

第二批万亿债券置换额度下发 优先公益项目融资

提要

经国务院批准,财政部下达了第二批地方政府债券置换存量债务(以下简称“置换债券”)额度,与上次相同,仍为 10000 亿元。

财政部有关负责人在接受媒体采访时说,该部在下达 2015 年新增地方政府债券额度时,明确要求新增债券资金要用于国务院确定的重点方向,优先用于保障在建公益性项目后续融资。

财政部在向各地下达债券额度时也提出两点严格要求。一是置换债券中的一般债券和专项债券必须分别纳入一般公共预算管理和政府性基金预算管理。二是采用

招标、公开承销等方式发行的债券资金置换存量债务时,本级财政部门、存量债务债权人、债务人、有关主管部门要共同签订协议,明确还款金额、还款时间及相关责任等,由各级财政部门严格按照财政国库管理制度有关规定、协议规定和偿债进度直接支付。

置换债券对银行是一种压力释放。瑞银估算,每置换 5 万亿元贷款,银行体系贷存比将降低 4 个百分点,而由于债务置换可以改善地方政府债务的可持续性,信贷风险和不良贷款的生成速度也将显著降低,银行系统整体资产质量应会有所改善。

财政部稳增长再出招 万亿地方债解压

财政部 6 月 10 日消息,经国务院批准,财政部近日下达第二批 10000 亿元地方政府债券置换存量债务额度。这是继 3 月财政部下达第 1 批 10000 亿元置换债券额度后,中央再次出手缓解地方偿债压力。

财政部有关负责人表示,发行地方政府债券置换存量债务是稳增长、防风险的重要举措。当前经济下行压力加大,地方财政收入增速持续放缓,发行地方政府债券置换存量债务,有利于保障在建项目融资和资金链不断裂,处理好化解债务与稳增长的关系,还有利于优化债务结构,降低利息负担,缓解部分地方支出压力,腾出更多资金用于重点项目建设。

关于第 2 批置换债券如何发行,该负责人表示,针对地方政府存量债务的不同特点,为进一步丰富地方政府债券发行方式,财政部与人民银行、银监会联合研究印发了《财政部中国人民银行银监会关于 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》。根据《通知》,置换债券可以采取公开发行和定向承销两种发行方式。采用定向承销方式发行置换债券,由地方财政部门与银行等特定债权人按市场化原则协商,进行定向承销。不采用定向承销方式发行的置换债券,仍采用招标、公开承销等方式公开发行。目

前,一些地方在开展第 1 批置换债券发行工作时,已按要求采取上述发行方式,债券发行总体平稳顺利。

对于如何确保第 2 批置换债券资金偿还存量债务,该负责人表示,第 2 批置换债券资金必须用于偿还审计确定的截至 2013 年 6 月 30 日政府负有偿还责任的债务中 2015 年到期的债务本金,地方政府已经安排其他资金偿还的,可以用于偿还审计确定的政府负有偿还责任的其他债务本金;优先置换高息债务;不得用于偿还应由企事业单位等自身收益偿还的债务;不得用于付息,不得用于经常性支出。

为加强债券资金管理,财政部在向各地下达债券额度时严格要求:一是置换债券中的一般债券和专项债券必须分别纳入一般公共预算管理和政府性基金预算管理。二是采用招标、公开承销等方式发行的债券资金置换存量债务时,本级财政部门、存量债务债权人、债务人、有关主管部门要共同签订协议,明确还款金额、还款时间及相关责任等,由各级财政部门严格按照财政国库管理制度有关规定、协议规定和偿债进度直接支付。采取定向承销方式发行的债券资金置换存量债务时,不涉及资金流动,也不会存在挪用的情况。三是要求置换债券偿还存量债务严格逐

笔对应到 2013 年政府性债务审计确定的存量债务项目,省级财政部门要认真统计置换债券偿还存量债务的分项目情况,并报财政部预算司、国库司及财政部驻各地专员办备案。四是要求省级财政部门 and 财政部驻各地专员办加大监管力度。对违规组织债券发行、改变债券资金用途等行为,要依法依规严肃处理。

对于在建项目后续融资的制度安排,该负责人表示,财政部在下达 2015 年新增地方政府债券额度时,明确要求新增债券资金要用于国务院确定的重点方向,优先用于保障在建公益性项目后续融资。

中金研究报告认为,两批共 2 万亿元的债务置换额度仍不足以偿还今年地方政府的债务到期量。报告测算今年到期的地方政府债务将达 2.9 万亿元。在经济增长疲弱的情况下,如果不对到期的地方政府债务进行置换,而是用其收入偿还这些债务,相当于地方政府债务去杠杆,势必加大经济增长的下行压力。因此,预计今年到期的地方政府债务会被全部置换,财政部下达的第 3 批债务置换额度也将接近 1 万亿元。由于地方政府置换债券发行顺利,预计后续发行速度将加快。(中

证网)

第二批地方债置换额度下发 今年供给规模 2.6 万亿

■ 陈益刊 徐燕燕 报道

第二批地方政府债券置换存量债务(下称“置换债券”)“靴子”终于落地。

6 月 10 日,财政部有关负责人答记者问时证实,经国务院批准,第二批 1 万亿置换债券额度已于近日下发地方。今年 3 月,财政部下发了第一批 1 万亿元的置换债券额度。

上述负责人表示,发行置换债券是稳增长、防风险的重要举措。它有利于保障在建项目融资和资金链不断裂,处理好化解债务与稳增长的关系,还有利于优化债务结构,降低利息负担,缓解部分地方支出压力,腾出更多资金用于重点项目建设。

接受记者采访的人士认为,此次第二批 1 万亿元置换债券在意料之中,置换范围可能包括 2013 年 6 月份之后的新增债务。新增的 1 万亿置换债券对债市供给冲击不可避免,需要央行进一步采取货币宽松政策,缓冲地方债巨量供给对债市造成的负面影响。接下来很有可能会有第三批置换债券。

意料之中

早在今年 3 月底的博鳌论坛上,财政部部长楼继伟就表示,财政部正在跟全国人大进行沟通,将会根据地方第一次置换债券发行情况,准备下一步。“第一步 1 万亿元,后面看地方政府自己发债的情况,然后才敢说有没有第二个 1 万亿。”

多位机构分析人士称,第二批置换债券额度符合市场预期。

民生证券固收研究员李奇霖认为,财政部发行第二批 1 万亿元置换债券原因包括 2015 年地方政府到期债务偿还压力巨大。短期内 PPP(政府和社会资本合作)模式化解存量债务力度有限,难以实现对存量项目的资金续接。而当前资金面宽松,银行对第一批债务置换供给吸收能力高于预期,也加强了第二批债务置换的信心。

根据审计署数据,截至 2013 年 6 月底,地方政府负有偿还责任且 2015 年到期的债务规模约为 1.86 万亿元。

目前已经发行地方政府债券的 10 多个省市进展顺利,地方债券认购倍数较高,招标利率紧贴发行区间下限,与同期限国债利率相一致甚至更低。

财政部负责人介绍,第二批置换债券发行方式也采取公开发行和定向承销。采用定向承销方式发行置换债券,由地方财政部门与银行等特定债权人按市场化原则协商,进行定向承销。不采用定向承销方式发行的置换债券,仍采用招标、公开承销等方式公开发行。

从江苏省地方政府债券采用上述两种发行方式来看,定向承销发行成本更高,高于同期限国债利率 40~50BP(基点)。而江苏公开发行的地方政府一般债券仅高于同期限国债利率 2BP。

一位地方财政人士告诉记者,当地近期

拿到了第二批置换债券额度。置换债券定向承销发行额度主要根据债务中银行贷款额度,来和银行等机构协商进行定向承销,需要银行的配合。每个地方定向承销额度不一样。

动态调整定向发行比例

中金债券分析称,对于第二批置换,估计定向发行的比例接近 60%~70%。但最终比例还要看后续定向发行的收益率和市场化发行的收益率互相比较,银行和地方政府可能也会动态调整定向的发行比例。

国务院发展研究中心宏观经济研究部巡视员、研究员魏加宁对记者表示,地方政府债券定向承销发行的方式市场化程度不高,不是长久之策。他认为,想要调动商业银行购买的积极性,央行应该有一个导向性,有更为积极的态度,用更加有针对性的货币政策来支持地方债券的发行。

所谓更加有针对性,魏加宁解释说,尽管现在央行有很多工具来实现货币政策的宽松,但真正能够传导至地方债问题,需要央行以直接或间接的方式购买地方债,以增加地方债的流动性。

李奇霖告诉记者,第二批 1 万亿元置换债券也可能会与第一批一样,分地区的债券额度按照各地 2015 年到期债务和全国统一比例测算分配。在第一批 1 万亿置换债券额度分配中,江苏获得额度最高。

魏加宁称,财政部按照一定比例下派给各地方政府一定额度的方式也不尽合理。在他看来,金融机构购买、央行的支持都应该把好“改革关”,也就是说,谁的改革做得好、财政更透明、资产负债表公开,就先买谁的债券。

但也有专家认为,早期市场化不成熟的前提下,定向发行的方式未尝不可。

中信证券全球研究部主管及全球首席经济学家彭文生在 2015 清华五道口全球金融论坛上就表示:“早期市场还没有出清,政府就进来,我倒是同意定向的债务发行。”他认为,过去十几年来,房地产和银行信用大肆扩张,现在就应该付出一点代价。债务置换也好,地方债务处理也好,就是市场化博弈的问题,如果没有一个好的市场化方案,中央政府就要出来。

三个疑问

第二批置换债券的置换范围是否包括 2013 年 6 月份之后的新增债务?对债市会否造成冲击,抬高社会融资成本?是否还有第三批置换债券?

财政部并未说明第二批 1 万亿元置换债券的置换范围。第一批置换债券则明确置换范围为 2013 年政府性债务审计确定截至 2013 年 6 月 30 日的地方政府负有偿还责任的存量债务中、2015 年到期需要偿还的部分,即前述 1.86 万亿元。

两批总计 2 万亿元的置换债券显然高于

上述 1.86 亿元到期的政府债务。

中债资信公共机构首席分析师霍志辉告诉记者,考虑到地方政府历史上存在一些逾期债务,累计起来将近 2 万亿元,因此第二批置换债券额度为 1 万亿元。

中金债券分析师陈健恒认为,第二批 1 万亿置换债券的置换范围可能包含了 2013 年 6 月末到 2014 年底新增债务在今年到期的债务量。

目前财政部并未披露 2013 年 6 月末到 2014 年底新增地方政府债务数字,不过各地最新债务数字已经上报给财政部,并经过核查。

算上第二批 1 万亿元置换债券,今年地方政府债券供给规模已经达到 2.6 万亿元,这会否进一步冲击债市?

李奇霖认为,1 万亿的置换债增量规模不算小,供给冲击不可避免,需要央行进一步的货币宽松政策缓冲地方政府债的负面影响。地方债置换对利率冲击确实存在,但上行空间有限,每次收益率上升均是上车良机。

陈健恒分析称,地方债券供给一直是今年压在债市头上的一座大山。第二批已经确认,且不排除第三批的情况,市场对于供给会存在一定担忧,这也是长端利率下降较缓慢的重要原因之一。

“不过我们认为供给并不可怕。毕竟货币政策总体基调宽松的情况下,银行也有足够的资金消化,而且我们看到不少中小银行近期通过货币市场融入资金增加债券投资,也显示了货币政策放松能缓冲地方债的供给压力。此外,地方债本身只是置换到期的贷款、非标和城投债等债务,不是新增融资,不消耗额外的资金,尤其是定向发行,不涉及到资金的交换。”陈健恒说。

陈健恒认为,如果地方政府债券定价合理,银行有动力购买的情况下,对其他债券或者贷款的挤出效应就会减弱。否则,银行可能会通过抬高国债收益率的方式来驱动地方债收益率的合理化,最终整体社会融资成本可能都会有所上升。

霍志辉告诉记者,第二批 1 万亿元置换债券将缓解城投公司偿债压力。对银行而言,整体上资产的收益率可能有所下降,但同时银行资产的风险也将明显下降。

多数机构分析认为财政部还将可能推出第三批置换债券。

李奇霖认为,考虑到 2014 年的债务延期、审计结果之后的新增债务以及或有债务的再甄别,2 万亿之后可能还有第三批的置换。但随着 PPP 模式的推进不断深化,存量项目的转型有了细化的安排,符合要求的项目成功转型后地方政府的债务压力将得到缓解,债务置换的规模可能会减小,根据之前的债务测算,置换债的规模估计在 2.8 万亿元以内。

霍志辉则告诉记者,考虑 2013 年 6 月底至 2014 年底新增政府债务规模,预计 2015 年到期的地方政府负有偿还责任债务规模约 3 万亿元,未来还有可能继续下发置换债券额度,主要取决于 2014 年地方政府债务甄别结果和上报全国人大批准情况。

地方政府债 2020 年或达 12 万亿 三四线城市风险高

■ 周艾琳 报道

近日,野村中国宏观经济研究团队发布的中国风险地区分布报告,预计到 2020 年中国地方政府债券的数量将上升到 12 万亿元。

同时,财政部于 6 月 10 日确认,已下达第二批 1 万亿元的置换债券额度。至此,经置换的地方政府债券规模将达 2 万亿元。

野村中国首席经济学家赵扬博士在接受记者采访时表示:“未来债券市场规模会扩大,但债务违约会增加,房地产市场、地方财政、金融以及经济基本面风险这四大因素都是影响违约风险的因素。为了避免系统性风险,稳增长,预计未来几年货币政策整体上将是一个稳健偏流动性充裕的态势。”

随着地方政府债的扩容,风险评估必不可少。该报告中,野村建立了一个地区综合信用风险评估体系,对中国的 30 个省级行政区(西藏因财政情况特殊而未纳入研究范围)和 265 个城市的风险进行定量评估。这一体系包括 13 个指标,涵盖了房地产市场,财政和金融风险以及经济基本面等四大方面,更可作为“企业债券投资手册”。

地方政府债券或不断扩容

首先值得关注的是,野村所预测的 12 万亿元的地方政府债券规模如何推算?

赵扬向记者解释称,这一判断基于两个方面。“一是目前地方债规模,由于最新的数据尚未公布,而审计署公布的 2013 年中期数据为 17.8 万亿,由于这一规模在过去两年间会有所增长,因此估计现在规模在 20 万亿元以上。”

“其次,这些债务当中会有多少用地方政府债券的形式来置换?这就可以拿今年的情况做参考。”赵扬指出,2015 年地方政府负有偿还责任的到期债务规模或在 3 万亿元人民币以上。财政部已于 2015 年 3 月下达了第一批 1 万亿元置换债券额度,当前扩至 2 万亿,下半年可能还会再有更多额度。



8 省地方债首批已发 1374 亿

5 月 18 日,江苏发行了第一批总计 522 亿元记账式固定利率附息债券,标志着今年 1.6 万亿元地方债发行大幕拉开。此后,新疆、湖北、广西、重庆等地也相继披露了地方债发行计划。截至目前,共有 8 个省市已发行首批地方债或披露发行计划,累计发行额达 1374 亿元。

江苏: 第一批额度为 522 亿(其中置换一般债券 308 亿元,其余为新增一般债券)。分四期投标,期限为 3 年、5 年、7 年、10 年,指导区间分别为 2.92%—3.36%、3.10%—3.56%、3.39%—3.89%和 3.39%—3.90%。中标利率分别为 2.94%、3.12%、3.41%和 3.41%。发行利率低于市场预期,仅比同期国债利率高 2 个基点。

6 月 1 日晚间,江苏省财政厅发布公告称,其已通过“簿记建档”方式成功定向发行了约 449 亿元置换债券。其中,一般债券约 339 亿元,专项债券 109 亿元。

新疆: 2015 年新疆发行总额 59 亿元,品种为记账式固定利率附息债券。在债券发行限额内,分为一期、二期、三期、四期分别发行。债券期限分别为 3 年、5 年、7 年、10 年。计划发行规模分别为 11.8 亿元、17.7 亿元、17.7 亿元、11.8 亿元。

广西: 第一批发行 200 亿元,发行利率较低。其中 3 年期发行 40 亿元,利率 2.86%;5 年期发行 60 亿元,利率 3.16%;7 年期发行 60 亿元,利率 3.42%;10 年期发行 40 亿元,利率 3.47%。

湖北: 第一批发行 200 亿元。发行 3 年期债券 20 亿元、5 年期债券 60 亿元、7 年期债券 60

从今年来看,至少一半以上地方债将通过地方政府债券来置换。这样来算,地方政府债券的规模可能要达到 12 万亿以上。”

其实,早前并不存在地方政府债券这个概念。已实施 10 年的上一版预算法规定,除法律和国务院另有规定外,地方政府不得发行地方政府债券,而地方政府主要靠融资平台“曲线”举债。自 2015 年 1 月 1 日起施行的新预算法首度明确了地方政府举债的权责。

“当然,随着地方政府债市场规模不断扩大,城投债可能就不再需要这么多了,并会有更清晰的界定——所谓的城投债将正式归为企业债,而地方通过城投公司举借的债未来就会以地方政府债券的形式来进行置换。上述两个品种将更加清晰独立。”赵扬表示。

三四线城市信用风险较高

值得注意的是,随着中国经济增速放缓、债务置换规模扩大以及政府表态要打破刚性兑付,债务违约的数量可能上升。因此,无论对于投资者还是政府,对违约风险的地区分布作出定量的评估具有重要现实意义。

报告显示,就风险的地区分布而言,沿海及一些西部省份的风险相对较高,而中部地区的风险则相对较低。另外,2005 年和 2014 年各省的风险得分对比显示风险是在向沿海地区集中。

就城市风险的分布而言,部分三、四线城市(237 个中的 60 个)的风险相对较高,二线城市次之。前者的风险主要是来源于房地产投资过剩以及财政状况不佳,而后的风险主要与高地价和高房价相关。因经济、财政等基本面比较好,一线城市相对安全。在风险最高的 30 个城市名单上,一半是来自沿海省份,三分之一是来源于西部省份。

其实,从上述风险评估也可以引申出丰富的政策含义。赵扬表示,一方面,政府可能容忍经济增长率在合理范围内逐步下行,特别是在那些房地产严重过剩、地方债务负担过重的省市,所以不太可能实行大规模的刺激政策。另一方面,政府又需要防控经济增速过快下滑(由于投资放缓可能出现过度调整)带来的系统风险,因此货币政策需要相对偏流动性充裕。

赵扬预计,“我们认为政策的核心组合应该是通过降准、降息和财政改革来降低企业 and 地方政府的融资成本。”

亿元、10 年期债券 60 亿元,利率分别为 2.85%、3.15%、3.40%和 3.45%,接近同期国债利率水平。这 200 亿元债券全部为置换债券,将用于置换各级政府负有偿还责任的债务中 2015 年到期的债务本金。

山东: 发行总额 360 亿元。该批债券的期限包括 3/5/7/10 年期,规模分别为 72 亿元、108 亿元、108 亿元和 72 亿元。

广东: 广东今年将发行新增债券 203 亿元,当中包括一般债券 177 亿元,专项债券 26 亿元。今年广东省政府债券发行方式由公开发行转变为公开发行和定向发行相结合的方式,在今年公开发行的地方债中,除了新增债券外,还有一定额度的置换债券。

北京: 北京发行 2015 年第一批新增债券额度 105 亿元,其中一般债券 92 亿元,专项债券 13 亿元。105 亿新增债券将安排市级一般债券额度 55 亿元,统筹考虑市级固定资产投资规模和城市道路建设、中小河道治理等年度新增重点工作;主要用于市级固定资产投资重点项目 15 亿元、市公联公司增加资本金 20 亿元、市水务投资中心增加资本金 20 亿元;其余 50 亿元转贷给区县。

重庆: 第一批发行 265 亿元。此次发行的债券分 3 年期 40 亿元、5 年期 79 亿元、7 年期 80 亿元、10 年期 66 亿元,中标年利率分别为 2.90%、3.26%、3.55%、3.57%,均落在招标利率区间下限,与同期国债利率持平。本批债券全部为存量债务置换债券,用于偿还审计确定的,截至 2013 年 6 月 30 日政府负有偿还责任,且于 2015 年到期的债务本金。

(网