

一季度供给节奏或前慢后快

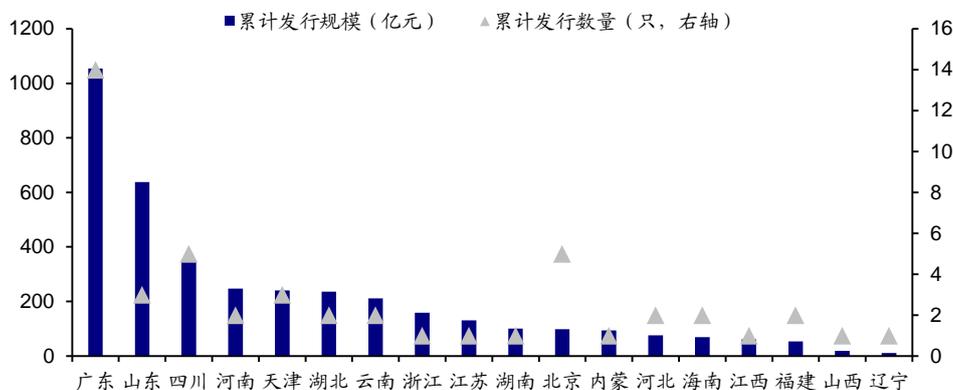
——地方政府债券数据点评

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

第一，截至1月31日，2024年地方政府债共发行49只，总规模3844亿元。

截至1月31日，2024年地方政府债已发行49只，总规模达3844亿元。具体来看，广东、四川、北京发行数量最多，分别发行14、5、5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1053.89亿元、637.6亿元。

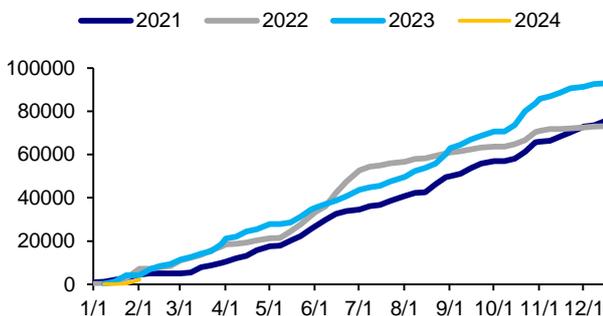
图1 2024年至今已发行地方债规模



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至2024年1月31日。

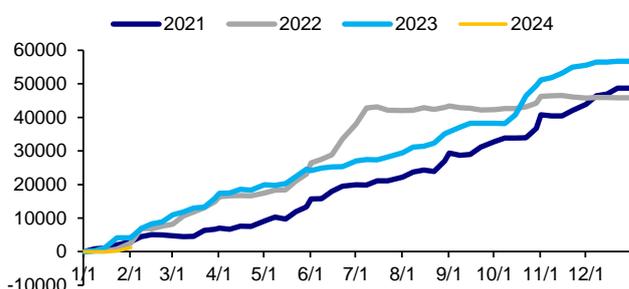
发行节奏来看，2024年1月发行量与净融资额为近四年同期最低。截至1月31日，2024年净融资额为1227.23亿元；2024年开年地方债供给相对保守，一季度供给节奏或前慢后快。

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)

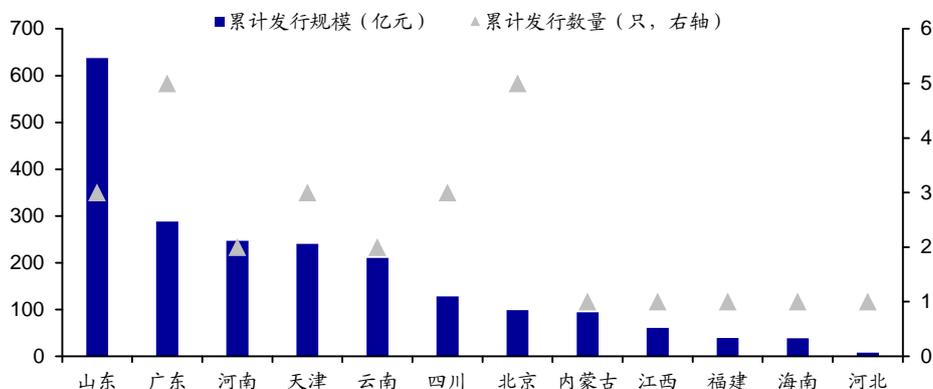


资料来源: WIND, 海通证券研究所

1月未有特殊再融资债发行。截至1月31日，12个省市（自治区）共发行28只再融资债，总规模为2090.93亿元。自2023年10月以来，27个省市（自治区）共发行特殊再融资债126只，总规模达13885亿元；2024年1月暂未有特殊再融资债发行，今年首支特殊再融资债将由贵州发行。根据贵州财政厅公告，2024年贵州

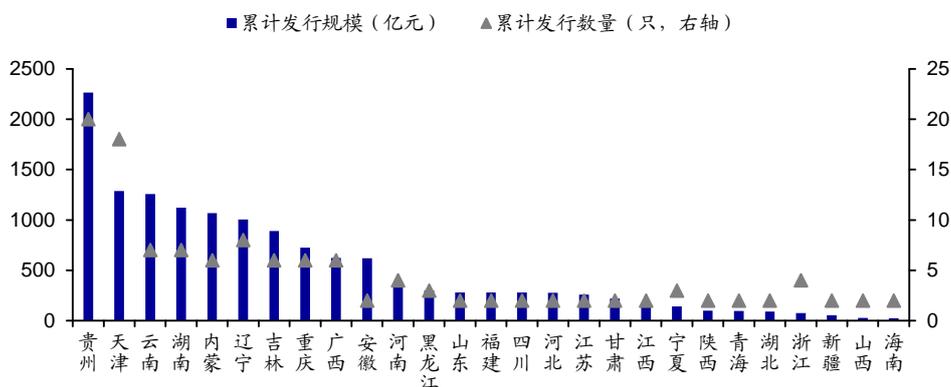
省地方政府再融资一般债券(二至四期)、2024年贵州省地方政府再融资专项债券(一期)的募集资金用途为偿还存量债务,金额合计324.5761亿元。

图4 2024年至今已发行再融资债



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至2024年1月31日。

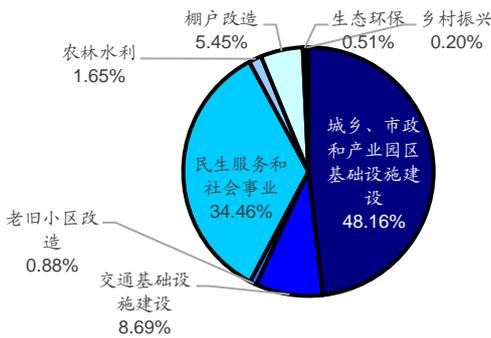
图5 2023年10月以来各省发行特殊再融资债规模



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至2024年1月31日。

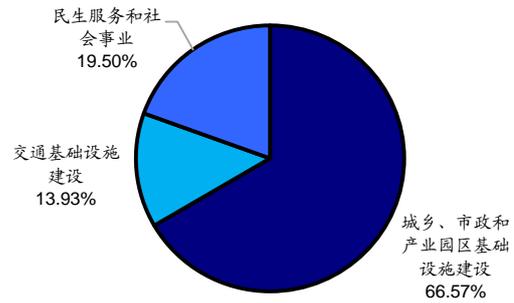
新增专项债方面,1月新增发行7支专项债,全部由广东发行,主要用于城乡、市政和产业园区基础设施建设与民生服务和社会事业。截至1月31日,2024年全国已发行地方专项债7只,规模达到567.81亿元。从用途来看,1月新发行债券主要用途为城乡、市政和产业园区基础设施建设、民生服务和社会事业、交通基础设施建设,发行金额分别为378.01亿元、110.72亿元、79.08亿元,分别占比66.57%、19.5%与13.93%。

图6 2023年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12月29日。
注：不含再融资专项债

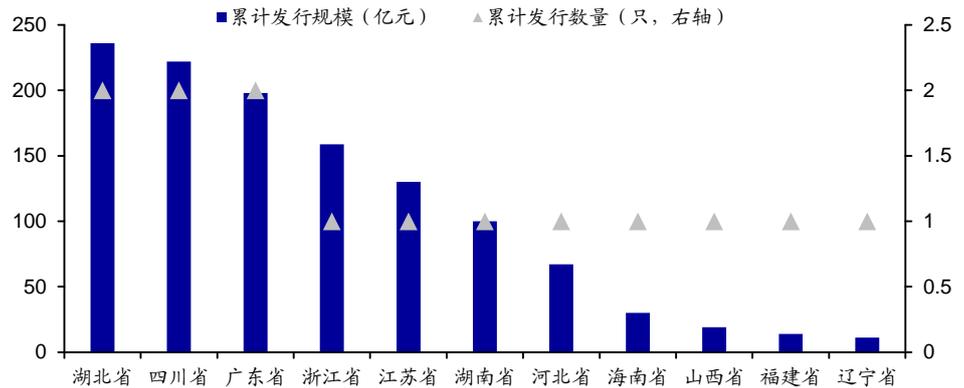
图7 2024年1月新发地方专项债用途分布（按发行金额）



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2024年1月31日。
注：不含再融资专项债

新增一般债方面，1月新增发行14只一般债。截至1月31日，2024年地方政府一般债共发行14只，规模达1185.76亿元。湖北、四川、广东新增一般债发行规模最大，分别为236亿元、221.99亿元、198亿元，其次浙江、江苏、湖南等地发行规模较大，均在100亿元以上。

图8 2024年至今已发行一般债规模（亿元）



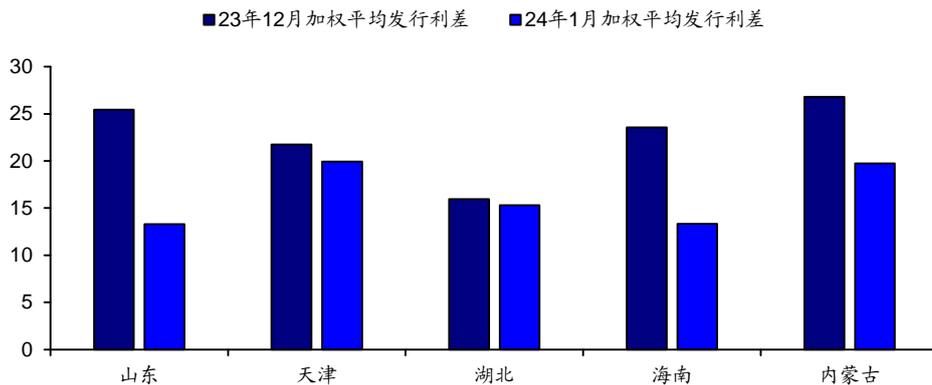
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2024年1月31日。
注：不含再融资一般债

第二，1月发行利差与二级估值利差双收窄。

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。

2024年以来，地方债一级利差中枢在+12.01BP左右，发行利差最低的地区为浙江（+5.01BP），而发行利差最高的地区为天津（+19.93BP），其次是内蒙古（+19.75BP）和江西（+18.75BP）；2024年1月，地方债加权平均发行利差为+12.01BP，较2023年12月（+14.49BP）收窄。

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 2024 年 1 月 31 日。

12 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 2024 年 1 月 31 日, 地方债整体估值利差中枢在 17.68BP 左右, 较 2023 年 12 月 29 日的二级利差中枢 (20.36BP) 略微收窄。

图10 部分地区地方债估值利差 (BP)

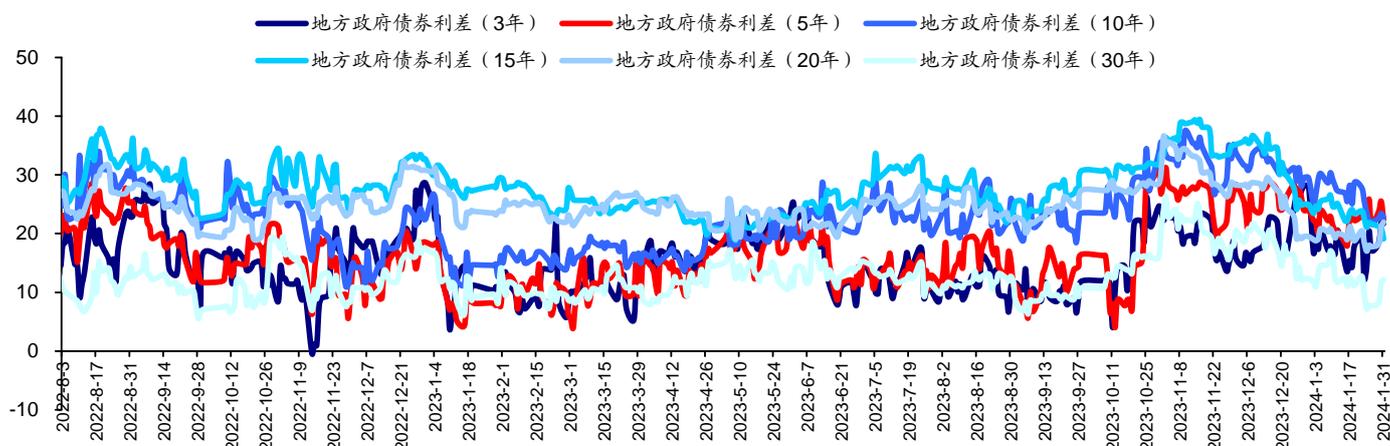


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024 年 1 月 31 日。

地方债各期限利差走势整体回落, 长债利差压缩明显。 从地方债分期限平均利差来看, 目前 5 年及 10 年地方债利差最高, 分别为 22.28BP 和 22.7BP; 15 年和 30 年的地方债利差最低, 分别为 19.11BP 和 12.18BP, 呈现为短债高长债低。分位水平来看, 除 20 年期外, 其余期限利差历史分位数均较 23 年 12 月底有所下降。当前 15 年期利差接近历史最低水平; 3 年、5 年期利差历史分位数在 80% 以上, 具备一定性价比。

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)



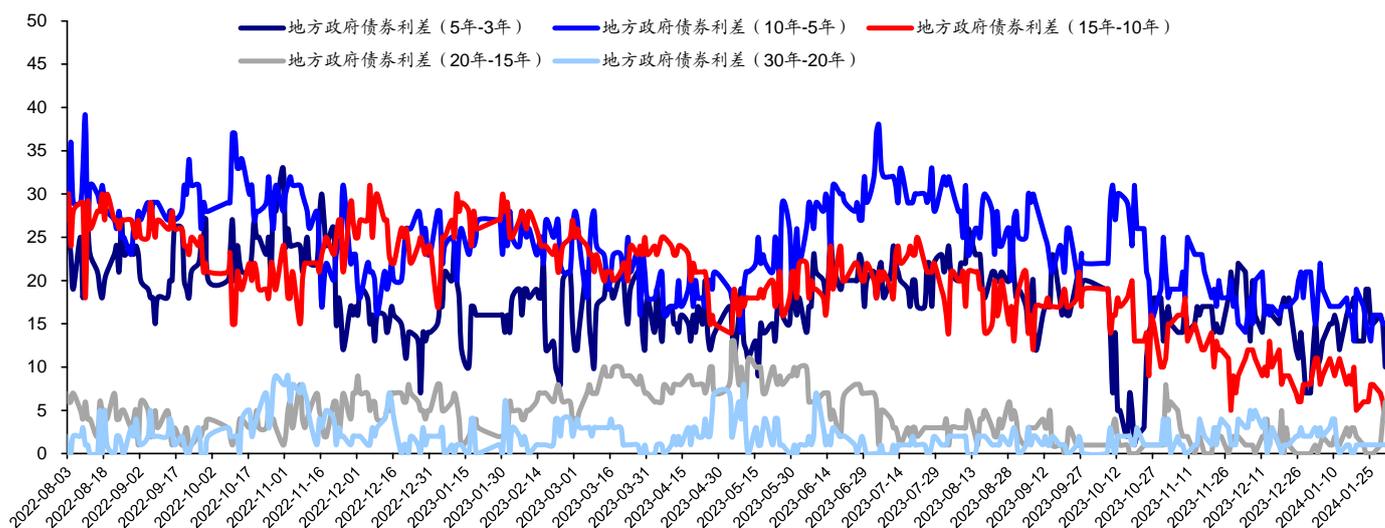
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 31 日。

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 (%)	85.70%	80.40%	48.40%	0.20%	17.40%	50.50%
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)	13.82	13.39	24.37	20.34	14.90	14.16

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 1 月 31 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 2024 年 1 月 31 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。