

地方债：估值“洼地”待发掘

□本报记者 张勤峰

13日，新疆维吾尔自治区和大连市各发行一批地方政府债券，其中采用公开招标方式发行的新疆地方债中标利率高于招标下限40BP以上。

今年以来，不仅地方债发行放缓、发行利率上行，其与国债的利差也明显拉大，显示地方债需求比其他利率品种要更弱。分析人士指出，银行是地方债投资的主要机构，今年以来负债扩张放缓、优先保障信贷导致银行债券配置力度减弱，地方债与国债利差走阔，就是今年银行配债需求偏弱的写照，但利率的更明显上升，使得地方债的配置价值越来越突出，并正在吸引更多的投资者进入。随着地方债流动性改善，其作为估值“洼地”的价值值得关注。

地方债与国债利差明显扩大

13日，新疆财政厅以公开招标方式发行了3支地方政府债，包括5年期、10年期一般债券和5年期专项债券。据发行结果公告，此次5年期一般债和专项债中标利率均为4.02%，10年期一般债中标利率为4.09%，其中5年期债券高于招标利率下限42BP，10年期高出下限46BP。

此次招标进行前，新疆财政厅公布，5年期债券的招标利率区间为3.6%-4.32%，10年期债券招标利率区间为3.63%—4.35%。因公开发行地方债选用同期限国债的中债到期收益率前五日均值作为招标利率下限，其实际中标利率与招标利率下限的利差，其实就是地方债定价相对国债的溢价。

13日，大连市财政局则以定向承销方式发行了6支地方债，其中置换一般债券和置换转向债券各3支，均为3年、5年和7年期债券。据大连市财政局公布，此次3年、5年、7年期定向置换债发行利率分别为4.13%、4.14%、4.23%。与同期限国债到期收益率相比，这批定向置换债券的收益率高出55BP。

今年以来地方债不光发行利率大幅走高，其与国债的利差也明显扩大。据Wind统计，今年以来各期限地方债发行利率较上年末上行100BP至140BP，中短期限的3年和5年期品种调整尤其明显。

从中债到期收益率曲线上看，今年地方债相对国债、政策性金融债等其他利率产品的调整幅度要更加显著。以5年期品种为例，今年以来5年期地方债中债收益率累计上行100BP，远高于5年期国债71BP和5年期国开债63BP的升幅；到本月初时，5年期地方债与国债的利差已扩大至80BP左右，达到2010年8月有数据纪录以来的最高位；2010年8月至今，该利差的均值为29BP。

机构报告亦称，从过去来看，地方政府债的定价一般是相对于国债加点20BP-40BP，作为对流动性的补偿以及

中债5年期国债和5年期AAA地方债到期收益率走势



对风险资产占用的补偿。当前地方债利率不断走高，且与国债的利差扩大，表明地方债需求不仅弱，而且比国债等其他利率品种还弱。

另据统计，在上述两地地方债发行后，今年以来，各地已累计发行地方债16865亿元，与上年同期依然差距悬殊。2016年初至当年6月13日共发行地方债29723亿元。在这一现象背后，除了与今年地方债置换压力下降有关之外，想必地方债发行成本大幅上行，抑制地方债供给意愿也是主要影响因素之一。

银行需求弱是主因

需要指出的是，尽管今年以来地方债发行明显放缓，但从绝对规模上看，依然是债券供给的绝对主力品种。据Wind数据，截至6月13日，今年以来国开行、进出口行和农发行合计发行政策性金融债14221亿元，财政部共发行地方债11900亿元，均少于“缩水”后的的地方债发行量。

另从存量规模上看，从2015年开始，随着地方债置换的推进，地方债在短短两三年时间里，存量规模已经扩大到12.2万亿元，超过了记账式国债，开始逼近政策性金融债（12.5万亿元）。研究机构预计，到年底，地方债余额就会超过政策性金融债，成为境内债券市场上体量最大的债券品种。

但到目前为止，庞大的地方债仍主要靠商业银行的配置账户在支撑，致使地方债的参与群体较小，流动性较弱。而值得注意的是，今年以来，银行存款增长一直偏弱，随着金融监管趋严，银行同业负债扩张难度也大幅上升，同业业务增长放缓甚至面临收缩压力，负债端扩张乏力且不稳定上升，对银行资产配置的限制已开始显现。

中金公司研报指出，前几年，银行的业务思路主要是“以贷定存”，即不需要考虑是否有存款类负债，只要积极配置资产，负债是不用愁的，存款不够，就用主动负债来凑，而且资产扩张后，派生存款也会较多。但去年四季度以来，货币政策边

际收紧，加上MPA考核约束及银行业监管趋严导致存款增长乏力，银行业务思路已转变为“以存定贷”，即有稳定存款之后再去配置资产，如果存款增长放缓，在同业负债扩张受限甚至面临压缩的情况下，银行可减少资产配置。

进一步看，信贷是商业银行核心资产，在面临选择时，银行往往倾向于先保信贷，今年配债的额度本来就不多，还要去消化庞大的新发地方债，导致银行疲于应对。当大额的供给遇上单一的投资群体及疲弱的需求，地方债发行利率走高，乃至比其他利率品种表现更差也就不难理解了。

虽然今年地方债供给有所下滑，但需求调整显然更为明显，供需关系转弱，是今年地方债利率显著上行的直接原因。

往后看，今年待发地方债规模依然不小，前期发行偏慢，意味着后期供给可能加快释放，供给压力有边际上升的可能。事实上，5月份地方债发行规模已超

观点链接

中金公司：偏弱需求遇上刚性供给

地方政府债供给量较大使得银行疲于应对，尤其是在今年整体资金面偏紧，债券杠杆和同业杠杆去化的环境下，银行本来配债额度就不多，但仍要消化大量的地方政府债。加上2016年银行配置了大量低利率的地方债，目前按估值都出现不少的浮亏，这也使得银行现在配置地方债的动力不强。偏弱需求遇到相对刚性的供给，这导致地方政府债面临较差的供需关系，整体收益率升幅超过了国债和政策性银行债。

中信建投：地方债配置价值较高

地方债定价基于国债，从目前地方债一级市场发行利率来看，区域分化的态势进一步加大，并且利差在资金面压力下进一步扩大。从交易层面来看，地方债二级交

过了上年同期，显示地方债发行有提速迹象。在银行需求改善尚不明显的情况下，地方债发行利率依旧存在一定的上升压力。

利率上行提升吸引力

地方债利率持续走高，给发行人带来一定的压力，但对于投资者来说，地方债的吸引力则在上升。

当前，地方债与国债利差拉大，收益率水平直逼政策性金融债，本身就表明地方债的相对性价比在提升。中金公司报告指出，非银类投资者没有像银行那么注重免税价值，过去投资国债和地方债不多，但目前地方债收益率远高于国债，甚至接近政策性银行债，从绝对收益率而言具有吸引力。比如保险公司，5月份其对地方债的投资量明显上升，创单月新高。对于银行而言，虽然地方债相比于国债和政策性银行债存在一些流动性层面的缺陷，也需要占用一定资本金，但考虑到地方债免税，其税前收益率已经在5%以上，甚至有的已经接近5.5%。从这个角度来看，地方债对于银行而言，其性价比已经超越贷款。也正是这种突出的性价比，使得在贷款领域缺乏竞争力的中小银行也开始增持地方债，比如城商行和农商行，5月份买入地方债的力度在上升，而贷款利率难以上浮的政策性银行也在增加地方债配置。

中金公司认为，地方债配置价值的提高开始吸引更多投资者参与，供需关系有望逐步改善。建议配置型的投资者可以逐步增加对地方债的配置。对于交易型机构，也不妨通过交易所投资地方债，适度进行杠杆投资。

中信建投证券研报亦称，当前收益率水平下，利率债具有配置价值，其中地方债发行利率进一步走高，已接近国开债收益率，成为目前最具配置价值的品种。

易量与一级市场发行量存在正相关，2017年以来地方债发行缩量导致地方债二级市场交易量明显萎缩。5月下旬以来，地方债收益率已经接近或超过了国开债收益率。从配置层面来看，当前地方债收益率以及免税方面的优势明显，配置价值最高。

民生证券：新增债发行进度偏慢

5月份地方政府债券共发行5484.8亿元，环比4月份增加2235.8亿元，当月新增地方政府债券发行1104.2亿元，其中一般债券发行1023.7亿元，专项债券发行80.5亿元。截至目前地方债共发行1.34万亿元，置换债发行1.21万亿元，包括5857亿元公开置换债和6231.7亿元定向置换债券。5月份置换债发行相比去年同期有所加快，目前整体置换完成40%，相比去年同期低了4个百分点，但新增债券发行进度明显落后于前者。（张勤峰 整理）

期债高开低走

3.9503%、4.1863%和4.2016%，均低于此前预测均值3.97%、4.22%和4.24%；三期债对应投标倍数分别为3.22倍、4.40倍和3.74倍，显示市场需求较旺。

二级市场上，现券交投依旧活跃，收益率整体继续下行。据外汇交易中心数据，截至昨日收盘，10年期国开活跃券170210收益率下行3.36bp至4.2514%，10年期国债活跃券170010收益率下行0.75bp报3.575%。

而昨日国债期货市场却冲高回落，尾盘10年期主力合约勉强收红。截至收盘，中金所10年期国债主力合约T1709收报95.435元，较上日结算价涨0.07%；5年期国债期货主力合约TF1709收报97.830元，与上日结算价持平。

“目前影响国债期货的主要因素在于金融监管和市场流动性，央行去杠杆政策意图没有改变，本周担忧情绪要想消解，

短期谨慎为宜

还需央行做出实际行动来配合。今日（13日）公开市场操作的量显示出央行对资金面“不松不紧”的态度，尽管受周末情绪的影响，期债今日高开，但随后走低。”瑞达期货昨日盘后点评称。

不确定性因素仍较多

业内人士指出，目前来看，经济基本面似乎仍对债市有利，然而银行自查报告提交、美联储议息决议即将发表，且年中时段流动性风险仍值得警惕，债市连续走强之后止盈压力也有所显现，短期内债市料将维持震荡格局。

基本上，6月14日国家统计局将公布5月工业、消费和投资等重要经济数据，央行也将在近日公布信贷和社会融资等金融数据。中金公司预计，5月新增人民币贷款可能回落至9000亿元左右，新增社会融资总量可能小幅下降至1.1万亿元。

而昨日国债期货市场却冲高回落，尾盘10年期主力合约勉强收红。截至收盘，中金所10年期国债主力合约T1709收报95.435元，较上日结算价涨0.07%；5年期国债期货主力合约TF1709收报97.830元，与上日结算价持平。

兴业证券研究员何津津表示，对目前流动性并不悲观。近期监管协调成为重要缓冲器，叠加央行操作从偏紧转为中性，精准投放，市场对监管的担忧边际上有所改善。

此外，同业存单上周放量，以及隐含部分流动性预期的IRS（利率互换）利率开始出现下行，反映当下货币市场情绪相对稳定。

有交易员指出，为减缓半年末资金压力，近期，央行不断加强投放力度，呵护市场流动性信号明显，缓解了市场对月底前资金面紧张的担忧情绪，近期资金总量压力总体可控。

尽管市场资金面延续边际改善，不过市场上跨月资金仍显紧俏。昨日，银行间质押式回购市场利率多数走低，但跨月品种仍明显上扬。其中隔夜、7天期回购利率分别下行1.38BP、2.58BP至2.8687%、3.2797%，而跨月品种R021、R1M分别上行43.72BP、10.43BP至5.1170%、5.5027%。

占比高达75%的基础上，再次提升至80%，显示央行有意缓解跨季资金紧张的态度。此外，央行继续暂停了14天逆回购操作。

交易员表示，昨日市场资金面总体宽松。早盘，大行股份制及部分城商行相继融出隔夜资金，市场需求能够迅速得到满足，午后市场依旧呈现宽松态势，隔夜资金减点趋势持续，增补头寸的需求也都能迅速得到满足。

尽管市场资金面延续边际改善，不过市场上跨月资金仍显紧俏。昨日，银行间质押式回购市场利率多数走低，但跨月品种仍明显上扬。其中隔夜、7天期回购利率分别下行1.38BP、2.58BP至2.8687%、3.2797%，而跨月品种R021、R1M分别上行43.72BP、10.43BP至5.1170%、5.5027%。

占比高达75%的基础上，再次提升至80%，显示央行有意缓解跨季资金紧张的态度。此外，央行继续暂停了14天逆回购操作。

交易员表示，昨日市场资金面总体宽松。早盘，大行股份制及部分城商行相继融出隔夜资金，市场需求能够迅速得到满足，午后市场依旧呈现宽松态势，隔夜资金减点趋势持续，增补头寸的需求也都能迅速得到满足。

占比高达75%的基础上，再次提升至80%，显示央行有意缓解跨季