

地方债技术难题待解 违约解决方案需明确

目前还缺乏对地方政府评级更细致的要求

债券违约假设,正是基于“自发自还”试点的地方债风险担保,已由以往的中央隐性担保转变为各地自身信用的显性担保。在试点前期,发债主体兼顾了中、东、西部,但总体属于质地较高的省市。但今后发债面将会更广,评级差异化必定显现,风险溢价也会随之产生。

A

10个“自发自还”试点地区2013年发债概况



B

省会及单列市广义城投债累计发行情况

省会城市、单列市	城投债(只)	募资(亿元)
北京市	116	2460.8
重庆市	176	2237
天津市	127	2202.1
上海市	123	1653.5
南京市	129	1022.8
武汉市	88	1095.7
广州市	55	1074.2
长沙市	65	1059.8
成都市	87	1058.1
合肥市	69	826
杭州市	62	743.5
郑州市	52	736.5
西安市	54	716
昆明市	64	686.5
兰州市	35	616
南昌市	57	601.5
南宁市	51	546.1
深圳市	23	467.8
济南市	27	441.7
太原市	31	417.5
福州市	37	407.4
贵阳市	27	397
宁波市	40	357
石家庄市	29	356.5
大连市	20	318
昆明市	25	317
乌鲁木齐市	37	304.2
哈尔滨市	22	278.5
青岛市	26	272
沈阳市	15	162
呼和浩特市	12	147
海口市	8	124
长春市	9	91.7
银川市	8	105
厦门市	10	55
总计	1811	24965.4

所有数据来源:财政部网站、大智融金融终端等
朱凯制图 张浩吉制图

C

我国地方政府债券发行情况一览

时间	债券名称	金额	平均票面利率	发债偿债形式	备注
2009年	各地单独发行(财政代发)	2000亿	1.81%	名义自发,实际代理	首次全国铺开,涉及36个地区
2010年	全国统一打包发行	2000亿	2.57%、2.99%	财政代发代偿	共十期,每期金额不等
2011年	财政部代理(8期)、单独发行	2000亿	3.49%、3.63%	地区部分自发,财政代发	京、浙、沪、深共计2299亿
2012年	财政部代理(10期)、单独发行	2500亿	2.94%、3.24%、3.42%	地区部分自发,财政代发	粤、浙、沪、深共计2891亿
2013年	财政部代理(12期)、单独发行	3500亿	4.02%、4.03%、4.08%	地区部分自发,财政代发	粤、浙、沪、深、京、鲁共计652亿
2014年	待定(10个地区有望单独发行)	≤4000亿	未知	或自发自还	新增北京、江西、宁夏、青岛

具有中央隐性担保的地方债及各省市区融资平台发行的城投债,组成了具有中国特色的地方债券融资体系。今年5月,财政部出台的地方债“自发自还”相关办法,标志着我国地方债的发展进入新阶段。

但是,与国外成熟市场的市政债相比,我国这一2014年地方政府债券自发自还试点办法仍有提升空间。比如,《办法》并未明确债券违约时的解决方案,也缺乏对地方政府评级更细致的要求或约束。实际上,对于定价而言,这些都是至关重要的因素。

此次试点“自发自还”的10个地区,除中部的江西和西部宁夏外,其余8个均为东部发达省市;而除深圳、青岛两个计划单列市外,其余8个均为省级行政区。业内人士表示,本次地方债体系试点革新,有助于相关配套制度完善,缓冲“自发自还”可能带来的实质冲击。

《办法》称,经国务院批准,2014年上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛试点地方债券“自发自还”,期限包括5年、7年和10年不等。《办法》要求,试点地区需自行组织本地区政府债券的发行、利息支付和本金偿还的机制。

对此,业内人士表示,与此前相比,本次试点具有尝试性的突破。招商银行金融市场部高级分析师刘东亮称,虽然《预算法》三审尚未通过,但地

方政府要发债,就必须对财政收支、资金用途、负债信息等进行公开披露,具有以法倒逼立法的效果。

实际上,2009年首次在全国范围铺开的地方债发行,名义上也是“自发自还”。证券时报记者统计后发现,当年的地方债发行共涉及全国36个省市,期限为3年,发行总额为2000亿元。2012年,发行总规模升至2500亿元,2013年为3500亿元。而根据今年“两会”所确定的规模,2014年,我国地方债总额将在4000亿元,业内人士预计上述10地单独发债规模或在1500亿元左右。

兴业银行首席经济学家鲁政委表示,近年的几次地方债自发,曾出现过债券利率低于国债利率的非市场化现象。但从这次新规范,上述问题已得到有关部门的重视,对评级和信披的要求更为具体和科学,突破并不意味着“拍脑袋”。

随着发债规模增加、发债年限延长及隐性担保的首次缺失,大胆突破后可能面对的,就是违约风险的评估和掌控。

银河证券的一份研报显示,目前我国地方债规模较小,大概只有8600亿元的余额规模,占债券市场31.6万亿元总规模的比重仅2.7%,且能够发行政府债的地区也存在局限性。因此,未来我国可能加大对地方债的发行、管理和创新力度。

据悉,此次新增的京、赣、青岛及宁夏这4个地区中,宁夏已首先开始对外组织债券承销团的计划,而此前已有独立(名义上)发行的6地,原则上或不需新增承销队伍。

违约风险假设

试点自发自还的10个地区中,绝大部分是省级政府或东部发达城市,违约概率极低。而随着未来向内陆的地级市、县级市推进,违约假设的考量就变得重要。

深圳证券交易所金融博士后李湛告诉证券时报记者,他近期在对地方债风险进行评估,取样包括中国所有地市的传统意义地方债及城投债等。评估报告初步结果显示,若排除中央转移支付部分,我国中西部地区绝大多数城市的政府负债率、偿债率等指标,均不算理想。

与股票不同,发行债券的核心在于到期偿还本金与利息。违约假设“一说,正是基于此次发债计划的风险担保,已由以往的中央隐性担保转变为各地自身信用的显性担保。

李湛称,前期试点阶段,主体省市兼顾了中、东、西部,但总体属于质地较高序列,几乎不存在违约风险。但今后发债面将会更广,评级的差异化必定显现,风险溢价也会产生。但对于投资的具体影响,还应区别分析,并非简单一一对。

国家行政学院决策咨询部研究员陈炳才对证券时报记者说,研究“假设违约”,目的不在于违约后会怎样,而是通过评估去改善定价效率,杜绝募资使用的不合理性。他表示,随着在试点阶段对制度的摸索和完善,县市一级自发自还政府债的风险度才会降至最低。

针对本次试点的10个地区,证券时报记者统计了2009年和2013年这些地区发债规模与当地一般预算收入、与固定资产投资额等的比值后发现,东部经济发达省市的国内生产总值(GDP)及一

般预算收入均较高,两个年份的发债额与财政收入比值均明显高于中西部省份。2009年,东部地区该比率的峰值分别为42.9倍和31.9倍,2013年则分别是58.5倍和32.2倍,均为广东和浙江。不过,宁夏在2009年时,该比值仅为3.7倍,江西2013年也不过12.8倍。

李湛表示,该比值可以反映地方政府偿债能力的强弱,倍数越高则违约风险越低。

除偿债收入指标外,负债率水平也与违约预期有关。中信证券首席经济学家诸建芳撰文表示,宁夏和江西政府本身的负债情况较好,2013年两地经审计的政府总债务率分别为50.5%和68%,在同区域省份中债务率较低,偿债能力相对较好。

利率定价作加减法

在“自发自还”模式下,今后地方债的定价最终将与各地区的公共财政预算、既有负债率等综合政府信用指标有关。上述《办法》中明确的“与信用评级机构签署信用评级协议”、“及时披露债券基本信息、财政经济运行及债务情况”等要求,则进一步强调了信用评级机构的作用。

上海证券首席宏观分析师胡月晓表示,违约率及发债定价,很大程度都要依赖第三方评级机构所做的信评报告。评级高,发债利率就低,该地政府债对应的融资成本越低;而评级低,发债成本就越高,评级如低到一定程度,可能就无人认购,也就相当于丧失发债资格。

当初四大国有银行在上市时,为吸引海外投资者,就要求国外评级和审计机构入驻”,胡月晓说,此次新版地方债

发行是否会参考这一因素,目前无法判断。但从客观公允或符合国际惯例等角度来看,未来或有这一必要。”

鲁政委则表示,由于行政力量无所不在,可能会对评级公司形成一定约束,但这并不意味着低评级不会出现。例如,可以按照负债率、偿债率等指标设立一个标杆,红线以下的必须降低评级。

研究人士称,评级分化未来无疑会出现。但以目前试点阶段的发债主体资质来看,评级可能会比较接近。在当前无风险国债的利率基础上,添加若干基点的流动性补偿,利率定价就基本合理。

若与此前中央统一一代发的地方债利率相比,像京、沪、深这类优质地区“自发自还”地方债的利率,有可能还会偏低”,齐鲁证券宏观分析师罗文波表示,原因在于中央代发债券的利率中,其实隐含了对弱资质地区利率的分担。

最关心定价的,莫过于地方债的潜在投资者。一位国有大行交易员表示,银行、保险等低风险承受者会对优质的地方债比较青睐。但这并不意味着某些资质中等,但收益水平较好的地方债,不会吸引这些机构投资者,毕竟地方债违约风险极低。

李湛对证券时报记者说,地方债定价会与评级紧密相关,但实际上只要投资者认为中国现行的公共财政体系格局不会出现大的变化,那么即使是评级偏低的地方债,对于某些风险偏好较高的私募基金、地方性投资公司等而言,仍是一块香饽饽。

分析人士称,省级地方债的利率定价,会参考国债进行“加点”。今后对低评级地方债的定价,则可能参考城投债的“减点”。

新版地方债 并非只为替换高息债

新版“自发自还”地方政府债募集的资金,会主要用在城市建设和借新还旧等方面。替换此前的高息负债,可能对新发债利率更低的地区具有意义。但不应忽视的是,只要地方政府认为此次“自发自还”地方债的操作节奏可具持续性,那么对于替换高息债务的意愿也就不会很强烈。

地方债募资用途很大程度上依赖于国有土地出让金的增减变化情况。城投债无疑与此关系尤为紧密。

国内学者调查发现,城投类债券的偿付保障,大部分来源于土地出让收入及项目应收账款。如果土地转让收入下降,将直接影响城投债的偿债能力。

从该角度看,比替换债务更紧迫的,实际在于对房地产市场宏观调控的担忧。如果房屋成交持续低迷,以及土地出让收入持续回落,考验地方政府偿债能力的时刻才真正到来。

东方证券研究团队近期对全国30个省市的债务率(债务/财政收入)、负债率(债务/国内生产总值)及偿债对土地出让收入的依赖程度等进行了详细的统计。该团队撰写的报告称,我国东部地区债务占国内生产总值半壁江山,为首的江苏省约占8.5%;西部地区是四川和重庆领头,中部地区则是湖南与湖北当先。

该报告还表示,重庆的债务率190%及负债率60%均处高位,对土地的依赖程度则高达50%。此外,两湖地区由于交通便利,承接产业转移比重较高,因而相关建设债务规模处于偏高水平。

证券时报记者统计我国城投债问世至今的数据后发现,早在1994年我国就有零星的地方债发行,但直到2005年才开始大规模实施。近年来,随着银行间市场私募定向工具PPN(非公开发行债务融资工具)等的兴起,包括原先的中期票据、短期融资券等品种在内,均已成为各级政府城建投融资平台的首选,这也与近年来发改委控制城投企业债的发行节奏有关。数据显示,2005年之前,城投债每年的发行总额约在50亿元以下,但2005年起,这一发行规模加速增长,2009年出现井喷,发行超过了1500亿元。这与我国的基础设施建设规模不断扩大有直接关系。

证券时报记者的统计结果显示,上述广义口径的城投债发行规模为:全国35个省会及计划单列市(除西藏外)的募资金额达到24965亿元;分布在全国26个省份的地级市发债总量累计17109亿元;分布于18个省份的县级市发债总量达4688亿元。

由此来看,城投债更多属于项目债,除了纯粹的债务融资外,城投平台旗下的银行贷款、理财产品等仍需政策的连续性来支撑。因而,按照此次新规范发行的地方债,短期内不会撼动城投债以及地方政府融资平台的融资地位。

同时,未来的“自发自还”地方债应属于一般责任债,与民生工程或棚户区改造等关系更为密切。

实际上,我国地方债融资方式不断创新,与目前及未来中国所处的特殊宏观环境不无关系。从宏观意义上讲,随着通缩风险可能加大,以及市场对货币泛滥的质疑,我国货币政策发挥空间或日渐缩小。而各种定向式的债券发行,将有助于达成“金融信用的财政化”这一积极宏观目标。

(朱凯)

券商研究报告称,美国经验显示,财政收支良好的地方债券利率定价基本向国债靠拢。而中国国债与地方债券利率存在较大利差,部分原因在于地方政府的财务状况不透明。预计此次发行方式革新,有助于提高相关数据的透明度。