

开大地方政府债券融资的“前门”

存量债务置换 纠正无风险收益率扭曲

□中诚信公司研究部总经理 张英杰

□中国改革基金会国民经济研究所副所长 王梅
联合资信评估有限公司首席研究官 李振宇

财政部部长楼继伟在十二届全国人大三次会议的记者会上表示,中央政府2015年预算发行6000亿元地方政府债券。与去年发行的4000亿元相比,发行额增长了50%,显著高于2014年14%的增长率。另外,经国务院批准,财政部已经向地方下达1万亿地方政府债券置换存量额度,用于偿还2015年到期的、地方政府负责偿还的债务。这些债券(总共1.6万亿元)都由地方政府自发自还。

开大地方政府债券融资的“前门”,是中央政府治理地方政府债务的重要新举措。地方政府可以通过较低利息的债券置换较高利息的银行贷款和很高利息的影子银行融资,以降低偿债负担,并且优化债务期限结构。

一、地方政府债券发行试点总体情况

鉴于地方政府债券将会成为地方融资的一个主要手段,我们认为有必要对从2009年开始的地方政府债券的发行试点进行梳理总结,以期对今年及今后的地方政府债券发行工作提供借鉴。

1. 发行模式

中国地方政府债券的发行模式自2009年以来先后采取了以下三种模式。

“代发代还”。在2008-2009年应对全球金融危机期间,为了增强地方安排配套资金和扩大政府投资能力,2009年国务院批准由财政部代发2000亿元地方政府债券,从发行到还本付息都由财政部代办。

“自发自还”。2011年,在“代发代还”运行两年后,国务院批准上海、浙江、广东、深圳四省市试点在国务院批准的额度内自行发行债券,但仍由财政部代办还本付息。2013年新增了江苏和山东两个试点省。

“自发自还”。2014年国务院批准了上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛等十个省市试点地方政府债券自发自还。这些地方政府不仅自行发行债券,还直接向投资人支付本金和利息。

在以上三个模式的转变过程中,参与试点的地方政府的发债方式逐步趋近市场化,地方政府在债券发行过程中的权责利得到进一步明确,国家信用在地方政府债券中的担保作用逐渐弱化。

2014年10月,《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(以下简称《意见》)发布,标志着中国地方政府债券新运行机制的建立。《意见》对包括发债主体、债券种类、发债规模、债券审批、发债用途、债券偿还等都提出了指导原则和一些具体规则。比如,《意见》规定,要“严格限定地方政府举债程序和资金用途”,“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”。

2. 发行规模和期限

2009-2011年间,中国地方政府的年度发债规模均为2000亿元;2012年和2013年分别增加到2500亿元和3500亿元;2014年为4000亿元。

2014年4000亿元地方债发行规模内,上海、浙江、广东、深圳、江苏、山东、北京、江西、宁夏、青岛等十个省市试点地方政府债券自发自还,这些省市的自发自还债券总规模为1092亿元。其余省市的发债规模总和为2908亿元,其仍由财政部代发代还。

2009年第一批地方政府债券发行的期限是3年,2010年有了5年期债券,2012年有了7年期债券。在2014年“自发自还”模式下首次增加了10年期债券。

从各个期限的占比情况看,

2014年以前,3年期和5年期是地方政府债券发行的主要类型;2014年,7年期地方政府债券的发行比例增加到22.9%,比2013年上升了13.6个百分点。

地方政府债券的期限演变和它的发行方式一样,也反映了逐渐试验的过程。地方政府债券以期限较短的3年期开始,可以比较容易评估风险、定价,但由于地方政府融资投向基本上为长期的基建项目,债务长期化将实现融资与投资期限相匹配,也符合代际分担的原则。

3. 发行利率

中国地方政府债券的发行利率与同时期同期限国债利率近似。2014年的发行利率范围处于3.63%-4.50%之间。

从2009年以来的走势看,以3年期地方政府债券为例,地方政府债券的发行利率与国债利率有很强的相关性。但3年期地方政府债券的发行利率有时会低于同时期的3年期国债到期收益率,即出现了负利差,这种情况有悖常理。

4. 投资人

中国地方政府债券发行和交易的主要场所为银行间市场。债券的投资人主要是商业银行和特殊结算成员(包括人民银行、财政部、政策性银行、交易所、中央国债公司和中证登公司等机构),两者的持有比例从2009年至今一直在85%以上。保险机构、基金、证券及个人和境外机构等虽然也都积极参与与政府债券的交易,但其规模均相对较小。

5. 信息披露与评级

地方政府债券的信息披露通常包括两方面内容:一是关于债券本身的信息,二是关于发债主体(即地方政府)的信息。与“代发代还”和“自发自还”相比,2014年“自发自还”模式下的信息披露更为充分。比如,地方政府债券公告中首次列出了募集资金的具体用途,也对地方政府所辖区域的经济、政府财政收支和政府债务状况等进行了说明。“自发自还”模式还引入评级机构对地方政府债券进行评级,显著提高了地方政府信息的公开力度。

6. 偿还规则

地方政府债券试点的时间短、规模小,还未构成偿还历史,但2014年10月出台的《意见》却包含几条值得关注的新的规定。一是地方政府债务分门别类纳入全口径预算管理,这意味着在预算中要对偿债资金做出相应安排;二是中央政府实行不救助原则;三是地方各级政府要制定应急处置预案,建立责任追究机制;四是地方政府出现偿债困难时,要通过控制项目规模、压缩公用经费、处置存量资产等方式,多渠道筹集资金偿还债务。

不同期限地方政府债券的发行情况(单位:亿元/%)

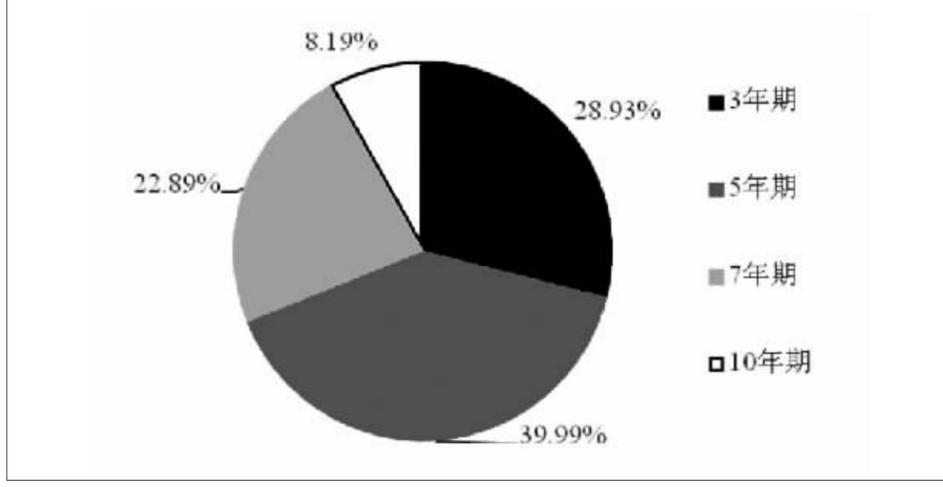
项目	2009年		2010年		2011年		2012年		2013年		2014年	
	发行额	占比										
3年期	2000.00	100.00	1384.00	69.20	992.50	49.63	1098.00	43.92	1417.00	40.49	1157.00	28.93
5年期			616.00	30.80	1007.50	50.38	1257.50	50.30	1757.00	50.20	1599.80	39.99
7年期							144.50	5.78	326.00	9.31	915.60	22.89
10年期											327.60	8.19
合计	2000.00	100.00	2000.00	100.00	2000.00	100.00	2500.00	100.00	3500.00	100.00	4000.00	100.00

数据来源:中国财政部网站、Wind资讯

不同投资者持有中国政府债券的情况(2009-2014)(单位:亿元)

项目	2009年12月31日	2010年12月31日	2011年12月31日	2012年12月31日	2013年12月31日	2014年11月30日
特殊结算成员	15,718.35	15,568.75	15,487.75	15,591.75	15,634.45	15,751.52
全国性商业银行	25,392.29	30,043.39	33,964.63	39,442.07	43,294.70	46,858.48
非全国性商业银行	5,347.40	6,542.13	7,771.57	8,372.98	10,490.26	12,217.18
保险机构	2,806.10	3,641.85	3,193.47	3,091.58	2,899.97	3,057.94
基金、证券、信用社等非银行金融机构	1,855.49	1,753.36	1,934.34	1,908.77	2,010.94	2,072.20
个人投资者及非金融机构	88.37	84.34	49.99	40.15	30.01	18.59
交易所	2,113.15	1,977.07	1,989.13	1,782.43	2,394.37	2,475.53
境外机构及其他	6.30	16.95	142.57	444.62	1,366.15	2,165.80
合计	53,327.45	59,627.85	64,533.45	70,674.35	78,120.85	84,617.24

2014年不同期限地方政府债券的占比情况



数据来源:Wind资讯

二、地方政府发债四问题待解

首先,地方政府债券发行中的非市场化问题。一般来说,地方政府债券的信用风险略高于中央政府,因而地方政府债券的发行利率理论上应高于同期限的国债。但在大多数情况下地方政府债券的发行利率与同期国债的利率几乎相差无几。

笔者认为,地方政府债券的利率与同期国债的利率基本一致,说明投资者认为地方政府的信用和中央政府的信用是一样的。在单一制国家体制下,地方政府隶属于中央政府,在财政上也是地方对中央负责。现实中中国的地方政府确实没有倒闭的,偶然的违约事件也在中央政府的帮助协调下得以解决。债券评级机构也显然和投资者有同样的判断,对参与2014年“自发自还”试点的地方政府债券都评为AAA级。

但2014年10月出台的《意见》中明确提出的“中央政府实行不救助原则”,如果真正予以实践,则会意味着对地方政府信用产生重要影响。这意味着地方政府债券未来有可能出现延期拖欠、债务重组等风险,这些风险也可能由投资者承担。当然,目前中国省级政府的负债情况大多是很健康的,债务集中在市县级。这也许是因为《意见》中同时规定在地方政府难以自行偿还债务时,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。这实际上意味着上级政府(虽然不是中央政府)还有兜底的责任。无论如何,在“中央政府实行不救助原则”的背景下,未来地方政府债券的投资评级以及利率走势也许会出现相应的变化。

至于地方政府债券的发行利率低于同期国债利率的现象,确实是非市场化因素在中国经济运行中扭曲作用的结果。这使得地方政府债券发行的严肃性和专业性受到质疑。在发行债券时,一些地方政府会找金融机构“做工作”;一些金融机构为讨好地方政府也会主动降低发行利率,以期从地方政府获得其他业务,包括地方财政存款、国有企业贷款等。这也就是为什么在《意见》关于严肃财经纪律的规定中,明确要求地方政府不得违规干预金融机构等正常经营活动,不得强制金融机构等提供政府性融资。在现实中,要做到真正依靠市场化手段为地方政府债券合理定价,使其真实反映风险水平,还需要更多制度方面的改革,包括重新界定政府与市场的关系、推动国有企业改革等,可谓任重道远。

其次,债券持有人过度集中的问题。银行系统对地方政府债券的持有比例从2009年至今一直在85%以上。这样高的比例意味着地方债风险在银行系统内高度集中。这和融资平台的负债主要是银行贷款所带来的风险在本质上是一样的,尽管地方政府债券的期限长些、利率低些。因此,多样化债券持有人应是今后不可忽视的一项工作。可以考虑的举措包括扩大债券投资基金、货币市场基金的规模,打通普通投资者参与地方政府债券的渠道,还可以尝试在地方交易所发行和交易地方政府债券,这样也有利于建设更多层次的资本市场。

第三,信息披露和评级的问题。在地方政府债券的评级过程中,由于地方政府没有正式编制和披露资产负债表,地方政府的资产状况、流动性状况、财政收支以及

债务负担情况或者没有披露或者披露不充分,使得地方政府债券信用评级缺乏可靠的数据作为评级支撑。比如,笔者近期在某个地方政府调研时发现,虽然这个地方政府债务负担比较高,但是其资产负债表上却显示了充足的流动性。这是因为这个地方政府把过去一到两年中借来的大部分债又都存入银行,为的是应对去年和今年还债高峰的到来,也为应对在更严格的债务管理办法出台后融资受限的问题。如果仅看债务余额,以及其与GDP和财政收入的比例,这个现象是看不出来的。因此应当尽快推动地方政府资产负债表的编制,否则地方政府债券信用评级的可靠性将持续受到质疑。同时,还应尽快建立完整和有效的地方政府信息披露机制,以保证地方政府债券市场的长期健康发展。

第四,偿还规则的问题。《意见》中提到的“应急处置预案”应可以包括建立和动用偿债基金、发行新的债券来偿还、向中央或上级政府抵押资产取得短期资金、处置存量资产、债务延期或重组等。也就是说,“应急预案”包括上级政府特定条件下的支持,也包括可能的不予直接支持。《意见》中的“切实化解债务风险”,应该指对地方政府债券偿还的风险应妥善处理,但“化解债务风险”应该不等于全额偿还,而为有合理的解决方案。《意见》中的“责任追究机制”,通常包括相关的审批责任、项目建设与运营责任、政府管理责任等,但可能还包括相关债券承销商的责任,投资者应承担的责任等。因此,如能出台更加明确和详细的偿还规则,将对投资者对投资风险做出更合理的评估提供更大的帮助。

保持债务的可持续性

发行地方政府债券可以置换在新预算法实施前累积的地方政府性债务。地方政府债券有明确的政府信用作支撑,发行成本将显著低于以企业名义发行,实际依靠政府信用的平台类债务。去年十个试点地区发行的地方政府债券,发行利率都在同期限国债利率上下浮动,进一步证实市场对于地方政府信用的定位。如此进行债务置换,无疑有助于减少未来的付息压力,部分缓解当前地方面临的较大的债务偿还困难问题,从而也有利于遏制债务违约引发系统性风险。

今年3月12日,财政部公布了1万亿元额度置换各地比例,“截至2013年6月30日地方政府负有偿还责任的存量债务中,2015年到期需偿还18578亿元。1万亿元的总债券额度占2015年到期政府负有偿还责任的债务的53.8%。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(53.8%)测算分配”,并规定了置换债券的主体、偿还和纳入预算的管理办法和要求。通过存量债务置换,有利于保持债务的可持续性,根据泰勒原理,只要维持一定的GDP增速高于实际利率水平,债务旋门就可以推得动,政府可以谋求类似铸币税的好处。显然,这需要保持在债务期限、结构以及经济增长、就业、利率、通胀各指标之间的微妙的平衡关系,当前各项指标的实际表现来看是符合泰勒原理的,能够保持债务的可持续性。

拉低社会融资成本

除了缓解偿债压力,政府债券的推出更有助于市场无风险利率的回归。一段时期以来,地方债务多集中在地方融资平台公司的企业债务上,成本较高。但融资平台身份的特殊性,让市场产生政府信用延伸的误区,普遍认为平台类债务有政府信用的隐性担保,因而使这类债务实际上成为变向的无风险投资标的,也让市场上的无风险利率保持着较高的水平。

由于刚性兑付存在,市场上城投债被认为是准国债,其利率水平却比国债高得多,但由于风险溢价部分以政府信用为背书,市场上潜移默化的以此类为无风险收益率,一直以来,城投债被追逐热捧,市场有言“得城投者得天下”。投资者行高收益之实,收低风险之利,此为基准拉高了收益率谱系,这也扭曲风险和收益的对等关系。这种局面不利于债券市场的发展,也使得风险不断地向地方政府中央政府层层传导累积,透支国家信用,形成信用风险“堰塞湖”。

这种无风险利率被扭曲的现象,不仅抬高实体经济融资成本,也降低了资金投资企业的积极性,给中国经济的转型和复苏造成很大障碍,同时还让政府性债务风险不断累积,市场的违约风险不断加剧,推高系统性风险。政府债券的推出,在明确自身政府信用的同时,更重要的是脱掉了部分非政府债券过去拥有的变相无风险资产的“外衣”,让无风险利率的扭曲得以纠正,让政府信用和市场风险各归各位。

只有在无风险利率回归的情况下,带动广谱的收益率曲线下移,货币政策的实施效果才有了保障,实体经济的融资成本也才能真正下降,促进金融更加有效的服务实体经济,资金投资实体经济的积极性也会得到提高,避免资金过度在金融系统内小循环,这样,才能真正促进金融和实体经济之间的良性循环。

然而不能忽视的问题是,政府债券有限的规模和较大的地方债务压力之间还有相当差距。虽然用政府债券进行债务置换对于缓解债务违约和降低实体经济融资成本有益,但由于债务规模仍受限与实质上的财政赤字等因素,并且发行地方政府债券实际上还是提前给未来的地方财政增加偿债负担,因此,解决地方债务问题不应该依赖政府债券置换,而是应通过这一方式,避免资金链断裂和债务违约爆发,同时为引入社会资金等更为市场化的方式争取时间,厘清政府和市场的界限,同时社会承担更多有一定收益的公益性项目,才能在给政府减压的同时,激发市场活力。