

## 如何理解偏慢的专项债进度和不弱的基建？

### 核心观点：

一季度地方政府债券发行告一段落，同时大部分省份也已经公布了二季度债券发行计划。当前政府债券的计划执行如何？二季度发行计划又有哪些变化？更为重要的是，如何理解当前偏慢的专项债发行进度及似乎不弱的基建？

**一季度地方政府债发行计划执行情况如何？** 一季度政府债实际发行量不及预期，主要是专项债大幅低于计划发行量。2024 年一季度全国 31 个省份中有 24 个省市公布了地方政府债券发行计划，根据已公布数据梳理，合计债券发行量为 1.69 万亿元。但从实际执行情况来看，公布发行计划的 24 省市合计发行量为 1.24 万亿。按照可比口径来看，24 省一季度债券发行量低于计划 4445 亿元，其中主要是新增专项债比计划发行少了 3692 亿元。一季弱于预期的专项债发行进度主要在于经济大省实际发行规模不及预期。今年年初开始对 12 个重点化债地区的新增债务管控的确对专项债发行有所影响，但正如我们在年初报告《2024 年地方化债何去何从？》所述，对以上地区的债务和投资管控早在过去两年便有所体现，其今年一季度的计划发行额本身较低，对今年政府投资的影响较小，重点化债地区一季度新增专项债仅比计划少发 587 亿元。反而是经济大省专项债发行大幅低于年初计划，四川、山东、浙江一季度专项债比计划分别少发 894 亿元、463 亿元、370 亿元，江西和安徽也分别少发约 400 亿元，5 省合计少发 2530 亿元，是专项债计划执行进度偏慢的主要因素。

**二季度地方政府债发行计划有何变化？** 二季度新增专项债小幅提升，季度内 5 月是新增债发行高峰，新增债券区域分布有所调整。从新增专项债的区域分布来看，仍然集中在四川、浙江、山东等经济大省，但部分大省发行规模较一季度有所降低，例如山东、浙江、河北新增专项债计划发行规模较上季度分别降低 600 亿元、276 亿元、208 亿元，而安徽、北京、江苏等地有所提升，甚至年初重点化债地区中的吉林、辽宁、天津、贵州新增专项债额度也有小幅提升。我们认为重点化债地区二季度再度出现新增专项债额度，或是化债政策边际调整的结果。按照之前历次化债工作的推进方式来看，均是以县区为单位进行风险管控。这也很好理解：即便经济发达省份部分县区也可能存在债务风险，而在经济相对落后的省份也不乏存在债务风险较低、经济发展较好的地区。因此，我们认为二季度化债重省小幅回升的专项债计划发行规模应该是对化债的区域限制进行了细化调整。相应我们也看到部分经济大省的新增专项债额度也有所降低。

**如何理解偏慢的专项债进度和不弱的基建？** 今年新增一季度仅发行了 6341 亿元，二季度计划发行应在 8500-11000 亿元左右，对应 38%-46% 的半年完成进度显著低于过去五年均值（约 57%），但 1-2 月基建投资增速以及 3 月建筑业 PMI 似乎并未受到专项债进度放缓的影响，反而略超预期。两项数据的背离应该如何理解？我们认为主要有两点重要因素：一是年初超预期的基建背后主要是去年万亿国债的支持，从去年万亿国债发行到今年年初我国财政存款始终处于历史高位，因此年初财政工作的重点在于加快财政支出形成实物工作量，而并不需要过多专项债支撑，这在 1-2 月份的财政数据中也有所体现，即今年“开门红”主要是靠一本账支出的发力；二是今年政府债实际可用财力显著高于去年，而年初进度偏慢恰恰抬升了市场对于后续财政发力的预期，这是 3 月建筑业 PMI 大幅回升的重要因素之一。

**如何看待后续政府债走势及其影响？** 二季度专项债发行规模相对克制，一般债和国债发行规模也较一季度有所降低，我们认为应是“让道”特别国债的发行，继而三季度便是后续专项债的集中发行期，支持后续基建的稳定增长。这样看来二三季度债券供给量可能都不低，且伴随新项目陆续落地也将带动融资需求，这或将在短期内抬升市场利率，如果短期供给冲击较大，央行或将相应降准予以流动性支持。

### 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

### Q1 专项债计划与实际发行规模（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、 一季度地方政府债发行计划执行情况如何? .....	3
二、 二季度地方政府债发行计划有何变化? .....	3
三、 如何理解偏慢的专项债进度和不弱的基建? .....	5
四、 如何看待后续政府债走势及其影响? .....	6

## 一、一季度地方政府债发行计划执行情况如何？

一季度政府债实际发行量不及预期，主要是专项债大幅低于计划发行量。2024 年一季度全国 31 个省份中有 24 个省市公布了地方政府债券发行计划，根据已公布数据梳理，合计债券发行量为 1.69 万亿元，其中新增专项债 8380.11 亿元，新增一般债 2019.25 亿元，再融资专项债 3884.92 亿元，再融资一般债 2622.62 亿元，如图 1 所示。其中广东、河南、湖北、内蒙古、青海、上海、西藏 7 省未公布一季度债券发行计划。今年一季度地方政府债实际发行总量为 1.57 万亿，已公布发行计划的 24 个省市的实际发行量为 1.24 万亿。因此，按照可比口径来看，24 省债券发行量低于计划 4445 亿元，其中主要是新增专项债比计划发行规模比计划少了 3692 亿元。

图 1：地方政府债券计划发行与实际发行金额对比（亿元）

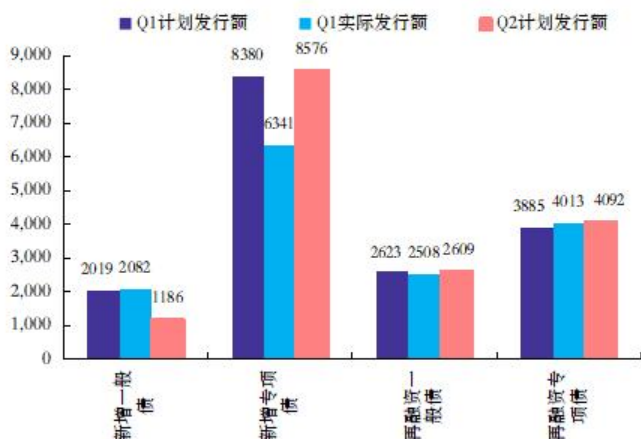
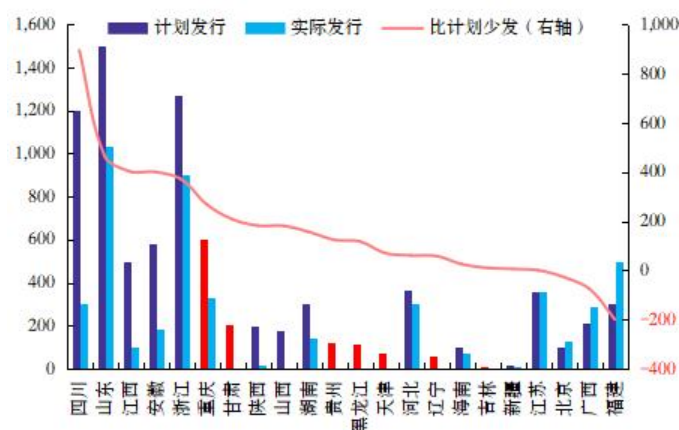


图 2：各省一季度专项债计划发行与实际发行规模对比（亿元）



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（注：红色为等重点化债地区计划发行额）

一季度偏慢专项债发行进度主要在于经济大省发行规模不及预期。今年年初开始对 12 个重点化债地区的新增债务和政府投资管控的确在一定程度上放缓了今年年初的专项债发行进度，受此政策影响下，2024 年一季度 12 个化债地区中除重庆和广西两省有少量专项债发行，其余地区计划中的新增专项债均未如期发行。但正如我们年初在报告《2024 年地方化债何去何从？》中所述：对于以上重点化债地区的新增债务和投资管控并非从今年年初骤然开始，其实早在以上地区过去两年的新增债务和投资规模中便有所体现。其基数已经较低，故而对增量政策的影响较小。这在一季度的债券发行中也能显著看到，12 个重点化债地区的新增专项债计划发行额本身较低，因此其一季度合计专项债少发规模仅仅 587 亿元，对专项债发行进度的拖累较小，如图 2 所示，红色柱状为重点化债地区。

反而是经济大省专项债实际发行金额大幅低于发行计划。如图 2 所示，四川、山东、浙江一季度专项债比计划分别少发 894 亿元、463 亿元、370 亿元，江西和安徽也分别少发约 400 亿元，上述 5 省合计少发 2530 亿元，是造成一季度专项债发行进度偏慢的主要因素。此外，北京、广西、福建三省一季度专项债分别比计划多发行 27 亿元、75 亿元、200 亿元。

## 二、二季度地方政府债发行计划有何变化？

二季度新增专项债小幅提升，季度内 5 月是新增政府债的发行高峰，且区域分布有所调整。目前 31 个省市中已有 23 个公布了二季度政府债发行计划，广东、广西、河南、黑龙江、湖北、内蒙古、青海、上海 8 个省市尚未公布二季度地方政府债券发行计划。根据已披露的发行计划来看，二季度新增专项债 8576 亿元，较上季度计划小幅提升，新增一般债大幅缩减，再融资债券基本持平。其中季度内发行节奏方面，5 月份新增政府债供给相对较高，4、5、6 月份新增地方债规模分别为 2683 亿元、3741 亿元、3339 亿元，如图 3 所示。从新增专项债的区域分布来看，仍然集中在四川、浙江、山东等经济大省，但部分大省发行规模较一季度有所降低，例如山东、浙江、河北新增专项债计划发行规模较上季度分别降低 600

亿元、276 亿元、208 亿元，而安徽、北京、江苏等地发行规模进一步提升提升，甚至年初重点化债地区中的吉林、辽宁、天津、贵州新增专项债额度也有小幅提升，如图 4、表 1 所示。

图 3：二季度地方政府新增债券计划发行规模（亿元）

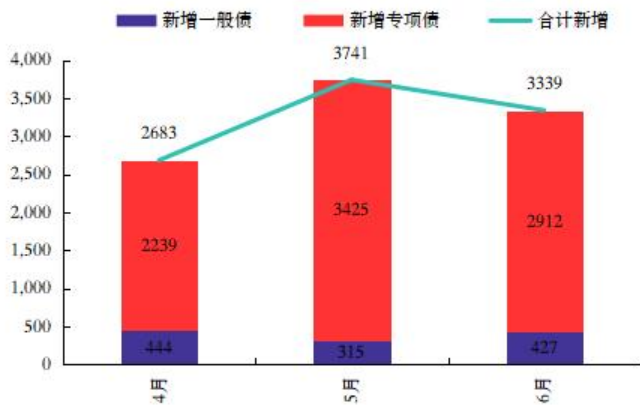
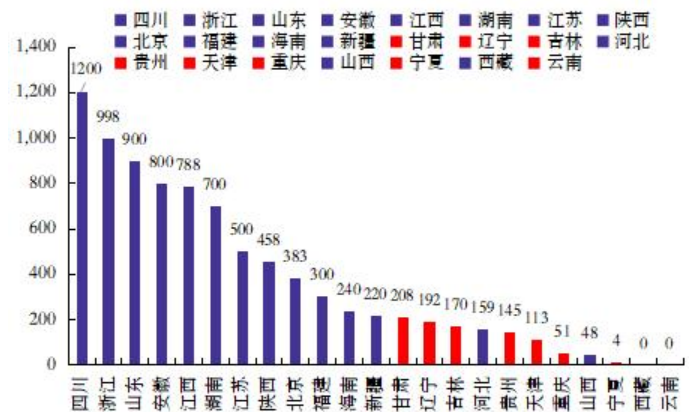


图 4：2024 年 Q2 地方政府计划新增专项债规模（亿元）



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（红色为重点化债地区）

一个比较反常的现象是，虽然化债重省一季度公布的新增专项债发行计划基本均未有实际发行，但在二季度公布的债券发行计划中仍有新增专项债发行计划。这是否意味着对化债重省的新增债务管政策出现了边际调整？虽然目前我们并未看到有公开政策文件的说明，但我们认为大概率是对化债政策的管控进行了进一步细化。因为按照之前历次化债工作的推进方式来看，均是以县区为单位进行风险管控，而从今年一季度的实际执行中，似乎重点化债地区全域均未有新增专项债发行（重庆、广西除外），这种大范围的新增债券管控显然是需要优化调整的。这也很好理解：即便经济发达省份其部分县区也可能存在债务风险，而在经济相对落后的省份中也不乏有债务风险较低、经济发展较好的地区。因此，我们认为二季度化债重省再度公布专项债发行计划，应该是对化债的区域限制进行了细化调整，既全国范围内按县区为单位进行高风险地区的新增债务管控。相应我们也看到部分经济大省的新增专项债额度也有所降低，或许也是对其区域内网红地区的新增政府债投资项目进行了一定管控，如表 1 所示。

表 1：2024 年 31 个省、市、自治区一、二季度专项债计划发行规模对比（单位：亿元）

	Q1 计划新增专项债	Q1 实际新增专项债	Q2 计划新增专项债	Q2 较 Q1 计划多发金额
四川	1200.0	305.1	1200.0	0.0
浙江	1275.0	904.9	998.1	-276.9
山东	1500.0	1036.3	900.0	-600.0
安徽	585.3	185.3	800.0	214.7
江西	500.0	98.1	787.9	287.9
湖南	300.0	143.7	700.0	400.0
江苏	359.2	359.2	500.0	140.9
陕西	200.0	18.0	458.0	258.0
北京	99.3	127.1	382.9	283.6
福建	300.0	500.0	300.0	0.0
海南	100.0	75.0	240.0	140.0
新疆	16.0	10.3	220.0	204.0
甘肃	208.0	--	208.0	0.0
辽宁	58.0	--	192.0	134.0
吉林	10.0	--	170.0	160.0
河北	367.1	306.5	159.0	-208.1
贵州	124.1	--	145.0	20.9

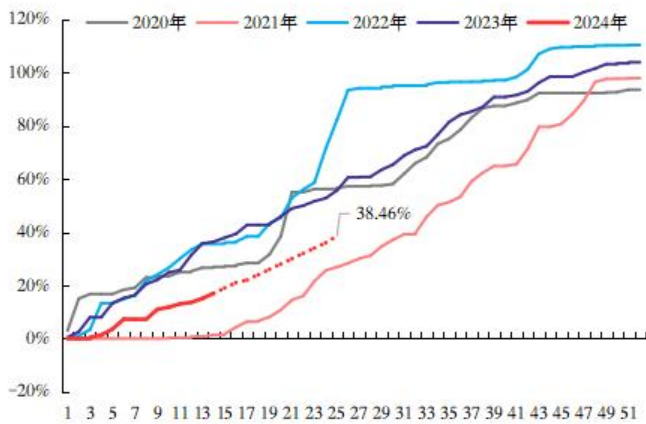
天津	70.0	--	112.8	42.8
重庆	600.0	332.2	50.9	-549.2
山西	180.9	--	47.7	-133.2
宁夏	--	--	4.0	4.0
广东	--	1083.3	--	--
广西	210.2	286.0	--	--
河南	--	443.0	--	--
黑龙江	117.0	--	--	--
湖北	--	127.3	--	--
内蒙古	--	--	--	--
青海	--	--	--	--
上海	--	--	--	--
西藏	--	--	--	--
云南	--	--	--	--

资料来源：各省财政厅、Wind、中国银河证券研究院（标红为重点化债地区）

### 三、如何理解偏慢的专项债进度和不弱的基建？

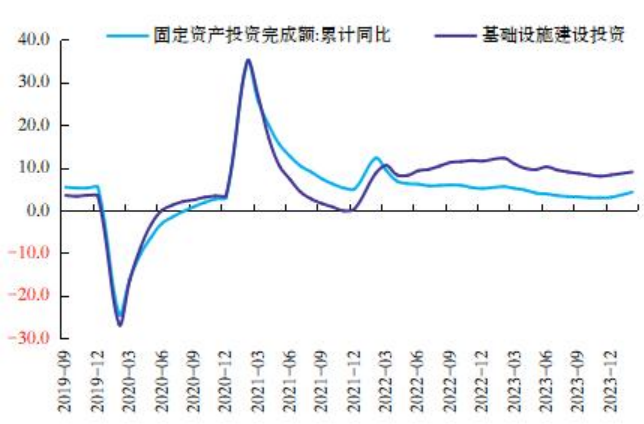
今年新增专项债额度为 3.9 万亿，而目前一季度仅发行了 6341 亿元，二季度计划发行 8576 亿元，按照当前发行计划来看，上半年专项债预计发行规模大致在 1.5 万亿元左右，对应全年完成进度在 38% 左右，如图 5 所示，这一进度将显著落后于往年同期，且意味着下半年还有 2.4 万亿专项债发行。与此同时，我们看到今年 1-2 月份的基建投资增速以及建筑业 PMI 似乎并未受到专项债进度放缓的影响，反而呈现出略超预期的向好。1-2 月份基建投资的累计同比增速为 8.96%，高于此前 Wind 一致预期 8.1% 的增速。3 月份，建筑业 PMI 又大幅回升至 56.2%（前值 53.5%）。专项债发行放缓与基建预期的抬升似乎有所背离，应该如何理解？之后的基建增速还能持续吗？我们认为主要有以下两点重要的因素：

图 5：按二季度政府债发行计划预测上半年专项债发行完成进度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：固定资产投资和基建投资累计同比增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

一是年初超预期的基建背后主要是去年万亿国债的支持。自去年万亿国债发行到今年年初我国财政存款始终处于过去几年来的历史高位，因此年初财政工作的重点在于加快财政支出形成实物工作量，而并不需要太多专项债的发行，这在 1-2 月份的财政数据中也有所体现，即今年“开门红”主要是靠一本账支出的发力；

二是年初偏慢的债券发行进度恰恰抬升了二、三季度的财政发力预期。今年政府债总供给略低于 2023 年，但实际可用财力显著高于去年，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。因此年初进度偏慢请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

缓恰恰抬升了市场对于后续财政发力的预期，这是3月建筑业PMI大幅回升的重要因素之一。

#### 四、如何看待后续政府债走势及其影响？

特别国债“呼之欲出”，支持二季度基建的稳定增长，市场利率短期内或将小幅调整。二季度专项债发行偏克制，或主要“让道”特别国债，且今年国债发行进度已有所前置，目前已使用全年限额18.2%，高于过去五年的平均水平为2%。我们在此前报告《后续政府债发行节奏或决定市场利率走势》中提出了后续政府债发行的三种路径推演，从二季度的地方债发行计划来看，与我们之前的预测基本一致：考虑到兼顾债券资金形成实物工作量和平滑资金压力的需求，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，如图7、8所示，对应4-9月份每月新增政府债券应在8000亿左右。

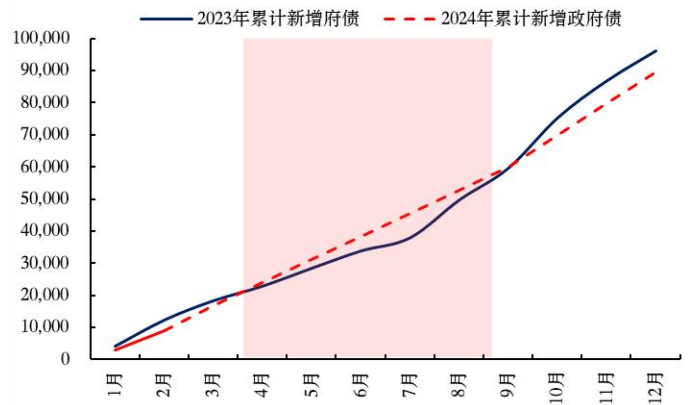
从二季度专项债发行规模的克制来看，今年二季度应该是特别国债的集中发行期，而三季度是后续专项债的集中发行期。与此同时，财政投资项目的陆续落地或将带动社会融资需求回升，加上政府债供给的提升，或将在短期内抬升市场利率。

图7：政府债发行路径推演：9月前集中发行专项债和特别国债（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：政府债发行路径推演：累计发行额度（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 地方政府债券计划发行与实际发行金额对比 (亿元) .....	3
图 2: 各省一季度专项债计划发行与实际发行规模对比 (亿元) .....	3
图 3: 二季度地方政府新增债券计划发行规模 (亿元) .....	4
图 4: 2024 年 Q2 地方政府计划新增专项债规模 (亿元) .....	4
图 5: 按二季度政府债发行计划预测上半年专项债发行完成进度 .....	5
图 6: 固定资产投资和基建投资累计同比增速 (%) .....	5
图 7: 政府债发行路径推演: 9 月前集中发行专项债和特别国债 (亿元) .....	6
图 8: 政府债发行路径推演: 累计发行额度 (亿元) .....	6

## 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