

国债将有利于降低政府的融资成本，实现财政资金筹集的经济效益最大化。于债市而言，目前“资产荒”行情延续，超长期特别国债的发行或难以对债市形成较大的扰动，市场更关注央行是否会有货币政策的配套措施。预计央行可能通过降准或加大公开市场操作来提供流动性支持，确保债市稳定。

(2) 当前，地方政府债在利率下行、发行节奏放缓、结构调整以及投资者行为变化等多方面展现出新的特点。在需求端，银行自营资金继续作为主要投资者，而保险机构在“资产荒”背景下逐渐加大配置力度，反映出市场尤其是长期资金、稳定资金对地方债的认可和需求。在供给端，随着地方政府对专项债券相关项目的持续推进和实施，我们预计下半年，地方政府债的发行将会提速。结合5月发改委在新闻发布会上表示“加快中央预算内投资下达和地方政府专项债券发行使用进度”，专项债加速发行如箭在弦，预计3季度或将迎来专项债发行的小高峰。

□ 投资建议

展望后市，我们认为后续专项债发行节奏大概率会加快，叠加超长期特别国债的有序发行，将在供给端对债市产生一定的影响，但这种影响不足以导致债市收益率出现趋势性的变动。在货币政策方面，我们认为全年降准降息仍然值得期待，且预计降准的实施可能会先于降息。若后续出现利率调整，考虑到目前银行业的净息差水平仍然较低，同步调整存款利率和LPR的可能性相对较高，这将优先于政策利率的调整。整体来看，下半年债市仍处于波动环境，10年期国债收益率将维持2.3%附近震荡。策略方面，中短端票息策略或更占优。

□ 风险提示

政策推进不及预期；需求改善不及预期；流动性风险。

正文目录

1 上半年债券市场回顾	2
1.1 债牛趋势仍在，收益率多次刷新低点	2
1.2 资金面整体中性偏松	3
2 财政扩张加快，货币保持稳健	5
2.1 财政政策适度加力，广义财政空间明显扩张	5
2.2 货币政策保持稳健，精准调控与市场活力并重	8
3 下半年投资关注点	13
3.1 超长期特别国债开启发行，后续配套政策值得期待	13
3.2 “资产荒”+ 化债背景下，地方债演变新趋势	17
4 投资建议	23
5 风险提示	23

图表目录

图 1 10 年期国债收益率走势 (%)	2
图 2 今年以来，市场利率基本位于政策利率上方，资金面中性偏松 (%)	4
图 3 历年赤字规模及赤字率变化 (万亿, %)	5
图 4 一般公共预算支出同比变化 (%)	6
图 5 今年财政支出更多聚焦科技和环保领域 (当月同比, %)	7
图 6 MLF 投放回笼情况 (亿元)	9
图 7 今年以来每日公开市场操作情况 (亿元)	9
图 8 金融机构人民币贷款加权平均利率变化 (%)	11
图 9 五大国有商业银行净息差不断下降 (%)	11
图 10 目前存量国债的剩余期限结构余额占比 (%)	14
图 11 国债收益率曲线 (%，BP)	15
图 12 近年来，地方债加权平均发行利率逐年降低 (%)	18
图 13 年初至今地方债月度加权平均发行利率缓慢下行 (%)	18
图 14 历年新增专项债发行进度 (%)	19
图 15 近 5 年地方债发行结构变化 (亿元)	20
图 16 地方政府债投资者结构 (2024 年 4 月末)	21
图 17 保险机构地方债托管量月度变化	22
表 1 四轮特别国债发行情况	14
表 2 2024 年超长期特别国债发行安排	16

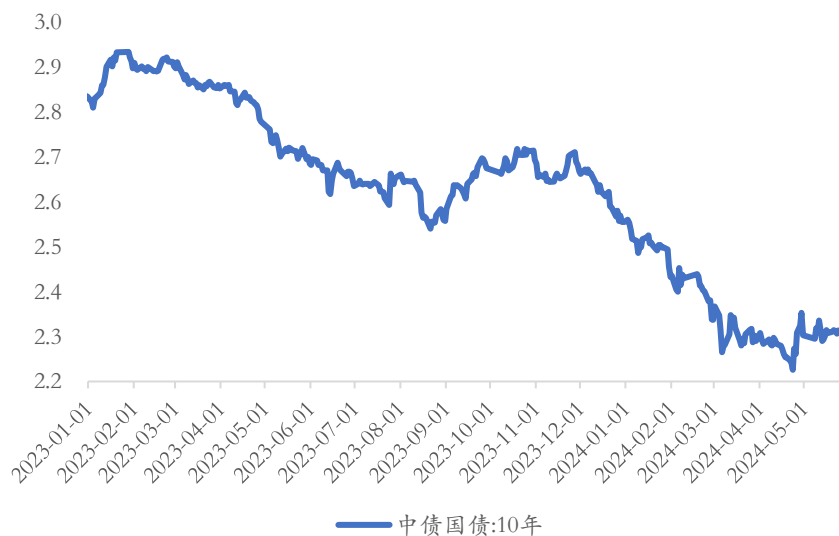
1 上半年债券市场回顾

1.1 债牛趋势仍在，收益率多次刷新低点

今年上半年，债券市场在经济修复斜率偏慢、政府债券供应减少等因素影响下，收益率不断下行，10年期国债收益率屡创新低，一度触及2.2260%的历史低位。一季度，10年期国债收益率延续了去年年底的下降趋势，这一现象反映出市场对经济增长放缓的普遍担忧。同时，“资产荒”的持续使得优质资产变得稀缺，更多的存量资金开始追逐有限的安全资产。此外，为了应对经济增速放缓，政府和央行采取了增发特别国债、降准、定向降息等积极的财政和货币政策措施，这些政策的早期和集中发力，以及资金市场流动性的宽松状态，进一步推动了国债收益率的下行。

然而，进入二季度，宏观经济基本面开始展现出持续复苏的态势，特别是在供给侧的恢复上表现尤为强劲。在市场内生增长动力逐渐稳固的同时，一系列逆周期调节政策也在有序推进。另外，公布的一季度的国内生产总值(GDP)增速达到了5.3%，显著超越了市场预期的平均水平，使得市场对后续经济复苏动力的预期转好。尽管如此，产能过剩、有效需求不足、信贷偏弱等问题依然存在，这些因素限制了国债收益率的上升空间，使得二季度10年期国债收益率维持在低位震荡。

图 1 10 年期国债收益率走势 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

1.2 资金面整体中性偏松

年初至今，资金市场呈现中性偏松的态势，资金市场利率指标 R007 和 DR007 的波动轨迹多数时间位于政策利率之上。在 1 月份，为了缓解春节期间现金需求的激增以及政府债券发行对市场流动性的潜在影响，央行采取了降低存款准备金率 0.5 个百分点的措施，并宣布对支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各下调 0.25 个百分点。此举有效缓解了春节假期市场资金面的压力，确保流动性处于一个合理且充足的水平。

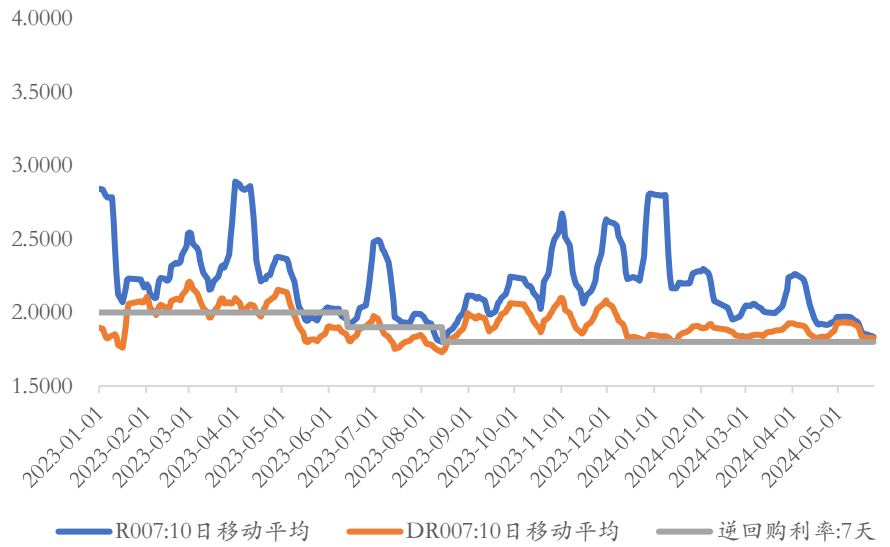
进入 2 月份，央行进一步采取了降息措施，特别针对 5 年期以上的贷款市场报价利率（LPR）进行了 25 个基点的单独下调，这一调整幅度超出市场预期，释放出稳定经济增长和促进市场活力的明确信号。此外，这一降息举措对当时表现疲软的房地产市场起到了维稳的效果。

3 月份，中央在政府工作报告中明确了本年度财政赤字率的目标为 3%，并宣布发行 1 万亿元超长期特别国债及 3.9 万亿元地方政府专项债券的计划。这些政策措施的规模与市场预期相一致，并为市场提供了明确的政策导向。同时，央行在多个公开场合表示，我国法定存款准备金率存在进一步下调的空间，这一表态对债券市场产生了积极的影响。另外，为了确保资金市场的稳定性以及控制资金波动，央行在 3 月的最后一周进行了大规模的跨季资金投放，确保了资金实现平稳跨季。

随着 4 月份的到来，央行开始频繁提示长债收益率的潜在风险，并对长期收益率持续下降的趋势表示关注。这导致了市场收益率走势出现分化：中短期收益率继续呈现下行趋势，而长期收益率则开始波动上行。此外，由于 4 月份政府债券的发行量相对较小，其对资金市场的整体影响相对有限，市场对此反应较为温和。

4 月底召开的政治局会议要求财政靠前发力，及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度；并提出要统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。进入 5 月后，地产行业政策密集出台，显示出政府调整和优化房地产市场的决心，但债券市场对地产政策的敏感性有所降低。这可能反映了市场对于政策效果的观望态度，以及对地产行业长期调整的预期。预计在短期内，这种趋势将持续，市场参与者更加关注政策的长期影响及其对市场流动性和利率环境的影响。同时，超长期特别国债的稳定发行并未改变债市“资产荒”局面，资金面依旧保持中性偏松的状态。

图2 今年以来，市场利率基本位于政策利率上方，资金面中性偏松（%）



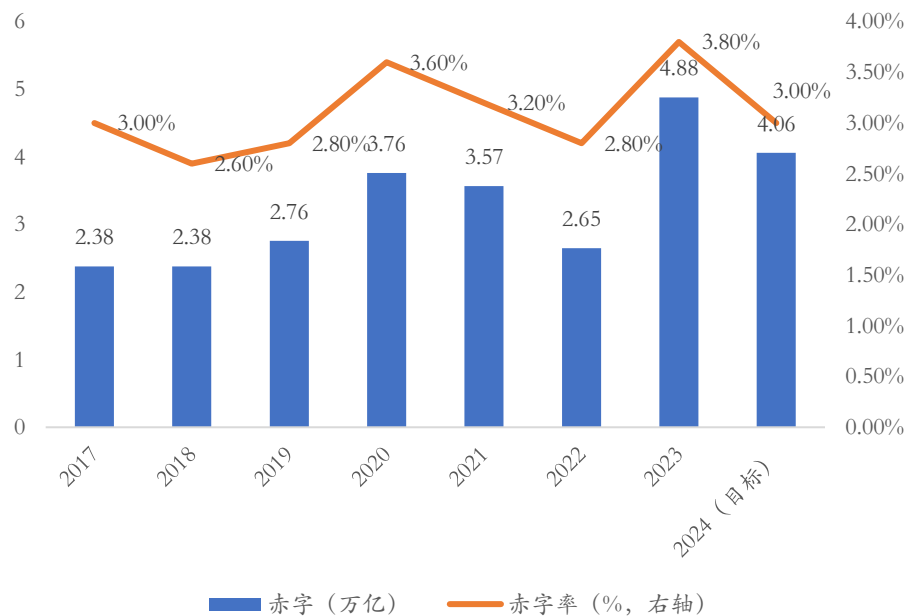
资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 财政扩张加快，货币保持稳健

2.1 财政政策适度加力，广义财政空间明显扩张

总体来看，今年财政政策将适度加力。由于去年10月中央宣布年内增发1万亿国债，当年安排使用5000亿元，结转今年使用5000亿元，这使得2023年预算赤字率提升至了3.8%。进入2024年，政府工作报告提出，积极的财政政策要适度加力、提质增效。综合考虑发展需要和财政可持续，用好财政政策空间，优化政策工具组合。将赤字率控制在3%，赤字规模设定为4.06万亿元，比上年年初预算增加1800亿元。预计今年财政收入继续恢复增长，加上调入资金等，一般公共预算支出规模28.5万亿元、比上年增加1.1万亿元。拟安排地方政府专项债券3.9万亿元、比上年增加1000亿元。政府工作报告对财政政策的调整总体上与市场预期相符。“适度加力”的财政政策立场是基于当前宏观经济中有效需求的不足以及微观经济主体信心尚未完全恢复的现状而制定的，这体现了经济工作目标对经济形势的适应。通过审慎的财政刺激措施，旨在提振市场信心，同时注重财政支出的质量和效益，以确保债务风险得到有效控制。优化政策工具组合，旨在建立一个更加高效、公平和可持续的财政体系，为经济的长期健康发展奠定坚实基础。

图3 历年赤字规模及赤字率变化（万亿，%）

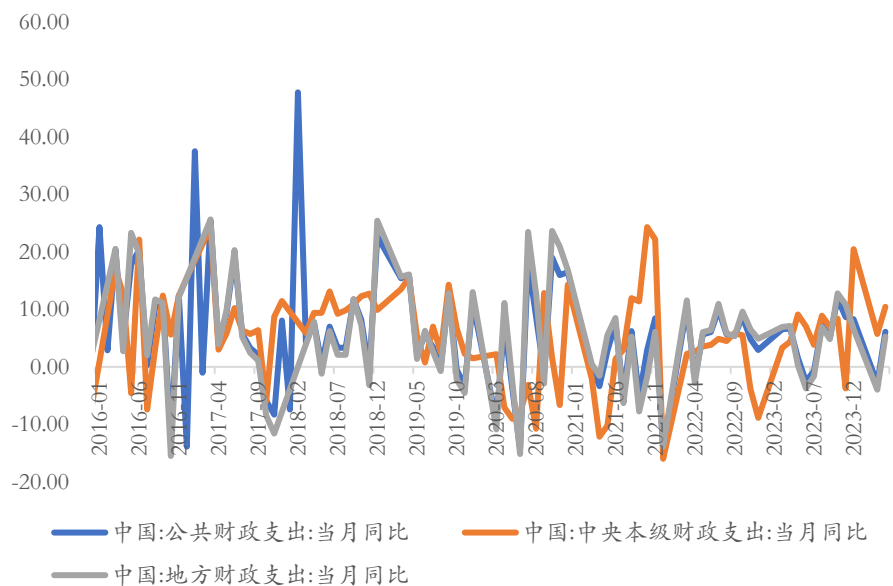


资料来源：Wind、湘财证券研究所

从广义财政来看，今年广义财政空间有明显扩张。由于今年拟发行的1万亿元超长期特别国债不计入财政赤字，预计今年广义财政的总规模将达到8.96万亿元（4.06万亿元赤字+3.9万亿元新增专项债+1万亿元超长期特别国债），这一数字较去年8.68万亿元的广义财政规模有所增加。外加结转今年使用的5000亿元国债以及政策性金融工具PSL等，广义财政的空间将得到显著扩大。

从财政支出节奏来看，1季度财政支出较去年有所放缓，但4月以来财政支出出现温和回升，预计下半年将出现财政发力高峰，且集中在3季度。政府债发行进度对财政支出的节奏有一定的影响：（1）从地方层面来看，截至5月24日，地方政府新增专项债券的发行进度为24.04%。尽管5月以来专项债发行速度有所加快，但与去年同期相比，整体发行进度依然滞后。随着地方政府专项债券项目的逐步申报和完成，我们预计三季度将迎来专项债券发行的高峰。（2）从中央层面来看，根据财政部发布的超长期特别国债发行安排，超长期特别国债发行主要在今年5月-11月之间，一共发行22次，从发行节奏上来看集中于3季度。这表明，下半年尤其是3季度的财政支出将得到有力的支撑。

图4 一般公共预算支出同比变化（%）

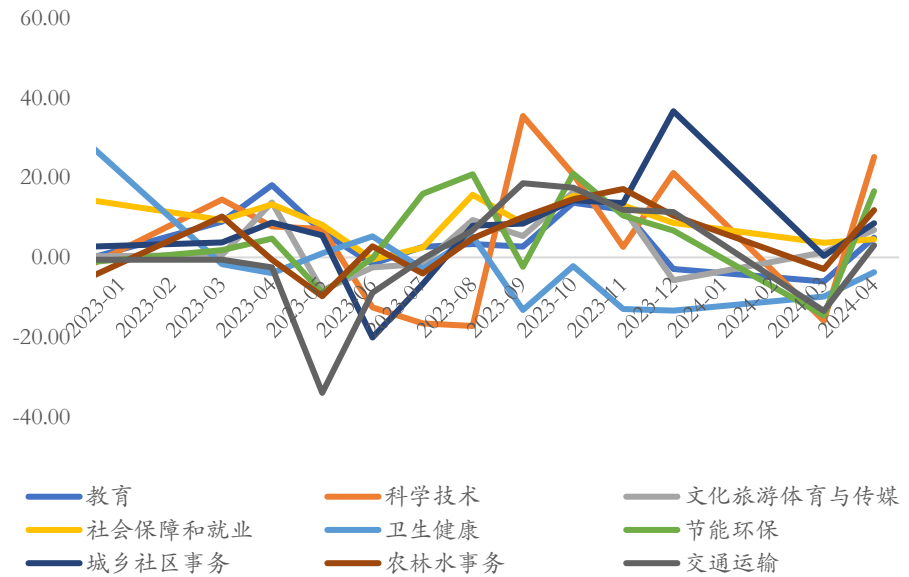


资料来源：Wind、湘财证券研究所

从财政支出的分项来看，财政支出重心正在发生转移。今年1-3月各项财政支出增速多数录得负值，整体财政支出的进度显得较为缓慢。然而，随着时间进入4月，财政支出的各分项增速实现了全面回升，其中科学技术和节能环保领域的支出增速尤为显著，增速分别达到了25.21%和16.61%，这表明财

政政策在这些关键领域的重点支持和积极投入。从这一变化中，我们可以清晰地看到财政支出重心的微妙转移。过去，民生和基础设施建设是财政支出的主要领域，但随着经济结构的调整和社会发展的需求，科技和环保领域逐渐成为财政支出的新焦点。这种转变不仅反映了政府对于科技创新和环境保护的高度重视，也体现了财政政策在适应经济转型和社会发展需求方面的灵活性和前瞻性。

图5 今年财政支出更多聚焦科技和环保领域（当月同比，%）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

在当前经济形势下，财政政策的加力提效无疑为经济的稳定增长提供了坚实的支撑。我们认为，通过加大财政政策的力度，可以在一定程度上改善经济恢复成色，为经济的稳定增长提供动力。然而，我们也必须认识到，财政政策的实施到项目落地之间存在一定的时间滞后，因而财政政策对上半年经济的拉动效果并不显著，难以立即改变当前经济的弱修复的态势。

展望下半年，随着财政资金在房地产等关键领域的逐步落地，我们有理由相信，经济的弱复苏态势将得到一定缓解。然而债市对于地产等因素的反应已有所钝化，短期内投资者对于资产安全性的判断可能难以发生根本性的变化，这表明利率债作为投资工具，仍然具有其独特的价值和吸引力。

综上所述，尽管财政政策的积极实施对于经济的短期拉动效果存在一定的滞后性，但我们对其长期效应持乐观态度。同时，考虑到债市的反应和投资者的预期，利率债作为一种相对稳健的投资选择，其价值和潜力仍然值得我们深入探讨和关注。

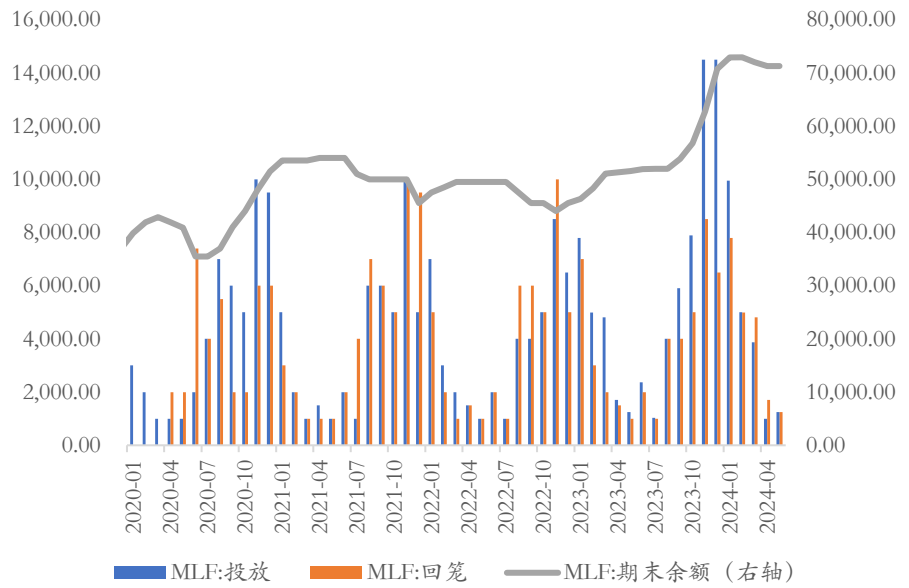
2.2 货币政策保持稳健，精准调控与市场活力并重

回顾今年上半年，经济整体呈现复苏趋势。然而，尽管房地产市场的调整过程看似接近尾声，经济体系中产能过剩与需求不足的问题依旧存在。在经济企稳的信号获得充分验证之前，货币政策应保持稳健，以促进经济的平稳过渡。同时，政府主导的基础设施投资需要财政与货币政策的协调配合，以确保政策效果的最大化。鉴于当前的经济状况和政策导向，我国不具备政策收紧和货币市场利率趋势性上行的基础。

央行在数量型货币政策工具的使用上表现出了精准调控的能力。年初至今，央行实施了一次降准操作，将存款准备金率下调了0.5个百分点，此举向市场注入了约1万亿元的长期流动性，有效地缓解了银行体系的流动性压力。在中期借贷便利（MLF）的操作方面，截至5月，央行累计净投放了530亿元。在1至2月期间，MLF的操作量延续了去年年底的超量续作态势，这一策略有效地维护了市场流动性的稳定。然而，进入3月和4月，央行转为连续缩量操作，这主要是出于防范资金沉淀和空转现象的考量，以确保资金能够更有效地流入实体经济。到了5月，MLF的操作量恢复至等量续作，这向市场传递出了货币政策稳定的信号。

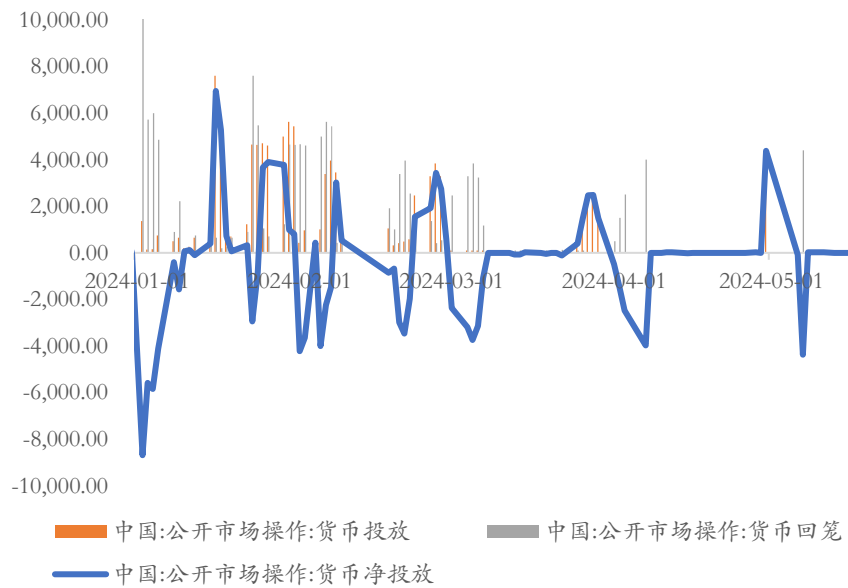
在公开市场操作方面，自4月以来，央行在非月末时段多次进行了规模较小的逆回购操作，这种“地量”操作反映出在当前市场资金相对充裕的背景下，央行并无大规模注入流动性的意图。这一系列操作体现了央行在维护市场流动性平衡的同时，也在精准调控市场预期，确保货币政策的连续性和稳定性。通过这些细致入微的调控措施，央行旨在促进资金的有效配置，支持经济的平稳健康发展。

图 6 MLF 投放回笼情况 (亿元)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7 今年以来每日公开市场操作情况 (亿元)



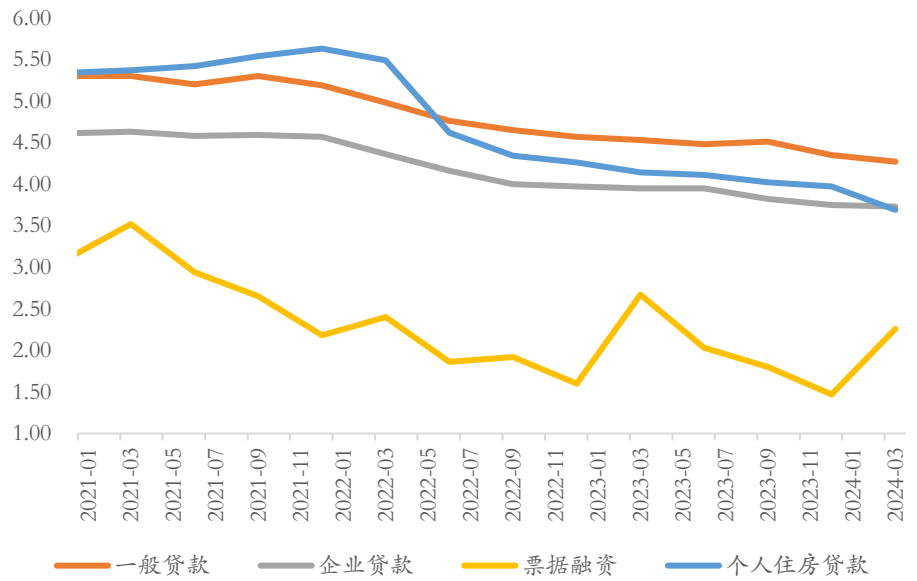
资料来源：Wind、湘财证券研究所

结构性货币政策工具继续坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供了有效支持。央行在一季度货币政策报告中介绍，一是保持较强的普惠金融力度，积极运用支农支小再贷款、再贴现，引导地方法人金融机构扩大对涉农、小微和民营企业的信贷投放，并引导 10 个省份地方法人金融机构运用好再贷款等工具。二是继续支持绿色低碳、科技创新等领域发展，继续实施碳减排支持工具，并新增纳入部分

地方法人金融机构和外资金融机构；创立了科技创新和技术改造再贷款，额度 5000 亿元，利率 1.75%，激励引导金融机构向处于初创期、成长期的科技型中小企业。三是推进养老金融发展，延续普惠养老专项再贷款并扩大试点范围。四是支持房地产市场平稳健康发展，继续实施保交楼贷款支持计划、租赁住房贷款支持计划，用好抵押补充贷款支持政策性开发性金融机构为保障性住房建设、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设提供信贷支持。整体来看，截至 2024 年 3 月末，央行结构性货币政策工具的总规模已达到 7.5 万亿元，这一数字约占央行总资产的 17%。这一系列工具不仅数量众多，而且它们正在经历不断的整合与优化，以提高其效能和精准度。另外，今年 5 月，央行提出将设立 3000 亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。这些工具的运用，已经实现了对经济领域中关键的“五篇大文章”的全面覆盖，体现了我国金融体系对实体经济的支持力度不断加大。

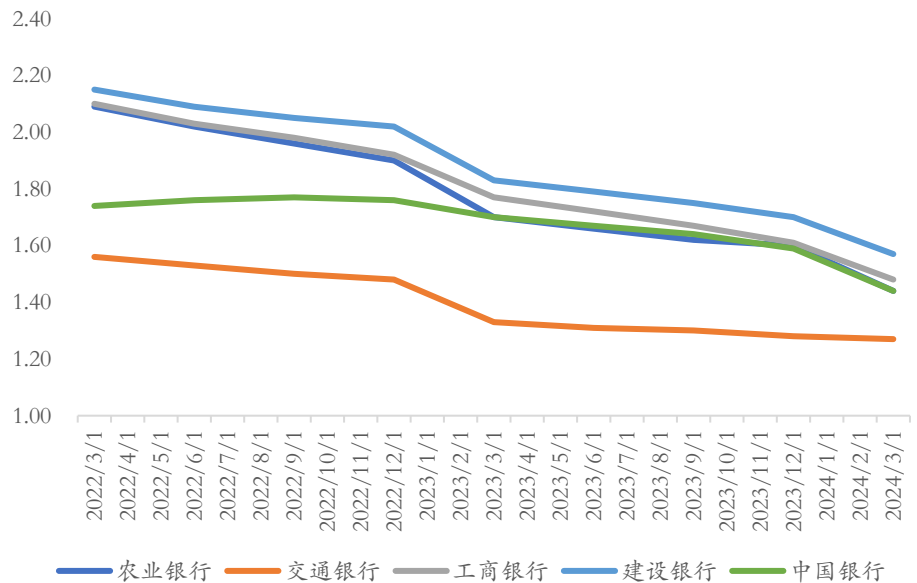
价格型工具方面，央行持续深化利率市场化改革，释放 LPR 改革效能，促进贷款利率稳中有降。今年 1 月 25 日，央行下调了支农支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点，为市场注入了流动性，也为实体经济提供了更为优惠的融资成本。紧接着在 2 月，央行又引导 5 年期以上的 LPR 下降 0.25 个百分点，通过市场化的利率传导机制，贷款利率实现更大幅度下行。至今年 3 月，金融机构人民币企业贷款的加权平均利率和个人住房贷款的加权平均利率分别降至 3.73% 和 3.69%，均创下历史新低。总结来看，上半年政策利率降幅有限，但贷款利率特别是个人住房贷款利率降幅较大。这也给商业银行净息差带来一定压力，目前 5 大国有商业银行净息差普遍位于 1.27%-1.57% 之间，相较于去年年底继续下行。

图8 金融机构人民币贷款加权平均利率变化 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

图9 五大国有商业银行净息差不断下降 (%)



资料来源: Wind、湘财证券研究所

展望未来,在货币政策的实施上,我们认为降准概率大于降息。且当前降准的窗口期正逐渐打开,主要基于两方面的考量:首先,政治局会议明确要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具,此类表述在历次会议上较为罕见;其次,为了配合超长期特别国债的发行,央行大概率实施降准以确保发行过程中的流动性支持。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/127141044032006116>