

2015.9.14

地方政府债置换

Restructuring of Local Government Debts



讲演者：孟小宁

目录

- | | |
|----------------------|------|
| 1、政府债置换之市场现状 | 3 页 |
| 2、债务置换对经济的影响 | 8 页 |
| 3、海外对政府债置换的看法 | 12 页 |

1

市场现状

地方政府债的演变

代发代还

2009年起由财政部代理发行并代还本息
市场完全按国债去定价交易

自发代还

2011年5月四省市自主发行，2013年增至六省市

自发自还

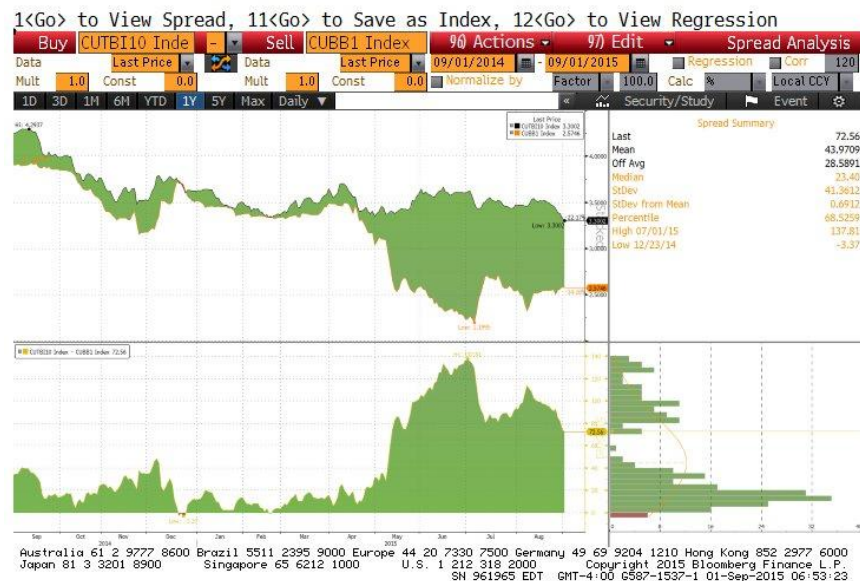
2014年5月十省市自发自还，并引入市场化信用评级

债务置换

2015年起全部按市场化原则自发自还，建立一般债券和专项债券机制
逐步将政府性债务完成置换

供给增加给债券长端造成压力

- ❖ 2015年确定新增地方政府债3.2万亿，未来若干年替换总量约20万亿
- ❖ 目前尚无发行计划，时间、分布均未知
- ❖ 对长端冲击影响大，挤占利率债需求和投资户风险资源
- ❖ 5-8月合计发行超过1.5万亿，短期内长债下跌，期限利差极度拉宽



按同期限国债水平作为定价依据

- ❖

短期内由发行方主导，以“讲政治”方式迅速完成发行任务
- ❖

综合考虑所得税、营业税、风险权重、资本充足率等要求，地方政府债应在国债+10%左右才具备可比性

经调整后收益率比较模型

品种	十年国债	十年金融债	地方政府债（国债+0%）	地方政府债（国债+15%）
市场收益率	3.50%	3.93%	3.50%	4.03%
所得税	0%	25%	0%	0%
营业税	0%	0%	0%	0%
风险权重	0%	0%	20%	20%
资本充足率	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
理论回报率	3.50%	3.45%	3.12%	3.65%

信用和流动性分析

信用主体

很多省市是第一次作为独立主体发债融资，市场缺乏数据和分析
目前可循数据以债务总量、结构、GDP为主

财务状况

从杠杆率来看，贵州数值最大，青海其次，山东数值最低
从绝对规模来看，江苏、广东、四川规模最大

债务结构

北京、天津、山西等以银行贷款为主，债务置换相对顺利
贵州、宁夏、内蒙、浙江等非银融资比例高

政府层级

重庆、江苏、浙江、福建的区县乡镇一级融资比例高
青海、北京、天津、山西以省市一级融资比例高

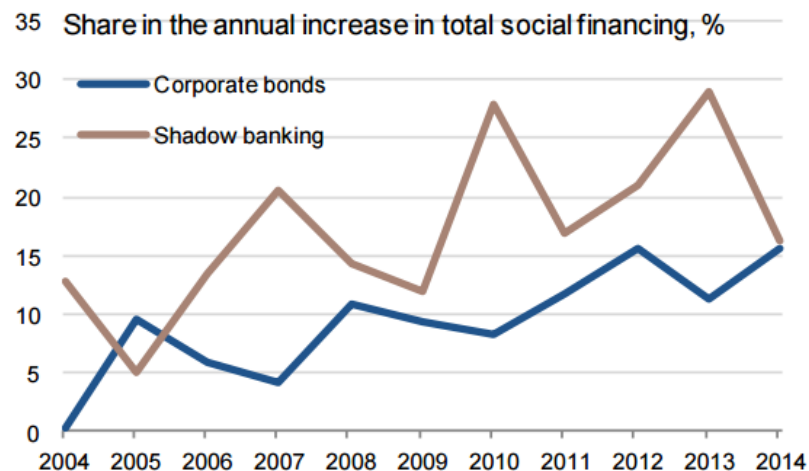
2

经济影响

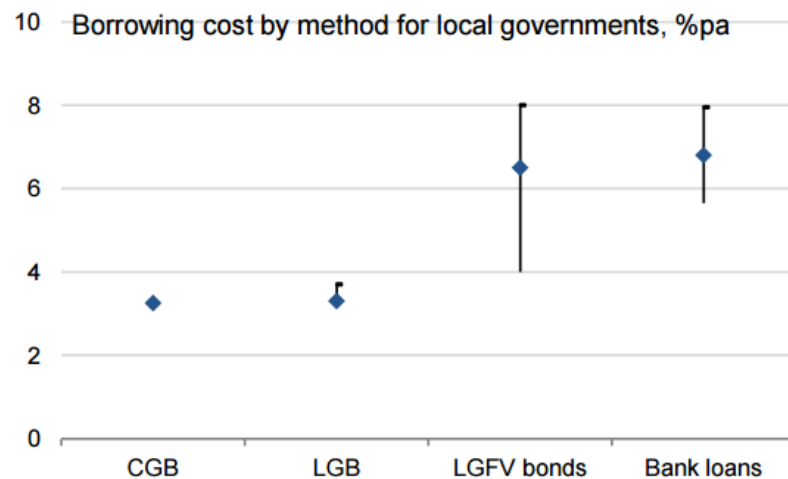
地方政府债的积极意义（1）

- ❖ 从根本上解决了“影子银行”的威胁
- ❖ 大幅降低了债务成本，延长负债久期，使得债务危机得以化解
- ❖ 明确融资主体，融资工具标准化，运作市场化和透明化，有利于扩大融资市场

Corporate bonds replace shadow borrowing



Cheaper borrowing with explicit state guarantees



Source: China bonds, PBoC, Bloomberg, SG Cross Asset Research/Economics

地方政府债的积极意义（2）

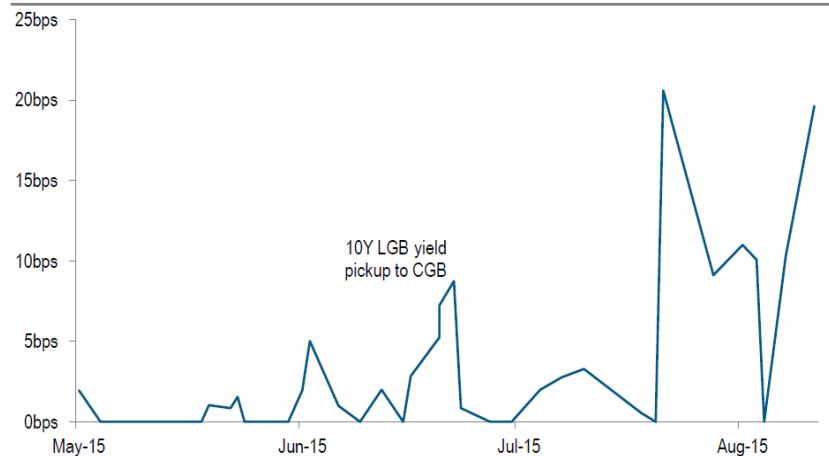
- ❖ 创造了结合利率债和信用债的混合型债券产品，对债券市场的发展起到积极作用
- ❖ 提供信用、收益、流动性的新组合，丰富投资策略
- ❖ 为长期建立更为专业的地方性债务融资平台提出要求
- ❖ 使得货币政策对实体经济的传导更为现实



对“保增长”有一定抑制

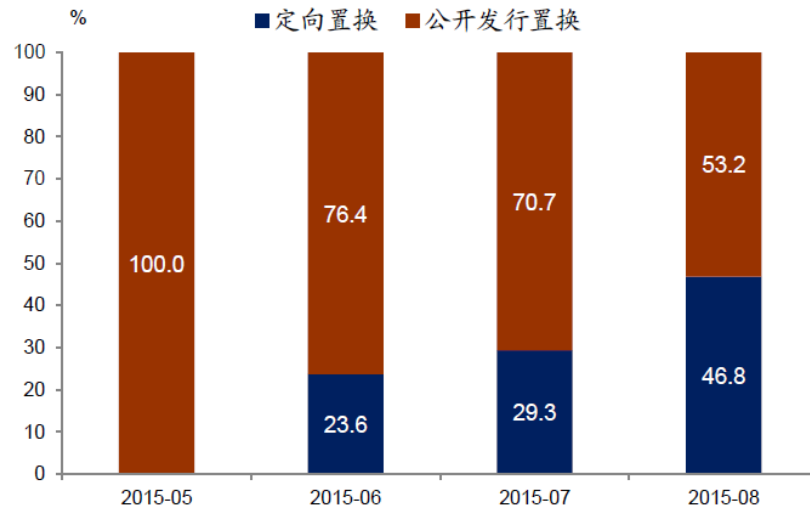
- ❖ 整体债务上限约束了地方政府的融资规模，短期内压制了恢复增速的要素
- ❖ 对市场承接力提出挑战，可否最终实现市场化的风险定价仍是未知数
- ❖ 需要货币政策和财政政策更精确的配合，否则会互相抵消效用
- ❖ 对不能纳入地方政府债的融资平台，增加再融资成本和风险，也对旧有的投资人有一定财务影响

LGB yield pick-up over CGBs has increased



Source: Bloomberg, Chinabond, Standard Chartered Research

定向置换比重上升

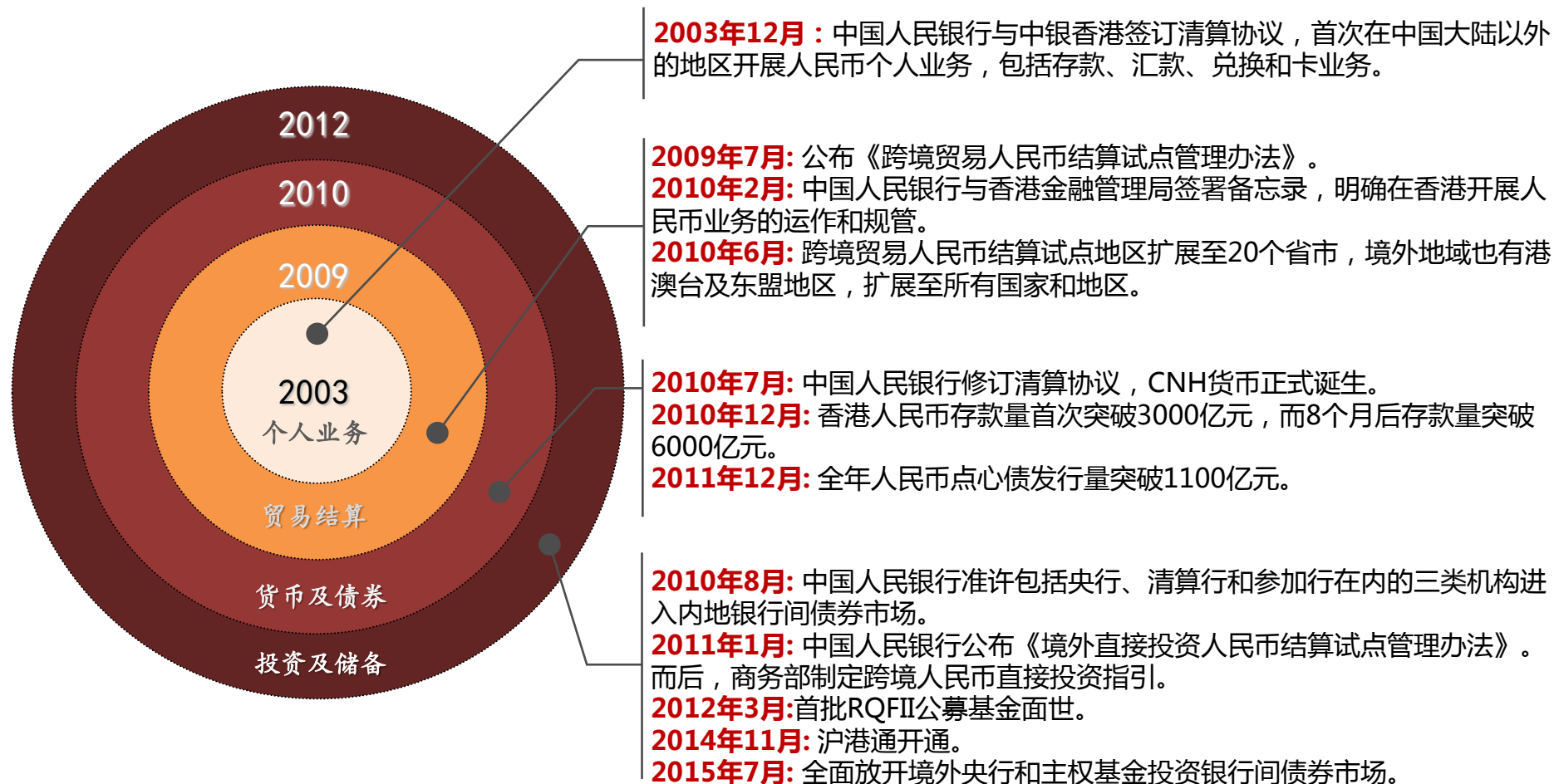


资料来源：中国债券信息网、万得资讯、中金公司研究部

3

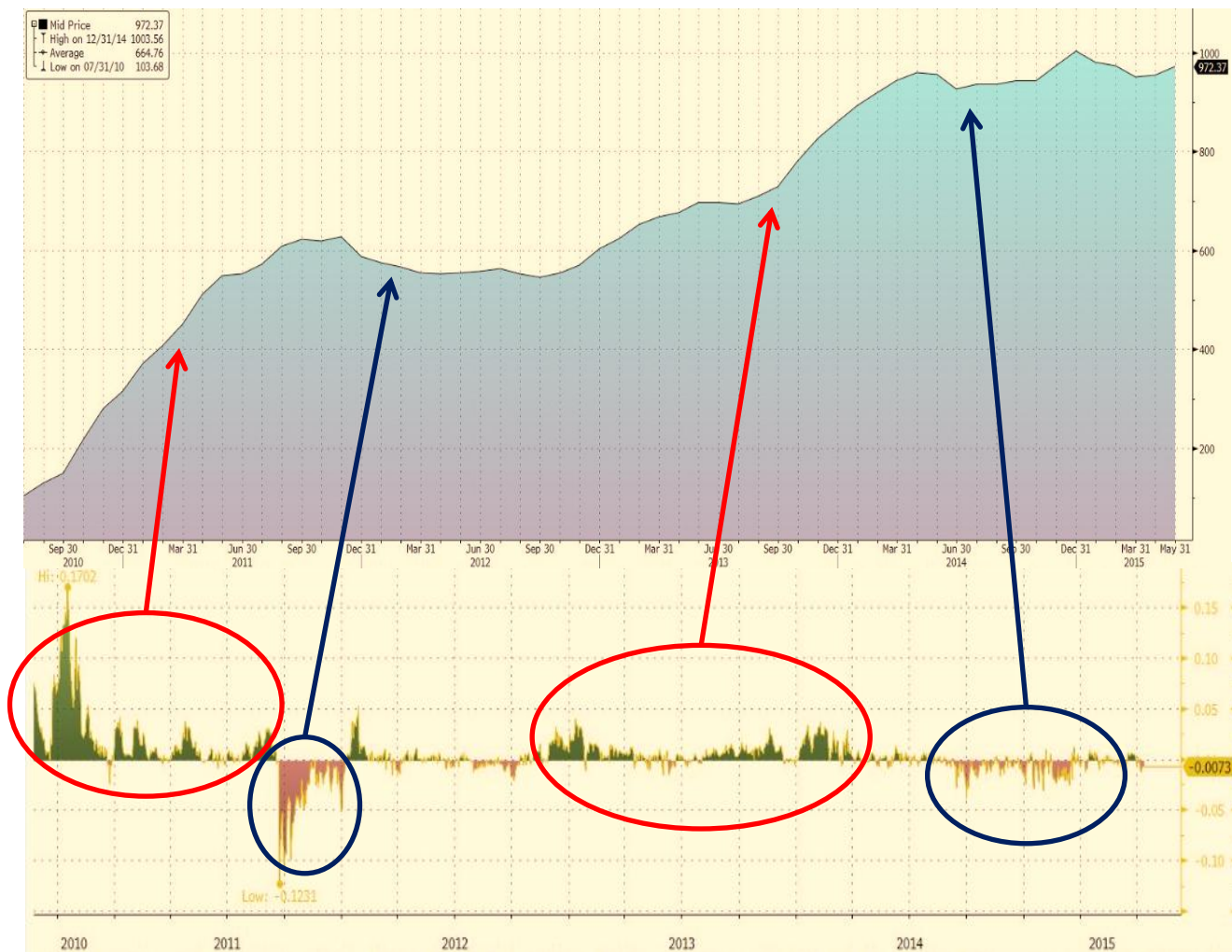
海外看法

国际化进程时间表



外汇价格主导离岸市场的资金面

- ❖ 自2009年起通过跨境贸易结算向海外输出了2-3万亿人民币的资金
- ❖ 海外市场体量足够大，以基于主流货币的产品形势自发形成了离岸人民币外汇和衍生品市场
- ❖ 市场活跃程度和产品丰富度远超境内
- ❖ 货币供给方式由过往贸易结算向资本输出过渡



海外投资中国债券市场

- ❖ 央行主导的三类机构是海外投资银行间债券市场的主力
- ❖ QFII/RQFII基于非法人产品方式，创设周期长，成本高，见效慢
- ❖ 今年以来三类机构项目升级加速，已见开放回购和开放央行/主权基金投资
- ❖ 目前海外投资银行间债券市场账户数超过200家，持仓超过6000亿
- ❖ 机构类型以商业银行投资户为主，交易型客户少

Global Investors' Access to China Markets

	Total Program	RMB Bond Investments
QFII	\$150bn	\$5bn
RQFII	\$150bn	\$3bn
Stock Connect	\$50bn	NA
Inter-Bank	\$90bn*	\$90bn
Total	\$450bn	~\$100bn

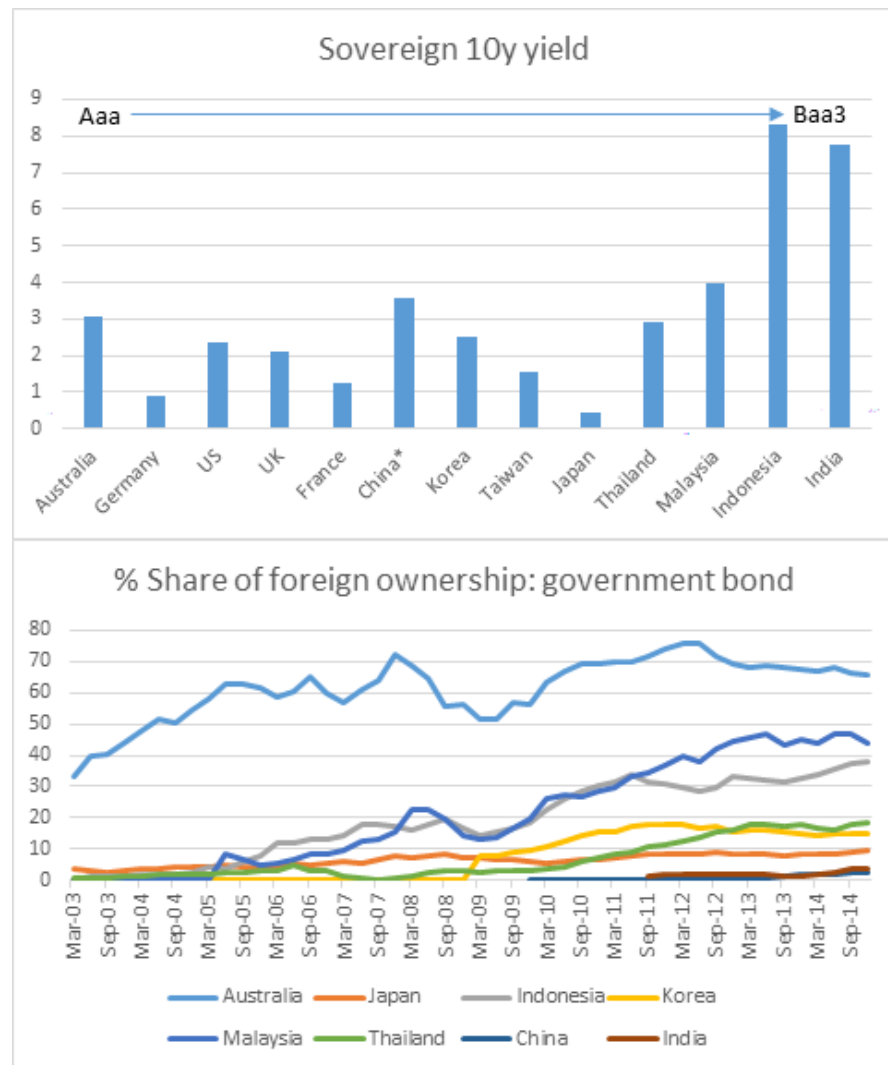
5% of China bond/equity markets

2% of China bond markets



仍具吸引力且令人兴奋的市场

- ❖ 从早期的单纯投机外汇升值，到目前已经比较全面的在各个市场领域进行专业投资
- ❖ 中期内，境外持有比例可从个位数达到10-20%
- ❖ 做好市场基础设施的架构，培育卖方市场，才是海外最急需的
- ❖ 争取加入大的债券指数，目前大约有5万亿美元的资金是追踪三大主权债券指数

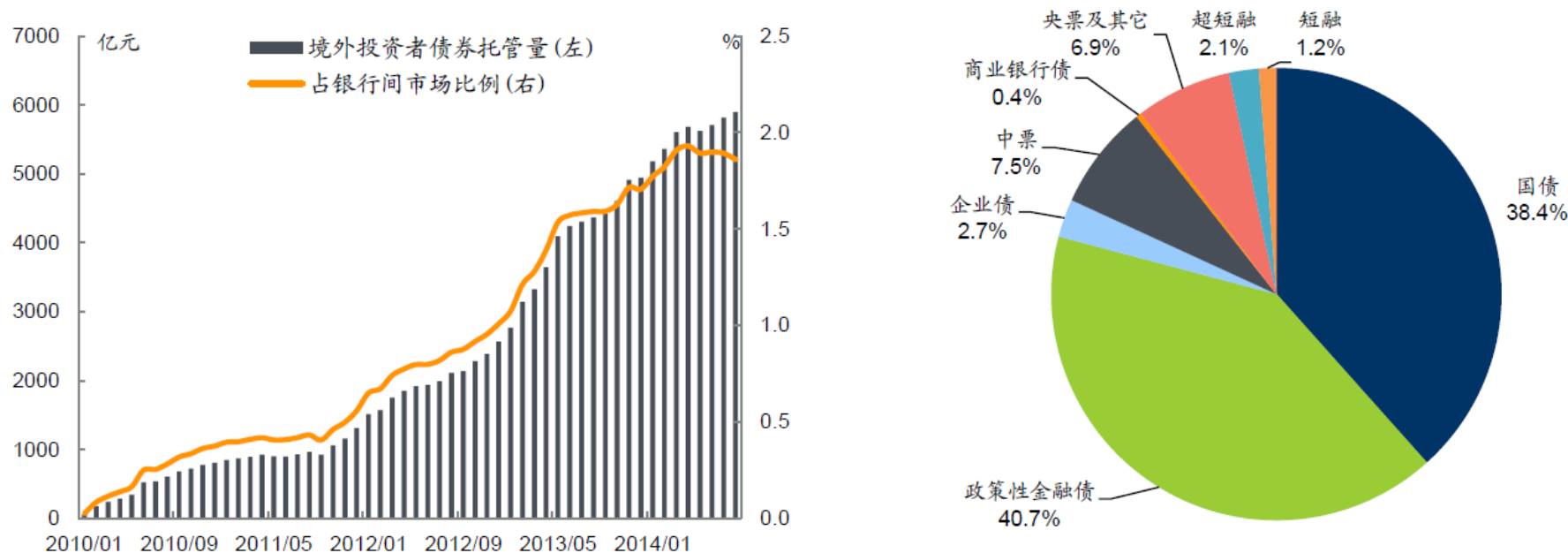


海外投资数量增加，但风险偏好降低

❖ 随着对外开放的扩大，绝对数额还可上升，但汇率改革后，决定权已经更多的是在境外市场手中

❖ 以央行和商业银行为主的投资群体，决定了低风险的利率债是首选。而缺乏对冲工具和信用评估体系，导致信用债比例难以提升

图 4: 银行间市场境外投资者债券持有量 (左); 当前银行间市场境外投资者债券持有比例 (截至 2015 年 6 月) (右)



资料来源：万得资讯，中债登，上清所，中金公司研究

产品纷杂和信用体系不足

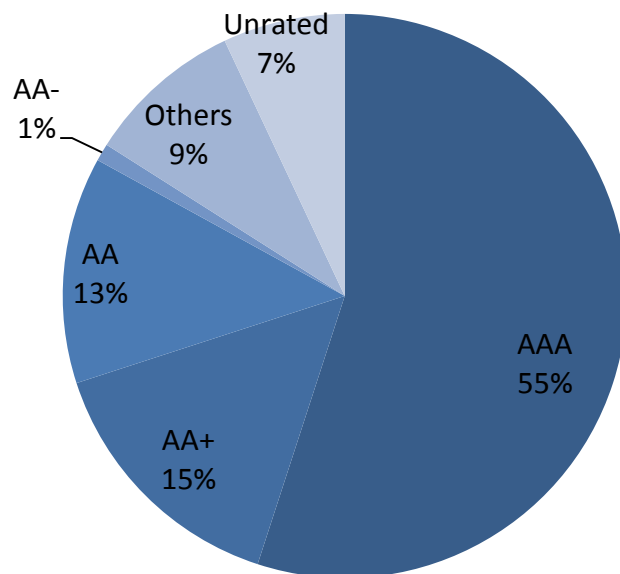
❖ 众多政府机构对各自创设的债券品种进行规管，人为造成市场的割裂，使得发行标准不统一，市场互通困难，投资者也难以辨识和选择。

❖ 信用评价体系不足，整体市场透明度不足，对于有政府信用背景或增信担保的企业权责不清。

主要债券品种的监管主体和流通市场

Product	Approval required before issuance	Listing board
Treasury	Ministry of Finance, Congress	Interbank, exchange
Local government bond	Ministry of Finance, Congress	Interbank, exchange
Policy bank bond	PBoC	Interbank
Financial bond	PBoC	Interbank
Enterprise bond	NDRC	Interbank, exchange
Corporate bond	CSRC	Exchange
MTN and commercial paper	NAFMII	Interbank

超过一半的信用债被评定为AAA评级



同时拥有境内外评级的债务情况

Industrial Bank Co Ltd	兴业银行股份有限公司	银行	601166 ch equity	#N/A N/A	#N/A N/A	BB+	118	188,903,870,000	118	188,903,870,000
Shanghai Pudong Development Bank Co. Ltd.	上海浦东发展银行股份有限公司	银行	600000 ch equity	Baa1	BBB+	BB+	85	141,949,590,000	85	141,949,590,000
State Grid Corporation of China	国家电网公司	央企	CHSGCZ CH EQUITY	Aa3	AA-	A+	56	414,500,000,000	41	329,500,000,000
Ping An Bank	平安银行股份有限公司	银行	000001 ch equity	Ba1 *	#N/A N/A	BB+	46	45,880,855,140	43	43,250,000,000
China Minsheng Banking Co Ltd	中国民生银行股份有限公司	银行	1988 hk equity	#N/A N/A	#N/A N/A	BB+	35	138,840,360,000	34	118,840,360,000
China Merchants Bank Co. Ltd.	招商银行股份有限公司	银行	3968 hk equity	Baa1	BBB+	BBB	34	93,144,500,000	34	93,144,500,000
China CITIC Bank	中信银行股份有限公司	银行	601998 ch equity	Baa1	#N/A N/A	BBB	27	121,896,800,000	27	121,896,800,000
China National Petroleum Corporation	中国石油天然气集团公司	央企	CNPZ CH EQUITY	Aa3	AA-	A+	27	370,000,000,000	20	290,000,000,000
Bank of Beijing	北京银行股份有限公司	银行	601169 CH EQUITY	#N/A N/A	#N/A N/A	BB+	23	60,079,300,000	23	60,079,300,000
Bank of Nanjing Co. Ltd.	南京银行股份有限公司	银行	601009 ch equity	#N/A N/A	BBB-	#N/A N/A	23	31,629,500,000	23	31,629,500,000
Agricultural Bank of China Ltd.	中国农业银行股份有限公司	银行	1288 HK EQUITY	A1	A	A	22	175,124,550,000	22	175,124,550,000
China Construction Bank Corp.	中国建设银行股份有限公司	银行	939 hk equity	A1	A	A	22	173,277,300,000	22	173,277,300,000
China Everbright Bank Co Ltd	中国光大银行股份有限公司	银行	6818 hk equity	Baa3	#N/A N/A	BBB	22	83,400,000,000	22	83,400,000,000
Bright Food (Group) Co., Ltd.	光明食品（集团）有限公司	国有企业	bfgclz ch equity	Baa3	BBB-	BBB-	20	42,000,000,000	20	42,000,000,000
Industrial and Commercial Bank of China Ltd.	中国工商银行股份有限公司	银行	1398 hk equity	A1	A	A	18	225,124,340,000	17	200,124,340,000
China Three Gorges Corporation	中国长江三峡集团公司	央企	CJSXGZ CH EQUITY	A1	A	#N/A N/A	16	69,500,000,000	14	63,500,000,000
Bank Of China Ltd	中国银行股份有限公司	银行	3988 hk equity	A1	A	A	15	195,312,860,000	14	155,574,400,000
Bank of Communications Co. Ltd.	交通银行股份有限公司	银行	3328 hk equity	A2	A-	A	15	104,753,970,000	15	104,753,970,000
Beijing Infrastructure Investment Co Ltd	北京市基础设施投资有限公司	国有企业	BIICLZ CH Equity	A1	A+	A+	14	35,600,000,000	11	25,800,000,000
Aluminum Corporation of China Ltd	中国铝业股份有限公司	央企子公司	2600 HK EQUITY	#N/A N/A	BBB-	BBB+	13	34,000,000,000	13	34,000,000,000
China Yangtze Power Co. Ltd	中国长江电力股份有限公司	央企子公司	600900 CH EQUITY	#N/A N/A	#N/A N/A	#N/A N/A	11	37,500,000,000	6	19,000,000,000
China National Gold Group Corporation	中国黄金集团公司	央企	CGOLDZ CH EQUITY	Baa2	BBB	#N/A N/A	9	14,300,000,000	9	14,300,000,000
The Power Construction Corporation of China Ltd	中国电力建设股份有限公司	央企子公司	601669 CH EQUITY	A3	#N/A N/A	#N/A N/A	9	17,500,000,000	7	12,500,000,000
China Petroleum and Chemical Corporation	中国石油化工股份有限公司	央企子公司	386 HK EQUITY	Aa3	AA-	A+	8	99,500,000,000	3	36,500,000,000
Hua Xia Bank	华夏银行股份有限公司	银行	600015 ch equity	#N/A N/A	#N/A N/A	BB+	8	22,900,000,000	8	22,900,000,000
China Railway Group Limited	中国中铁股份有限公司	央企子公司	601390 CH EQUITY	#N/A N/A	BBB+	BBB+	7	27,000,000,000	3	15,000,000,000
China Longyuan Power Group Corp. Ltd.	龙源电力集团股份有限公司	央企子公司	916 hk equity	Baa3	BBB+	#N/A N/A	7	15,200,000,000	2	6,600,000,000
Citic Securities Co. Ltd.	中信证券股份有限公司	证券	6030 hk equity	Baa1	BBB+	#N/A N/A	7	38,500,000,000	3	11,500,000,000
Taikang Life Insurance Co., Ltd.	泰康人寿保险股份有限公司	保险	1275Z ch equity	#N/A N/A	#N/A N/A	A-	7	9,000,000,000	0	-
China Huarong Asset Management Co Ltd	中国华融资产管理股份有限公司	资产管理公司	HUAZ CH Equity	A3	A-	A	7	15,110,940,000	7	15,110,940,000
China General Nuclear Power Corp	中国广核集团有限公司	央企	CGNPCZ CH EQUITY	A3	#N/A N/A	A+	6	18,700,000,000	6	18,700,000,000
Haitong Securities Co. Ltd.	海通证券股份有限公司	证券	6837 hk equity	#N/A N/A	BBB	#N/A N/A	6	23,000,000,000	0	-
The Power Construction Corporation of China	中国电力建设集团有限公司	央企	0623979D CH EQUITY	A3	A-	#N/A N/A	5	10,400,000,000	4	8,400,000,000
Shanghai Huayi (Group) Company	上海华谊（集团）公司	国有企业	druz ch equity	Baa2	BBB	BBB	4	7,300,000,000	4	7,300,000,000
China Guangfa Bank Co., Ltd	广发银行股份有限公司	银行	1011z ch equity	Ba2	#N/A N/A	BB+	4	19,500,000,000	4	19,500,000,000
China Cinda Asset Management Co Ltd	中国信达资产管理股份有限公司	资产管理公司	1359 hk equity	A3	A-	A	4	30,000,000,000	4	30,000,000,000
China Telecom Corp Ltd	中国电信股份有限公司	央企子公司	728 HK EQUITY	#N/A N/A	#N/A N/A	A+	2	20,000,000,000	2	20,000,000,000
Shanghai Electric Group Company Limited	上海电气集团股份有限公司	国有企业	2727 hk equity	A2	A	A	2	2,000,000,000	0	-
Shanghai Electric (Group) Corporation	上海电气（集团）总公司	国有企业	shelgz ch equity	A2	A	A	2	3,500,000,000	2	3,500,000,000
DBS Bank (China) Ltd.	星展银行（中国）有限公司	银行	0408300d ch equity	#N/A N/A	AA-	#N/A N/A	2	2,000,000,000	2	2,000,000,000
China Life Insurance Co. Ltd.	中国人寿保险股份有限公司	保险	2628 hk equity	A1	AA-	A+	2	40,000,000,000	0	-
Ping An Property & Casualty Insurance Co. of China	中国平安财产保险股份有限公司	保险	8096838z ch equity	#N/A N/A	A-	#N/A N/A	2	6,000,000,000	0	-
China Orient Asset Management Corp	中国东方资产管理股份有限公司	资产管理公司	1167z ch equity	A3	BBB+	A-	2	404,400,000	2	404,400,000
China National Offshore Oil Corporation	中国海洋石油总公司	央企	CNOZ CH EQUITY	Aa3	AA-	#N/A N/A	1	10,000,000,000	1	10,000,000,000
China Metallurgical Group Corporation	中国冶金科工集团有限公司	央企	CHMETZ CH EQUITY	Baa3	BB+	#N/A N/A	1	500,000,000	1	500,000,000
Shanghai Rural Commercial Bank Co. Ltd.	上海农村商业银行股份有限公司	银行	SRCBAAZ ch equity	#N/A N/A	BBB-	#N/A N/A	1	5,000,000,000	1	5,000,000,000
Standard Chartered Bank (China) Ltd.	渣打银行（中国）有限公司	银行	scbcz ch equity	#N/A N/A	A+	#N/A N/A	1	5,000,000,000	1	5,000,000,000
Sumitomo Mitsui Banking Corporation (China) Ltd.	三井住友银行（中国）有限公司	银行	0178141d ch equity	#N/A N/A	A+	#N/A N/A	1	1,000,000,000	1	1,000,000,000

THANKS