

## 特殊再融资债发行超 1.36 万亿元

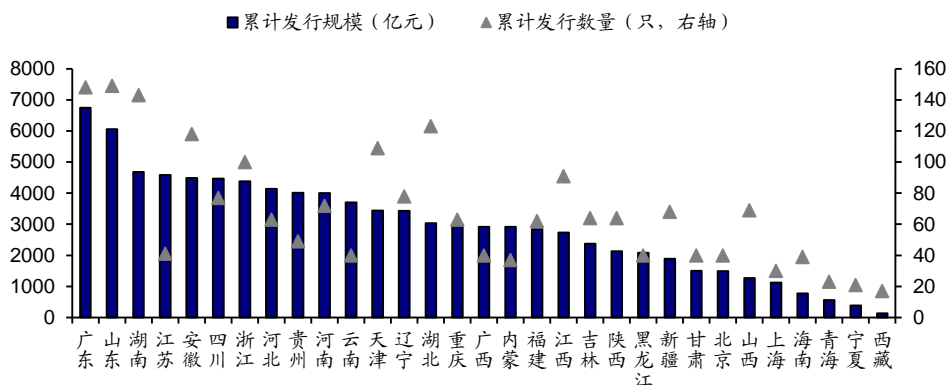
### ——地方政府债券数据点评

固定收益分析师:张紫睿  
证书: S0850522120001  
021-23154484  
联系人:藏多  
021-23185647

第一，截至 11 月 30 日，2023 年地方政府债共发行 2118 只，总规模 9.13 万亿元。

截至 11 月 30 日，2023 年地方政府债已发行 2118 只，总规模达 9.13 万亿元。具体来看，山东、广东、湖南、湖北发行数量最多，分别发行 149、148、143、123 只地方政府债；从发行规模来看，广东、山东发行债券规模位列前二，分别为 6745.71 亿元、6060.9 亿元；其次湖南、江苏、安徽、四川、河北、浙江、贵州发债规模在 4000 亿元以上。

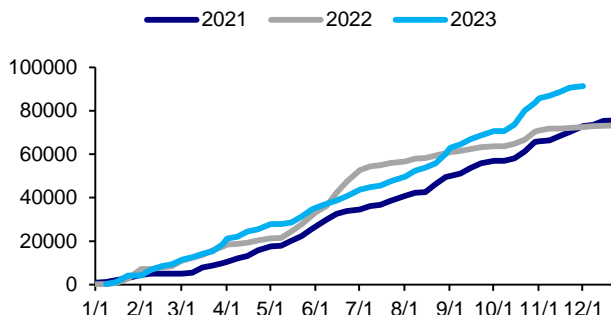
图1 2023 年至今已发行地方债规模



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至 2023 年 11 月 30 日。

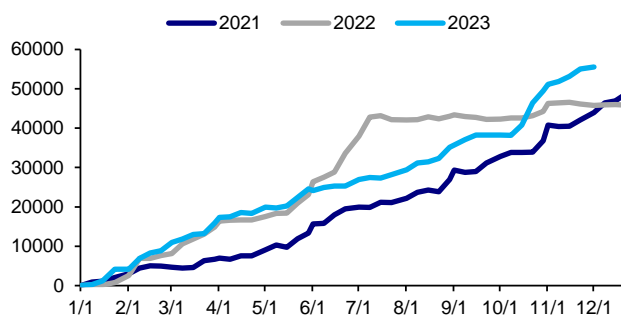
发行节奏来看，2023 年 11 月发行与净融资额增速较 10 月有所放缓。截至 11 月 30 日，2023 年净融资额为 5.56 万亿元；相较于近三年同期来看，2023 年与 2021 年同期走势相似，目前发行与净融资进度为三年来同期最高水平。

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

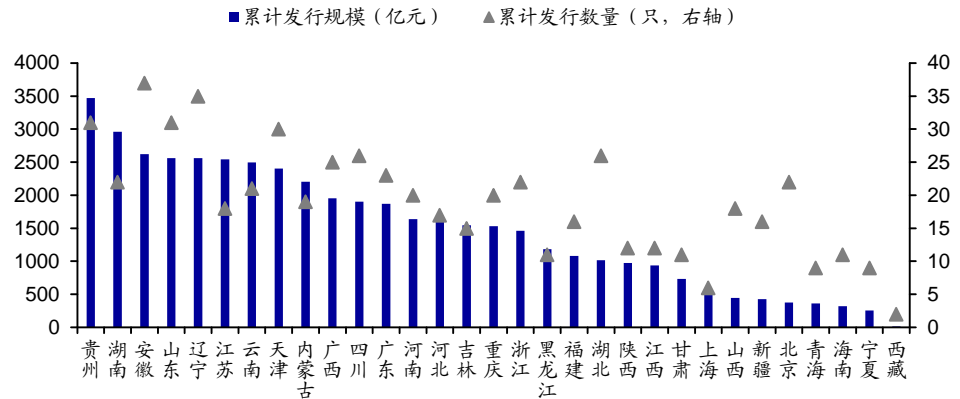
图3 地方债发行进度 (净融资额: 亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

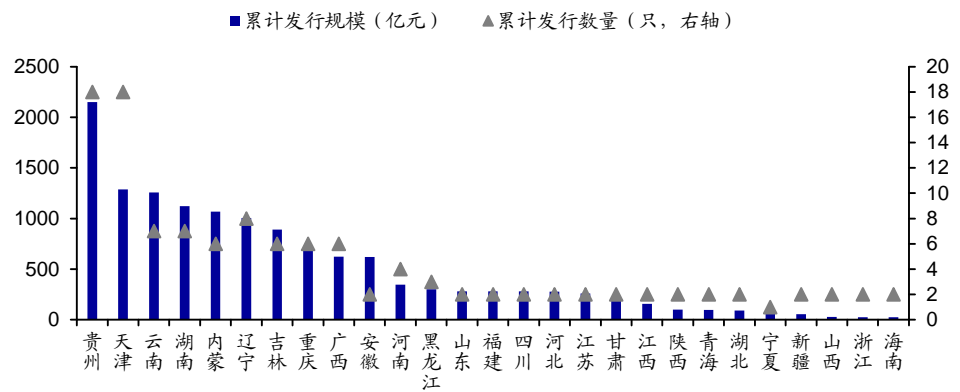
11月特殊再融资债继续发行，规模较10月有所下降，重点向债务负担偏重地区倾斜。截至11月30日，31个省市（自治区）共发行593只再融资债，总规模为4.6万亿元；其中27个省市（自治区）共发行特殊再融资债120只，总规模达13657亿元。

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11月30日。

图5 2023年各地区发行特殊再融资债规模

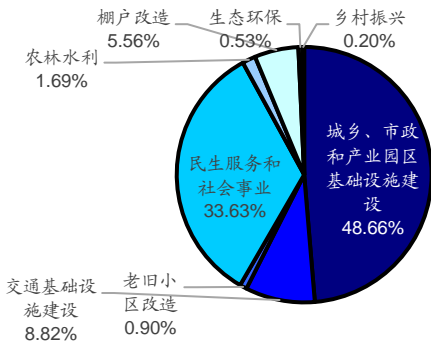


资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年11月30日。

新增专项债方面，11月新增发行31支专项债，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。截至11月30日，2023年全国已发行地方专项债1356只，规模达到3.85万亿元。从用途来看，11月新发行债券中，民生服务和社会事业、城乡、市政和产业园区基础设施建设、交通基础设施建设为新增专项债前三大用途，发行金额分别为1038.3亿元、782.36亿元、24.52亿元，分别占比56.07%、42.25%与1.32%，其中城乡、市政和产业园区基础设施建设占比增长较多。分省份来看，广东、山东、湖南发行数量已超100只；广东省发行规模最大，达4552亿元。

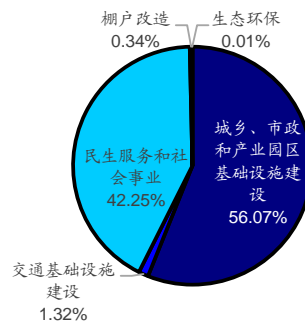
今年10月24日，第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议决定：授权国务院在授权期限内，在当年新增地方政府债务限额（包括一般债务限额和专项债务限额）的60%以内，提前下达下一年度新增地方政府债务限额。根据2023年新增3.8万亿专项债限额来看，2024年专项债提前批次额度最高将达到2.28万亿元，加上一般债提前批额度（4320亿元），今年底可以提前下达的2024年新增地方债限额最高可达2.71万亿元。

图6 2023年至今新发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11月30日。  
注：不含再融资专项债

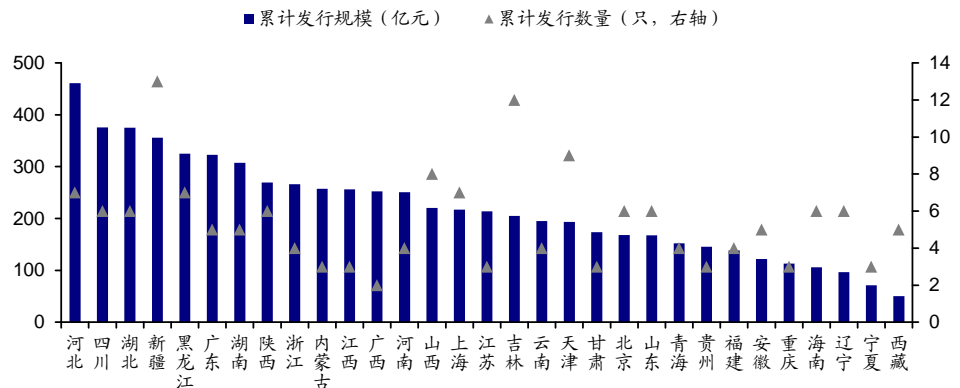
图7 2023年11月新发地方专项债用途分布（按发行金额）



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2023年11月30日。  
注：不含再融资专项债

新增一般债方面，11月新增发行11只一般债。截至11月30日，2023年地方政府一般债共发行168只，规模达6822.03亿元。河北、四川、湖北新增一般债发行规模最大，分别为461亿元、375.38亿元、374.81亿元，其次新疆、黑龙江、广东、湖南等地发行规模较大，均在300亿元以上。

图8 2023年至今已发行一般债规模（亿元）



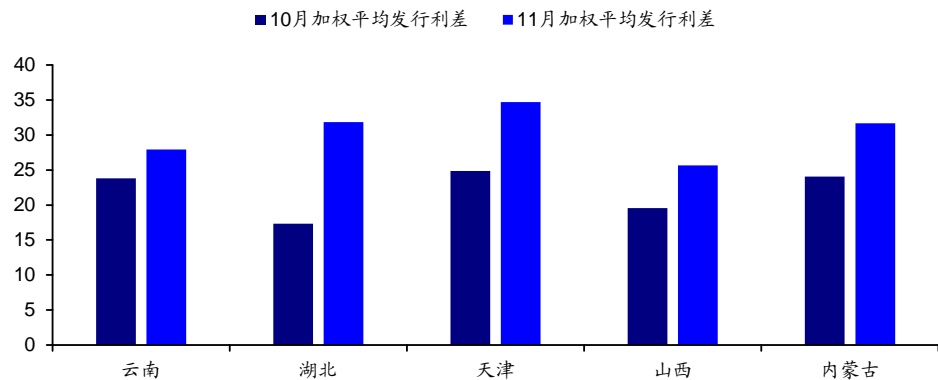
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2023年11月30日。  
注：不含再融资一般债

## 第二，11月发行利差走扩，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，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+14.42BP左右，发行利差最低的地区为北京（+6.47BP），而发行利差最高的地区为西藏（+26.5BP），其次是吉林（+24.06BP）和贵州（+22.47BP）；2023年11月，地方债加权平均发行利差为+27.07BP，较2023年10月（+23.62BP）明显走扩。

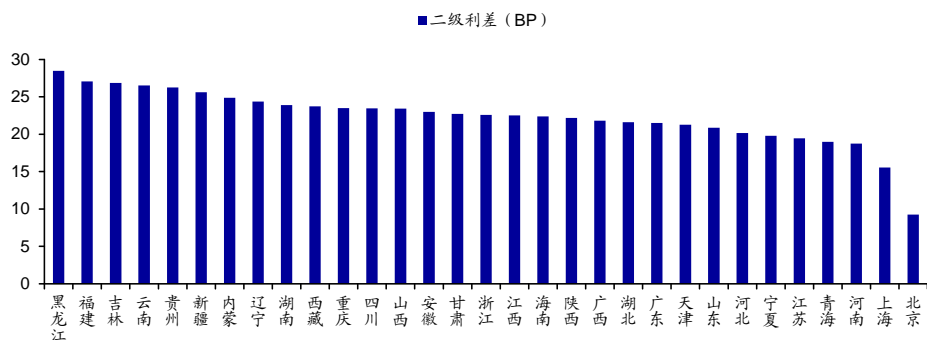
图9 部分地区一级利差变动 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023 年 11 月 30 日。

**11 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-同期国债收益率, 平均利差乘以发行规模为权重) 发现, 截至 11 月 30 日, 地方债整体估值利差中枢在 22.27BP 左右, 较 2023 年 10 月 31 日的二级利差中枢 (24.61BP) 略微收窄。

图10 部分地区地方债估值利差 (BP)

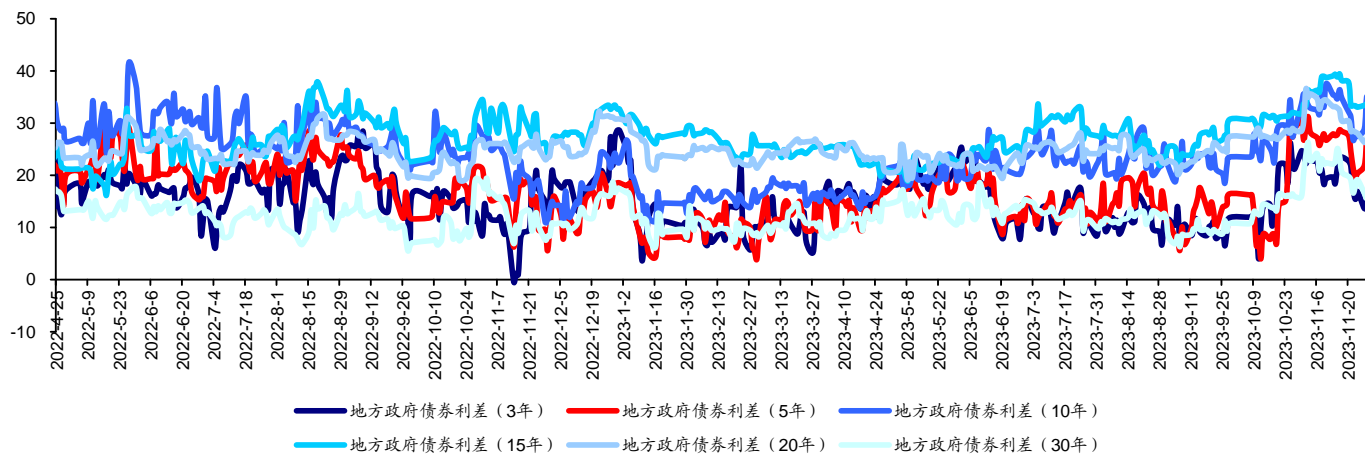


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2023 年 11 月 30 日。

**地方债整体估值略有回落, 仍在高位。** 从地方债分期限平均利差来看, 目前 10 年及 15 年地方债利差最高, 分别为 35.2BP 和 35.04BP; 3 年和 30 年的地方债利差最低, 分别为 18.79BP 和 17.95BP, 呈现为中间高两端低。分位水平来看, 各期限地方债利差较 10 月回落, 3 年期降幅较大, 历史分位数从 91.6%降至 69.2%, 其他期限仍在相对历史高位, 具备配置性价比。

**风险提示:** 基本面变化、政策不及预期、数据统计存在遗漏或偏差。

图11 不同期限地方政府债券利差走势 (BP)



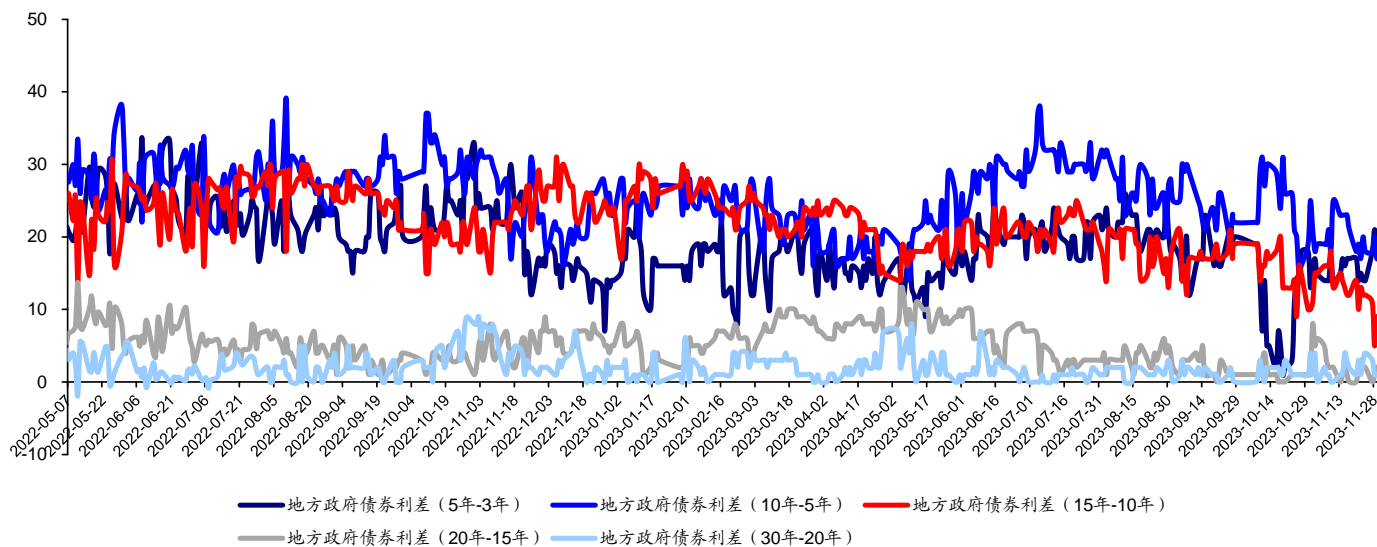
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 11 月 30 日。

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 (%)	69.20%	90.20%	92.50%	95.90%	83.20%	93.80%
22 年以来最大值 (BP)	35.52	35.67	47.07	39.45	36.87	26.34
最大值-现值 (BP)	16.73	8.58	11.87	4.41	8.35	8.39

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2023 年 11 月 30 日。

图12 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 11 月 30 日。

## 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。