



地方债发行溢价：特征事实、驱动因素及发展建议

Issuance Premium of Local Debt: Key Factors and Suggestions for Future Development

郭弘宇

摘要：地方债市场经过前期探索与试点，呈现爆发式增长，成为市场第一大债券品种，但发行溢价现象长期存在。发行溢价呈现明显的期限差异，一般债与专项债无明显区别。一方面，考虑到发行与上市期间的市场波动、承销商刻意压低价格、违规返费等问题，债券市场发行溢价普遍存在；另一方面，地方债市场受到一些非市场因素影响，主要体现在发行受到管制与干预、定价方式与交易机制存在矛盾、地方债流动性较低、供求不平衡等方面。建议完善地方债收益率曲线，改善当前地方债一级发行定价方式；降低对地方债发行的干预，提高市场化发行程度；统筹考虑地方债发行节奏，减少对债券市场的供给冲击。

关键词：地方债 发行溢价 市场化

Abstract: Following the success of a number of pilot projects, the local government bond market has experienced explosive growth and become the largest segment of the domestic bond market. But the local bond market is affected by non-market factors and irregularities such as improper rebates on underwriting fees. Issue premiums are also a common phenomenon. This paper makes recommendations for healthy market development in the future. The paper describes the need to improve the yield curve of local bonds, revamp the pricing method of issuances, reduce official intervention in local bond issuance, and increase the role of market-oriented issuances. It is also necessary to pay closer attention to the timing of local bond issuances in order to reduce supply shocks to the market.

Keywords: Local Government Bond, Issuance Premiums, Market-Oriented

作者单位：国家开发银行资金部。本文系作者个人观点，与所在机构无关。



2022年1季度，地方债合计发行589只、金额18 246亿元，净融资额16 696亿元，季度发行量和净融资额均创历史新高。发行债券中，271只债券上市当日在银行间市场有成交，其中，12只债券加权平均价格为面值100元；229只债券加权平均成交价格低于100元，体现为发行溢价，最低价为3月发行的15年期湖南债97.59元；30只债券加权平均成交价格高于100元，体现为发行折价，最高为1月发行的30年期云南债100.52元。上市当日有成交的债券中，溢价发行的债券占比达85%。我国地方债市场发行溢价现象持续多年，本文以上市当日在银行间市场有成交的地方债为研究对象，以交易价格与发行价格的相对关系为研究内容，分析地方债溢价发行的特征事实及驱动因素，并提出发展建议。

引言

地方债发行政策回顾

2015年1月1日，新《预算法》正式实施，允许地方政府直接发行债券融资，但必须纳入地方财政预算。同年财政部下发《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预〔2015〕225号），旨在规范地方政府债务管理，防范和化解财政金融风险。225号文允许地方政府利用三年左右（2015—2018年）的过渡期，通过发行债券，将其负有直接偿还责任以及担保责

任的存量14.34万亿元的短期高利率债务置换为长期低利率债务。对地方政府债务进行置换，可以缓解债务累积，缓释宏观经济风险（梁琪和郝毅，2019）。2015年成为地方政府自发自还债券元年，自此地方债进入高速发展时期。自2017年6月起，地方债存量规模超过国债，成为我国债券市场上第一大券种。截至2022年3月末，地方债余额31.89万亿元，市场占比23.73%。

地方债定价机制演变

地方债定价机制大致经历三个阶段。第一阶段是粗放竞争时期。2015—2018年8月，地方债发行利率以国债基准利率（发行前五日对应期限国债估值的算术平均值）为下限，基准利率上浮15%为理论上限，具体发行利率由投资人投标而定。由于市场发展相对粗放，部分地区出现地方债成本低于国债成本的不合理现象。第二阶段是严格定价发行时期。2018年8月—2019年1月，财政部窗口指导所有债券发行价格以国债基准上浮40bps为下限；2019年1月—2021年6月，大部分以国债利率加25bps为下限，市场开始有所分化，但整体区分度仍较小。第三阶段是适度宽松时期。自2021年6月以来，适度放松管制，窗口指导力度进一步加大，地方债与国债利差逐步收窄，上浮点数逐步降低，开始出现25bps以下的非整数上浮点数。在此期间，发行溢价问题始终未能有效解决。



发行溢价的概念界定

发行溢价，即债券发行价格高于市场公允价格，发行利率低于市场公允利率。发行人通过抬升发行价格、降低票面利率，可以减轻自身还本付息的压力，得到相对收益，投资人相对受损。对发行溢价的衡量主要有两种维度，一是按照价差衡量，面值100元的地方债，如果交易价格为99元，则发行溢价为1元；如果交易价格为101元，则发行溢价为-1元，也称发行折价1元。二是按照利差衡量，票面利率为3.00%的地方债，如果成交收益率为3.01%，则发行溢价为1bp；如果成交收益率为2.99%，则发行溢价为-1bps。如果将债券久期纳入考虑，由于利差相对较小，那么价差与利差之间存在一定的线性关系。考虑到价差已包含久期影响，且较为直观，本文主要以价差为发行溢价的观测指标。地方债一级发行主要采用荷

兰式利率招标的方式，中标利率即为当期债券的票面利率，发行价格即债券面值100元。一般情况下，地方债在发行结束1—5个工作日内可上市交易。上市当天有两种交易类型，一是承销商分销，通常按照票面利率进行交易，无折溢价；二是市场化交易行为，交易价格通常被认为是公允价格，则折溢价均有产生。

我国地方债一级发行溢价特征事实

2015年—2022年一季度末，全市场公开发行地方债超8 500只，总发行规模34.4万亿元。其中上市当天在银行间市场成交的有3 918只，在交易所成交的仅294只^①，其他超过一半的债券上市当天无交易产生（表1）。

发行溢价长期存在，溢价幅度有所收敛
从年度整体情况来看，地方债发行

表 1 地方债公开发行及上市成交情况

年份	发行数量（只）	发行金额（亿元）	成交只数	溢价发行只数	溢价占比（%）
2015	619	30 429	52	49	94
2016	746	44 675	167	162	97
2017	845	32 471	303	297	98
2018	785	37 510	485	417	86
2019	1 093	43 513	426	369	87
2020	1 848	64 411	921	800	87
2021	1 986	73 101	1 293	930	72
2022Q1	589	18 246	271	229	85
合计	8 511	344 355	3 918	3 253	83

数据来源：Wind，作者整理。

① 部分债券与银行间市场重合，本文不作讨论。



溢价占比长期维持高位。在所有上市当日在银行间市场成交的债券中，溢价发行的债券有3 253只^①，成交价低于面值，占比83%；折价发行的债券有549只，占比14%；仅有116只债券为面值成交，占比仅3%。地方政府债务集中置换期间，公开发行债券几乎均为溢价发行，这主要是由于当时地方债市场发展不够完备，定价的市场化程度较低，二级市场不够活跃，地方债估值曲线有效性也存在不足。随着地方政府债务集中置换的完成，溢价发行债券占比有所回落。进入2022年，地方债发行溢价占比有所抬升，发行利率较国债基准的上浮区间为10—25bps，其中以15bps为主力，逐步向10bps靠拢。2022年一季

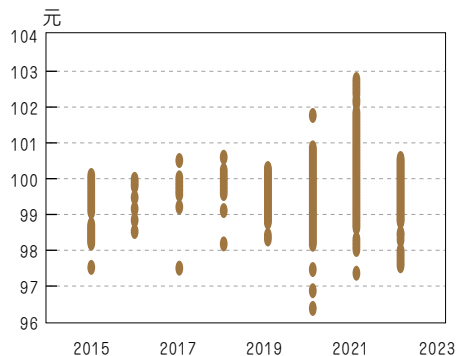
度地方债发行利率平均较国债基准上浮15.7bps，较2021年（23.6bps）下降7.9bps。2022年1月24日，广东省率先上浮10bps，成功发行，随后各地区纷纷效仿，拉低了地方债整体利差，发行溢价水平有所抬升（图1）。随着利差逐步收窄，发行溢价幅度2020年期持续回落。2020年底成交价为96.39元（20广州债82，30年期），溢价3.61元；2021年最低成交价位97.41元（21浙江债45，20年期），溢价2.59；2022年一季度最低成交价为97.59元（22湖南债33，15年期），溢价2.41元。

溢价发行呈现明显的期限差异

一是短期债券溢价发行占比波动较大，但整体呈下降趋势。1年、2年和3年期债券近年来溢价发行比例整体下行，但2022年以来，短期债券溢价发行占比有所抬升。二是中长期债券近年来溢价发行占比持续保持高位。2022年以来，5—7年期地方债发行溢价占90%以上。三是超长期债券溢价发行比例整体较低，且呈下降趋势。15—30年超长期债券自2019年起成为常规发行品种，溢价发行占比逐年下降，2021年降至最低，尤其是30年期地方债，趋势更为明显（表2）。

一般债与专项债发行溢价并无明显区别

一般地方债还款资金纳入一般财政预



数据来源：Wind，作者整理。

图1 上市日成交价格分布（低于100元为发行溢价）

① 20湖北债140（2071064），上市当日有4笔成交，最高价100，最低价99.8863，收盘价99.8932，由于统计数据中加权成交价为异常数据3.1353，将加权成交价赋值收盘价99.8932，确认为发行溢价债券。



算，经地方人大审议通过，还款资金保障系数较高，市场一般认为不存在信用违约风险；专项债还款来源是政府性基金，特别是近年来出现的自求平衡的项目收益专项债，还款资金来源与项目收益挂钩，存在一定的信用风险。故从理论上来看，一般债相较专项债而言，风险更小，发行利率更低；而二者适用同样的估值曲线，一般债的信用优势，加大了其发行溢价的概率。但从数据来看，2018—2020年一般债发行溢价占比低于专项债，2021年至今则超过专项债（图2）。综合来看，一般债与专项债发行溢价并无一致规律，还款资金来源并不显著影响发行溢价。

地方债发行溢价驱动因素

债券市场发行溢价是普遍存在的现象

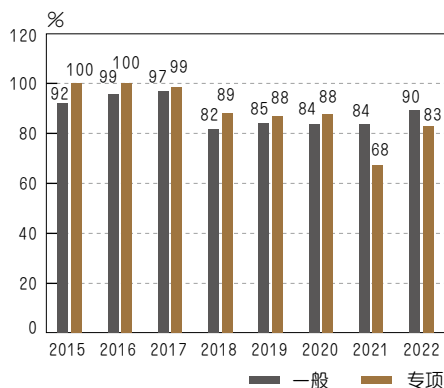
债券发行与上市之间存在时间差。

债券发行与上市之间通常有一定时间差，通常是1—5个工作日。这段时间内，市场往往会发生一些变动，如果债券价格上涨（收益率下行），二级市场以市场价成交，则体现为交易溢价、发行折价；如果债券价格下跌（收益率上行），二级市场以市场价成交，则体现为交易折价、发行溢价，一级买入债券就存在亏损或者在上市日不参与交易。从收益率角度来看，影响折溢价的主要是发行到上市之间市场波动情况，如遇剧烈波动，那么折溢价幅度也会较大；如果市场整体较为平稳，则折

溢价幅度较小或者可忽略不计。

承销商为获得承销量，可能刻意压低发行价格。债券承销量对于承销商来说，是重要考核指标。外部来看，承销量高一定程度上代表业务实力强，可以更大概率满足发行人对承销商相关的承揽入围标准，获得更多的发行人青睐；内部来看，为了中间业务考核指标，必须加大承销量。在市场化手段无法完成考核指标之时，自然而然会压低投标利率，尽可能多地买入债券。承销商之间的市场化竞争导致债券收益率低于市场收益率，造成发行溢价。

违规返还承销费现象仍未禁绝。在债券发行与承销阶段，发行人通常需付给承销商一定的销售费用，是为承销费。地方债承销费通常在0.05%—0.1%。监管部门明令禁止承销商在分销阶段将承销费返还给投资人，但承销商为了吸引客户，可能



数据来源：Wind，作者整理。

图2 一般债与专项债发行溢价占比走势



会通过各种较为隐蔽的手段将承销费返还给投资人。面值100元的地方债，如果返还承销费0.1%，那么承销商卖出价则为99.9元。由于返还承销费，单纯从交易视角来看，就造成二级交易折价、发行溢价。

地方债市场受到一些非市场因素影响

地方债发行仍受到较多管制与干预。

地方政府与投资人之间，存在千丝万缕的社会的、经济的往来，且地方政府处于相对强势地位，可以通过手中的资源对“承销商”“投资人”进行补贴，地方政府对地方债发行具有明显的干预（蒋晓婉，2019）。王剑锋等（2020）研究证明公开发行的地方债，受到经济互惠效应及行政干预效应的影响，存在利率抑制现象。巴曙松等（2019）发现地方政府在国库现金管理的过程中，压低了地方债发行利率与国债之间的利差。地方政府债券一级定价由于受到较多的行政干预，未能有效反映各地区之间的财力和风险差异。虽然地区

经济增长、财政收支以及固定资产投资占GDP比重等因素能够影响地方债券违约风险溢价（毕泗锋和王雪原，2021），但对于经济发展相对落后的地区，行政干预力度也更大。刘锐和攸频（2020）认为财政自给率越高，发行溢价率越高；政府干预程度越高，发行溢价越高。

地方债定价方式与交易机制存天然矛盾。从地方债定价方式发展脉络来看，整体是在财政部门管制中一步步形成，各省市之间并无本质差异。当前地方债定价普遍采用“国债收益率+固定利差”的方式，固定利差由最初的40bps到25bps，再到现在的10bps，发行结束之前发行利率基本确定。地方债交易则主要参考地方债收益率曲线，如市场无剧烈波动，二级交易价格在发行日也基本确定。发行价格与上市日交易价格的基本确定，导致在发行日债券的盈余情况成为确定性事件。所以造成发行溢价的核心矛盾是国债收益率曲线

表2 各期限溢价发行债券占比（单位：%）

期限	1年	2年	3年	5年	7年	10年	15年	20年	30年
2015年			90	92	100	100			
2016年			100	100	98	88			
2017年	100		96	99	98	98			
2018年	0	83	75	86	93	91	90	40	0
2019年		60	86	88	88	72	80	88	98
2020年		100	88	94	94	95	97	94	64
2021年	57	36	63	90	91	90	68	58	43
2022年	0	40	86	91	92	96	100	88	62

数据来源：Wind，作者整理。



与地方债收益率曲线的结构差异。

国债收益率曲线结构，不仅反映期限利差也反映了流动性利差，在各期限国债收益率中，流动性最高的是10年期品种，具有很高的流动性溢价，导致10年期估值相对其他期限较低，特别是几乎与7年期估值持平；而30年流动性较差，估值处于相对较高位置。地方债的整体流动性较差，但是对于30年地方债而言，由于受到市场投资人追捧，具有很大的流动性优势，相对于国债而言收益率较低，盯住国债发行，则体现为发行折价；而10年地方债不具有流动性优势，相对价格较国债高，盯住国债发行，则体现为发行溢价。由此，鉴于国债收益率曲线与地方债收益率曲线的较大差异，一级定价采用国债固定加点的方式，而二级交易盯住地方债估值曲线，存在天然矛盾，也造成了较大规模的溢价发行现象。

地方债流动性较低且估值曲线有效性不足。从年度交易数据来看，地方债流动性较前两年有所回落。一方面整体流动性仍处于较低水平，为同时期国债换手率的1/4。2019年和2020年是地方债发行火爆的两年，年度平均换手率仅在50%的水平，相当于接近一半的存量地方债是没有任何交易的。另一方面随着地方债发行利差

不断收窄，发行溢价保持高位，承销团成员、市场化投资人热情有所下降，导致整体换手率快速回落。

影响整体地方债流动性的因素主要有以下几点：一是地方债单只债券存量较小，除去被投资人长期持有的份额外，市场流通量不足；二是从地方债持有人结构可以看出，地方债品种更受配置户青睐，对交易户来说，吸引力不大；三是由于当前发行溢价普遍存在，市场化一级投资容易形成亏损或浮亏，交易积极性降低，导致地方债流动性进一步恶化。

中债估值根据隐含评级编制了两条地方债收益率曲线^①，一条是AAA评级的收益率曲线，另一条是AAA-评级的收益率曲线。云南省、贵州省和内蒙古自治区的隐含评级为AAA-，其他地区隐含评级均为AAA。然而我国东西部、南北部地区差异较大，两条收益率曲线无法较好覆盖当前的存量债券情况，导致二级交易无法找到准确的估值曲线，降低了二级市场交易的有效性。

地方债供给与需求发展不平衡。考虑资本占用和税收因素后，地方债收益率对商业银行具有较大的吸引力（杨旻等，2020），供小于求也是导致整体折价比例较高的重要原因之一。地方债收益可观，

^① 中央结算公司于2022年4月2日起停止发布“中债地方政府收益率曲线”，当前参照曲线为“财政部-中国地方政府债券收益率曲线”。



一是免收企业所得税、增值税及其附加，绝对收益可观；二是风险权重仅为20%，占用资本较少，可节约成本；三是从当前市场实践以及中国的地方政府体系来看，地方债违约风险几乎为“0”，而贷款一般存在1%以上的不良率；四是地方债业务节约人力资源。除银行外的其他金融机构，更青睐经济较为发达的东南沿海地区，如果一级市场无法参与投标，则会在二级市场溢价买入，体现为发行折价；对于保险机构来说，则倾向于投资30年期等超长期品种，甚至会在二级市场溢价买入，造成30年期折价发行比例最高。而从地方债相对供给情况来看，10年期发行规模较大而30年期发行规模相对较小，进一步推动10年期发行溢价与30年期发行折价。

发展建议

完善地方债收益率曲线，改善当前地方债一级发行定价方式。考虑到当前中国地方政府地区差异非常明显，可适当推出更多

隐含评级收益率曲线，以充分反映不同地区的信用风险溢价差异。同时，在地方债发行定价时推动使用地方债收益率曲线，与国债收益率之间的利差则可作为参考指标。

降低对地方债发行的干预，提高市场化发行程度。地方政府要减少对一级发行的干预，着力通过市场研判、灵活安排发行策略等方式，降低发债成本。同时要切断地方资源分配与地方债投资之间的联系，重点考察金融机构的运营能力，服务质量等因素，发挥地方资源的最大效益。各投资人特别是大型商业银行也应该进一步推动地方债市场化发行程度，共同构建健康的地方债市场，维护各方核心利益。

统筹考虑地方债发行节奏，减少对债券市场的供给冲击。监管部门及金融各机构，要引导地方政府选择合适的发债窗口，制定合理的发债期限与规模，最大限度降低地方政府融资成本，服务地方高质量发展。^[N]

学术编辑：韦燕春

参考文献：

- [1]巴曙松,李羽翔,张搏.地方政府债券发行定价影响因素研究——基于银政关系的视角[J].国际金融研究,2019(07):76-86.
- [2]毕泗锋,王雪原.新《预算法》下地方政府债务的预算软约束——基于“自发自还”地方债交易数据的测算[J].经济评论,2021(05):136-151.
- [3]蒋晓婉.政府干预对地方政府债券发行溢价和流动性溢价的影响[D].中央财经大学,2019.
- [4]梁琪,郝毅.地方政府债务置换与宏观经济风险缓释研究[J].经济研究,2019,54(04):18-32.
- [5]刘锐,攸频.地方政府债券发行溢价研究[J].证券市场导报,2020(06):51-59.
- [6]王剑锋,吴京,陈玉洁.发行方式与地方债发行利率异象——基于搭售合约的实证分析[J].河北经贸大学学报,2020,41(04):45-55.
- [7]杨旸,杨文勇,朱毅,杜哲卿.商业银行开展地方债投资业务探析[J].新金融,2020(11):33-37.