

兰瑞智库战略决策研究



兰瑞智库

Runwaysys

2023年05月22日 星期一

政策观察

Policy to observe

主办：兰瑞智库经济战略研究中心
网址：<http://www.runwaysys.com>
全国客服热线：4001182162
E-mail：runwaysys@163.com

欢迎关注
兰瑞智库
官方微信平台
(RUNWAYSYS888)



目 录

【协定及通知存款利率下调影响几何？】	2
一、前言	
二、什么是协定存款和通知存款？	
三、为何下调？	
四、影响	
【地方债发行定价“换锚”是大势所趋】	13
一、地方债发行定价换锚	
二、地方债发行定价模式变迁	
三、近期地方债发行特征	
四、地方债交易活跃度较低，市场化水平提升空间大	
五、地方债“换锚”将是顺势所趋	

【协定及通知存款利率下调影响几何？】

摘要：

1、近期，银行存款利率迎来新一轮“降息潮”，银行协定存款及通知存款自律上限在5月15日起下调，其中四大国有银行下调幅度为30BP，其他金融机构降幅为50BP。

2、通知和协定存款介于定活期存款之间，利率高于活期存款，但比定期存款存取灵活。值得注意的是，在去年开始的定期存款利率下调中，受影响的主要是定期零售存款。而此次利率调整主要针对定期的对公存款。

3、为何下调：第一，当前调降更多是出于推进利率市场化改革深化大背景的考虑。第二，从监管的角度来看，一方面引导存款利率下调是减少信贷套利、促进资金流入实体的重要手段。另一方面，在通胀下行、真实利率抬升的背景下，存款利率过高带来的较高融资成本，也不利于经济复苏。第三，从银行的角度来看，一方面降低存款利率有利于稳定不断压缩的净息差，缓解银行盈利困境。另一方面，2022年底的“理财赎回潮”后，表外资金重新回流表内，缓解了银行揽储压力，也增强了银行主动下调存款利率的意愿。

4、对银行的影响：第一，对银行整体而言，通知存款和协定存款在银行存款中占比不高，对实际成本压降效果或相对有限；第二，对四大行影响相对较小。但部分中小银行特别是农商行和村镇银行为吸收存款，协定存款和通知存款利率都相对较高。因此，对他们将产生较大影响；第三，存款利率下调也给银行带来

了挑战。

对 M1 和 M2 的增速影响：其一，通知存款和协定存款应属于其他存款，对 M1 或没有影响。其二，通知存款和协定存款若流出，可能会拖累 M2 增速。

对债市的影响：存款利率下调从两方面影响债市，继续打开债牛空间。一是基准利率较 MLF 的向下空间进一步打开。二是存款利率下调、存款吸引力下降后，短期内在实体经济资金需求变化不大的情况下，更多的资金将流入银行理财产品进行配置。

对储户的影响：对储户而言，存款利率下调对储户的吸引力减弱，“存款搬家”的现象或将强化，个人有可能将存款资金转移至消费投资等活动。考虑到储户对于原属于存款的资金的安全性要求往往更高，因此银行理财等低风险资管产品或将迎来增量资金。

关键词：存款利率，通知存款、协定存款，利率市场化，净息差，债市，存款搬家

目录

- 一、前言
- 二、什么是协定存款和通知存款？
- 三、为何下调？
- 四、影响

正文

一、前言

近期，银行存款利率迎来新一轮“降息潮”，银行协定存款及通知存款自律上限在5月15日起下调，其中四大国有银行下调幅度为30BP，其他金融机构降幅为50BP。调整前，各类协定存款利率上限为基准利率加65BP，部分银行的通知存款利率达到基准利率加65BP。

对于通知存款利率，国有大行不能超过基准利率10BP，其他银行不能超过基准利率20BP。这意味着，存款利率的下调从长期存款开始向短期存款蔓延，从零售存款向对公存款延伸，并同样以国有大行为主导。

5月15日，多家大型国有银行开始下调通知存款、协定存款利率上限。工商银行1天期、7天期通知存款利率从1.20%、1.75%下降至0.90%、1.45%；农业银行、中国银行、交通银行两类存款最新利率为0.45%、1%；建设银行显示通知存款最高年利率1.45%。

去年9月，银行业就开始了以国有行为先导的定期存款下行潮，六大国有银行相继发布公告调降存款利率，相较于调整前，定期存款均降低了10-15个基点。

工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行五大国有银行三个月、六个月、一年期、二年期、三年期、五年期定期存款利率分别降为1.25%、1.45%、1.65%、2.15%、2.6%、2.65%。

今年在完成一季度的开门红任务后，中小银行也开始集中补降长期存款利率。

二、什么是协定存款和通知存款？

通知和协定存款介于定活期存款之间，利率高于活期存款，但比定期存款存取灵活。

协定存款是指，存款人通过与金融机构签订合同约定合同期限、确定结算账户需要保留的基本存款额度，对基本存款额度按结息日中国人民银行规定的活期存款利率计息，对超过基本在款额度的在款按中国人民银行规定的协定存款利率或合同约定的利率计息的存款。协定存款一般面向企业客户，个人客户无法购买。目前活期存款利率 0.35%，而协定存款基准利率为 1.15%。

通知存款则可以让客户在不约定存期，支取时仅需提前 1 天或 7 天通知机构取款，同时具备活期的灵活性和更高的存款利率优势。如 1 天通知存款基准利率为 0.8%，7 天通知存款基准利率为 1.35%。但如目前部分银行活期存款利率远高于上述基准利率，表明存在利用协议存款和通知存款等“类活期”存款进行高息揽存的灰色地带。

值得注意的是，在去年开始的定期存款利率下调中，受影响的主要是定期零售存款。而此次利率调整主要针对定期的对公存款。

一般来说，银行的客户存款占比最大的两类是公司存款和个人存款，大概各占 50%。两者的定期存款成本均偏高：以工商银行为例，去年工行定期公司存款的平均成本为 2.59%，活期为 0.92%；个人定期存款成本为 2.89%，活期为 0.31%。

本次调整的两类存款：一是通知存款；二是协议存款。其中，通知存款在整个存款中占比较低；而协议存款主要是银行与其他机构法人签订的一定期限、一定金额以上的存款业务，规模占比大。

在此调整过程中，监管部门也考虑到，为防止出现一些银行钻监管空白的情况存在，对于除传统存款之外的协定存款、通知存款产品均进行同步调整，以保持监管整体引导的科学性、公平性和一致性，不留死角。

三、为何下调？

第一，当前调降更多是出于推进利率市场化改革深化大背景的考虑。

2015年10月，中国人民银行放开了对存款利率的行政性管制，市场利率定价自律机制（简称利率自律机制）成员在存款利率自律上限内自主确定存款利率水平。

2021年6月，人民银行指导利率自律机制优化存款利率自律上限形成方式，由存款基准利率乘以一定倍数形成，改为加上一定基点确定。

2022年4月，人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以一年期贷款市场报价利率（LPR）为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。

这一机制的建立，可促进银行跟踪市场利率变化，提升存款利率市场化定价能力，维护存款市场良性竞争秩序。

2022年4月下旬，工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已下调

了其1年期以上期限定期存款和大额存单利率，部分地方法人机构也相应作出下调。5月部分地方性中小银行跟随下调了长期存款利率。

2022年9月，主要银行又根据当时的市场变化，进一步主动下调了存款利率，其他银行也陆续跟进调整。

当时，大部分银行已经主动下调过存款利率。2023年以来的存款利率下调主要是上次没有调整的中小银行补充下调，也有一些银行是在春节前后存款利率上调后的回调。

2023年4月，市场利率定价自律机制发布的《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》增加了“存款利率市场化定价情况（扣分项）”。其中明确，若银行各关键期限定期存款和大额存单利率季度月均值较上年第二季度月均值调整幅度低于合意调整幅度的，在“定价行为”得分（总分100分）基础上扣分。

《合格审慎评估实施办法》将“存款利率市场化定价情况”纳入考核，成为推动银行下调存款利率的因素之一。

第二，从监管的角度来看，一方面引导存款利率下调是减少信贷套利、促进资金流入实体的重要手段。年初以来，信贷支持政策推动贷款投放速度明显加快，但在另一边，M1增速却从1月份的6.7%回落至3月份的5.1%，反映出信贷资金并未充分进入实体，反而以企业定期存款或居民存款与理财的形式重新回流银行间市场。

这一现象，一方面是因为实体经济复苏仍不稳固，真实信贷需求较弱；另一方面也反映出贷款利率偏低而存款利率偏高，两者之间产生“套利”空间。因此适度降低存款利率，是减少信贷空转套利，引导资金进入实体经济的重要手段。

另一方面，在通胀下行、真实利率抬升的背景下，存款利率过高带来的较高融资成本，也不利于经济复苏。2023年以来CPI数据从1月份的2.1%大幅回落至3月份的0.7%。4月份CPI增速进一步回落至0.1%。通胀回落时，名义利率不变则意味着真实利率抬升，不利于经济修复。因此在通胀下行的大背景下，适当调降存款利率也是降低实体经济真实融资成本，促进经济复苏的手段。

第三，从银行的角度来看，一方面降低存款利率有利于稳定不断压缩的净息差，缓解银行盈利困境。

数据显示，42家在A股上市的银行数据，2022年只有13家存款成本率下降，29家存款成本率上升，占比近7成。银行存款成本率上升一方面是因为存款定期化，个人储蓄定期存款规模占比上升；另一方面是因为对公存款利率上升。

2022年上市国有银行、股份制银行对公存款成本率全部上升，城商行、农商行也多数上升，其中对公活期存款成本率上升比较普遍。各类银行对公活期存款成本率中位数为0.95%，而个人活期存款成本率中位数仅0.34%。

对公活期存款成本率远高于个人活期存款成本率的主要原因就是银行协定存款利率过高，导致整体对公存款成本率上升。在各类银行中，股份制银行的对公活期存款成本率最高，中位数为1.23%。

在42家上市银行中，2022年只有5家净息差上升，37家下降，占比88.1%。据银保监会数据，2022年末商业银行净息差为1.91%，同比下降了0.17个百分点，且去年四个季度末商业银行的净息差水平均低于2%，处于历史低位。而从今年一季度报来看，银行净息差继续收窄，拖累银行营收，息差保卫战拉响。银行下调各类存款利率、缓解息差压力大势所趋，预计未来较长一段时间内，存款利率

都将维持低位运行。

另一方面，2022 年底的“理财赎回潮”后，表外资金重新回流表内，缓解了银行揽储压力，也增强了银行主动下调存款利率的意愿。传统上，存款利率较为刚性，是因为部分中小银行揽储压力较大，必须维持较高的存款利率以稳定负债端。但是 2022 年以来，由于实体信心较弱，银行存款出现了较快的增长态势。特别是 2022 年底“理财赎回潮”发生以来，表外理财进一步回流表内存款，商业银行存款增速目前已高于贷款增速，缓解了部分银行揽储压力。因此这一时期，商业银行主动下调存款利率的意愿也较高。

最后，从市场的角度来看，存款利率调降能够降低金融市场交易费用，加速资金周转，从而提升资金、市场运转效率。

引导商业银行适度下调两类存款利率，正是发挥存款利率市场化调整机制作用的具体体现，符合央行政策导向，有助于银行压降负债成本，稳定息差水平，推动实体经济融资成本稳中有降。预计未来一段时间，存款利率仍有下降的可能。

四、影响

1、对银行的影响

第一，对银行整体而言，通知存款和协定存款在银行存款中占比不高，对实际成本压降效果或相对有限；

第二，从结构中来看，当前协定存款基准利率为 1.15%，通知存款一天期利

率为 0.8%，七天期利率为 1.35%。从四大行的官网来看，他们协定存款利率为 0.8%，一天通知存款利率为 0.45%，七天存款利率为 1%，均低于央行基准利率水平。因此，对四大行影响相对较小。但部分中小银行特别是农商行和村镇银行为吸收存款，协定存款和通知存款利率都相对较高。因此，对他们将产生较大影响。

第三，存款利率下调也给银行带来了挑战。一方面，存款利率下调可能导致存款客户流失，银行需要寻找新的资金来源；另一方面，银行面临着风控审核趋严的挑战，需要加强风险管理和控制。在这种情况下，银行需要通过创新业务模式和产品设计，提高服务质量和客户体验，增加客户黏性和忠诚度，从而稳定存款基础。此外，银行还需要积极拓展资金来源渠道，如通过发行债券、吸收存款等方式，增加稳定性资金来源，降低负债端风险。

2、对 M1 和 M2 的增速影响

其一，通知存款和协定存款应属于其他存款，对 M1 或没有影响。根据《存款统计分类及编码》，通知存款和协定存款与普通存款并列，并不属于单位存款和储蓄存款。则考虑到 M1 为 M0 与单位活期存款之和，其不在 M1 的包含范围之内，利率上限的设定对 M1 应当没有影响。

其二，通知存款和协定存款若流出，可能会拖累 M2 增速。根据《存款统计分类及编码》，推断通知存款和协定存款归属于 M2 下的其他存款科目，则其变动会影响 M2 规模和增速。考虑到此次利率上限的设定，可能有部分个人或企业

将通知存款和协定存款投向收益率更高的理财以及其他资管产品中，拖累 M2 增速表现。

考虑到 4 月居民存款已经开始重新流向表外，M2 增速预计将进入下行通道。M2 近一年的上行由个人存款推动，资管资金回表也主要来源于居民。2022 年 3 月-2023 年 3 月，M2 同比上行的 3 个百分点中，有 3.1 个百分点来源于个人存款的规模扩张。年初以来 1.6 万亿资管资金回流表内中，有 1.4 万亿来源于住户部门。但随着 4 月居民存款同比首次由增转降，居民资产配置或回流表外，对应的则是 M2 同比超过市场预期下行。再考虑到此次通知存款和协定存款利率上限的约束，或进一步加速居民将资金从表内搬至表外。

3、对债市的影响

存款利率下调从两方面影响债市，继续打开债牛空间。

一是基准利率较 MLF 的向下空间进一步打开。对于商业银行，MLF、逆回购、LPR 利率同步下降时，商业银行净息差趋于压缩。为了稳定净息差与利润，商业银行金融市场部门对于债券的绝对配置点位，不得不保持在偏高位置，导致基准利率难以下压。但若本轮存款利率下调后，LPR 同时保持稳定，商业银行净息差将再度打开。对于银行金市部门，配置盘对债市绝对点位和收益的要求将下降，更多的配置盘入场，将推动基准利率较 MLF 的向下空间进一步打开。

二是存款利率下调、存款吸引力下降后，短期内在实体经济资金需求变化不大的情况下，更多的资金将流入银行理财产品进行配置。回顾 2021 年下半年以

来，存款利率经过 3 次集中调整。除最后一次下调时，由于债市震荡出现“理财赎回潮”之外，前两次存款利率下调均促进了理财规模的快速增长，在价格上体现为理财主力配置的信用债信用利差压缩，利差中枢下台阶。若下阶段新一轮存款利率下调，资金转道流入理财后，或带来信用利差的新一轮压缩，信用中枢进一步下移。

当然，存款利率下降对债市是否有显著影响，关键在于存款利率是否有趋势性的调降，如果是趋势性下降，那么债券收益率则随之下行，但如果是阶段性变化，债市反映则较为有限。

4、对储户的影响

对储户而言，存款利率下调对储户的吸引力减弱，“存款搬家”的现象或将强化，个人有可能将存款资金转移至消费投资等活动。考虑到储户对于原属于存款的资产的安全性要求往往更高，因此银行理财等低风险资管产品或将迎来增量资金。

【地方债发行定价“换锚”是大势所趋】

摘要：

1、深圳试行以地方债收益率曲线设定投标区间，是落实财政部关于支持深圳健全地方政府债务管理制度，加强政府债券发行管理的重要举措，对于进一步探索完善地方债定价机制，不断提升深圳市地方债发行市场化水平具有重要意义。

2、在此之前，地方债发行定价模式经历了三个阶段：第一阶段（2015-2016）：非固定加点，市场化程度不高，发行利率较低，均值多数位于 20bp 以下。第二阶段（2017-2018.8）：非固定加点，2017 年起要求“严格”按照市场化发行原则，市场化程度改善，发行利差走扩，均值多数位于 25-45bp 之间。第三阶段（2018.9-2021.5）：固定加点，招标利率下限与国债挂钩。2018.9-2019.1，上浮区间设为 40bp 或以上；2019.1-2021.5，上浮区间调整为 25-40bp。

3、近期地方债发行特征：发行规模环比下降；发行节奏较快；发行期限环比下降；发行利率环比下降。

4、地方政府债券作为我国债券市场第一大债券品种，其换手率与国债等其它债种存在显著差距，也明显低于美国市政债券的换手率。地方政府债券低迷的交易活跃度亦说明其市场化水平仍有较大提升空间。

5、一方面，地方债规模达 36 万亿，已超过国债，成为我国债券市场的第一大券种，另一方面，市场定价能力明显加强，地方债收益率曲线的编制也已日趋成熟。预计未来地方债发行定价基准可能会较为平缓地逐渐由国债收益率曲线转

向地方债收益率曲线，地区差异和项目差异对地方债定价的影响价格明显增加，地区间发行利率差异性会加大。

关键词：地方债，深圳，地方债收益率曲线，国债收益率，市场化，发行利率，换手率

目录

- 一、地方债发行定价换锚
- 二、地方债发行定价模式变迁
- 三、近期地方债发行特征
- 四、地方债交易活跃度较低，市场化水平提升空间大
- 五、地方债“换锚”将是大势所趋

正文

一、地方债发行定价换锚

地方债发行定价模式迎来重大变化。

4月26日，2023年深圳市政府专项债券（十七期至二十二期）完成招标。其中，2023年深圳市政府专项债券（二十期）是一期借鉴地方债收益率曲线的债券。该期债券实际发行规模18.7亿元，发行期限为7年期，票面利率为2.80%。

根据发行文件，在标位限定方面，2023年深圳市政府专项债券（二十期）投标标位区间下限为招标日前1至5个工作日财政部公布的财政部-中国地方政府债券收益率曲线中，7年期地方政府债券收益率算术平均值下浮4%，且不低于招标日前1至5个工作日财政部公布的财政部-中国国债收益率曲线中，7年期国债收益率算术平均值；投标标位区间上限为上述7年期地方政府债券收益率算术平均值上浮10%。

值得一提的是，这是近期深圳第二次探索以地方债收益率曲线设定债券投标区间。

4月17日，深圳市政府专项债券（十至十六期）通过财政部深圳证券交易所政府债券发行系统发行，其中，也有1只7年期地方政府债券，发行规模11.3亿元，其标位设定参考“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”设置投标区间，投标区间下限为7年期地方债收益率5日均值下浮3%，上限为上述均值上浮10%，最终发行利率为2.87%，比地方债收益率下降8BP。

值得注意的是，深圳并不是地方政府债发行换锚的第一个地方。去年11月广东省在发行定价环节首次换锚。据发行文件，当时广东省发行的103亿地方债首度参考“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”设置投标区间。最终发行结果显示，广东3年期一般债、5年期专项债中标利率分别为2.46%、2.71%，分别高于前5日国债收益率均值10BP、18BP。

在原定价机制下，地方债一级市场形成了以国债收益率为参考，并辅以“最小加点幅度”的发行定价机制，广东等经济发达地方的加点幅度一般为10BP。换言之，新机制下广东5年期发行成本要高于老机制。

近年来，地方债作为我国债券市场第一大债券品种，市场化定价水平在不断提升。地方债发行定价换锚标，进一步完善了地方债发行机制，提升地方政府债券发行市场化水平。

财政部关于地方债发行的意见指出，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。

深圳试行以地方债收益率曲线设定投标区间，是落实财政部关于支持深圳健全地方政府债务管理制度，加强政府债券发行管理的重要举措，对于进一步探索完善地方债定价机制，不断提升深圳市地方债发行市场化水平具有重要意义。

二、地方债发行定价模式变迁

2015年新预算法的施行，在法律层面赋予了省级政府发行地方政府债券的权力，地方政府债券进入到全部由各省、自治区、直辖市、计划单列市“自发自还”的阶段，并开始开展债券信用评级，披露债券基本信息、财政经济运行及债务情况等。自此，地方债市场规模快速扩大，已成为境内债券市场存量规模最大债券品种。地方债发行定价模式也几经变革。

1、第一阶段（2015-2016）：非固定加点，发行利差在低位波动。

地方债发行初期定价市场化程度不高，发行利率较低。地方债发行伊始，以置换债券为主，行政化特征明显，发行主体存在通过“指导投标”、“商定利率”以财政存款等对承销机构施加影响压价的现象，整体市场化发行程度不高，导致地方债发行利率偏低；2015年，首批地方债发行利率与同期国债相近，后为弥

补流动性不足有所回升,2015-2016年平均发行利差在25bp以下波动;分地区看,这一阶段不同地区地方债发行利差有所分化,但整体水平较低,均值多数位于20bp以下。

2、第二阶段(2017-2018.8):非固定加点,发行利差走扩。

随着地方债发行定价的市场化程度不断提升,地方债与国债发行利差中枢逐步走扩。财政部在历年地方债券发行工作的通知中,均明确指出要加强地方债的市场化水平,尤其是在2017年要求有所提升,强调“严格”按照市场化发行原则,2018年更是界定了地方政府的非市场化干预行为,并对违规地方政府进行通报批评;与此同时,由于地方债集中发行压力加大,地方政府在招标过程中采取提高投标利率上限,积极吸引、鼓励券商参与承销,选择交易所发行等市场化手段,地方债与国债发行利差逐步走扩;2017-2018年,地方债平均发行利差中枢位于30bp以上,最高超过40bp;分地区看,西部和东北地区利差高于东部沿海地区的迹象更为显著,且利差水平较之前普遍有所提高,均值多数位于25-45bp之间。

3、第三阶段(2018.9-2021.5):固定加点,招标利率下限明确与国债挂钩。

为保证地方债顺利发行,监管将地方债招标利率下限与同期国债相挂钩。

(1)上浮区间设为40bp或以上(2018.9-2019.1):2018年8月,财政部发布《关于做好地方政府专项债券发行工作的意见》,要求各地加快地方政府债券发行节奏,地方债集中供给压力加大;同月,财政部建议商业银行在参与地方债发行时投标价格下限应较相同期限国债前5个工作日收益率均值上浮40BP或以上,为投资者提供流动性补偿和稳定溢价空间,以便地方债的顺利发行。

(2) 上浮区间调整为 25-40bp (2019.1-2021.5): 2019 年 1 月, 地方债投标下限由上浮 40bp 放宽至上浮 25bp-40bp。经过 2018 年债券收益率绝对水平的逐步下行后, 配置型机构“缺高息资产”的现象较为显著, 故机构对地方债的青睐程度有所提升, 上浮区间加点虽然有所降低, 但其稳定利差空间的优势仍在。

三、近期地方债发行特征

1、发行规模环比下降

4 月份, 受今年以来地方债发行节奏前置、提前下达限额所剩不多影响, 全国发行地方政府债券规模较上月大幅减少 2172 亿元至 6728 亿元, 但较去年同期增加 3886 亿元, 这主要与今年提前批额度远超去年有关; 发行结构以新增专项债与再融资一般债为主, 占比分别为 39.4%和 36.9%; 地方债总偿还量 4292 亿元, 净融资额为 2436 亿元, 规模较上月减少 3386 亿元。

2、发行节奏较快

2023 年 1-4 月新增债发行节奏较快, 发行进度与 2022 年同期类似。2023 年 1-4 月, 新增一般债/新增专项债发行占全年限额的 45.9%/42.7%, 发行进度与 2022 年同期 (40.1%/38.4%) 类似, 而 2021 年同期仅少量新增债发行。

3、发行期限环比下降

受新增专项债发行放缓的影响，2023年4月地方债加权发行期限环比下降，为13.05年，但仍明显高于2022年同期水平（11.18年）和2021年同期水平（10.56年）。

从地方债各期限发行规模的占比分布来看，2023年4月的3年及以下、5年期限与7年期限的地方债发行占比分别为5.9%、5.1%和10.4%，较2022年同期有所下降（13.8%、18.0%和14.1%），10年期限与15年及以上期限的地方债发行占比分别为43.5%和35.2%，较2022年同期则明显上升（28.8%和25.3%）。

4、发行利率环比下降

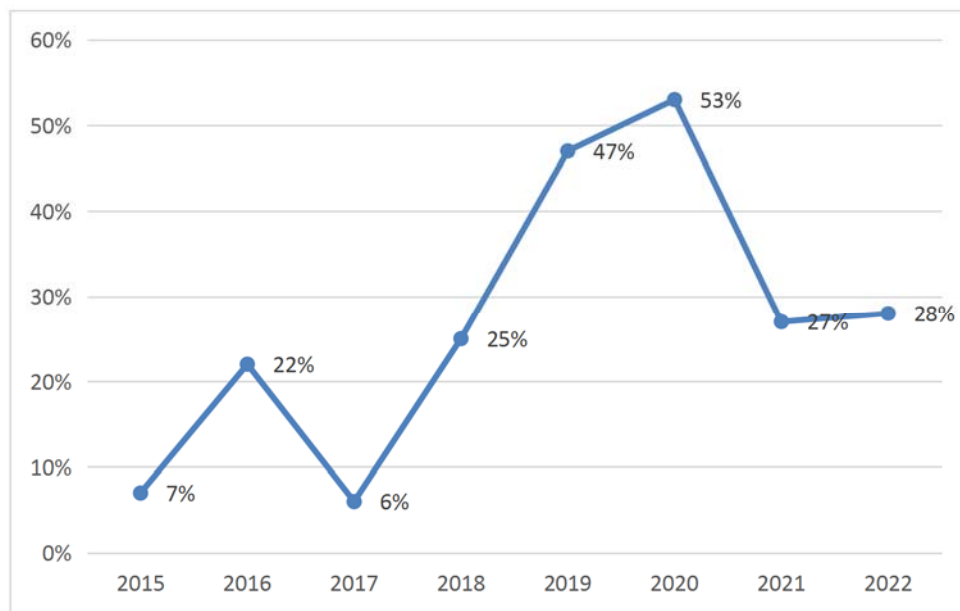
4月份，地方债平均发行利率3.00%，较上月下降5bp。4月以来在流动性边际转松下，地方债利率下行。其中，3年期、5年期、7年期、10年期、15年期、20年期、30年期发行利率分别较上月变动-4bp、-5bp、-3bp、-3bp、-4bp、-4bp、-4bp至2.60%、2.79%、2.92%、2.95%、3.08%、3.15%、3.31%。

4月地方债总体发行利差为10.70bp，较3月下降2.55bp。分地区看，黑龙江、新疆与宁夏发行利差较高，均超过15bp；深圳地方债发行利差仅8.98bp，主因两期专项债定价换锚，即参考“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”设置投标区间，而以往则参考财政部公布的中国国债收益率曲线，使得票面利率明显下降，显示市场对深圳经济发展、财政实力的高度认可。

四、地方债交易活跃度较低，市场化水平提升空间大

地方政府债券作为我国债券市场第一大债券品种，其换手率与国债等其它债种存在显著差距，也明显低于美国市政债券的换手率。地方政府债券低迷的交易活跃度亦说明其市场化水平仍有较大提升空间。

图 1 近几年地方债换手率



2019年和2020年是地方债市场较活跃的两年，而即使在这两年地方债的换手率也仅达到47%和53%，即差不多半数的存量地方债在当年并没有发生任何交易。同期的国债换手率为205%和223%，政策性银行债换手率为574%和484%。2020年下半年之后，随着地方债发行利差明显收窄，同时承销团成员和市场化投资人热情下降，换手率快速回落。2021年和2022年，地方政府债债券换手率分别为27%和28%，同期国债换手率则为176%和213%，走低的地方债收益率进

一步限制了投资者的交易热情。

探究地方债流动性受限的原因，除了单只债券存量较小使得其市场流通量不足，以及持有者结构中以商业银行为主，地方债收益更受配置户青睐而对交易户缺乏吸引力等等，还有二级市场中准确的估值曲线和有区分度的信用评级的缺失。虽然财政部 2022 年发布了“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”，但除了广东试水参照该曲线发行以外，当前地方债发行定价仍基于国债收益率曲线，大范围的“换锚”并未出现。发行定价机制和二级交易定价机制的不统一仍然持续。另外，地方政府债一致的 AAA 国内评级并不能准确的反映国内东西部、南北部地区的明显差异，降低了二级市场交易的有效性。因此，统一和完善地方债发行和交易定价机制、增加地方债评级区分度以更充分反映不同地区的信用风险溢价差异，将有利于进一步推动地方债市场化。

五、地方债“换锚”将是大势所趋

2022 年 1 月，广东率先将地方债发行利差降至 10BP，即票面利率区间下限在国债基准基础上上浮 10BP，此后多个省份跟进。财政部数据显示，2022 年地方政府债券平均发行利率 3.02%，比 2021 年同期下降 34BP。利率下降，既有市场利率下降的影响，也有发行定价机制改革的影响。

一方面，地方债规模达 36 万亿，已超过国债，成为我国债券市场的第一大券种，另一方面，市场定价能力明显加强，地方债收益率曲线的编制也已日趋成熟。

财政部 2020 年 11 月公布的《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》明确提出，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。

随后 2021 年 6 月，财政部在回复相关建议时表示“不断提升地方政府债券发行市场化水平，要求地方财政部门、承销团成员不得以非市场化方式干预债券发行，并积极研究编制地方政府债券收益率曲线”。

2022 年 3 月，财政部在官方网站发布“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”，并将这一指标的数据追溯至 2022 年 2 月 25 日，期限包括 1 年、2 年、3 年、5 年、7 年、10 年、15 年、20 年与 30 年。

4 月 17 日召开的全国财政国库工作会议表示，按照健全现代预算制度的要求进一步健全现代预算执行体系，持续落实《深化政府采购制度改革方案》，大力推进政府债券改革。

预计未来地方债发行定价基准可能会较为平缓地逐渐由国债收益率曲线转向地方债收益率曲线，地区差异和项目差异对地方债定价的影响价格明显增加，地区间发行利率差异性会加大。未来一些经济强省也计划将发行定价方式换锚为地方债曲线，地方债换锚将是大势所趋。换锚后，地方债的发行利率将明显分化，预计财政债务水平较好的地区利率将会有所下降，而债务风险高的地方利率可能会有所上升。

重要声明：

本报告的信息均来源于公开资料，其来源及观点出处皆被我公司认为可靠，但我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，客户和决策者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为兰瑞智库，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

**我们的一切努力都是为我们的客户——
提升竞争优势，共同创造持续长远的收益**

主办：兰瑞智库经济战略研究中心
网址：<http://www.runwaysys.com/>
e-mail: runwaysys@163.com
全国客服热线：4001182162