

地方政府隐性负债违约风险有待释放

——基于城投债视角的研究

中证金融研究院 | 马雪娇 刘立金

融资平台主要分布于基建领域，是地方政府隐性债务的主要载体。城投债是融资平台的融资方式之一。虽财政部已明确2014年以后的融资平台举债（包括城投债）不属于地方政府债务，但地方政府隐性担保始终存在，城投债也未发生过实质违约。然而，目前伴随地方债务清理和金融严监管推进，融资平台债务违约正在路上，城投债“刚性兑付”预期或将逐渐趋于弱化。

城投债存量较大，信用资质仍不乐观

截至2019年11月，全国共有2171家融资平台发行城投债。这些城投债发行人有息债务增速从2016年的14%下降至2017年的9.1%，2019年中增速又反弹至11%。根据披露2019年半年报的城投债发行人测算，其有息债务规模达到35.48万亿元。截至2019年11月，城投债存量8.60万亿元，占信用债存量的27%。2018年以来随着债务陆续到期、债务结构短期化以及地方政府债务置换的完成，融资平台流动性压力逐步凸显。从评级调整看，2018年共有21家城投债发行人主体评级调低，创历史新高。但由于2018年下半年以来，再融资政策趋于放松，融资平台信用风险阶段性得到缓解。截至2019年11月，仅有

4家评级下调。但这是政策触动结果，并未代表市场预期。地方经济财政状况、政府支持力度等仍是评级调整主要因素，而平台自身相关因素在信用资质上起到更加重要作用。

地方政府隐性担保弱化，金融监管影响再融资

伴随地方政府债务清理规范，地方政府隐性担保弱化，融资平台信用有与地方政府信用分离趋势。2010年以来，各部委相继出台多个文件规范地方政府融资行为，规定地方政府债券是地方政府债务的唯一合法渠道，力促融资平台转型，试图解决地方政府隐性债务问题。但2015—2016年，我国经济增速面临较大下行压力，部分地方财政缺口仍较大，未有效执行相关规定。2016年以来，我国经济增速企稳并有所回升，新一轮地方政府债务清理开始。2017年，全国金融工作会议提出“要严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任”。财政部等部委下发多份文件，从规范融资平台、政府购买服务以及PPP融资等多方面全面围堵违规融资。而对于地方政府来说，经济增速不再是唯一目标，依靠基建投资拉动经济增长的动力下降。同时，地方政府债券（包括一般债券和专项债券）规模扩大。2019年前9

个月全国发行地方政府债券41822亿元，较2017年地方政府专项债券额度增长28322亿元，增长超过两倍。

在金融监管加强的情况下，平台融资渠道受限，叠加融资平台政府欠款回收较慢，现金流极度依赖于再融资，仍需警惕隐性债务的风险。2016年以来，货币政策转向稳健中性，资管新规等监管办法相继出台，融资平台非标融资渠道都受到冲击。融资平台寻求贷款替代，也会面临诸多合规性问题和信贷条件、额度限制。同时，金融监管措施陆续出台，银行调整表外理财、同业存单、同业理财等负债端业务，金融体系内部降杠杆，表外理财规模增长萎缩不前，同业链条、理财链条都面临调整，扩张速度和风险偏好明显降低。特别是中小银行和券商资管等委外机构等城投债需求方，面临浮亏压力、赎回压力。这些因素对城投债需求，特别是低资质城投债带来较大冲击。

城投债违约风险上升，“刚性兑付”预期下降

虽然短期来看，融资平台仍具有不可替代性以及防范系统性金融风险的基础，但城投债不存在发生系统性风险的基础，但城投债违约趋势明显上升，投资者对城投债的看法趋于谨慎，“刚性兑付”预期较前几年有所下降。

市场认为，地方政府专项债券有地方政府信用背书，而除国有企业外，非城投企业债券（即产业债）基本依赖自身信用背书，融资平台信用位于二者之间，所以，城投债发行利率基本位于产业债、地方政府债券发行利率之间。可以以此构建指数计算“刚性兑付”预期强弱。具体地，从评级分布看，AA级城投债占42%，AA+级占29%，AAA级占23%，AA-级占4%。其中，AAA、AA+级城投债多数为省市市场级融资平台发行，资质较好且有强担保，难以反映“刚性兑付”预期变化。而AA级城投债发行量大，且多为市县区融资平台发行，资质较差，较易受隐性债务政策以及金融市场融资条件变化影响，比较容易反映刚性兑付预期变化。期限上，则选择具有代表性的3年期和5年期。城投债“刚性兑付”预期指数如下：

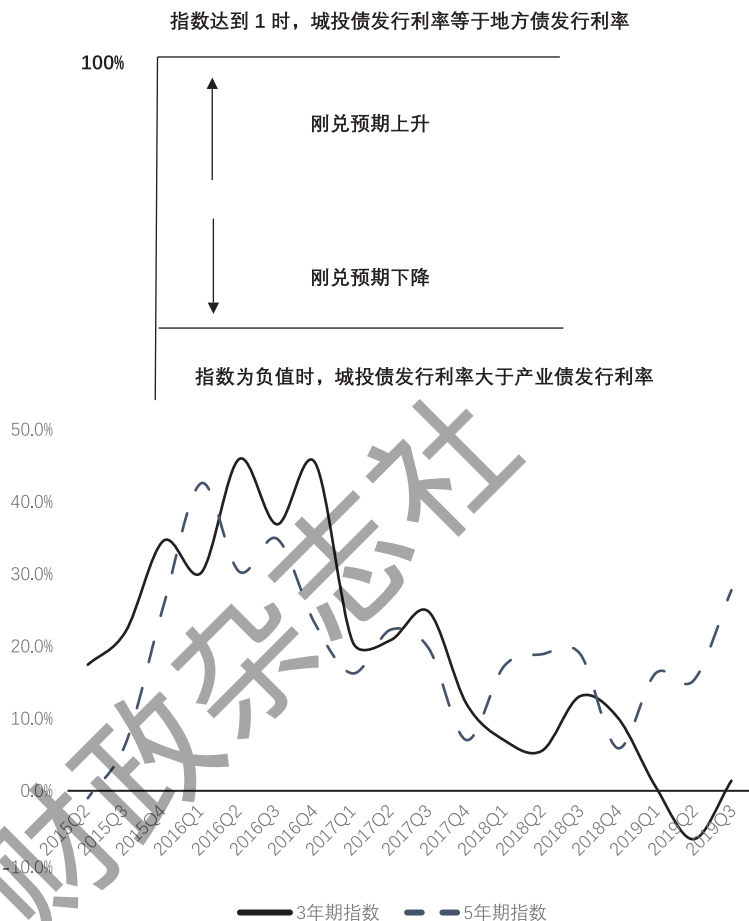
城投债刚性兑付预期指数

$$= \frac{(\text{AA级产业债发行利率} - \text{AA级城投债发行利率})}{(\text{AA级产业债发行利率} - \text{AA级地方政府债发行利率})}$$

注：3年期与5年期指数分别采用3年和5年AA级产业债和城投债、AAA级地方政府债发行利率构建

如图1所示，2016年以来，城投债“刚性兑付”预期趋于下降。而2016年以前，由于地方政府隐性担保普遍存在，叠加资管产品规模快速膨胀，配置需求旺盛，“刚性兑付”预期指数持续上升。3年期和5年期“刚性兑付”预期指数分别从2015年二季度的17.4%和-1.7%上升至2016年一季度的30.3%和42.8%。而2016年以来，地方政府隐性担保持续弱化，平台再融资压力逐渐增大，投资者不再单纯将城投债视为地方政府债务，认为其违约可能性上升，要求相应的信用风险补偿，3年期、5年期AA等级城投债

图1 城投债刚性兑付预期指数走势



数据来源：WIND 中证金融研究院整理

与地方债发行利差扩大，3年期、5年期AA级城投债与产业债发行利差缩小，“刚性兑付”预期指数呈下降趋势。2019年三季度3年期和5年期指数分别跌至1.3%和27.8%。虽然5年期刚兑指数有所上升，但较2016年42.8%的高点已大幅下滑。

信用利差正在分化走阔，但风险远未释放

在平台违约概率或将上升的情况下，投资者更加注意融资平台资质差异。由于每个地区地方政府财政实力和刚性兑付意愿存在差别，融资平台债务负担能力也不同。因此，不同等

级、不同区域城投债信用利差分化走阔，城投债正在重新定价，从地方政府信用向企业信用演变，从地方政府隐性担保向打破刚性兑付演变。低等级城投债信用利差走阔更加明显，贵州、云南等弱资质地区利差走阔更加明显，市场对于地方政府隐性负债重新定价逐渐发酵。

然而，城投债信用利差调整对隐性债务市场化、打破刚性兑付等风险补偿仍远不够。由于城投债并未真正违约，大多数投资者仍在关心城投债是否会发生实质性违约。市场对城投债，尤其是高资质城投债违约仍准备不足。如果城投债出现集中违约，或

高等级城投债违约，重定价风险仍然会冲击市场，进而可能引起部分中小银行以及资管机构出现流动性风险。但违约是债券市场形成风险合理定价的必经之路。目前，城投债刚性兑付情况下，信用风险定价被极度扭曲，投资者并未真正承担相应风险，导致资源错配。目前看来，只有当城投债实质性违约出现、市场刚性兑付预期被打破、财税体制改革取得突破性进展、融资平台历史使命结束等条件具备，产业化的城投债才能逐渐回归产业债估值。

相关政策建议

要有序打破刚性兑付。打破刚性兑付有助于遏制隐性债务增量。可从规模小、评级低、影响小的融资平台入手，打破城投债刚性兑付。而在打破刚性兑付过程中，金融监管部门要加强与地方政府协调，妥善处理违约事件，保护债券投资者权益，降低违约对债券市场的冲击。此外，也要督促发行人、债券的承销机构、受托管理人切实履行职责，积极寻求化解违约风险途径。引导投资者依照债券发行契约，诉诸仲裁、民事诉讼等法律途径维护自身合法权益。

要防范流动性风险。保持政策的连续性和稳定性，注重稳定市场预期，打掉市场幻想并防止市场与政策对赌博弈，也应采用透明、渐进的方式推进政策，给城投债投资者、融资平台以适当时间空间调整业务。金融监管部门应重点监控融资规模大、涉及领域多、信用资质差的融资平台，评估债券到期清偿风险并做出应对预案。此外，严格监控持有城投债较集中的金融机构的风险暴露情况，防止个别城投债信用风险在金融体系内传导、放大。

要持续推动融资平台市场化转型。平台转型有助于消化隐性债务增量。推进融资平台市场化转型，应当分清重点和难点，近期目标和远期目标，系统性规划，循序渐进，先易后难，考虑区域差异，避免一刀切。比如，可以清理仅有融资功能的空壳融资平台，而推动有经营收益和现金流的融资平台公司转型为一般市场化企业或公益性国有企业。同时，推动融资平台转型，要与地方国有企业改革相结合，健全现代企业制度，落实融资平台的独立法人地位，完善法人治理结构，实现自主运营，自负盈亏。□

责任编辑 韩璐

打卡——致同学

华琪

百日党校，时光荏苒
念念地离开，一如匆匆而来
萍水相逢，同窗共砚
我在遥远的地方想你
想你打卡的模样，想你刷脸的风采
是否韶华依旧，容颜未改，精神奕奕
愿你我今后长相思、长相忆、常相聚

长相思——我在熟悉的城市等你
等你如银杏叶躺在书夹里静谧
长相忆——见或者不见我都会记起你
想你的思绪，柳絮般绕着红船飘逸
常相聚——只因相思相忆太不真实
隔着时空的距离

想得情不自己，我就会去找你
找你？还不如默默地等你
尽地主之谊，了却心头的惦记
来了，一定要聚聚
期盼一杯新茶、阵阵清香
冲淡愁绪，重回难忘的毕业季

来不了啦？也没关系
一定要告知你的消息
再听听——电话那头厚重的声息
共忆同窗的点滴
宛如纯咖啡值得回味，值得珍惜
一百个日夜！想想人就年轻、心会不老
有如你的歌声，在联欢夜里回荡不想

思念，是夕阳下渐行渐逝的天鹅
悠哉、悠哉地拉长流连的记忆
思念，是和风里徐徐染红的秋柿
一点、一点地清晰起打卡的日子

2019.12.16