

固定收益首席分析师:郑子勋
 证书:S0850520080001
 021-23219733
 固定收益分析师:张紫睿
 证书:S0850522120001
 021-23154484

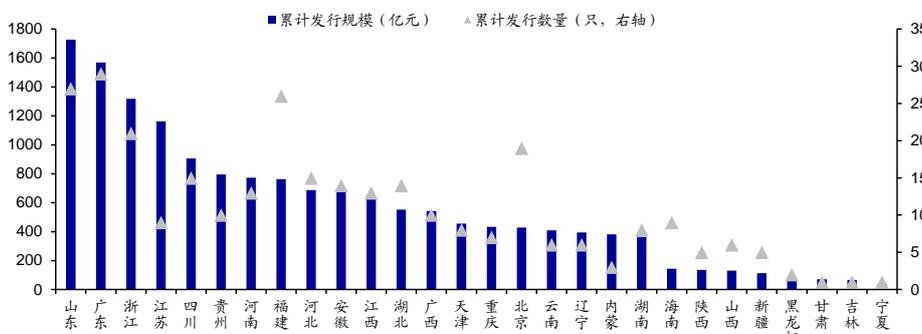
专项债发行节奏偏慢

——地方政府债券3月报

第一，截至3月31日，2024年地方政府债共发行303只，总规模1.57万亿元。

截至3月31日，2024年地方政府债共发行303只，总规模1.57万亿元。具体来看，广东、山东、福建发行数量最多，分别发行29、27、26只地方政府债；从发行规模来看，山东、广东发行债券规模位列前二，分别为1725.92亿元、1569.39亿元。

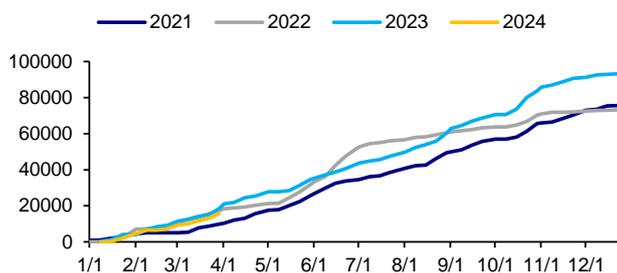
图1 2024年至今已发行地方债规模



资料来源: WIND, 海通证券研究所, 截至2024年3月31日。

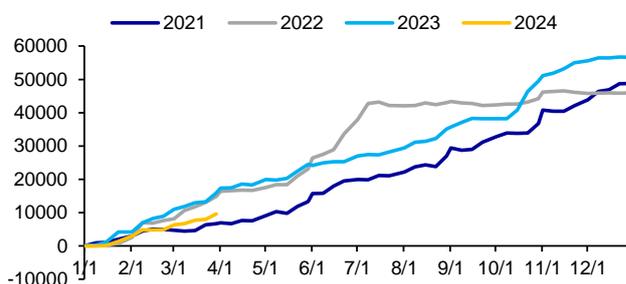
发行节奏来看，2024年3月的发行与净融资水平与近四年同期相比较为保守，供给节奏偏慢，主要是新增专项债发行进度不及预期。截至3月29日，2024年净融资额为9566.83亿元；2024年一季度地方债发行与净融资规模仅略高于21年，明显低于22年和23年同期，二三季度或是供给高峰。

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

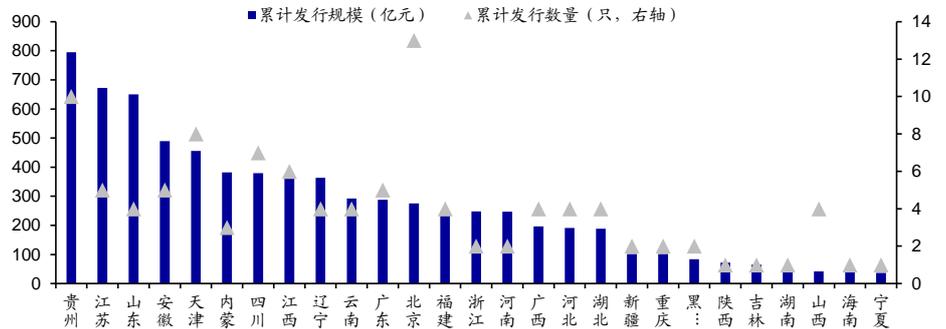
图3 地方债发行进度（净融资额：亿元）



资料来源: WIND, 海通证券研究所

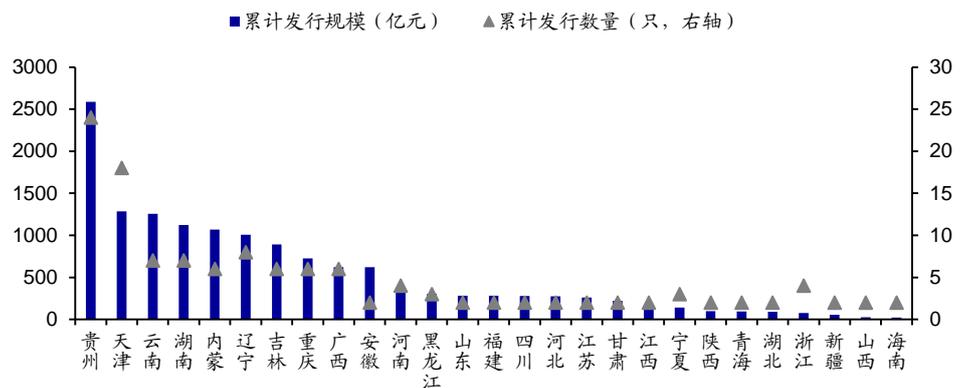
特殊再融资债方面，3月贵州发行3只，天津发行4只。截至3月31日，2024年27个省市（自治区）共发行109只再融资债，总规模为7315.87亿元。自2023年10月以来，27个省市（自治区）共发行特殊再融资债137只，总规模达1.46万亿元；3月有7只特殊再融资债发行，其中3只为贵州发行，规模达215.61亿元，另外4只为天津发行，规模达201.8亿元。

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3月31日。

图5 2023年10月以来各省发行特殊再融资债规模



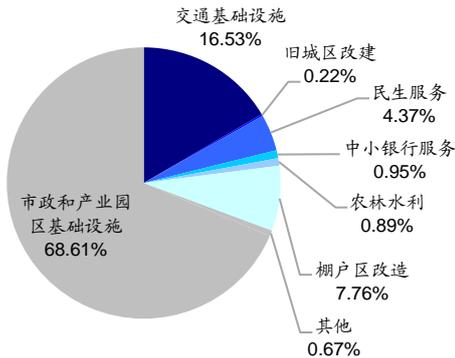
资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2024年3月31日。

新增专项债方面，3月新增发行60支专项债，主要用于市政和产业园区基础设施建设、交通基础设施和民生服务。从用途来看，3月新发行债券主要用途为市政和产业园区基础设施建设、交通基础设施和民生服务，发行金额分别为1570.26亿元、403.58亿元、126.69亿元，分别占比68.05%、17.49%与5.49%。

一季度新增专项债发行节奏较缓。2024年全国新增地方政府专项债务限额3.9万亿元，一季度全国已发行地方专项债161只，共计6341.24亿元，占全国专项债限额16.26%。对比去年同期，2023年一季度全国发行地方专项债1.36万亿元，占2023年全国专项债限额35.79%，24年一季度专项债发行明显较缓。

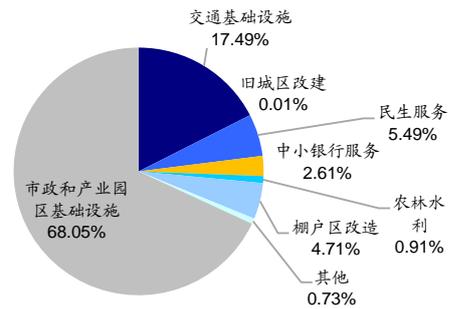
3月，深圳、河北、山东先后公告不行使专项债的赎回选择权，涉及债券为19深圳债09、19河北19、21山东债11，前者用途为农村整体搬迁，后两者用途为棚户改造。专项债以项目对应的政府性基金收入或专项收入还本付息，或在到期后发行再融资债券接续，专项债不行使赎回权意味着项目收益未能提前实现。在此前已至行权日的含赎回权专项债中，仅有19北京19行使赎回权，广东、北京、厦门等地共有11只专项债公告不行使赎回权。这些债券多为棚户改造和土地储备专项债，在近年土地出让收入下滑的背景下，项目实现预期收益难度上升，不赎回成为常态。截至2024年3月29日，现存有38只专项债含有提前赎回条款，32只还未至行权日，行权日普遍在2025年及之后。这些债券资金用途更为多元，涉及市政、交通、能源等各类项目建设。

图6 2024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2024年3月31日。
注：不含再融资专项债

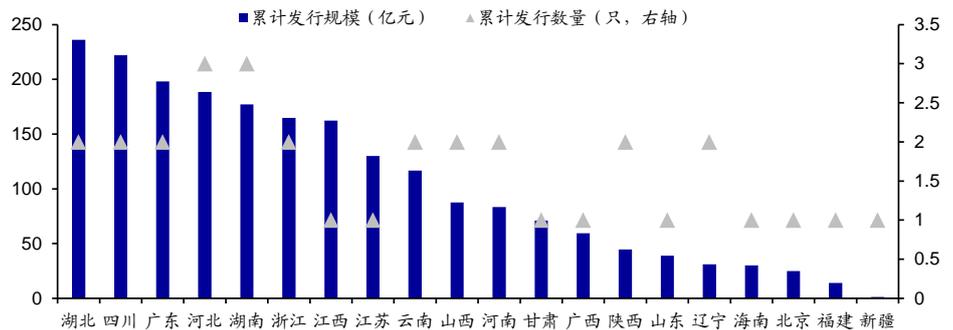
图7 2024年3月新发地方专项债用途分布（按发行金额）



资料来源：WIND，海通证券研究所，截至2024年3月31日。
注：不含再融资专项债

新增一般债方面，3月新增发行9只一般债。截至3月31日，2024年地方政府一般债共发行33只，规模达2081.50亿元。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，其次江西、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）



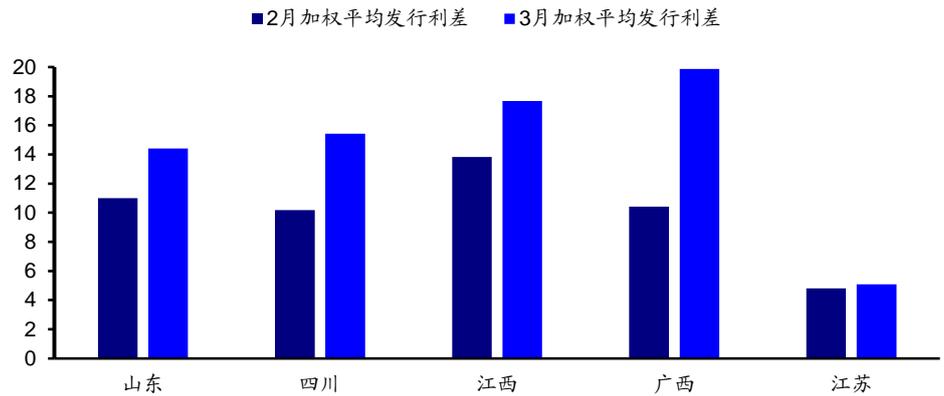
资料来源：Wind，海通证券研究所，截至2024年3月31日。
注：不含再融资一般债

第二，3月发行利差走扩，二级估值利差走扩。

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+11.17BP左右，发行利差最低的地区为江苏（+4.99BP），而发行利差最高的地区为天津（+16.83BP），其次是江西（+16.18BP）和内蒙古（+15.92BP）；**2024年3月，地方债加权平均发行利差为+11.09BP，较2月（+10.69BP）略走扩。**

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 2024 年 3 月 31 日。

3 月地方债整体二级估值利差走扩。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 3 月 31 日, 2024 年地方债整体估值利差为 19.43BP, 较 2024 年 2 月 29 日的二级利差 18.73BP 略有走扩。

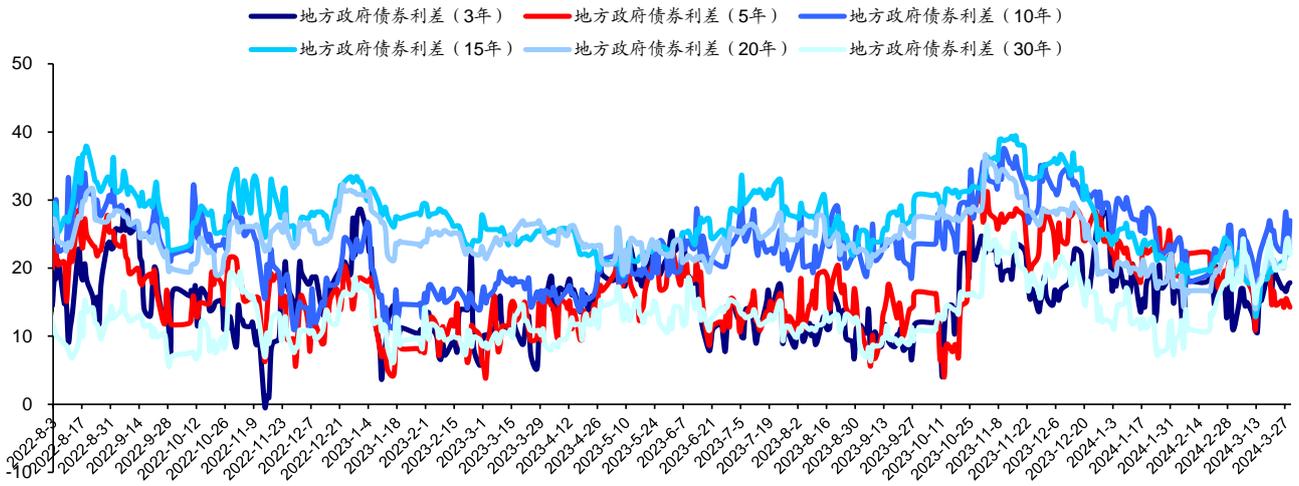
图10 部分地区地方债估值利差 (BP)



资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 2024 年 3 月 31 日。

3 月地方债各期限信用利差呈现“M”型走势, 30 年期利差被动维持相对历史高位。从收益率上看, 3 年、5 年期地方债整体震荡下行, 3 月底较月初分别下行 12、10 个 BP, 中长端地方债收益率有所波动但整体稳定。从利差上看, 月内地方债利差较大波动主要系国债利率变化驱动。目前 10 年及 20 年地方债利差最高, 分别为 26.99BP 和 23.67BP; 3 年和 5 年利差最低, 分别为 17.85BP 和 14.26BP。从分位水平来看, 5 年期、30 年期利差分位数较 2 月底下降, 其余期限利差分位数回升; 因超长期国债强势行情延续, 30 年期地方债信用利差被动维持高位, 其历史分位数在 3 月内始终在 90% 以上。

图11 不同期限地方政府债券利差走势 (BP)



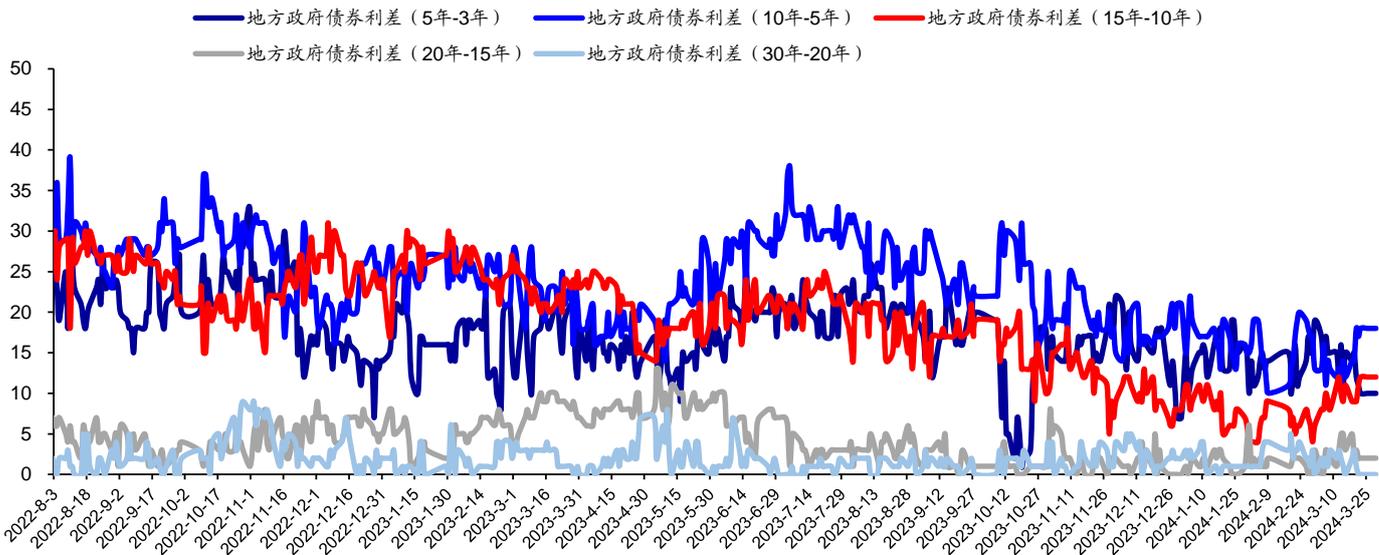
资料来源: Wind, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 3 月 31 日。

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 (%)	61.70%	28.00%	63.40%	20.00%	36.30%	96.90%
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)	17.67	21.41	20.08	16.65	13.20	4.28

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 数据截至 2024 年 3 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 3 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偏差。

信息披露

分析师声明

固定收益研究：郑子勋

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。