

行数据为依据，观察到关键期限付息国债发行量具有两个特点：前低后高、二季度下滑。一方面，年初供给不及后续月份，总体呈现缓慢增加趋势；另一方面，年中 5 月国债发行会出现大幅下滑，随后平稳回升。但财政部对今年国债“拟靠前安排发行”的表述，与过往关键期限国债的发行规模特点存在出入，因此，我们根据 2022 年和 2023 年的关键期限国债规模发行占比，将靠后月份的发行占比适当置换到靠前月份。综合各类国债的情况，我们预计发行高峰将出现在 8-10 月（其中 8 月受 4000 亿元特别国债到期续发影响）。

□ **风险提示：**特别国债增发风险；财政退坡速度超预期风险。

内容目录

1. 2024 年国债总供给预测	5
2. 国债品种及期限基本情况	5
3. 往年各期限国债发行规律	6
4. 2024 年不同期限国债供给预测	10
4.1. 储蓄国债供给预测	12
4.2. 贴现国债供给预测	13
4.3. 超长期限付息国债供给预测	14
4.4. 关键期限付息国债供给预测	15
5. 风险提示	17

图表目录

图 1:	2022-2023 年关键期限付息国债月平均发行占比	7
图 2:	2023 年超长期限付息国债月发行占比	7
图 3:	2023 年贴现国债月发行占比	8
图 4:	2023 年储蓄国债月发行占比	8
图 5:	2020 年至今 Q1 发债规模占全年比例	11
图 6:	2020 年至今每月国债发行规模占全年发行比例	11
图 7:	2020-2023 年储蓄国债供给规模（单位：亿元）	12
图 8:	2024 年储蓄国债供给规模预测（单位：亿元）	12
图 9:	2024 年贴现国债月度供给规模预测（单位：亿元）	14
图 10:	2024 年超长期限付息国债月度供给规模预测（单位：亿元）	15
图 11:	2024 年关键期限付息国债月度供给规模预测（单位：亿元）	17
表 1:	历史上特别国债（2023 年从赤字管理角度而言为一般国债）发行汇总	5
表 2:	2020-2023 年各期限国债发行量占比	6
表 3:	2021-2023 年国债发行计划统计（单位：只）	8
表 4:	特别国债发行期限及额度（单位：亿元）	9
表 5:	2024 年一二季度国债发行计划	10
表 6:	2024 年 1-4 月国债发行规模统计（单位：亿元）	11
表 7:	2024 年各期限国债供给量预测	11
表 8:	2024 年贴现国债供给规模预测（单位：亿元）	13
表 9:	2021 年-2023 年 50Y 国债发行规模及同月 30Y 国债发行规模（单位：亿元）	14
表 10:	2024 年关键期限付息国债供给规模预测（单位：亿元）	16

2021 年以来，债券市场进入“低波动”时代，除了传统的基本面、政策面和资金面分析外，债券的供需关系也成为了分析债市的重要视角。前期我们从债券的需求角度切入，发布了从资产负债表情况探析机构配债行为的系列报告，并从供给的角度发布了《2024 利率债存在供给压力吗？—债券脉搏系列一》，本篇报告将进一步从供给的角度预测 2024 年各期限国债的发行量与发行节奏。

1. 2024 年国债总供给预测

根据《政府工作报告》，2024 年赤字率按 3% 安排，全国财政赤字规模 40600 亿元，其中，中央财政赤字 33400 亿元，地方财政赤字 7200 亿元。将中央财政赤字作为 2024 年国债净融资额，加上 2024 年约 68500 亿元的国债到期量（包括 8 月到期的 4000 亿元特别国债）和 10000 亿元的超长期特别国债，预计国债发行总量约为 11.2 万亿元。

2. 国债品种及期限基本情况

以财政部为主体发行的国债主要有三种类型：普通国债、特别国债和长期建设国债。其中，一般国债和长期建设国债均需要纳入中央财政赤字管理，而特别国债则不需要纳入财政预算管理。长期建设国债自 1998 年起持续发行，2008 年后不再发行，目前仍在活跃发行的种类主要是普通国债和特别国债。

在 2024 年之前，历史上共计发行过 3 次特别国债（除续作外），分别在 1998 年、2007 年和 2020 年，2023 年第四季度发行一万亿国债，虽按照普通国债纳入财政赤字管理，但发放规模较大，使用方向较为确定，本质与“特别国债”较为相似，使用期限横跨 2023 和 2024 两个年度，每年使用 5000 亿元。此外 2024 年在《政府工作报告》中指出，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 万亿元。

表1：历史上特别国债（2023 年从赤字管理角度而言为一般国债）发行汇总

年份	发行规模	发行背景	发行用途
1998	2700 亿元	国内银行面对不良率高企和资本金不足双重困难。	财政部向工、农、中、建四大行一次性定向发行 2700 亿元 30 年期特别国债，利率为 7.2%，全部用于补充四家银行资本金，用途不可变更。
2007	15500 亿元	持续多年的贸易顺差导致外汇储备规模快速上升，为提高外汇资产运营效益，亟需组建新的多元化投资平台对超额外汇储备进行有效投资	用于向央行购买等值美元外汇作为成立中国投资有限责任公司的注册资本，履行国家资金多元化投资职责。

		与管理。	
2020	10000 亿元	受到突如其来的新冠疫情影响，国内经济社会面临着前所未有的挑战，随着疫情的迅速蔓延全球经济大幅萎缩，国内经济承受着供需两端的压力。	用于公共卫生体系建设和抗疫相关支出，预留部分资金为地方基层解决特殊困难，包括减税降费和疫情双重压力带来的基层收入下滑以及收支矛盾等，同时为保就业、保基本民生、保市场主体以减租降息、扩大消费和投资等提供财政支持。
2023 (一般国债)	10000 亿元	2023 年以来，我国多地遭遇暴雨、洪涝、台风等灾害，地方灾后恢复重建任务较重；近年来，各类极端自然灾害多发频发，对我国防灾减灾救灾能力提出了更高要求。	集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。
2024	10000 亿元	系统解决强国建设、民族复兴进程中一些重大项目建设的资金问题。	专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设。

数据来源：财政部官网，

按照债券形式分类，我国每年发行的一般国债可以分为记账式国债和储蓄式国债，按照付息方式则可以分为付息国债和贴现国债。财政部定期公布的债券发行计划包括记账付息国债、记账式贴现国债和储蓄国债，本文也将沿用该分类进行分析和预测。

目前，记账式付息国债包含的期限有：1Y、2Y、3Y、5Y、7Y、10Y、30Y、50Y，记账式贴现国债包含的期限以短期为主，有：1M、2M、3M、6M，储蓄国债包含的期限有：3Y 和 5Y。

3. 往年各期限国债发行规律

从各个期限的发行量占比来看，目前 3M 贴现国债占比最高，过去四年占比分别为 17.40%、19.18%、20.31%、17.33%；其次为 1Y-10Y 付息国债，发行量占比大约维持在 9%-11%；30Y 和 50Y 国债发行占比较低，2023 年共计达到 3.32%；3Y 和 5Y 的储蓄国债占比也较低，整体不超过 2.5%。

表2：2020-2023 年各期限国债发行量占比

分类	期限	2020	2021	2022	2023
付息国债	1Y	9.28%	9.51%	9.49%	10.04%
	2Y	11.27%	10.34%	9.41%	10.62%
	3Y	10.82%	10.61%	8.99%	10.35%
	5Y	10.47%	10.34%	9.37%	11.21%
	7Y	9.85%	10.62%	8.89%	10.34%

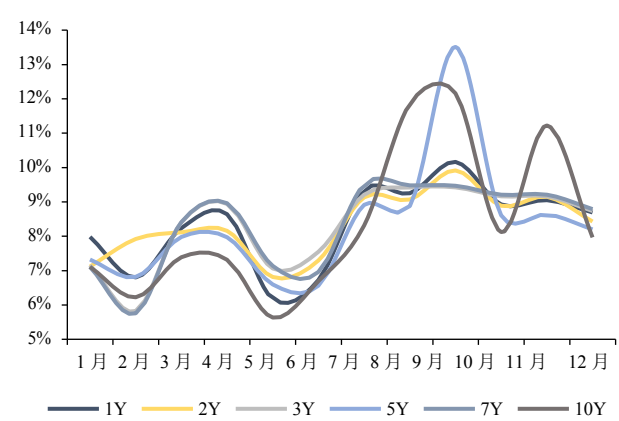
	10Y	10.32%	9.35%	11.70%	10.14%
	30Y	7.76%	4.56%	3.01%	2.49%
	50Y	2.43%	1.72%	1.11%	0.83%
贴现国债	1M	0.00%	0.00%	2.25%	2.13%
	2M	0.00%	0.00%	2.13%	2.31%
	3M	17.40%	19.18%	20.31%	17.33%
	6M	6.98%	9.06%	10.44%	9.70%
储蓄国债	3Y	1.84%	2.44%	1.45%	1.26%
	5Y	1.57%	2.27%	1.45%	1.26%

数据来源： ，

考虑到 2022 年第二季度才开始发行 1M 和 2M 期限贴现国债，且 2022 年超长期限附息国债与储蓄国债的发行只数规律与 2021 年、2023 年存在差异，因此，我们统计了关键期限的附息国债在过去两年每月发行规模的平均占比变化情况，以及 2023 年超长期限附息国债、贴现国债和储蓄国债的月度供给规模占比变化情况。

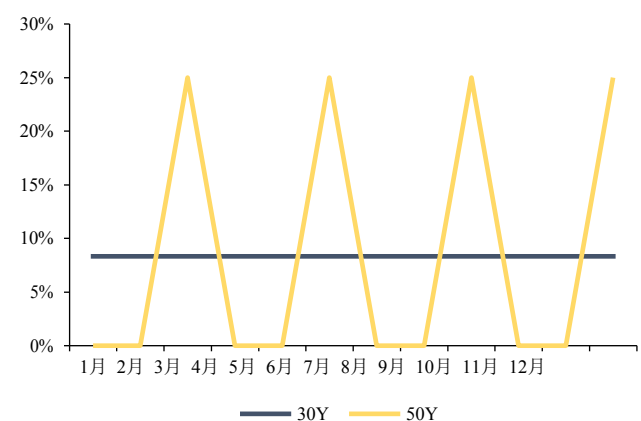
从下图可知，2023 年超长期限附息国债与储蓄国债的发行规模存在较为明显的规律，30 年期附息国债各月发行规模一致，50 年期附息国债每季度末发行规模一致，3Y 和 5Y 储蓄国债在每月的发行规模保持一致，但各月之间的发行规模存在差异。

图1：2022-2023 年关键期限附息国债月平均发行占比



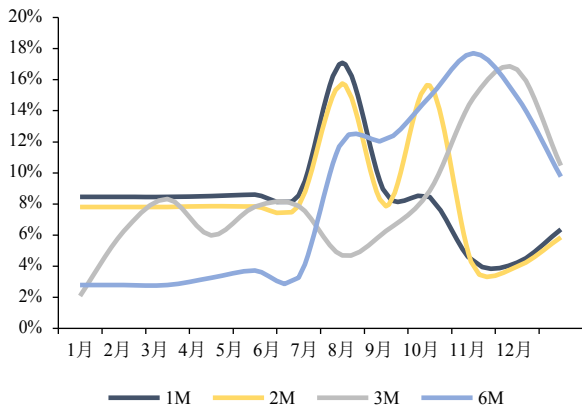
数据来源： ，

图2：2023 年超长期限附息国债月发行占比



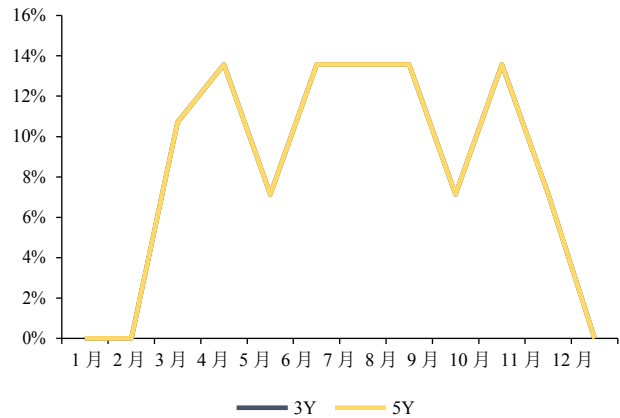
数据来源： ，

图3：2023 年贴现国债月发行占比



数据来源：，

图4：2023 年储蓄国债月发行占比



数据来源：，

从发行节奏来看，财政部每季度公布的国债发行计划及实际发行情况具有较为明显规律性。记账式附息国债中，除了 10Y 国债在 2022 年下半年出现 3 次一月内发行两只的情况，30Y 及以下期限的附息国债基本遵循每月发行一只的规律，50Y 期限国债则在每季度最后一个月发行一只。记账式贴现国债中，期限为 1M 和 2M 的国债品种自2022 年 5 月开始发行（第三季度开始纳入国债发行计划），每月发行一只；期限为 6M 的贴现国债整体遵循上半年每月发行一只、下半年每月发行 2 只的规律；期限为 3M 的贴现国债无明显发行规律，每月发行只数基本维持在 3-5 只之间，2021 年至 2023 年间的 36 个月份中，有 22 个月每月发行 4 只 3M 贴现国债，10 个月每月发行 3 只，2 个月每月发行 5 只，剩余两个月每月分别发行 1 只和 2 只。储蓄国债中，3Y 和 5Y 国债遵循每年 3 月-11 月各月分别发行一只的规律。

表3：2021-2023 年国债发行计划统计（单位：只）

年月	记账式附息国债								记账式贴现国债				储蓄国债	
	1Y	2Y	3Y	5Y	7Y	10Y	30Y	50Y	1M	2M	3M	6M	3Y	5Y
2021.01	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	4	1	0	0
2021.02	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	3	1	0	0
2021.03	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4	1	1	1
2021.04	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	4	1	1	1
2021.05	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	4	1	1	1
2021.06	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4	1	1	1
2021.07	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	5	1	1	1
2021.08	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	4	2	1	1
2021.09	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4	2	1	1
2021.10	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	3	2	1	1
2021.11	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	4	2	1	1

2021.12	1	1	1	1	1	1	1	1	0	0	4	2	0	0
2022.01	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	2	1	0	0
2022.02	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	3	1	0	0
2022.03	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	4	1	1	1
2022.04	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	3	1	1	1
2022.05	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	4	1	1	1
2022.06	1	1	1	1	1	1	1	0	0	0	3	1	1	1
2022.07	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	5	2	1	1
2022.08	1	1	1	1	1	2	1	0	1	1	4	2	1	1
2022.09	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	4	2	1	1
2022.10	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	3	2	1	1
2022.11	1	1	1	1	1	2	1	1	1	1	4	2	1	1
2022.12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	2	0	0
2023.01	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	1	1	0	0
2023.02	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	4	1	0	0
2023.03	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	1	1	1
2023.04	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	3	1	1	1
2023.05	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	4	1	1	1
2023.06	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3	1	1	1
2023.07	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	3	2	1	1
2023.08	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	4	2	1	1
2023.09	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	2	1	1
2023.10	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	3	2	1	1
2023.11	1	1	1	1	1	1	1	0	1	1	4	2	1	1
2023.12	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	4	2	0	0

数据来源：财政部官网，

从实际发行节奏来看，近三年来仅有 2023 年 9 月超发一只 5Y 记账式付息国债，1M 和 2M 贴现国债在发行之初比计划提前两个月出现，剩余发行情况基本完全按照国债发行计划节奏。

此外，特别国债发行期限通常较长，但近年来呈现发行期限缩短趋势。1998 年发行特别国债期限为 30 年期，2007 年特别国债中 10Y 和 15Y 分别占比 44.92%和 55.08%，2020 年特别国债中 5Y、7Y 和 10Y 分别占比 10%、20%、70%。后两次特别国债发行不再触及 30Y 长债，但随着 2024 年超长期特别国债的发行，预计 30Y 特别国债的供应将放量。

表4：特别国债发行期限及额度（单位：亿元）

年份	发行总额（亿元）	发行期限	发行额占比
----	----------	------	-------

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/137015156036006115>