

专项债发行提速，利差继续收窄

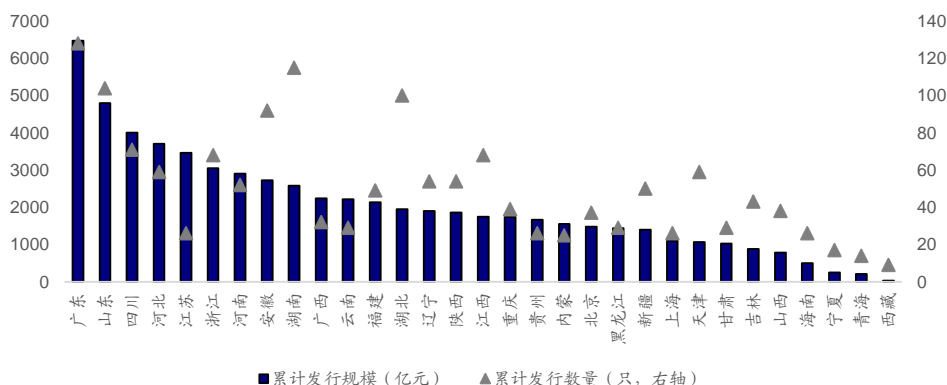
——地方政府债券数据点评

固定收益分析师:张紫睿
证书: S0850522120001
021-23154484

第一，截至8月31日，2023年地方政府债共发行1568只，总规模6.30万亿元。

截至8月31日，2023年地方政府债已发行1568只，总规模达6.30万亿元。具体来看，广东、湖南、山东、湖北发行数量最多，分别发行128、115、104、100只地方政府债；从发行规模来看，广东、山东、四川发行债券规模分列前三，分别为6479.58亿元、4802.69亿元、4011.16亿元；其次河北、江苏、浙江发债规模在3000亿元以上。

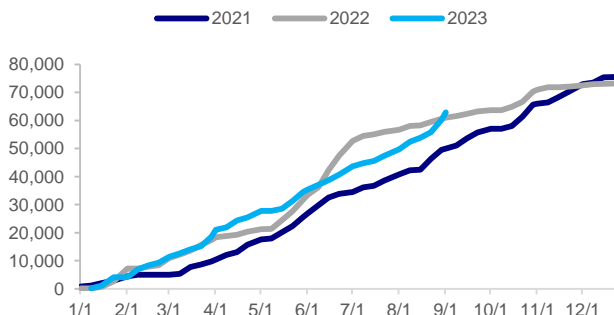
图1 2023年至今已发行地方债规模



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至2023年8月31日。

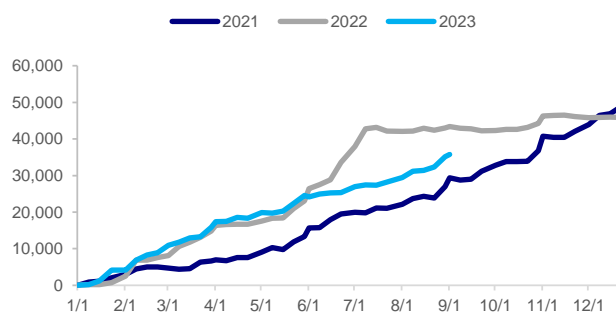
发行节奏来看，2023年8月下半月发行与净融资额增速明显上升。截至8月31日，2023年净融资额为3.57万亿元；相较于近三年同期来看，2023年与2022年同期走势相似，都是前置发行节奏，目前发行进度高于2022年同期、净融资低于2022年同期，两者均显著高于2021年同期水平。

图2 地方债发行进度 (发行量: 亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

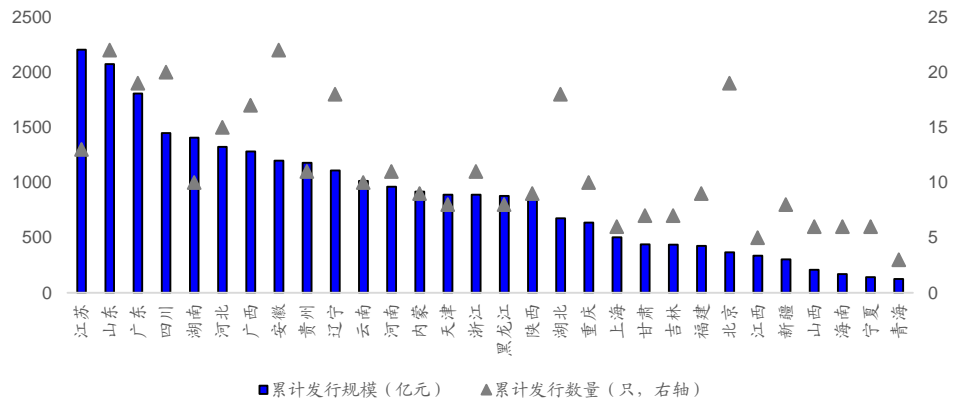
图3 地方债发行进度 (净融资额: 亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

截至 8 月 31 日，江苏、广东、山东、四川等 30 个省市（自治区）共发行 343 只再融资债，总规模为 2.62 万亿元。**2023 年暂无用于偿还政府存量债务的特殊再融资债发行。**

图4 2023 年至今已发行再融资债

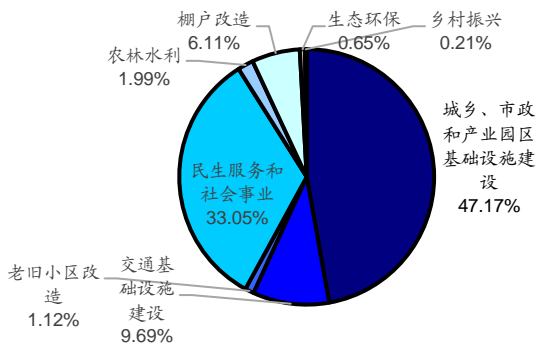


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2023 年 8 月 31 日。

新增专项债方面，8 月新增发行 217 支专项债，环比增量明显，主要用于城乡、市政和产业园区基础设施建设与民生服务和社会事业。截止至 2023 年 8 月 31 日，2023 年全国已发行地方专项债 1094 只，规模达到 3.1 万亿元。从用途来看，8 月新发行债券中，城乡、市政和产业园区基础设施建设、民生服务和社会事业、棚户改造为新增专项债前三大用途，发行金额分别为 2731.57 亿元、2436.02 亿元、306.06 亿元，分别占比 45.94%、40.97% 与 5.15%，其中民生服务和社会事业占比增长较多。分省份来看，广东、湖南发行数量已超 100 只；广东省发行规模最大，达 4350.11 亿元。

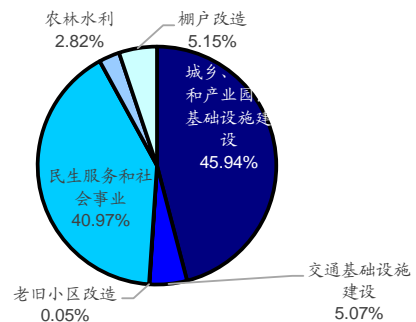
9 月专项债发行规模预计仍维持较高水平。7 月中共中央政治局会议强调“要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用”。另外，政治局会议提到“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，我们认为不排除会有新一轮地方政府隐性债务置换，或对整体地方债供给有一定影响。

图5 2023 年至今新发行地方专项债用途分布（按发行金额）



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2023 年 8 月 31 日。
注：不含再融资专项债

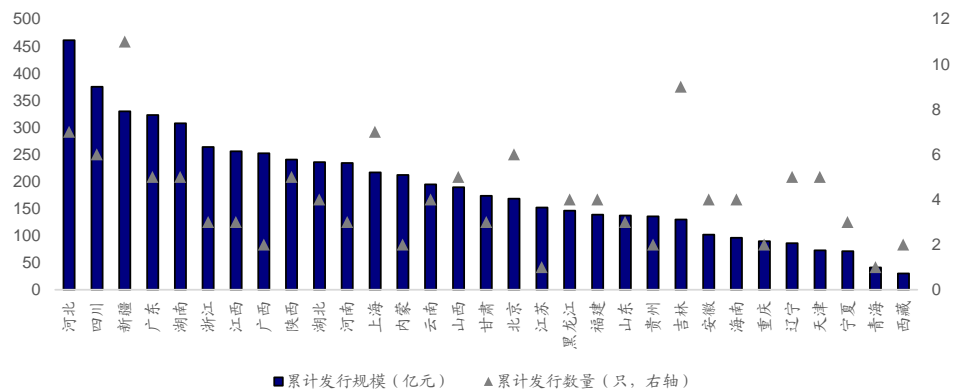
图6 2023 年 8 月新发行地方专项债用途分布（按发行金额）



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 2023 年 8 月 31 日。
注：不含再融资专项债

新增一般债方面，8 月新增发行 30 只一般债。截至 8 月 31 日，2023 年地方政府一般债共发行 130 只，规模达 5861.9 亿元。河北、四川两地新增一般债发行规模最大，分别 461 亿元与 375.4 亿元，其次新疆、广东、湖南等地发行规模较大，均在 300 亿元以上。

图7 2023年至今已发行一般债规模(亿元)



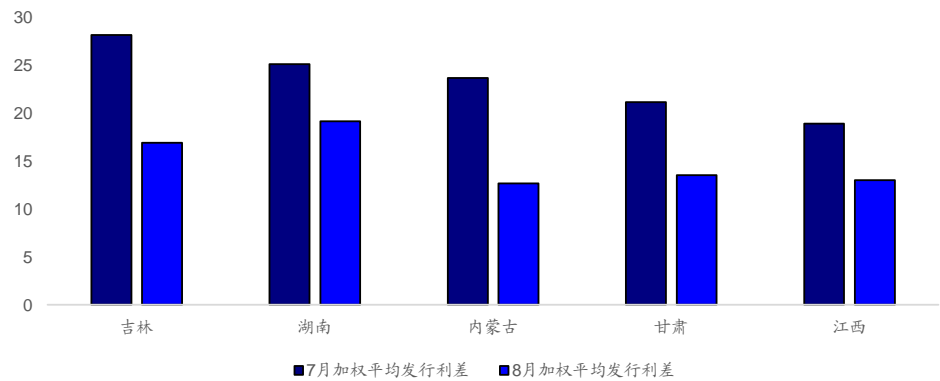
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023年8月31日
注：不含再融资一般债

第二，8月发行利差略有收窄，二级估值利差收窄。

21年下半年开始，多期地方债与国债利差打破此前+25BP的隐形下限，22年浙江、江苏、上海经济强省地方债发行利差收窄明显，票面利率下限走低。2022年11月前后地方债的发行定价发生变化，11月15日发行的“22广东债59”首次参考“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”设置投标区间设置，市场化定价稳步推进。2023年4月深圳发行两只地方债，以地方债收益率曲线设定债券投标区间，发行利差压缩明显，预计未来地方债定价基准将逐步从国债向地方债收益率曲线过渡，不同地区地方债发行利率或在此过程中表现分化。

2023年以来，地方债一级利差中枢在+11.04BP左右，发行利差最低的地区为北京（+6.48BP），而发行利差最高的地区为吉林（+16.82BP），其次是贵州（+15.58BP）和内蒙古（+15.54BP）；2023年8月，地方债加权平均发行利差为+12.58BP，较2023年7月（+12.77BP）略有收窄。

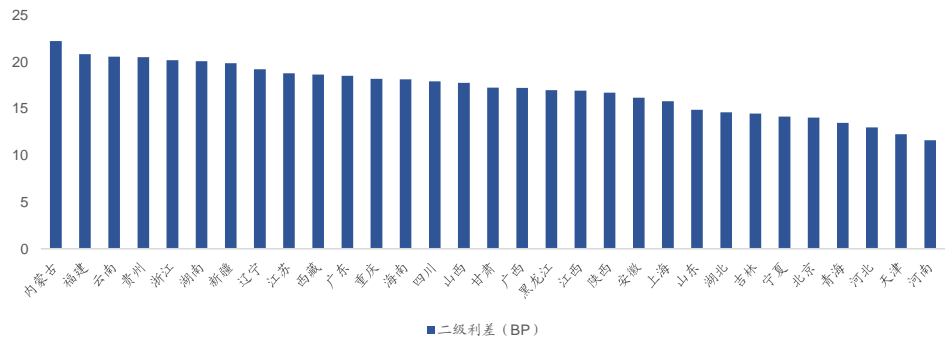
图8 部分地区一级利差变动(BP)



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023年8月31日。

8月地方债整体二级估值利差收窄。计算各地区地方债平均估值利差（估值利差=地方债中债估值收益率-同期中债国债收益率，平均利差乘以发行规模为权重）发现，截至8月31日，地方债整体估值利差中枢在17.22BP左右，较2023年7月31日的二级利差中枢（17.24BP）略微收窄。

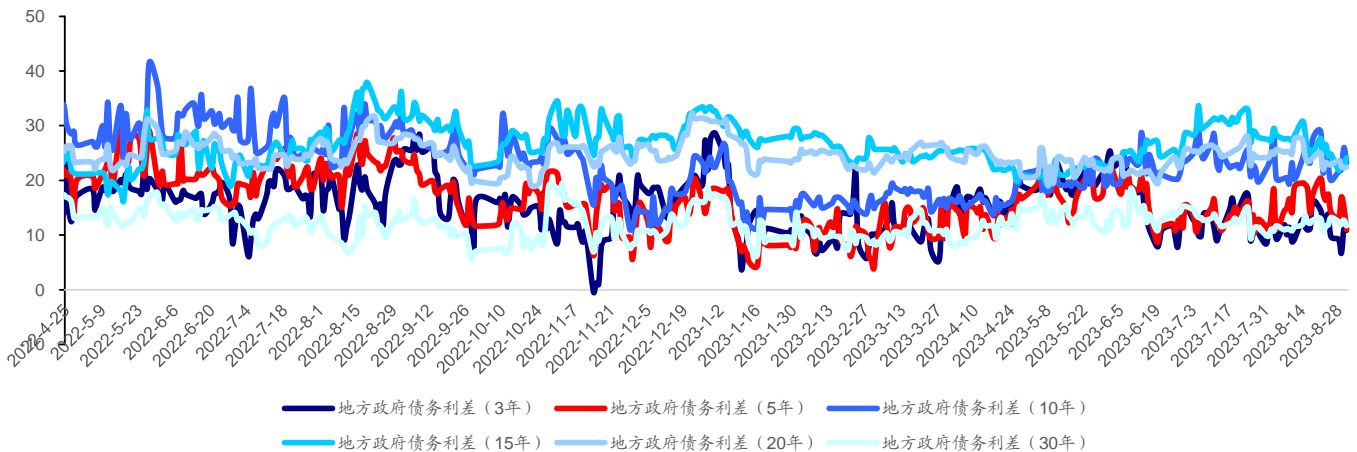
图9 部分地区地方债估值利差 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023 年 8 月 31 日。

目前地方债整体利差处于历史较低水平。从地方债分期限平均利差来看, 目前 15 年及 10 年地方债利差最高, 分别为 24.15BP 和 23.25BP; 3 年和 5 年的地方债利差最低, 分别为 10.85BP 和 11.04BP, 呈现为中间高两端低。分位水平来看, 3 年、10 年、30 年地方债利差整体较 7 月末升高。15 年期地方债利差下降至 2022 年以来 23.8% 水平, 距离期限内高点 13.7BP。各期限地方债利差目前均在 2022 年以来历史水平中位数以下。

图10 不同期限地方政府债券利差走势 (BP)



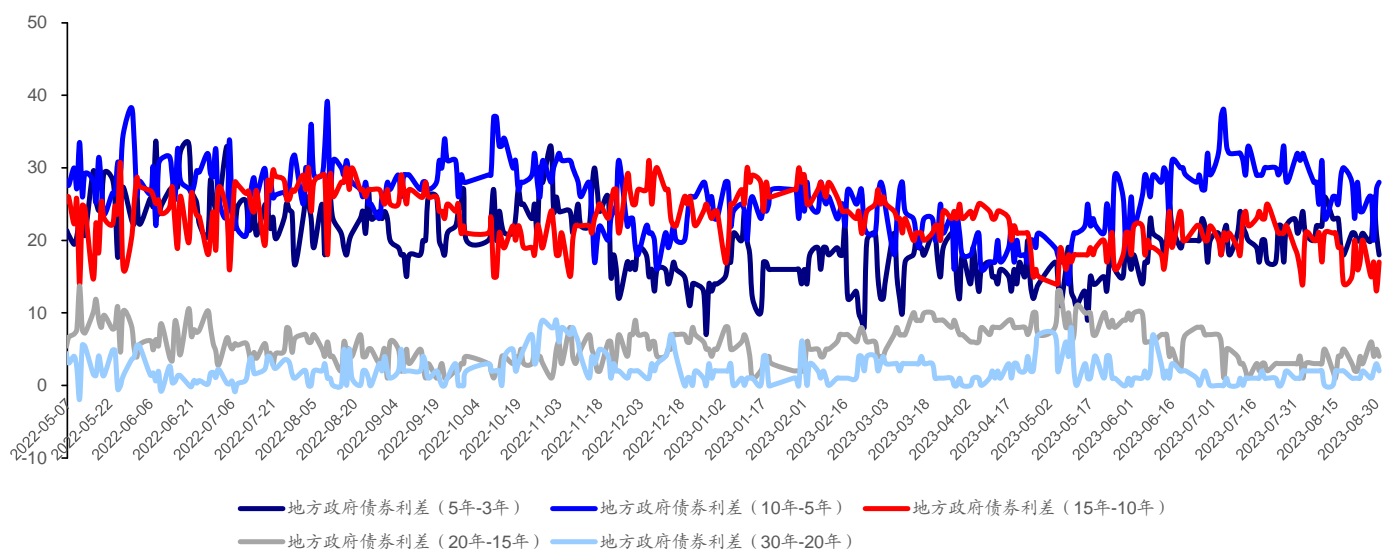
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 8 月 31 日。

表 1 2022 年以来各期限地方债利差情况

	3 年	5 年	10 年	15 年	20 年	30 年
22 年以来分位数 (%)	16.70%	13.60%	48.20%	23.80%	14.90%	38.50%
22 年以来最大值 (BP)	35.52	35.67	47.07	37.85	36.87	19.83
最大值-现值 (BP)	24.67	24.63	23.82	13.70	14.44	8.10

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 8 月 31 日。

图11 地方政府债券期限利差 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 8 月 31 日。

风险提示: 基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或者偏差。

信息披露

分析师声明

固定收益研究：张紫睿

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。