

固收半月谈 | 万亿特别国债陆续发行，对债市影响如何？

主讲人介绍



张益嘉

上银基金固定收益部研究员

擅长机构行为分析，负责城投、ABS及电力等行业的信用研究工作。

市场回顾

国内利率债市场方面，5月以来两项市场重大扰动因素落地，一是特别国债发行计划确定，节奏平缓，市场担忧缓解；二是地产刺激政策落地，但效果仍待观察。央行再次提及长期国债点位，长端国债表现一般，中短端利率整体下行。5月以来截至22日收盘，(1)国债方面，1Y国债收益率下行9BP至1.61%；3Y国债下行5BP至1.94%；5Y国债收益率下行5BP，收于2.10%；7Y国债收益率下行1BP，收于2.27%；10Y国债收益率上行1BP，收于2.31%。(2)政金债方面，1Y政金债收益率下行8-11BP不等；3Y政金债收益率下行3-7BP不等；5Y政金债收益率下行3-4BP；7Y国开债和农发债收益率下行4-5BP，7Y口行债收平；10Y口行和农发债收益率上行1BP，10Y国开债收益率下行1BP，收于2.39%。

信用债市场方面，5月非银资金宽裕，叠加信用债供给季节性环比大幅下降，5月以来信用债收益率大幅下行，信用利差以收缩为主。一级方面，信用债供给环比大幅下降61%，取消发行个数很少，反映市场资产紧缺。二级方面，信用债跟随利率下行，1年期、3年期、5年期分别下行9bp、13bp、12bp；资质上，资产

紧缺导致低评级普遍表现更好，其中3年期隐含评级AA公司债表现最好（下行21bp）。

权益和转债市场方面，截至5月22日，在北向资金带动及地产政策集中出台的刺激下，权益市场上涨，情绪明显回暖，其中万得全A上涨1.7%，创业板指上涨1.1%，上证指数上涨1.73%，转债表现好于正股，转债估值扩张，中证转债指数上涨2.27%。行业来看，表现较好的板块主要来自地产、建材、农林牧渔和煤炭，整体上涨10%-15%，表现较弱的板块主要为通信、传媒、计算机和汽车，整体下跌2%-3%。

海外市场方面，美国通胀符合预期，市场对美联储降息预期加大；欧央行多位官员也再次表态6月降息可能性，欧美股市整体表现较好。具体来看，5月以来截至22日收盘，法国CAC40上涨1.34%，德国DAX指数上涨4.17%，英国富时100上涨2.78%，标普500上涨5.39%；亚洲股市方面，恒生指数表现抢眼，上涨8.06%，韩国综合指数上涨1.17%，日经225上涨0.55%。债券市场方面，德国10Y国债收益率下行1BP至2.55%；法国的10Y国债收益率下行6BP，收于3.02%；美国10Y国债收益率下行26BP，收于4.43%；英国10Y国债收益率下行19BP至4.18%。

市场展望

宏观方面，上周公布了4月经济数据，虽然工业生产和失业率数据表现较好，但社零以及地产投资仍然偏弱，经济总体仍处于温和修复和结构性修复的状态，对市场情绪的扰动有限。此外，上周特别国债发行计划落地，整体节奏偏缓和，叠加多项地产利好政策出台，市场反而走出利空出尽的行情。目前来看，地产政策的实际效果仍待观察，短时冲击有限；而央行频频多渠道发声强调长端利率的合意点位，上行空间可能也有限。因此，对债市而言，短期仍处在区间震荡的行情中，操作上建议中性久期，中短端性价比或好于长端和超长端。

信用债市场方面，继续关注中短端信用。一是三中全会前政策预期强，但是落地效果不确定，因此预计债市继续震荡；二是5月底为缴税小月，资金面不会太紧；三是手工补息影响还未结束，带来机构行为变化，有资金增量的理财、基金偏好中短端信用债。信用债可以关注稀缺属性强的城投债及优质央国企地产债。

权益和转债市场方面，当前 A 股在外资拉动下短期已经实现较快上涨，后续预计上涨阻力将会较大，或迎阶段性调整，策略上短期建议中性偏防守，后续再择机进取。结构上来看，一方面，在近期红利资产有一定回撤，且商品价格预计也回落到位的情况下，高股息的资源股、金融股及公用事业板块或将重新占优；另一方面，后续政策发力，国内大规模设备更新叠加消费品以旧换新政策刺激，机械设备、家电及汽车等行业可以重点挖掘。转债方面可配置性优于股票，正股成长性及基本面较好的错杀转债值得关注。

热点关注：特别国债发行，对债市影响如何？

2024 年政府工作报告指出，从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，今年先发行 1 万亿。

历史上，我国分别于 1998 年、2007 年和 2020 年三次发行特别国债，同时在 2023 年发行了计入赤字率但以特别国债方式管理的国债。5 月 13 日，财政部公布了特别国债发行计划，整体发行节奏平滑，发行期限较长。

本轮特别国债发行分成 22 期，5 月 17 日首次发行，11 月底前发完，本次特别国债主要为超长期，包括 20 年、30 年、50 年，其中 20 年发行 7 次，30 年发行 12 次，50 年发行 3 次，本次新设 20 年期国债，有助于完善利率定价曲线，同时为超长地方债等提供更科学的定价参考。

对于债市来说，特别国债的影响一**是供给压力，二是宽财政效应**。

供给压力方面，大行是国债的一级发行主要承接方，但大行可能在持有一段时间后再次卖出，保险和中小银行对于国债的需求更大。根据各期限发债额度/发债频次来计算平均发债量，主要集中于 6-10 月，其中 30 年期限在 6-10 月每月发行 2 次，当月两次分别为上旬和下旬，避开中旬税期缴款压力，一定程度上可以减少供给冲击。在今年的特别国债发行完毕后，20 年、30 年、50 年的品种存续规模将显著提高，超长债的流动性可能得到进一步提升。

宽财政效应方面，近年来财政支出乘数大约为 0.8，如果 1 万亿特别国债全部用于基建投资，对于 GDP 的拉动大约为 0.6%，可以使得今年 5% 的增速目标得到进一步保障。

特别国债已经于 5 月 17 日完成 400 亿 30 年期发行，综合收益率为 2.57%，全场倍数 3.90，市场情绪较好。

债券知识小课堂：什么是地方政府债？

地方政府债在 2009 年重回历史舞台，目前已经成为存量规模最大的品种，约占债券市场存量的 26%。

一般来说，地方政府债可以分为一般债券和专项债券，其中一般债券是为没有收益的公益性项目发行，还本付息来源是一般公共预算收入，专项债券是为有一定收益的公益性项目发行，以公益性项目对应的政府性基金收入或专项收入作为还本付息资金来源的政府债券。

根据新发债券是否可以替换存量债务，地方政府债可分为新增债券、置换债券、再融资债券和特殊再融资债券。其中，新增债券是由两会确定的，为在限额内举借新的债务而新发行的债券；置换债券是为置换 2014 年末非政府债券形式的存量债务而发行的债券；再融资债券是用于偿还部分到期地方政府债券本金的债券；特殊再融资债券是指 2020 年 12 月开始部分再融资债券由偿还到期地方政府债券本金变化成偿还政府存量债务，资金用途中的存量政府债务可能包括非债券形式的存量政府债务，还可能包含存量隐性债务。

2023 年共发行地方政府债 9.33 万亿元，其中新增一般债 7007 亿元，新增专项债 39444 亿元，再融资一般债 26458 亿元，再融资专项债 20345 亿元。

分地区看，地方政府债存量较多的省份均为经济发展水平和地方政府财政状态较好的省份，存量前五的省份分别为广东省、山东省、江苏省、四川省和浙江省。一级发行定价方面，地方债与国债的平均利差目前在 10-20BP 左右。二级估值方面，由于利率债流动性较高，一般一级市场发行利率与二级估值利率相差不大，但地方债存在长期以来一级发行利率低于二级估值利率的现象。

地方政府债的机构行为方面，一般国有大行和股份行会在一级市场投标买入地方政府债后再在二级市场卖给出农商行、保险等机构，随着基金、券商等资管机构陆续参与到地方债二级市场中，目前地方债的参与机构呈现出明显的配置、交易行为特征，其中保险农商行偏配置，基金券商偏交易。

投资人购买基金时应详细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。