和国债平滑发行**，此种发行方式能够最大限度保障全部政府债在当年对经济形成较好支撑，与此同时，由于地方政府的一般债和中央国债无需做特殊发行安排，相应的二、第三季度的债券发行压力较大（每月约 1 万亿发行规模），但四季度的政府债供给压力将大幅减弱；

图 15：路径 2：政府债每月发行额度（亿元）



图 16：路径 2：政府债累计发行额度（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

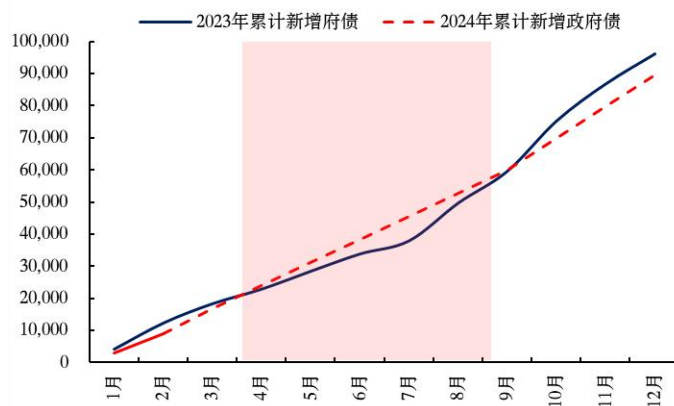
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**路径 3：九月前集中发行专项债和特别国债，一般债和国债发行相对后置**，相比较而言，此种发行路径能够兼顾债券资金形成实物工作量和平滑资金压力的需求，与此同时，四季度政府债的供给压力虽或将小幅提升，但总体不会高于去年同期。相较于上述两种路径而言，我们认为路径 3 是相对更优解。

图 17：路径 3：政府债每月发行额度（亿元）



图 18：路径 3：政府债累计发行额度（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

但总体来看，无论上述哪种发行路径，今年二、第三季度的政府债供给压力都将大于去年同期，路径 1 和路径 3 或在今年 7 月份之后供给量小于去年，路径 2 则需在 9 月份之后。

**三点主要结论：**一是从政府债发行的路径推演来看，无论是哪种发行方式，鉴于今年一季度债券发行进度较慢，二、第三季度的资金供给压力将大于去年，届时可能是货币政策降准、降息配合的时间窗口。

二是在当前财政和货币政策协同配合的政策导向下，财政或需采取第三种政府债发行路径，以配合货币政策平滑年内资金压力，那么二、第三季度的地方一般债和普通国债发行则需要放慢节奏。

三是根据历史经验来看，在二、三季度政府债供给显著提升的情景下，如果市场融资需求仍未显著改善，那么资金利率水平短期上行的可能性较高。

## 图表目录

图 1: 历年政府债融资占比, 政府债供给水平与市场利率相关性 (左轴单位: 亿元) .....	3
图 2: 过去历次央行降息时间及幅度 .....	4
图 3: 过去历次央行降准时间及幅度 .....	4
图 4: 政府债务实际使用额度 (亿元), 2023 年新增国债按 8000 亿今年使用 .....	4
图 5: 历年政府债务合计融资规模 (亿元) .....	4
图 6: 政府债合计发行进度 (周频) .....	5
图 7: 地方专项债+特别国债发行进度 (周频) .....	5
图 8: 中央国债发行进度 (周频) .....	5
图 9: 地方一般债发行进度 (周频) .....	5
图 10: 2024 年一季度地方一般债计划与实际发行规模 (亿元) .....	5
图 11: 2024 年一季度地方专项债计划与实际发行规模 (亿元) .....	5
图 12: 2024 年一季度政府债合计发行进度预测 .....	6
图 13: 路径 1: 政府债每月发行额度 (亿元) .....	6
图 14: 路径 1: 政府债累计发行额度 (亿元) .....	6
图 15: 路径 2: 政府债每月发行额度 (亿元) .....	7
图 16: 路径 2: 政府债累计发行额度 (亿元) .....	7
图 17: 路径 3: 政府债每月发行额度 (亿元) .....	7
图 18: 路径 3: 政府债累计发行额度 (亿元) .....	7



## 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