

# 城投债危与机



7月初,公司对金融机构有到期逾2亿元的非标债务尚未偿还,许江心急如焚,周转各方筹集偿债资金。

作为贵州省一家市级城投公司的总经理,公司债务到期后,其已经与放款的金融机构做了一轮又一轮沟通,最终达成协议,获得同意延期2个月还款。

许江暂时松了一口气。但是,公司还有超过60亿元的有息债务也陆续到期,短期流动性压力非常大。尤其是2亿元的债务已经公开违约,他更担心后续再融资时遭到金融机构拒绝,这对公司目前整体项目业务开展都可能带来影响。

不仅许江所在的城投机构非标发生逾期,据经济观察报记者不完全统计,今年以来,城投非标违约逾期事件超过25起,涉及城投平台20家(以非发债平台居多),整体高于去年同期。其中,涉及城投包括呼和浩特春华水务开发集团有限责任公司、湘潭九华经济建设投资有限公司、遵义市播州区国有资产投资经营(集团)有限责任公司等。

在城投非标债务违约数量有抬升迹象的同时,部分牵涉债务的金融机构从业者也在面对不良增加的压力。在一家融资租赁机构任项目经理的周斌告诉经济观察报,2018年左右其曾向贵州松桃县政府所辖的三级公立医院——松桃县人民医院放出一笔融资贷款,而这笔资金实则被县政府统筹安排使用。

此前经济观察报记者也经采访获得确认,上述情况属实。目前,该笔贷款逾期金额将近7000万元。令周斌为难的是,这笔债务逾期超过2年了,但目前其仍然在不断催款。期间,借款方也曾陆续偿还部分资金。

据记者了解,2020年之前,金融机构对于城投债务的安全性可谓“信仰”满满。尽管偶尔个别地区城投机构出现债务违约,但多数风险最后得到化解。包括周斌在内的多位金融机构人员,仍将城投机构看成“香饽饽”,为后者提供融资贷款。

此一时,彼一时。今年以来,随着部分弱地区城投债务的风险暴露频次增加,城投机构逾期的债务均转化为金融机构的不良。“周斌们”对于部分弱经济地区的城投机构的风险资质、尤其是部分县级别的城投机构也开始审慎看待了。另一方面,监管政策对地方政府隐性债务风险问题也在持续收紧。尤其是近年来针对城投平台不断出台的监管政策,更是令金融机构从业者思考:“兜底”落幕,城投债投资要变吗?

与此同时,分化加剧、监管持续收紧的当下,城投公司市场化转型已是大势所趋。

## 01、监管持续收紧

上半年以来,许江明显感受到,其所在的城投机构在金融市场再融资环境比往年差了一些。今年公司在发债时遭遇了很难卖出去的情况。

而这与监管对城投平台债务问题的政策指导方向息息相关,而这些方向牵动着金融机构从业者敏感的神经。

7月10日,一份名为《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(银保监发[2021]15号,以下简称“15号文”)的文件在行业间流传,该文指出各银行保险机构要严格执行地方政府融资相关政策要求,打消财政兜底幻觉,强化合规管理、尽职调查,不得以任何形式新增地方政府隐性债务,并做实作细化解存量地方政

府债务。

这旋即在银行保险等金融机构中掀起讨论,也引起了相关金融从业者对城投平台债务风险的关注。

针对网传15号文的真实性,7月14日,记者向银保监会相关负责人求证,截至发稿尚未获得回应。记者也向多位机构人士求证,其中一位评级机构人士向记者称,该文件应该是银保监会向银行、保险机构发的征求意见稿,尚未公开发布。另一位券商做债人士也表示,该文件流传已经很久了,而且确有收到过。

今年上半年,多位信托、银行、租赁从业者向记者透露,城投机构融资端的监管也在收紧,尤其是部分弱资质、低评级的城投机构融资难度进一步加大。

近年来,监管对于地方政府隐性债务,以及规范管理等政策不断。

2021年4月13日,国务院发布了《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5号,以下简称“意见”)。其中意见第二十一条明确指出,防范化解地方政府隐性债务风险。清理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。

2018年9月13日《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》第五条中也曾明确指出,“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司,依法实施破产重整或清算,坚决防止‘大而不能倒’,坚决防止风险累积形成系统性风险。”

以及更早2014年修订的《预算法》和《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43号)、2017年财政部等六部委联合发布了财预[2017]50号《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》。

对于前述流传的15号文谈及内容,中证鹏元评级研究表示,基本保持了银保监会对地方政府债务问题一以贯之的政策精神,不同之处在于进一步明确和规范了相关细节,倒逼城投公司放弃无序融资思路,进一步规范融资,其可执行性和可操作性均出现较大幅度提升,因此市场一时风声鹤唳,对城投融资的悲观情绪有所发酵。

## 02、防范债务风险

监管政策持续收紧的背后,或与城投债违约风险频发相关。

根据天风证券统计,2021年1-6月期间,城投贷款违约仅春华水务一起;非标逾期事件共计28起,涉及城投平台26家(以非发债平台居多),整体高于去年同期。

此外,从地区分布来看,2021年以来,非标逾期情况仍多集中在

债务压力较大的偏尾部区域当中。2021年1-6月的28起非标逾期违约事件主要分布在贵州、云南、内蒙古、河南、陕西、天津6个省市。其中,贵州省共发生15起非标违约事件,新增首次违约主体6家;云南省共发生7起非标逾期,新增首次违约主体5家;其余4个省份非标逾期事件均在1-2起。从行政层级看,区县级平台非标逾期情况较多,违约主体的行政层级及信用资质整体偏低。

就此,周斌向记者表示,城投平台逾期增多,对于牵涉进入的金融机构而言,均转化成了不良,压力也比较大。

在此背景下,一位券商债券承销人士向记者表示,监管对于城投债务问题的监管并非“一刀切”,而且监管政策主要的目标是为了控制与防范风险。

对于流传的15号文所谈内容,中证鹏元评级称,旨在防范地方政府债务风险向金融体系传导;而一个有力、有序的金融闸门,有助于完善银行保险机构的内部控制,明细化权责划分,并规范城投公司的公司治理及投融资行为,长期来看对总体市场的健康发展呈正面影响,对此不应过度悲观。

7月12日,国海证券研报也表示,整体来看,本轮城投监管思路是从信托到债券再到银行端的逐步深化,作为城投平台最重要的融资来源,银行端监管的深化,反映了监管部门对于城投债务管控的高度关注。但与此同时,本轮城投监管的重点在于严控城投新增债务,本质的还是防范债务快速扩张可能引发的债务风险。

关于城投债总规模,根据7月12日申万宏源研报数据,截至2021年5月31日,按照Wind口径,存量城投债11.78万亿,占非金融信用债的50%以上,占整个债券市场的10%左右,是债券市场的重要组成部分。

另外,根据上述国海证券研报数据,今年下半年城投债市场仍面临1.6万亿元的到期和行权规模,其中8月有3187.5亿元的城投债待偿还。在非标、债券和银行端共同收紧的背景下,部分弱资质区域债务接续难度将有所提升,下半年城投平台风险或将加大。

## 03、城投分化加剧

在市场从业者对城投融资的悲观情绪发酵之际,两则贵州地区私募债发行终止的项目信息也引发了债券圈的关注。

2021年7月13日,遵义道桥建设(集团)有限公司2020年非公开发行项目收益专项公司债券被终止发行,该笔债券的受理日期为2020年12月25日;7月14日,松桃九龍民族文化旅游开发有限公司2020年非公开发行项目收益专项

公司债券同样也被终止发行。

此外,据经济观察报记者了解,贵州也一直是非标逾期的高发区域。根据天风证券统计,截至目前,贵州已有近70只非标产品涉及逾期,且发债平台非标逾期现象愈发增多。从省内情况具体来看,遵义市、黔南州的区县是逾期非标的主要分布所在;这些地市或税收对财政收入贡献较低,或财政平衡能力较弱;或债务率较高。

天风证券表示,聚焦2021年的非标违约的发债主体:非标逾期的原因或在平台于平日的货币资金整体下降,债务短期化的同时,账上预留资金对短期债务的覆盖程度越来越低,资金短期周转愈发困难;此外,平台对外担保规模也整体增加,地区互保风险加大。

显然,城投机构的分化开始显现加剧的迹象。

7月初,作为贵州地区城投机构总经理,许江向记者表示,受永煤违约事件等影响,公司在公开市场发债时投资者不认可,产品很难卖出。而且,也受贵州非标债务逾期增多等事件影响,整个区域的城投平台再融资难度上升。

此外,一位券商债券承销人士向记者表示,目前在做城投平台项目时,第一县级别城投平台需要城投平台增加担保,上级平台公司或者专业担保公司增加担保措施;第二,在城投平台严监管的大环境下,在接触部分市县级城投机构时了解,要求原有的债务可以通过借新还旧解决,但是明确不能在原有的基础上新增。因此未来几年的趋势是,要求金融机构对待城投平台抛弃幻想、打破兜底幻觉等。

而且,该人士补充称,目前部分地方政府对所辖城投平台债务风险问题也非常关注。比如个别省份对于市县级以上的标准化产品,要求每个月要报送一次,之后列出详细还款计划,监测有无问题出现,如果出现问题则需及时进行解决。

对于银行及保险配置城投债的渠道受阻,国元证券研报认为,在城投债的严监管环境下,具体来说,若银行及保险配置城投债的渠道受阻,城投债面临的流动性会大幅缩水。虽然没有具体数据,但我们应知道,银行及保险的资金体量巨大,仅广义基金层面,银行和保险就占据着资管行业的近半壁江山。若银行保险机构无法参与到地方政府债务融资中的话,那未来新增的城投债将可能减少近一半的市场,而考虑到当前新发城投债的收益偏低的问题,这部分的市场不一定能由公募基金等其他类机构完全弥补。

此外,此前联合资信评级总监丁继平在接受记者采访时表示,清

理规范地方融资平台公司,剥离其政府融资职能,对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算。有助于健全市场化、法治化的债务违约处置机制,鼓励债务人、债权人协商处置存量债务,切实防范恶意逃废债,保护债权人合法权益,坚决防止风险累积形成系统性风险。加强督查审计问责,严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制。“在近年来城投债市场分化进一步加剧的大背景下,该政策文件的出台,较大可能会加速分化这一进程。”丁继平表示。

## 04、走向“市场化”

下一步,许江认为,城投机构必须要走向市场化运作的道路。

许江表示,城投公司职能要发生改变,将不是在原来的基础上专门负责融资,增加了地方政府的隐性债务,要向实体化经济转型,如何利用各方面资源推动社会进步发展。

关于城投机构的分类,中证鹏元研报指出,根据业务性质的不同,可将城投公司的业务分为公益性业务、准公益性业务和经营性业务。一般城投公司业务以公益性业务为主,但由于公益性业务收入大多来自地方政府,同时伴随着回款周期长、资金占用大等问题,城投公司需要通过大量融资维持公益性业务的开展。

回顾所在城投机构债务违约原因,许江解释时表示,公司在城市基础设施建设、农村人居环境整治、棚户区改造等方面,投入了大量的财力。但在发展的过程中,使用了部分2-3年期的短期资金,投入到长期基础设施建设等公益类项目中,虽然取得了一定的成果,但在短期内未产生直接经济收益,加大了公司的短期偿债压力。

“尤其是受金融机构压缩信贷规模等因素影响,资金出现了暂时流动性不足,少部分债务未能按照原计划及时归还。但目前也在积极筹措资金。”许江称。

记者也了解到,2018年以来,部分地区城投机构发生债务逾期的原因也与许江所在城投机构逾期的原因类似:一方面是短贷长投,2-3年到期后造成短期还款压力较大;另一方面,城投机构将融入资金投入到了棚户区改造、园区市场建设等项目中,短期难以产生收益性现金流,因此需要继续靠外部融资或者出让土地收入来获取资金维系债务流动。一旦融资政策出现变动,短期偿债便会承压。

许江也表示,从2017年开始,监管对于城投平台融资政策整体是趋严的,尤其是今年以来,监管政策频出,但并非“一刀切”形式。调控目的是为了控制新增政府类隐性债务继续增加,部分城投平台受到了影响。

许江称,2020年之前城投平台在进行融资时,金融机构更多考虑政府的隐性兜底,但目前银行放款也开始参考实体化程度、未来产生收入,现金流等情况。目前政策是对部分项目进行限制,但是例如乡村振兴等,监管也希望城投平台将资金投入新的经济增长板块里,希望城投公司以实体经济为抓手。

另一方面,关于城投公司市场化转型原因,中证鹏元研报也分析指出,随着城市建设的不断推进和城市化率的不断提高,城市基础设施建设业务空间的不断缩小,城投公司的公益性业务量也呈现不断减少的趋势。为更加健康地和持续地发展,城投公司有发展市场化业务以获取现金流和丰富自身业务结构的内在动力。在此大背景下,城投公司市场化转型已是大势所趋。