

固定收益

## 《关于制止地方政府违法违规 融资行为的通知》快评

2013年01月04日

# 城投债券供给压力增大

证券分析师：方焱 0755-82130648 fangyan@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120001  
联系人：赵婧 021-60875168 zhaojing@guosen.com.cn

### 事项：

日前，财政部、发改委、人民银行、银监会联合下达了《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》（财预〔2012〕463号），我们对此做出点评。

### 评论：

#### ■ 四部委提出五点要求解决三大问题

财预〔2012〕463号文指出，“最近有些地方地方政府违法违规融资有抬头之势”，主要表现为以下三个方面：

- 违规采用集资、回购（BT）等方式举债建设公益性项目；
- 违规向融资平台公司注资或提供担保；
- 通过财务公司、信托公司、金融租赁公司等违规举借政府性债务。

针对上述问题，《通知》提出五点要求：

- 严禁直接或间接吸收公众资金违规集资；
- 切实规范地方政府以回购方式举借政府性债务行为；
- 加强对融资平台公司注资行为管理；
- 进一步规范融资平台公司融资行为；
- 坚决制止地方政府违规担保承诺行为。

本次由财政部主办、由国家发改委、人民银行、银监会会签的财预〔2012〕463号文不仅涉及平台公司的融资问题，也涉及了信政合作、银行理财等问题，体现出各部委甚至是国务院对相关问题较为强硬的监管态度。与近期下达的发改办财金〔2012〕3451号文类似（请见我们2012年12月20日的点评报告《信用提高红利大于供给降低红利》），本《通知》对城投债券市场的影响分也分为两个方面：一方面，财预〔2012〕463号文规范了地方政府以及城投公司的融资行为，有助于提高城投债券的信用资质。另一方面，本《通知》也对地方政府的信托融资、银行表外融资等形式予以限制，因此会使部分发行人迁移至企业债券融资市场。

事实上，从2011年三季度末开始，发改委对于城投债券的监管态度明显宽松于银监会对于平台贷款的管理，从而造成了城投债券增速显著扩大的局面。同时，国家发改委12月11日下发的发改办财金〔2012〕3451号文并未对今后城投债券的供给量进行实质性地限制。因此，如果其他部门对地方政府性债务的监管进一步收紧，特别是对信政合作、银证合作等融资模式进行清理，则平台债券的供给将较有可能超出市场的预期。

图 1: 财预〔2012〕463号文指出的问题以及具体要求

**问题1** 违规采用集资、回购（BT）等方式举债建设公益性项目

- 不得直接或间接吸收公众资金进行公益性项目建设；
- 不得对机关事业单位职工及其他个人进行摊派集资或组织购买理财、信托产品
- 不得公开宣传、引导社会公众参与融资平台公司项目融资
- 不得以委托单位建设并承担逐年回购（BT）责任等方式举借政府性债务
- 对符合法律或国务院规定可以举借政府性债务的公共租赁住房、公路等项目，确需采取代建制建设并由财政性资金逐年回购（BT）的，必须根据项目建设规划、偿债能力等，合理确定建设规模，落实分年资金偿还计划

**问题2** 违规向融资平台公司注资或提供担保

- 不得将政府办公楼、学校、医院、公园等公益性资产作为资本注入融资平台公司
- 以出让方式注入土地的，融资平台公司必须及时足额缴纳土地出让收入并取得国有土地使用证
- 以划拨方式注入土地的，必须经过有关部门依法批准并严格用于指定用途
- 不得将储备土地作为资产注入融资平台公司
- 不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台公司偿债资金来源
- 不得授权融资平台公司承担土地储备职能和进行土地储备融资
- 不得将土地储备贷款用于城市建设以及其他与土地储备业务无关的项目
- 不得出具担保函、承诺函、安慰函等直接或变相担保协议
- 不得以机关事业单位及社会团体的国有资产为其他单位或企业融资进行抵押或质押
- 不得为其他单位或企业融资承诺承担偿债责任，不得为其他单位或企业的回购（BT）协议提供担保

**问题3** 通过财务公司、信托公司、金融租赁公司等违规举借政府性债务

- 符合条件的融资平台公司因承担公共租赁住房、公路等公益性项目建设举借需要财政性资金偿还的债务，除法律和国务院另有规定外，不得向非金融机构和个人借款，不得通过金融机构中的财务公司、信托公司、基金公司、金融租赁公司、保险公司等直接或间接融资。

资料来源：财政部、国信证券经济研究所整理

从 2012 年 11 月 5 日开始，在不足 2 个月的时间内，相关部委围绕地方政府性债务以及融资问题下发三个文件，从侧面反映出国务院层面对上述问题的重视。值得注意的是，与融资有直接相关的人民银行和银监会尚未主办发文，根据政府以往的行事风格，我们预计人民银行和银监会等监管机构将还会有进一步的政策出台，且对市场的影响力将大于上述三个文件。

图 2: 近期与地方政府融资有关的三个文件



资料来源：财政部、国信证券经济研究所整理

■ 规范对平台注资和提供担保

财预〔2012〕463号文强调了平台公司土地资产注入的合法合规性，要求以出让方式注入土地的，必须取得土地使用许可证。由于国家发改委采取了券商互审、严格把关措施，因此城投债券市场的合规性明显优于银行信贷市场。本文中提到的“违规向融资平台注资”的问题，主要发生于银行信贷市场，因此城投贷款受到的影响大于城投债券。如上文所述，

在通过银行直接融资进一步受限之后,地方政府性债务的融资缺口可能需要债券市场进行填补。

值得注意的是,本《通知》要求“不得将土地储备贷款用于城市建设”,这与国土资发〔2012〕162号中的提法一致,但是在之前人民银行下发的《储备土地贷款管理办法》中允许“土地储备贷款(用于)城市配套设施建设。”上述变动体现出当前对土地监管约束的收紧。

### ■ 规范集资和以 BT 方式举债

对于平台公司的融资问题,国发〔2010〕19号文曾要求“对还款来源主要依靠财政性资金的公益性在建项目……不得再继续通过融资平台公司融资”。而在本次的财预〔2012〕463号文中,表述方式变为了“不得直接或间接吸收公众资金进行公益性项目建设,不得对机关事业单位职工及其他个人进行摊派集资或组织购买理财、信托产品,不得公开宣传、引导社会公众参与融资平台公司项目融资。”从对城投公司资质的要求,到对融资对象的要求,体现出相关部委的监管重点正在逐渐调整为“防止地方政府性债务风险向社会公众扩散”。

我们认为,在中央政府新的监管思路下,涉及公众资金的政信合作业务将受到一定程度的冲击。目前,在一些政信合作的项目中,信托的投资方向并非为某一项目,而是对城投公司的投资,而城投公司也或多或少地肩负公益性项目的建设任务。因此,在财预〔2012〕463号文下发后,上述项目较有可能被整顿。

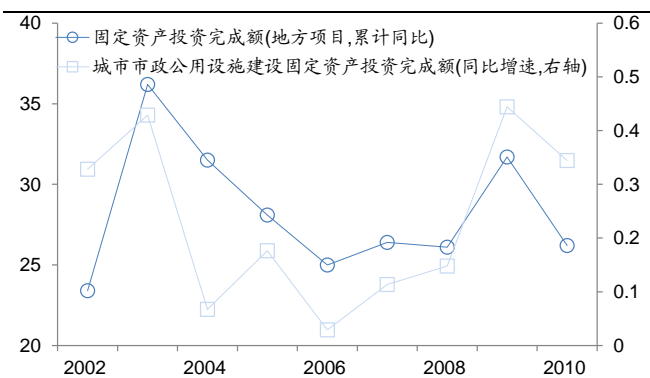
在国发〔2010〕19号文下发后,应收账款质押、人大担保函等担保形式被取消,地方政府的 BT 协议成为了城投债务的一个重要的增信措施。财预〔2012〕463号文要求,对政策允许采用 BT 模式的项目,“必须根据项目建设规划、偿债能力等,合理确定建设规模,落实分年资金偿还计划。”上述要求强化了地方政府对于平台公司 BT 款项的支付责任,迫使财政部门从项目规划阶段即开始介入,从财政预算上对 BT 款项进行安排,防止了因为政府各部门间因沟通不畅而造成的偿债风险,有利于提高地方政府性债务的安全性。

### ■ 预计 2013 年城投债供给量 1.1 万亿元

监管部门对信贷、信托融资的态度将影响城投债券市场的发行量,在此我们对 2013 年城投债的供给情况进行预测。首先,我们认为,城投债券的发行需求可以分为投资需求和置换需求两部分,其中:投资需求为地方政府进行市政公用设施建设等投资行为所产生的资金需求;置换需求受城投贷款清理的影响,城投公司通过发行债券而对城投贷款进行置换所产生的需求。

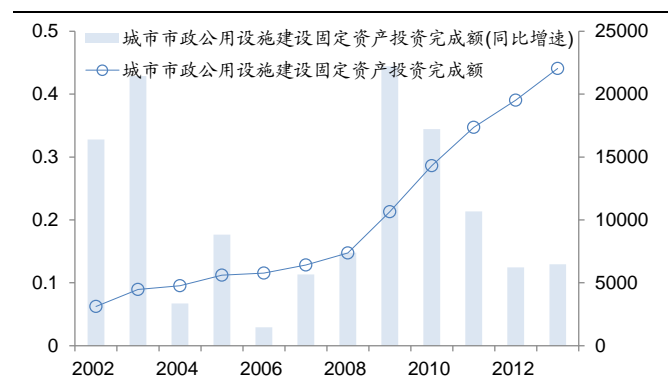
虽然城投公司所进行的项目并不仅限于公用设施的建设,但是城投公司对资金的需求与城市市政公用设施建设固定资产投资完成额具有很强的一致性。截至目前,住建部仅公布了 2010 年以前城市市政公用设施建设固定资产投资完成额数据,因此我们利用地方固定资产投资完成额增速对该数据序列进行拟合与预测,得到 2012、2013 年的市政设置投资将分别在 1.95 和 2.20 万亿元附近。

图 3: 市政建设投资于固定资产投资



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 左轴: %

图 4: 市政建设投资及其同比增速

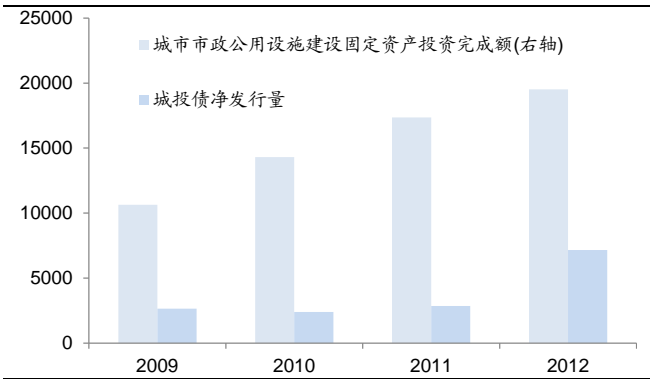


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 右轴: 亿元

我们发现,2010 和 2011 年城投债发行量在市政设施投资中的占比稳定在 16.6%附近,而在 2012 年中,上述比例迅速上涨至 36.7%。我们不妨将 16.6% 视为均衡的投资需求水平,而 2012 年占比上升的主要原因是银监会对平台贷款规模

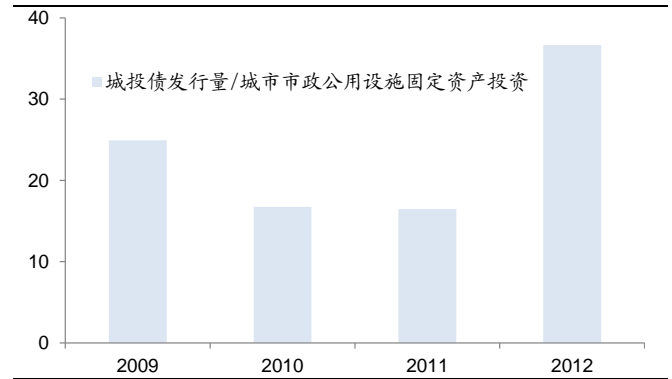
的限制刺激了发行人的置换需求（《关于加强 2012 年地方融资平台贷款风险监管的指导意见》（银监发〔2012〕12 号）中要求“各银行……不得新增融资平台贷款规模”）。

图 5: 市政建设投资与城投债净发行量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 纵轴: 亿元

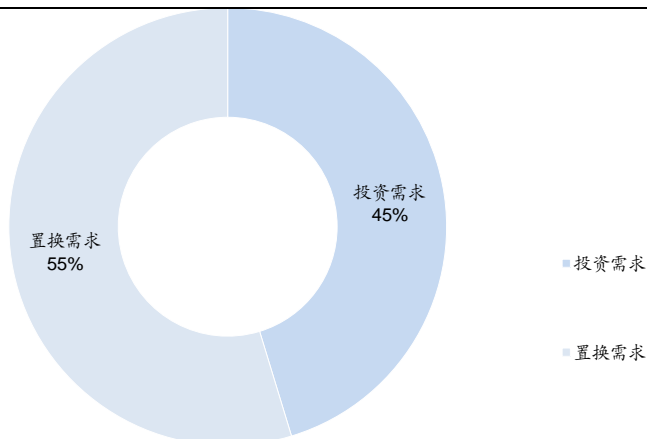
图 6: 城投债净发行量在市政建设投资中的占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 纵轴%

根据 2012 年市政设施投资完成额数据以及 16.6% 的均衡占比值，我们得到 2012 年约有 3200 亿元的城投债发行是为了满足地方政府（平台公司）的投资需求。同时，根据 2012 年平台债券的发行总量，可倒推出约有 3900 亿元的债券发行来自于置换需求。

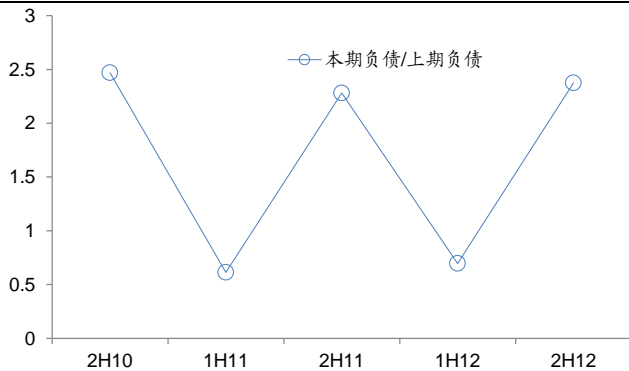
图 7: 2012 年城投债的投资需求与置换需求



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

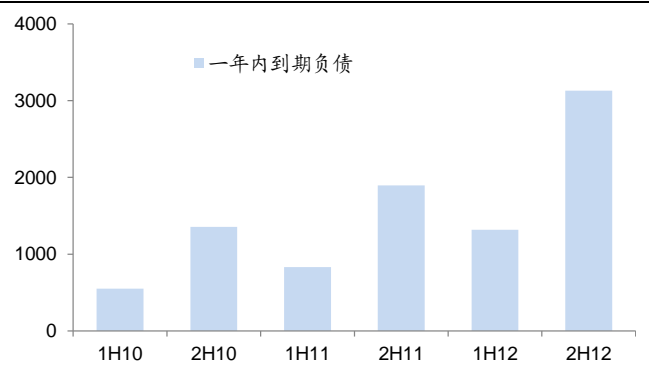
城投贷款的发行高峰为 2009 和 2010 年两年，考虑到续贷等因素，2012 年和 2013 年的贷款到期量较大。同时，贷款到期量决定着城投债券的置换需求。我们根据城投债券发行人的年报、半年报披露的信息，得到了每个时点，一年内到期债务量。值得注意的是，我们仅关心“一年内到期债务”，而并不将“短期借款”统计在内，主要是由于城投债券的期限较长，与流动资金贷款的募集用途不同，因此两者间形成的替代较少，所以决定置换需求的为“一年内到期的长期负债”。同时，为了避免样本不同而给总量统计值带来的统计误差，因此我们将缺失任一数据点的观测予以剔除。

图 8: 平台公司“一年内到期债务”的季节性规律



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

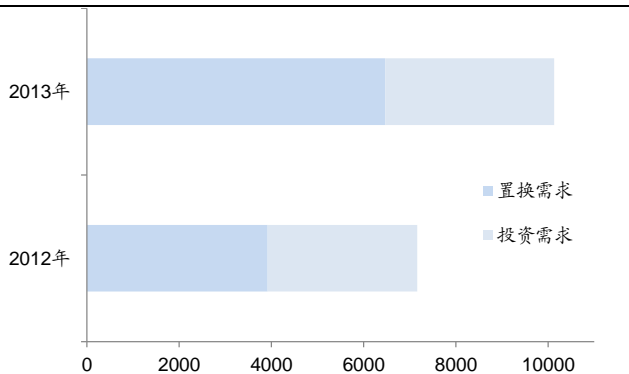
图 9: 平台公司“一年内到期债务”的实际值与预测值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 纵轴:亿元 注:2H12为预测值

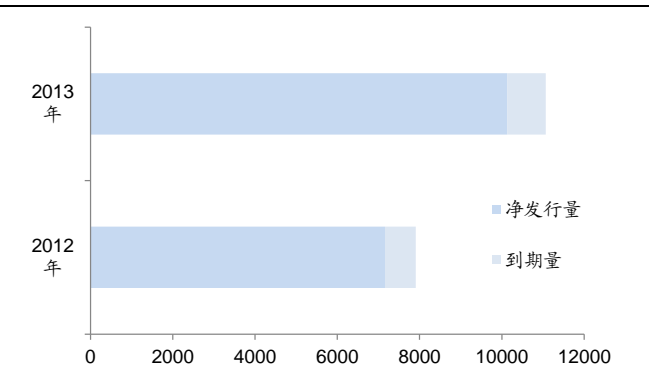
由于 2012 年的年报尚未披露，因此我们利用数据的季节性规律对 2012 年末数进行了推测。根据上述数据，我们得到 2013 年中长期平台债务到期量是 2012 年的 1.65 倍。同时结合 2012 年置换需求的估计值，我们得到 2013 年置换需求将带来 6500 亿元的发行量，结合 3700 的投资需求，则全年的城投债净供给量为 10000 亿元，再将超过 900 亿元的到期量加回，则发行量为 11000 亿元。

图 10: 城投债发行的置换需求和投资需求



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 横轴: 亿元

图 11: 城投债的发行量与净发行量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 横轴: 亿元

## 相关研究报告

- 《《关于进一步强化企业债券风险防范管理有关问题的通知》快评：信用提高红利大于供给降低福利》 —— 2012-12-21
- 《7月中债登债券托管量数据快评：广义基金托管量月增为有史以来次高水平》 —— 2012-08-03
- 《存贷款利率下调及贷款浮动区间调整快评：降息通道确认，债市牛市还没有结束》 —— 2012-07-06
- 《6月中债登债券托管量数据快评：广义基金和证券公司减持政策性金融债》 —— 2012-07-04
- 《首批中小企业私募债点评：拟发行利率 9.5%-13.5%，投资价值高于 12 乐视 01》 —— 2012-06-08

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。