

作者：简尚波
邮箱：research@fecr.com.cn

柜台地方债市场火爆，前景可期

——首批柜台地方债运行实况分析

摘要

2019年3月，在财库〔2019〕11号文等政策指引下，宁波、浙江、山东、陕西、四川、北京等六省市政府相继发行柜台地方债，从而拉开我国柜台地方债发行序幕。首批柜台地方债募集资金用于棚改、土储项目，有利于增强中小型和个人投资者对城市建设的参与度与获得感。首批柜台地方债发行期限以5年期为主，期限利差明显。具体个券发行利率与各地方政府债务状况差异以及中债国债收益率在3月下旬呈现下跌有着一定关系。

首批柜台地方债一经开售，均获得市场热捧，引起各界关注。这与该类券种对中小型和个人投资者的包括投资门槛低、信用风险低、投资回报优势明显、手续便捷等多重吸引力密切相关。柜台地方债的发行彰显包括推动我国柜台债券产品结构丰富化、促进地方债投资主体多元化等多个方面的意义。基于国家普惠金融战略、相关财政政策，以及市场需求等多方面推动要素，未来柜台地方债发展前景可期，值得有关投资者密切关注。

相关研究报告：

- 1.《地方债提前开闸，发力基建补短板——2019年1至2月地方债运行情况》，2019.03.11
- 2.《2018年度地方债运行情况分析》，2019.02.20

一、首批柜台地方债运行情况

2019年2月，财政部发布《关于开展通过商业银行柜台市场发行地方政府债券工作的通知》（财库〔2019〕11号）指出，地方政府公开发行的普通债券和专项债券，可通过商业银行柜台市场在本地区范围内发行，并强调指出，地方政府应当通过商业银行柜台市场重点发行专项债券。根据《通知》，财政部推进此举旨在拓宽地方债发行渠道，满足个人和中小机构投资者需求，丰富全国银行间债券市场柜台（以下简称商业银行柜台市场）业务品种。

所谓柜台地方债，系指通过商业银行柜台市场发行的地方政府债券，投资者通过商业银行开设记账式柜台债券托管账户，可办理地方债申购、交易、质押登记、交易查询等业务，并由商业银行提供债券托管与结算、代理本息兑付等服务。2019年3月，宁波、浙江、山东、陕西、四川、北京等六省市政府相继发行柜台地方债，从而拉开我国柜台地方债发行序幕，每只债券均受到投资者热捧。

（一）六省市相继试点发行

2019年3月下旬以来，在财库〔2019〕11号文等政策指导下，宁波、浙江、四川、陕西、山东、北京等6个试点省市政府相继启动柜台地方债发行。截至3月末，6个试点省市政府合计发行7只柜台地方债，发行额合计68亿元，合占3月份全部地方债发行总额6245.13亿元的1.09%。

表1：已发行的柜台地方债清单

债券简称	发行日期	发行利率(%)	期限(年)	发行面额(亿元)	其中:柜台发行(亿元)	债券类型	认购倍数
19 宁波债 03	2019-03-22	3.04	3	8.4	3	土储债	37.46
19 浙江债 04	2019-03-22	3.32	5	22	11	棚改债	28.8
19 四川债 37	2019-03-25	3.31	5	59.29	15	土储债	19.65
19 陕西债 05	2019-03-27	3.33	5	55	9	棚改债	25.3
19 山东债 14	2019-03-27	3.01	3	23.69	10	土储债	23.5
19 北京债 10	2019-03-29	3.25	5	22	10	棚改债	5.95
19 北京债 08	2019-03-29	3.25	5	26	10	土储债	6

注：上述各只债券，发行场所均包括银行间、交易所、柜台市场。

资料来源：Wind，远东资信整理

（二）募集资金用于棚改、土储项目，增强投资者对城市建设参与度与获得感

表1显示，7只发售的柜台地方债均为土储债、棚改债等项目收益专项债券，符合财库〔2019〕11号文关于“地方政府应当通过商业银行柜台市场重点发行专项债券，更好发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用，增强投资者对本地经济社会发展的参与度和获得感”的文件精神。例如，19 宁波债 03 募集资金用于宁波市绿色石化片区产城融合生态综合开发土地储备项目建设，偿债资金来源为国有土地使用权出让收入；19 北京债 10 募集资金主

要用于北京市密云区、房山区、东城区、昌平区的7个棚户区改造项目，偿债资金来源为国有土地使用权出让收入。

（三）市场销售行情火爆

上述柜台地方债的发行受到了市场热捧，认购倍数达到 5.95 倍至 37.46 倍不等，较同期（2019 年 3 月）发行的国债、国开债、进出口银行债、农发银行债等其他利率债的认购倍数明显更高（见表 1、图 1），充分反映了市场火爆程度。尤其率先推出的“19 宁波债 03”、“19 浙江债 04 ”等的认购倍数分别达到 37.46 倍、29.8 倍，银行开卖不到 10 分钟即售罄。

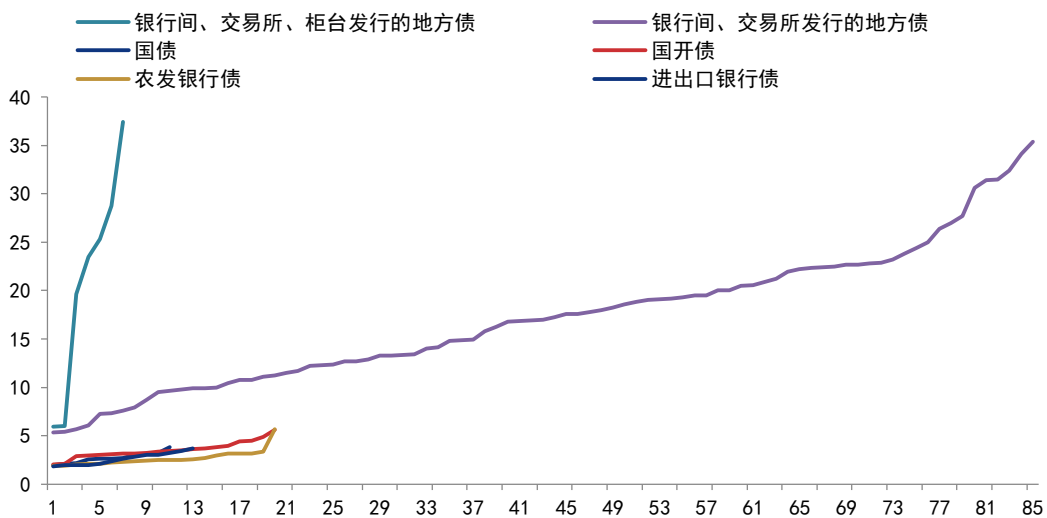


图 1: 2019 年 3 月发行的各类利率债超额认购倍数情况 (单位: 倍)

注: 各类债券认购倍数均按从低到高排序, 横坐标轴为各类债券认购倍数从低到高排序的序号。

资料来源: Wind, 远东资信整理

（四）发行期限以5年期为主，期限利差明显

首批柜台地方债分别有 5 只为 5 年期债券, 2 只为 3 年期债券。其中, 5 年期柜台地方债的发行利率分布在 3.25% 至 3.33% 之间, 按发行额加权平均 (下同) 利率 3.3%; 3 年期发行利率分别为 3.01%、3.04%, 平均利率 3.02%。5 年期柜台地方债平均利率比 3 年期的多出 28.37BP, 表明保持了一定的期限利差。

图 2 显示, 同为 3 年期柜台地方债, 3 月 27 日发行的“19 山东债 14”发行利率 (3.01%) 比 22 日发行的“19 宁波债 03”发行利率 (3.04%) 略低 (3BP); 同为 5 年期柜台地方债, 3 月 29 日北京市政府发行的两只柜台地方债发行利率均为 3.25%, 较之前浙江、四川、陕西发行的柜台地方债低 6-8 个 BP, 这与我国债券市场基准利率——中债国债到期收益率在 2019 年 3 月下旬呈现下跌态势 (见图 2), 以及各地方政府的债务状况存在差异 (见图 3) 有着一定关系。

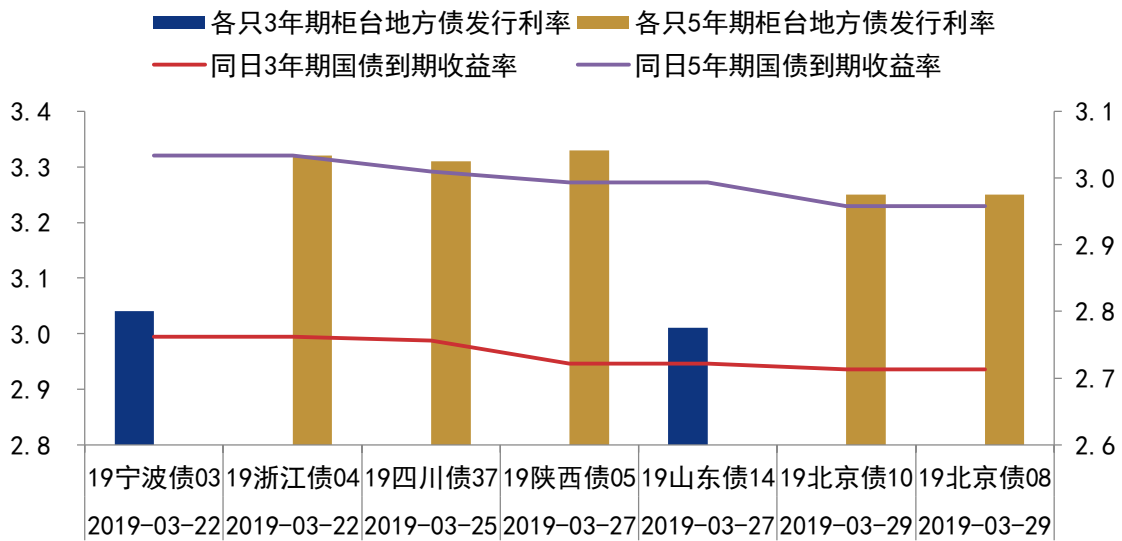


图 2: 5 只 5 年期柜台地方债发行利率及其与同期限国债收益率比较 (%)

资料来源: Wind, 远东资信整理

由于首批柜台地方债券发行时间较晚等原因, 根据 Wind 提供数据, 截至目前这批债券尚未有二级市场交易记录。

二、柜台地方债对中小型和个人投资者的吸引力

从与以往银行间债券和交易所债券市场发行的地方债, 与记账式国债、国开债等其他柜台债, 或与储蓄存款、与其他信用债等不同投资品种比较, 柜台地方债均有其比较优势, 总体上具有投资门槛低、信用风险低、投资回报率优势明显、手续便捷等特点, 从而一经上市就形成强烈的供不应求局面。

(一) 投资门槛低, 适合中小型和个人投资者

柜台地方债的发行对象为中小型和个人投资者, 最小认购面额 100 元, 而且开户流程便捷, 交易渠道多元。这意味着投资者只需最低 100 元即可购买此类债券, 而且募集资金用于推进土储、棚改等城市项目建设, 使得投资者只需小额投资就能成为所在城市建设的主人翁。柜台地方债 100 元的最低认购额, 相对于理财产品、大额存单的投资门槛明显较低。根据 2018 年 9 月银保监会发布的《商业银行理财业务监督管理办法》规定, 商业银行发行公募理财产品的, 单一投资者销售起点金额不得低于 1 万元。商业银行发行私募理财产品的, 合格投资者投资于单只固定收益类理财产品的金额不得低于 30 万元, 投资于单只混合类理财产品的金额不得低于 40 万元, 投资于单只权益类理财产品、单只商品及金融衍生品类理财产品的金额不得低于 100 万元。个人大额存单的起存金额则为 20 万元。

(二) 信用风险偏低

地方债是我国仅次于国债等利率债的高信用质量的债券品种, 信用风险明显低于信用债。地方债以各地方政府

财力作为资金偿还保障。近年以来，我国地方政府综合财力增长稳定，对债务偿还有可靠保障（参见远东资信微信公众号于2019年2月20日发布文章《2018年度地方债运行情况分析》表3）。

进入2019年以来，在宏观经济稳增长压力以及减税降费等政策环境下，我国地方政府财力增长明显放缓¹，但基于多方面的因素，地方债的偿还仍有保障。一是随着消费结构升级及其对经济拉动作用增强，以及稳基建、稳投资政策效应释放等，中国宏观经济增长大局将保持稳定。二是中央财政对地方财政的大力支持。据2019年1月8日国务院常务会议精神，为弥补因大规模减税降费形成的地方财力缺口，预计中央财政将加大对地方一般性转移支付。三是大规模减税降费将释放企业发展活力，夯实地方政府税源根基。四是地方政府债务余额近年一直控制在中央设定的债务限额范围，地方政府负债率远远低于国际警戒线。2018年末，全国地方政府债务余额183862亿元，占全国人大批准限额209974.30亿元的87.56%，相当于全年90.03万亿元GDP的20.42%（即地方政府负债率），低于60%的地方债政府负债率国际警戒线。

具体从试点发行柜台地方债的上述六省市政府来看，截至2018年底，试点省市政府负债率均远远低于60%的国际警戒水平（见图3）。

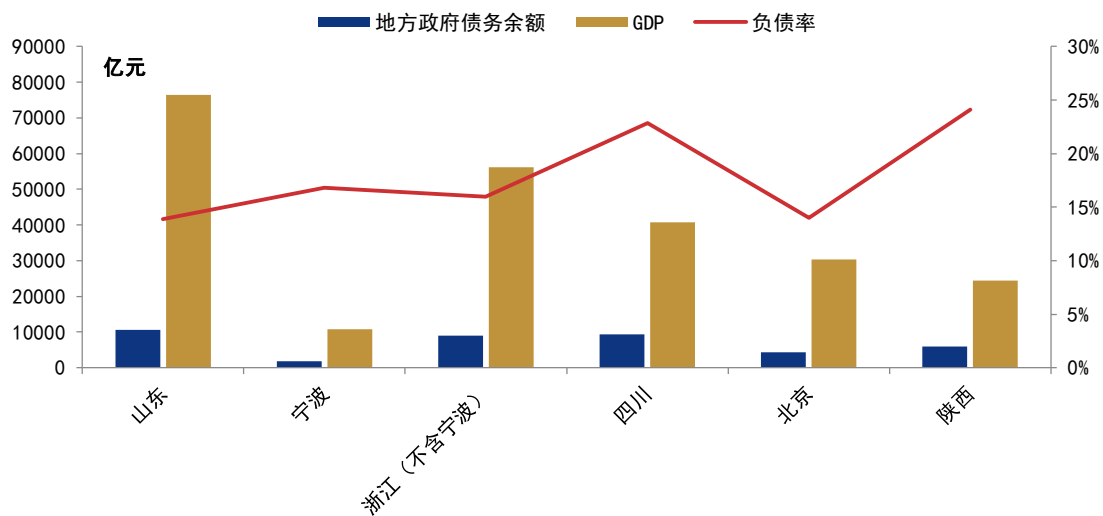


图3：六省市地方政府负债率统计

资料来源：各地方政府债信息披露文件等，远东资信整理

（三）具有一定的投资回报优势

根据现行商业银行存款利率标准，3年期和5年期存款利率均为2.75%，而表1所示同年期柜台地方债发行票面利率3.01%-3.33%的水平较之高出26-58BP。因此柜台地方债收益率水平相对个人投资者所热衷的储蓄存款具有

¹根据财政部近期公布数据，2019年1-2月累计，地方一般公共预算本级收入19689亿元，同比增长7.4%；地方政府性基金预算本级收入8838亿元，同比下降2.8%，其中国有土地使用权出让收入8047亿元，同比下降5.3%。

明显竞争优势。

再从地方债与我国柜台债第一大品种——柜台国债（具体包括电子式储蓄国债、记账式附息国债）的利率比较来看，以5年期产品为例。由于2019年一季度没有5年期柜台国债发行，本文侧重以2018年发行的5年期AAA级地方债与柜台国债进行比较。图4表明，2018年4月18日和10月17日，5年期AAA级地方债与通过柜台发行的记账式附息国债均有发行，地方债发行利率（3.67%、3.74%）明显高于同期通过柜台发行的记账式附息国债（3.17%、3.29%）；2018年4月10日、7月10日、8月10日，5年期AAA级地方债与通过柜台发行的储蓄国债均有发行，地方债发行利率（3.34%-3.95%不等）低于同期通过柜台发行的电子式储蓄国债（稳定为4.27%），但电子式储蓄国债不可流通，仅在规定的时间内到承办银行柜台申请提前兑付未到期本金和利息，而柜台地方债上市流通后可随时买卖，资金实时到账。综合以上样本统计表明，地方债发行利率相对储蓄存款利率、记账式附息国债利率等具有竞争优势。

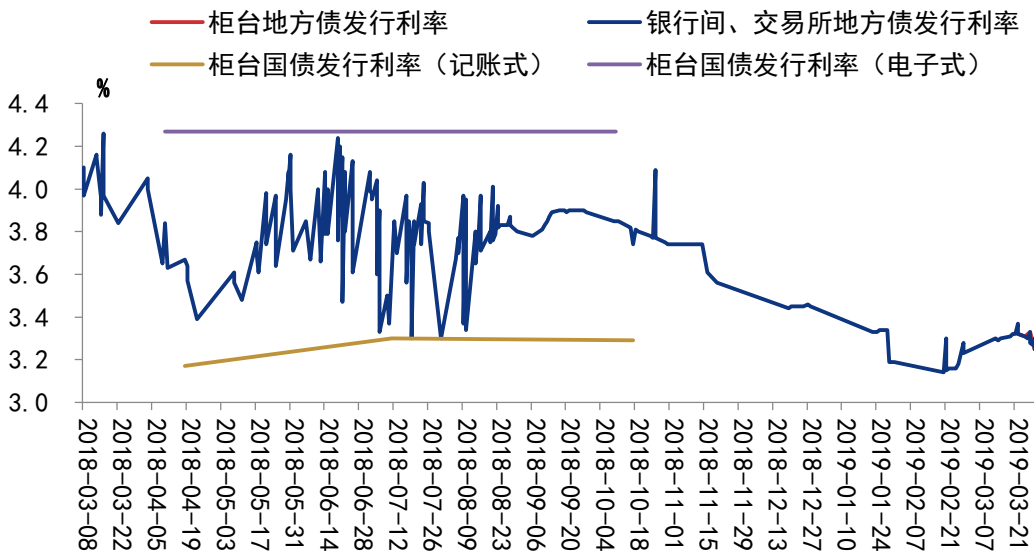


图4：5年期AAA级地方债与同期柜台国债发行利率比较（201803-201903）

注：由于2018年3月至2019年3月，5年期柜台国债发行样本仅8只，而5年期AAA级地方债发行431只，但都在同一时间轴呈现；同时由于采用散点图方式数据呈现效果欠佳，本图对各指标数据均采用直线连接数据点。

资料来源：Wind，远东资信整理

三、柜台地方债上市的意义和发展前景

柜台地方债的推出彰显多方面的发展意义。一是推动我国柜台债券产品结构丰富化。柜台地方债上市后，截至2019年3月底，全国柜台债券市场形成以国债为绝对主体，涵盖政策银行债、柜台地方债、一般企业债的多样化产品体系。其中，柜台地方债余额占比为0.29%（见图5）。二是为后续扩大柜台地方债发行提供经验借鉴。我国柜台地方债还刚起步，现有试点省市具有区域分布的代表性，分别位居华东、华北、西北、西南等地，覆盖省级政府

和计划单列市政府，东北、华中等地则有待推出。通过一段时间试运行，柜台地方债的运作将为后续市场范围拓展积累足够经验。三是践行普惠金融战略。普惠金融战略强调金融惠及广大小微企业和特殊群体，柜台地方债放宽了地方债的投资渠道，满足广大中小投资者和个人购买地方债的需求。四是促进城市建设。根据财政部政策和实际上市品种来看，柜台地方债募集资金主要用于政府性基金项目，有利于支持城市公共建设，为稳基建、稳投资和促进社会事业建设发挥积极作用。五是推进地方债投资者主体多元化。多年以来，地方债以商业银行以及证券公司等非银行金融机构为主要投资者，放开柜台地方债市场，引入中小型投资者和个人投资者购买地方债，有利于促进地方债的投资主体多元化，提高地方债的市场化水平。

从柜台地方债的发展前景来看，现行柜台地方债尚处于起步阶段，其发行规模在整个地方债发行中占比微弱。展望未来，在国家普惠金融战略指引和财库〔2019〕11号文等政策指引，稳基建、稳投资的宏观经济发展需求，以及广大中小企业和个人投资者强烈需求的带动下，地方柜台债将具有广阔的发展前景。

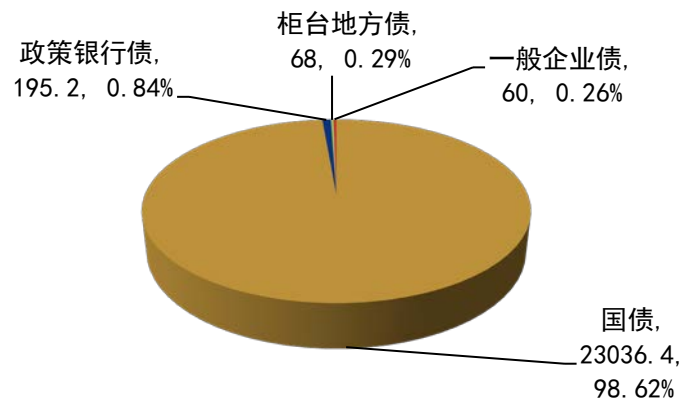


图 5：柜台地方债上市后我国柜台债产品存量结构（亿元、%）

注：数据截至 2019 年 3 月底。

资料来源：Wind，远东资信整理

【作者简介】

尚尚波，上海财经大学政治经济学专业硕士，研究部高级研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-53945367 010-53945366

上海总部

地址：上海市杨树浦路248号瑞丰国际大厦2层202室
电话：021-61428088 021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。