

编者按

此前,江苏地方债券发行被紧急叫停,主要是发债置换方案或不能调动商业银行主动购债置换贷款的积极性。贷款被地方债置换以后,银行收益率下降、流动性变差,岂能有积极性呢?如果仓促强行发行,极有可能发生银行消极对待甚至流产的情况。对此,央行和财政部经过协商,出台了旨在照顾银行等发债对象积极性的几条措施。包括地方债将纳入央行SLF、MLF、PSL的抵(质)押品范围和商业银行质押贷款的抵(质)押品范围,可在交易场所开展回购交易;纳入到财政部国库资金抵押品范畴以内。彻底解决了银行的后顾之忧,流动性、效益性大大提高。地方债券发行置换,其难度在于背后的利益博弈。面对今年地方债务集中到期,地方政府愁眉苦脸。发行地方债置换到期债务后,既延缓了近期还债压力,又降低了贷款高利率的还债成本,对地方政府来说是一举两得。

地方债:万亿置换节奏加快

三部委“强推”定向承销 地方债置换静待央行

杜涛 报道

地方存量债务的化解,正在一步步逼着央行出手。

5月上旬,财政部、中国人民银行、银监会等三部委特急下发了一份文件。这份名为《关于2015年定向承销方式发行地方债券有关事宜的通知》的文件要求,各地有关部门和相关机构要高度重视采用定向承销方式发行地方债工作,采用定向承销方式发行地方债由地方财政部门与特定债权人按市场化原则协商开展。

所谓“定向承销”,是指地方政府面向存量债务中特定债权人,采取簿记建档方式发行地方债,用以置换本地区地方政府相应的存量债务。换句话说,哪个银行借给地方政府的债务,就去找哪个银行定向发行置换债券,“自己的孩子自己抱”。“财政部门比较着急,地方政府的还债压力也比较大。”中信建投宏观债券研究团队首席分析师黄文涛告诉记者,定向承销的话,利率会因各省债务结构不一样,与市场利率有所不同。“也许某些地方银行利率高一些,这里肯定有一些差异,会有窗口的价格指导。”

但总的来说,他认为,置换债券本质是地方政府债,不应该超过政策性金融债,不能低于国债。“这样一来,如果将来央行放宽资金、给金融机构定向贷款需要质押品时,地方债就可以作为合格抵押品。”

这一条,也同样出现在上述通知里。《通知》规定,允许地方债纳入中央国库和试点地区地方国库现金管理的抵(质)押品范围,纳入中国央行常备借贷便利(SLF)、中期借贷便利(MLF)和抵押补充贷款(PSL)的抵押品范围。“今年很多债务到期,需要银行和地方政府协商,做完这些,后面还可能需要央行的配合,要么

江苏首单落地 万亿地方债置换来了

钱秋君 报道

原定4月下旬发行的江苏债延迟近一个月后于5月18日正式登场发行522亿元人民币。由于这是今年中国第一笔发行的地方债,不仅意味着今年地方债置换计划鸣枪起跑,也意味着江苏债的定价将主导后续地方债的发行结果。

但根据招标结果显示,3年、5年、7年、10年期地方债中标利率分别为2.94%、3.12%、3.41%和3.41%,仅比前5日同期国债利率差均值高出两个基点,发行利率低于市场预期。之所以最终的招标结果与理论定价相差悬殊,业内人士普遍认为,地方债认购可能与地方财政存款的投放挂钩,银行认购地方债的综合收益不仅仅只是票面利率的收益,还存在与当地合作等因素影响。

事实上,2014年43号文剥离了地方融资平台公司的融资功能,遗留下的地方政府债务至今仍在“验明正身”的路上,地方政府债务规模到底有多大,融资平台公司的突然离场是否会造成本地政府偿债困难?2015年1万亿存量债务置换够不够?这些都是待解的迷局。

债务置换了多少

一个事实是,地方政府一直在借钱,且利息也不低,甚至超过20%。

根据财政部资料,2012年地方政府借助企业信用通过融资平台公司发行企业债等融资,年化利率达8%,通过“影子银行”等融资成本更高,如信托融资的年化成本大多在10%以上,政府回购融资年化综合成本大多在20%以上。

那么,债务置换政策出台之后,地方政府会省多少钱?



降准,要么进行其他定向再贷款。”黄文涛说。这在很大程度上意味着,中国版QE(量化宽松)正随着地方债务集中偿还日期的临近,一步步走来。

为何“定向”?

根据此前的审计报告,从全国范围看,截至2013年上半年,地方政府负有偿还责任的存量债务中,2015年到期需偿还近1.86万亿元。

而财政部此前安排的债务置换额度是1万亿,但这些额度目前还没有使用,因为地方政府发行置换债券的努力从一开始就受挫了,原定4月23日招标的江苏首批一般地方债券被推迟发行就是例证。

财税专家表示,之所以被推迟,是金融机构担心各地集中发行置换债券所带来的规模太大,资金规模难以承接,他们更担心,地方政府为了刻意降低融资成本,通过一些强制性、非常规的办法迫使金融机构压低地方债券利率,甚至导致低于国债利率的情况出现。

但置换债券的发行工作又不能无休止地推迟下去。因此,三部委才特急发文要求推行“定向置换”。

3月18日,江苏省财政厅官网显示,该省已获得了810亿元的地方债置换额度,这是第一个明确公布获得置换额度的地方政府。

根据江苏财政厅匡算,大约能节省一半利息。江苏省财政厅数据显示,江苏省近年发行的地方债,平均年利率都在5%以内,每年利息负担在80亿-100亿之间。此次810亿的存量债务置换,通过发行地方债能减少一半的利息支出。

那么全国呢?根据规定,总计3万亿元的地方政府债务被纳入了置换计划,其中1万亿元已由财政部基于地方政府2015年的到期债务及偿付能力而分配给各地方政府,以低息长期地方债券置换高息短期的银行贷款、城投债以及信托。

而财政部相关负责人强调,置换后,全国地方政府一年总共可减少400亿至500亿元的利息负担,而发行地方政府债券置换存量债务,只是债务形式变化,不增加债务余额,因此,不会增加今年财政赤字。

此次额度是1万亿,而非此前传闻的10万亿。那么1万亿债务置换额度到底够不够?

“预计2015年到期的地方政府负有偿还责任的债务有2.8万亿。”民生证券研究院院长管清友坦言,换句话说,1万亿之后可能还有更多的置换。同时估算,2013年6月到2014年地方政府债务可能大幅增长,其间城投债规模增长72%,而融资平台公司政府性债务规模增长达62%;另外,债务甄别中原本属于非政府性的债务可能重新被纳入政府债务范围。

所以,2015年实际到期的地方政府负有偿还责任的债务可能大幅超过2013年6月底的审计结果。而到今年年底地方政府要还多少钱?

事实上,按照2013年6月底审计结果公布的地方政府性债务到期分布估计,2015、

在中财-鹏元投融资研究所执行所长温来成看来,通知要求置换债券找原来的债权人进行定向发行,有点类似于强行摊派的感觉:当初银行借给政府债,现在发行债券了又向当初借债的银行发行,还包含必须如此的意思,债权人不一定好接受。

黄文涛与温来成的看法基本趋向一致。黄文涛认为,这次的置换债券发行的承销团由本地区存量债务中定向置换债券对应的债权人组成,并且将最低的申购额和承销团成员对应的债务占比挂钩,实质上就是摊派方式进行。“但在整个文件中,却忽略了银行的意愿。对银行而言,等同于将收益率较高的贷款置换为收益率偏低的地方债,且两者的流动性都不佳。”黄文涛说。

不过,黄文涛担心,尽管说置换地方债可纳入中央和试点地区的国库现金管理抵押品范围,也纳入了央行的抵押品管理,但存量的国债量已经较大,地方债抵押品制度的建立短期来看难以提升其吸引力。

因此,江苏省才不得不调低了置换债券的规模。该省财政厅5月12日公告已经显示,5月18日江苏省财政厅以一般债券发行的522亿地方政府债券中,置换债券308亿,占了接近六成,其余是一般政府债券,308亿将被江苏省各市县全部用偿还今年到期债务的本金。而在4月23日江苏省“流产”的那次招标中,首批一般债券全部是用来偿债的。

央行配合吗?

上述通知是用特急形式发到各省财政与国库处,但是有几个省厅的国库处声称文件刚刚收到。

一位地方国库处人士表示,第一次发置换债券,将债务里的银行贷款弄成定向承销形

式,其实大家心里都没底,因为“定向承销”就不用招标了,不像以前财政部门自己做,这次是和当地央行、银监会一起做,效果怎么样,现在还下不了判断”。

黄文涛认为,这次文件还有些具体操作的没有提到,他认为更为重要的是,本次的文件中并没有提到央行的流动性如何配合。尽管市场预期定向的置换会配合定向宽松进行,但是这也涉及政策配合的时点。上述通知要求的置换债券发行工作完成的时间点,是2015年8月31日前。而央行的定向宽松政策,谁也无法预料时间。这就带来一个很明显的矛盾。

“如果第一单预计发行之时,央行的政策没有提前出台,对市场预期会造成重大的打击,二级市场收益率可能也将出现较大的反弹。且从银行自身来看,认购意愿也难以提升,发行出来的定向债券收益率可能顶格,如此对市场信心也会造成进一步的打击。”黄文涛告诉记者。

黄文涛认为从当前江苏债的发行情况来看,一般地方债的发行已经较为困难。而5月18日江苏债就将发行,时点安排在置换债券工作完成之前,“对银行而言,由于置换债券的流动性配合措施短期内存在不确定性,这使得其对江苏债本就不强的认购意愿可能更加弱。”

但毫无疑问,作为第一批发行的置换债券,江苏的发行结果将对市场起到示范作用,影响巨大。“2015年到期的债务1.85万亿,置换债券1万亿,只有53%,优先偿还银行债务,与地方债务中的大部分是银行贷款有关。”温来成表示。

根据财政部的估算,1万亿的地方政府债务置换如果完成,1年能降低地方政府利息支出400亿至500亿元。

式,其实大家心里都没底,因为“定向承销”就不用招标了,不像以前财政部门自己做,这次是和当地央行、银监会一起做,效果怎么样,现在还下不了判断”。

黄文涛认为,这次文件还有些具体操作的没有提到,他认为更为重要的是,本次的文件中并没有提到央行的流动性如何配合。尽管市场预期定向的置换会配合定向宽松进行,但是这也涉及政策配合的时点。上述通知要求的置换债券发行工作完成的时间点,是2015年8月31日前。而央行的定向宽松政策,谁也无法预料时间。这就带来一个很明显的矛盾。

“如果第一单预计发行之时,央行的政策没有提前出台,对市场预期会造成重大的打击,二级市场收益率可能也将出现较大的反弹。且从银行自身来看,认购意愿也难以提升,发行出来的定向债券收益率可能顶格,如此对市场信心也会造成进一步的打击。”黄文涛告诉记者。

黄文涛认为从当前江苏债的发行情况来看,一般地方债的发行已经较为困难。而5月18日江苏债就将发行,时点安排在置换债券工作完成之前,“对银行而言,由于置换债券的流动性配合措施短期内存在不确定性,这使得其对江苏债本就不强的认购意愿可能更加弱。”

但毫无疑问,作为第一批发行的置换债券,江苏的发行结果将对市场起到示范作用,影响巨大。“2015年到期的债务1.85万亿,置换债券1万亿,只有53%,优先偿还银行债务,与地方债务中的大部分是银行贷款有关。”温来成表示。

根据财政部的估算,1万亿的地方政府债务置换如果完成,1年能降低地方政府利息支出400亿至500亿元。

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。

所以,在5月8日,财政部、央行、银监会三部委《关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》中明确,央行将把“地方债”纳入“抵押品”范围。

这样做,一方面银行可以利用资产周转率提升抵补置换地方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。

但在记者采访看来,一些商业银行总行的债券部门则对配置地方债的兴趣不大。“比地方债收益高的资产多得是,为何要换成收益率才4%-5%的地方债呢?”一位银行金融市场部人士表示,“成本划不来,对银行的债券配置部门而言,不管央行怎么动用再贷款,银行都没有动力。”

除上述原因外,中信建投首席宏观分析师黄文涛还表示,在降准降息之后,回购利率处于低位、预期稳定,包括贷款等其他资产的收益率也均处于下降之中,因此,地方债的相对价值正逐步显现。

“权衡利弊,对银行来说购置地方债未必是赔本买卖,银行要算大账:贷款置换成债券,即便短期内对利润有一些影响,但是如果算大账,第一是债券比较透明,政府承诺负责,贷款就不一定负责了;第二是能够节约部分资本金,放贷能力会提升;第三是债券可以再卖,也可以作为抵押品在市场上或者央行融资,如果能够获得相对低成本的融资,对银行也是划算的。所以算大账,这个对银行可能也是好事。”一位央行人士则称,“预计1万亿元地方债置换很快会消化完。”

“华尔街见闻”

地方债发行节奏加快 十省份利率实行市场化

金微 报道

地方政府债券发行节奏加快。日前,内蒙古自治区、山西省财政厅分别下发了关于组建政府债券承销团的通知,其中山西省财政厅以“特急”的方式下达通知,两地均要求报名承销团的机构在5月11日前将申请材料送至财政厅。

此前,已有江苏、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,加上最新的省份,至少已有十省份进入地方债券发行程序。

地方债券发行节奏加快

山西省通知称,2015-2017年山西省政府债券承销团的组建遵循“尊重意愿、优先承销能力、控制风险”的原则,拟组建承销团成员20家,在此基础上,按照《山西省政府债券承销团主承销商评价方法》确定主承销商8家。

据了解,山西省的债券发行工作将于6月启动。

内蒙古财政厅公布的组建承销团通知显示,内蒙古政府债券包括专项债券和一般债券分期批发行,将选择不超过30家的金融机构作为承销商。

有地方财政厅人士坦言债务偿还压力大,而地方政府债券置换将有利于降低政府融资成本,置换后的融资成本会降低到5%左右。如果某省的利息负担每年在100亿左右,通过发行地方债能减少一半的利息支出,既缓解了地方的支出压力,也为地方腾出一部分资金,用于加大其他支出。不过,自江苏省债券发行延迟之后,业内人士预计今年地方债发行将在多省市全面延迟,主要是因为上万亿规模的低利率、低流动性政府债难获投资者青睐。

利率由地方和银行协商

对于债券发行延迟,山西省财政厅国库处有关负责人在接受记者采访时说,已经了解到江苏发债延迟的情况,“我们的债券发行还是按财政部的要求来做,按中系统招标是多少就多少,利率发行全部市场化。”

根据财政部规定,地方政府债券发行利率高于同期限国债利率。然而,在地方债务承压的背景下,利率也不会高于国债太多,最终利率的水平是由地方政府和银行之间协商。

交通银行首席经济学家连平认为,债券的收益率适当地高些,让银行投资有适当回报,还是会有市场的。

不过,地方政府和银行的博弈尚处于僵局。由于近期地方债发行推迟,业内普遍认为不可避免地要通过政策上一些特殊安排来实现。

连平说,“从当前来看,一方面需要迅速取消存贷比,降低商业银行的成本,另一方面适度下调存款准备金率,银行的负债成本低,商业银行购买地方债券也会有积极性。”

外媒: 中国化解地方债 还有王牌

中国如何化解20万亿地方债的危机 还留有一张王牌。

据彭博新闻社报道,除了鼓励银行放贷和债务置换,中央政府可以直接发行国债募集资金来救助地方政府。

由于中国债务占国内生产总值(GDP)的比例较低,2014年为41%,还不到同期美国债务比重的一半,比瑞士也少5个百分点以上。

所以彭博认为中国中央政府有足够的举债空间。此外,中国在全球经济中的重要性越来越高,全球投资者对于人民币资产的兴趣也日渐浓厚,随着人民币国际化的进程不断加速,增加国债供给量也有助于创造一个有深度的人民币金融资产市场。

2014年中国GDP为63.6万亿元人民币,华尔街见闻根据IMF的数据推算,中央加地方政府的总债务为26.1万亿元,若中国要达到美国的负债率,则还有40.5万亿举债空间;若达到德国的负债率,则还有20.4万亿举债空间;若追平瑞士,则还有3.2万亿举债空间。

不过不能忽视的是,上述几个发达国家的利率都极低,政府举债成本也相应较低,而中国政府若在当前利率基础上背上如此沉重的债务将承受非常大的付息压力。

不过与加速举债相反,中央政府目前正在做的是降低国家隐性担保,开始允许部分借款人违约,尝试将风险定价引入金融体系,让市场达成更合理的利率水平。

“华尔街见闻”