

## 债市研究 | 广东省地方债发行利率突破 25 个基点上浮下限 后续地区间利率差异或将拉大

作者：东方金诚研究发展部 王青 冯琳

2021 年 6 月 8 日，广东省政府招标发行 30 期地方政府债券，期限覆盖 5 年、7 年、10 年、15 年、20 年和 30 年期。其中，5 年、7 年期及部分 15 年、20 年和 30 年期地方债中标利率仅较区间下限（前五日相同期限国债收益率均值）上浮 15bp，其余上浮利差在 18-25bp 之间（详见附表）。这意味着，本次广东省发行地方政府债的设定投标利率下限突破了 2019 年 1 月以来地方债投标利率较前五日相同期限国债收益率均值至少上浮 25bp 的隐形限制。

对此，东方金诚点评如下：

一、从历史上看，地方债发行利率与国债利率的利差可以划分为“无明确指导——至少上浮 40bp——至少上浮 25bp”三个阶段，此次广东省地方债发行利率打破至少上浮 25bp 限制，是地方债发行向市场化迈进的体现，有利于完善地方债发行市场化定价机制，推动地方债一二级市场价格衔接，提高地方债流动性。

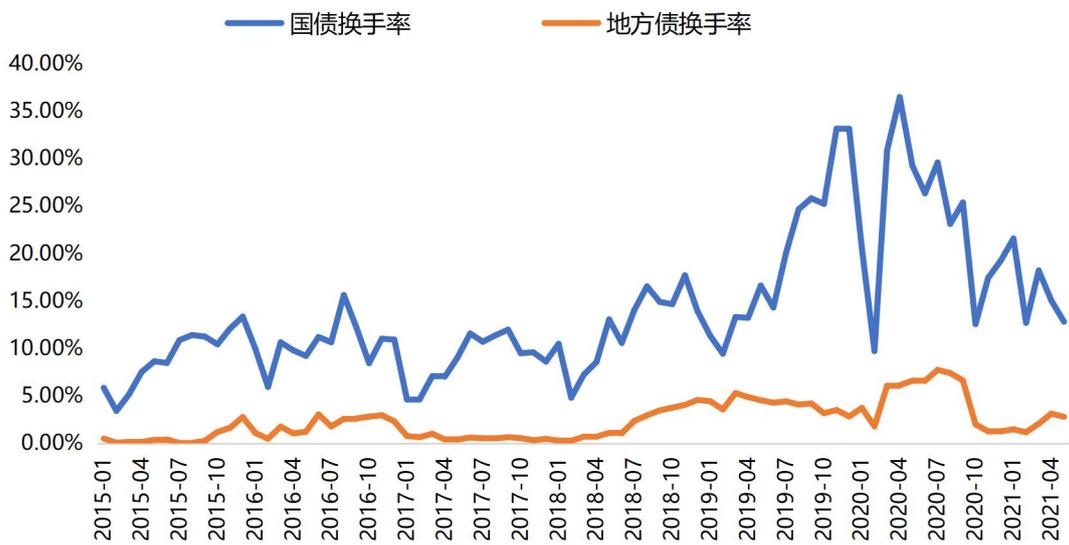
2018 年 8 月前，监管未对地方债发行利率做出明确指导，地方债发行利率与国债利率的上浮利差区间跨度较广，分散程度较高，在不同地方政府间分化明显。由于存在地方政府采用非市场化手段干预地方债发行定价、人为压低发行利率的现象，因此出现地方债发行利率等于甚至低于国债利率的情况，也造成部分地方债一二级市场利率倒挂——发行利率低于二级市场估值，意味着机构在一级市场上认购地方债后再到二级市场出售会形成亏损，这便抑制了交易性机构认购地方债的意愿。

2018 年 8 月，财政部针对地方债发行利率做出指导，要求地方债承销商投标利率较相同期限国债前五日均值至少上浮 40bp。监管做出这一指导的背景是，2018 年地方政府专项债发行进度滞后，但因当年基建稳增长需求上升，需要专项债全额加速发行，8 月财政部发文要求 9 月底前完成专项债发行额度的 80%，剩余额度应主要在 10 月发行，造成当年地方债供给压力集中在 8-10 月。而因上半年投资者对地方债的认购意愿不强，因此，利率指导的主要目的是提高投资者认购积极性，以便承接地方债的集中放量发行。利率指导后，地方债相对国债和政金债的性价比提升，有效提振了投资者的配置需求。

2019 年 1 月 29 日，媒体报道称监管窗口指导要求地方债投标利率由相同期限国债利率

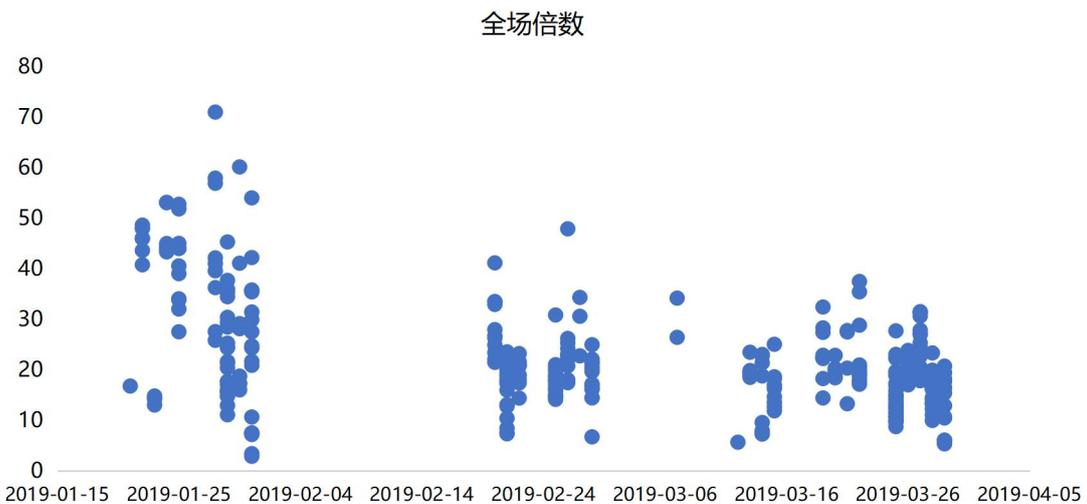
上浮 40bp 下调为上浮 25bp。主要原因在于：首先，前次利率指导后，投资者对地方债的配置需求得到提升，地方债的流动性也有所改善，应该说主要目的已经达到；其次，2019 年以来，“资产荒”加剧，投资者对地方债的认购热情高涨，此时下调上浮利率下限尽管会导致地方债相对国债的性价比下降，但也不会显著冲击地方债需求，同时还有利于降低地方政府的融资成本；第三，前次利率指导后，地方债发行利率在地区间的分化明显收敛，相较国债的上浮利差向着 40bp 靠拢，这实际上不符合市场化发行的要义，即地方债的发行利率无法体现市场对不同地区的风险定价差异。

图表 1 2018 年 8 月后，地方债流动性有所改善



数据来源：Wind，东方金诚

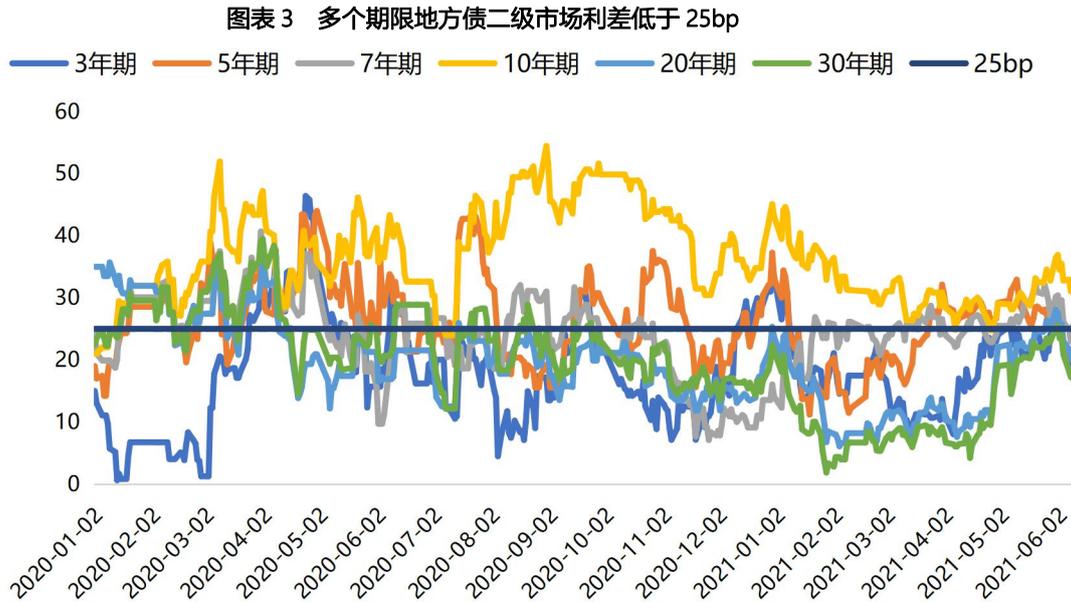
图表 2 将上浮利差下限下调至 25bp 后，投资者认购地方债的热情降温



数据来源：Wind，东方金诚

我们认为，本次地方债发行利率上浮利差下限的调整，背景与前次上浮利差下限下调至

25bp 相似。首先，前次利率指导后，地方债发行利率在地区间的差异并未拉大，而是向着较国债利率上浮 25bp 靠拢，仍然无法体现市场对不同地区的风险定价差异。其次，此前 25bp 的上浮利差下限造成了地方债一二级市场定价的分离，只不过与 2018 年 8 月前不同，当前是一级市场利差高于二级市场利差，从图表 3 可以看出，3-7 年期以及 20 年、30 年期的超长期限地方债二级市场利差经常运行于 25bp 以下。



数据来源：Wind，东方金诚

我们关注到，2020 年 11 月财政部下发的《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》中提到，要“鼓励具备条件的地区参考地方债收益率曲线合理设定投标区间，不断提升地方债发行市场化水平，杜绝行政干预和窗口指导，促进地方债发行利率合理反映地区差异和项目差异。”结合上述背景，可以看出，此次广东省地方债发行利率打破至少上浮 25bp 的限制，是地方债发行向市场化方向迈进的体现——地方债发行定价受到的行政限制进一步放宽，这将提高地方债发行定价的市场化水平，推动地方债一二级市场价格的衔接，提高地方债流动性。

**二、15bp 的上浮利差并不能覆盖商业银行投资地方债的资本占用成本，后续各省份地方债发行上浮利差均向 15bp 靠拢存在难度，地方债发行利率在地区间的分化或将拉大；上浮利差收窄会降低地方债相对国债和国开债的性价比，但短期内应当不会造成地方债配置需求的大幅减弱**

从历史经验看，在利率指导后，地方债发行利率上浮利差会向着监管规定的利差下限靠拢，但这次各省份地方债发行上浮利差均向 15bp 靠拢存在难度，主要原因在于 15bp 的上浮

利差并不能覆盖商业银行投资地方债的资本占用成本。因此，能否将上浮利差压到这一水平还将取决于地区经济财政实力，以及区域内金融资源的密度和地方财政部门与区域内金融机构的关系。具体来看：

类似于一般信用利差，地方债相较国债的二级市场估值利差主要由信用风险溢价和流动性溢价构成。不过，尽管地方政府信用弱于中央政府信用，但在我国，地方债的违约风险极低，故地方债估值利差主要反映流动性溢价，这也体现于地方债利差和国开债利差相似，呈现出“熊市走阔、牛市收窄”的特征。而对于一级发行利差而言，商业银行是地方债的主要配置力量（截至 2021 年 5 月末，商业银行持仓占比约为 88%），且以长期持有至到期以获取票息收益为主，因此，流动性溢价对票面溢价的影响不大，更为重要的影响因素是资本占用溢价——银行投资地方债的信用风险权重为 20%，国债和政金债为 0%，这就意味着与国债和政金债相比，银行投资地方债需要更高的票面溢价来弥补其资本占用成本。

我们按照资本占用成本的计算公式，即资本占用成本=地方债风险权重\*资本充足率\*资本收益率，同时选取关键时间节点商业银行的资本充足率和资本收益率，计算得到商业银行投资地方债的资本占用成本如下：

**表格 1 商业银行投资地方债的资本占用成本**

	2018 年 6 月末	2018 年 12 月末	2021 年 3 月末
地方债风险权重	20%	20%	20%
商业银行资本充足率	13.57%	14.20%	14.51%
商业银行最低资本充足率要求	8%	8%	8%
商业银行资本收益率	13.70%	11.73%	11.28%
资本占用成本	37bp	33bp	33bp
最低资本占用成本	22bp	19bp	18bp
备注	地方债发行利率上浮利差至少 <b>40bp</b> 能够充分覆盖地方债的资本占用成本	地方债发行利率上浮利差下限调降至 <b>25bp</b> 能够覆盖地方债的最低资本占用成本	地方债发行利率 <b>15bp</b> 的上浮利差并不能覆盖地方债的最低资本占用成本

数据来源：Wind，东方金诚

从表格 1 可以看出，在前两次利率指导后，地方债发行利率上浮利差能够向着监管规定的利差下限靠拢的原因是，对于商业银行来说，40bp 和 25bp 的上浮利差可以覆盖其投资地方债的最低资本占用成本。但本次利率指导后，15bp 的上浮利差并不能覆盖地方债最低资本占用成本，这意味着能否压降上浮利差还需看地区经济财政实力，以及区域内金融资源的

密度和地方财政部门与区域内金融机构的关系。因此，广东省地方债发行利率能够打破 25bp 上浮利差下限，与其经济强省和金融大省的地位密切相关，并不代表其他省份都能在短期内实现这一利率水平。我们关注到，在 6 月 10 日发行的 44 只地方债中，仅浙江省发行的 1 只 3 年期地方债发行利率上浮利差为 15bp，其余（含当日浙江省发行的其他地方债以及福建省和四川省发行的全部地方债）上浮利差仍为 25bp。

对于商业银行来说，地方债发行利率相较国债利率上浮利差的收窄不可避免地会降低地方债相较国债和政金债的性价比，从而导致其对地方债的配置热情降温。不过，（1）当前机构正面临“资产荒”带来的欠配压力，（2）地方债相较国债和政金债往往有配套财政存款优势，而财政存款对银行来说是规模较大且较为稳定的优质存款，能在一定程度上弥补打破 25bp 上浮下限带来的收益损失，（3）可能仅有少数经济金融强省能够将地方债发行上浮利差压缩到 15bp，这些省份本身就具有较高的市场认可度——例如，尽管上浮利差多数压缩至 25bp 以下，但 6 月 8 日广东省招标发行的地方债平均全场认购倍数仍在 20 倍左右（详见附表）。由此，我们判断，地方债发行利率打破至少上浮 25bp 的限制，短期内应当不会造成地方债配置需求的大幅减弱。

附表 2021年6月8日广东省招标发行地方政府债中标利率及认购倍数

债券简称	发行期限 (年)	中标利率 (%)	中标利率较前五日相同期限国 债收益率均值上浮利差(bp)	全场倍数	边际倍数
<b>21 广东债 34</b>	<b>5</b>	<b>3.10</b>	<b>15</b>	<b>15.77</b>	<b>6.84</b>
<b>21 广东债 33</b>	<b>7</b>	<b>3.21</b>	<b>15</b>	<b>15.51</b>	<b>9.17</b>
<b>21 广东债 38</b>	<b>7</b>	<b>3.21</b>	<b>15</b>	<b>17.19</b>	<b>9.87</b>
21 广东债 35	10	3.32	25	16.63	9.23
21 广东债 39	10	3.32	25	15.79	6.85
21 广东债 43	10	3.32	25	16.49	5.82
21 广东债 46	10	3.32	25	15.70	6.79
21 广东债 49	10	3.32	25	16.73	8.56
21 广东债 54	10	3.32	25	16.38	6.66
21 广东债 57	10	3.32	25	17.79	61.28
21 广东债 60	10	3.32	25	16.19	11.94
21 广东债 62	10	3.32	25	16.24	1.53
21 广东债 36	15	3.67	24	16.50	1.16
21 广东债 40	15	3.67	24	16.97	7.96
21 广东债 50	15	3.65	22	18.80	1.26
21 广东债 53	15	3.65	22	24.52	18.65
<b>21 广东债 59</b>	<b>15</b>	<b>3.58</b>	<b>15</b>	<b>23.87</b>	<b>24.36</b>
<b>21 广东债 61</b>	<b>15</b>	<b>3.58</b>	<b>15</b>	<b>24.34</b>	<b>20.81</b>
21 广东债 37	20	3.78	23	25.40	137.68
21 广东债 41	20	3.79	24	26.95	2.91
21 广东债 44	20	3.79	24	26.98	1.15
21 广东债 47	20	3.79	24	27.55	2.24
21 广东债 51	20	3.77	22	38.84	2.04
21 广东债 55	20	3.76	21	39.81	1.03
<b>21 广东债 58</b>	<b>20</b>	<b>3.70</b>	<b>15</b>	<b>35.62</b>	<b>1.17</b>
<b>21 广东债 42</b>	<b>30</b>	<b>3.74</b>	<b>15</b>	<b>34.90</b>	<b>109.68</b>
21 广东债 45	30	3.77	18	36.39	3.45
21 广东债 48	30	3.77	18	20.85	2.43
21 广东债 52	30	3.79	20	16.26	1.66
21 广东债 56	30	3.78	19	18.25	1.42

数据来源：Wind