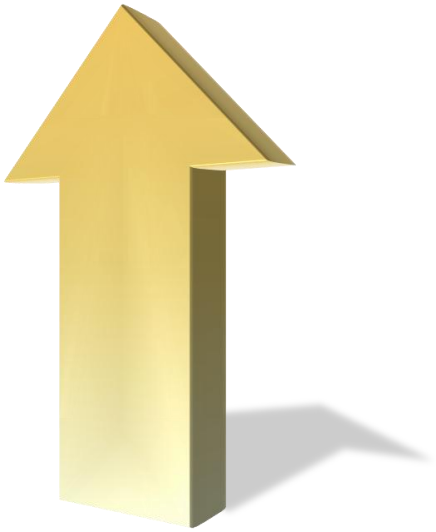
中国：地方政府债券市场

赵全厚
财政部财政科学研究所研究员、博士生导师

中国：地方政府债券市场



一、地方政府债券发行的基本情况

二、地方政府债券的流通

三、一些问题

四、一些建议

一、地方政府债券发行的基本情况

- ——2009年开始至今，我国地方政府发债模式经历了“代发代还”、试点省市“自发代还”和“自发自还”三个阶段，发债规模也从最初的2000亿元增加至2014年的4000亿元。在“代发代还”和“自发代还”模式下，地方政府所发债券由财政部代为还本付息，实质上拥有国家信用背书，不是真正意义上的地方政府债券。
- ——2014年5月22日，国家继续推进地方政府债券改革，开创了地方政府自主发债新纪元，地方政府债券首次以地方政府信用资质为基础，由地方政府自主发行和偿还。
- ——此处，着重探讨2015年的状况。

一、地方政府债券发行的基本情况

1.2015年地方政府债券发行规模的确定

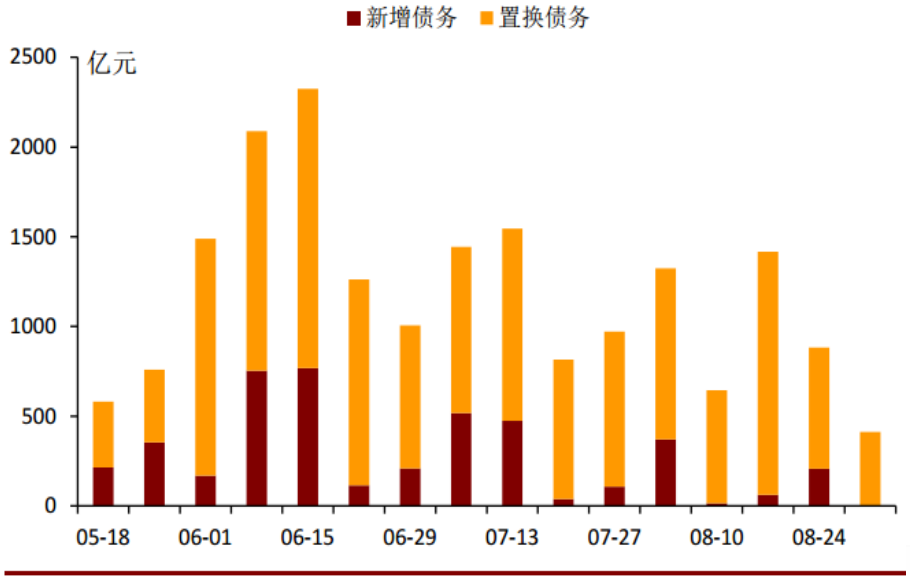
•——年初预算明确了今年新增地方债务 6000 亿元，其中包含 5000 亿一般债券以及 1000 亿专项债券；

•——分三次确认全年地方债置换额度为3.2 万亿元，即（1+1+1.2）。

一、地方政府债券发行的基本情况

2. 发行的进展

•——截至 8 月底（包含已经公告即将发行的河南省地方债），已经有 34 个地方主体（仅深圳和西藏尚未发债） 发行地方债，共计 18968 亿元； 其中新增债券 4378 亿元，完成6000 亿中的 73.0%；

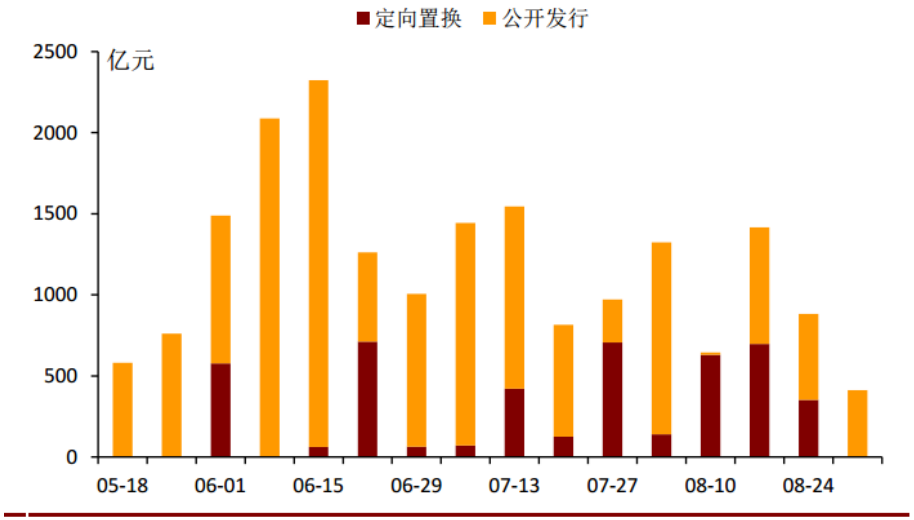


资料来源：WIND，招商证券

一、地方政府债券发行的基本情况

2. 发行的进展

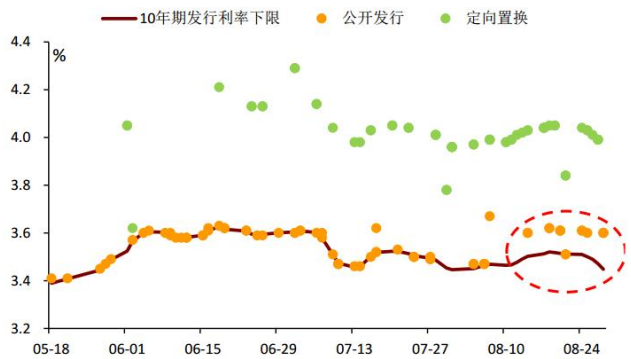
•——置换债券 14590 亿元，完成 3.2 万亿中的 45.6%；公开招标发行14407 亿元，占总发行量的 76%，定向置换发行 4561 亿元，占总发行量的 24%。



资料来源：WIND，招商证券

一、地方政府债券发行的基本情况

3. 发行的成本变化

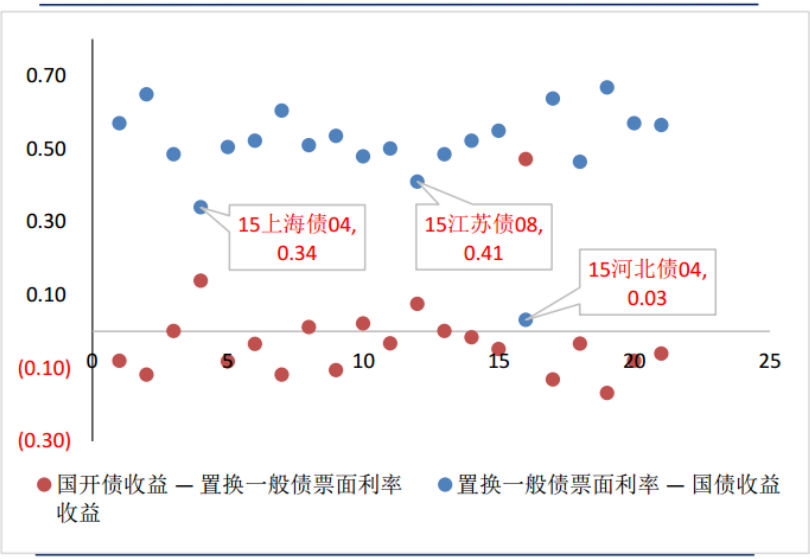


资料来源：WIND，招商证券

- ——采用公开发行方式的地方债发行利率普遍低于定向置换方式。 公开发行地方债发行利率以紧贴发行利率下限为主，不过伴随着发行进度持续推进，近期发行利率已经高出下限10-15BP；
- ——定向置换地方债发行利率以高出发行利率下限15%为主，上浮比例也并未随着公开发行利率上行而变动。

一、地方政府债券发行的基本情况

3. 发行的成本变化



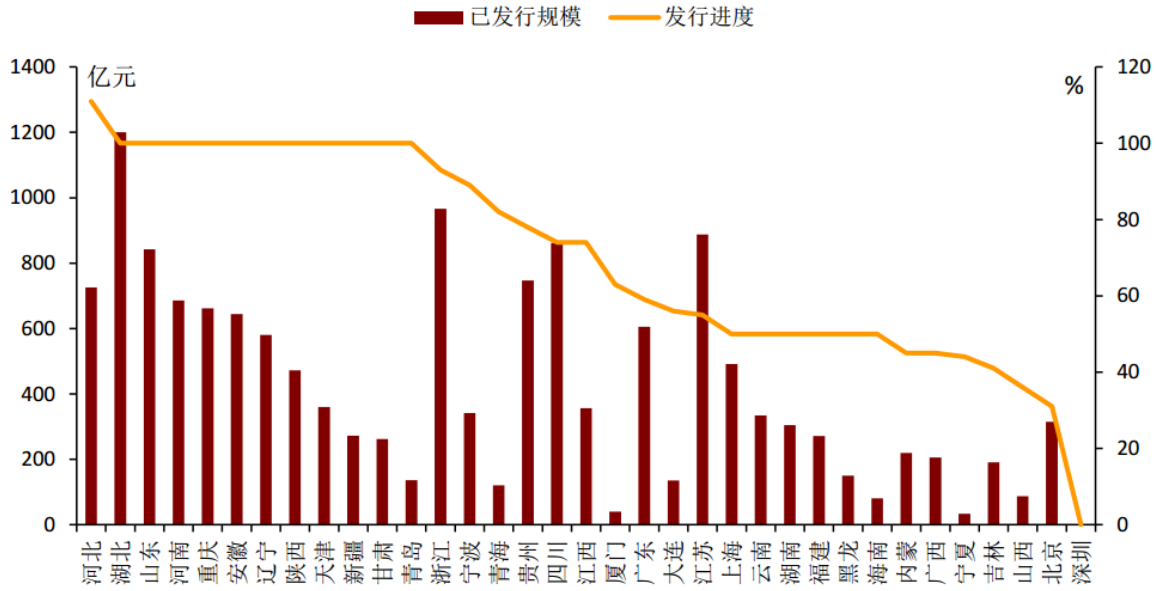
*资料来源：*华创研究，WIND

- ——从2015年6月至8月， 研究10年期置换一般债的发行利差， 票面利率平均高于当日国债收益率50BP，高于国开债收益率2BP。 发的最低的为15河北债， 仅比国债收益率高出3BP，行政干预力量过强；上海债与国债利差为34BP， 是在区间范围内的最低值。
- ——发行利差本质上取决于地方经济实力和财政存款支配度，但随着地方债供给量增加，以及财税体制改革的深化，地方政府的博弈力下降，市场化程度会进一步提高。

一、地方政府债券发行的基本情况

4. 各省进度

- ——截至 8 月底，共有 12 个省或直辖市完成了前两批地方债务置换，其中河北省于 8 月 26 日发行的地方债已经超出前两批的额度。



资料来源：WIND，招商证券

二、地方政府债券的流通

- **1.发行的局限性制约了流通**
- ——地方债的发行并非完全市场化。地方债的需求主要来自于分行。银行分行对地方债需求 较为旺盛，主要有两点原因：一是考虑到地方政府对财政存款的掌握。财政存款作为负债的 一种，仍然是较低的负债来源；二是考虑到银行和地方政府合作的综合收益。从根本上讲， 分行对地方债的需求是为了维护与地方政府良好关系。
- ——目前地方债流动性较差。从历史情况来看,地方政府债券在二级市场的表现往往不及预期,部分债券上市交易首日即跌破“发行价”,一二级市场之间价差明显。主要原因在于一级市场的定价非市场化,并没有考虑各类风险溢价因素。
- ——随着地方政府债券存量规模的扩大，疏通流通市场，彰显其市场价值，在所必然。

二、地方政府债券的流通

2015．6．1——6．14 日利率债二级市场交易情况

债券类型	交易的市场结构			交易规模
	银行间(亿)	上交所(亿)	深交所(亿)	合计(亿)
利率债				
国债	3,629.94	65.70	0.04	3,695.67
地方政府债	11.47	0.07	0.00	11.54
央行票据	560.94	0.00	0.00	560.94
政策银行债	14,889.56	21.36	0.00	14,910.93

资料来源： *WIND*、平安证券研究所

二、地方政府债券的流通

2. 构建流动性的举措

•——7月14日，财政部和人民银行联合发布通知，明确将地方政府债券纳入中央国库现金管理和地方国库现金管理质押品范围的有关事宜。有助于增加地方政府债券流动性，有利于促进地方政府债券顺利发行，并进一步完善国库现金管理质押品管理，深化中央和地方国库现金管理。

•——地方政府债券不受发行主体的限制，可以跨地域质押。

•——可以理解为商业银行利用符合条件的质押品获得流动性的一种方式。

二、地方政府债券的流通

3. 债务评级与地方债券的流动性

- ——2015年3月19日 财政部《关于做好2015年地方政府一般债券发行工作的通知》财库〔2015〕68号。要求：按照公开、公平、公正原则，从具备中国境内债券市场评级资质的信用评级机构中依法竞争择优选择一家信用评级机构进行评级。
- ——目前地方政府信誉评估级别基本是是3A级；一方面说明地方政府毕竟还是政府，另一方面或许在于评级的水准有待提高。
- ——评级的外在环境、制度要健全；
- ——评级的机构要相对独立、水准经得起市场经验。

三、一些问题

1. 对金融市场的利率冲击还是存在的

•——到目前2015年的利率债估计可达到4万多亿，信用债也4万亿之多，合计8万多亿。这对市场供给的增加压力还是能够感觉到的。

•——地方政府债券，尤其是置换债规模，一定程度上增强了利率上行压力；

•——今年短期债券的收益率下降比较快，长端利率基本上没有动，尤其表现在国债、地方政府债、政策性银行债等利率债方面。

三、一些问题

2. 对银行类金融机构的影响

- ——地方政府债券发行规模的扩大是“且走且放大”的，与银行年初投资规划缺乏衔接。在存款增长乏力，贷款增加的情况下，债券的投资额度扩张会造成一定的困难。
- ——据机构反映，6月份，四大国有商业银行作为地方政府债的主要购买方，投资于地方政府债之后，国债和政策性银行债券投资比例下降到25%，相当于额度挤出的效应。

三、一些问题

3. **对非银行类金融机构及其他投资方的影响**

•——主要在于地方政府债券的期限与市场投资者的需求不一致。机构投资者仍感到目前最大的问题是缺乏优质的适合于货币基金的投资标的。

•——货币基金对一年期及其以下的短期债券投资需求较旺。

三、一些问题

4. 地方债券的市场化定价有待加强

•——过分贴近国债同期利率水准并非是市场化供求的真实反映，会影响地方政府债券在流通市场的流动性的；

•——地方政府债券的定价偏高，收益率被低估。从理论上讲，债券的利率水平由无风险利率、流动性风险溢价和信用风险溢价共同构成。但从目前情况看，地方政府债券的利率与国债接近，既未反映流动性风险溢价，也未反映信用风险溢价。

•——地方政府的干预性过强是一个不争的事实。长久下去会影响市场投资者的积极性。

三、一些问题

5. 置换债的规模没有给予市场较为稳定的预期

•——在地方政府债券置换的过程里，需要给银行一个更透明的总量预期。金融机构做债券投资计划，配置债券额度。置换债券规模若有事先的明确预期，有助于市场更好地进行适应。

四、一些建议

1. 进一步强化地方政府债券信息披露，增强透明度

•——完善地方政府的财务预算的制度，使政府的资产负债更透明。市场投资者才可以更好地参与地方政府债券投资。

•——**地方政府债券透明度还影响其流动性。**流动性不来源于价值，来源于信任和预期，如果没有信任和稳定的预期，流动性就没有了。

•——**地方政府债券透明度提升也有助于更加合理的定价。**

四、一些建议

2. 培育健康完善的债券市场

•——地方政府发债券是一个长期性的建设，不能急功近利，需要长期的债券市场的培育。

•——在培育一个市场的时候按照市场的规则，完全交给各个地方政府是不合适的，还是需要为市场制定标准，避免各个地方政府彼此之间部必要的攀比，促进债券发行良性循环。

四、一些建议

3. 培育和拓展债券投资者

- ——应当考虑个人投资者持有地方政府债券更多免税政策，如抵扣个人所得税等角度可做一些探索。
- ——适当给予相应的优惠，扩大地方政府债券投资者的范围，比如保险公司、社保基金理事会等机构投资者，有助于改善地方政府债券的流动性 。

四、一些建议

4. 健全债券评级制度

•——评级机构的水准建设：独立性、市场性等；

•——深化改革，优化评级的生态环境，包括减少政府干预，构建清晰的产权制度，信息公开等。

谢谢