

# 联合 研究报告

2014.10.08

## 地方债新规解读及对城投债的影响分析



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

## 地方债新规解读及对城投债的影响分析

联合资信评估有限公司 评级总监 刘小平

2014年10月2日国务院公开发布“国发[2014]43号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称《意见》),这是继2010年6月13日国务院发布“国发[2010]19号”《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》后,中央政府为规范管理地方政府债务第二次发布的较为完整的制度框架文件,但上次仅针对地方政府融资平台涉及的地方政府债务的规范管理,而本次《意见》是针对全部地方政府债务的规范管理,可视作中央政府关于地方债的新规。

同时,这也是继2013年11月党的十八届三中全会提出要建立规范合理的中央和地方政府债务管理及风险预警机制以后,中央政府针对地方政府性债务管理的第四次政策部署<sup>1</sup>,此前三大政策部署均为纲领性改革精神,而本次《意见》则更全面具体、更有针对性,对后续政府性债务管理具有较强的操作性。

本文通过解读《意见》关于对地方政府举债融资机制的规范性要求,重点剖析此《意见》对城投债券市场、城投债信用基本面可能产生的影响。

### 一、《意见》解读

**《意见》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制,建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制。**

**关于“借”,《意见》主要明确了地方政府性债务举债主体、举债形式。**

(1) 举债主体,只能为政府及其部门,不能为企事业单位。对于政府举债主体,只能是经国务院批准的省、自治区、直辖市政府,市县级政府确需举借债务,也只能通过省、自治区、直辖市政府代为举借;对于企事业单位,严格禁止举借政府性债务,并且明确要剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务。

(2) 举债形式,采取政府债券方式,而不是地方政府借款方式。地方政府债券又分为两类,一般债务(针对纯公益项目)和专项债务(针对准公益项目)。为缓解地方政府债务压力,《意见》还提及,在准经营性领域推行PPP模式,在这种模式下,可通过设立SPC,实行市场化运作,并明确了政府对SPC只承

<sup>1</sup>2014年3年《政府工作报告》提出加强地方政府性债务管理的相关要求;2014年6月《深化财税体制改革总体方案》提出规范地方政府性债务管理的总体要求;2014年8月全国人大常委会审议通过《预算法》修正案增加了允许地方政府规范举债的规定。

担特许经营权、合理定价、财政补贴等相关责任，但不承担偿债责任。

**关于“用”，《意见》主要明确了地方政府性债务的规模控制、资金用途和全口径预算管理。**

（1）规模控制，地方政府债务规模实行限额管理，地方政府举债不得突破上限。对于分地区限额应根据各地区债务风险、财力状况等因素测算。同时提出建立地方政府信用评级制度，逐步完善地方政府债券市场。

（2）资金用途，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出。

（3）全口径预算管理，一般债务收支纳入一般公共预算管理，将专项债务收支纳入政府性基金预算管理，将政府与社会资本合作项目中的财政补贴等支出按性质纳入相应政府预算管理。2014年8月31日表决通过的《预算法》修正案，要求确立全口径预算管理体系，《预算法》修正案为后续地方政府债务分类管理提供了法律基础。

**关于“还”，《意见》主要明确了地方政府性债务的偿债主体和应急机制。**

（1）偿债主体，明确地方政府对其举借的债务负有偿还责任，中央政府实行不救助原则。也就是说，在通常情况下，地方政府债务偿还能力取决于自身可自由支配的偿债资源，若仍有缺口，还可通过压缩开支来平衡债务。

（2）应急机制，在地方政府通过变现资源、压缩开支等多渠道筹措资金仍难以自行偿还债务的情况下，明确提出了地方政府要及时上报，本级和上级政府要启动债务风险应急处置预案和责任追究机制，切实化解债务风险，并追究相关人员责任。这种安排，可在一定程度上防范地方政府债务规模盲目扩张。关于上述应急机制，存在两种可能，第一，上级政府可能还将会给予一定的协调和支持，以保障债券本息的及时全额偿付；第二，通过债务重组的方式，比如债务本金减免或者债务延期等方式，在这种情况下，不排除债权人可能要承担一定的损失。

**上述“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制，主要是针对此文件发布后新增地方政府性债务的管理。对于存量债务，《意见》还明确了分类管理、在建项目后续融资安排等内容。**

（1）分类管理，主要强调分清政府债务和企业债务的边界，切实做到谁借谁还，风险自担。其中地方政府及其部门举借的债务，以及企事业单位债务中经甄别认定为地方政府性债务的，统归于地方政府性债务，这类债务纳入地方政府全口径预算管理体系，各地区还可申请发行地方政府债券置换；对于未纳入地方政府债务口径的企事业单位举借的债务，主要强调市场化运作和自行偿债，无政

府信用背书。根据 2013 年政府债务审计结果，地方政府投融资平台纳入地方政府性债务口径的债券余额仅占其发债总额度的 50% 左右，这也意味着企事业单位还有较大的债务余额不是地方政府性债务，需要依靠自身运营收益来偿还。

(2) 在建项目后续融资安排，对于符合《意见》中关于地方政府举债范围内的在建项目，地方政府可按照《意见》中新增债务的举债形式，即发行一般债务或专项债务为在建项目筹集资金；对于不符合《意见》中关于地方政府举债范围内的在建项目，原贷款银行等要重新进行审核，凡符合国家有关规定的项目，要继续按协议提供贷款，推进项目建设；对在建项目确实没有其他建设资金来源的，应主要通过政府与社会资本合作模式和地方政府债券解决后续融资。

《意见》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极作用。

## 二、对城投债券市场影响

《意见》出台后，短期内将表现为传统城投债发行规模增速放缓，项目收益债将获得快速发展，城投债品种创新仍有待突破等特征；长期看，城投企业业务转型是必然，传统城投债将逐渐被地方政府的一般债务及专项债务、企业的项目收益债及普通企业债等替代。

### 1. 短期影响

#### 传统城投债发行规模增速放缓

第一，地方政府债的发行将提速，发行规模有望扩大，这将对城投债形成一定的分流。地方政府债始于 2009 年特批的代发代还地方政府债券，2011 年新增自发代还地方政府债券，2014 年新增自发自还地方政府债券，截至 2014 年 10 月 8 日，地方政府债券合计发行 1.6 万亿元，其中地方政府自发自还债券发行额度为 1050 亿元（2014 年批准的地方政府自发自还债券额度为 1092 亿元。截至目前，深圳尚未发行），分别为同期城投债发行额 4.16 万亿元的 38.46% 和 2.52%。虽然发行规模偏低，但每次都有突破，特别是 2014 年 8 月 31 日表决通过的《预算法》修正案，确立了省、自治区、直辖市这一级地方政府发债的权利，为地方政府债券的发行提供了法律保障。同时本次《意见》除明确了经国务院批准的省、自治区、直辖市政府依法适度举债外，市县级政府确需举借债务，也可通过省、自治区、直辖市政府代为举借。从本质上来讲，发债主体有了一定的拓展。此外，《意见》允许地方政府发债用途可用于置换存量的地方政府债务，地方政府对于即将到期的存量债务或者是尚未到期的高成本存量债务予以置换的意愿较强，这

在一定程度上助推了地方政府债券发行规模的增长。

**第二，城投企业政府融资职能的剥离，制约了其发债规模的快速增长。**《意见》明确要剥离融资平台公司政府融资职能，融资平台公司不得新增政府债务，根据 2013 年政府债务审计结果，已纳入政府债务的城投债约占 50%，虽然 2013 年以来保障房等项目在债券募集资金用途中占比提高，但募集资金用于自身并不直接产生经营收益的市政道路等基础设施仍占比 20% 左右，未来随着融资平台公司政府融资职能的剥离，一方面该部分发债需求因受到挤压导致城投债市场供给增速放缓，另一方面募集资金用于有经营收益的项目占比相应有所提高，募集资金用途占比结构将发生变化。

**第三，城投债准入条件的趋严，将进一步放缓城投债的增速。**作为城投债的重要主管部门国家发改委，2014 年 9 月 26 日下发《关于全面加强企业债券风险防范的若干意见》，提出了严格规范发债企业准入条件、拉长已发债企业再次申报债券的间隔时间等措施，这也将一定程度上收紧城投债发行规模。同时随着城投企业公益性和准公益性资产和债务剥离，城投企业净资产也将受到一定影响，考虑到城投企业已经存续的债券额度，未来新发债的空间（即上一期经审计的净资产\*40%-存续债券额度）也将受到一定的打压。

### 项目收益债将获得快速发展

2014 年 5 月，国家发改委研究推出棚户区改造项目收益债券，对具有稳定偿债资金来源的棚户区改造项目，将按照融资—投资建设—回收资金封闭运行的模式，开展棚户区改造项目收益债券试点，项目收益债券不占用地方政府所属投融资平台公司年度发债指标。此外，国家发改委还鼓励城投企业将具有经营性收益的项目比如垃圾发电、路桥收费等项目发行项目收益债。

2014 年 7 月，银行间市场交易商协会公布了《银行间债券市场非金融企业项目收益票据业务指引》，并在指引发布当天接受了首单项目收益票据的注册。

上述项目收益债/票据政策落地后，市场容量仍很小，截至目前仅有一单私募项目收益票据成功发行，主要原因在于：一方面由于项目收益债仍处于前期准备或者上报阶段，另一方面受制于相关的配套基础设施尚未完善，比如投资者需进一步丰富、定价机制有待进一步完善、公募发行时发债规模是否可突破公司法约定的 40% 净资产的限制等尚未明确。

本次《意见》出台后，中央政府政策导向较为明确，为项目收益债后续快速推动提供了政策保障。同时，银行间市场交易商协会与北京金融资产交易所联合开发的针对非金融机构投资者的交易系统在 2014 年 9 月上线，随着丙类户的展开，将会有更多的非金融机构投资者加入投资主体，一二级市场有望活跃，这为项目收益债的扩容提供了基础设施保障。



### 城投债品种创新仍有待突破

由于城投企业获取政府支持方式将发生改变，传统的政府显性和隐性担保的方式将减弱，城投企业传统发债方式及条件将进一步收紧。城投企业的业务转型也需经历一段时间，而城投企业作为“新型城镇化”重要经营载体，在当前过渡阶段，除了项目收益债券的扩容外，针对城投企业的债券产品创新将迫在眉睫。

## 2. 长期影响

地方政府债是中国建立规范的地方政府举债融资机制的重要举措，与企事业单位举借的城投债相比，地方政府债融资成本低 200~300bp，债务期限更长（地方政府债以 5 年、7 年和 10 年为主，而城投债期限名义是 7 年，实际是到期前 5 年开始摊还）。地方政府直接发债的优势明显，对于投融资平台原来承担的政府融资职能的发债融资，未来将被地方政府一般债务或专项债务予以取代。

面对中央政府及监管层的政策导向，城投企业业务转型是其发展的必然。发展路径之一，是按照国企改革的要求，通过改革重组，尽快剥离公益性项目，通过依法注入更多经营性资产，以提高企业自身盈利能力和偿债能力，使城投企业逐步转型为市场化运作的综合型国有企业集团或混合所有制企业集团，在这种发展路径下，城投债将逐步被普通企业债替代；发展路径之二，是逐步弱化集团化统一“投、融、建、管”的思路，针对具有经营收益的项目，比如对交通枢纽工程、收费道路桥梁、水电燃气、垃圾处理、棚改等项目，单独设立项目公司或者特殊目的实体 SPV，在这种发展路径下，城投债将逐步被项目收益债替代。

## 三、对城投债信用基本面影响

《意见》出台后，存量城投债券信用风险将出现分化；新增债券，由于城投企业业务转型的差异性，导致评级思路和信用状况将有所不同。

### 1. 存量债券

按照《意见》精神，对于存量债务，以 2013 年政府性债务审计结果为基础，结合审计后债务增减变化情况，经债权人与债务人共同协商确认，对地方政府性债务存量进行甄别。根据 2013 年政府债务审计结果，截至 2013 年 6 月底，列入地方政府性债务的城投债 1.1 万亿元，约占同期城投债余额的 50%，截至 2014 年 10 月 8 日，城投债券余额 3.59 万亿元，若城投债经分类后，列入地方政府一般债务或者专项债务，则其债务偿还纳入地方政府全口径预算管理，信用品质等

同于当地政府的信用品质，债券安全性较高。并且《意见》明确，地方政府还可以申请发行地方政府债券置换此类存量债务，这进一步降低了此类存量债券的流动性风险；若城投债经分类后，尚未列入地方政府性债务，在城投企业整体盈利能力很弱、再融资环境有所收紧（特别是在城投债重要监管机构近期收紧企业债发行）、偿债高峰期陆续来临（2014~2015 年待偿还城投债金额约 2500 亿元/年，2016~2017 年待偿还城投债金额约 3500~4000 亿元/年）等背景下，不排除个别城投债，因无政府信用背书而出现违约。

## 2. 新增债券

对于城投企业转型为市场化运作的综合型国有企业集团或混合所有制企业集团发行普通企业债券的情况，由于缺乏政府信用背书，在信用评级时，更侧重考查影响其自身信用状况的经营风险和财务风险因素，支持评级考虑很少，这与一般工商企业主体和债项评级方法无异。

对于城投企业转型为通过设立项目公司或者特殊目的实体 SPC 发行项目收益债券的情况，由于项目收益债和普通企业债在信用风险特征上亦存在差异，在对项目公司信用评级时，侧重考查项目建设和运营风险、预期现金流对债券的保障程度及监督管理。由于作为发行人的项目公司，主体信用风险相对较大，项目公司纯信用发行的方式可能会导致债项级别偏低，一般来讲，项目收益债的成功发行与否，除自身信用状况外，有时更倚重债项的增信措施，因此在信用评级时，对其增信措施的分析将更为重要。