5月13日，财政部明确2024年超长期特别国债发行安排，涉及期限20年、30年和50年，发行次数分别为7次、12次和3次，均为按半年付息，尚未公告每次发行具体金额。首期400亿元30年期特别国债将于5月17日招标。

**一、超长特别国债平滑发行，集中性流动性冲击大幅降低**

我国历史上发行过五次特别国债，3年期较少，5-10年期集中，最长30年。本次特别国债期限是20-50年，较以往更长，超长期发行规模更大。市场对于特别国债发行的焦点主要集中于供给冲击的强弱，以及货币政策配合财政部发债方式。

2023年作为特别国债管理增发的1万亿国债在一个季度内发行完毕，而本次特别国债计划将在5-11月之间分为22期发行，超出市场预期，供给冲击对债市的影响或将有限。2010年以来超长期国债单期发行规模约290亿，本次超长特别国债平均单次发行规模454亿元，仅高出160亿。2024年5月有两笔超长期特别国债待发行，规模预计在1000亿以内，按照均衡发行来估算，2024年6月-11月单月发行规模维持在1400亿元以上。从历史数据看，政府债单周净融资超过4000亿对资金面影响较大，本周政府净融资仍然较少，预计五月下旬对资金面影响将逐步显现。

**二、债券发行高峰或在三季度**

超长期普通国债让位特别国债发行。今年超长期普通国债后续只有一期30年期限在12月发行，若维持前期单只280亿元规模不变，全年超长期普通国债发行1630亿元，加上特别国债1万亿，2024年超长国债发行规模1.16万亿，较往年均值增加7749亿。

地方政府债发行节奏偏慢。截至本周，地方债发行进度为28.6%，其中专项债为25.5%，发行节奏较往年偏慢。从最新的发行计划来看，5月地方政府债预计发行8383亿元，6月地方债预计发行7336亿元，预计5-6月地方政府债合计发行近1.6万亿元。若发行计划全部完成，二季度末新增专项债发行进度可达40%，二季度地方政府债供给节奏依然偏慢，政府债或在三季度密集发行，若特殊再融资债券也在三季度发行，叠加特别国债发行，则三季度迎来债券发行高峰，会对市场带来一定冲击。

**三、下半年货币政策宽松预期有所强化**

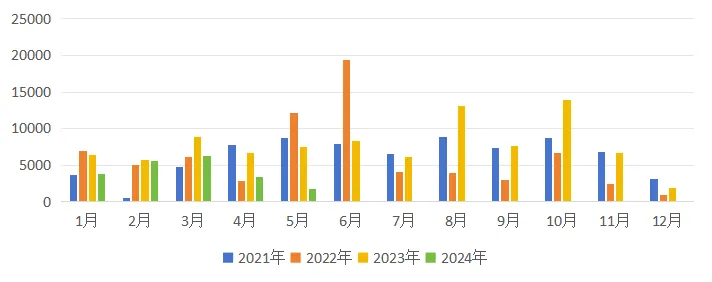
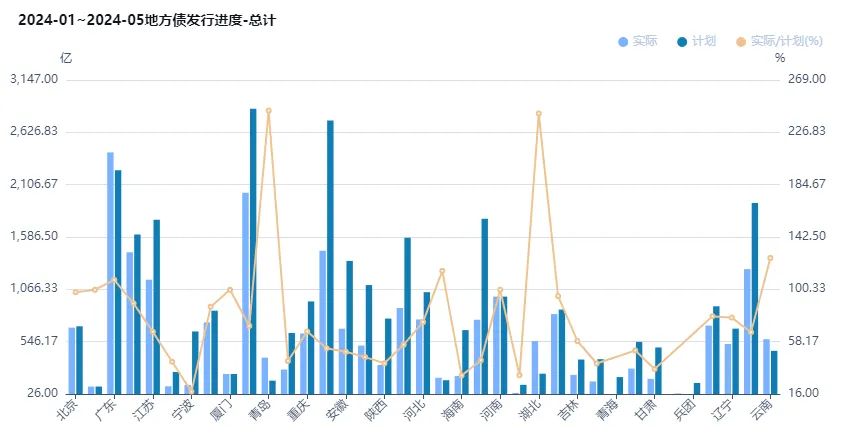
1998年特别国债以定向方式一次性发行，央行提前下调存款准备金率5个百分点，对银行间流动性冲击较小。2007年特别国债分8期发行，采取定向发行和公开发行相结合，借道农业银行定向发行的1.35万亿元由央行全部回购，对市场流动性影响不大，市场化公开发行的2000亿元特别国债对银行间流动性构成了一定压力。2017年财政部续作2007特别国债第一期，分8期，央行通过公开市场操作从二级市场回购，银行间市场流动性整体维持平衡。2020年特别国债发行采用市场化公开招标，分4期发行，发行前一个月，央行在公开市场通过逆回购和MLF净投放5700亿元流动性，财政部配合调整一般国债、地方债发行节奏，缓解对债市带来的流动性冲击。2022年7500亿元特别国债采用市场化方式滚动发行，面向有关银行定向发行续作，央行以现券买断方式从银行买入。

今年地方政府债发行节奏偏慢，拖累社融，引发广泛关注，财政政策或更加积极，预计5月下旬地方政府债发行开始提速的概率较高。过往央行均配合财政部实施货币政策以缓解流动性压力，本次特别国债增发与地方政府债发行高峰叠加，结合4月30日政治局会议提出“要灵活运用利率和存款准备金等政策工具，加大对实体经济支持力度”，央行呵护流动性确定性较高。不过考虑到特别国债发行节奏平缓，与地方政府债发行冲突相比预期减少，当前资本面宽松，利率水平较低，逆回购继续维持低量，短期内降准降息的必要性降低，央行通过加大逆回购投放量、MLF操作规模的概率提升，在二级市场买卖国债是备用的辅助工具，在政府债发行高峰的月份或会使用。5月15日，央行平价续作1250亿MLF，中标利率为2.5%，与此前一致，市场对降准降息的预期向后推移。此外，美国通胀依旧顽固，美联储降息预期一降再降，叠加中美贸易摩擦再起波澜，央行稳汇率预期较强，预计降准先行，待美联储降息预期落地或者人民币汇率贬值压力降低后再降息。

**四、债市展望**

2000年以来特别国债发行后国债利率大多上行，短期内大规模增量债券供给会虹吸流动性、加强市场稳增长预期，推动国债利率上行。本次特别国债发行节奏拉长，对流动性冲击相对此前预期大幅减弱，但是叠加政府债供给放量，资金面压力依然存在，央行大概率配合政府债发行释放流动性，政府债供给冲击相对可控。4月央行多次提示长期利率风险，市场预期30年国债收益率2.5%以上或是其合意位置。在4月末债市回调中，农商行配置意愿强烈；在存款降息的趋势下，保险增配债市也是大概率事件。当下机构欠配严重，4月理财规模大增2万亿以上，对短端利率有较强支撑。

短期看，特别国债发行对市场冲击有限，降准降息预期向后推移，债市或维持震荡，超长债供给放量或推动30Y-10Y国债利差小幅走阔。长期来看，特别国债常态化发行，对债市的边际扰动预计会逐渐降低，经济基本面回暖叠加财政发力，长债国债收益率会回到和经济基本面相匹配的区间运行。

图1：地方政府债发行规模（银行间债券市场） 单位：亿元资料来源:wind，瑞达期货研究院整理，统计时间截至2024年5月15日图2：2024年1月至5月地方债发行进度 单位：亿元资料来源：DM

作者许方莉  期货从业资格号F3073708  期货投资咨询从业证书号Z0017638助理研究员：廖宏斌  期货从业资格号F3082507

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达国际力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。