

政策频繁出台，城投债置换或加速

2017 年 5 月 2 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱: lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

政策频繁出台，城投债置换或加速

作者：联合资信

近期，“12 伊旗城投债/PR 伊旗债”提前进行了回购，成为国内第一支提前兑付的城投债。城投债提前赎回事件自 2016 年就初见端倪，多家发行人曾提出提前兑付债券申请，但由于未通过债券持有人会议而未实现。此次“12 伊旗城投债/PR 伊旗债”的提前赎回拉开了城投债券提前置换的序幕，也促进投资者进一步认识和了解城投债的风险及其未来发展趋势。

2017 年城投债置换速度或将有所提升

《财政部关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》（财预【2015】225 号）明确计划用三年左右的时间（2015~2017 年）完成对非政府债券形式存量政府债务的置换，为城投债置换提供了法律依据。根据审计署认定的数据，截至 2014 年底地方政府性债务中的一类债务规模为 15.4 万亿，其中 14.34 万亿元需要通过发行地方政府债券进行置换。根据 wind 数据，2015~2016 年全国累计发行地方政府置换债券 8.01 万亿元，2017 年为地方政府债务置换的最后一年，预计 2017 年剩余 6.33 万亿存量债务需要置换。城投债的置换速度或将有所加快。

国务院办公厅于 2016 年 11 月正式发布的《地方政府性债务风险应急处置预案》（国办函【2016】88 号文）明确重申了地方政府性债务分类（一、二、三类），其中政府仅对一类债务依法承担偿还责任。同时，由财政部出台的《地方政府性债务风险处置指南》（以下简称“《指南》”）也针对不同类型的地方政府性债务制定了更加细化的处置方案与步骤。对于被纳入一类债务的城投债，《指南》给出了详细的置换方案：首先，发行人需要通过召开债券持有人会议的方式向债权人发出置换要约，如果债权人同意，则相关偿还义务转移给地方政府，同时发行人需将政府前期注入支持债务人举债的补贴收入、资产或资产变现收入等返还给地方政府；否则，相关城投债将失去一类债务身

份，偿还责任依然由发行人承担，相关债务对应的地方政府债务限额由中央统一收回。

城投债置换能否成功取决于赎回条款设计

一般情况下，债券价格在到期日以面值进行兑付，债券是否能够提前赎回，本质上取决于投资者和发行人之间的利益是否均衡，即主要取决于其在二级市场的估价净值与面值的差异。对于城投债来说，置换或提前赎回成功与否取决于投资人、城投公司和地方政府三方利益的博弈。“13 盘锦高新债”、“13 临海债”、“14 海南交投 MTN001”及“14 宣化北山债”的发行主体均曾提出提前赎回，但都未成功，主要原因是上述债券发行时间较早，发行利率较高，而且发行人资质相对来说较好，违约风险低，导致其债券的二级市场估值远高于票面价格，简单按照面值赎回投资者要承担较大的损失，这也是城投债券提前置换难度较大的主要原因之一。而“12 伊旗城投债/PR 伊旗债”的成功提前赎回，则是由于债券二级市场估值略低于票面价格，发行人采取以面值进行置换的方式，投资人的利益得到了保护。

从投资人角度来看，若选择提前赎回（置换），投资人的收益将主要来自于置换价及利息补偿，风险是置换后的再投资风险；反之，若选择不置换，则将面临城投债估值下跌甚至违约的风险。对于地方政府而言，如不能完成债务置换则相应的政府债务额度会被中央政府收回，因此地方政府倾向于促成城投债成功置换。对于城投平台而言更是倾向于债务置换，如不能置换，则其需要自己承担还款责任。由于城投公司主要承担了地方政府的基础设施建设职能，城投公司因基建业务所产生的债务通常也由地方政府实际承担最终的偿还责任，因此为了促成置换，地方政府和城投平台的利益诉求可以统一为在促成城投债成功置换的前提下尽量降低置换代价，使置换价处于一个各方均可以接受的相对合理水平。“12 伊旗城投债/PR 伊旗债”正是由于估值略低于票面价格，发行人采取以面值进行置换的方式，保护了投资人的利益，所以执行得最为顺利。

城投行业风险提高

国务院制定的三年地方债务置换期临近结束，对于经甄别后纳入地方政府债务的城投债置换需求很大。就目前情况来看，二级市场估值价格与票面价格相距不大的债券置换可能性更大，或者双方互赢的情况下才能达成债券置换。因此，城投债能否出现大量置换仍难以估计。此外，《指南》中规定若债权人同意将相关债务置换为政府债券，地方政府不得拒绝，同时进行债务置换后城投平台应当将政府前期注入支持债务人举债的补贴收入、资产或资产变现收入等返还给地方政府，这些将对城投公司的信用基本面产生一定的不利影响，也会对其在 2014 年后发行的其它城投债的估值造成一定的冲击。

从陆续出台的政策来看，国家将城投债从地方政府债务剥离的态度较为坚定，政府对城投债产生的隐性信用背书将逐步弱化，城投公司与政府的信用关联性将进一步下降，对于部分极度依赖地方政府财政补贴的城投平台而言，城投债信用违约事件或许也将开始发生。