# 浅析地方政府债定价影响因素

来源：网络 作者：紫陌红尘 更新时间：2024-01-29

*财政部3月12日下达了1万亿元地方政府债券置换存量债务额度，置换范围是202\_年政府性债务审计确定截至202\_年6月30日地方政府负有偿还责任的存量债务中202\_年到期需要偿还的部分，1万亿元的总额度占置换范围的53.8%，目的在于降低地...*

财政部3月12日下达了1万亿元地方政府债券置换存量债务额度，置换范围是202\_年政府性债务审计确定截至202\_年6月30日地方政府负有偿还责任的存量债务中202\_年到期需要偿还的部分，1万亿元的总额度占置换范围的53.8%，目的在于降低地方政府利息负担、优化期限结构。

5月12日，江苏省财政厅发布相关公告，披露将在5月18日发行第一批总计522亿元记账式固定利率附息债券。可以预见，地方政府债将快速扩容，成为债券市场的一个重要组成部分。其如何定价，也成为投资者关注的问题。

一、地方政肘债发行环境发生变化

202\_年，财政部推出地方政府债券自发自还试点办法，试点地区包括上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏和青岛，发行总量1092亿元，期限包括5年、7年、10年，结构比例为4:3:30 从发行结果来看，自发自还地方政府债认购倍数基本都在2倍以上，只有6月23日发行的广东债略低，这与当时市场对经济企稳预期较强、恰逢半年末市场预期资金紧张等因素有关。从自发自还地方政府债的中标利率和当日国债二级市场收益率之差来看，前者几乎都低于后者。

202\_年地方政府债发行火爆，主要基于以下四个原因:一是当地财政厅很重视试点发债工作，并可能存在一定的行政干预，如对中标银行做出财政存款承诺等;二是主承销商数量较多，竞争提升了申购的踊跃度;三是由于试点期间发债量有限，地方政府债在定价上并没有体现出中央政府和地方政府的信用差异，地方政府债也被市场当作了无风险的利率债;四是试点发行期间债市多头氛围浓厚。

但202\_年，地方政府债发行环境发生了较大变化。首先，财政部印发的《地方政府一般债券发行管理暂行办法》明确指出，地方政府债发行利率在承销或招标日前1至5个工作日相同待偿期记账式国债的平均收益率之上确定;其次，部分地方政府对财政存款支持的承诺可能将出现分化;最后，由于大部分的地方政府债将集中在三季度到四季度发行，而三季度经济很可能企稳，预计下半年资金将逐步流出债市，债券市场的有效需求并非十分充足。

二、地方政府债溢价因素分析及预测

从理论上看，地方政府债的收益率应由无风险利率、信用风险溢价、流动性溢价三部分构成，即:地方政府债收益率二国债收益率+信用风险溢价+流动性溢价

此外，考虑到银行持有地方政府债存在资本损耗，且银行是其最大投资主体，所以地方政府债对银行的资本占用也应一并考虑。 地方政府债交易之所以极度不活跃，一是与其持有结构过于单一有关一一基本由商业银行持有，以持有到期为主;二是该类债券体量太小。 商业银行是地方政府债的最大需求者，其对地方政府债定价决定权相对最大。由于商业银行通常会将大部分地方政府债持有到期，所以地方政府债和国债的利差主要体现在资本占用上，约为35BP左右。而对于其他市场参与者，地方政府债和国债的利差则由信用风险溢价和流动性溢价组成。考虑到一级市场上国债和地方政府债的信用风险差异体现不明显，以及二级市场上地方政府债的流动性溢价今年有望降低，预计地方政府债相对于国债的信用风险溢价和流动性溢价合计在20BP左右。

三、地方政肘债券定向发行对市场的影响

(一)可能推高操作成本

根据财库〔202\_〕102号文，与银行贷款相对应的部分采取定向方式发行，与信托、证券、保险等方式融资相对应的部分也可以采用定向方式。由此推断，由于置换债务中贷款可能占到一半以上，因此定向发行将成为202\_年置换债券的主流。

但这一方案的操作成本可能较高。由于债券发行与债务置换挂钩，可能导致前者影响到后者。首先，地方政府在发债之前要明确置换债务的明细，这需要地方政府与债权人进行协商，而本来置换债券是给地方政府的一个额度，是化解风险的手段，并不需要提前对应债务明细。其次，银行可能不愿意将已被纳入政府性债务的到期贷款置换为收益较低且流动性较差的地方债，征得银行的认可和配合会增加协商时间和成本。最后，每次债券发行因涉及更多的债权机构，地方政府与金融机构协商确定发行时间、利率的成本也会提高。

(二)纳入抵质押品范围的作用相对有限

虽然根据媒体报道，人民银行将自发自还的地方债纳入S LF, M LP和PSL的抵质押品范围，但由于我国的货币政策还不完全是价格调控，投放基础货币的创新工具都有额度控制，且银行的抵质押品中，已经有了大量的国债、金融债及其他高等级信用债，也包括财政部代发代还地方债，并不缺少质押品，因此，预计地方债进入抵质押品的实际作用相对有限。

(三)可能影响市场定价体系

从目前的发行方案来看，债券发行与所置换债务挂钩，且定向发行的置换债和公开发行的置换债以及一般债券的价格和流动性可能出现不同的价格和不同的流动性，因此整个利率债的定价体系都可能受到影响。

四、地方政肘信用水平分析

与发行试点有所不同，随着供给增大，未来各地方政府的信用风险差异将逐步体现于市场之中。根据地方政府债务审计报告及地方财力，笔者对地方信用风险进行了初步分析。

(一)债务率指标

债务率二地方政府债务余额/当年可用财力

这一指标反映地方政府的偿债能力，债务率越高，表示偿债能力越弱，地方政府债务风险越高。根据202\_年全国性政府债务审计结果，全国总债务率为113.41%。国际货币组织确定的国家债务率应控制在90%一150%之间，因此从全国来看，整体债务风险可控。

根据各省审计报告，202\_年北京、重庆、贵州、云南、湖北、上海等地的总债务率较高，均在85%以上;甘肃、河南、宁夏、山西、安徽等地的总债务率偏低，均在53%以下。

(二)土地财政依赖程度指标

土地财政依赖程度二地方政府基金收入/地方财政公共收入 土地财政形成的地方基金性收入是地方政府收入的重要来源。土地使用权转让收入等土地财政收入与房地产市场息息相关，具有较大波动性。对土地财政依赖度较高的地区，未来收入波动的可能性较大，信用风险相对较高。

经测算，截至202\_年末，青海、重庆、陕西、上海、北京等地的土地财政依赖程度较高;广东、江苏、安徽、四川、浙江等地的土地财政依赖程度较低。

(三)非信贷渠道依赖度

非信贷渠道依赖度二非银行融资/债务余额

从债务来源分析，各省债务主要来源为银行贷款，其次是发行债券和信托融资。如果非信贷渠道依赖度较高，那么区域内金融风险较高。因为非信贷渠道依赖度低表明该区域而临的金融风险主要集中在银行内，政府控制能力较强，出而解决问题的概率较大，风险相对较低，反之则反是。

根据地方政府债务审计报告，在直接债务中，贵州、甘肃、内蒙、宁夏、河南等地非银行融资占比较高，均在63%以上;天津、上海、广东、海南、辽宁等地依靠银行贷款融资的比重较高。在或有债务中，山西、云南、江苏、重庆、安徽等地依靠非银行融资占比较高，在40%-50%;青海、上海、新疆、辽宁、海南等地依靠银行融资的比重较高。

综上，相较而言，重庆、贵州、青海的信用风险较高，而江苏、浙江的信用风险较低。202\_年地方政府债规模会大大超过202\_年，因此其发行利率可能出现一定程度的分化，但是考虑到央行会对供给增加提前进行对冲，笔者预计分化的程度较为有限，很可能在20BP以内。

本DOCX文档由 www.zciku.com/中词库网 生成，海量范文文档任你选，，为你的工作锦上添花,祝你一臂之力！