

万亿地方债置换工作正式开闸

解决地方债 关键在稳定地方收入

编者按

面对稳增长和越来越大的地方偿债压力,为了确保地方债顺利发行,化解地方融资平台风险,近日多部门打出一系列政策组合拳,包括地方债纳入商业银行质押贷款的抵(质)押品范围等。这些政策有助于降低地方政府融资成本和无风险利率,并利好经济和股市,但利率水平成为地方债顺利发行的关键。

在此背景下,日前,4月宣布延期发债的江苏省公告发行522亿地方债,拉开了万亿地方债置换的大幕。

地方债发行迎来多项利好,除了降息之外,财政部、中国人民银行、银监会5月12日联合发布的《关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事项的通知》要求,采用定向承销方式发行地方债,地方债将纳入抵押品框架,抓紧完成2015年第1批置换债券额度的定向发行工作。

此次三部委的文件明确了用以置换地方政府存量债务的地方债采取定向承销方式发行,且地方债纳入中国央行常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)的抵(质)押品范围,纳入商业银行质押贷款的抵(质)押品范围。



■金微 报道

1万亿元债券置换,只能暂时缓解地方政府的债务危机,那么,如何长久地解决债务问题?

为此,记者就地方债的解决问题采访了上海财经大学副教授郑春荣,他认为治本之策在于给地方稳定的收入来源。

地方债质押提高流动性

记者:您如何看待三部委对地方债券发行的支持?

郑春荣:地方债可以采用质押,能够提高流动性,比如投资者将地方政府债券质押获得资金,这能提高投资者的意愿。

另外,采用定向发行,定向发给原来持有地方债券的商业银行,这些债券到期了,地方没钱还你可以再买新债券,以旧换新,减小市场压力。

由于今年有1万亿元置换债券,6000亿元一般债券和专项债券,加上财政部本身要发行国债,庞大的债券发行交织在一起,债券市场压力不小。三部委的政策可以缓解债券市场的冲击和压力,有利于债券发行。

记者:审计署公布的今年到期债务有1.8万亿元,那么1万亿元的置换债券能否覆盖到地方政府的到期债务?置换债券无法覆盖怎么办?

郑春荣:财政部有一个说法,经测算,1万亿元置换债券占到2015年到期债务规模的56.3%,剩下的部分则需要地方政府通过各种途径来化解。

现在的所谓的地方政府债券置换是到省里,但是不能全覆盖,而且地市级及县乡都需要由省里统一来解决。

关键在保证地方收入

记者:现在置换债券能否治本?发达地区与不发达地区如何平衡?

郑春荣:治本的方法,按《新预算法》和国务院的43号文的概括,能回到政府的全部回到政府,包括地方政府债券和专项债券;能推向市场的全部推向市场,比如收益性债券,最近广东省地电电厂就发行了收益债券,完全推向市场。

另一个途径就是PPP,吸引民间资本来投资公共基础设施。现在关键问题是还有一个存量债务。现在面临新旧债务交替的问题,地方政府会面临较大的麻烦,新旧政策过渡需要时间。

地方政府债券还有一个独特的问题,在于农民工进城。欧美为农民进城提供基础设施是有一个阶段性的,阶段性会非常大。现在中央已经勾勒出了城镇化的路线图,有一个巨大的考验,能否解决农民工进城对基础设施的巨大需求。基础设施的融资量比较大,地方政府的债务比较大。这也是地方处理债务的棘手的问题。

另外,中国的财税体制没有为地方政府保证财政支出,地方上如果有稳定的税收收入,也不会到体制外到处借钱。

央行“兜底”万亿地方债置换 江苏522亿拉开大幕

■万敏 报道

5月13日,多位商业银行人士对记者表示,已经收到财政部、央行和银监会联合下发的采取定向承销方式发行地方债的有关文件。

民生证券研究院执行院长管清友表示,将地方债务纳入抵押品范围,利用央行的资产负债表扩大化解了置换债供给冲击。允许以地方政府债券为抵押换取流动性,一方面银行可以利用资产周转率提升抵置换债低收益率带来的损失;另一方面压低地方债发行收益率也会提升发行人的发行意愿。

江苏重启地方债发行

在第一次发行延迟20多天后,江苏省政府于5月13日正式重启债券发行,并将于5月18日分批发行522亿元第一批记账式固定利率附息债券。

中国债券信息网公告显示,江苏省政府债券发行的期限分别为3、5、7和10年期,计划发行规模分别为104.4亿元(占20%)、156.6亿元(占30%)、156.6亿元(占30%)和104.4亿元(占20%),品种为记账式固定利率附息债,其中置换一般债券308亿元,新增一般债券214亿元。该批债券将于5月18日就利率招标,19日开始发行并计息。

在5月12日发布的江苏省政府一般债券(一期)的发行文件中,其主要承销商包括工行、农行、建行、交行、南京银行、江苏银行和中国银行共7家,副承销商4家,承销团一般成员16家。

据三部委的文件要求,承销团成员的最高申购额为:本期定向承销地方债计划发行额×定向置换债券中该承销团成员对应债务所占比例。最高申购额为:定向置换债券中该承销团成员尚未解除的债权总额。

一位大行人向记者表示,“这些是很硬性的要求,也是部门与部门、行业跟监管博

弈的结果,至少大家还都能接受,接下来存量地方债置换发行的进度应该会提速很多。”

对于地方政府存量债务中的信托、证券、保险等其他机构融资形成的债务,经各方协商一致,地方财政部门也可采用定向承销方式发行地方债予以置换。

民生证券报告指出,定向发行有点类似强行摊派,地方政府与银行贷款债权人自己协商置换问题,以达到解决配置需求不足的问题,考虑到地方政府债务中银行贷款规模占比达50%,此次置换中针对银行贷款的定向发行规模约为9200亿元。另外,非银行贷款部分债务经过协商也可能纳入定向发行范围,最后的定向发行的债券规模预计已经接近1万亿。

债券发行利率仍是关键

按照上述文件说明,地方债券将纳入中央国库现金管理和试点地区地方国库现金管理的抵(质)押品范围,纳入中国人民银行常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)、抵押补充贷款(PSL)的抵(质)押品范围,纳入商业银行质押贷款的抵押品范围,并按规定在交易所市场开展回购交易。

海通证券分析称,地方债纳入抵押品框架,解决购债资金的担忧,利好利率债。

管清友认为,从地方政府抵押的机制上看,是利用扩大央行的资产负债表缓解流动性紧张。地方债抵押存在到期期限,央行资产负债表不是永久扩张,而QE是永久性的。地方债抵押释放的流动性规模是由银行需求决定,而QE是央行预先确定的规模,是央行主动购买,所以这不算QE。

4月23日,打响2015年1.6万亿地方债发行第一枪的江苏省宣布发债延迟。事实上,今年地方债发行在多数省市全面延迟。分析认为,主要是因地方债的规模大、利率低以及流动性差,加之受资金面和市场情绪的影响,难以获得投资者青睐。

宏源证券固定收益首席分析师范为表示,江苏、重庆、安徽等地地方债发行受阻,主要是市场的接受程度不足。这次央行将抵押物的范围扩大到地方债,等于是买了你的债券可以再融资,短期内可以化解或提供一部分资金需求。但地方债的核心问题不是商业银行没有足够的资金,而是债券品种的收益率。

根据财政部的规定,地方债发行利率高于同期限国债利率。但在地方债务压顶的背景下,利率不会高国债太多,最终利率由地方政府和银行协商。

有参与过地方债券的承销团成员向记者表示,地方政府的谈判能力很强,会有各种举措压低利率。据彭博援引不愿具名的知情人士称,至少五个城市政府4月已推出新政,通过增加地方债作为当地国库现金定存质押品,来帮助提高地方债吸引力。“银行对这些期限较长的债券持有到期的可能性很小,央行给了一个出口,对提高银行购债的积极性是有帮助的。”一家股份行资金部人士对记者表示,债务置换渠道打通后,银行对地方政府信贷展期引起的资金占用的情况能够得到一定的缓解,有利于提高资金使用效率和周转速度,从而能更多的用以支持其他板块的实体经济的发展。

范为认为,地方政府的信用水平与国开债、铁道债相同,因此利率应向国开债和铁道债靠拢。

目前,如果10年期国债按3.4%收益率测算,考虑到发行利率上限为同期限国债的30%,10年期置换债收益率上限为4.4%。而国开债和铁道债的利率在4%以上,存在较大区间。

中央财经大学财经研究院院长王雍君则表示,如今城投债的利率都有8%,地方置换债券的发行,只有对投资者有吸引力,才能卖出去。

范为说,根据最新三部委的政策,银行的

购置意愿会加强。如果从市场角度讲,去年地方债发行比国债利率低,主要是量少有稀缺性,今年量大利率会上升。不排除地方政府会给金融机构以财政存款为对价和补偿。

多项政策推进地方债发行

记者了解到,江苏、重庆、安徽、贵州、新疆、天津、河北、山东等8省市自治区公布了2015年首批一般债券发行额度及期限,内蒙古、山西省也已开始承销团招标工作,至少有十省份进入地方债券发行程序。但是,由于江苏省债券发行延迟,这些省份的发债工作也受到一定影响。

截至2013年6月底,2015年到期的地方政府负有偿还责任债务规模1.8万亿元,但考虑到算上2013年6月以后新增债务,到期债务或在1.8万亿元的基础上有所增加。

为了推进地方债的发行,政策层面利好不断。继降准之后,5月11日起央行宣布降息0.25个百分点。财政部也出台了组合拳,一方面发文鼓励社保基金、住房公积金等机构投资者投资地方债,并将企业债和地方政府债券投资比例从10%提高到20%;另一方面允许地方保留税收优惠政策,以促进稳增长。

王雍君对记者表示,地方政府的偿债高峰还会继续,现在发行的置换债券,只是阶段性做法,今后还会增加债券置换额度,否则偿债压力非常大。

民生证券报告认为,继续降息的可能性存在,为支持地方政府债的顺利发行,切实降低地方政府债务压力,低利率水平是必要的。降息通过引导无风险利率下行,反映到置换债定价中,将直接压低地方政府债发行利率。降准则具有不确定性,地方置换债纳入抵押品本身也会导致央行扩表。预计央行会仔细评估银行配债资金头寸不够用,只有地方债发行导致流动性紧张,央行才会考虑降准。

央行为什么要介入“地方债置换”?

■管清友 / 文

为什么搞地方债置换?

①延长债务期限,降低存量债务成本,缓释系统性金融风险。地方融资平台融资渠道主要依赖贷款和非标,收益率大约在7%-8%之间,负债久期大约2-3年。但高利率、短久期负债对接的确是低收益公益性和长久期资产,系统性风险不断累积。置换债具有更长的负债久期和较低的收益率,按当前10年期国债3.4%收益率测算,考虑到发行利率上限为同期限国债30%,10年期置换债收益率上限4.4%,以此负债成本对接公益类资产可缓释系统性金融风险。

②破解经济转型难题。政府基建项目投资周期长和部分城投呈现“僵尸化”特征,二者均需要信贷不断展期才能得以生存。但这却吞噬了原本可以投入新兴企业和部门的信贷资源,导致效率部门融资难、融资贵,经济转型举步维艰。

央行为什么要将地方债纳入抵押品范围?

①地方政府债务到期量巨大,央行不这样做,银行没有配置地方债意愿。审计署口径的2015年政府债务到期规模约2.8万亿,万得口径测算的地方政府到期量约为3.8万亿-4万亿,而二季度也正是债务到期高峰。由于地方政府债券发行量太大,但流动性不如国债,而收益率又不会高于国债太多,银行没有配置置换债的意愿,央行不参与,这事可能搞不成。

②地方政府债务置换产生挤出效应。银行购买置换债占用银行现金头寸,必然会影响到银行对其他融资主体信用投放的能力。因此,在万亿置换债供给冲击之下,非市场化融资主体会给市场化融资主体带来挤出效应,这显然不利于经济内生性复苏和转型。

③将地方债务纳入抵押品范围,利用央行的资产负债表的扩大化解了置换债供给冲击。允许以地方政府债券为抵押换取流动性,一方面银行可以利用资产周转率提升抵置换债低收益率带来的损失,另一方面压低地方债发行收益率也会提升发行人的发行意愿。此外,允许以地方政府债券为抵押换取流动性,银行购买置换债占用现金头寸,挤出其他融资主体的现象将显著缓解。

置换债发行到底有多大规模,定向摊派部分有多少?

从文件上看,这一万亿是2015年第一批置换债券额度,这难免会让人联想是不是还有第二批?

截至2013年6月底,2015年到期的地方政府负有偿还责任债务规模1.8万亿,但考虑到算上2013年6月以后新增债务,2015年地方政府债务规模预计在20万亿左右,到期债务会在1.8万亿基础上会有所增加,其中负有偿还责任债务约2.3万亿。1万亿之后第二批可能还有超过5000亿的置换额度释放。

定向发行有点类似强行摊派,地方政府与银行贷款债权人自己协商置换问题,以达到解决配置需求不足的问题,这部分规模有多少?考虑到地方政府债务中银行贷款规模占比达50%,此次置换中针对银行贷款的定向

发行规模约为9200亿元,另外非银行贷款部分债务经过协商也可能纳入定向发行范围,最后的定向发行的债券规模预计已经接近1万亿。

这到底算不算QE?

如果央行直接购买地方政府债,或者注资政策性银行购买地方政府债,那么还勉强能算QE。但如果地方债只是当做抵押品换取流动性,那这个就真的不能算是QE。

从地方政府抵押的机制上看,它与QE一样,都是利用扩大央行的资产负债表缓解流动性紧张。但几个重要的区别在于:1)地方政府债券抵押存在到期期限,央行资产负债表不是永久扩张,而QE是永久性的。2)地方政府债券抵押释放的流动性规模是由银行需求决定,而QE是央行预先确定的规模,是央行主动购买的。3)地方政府债券抵押释放的流动性是有资金成本的,不过当前的经济环境想必央行也不会给多高的资金成本。从这三点特性来看,地方政府抵押换流动性的方式更像一个期限较长的逆回购,而不是QE。

地方债务置换与稳增长的关系?

总体来看,地方债置换还是有利于经济稳增长的。

①地方政府债务负担减轻,置换后有“余粮”进行稳增长。

②购买置换债,对整体商业银行来说,资产结构由高息短期贷款变为低息长期的债券。在利润考核压力之下,银行会更有动力扩

大风险资产占比(对接稳增长需求)。

③地方债可纳入范围有PSL。银行将地方置换债抵押换取流动性可通过PSL直接对接实体项目,且不存在风险偏好回落的问题。

央行还会降准、降息配合一下吗?

继续降息的可能性存在。外部环境看,美元回调给了难得的货币宽松窗口。为支持地方政府债的顺利发行,切实降低地方政府债务压力,低利率水平是必要的。降息通过引导无风险利率下行,反映到置换债定价中,将直接压低地方政府债发行利率。

还会继续降准吗?这个判断有不确定性,降准可以释放长钱对接地方置换债,但考虑到上次通过降准已经释放1.5万亿流动性,银行间资金面极度宽松自身消化地方债供给的能力就很强,而且地方置换债纳入抵押品本身也会导致央行扩表。因此,预计央行会仔细评估银行配债资金头寸不够用,只有地方债发行导致流动性紧张,央行才会考虑降准。

发行的收益率区间?

上限已经有了。按当前10年期国债3.4%收益率测算,考虑到发行利率上限为同期限国债30%,10年期置换债收益率上限4.4%。

地方债风险权重为20%,高于国债0%的风险权重。考虑到2014年底,银行净资产收益率约为18%,按9.5%的资本充足率要求,则将损失20%*9.5%*18%=35BP收益,对应地方置换债收益为3.7-3.8%之间。我们预

计最终10年期发行收益率在3.8%-4.2%之间。

地方债务置换对资本市场的影响,债券和股市?

利率债有不确定性,短期恐导致长端供给大+短端流动性紧张并存。

一是长端供给偏大,从文件上看,地方政府债券置换必须在8月31日完成,这意味着每月要多供给近3000亿地方债,而每个月利率+金融债发行规模差不多也就5000亿。

二是地方债发行恐导致短端流动性紧张。地方债发行,银行被摊派,而银行对此恐早有预期,所以才有了近期陡峭收益率曲线。银行找央行换钱存在时间差,这个时间差会导致流动性紧张和收益率平坦化:银行流动性头寸充裕——有被摊派接盘地方债预期——不买长债——借给基金短期流动性——基金拿来短端加杠杆——银行要拿钱买债——基金卖券去杠杆。

但中长期来看,地方债务置换对债市、股市都是绝对利好。

政府法债务置换后,一方面是再融资需求下降,流动性风险显著降低;另一方面是实体经济这种具有隐性担保的高收益资产供给将迅速减少。结果就是:真正无风险利率(国债、国开债)下行,而银行资产存贷业务是再也无法干了,最后还是得找个办法联通资本市场,而这种高收益资产的减少也将迫使居民将资产配置方向转向权益。

(作者系民生证券研究院执行院长,来源自“民生宏观”)