



兴业研究  
CIB RESEARCH

“中国财政改革与地  
方政府融资研讨会”

# 从银行角度看地方债置换

鲁政委

兴业银行 首席经济学家  
华福证券 首席经济学家

2015.09.14 香港

# 目录

- 中国政府债务与地方债务

---

- 中国的地方债置换

---

- 置换与银行的风险-收益分析

---

- 置换之外的更优方案探讨

---

# 状况

全国政府性债务余额：层级



注：空白表示中间没有数据。下同。

资料来源：CEIC，兴业研究。

# 状况

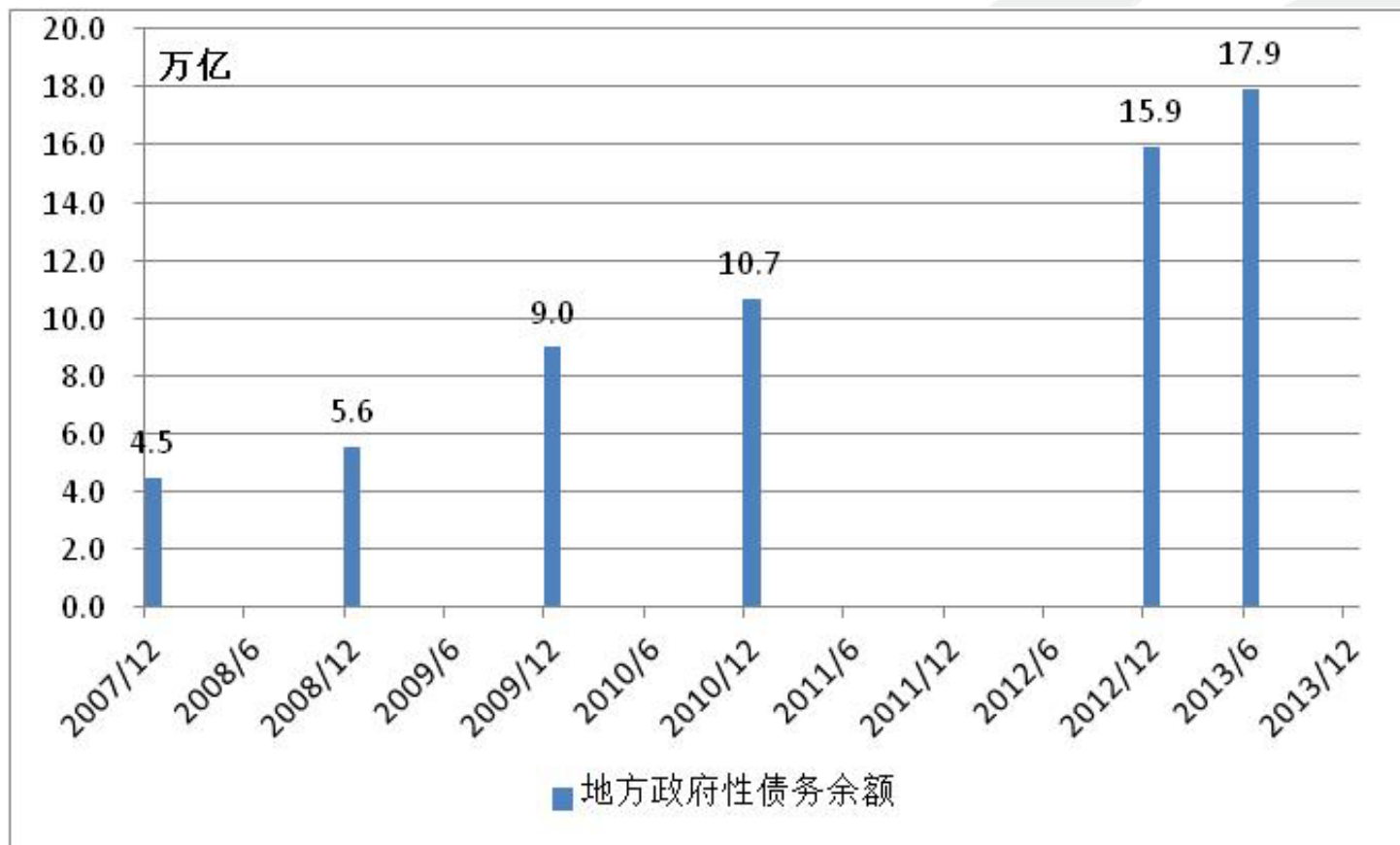
全国政府性债务余额：责任



资料来源：CEIC，兴业研究。

# 状况

## 地方性债务：历史轨迹

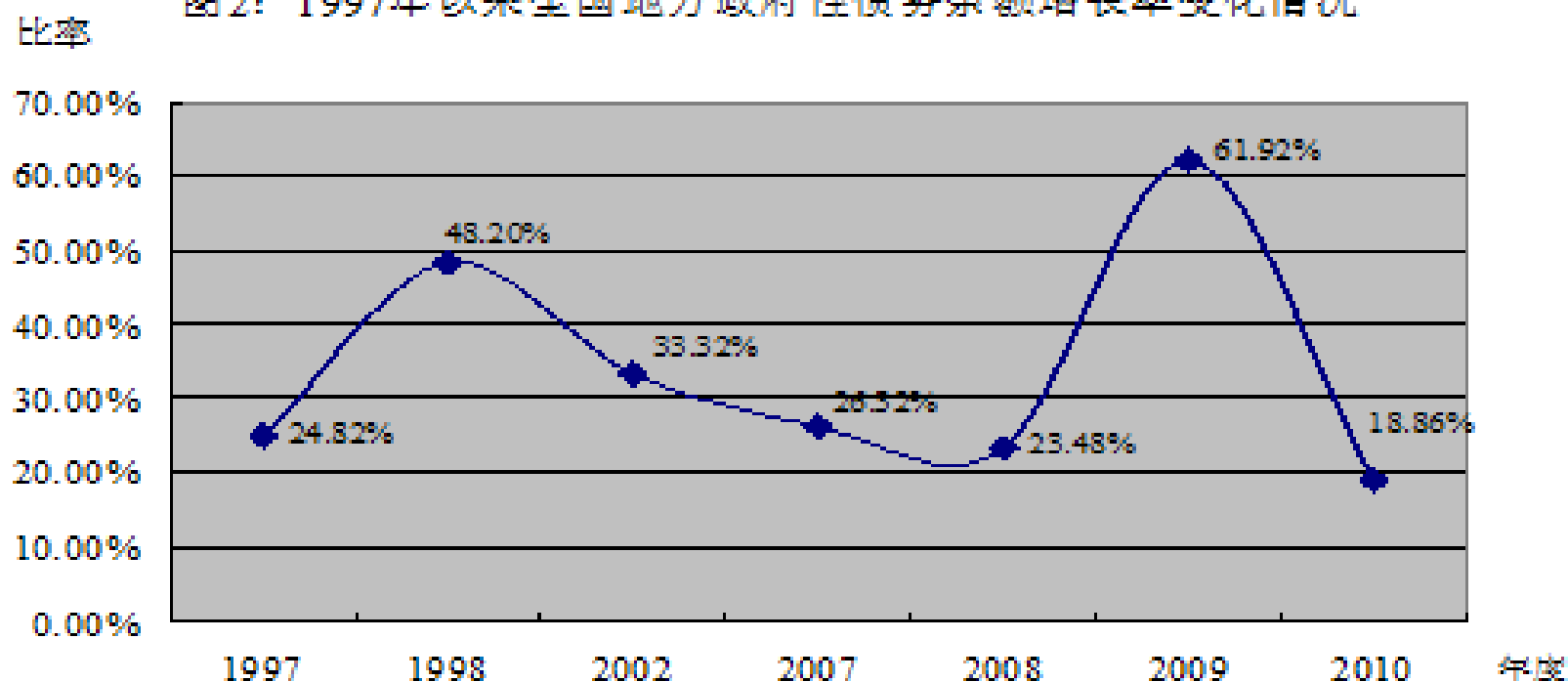


资料来源：CEIC，兴业研究。

# 状况

## 地方性债务：历史轨迹

图2：1997年以来全国地方政府性债务余额增长率变化情况



资料来源：国家审计署（2011年第35号）：全国地方政府性债务审计结果。

# 目录

- 中国政府债务与地方债务

---
- 中国的地方债置换

---
- 置换与银行的风险-收益分析

---
- 置换之外的更优方案探讨

---

# 术语

类 别↵	区别↵	含 义↵
普通债↵	新增↵	弥补年度预算差额↵
一般债↵	↵	↵
专项债↵	↵	↵
置换债↵	存量↵	满足存量到期还本付息需要↵
一般债↵	↵	无盈利由财政全额负担还本付息的项目债务， 属于一般财政预算↵
专项债↵	↵	有一定盈利、但需财政补贴的项目债务， 属于政府性基金预算↵
非定向置换↵	↵	对贷款机构投标量、价无强制要求；公开招标↵
定向置换↵	↵	对贷款机构投标量、价有强制要求；簿记建档↵



## 规定：定向置换

项目	内容
债务范围	审计确认的截至 <b>2013年6月30日</b> 地方政府付有偿还责任的债务中 <b>银行贷款</b> 部分，以及经各方协商一致可以采用定向承销方式发行地方债置换的向信托、证券、保险等其他机构融资形成的债务（以下总称定向置换债务）。
类别	一般债券和专项债券
期限	一般债券的期限为1、3、5、7和10年，单一期限债券发行规模不得超过定向承销发行规模的30%；专项债券期限为1、2、3、5、7和10年，7年和10年债券发行总规模不得超过定向承销发行规模的50%。
规模	定向和公开发行人地方债规模之和不得超过财政部下达的2015年本地区地方债限额。
承销团	由本地区 <b>存量债务</b> 中定向置换债务对应的 <b>债权人组成</b> 。
发行利率	下限不得低于发行日前1-5个工作日相同代偿期记账式国债收益率平均值；上限不得高于发行日前1-5个工作日相同代偿期记账式国债收益率平均值 <b>上浮30%</b> 。
申购额	最低申购额为 <b>本期定向承销地方债计划发行额*定向置换债务中该承销团成员对应债务所占比例</b> ；最高申购额为定向置换债务中该承销团成员 <b>尚未解除的债权总额</b> 。
二级市场交易	<b>暂不可</b> 在银行间市场和交易所市场进行现券交易，可以通过试点商业银行柜台市场进行流通。
抵质押	地方债纳入 <b>中央国库现金管理</b> 和 <b>试点地区地方国库现金管理</b> 的抵质押品范围， <b>纳入SLF、MLF、PSL的抵质押品范围</b> ，纳入商业银行 <b>质押贷款</b> 的抵质押品范围，并按规定在交易场所开展回购交易。

# 置换规模

## 兴业研究的测算

偿债年度	测算债务置换规模		
	2013 年 6 月末存量 债务	2013 年 6 末-2014 年 末新增债务	合计
2015 年	20,067	8,593	28,660
2016 年	13,723	8,593	22,316
2017 年	9,432	8,593	18,025
2018 年及以后	25,100	24,531	49,631

注：政府负有担保责任、救助责任的代偿比例分别假定为19.13%和14.64%，相关参数来自审计署报告中所提供的历史实际代偿比例。

资料来源：兴业研究测算。

## 置换状况

- 规模:

截至7月，财政部共计下发了2.77万亿的2015年地方债券发行额度

——置换第一批：1.00万亿，3月下发

——置换第二批：1.00万亿，6月下发

——普通地方债：7714亿普通地方债债券（6714亿为一般债券，1000亿为专项债券）。

- 可能还会有第三批:

据我们测算，2015年置换债券总额度或将达到2.87万亿，因此预计财政部后续会继续下发约0.87万亿的第三批置换债券额度（也有传闻财政部将下发1.00万亿第三批置换债券额度）。

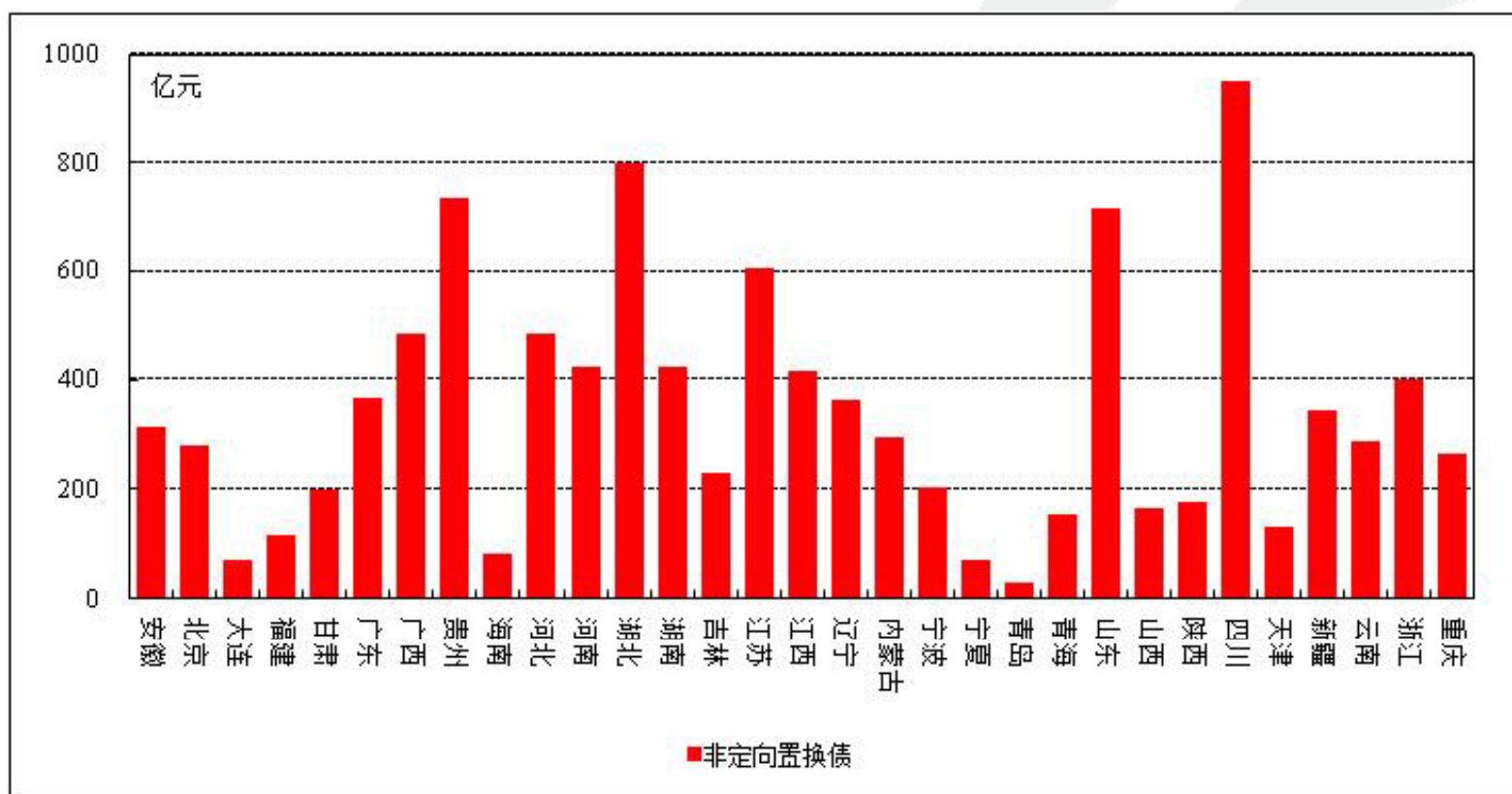
- 节奏:

截至7月，已发行：1.21万亿；还剩余1.56万亿，不包括可能出现的第三批0.87万亿。

# 置换状况

## 非定向置换

(利率与前5个交易日国债利率一致)

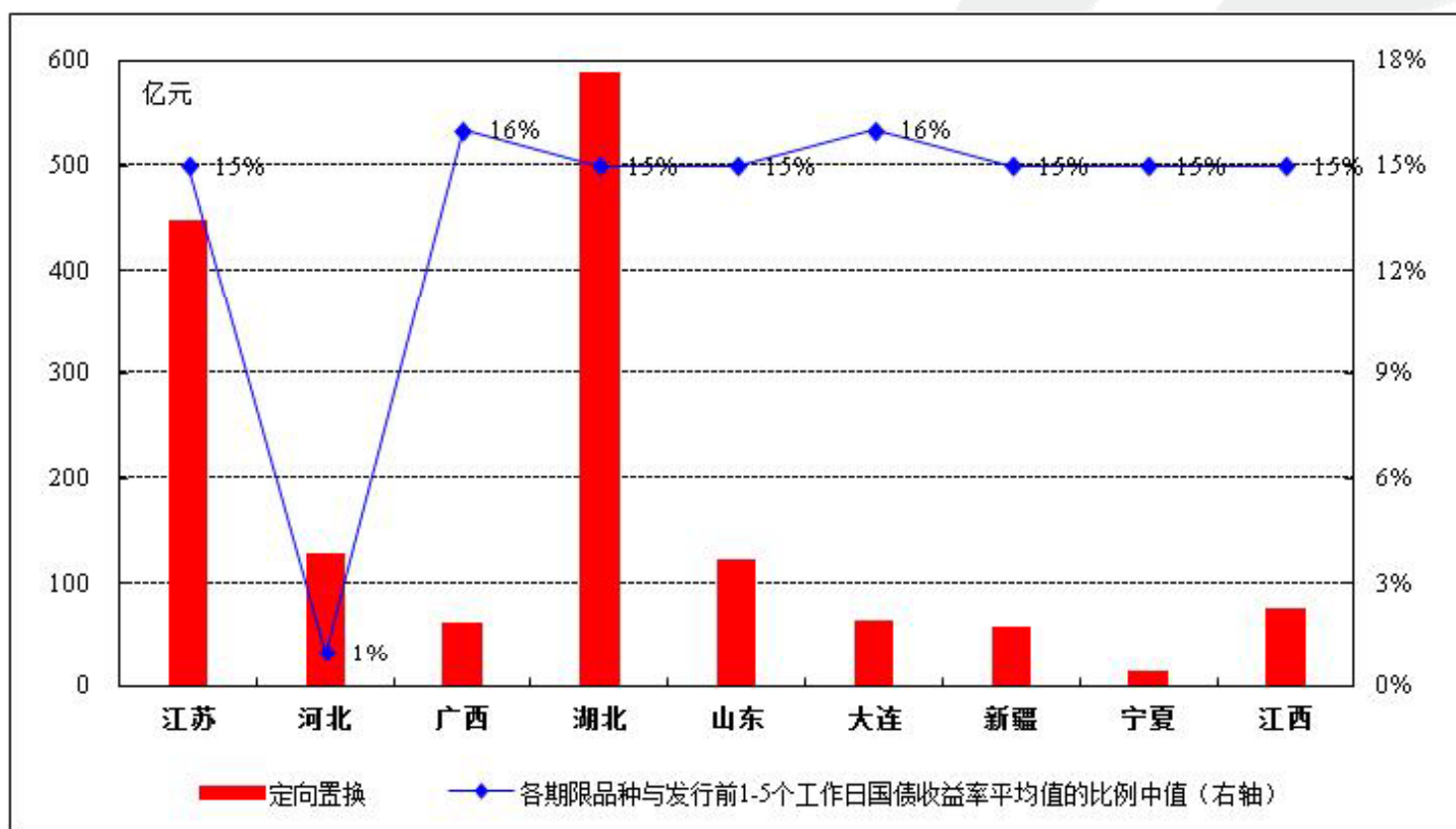


资料来源：CEIC，兴业研究。

# 置换状况

## 定向置换

(利率一般比前5个交易日国债利率高15%)



资料来源：CEIC，兴业研究。

# 目录

- 中国政府债务与地方债务

---
- 中国的地方债置换

---
- 置换与银行的风险-收益分析

---
- 置换之外的更优方案探讨

---

# 风险-收益分析

## 置换债与贷款

	贷款	置换债
风险权重	100%	20%
免 税	无	所得税 25% 营业税 5%
流 动 性	无	国库现金存款抵押品 SLF、MLF、PSL 抵押品
财政存款	无	有，各地不同
信用风险	有	无
利率风险	绝对利率高 浮动利率	绝对利率低 固定利率

# 风险-收益分析

- 收益
  - 免税效应
  - 降低风险资本占用
  - 信用风险：利率 vs 现实
  - 流动性：SLF、MLF、PSL抵押品
- 风险
  - 绝对利率：高 vs 低；静态 vs 动态
  - 利率风险：浮动 vs 固定
  - 限定要件：规模、利率水平、期限分布
  - 配套存款：规模稳定性无保障；市场化后价值下降



# 风险-收益分析

绝对利率：静态与动态

期限↕	1↕	3↕	5↕	10↕
贷款基准收益率↕	4.85↕	5.25↕	5.25↕	5.4↕
国债(或非定向置换债)↕	2.44↕	2.85↕	3.17↕	3.55↕
定向置换债 ↕				
同期限国债收益率 5 日均值* (1+15%) ↕	2.81 ↕	3.28 ↕	3.65 ↕	4.08 ↕
收益率还原后的非定向置换债↕	3.49 ↕	4.08 ↕	4.54 ↕	5.08 ↕
收益率还原后的定向置换债↕	4.02 ↕	4.69 ↕	5.22 ↕	5.84 ↕

注：假设免税(所得税 25%、免营业税 5%)、核心资本充足率为 10%、风险资产回报率为 10%、20%风险权重；收益率还原=【地方债收益率/(1-25%-5%)+10\*10%\*(1-20%)】。↕

资料来源：兴业研究测算。

# 风险-收益分析

绝对利率：静态与动态



资料来源：CEIC，兴业研究。

# 目录

- 中国政府债务与地方债务

---
- 中国的地方债置换

---
- 置换与银行的风险-收益分析

---
- 置换之外的更优方案探讨

---

# 替代方案：特别国债

## 国家审计署（2011年第35号）

“二、地方政府性债务资金在地方经济社会发展中发挥的积极作用

从审计情况看，地方政府性债务资金用于弥补地方财力不足，应对危机和抗击自然灾害，改善民生和生态环境保护，推动地方经济社会的持续发展等方面，发挥了积极作用。

（一）为应对危机和抗击自然灾害提供资金支持。

（二）为推动民生改善和生态环境保护提供重要支撑。

（三）为保障经济社会的持续发展打基础。

截至2010年底，地方各级政府已支出的债务余额中，用于交通运输、市政等基础设施和能源建设59466.89亿元，占61.86%；用于土地收储10208.83亿元，占10.62%。这些债务资金的投入，加快了地方公路、铁路、机场等基础设施建设及轨道交通、道路桥梁等市政项目建设，形成了大量优质资产，促进了各地经济社会发展和民生改善，有利于为“十二五”及今后一段时期经济社会发展增强后劲。”

## 替代方案：特别国债

### 国家审计署（2013年第32号）

“从债务资金投向看，主要用于基础设施建设和公益性项目，不仅较好地保障了地方经济社会发展的资金需要，推动了民生改善和社会事业发展，而且形成了大量优质资产，大多有经营收入作为偿债来源。在已支出的政府负有偿还责任的债务101188.77亿元中，用于市政建设、土地收储、交通运输、保障性住房、科教文卫、农林水利、生态建设等**基础性、公益性项目**的支出87806.13亿元，**占86.77%**。”

（国家审计署：全国政府性债务审计结果，2013年）

# 替代方案：特别国债

## 国务院专家企业家座谈会（7月10日）

张军回答说：“从国际上看，对政府债的概念其实是可以分开的。现在中央政府债务负担比例偏低，那就可以通过债务置换，核销地方政府债务。”

今年3月以来，中央政府已经开展的地方债置换，在受到经济学界肯定的同时，也有一些质疑的声音。当天的座谈会上，李克强明确指出：“在中国，地方政府的债务并没有拿来直接发放福利，而**主要是进行基础设施建设等投资**，是有回报的。**我们置换的每一笔债务都是中央财政核发的，可以说，背后是中央政府的信用和能力。**”

（李克强与专家企业家座谈关心哪些问题？7月14日，中央政府门户网站）

# 替代方案：特别国债

以地方债方式的置换本无必要

- 成熟经济体：地方独立举债的基础
  - 地方政府具备破产的法律基础：中央对地方的约束
  - 地方议会的监督与约束：公共物品享受主体对举债的成本-收益权衡
- 我国目前：
  - 地方政府尚无破产的法律基础
  - 对地方政府置换额度仍然是中央主观核定，而非地方政府激励相容下的量力而行

## 替代方案：特别国债

- 对银行
  - 节约成本：风险资本占用更少
  - 风险控制：不仅接走了银行的信用风险，也接走了利率风险
- 对政府
  - 节约成本：信用等级更高、融资成本更低；海外投资者的需求
  - 国债市场：营造一个规模更大、流动性更好的国债市场，避免人为分割
  - 助推人民币国际化：人民币资产（国债）进入储备资产
  - 市场秩序：避免地方政府对市场定价的干扰



# 重要声明

本报告中均基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判主要是基于分析师本人的知识和倾向而作出的，并不代表所在单位。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本行业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，我们也不保证不同报告之间观点的一致性，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我行和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德或政治偏见，报告阅读者也不应从道德或政治角度加以解读，我行和分析师本人对任何基于道德或政治角度理解所可能引起的后果不承担责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。

本报告的版权仅为本行所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为兴业银行，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



谢谢！

兴业经济研究咨询股份有限公司

地址：上海市静安区江宁路168号 兴业大厦28楼

邮编：200041