

# 首只公开市场城投债提前兑付案例可推广性不大

公共融资部 周晓庆

2017年1月23日，伊金霍洛旗宏泰城市建设投资有限责任公司（简称“伊旗城投”或“公司”）对外发布公告称，公司“12伊旗城投债”提前偿还的议案获得债券持有人会议通过。2017年2月7日，“12伊旗城投债”成功完成提前兑付，成为我国首只公开市场城投债提前兑付的案例。

## 一、城投债提前兑付的政策背景

近年来，地方政府融资平台举债融资规模大幅增长，且多头举债现象频繁发生，导致地方政府债务风险不断积聚。为加强对地方政府债务的监管，自2014年的43号文出台以来，我国政府陆续公布了一系列地方政府债务管理相关政策文件。考虑到政府债务的资金安排及偿还进度，我国政府鼓励非政府债券形式的存量政府债务<sup>1</sup>进行置换（见图表1）。

图表1. 提及地方政府存量债务置换的主要政策文件

| 发布部门   | 发布时间       | 名称                   | 文号           | 涉及地方政府存量债务置换的主要内容   |
|--------|------------|----------------------|--------------|---|
| 国务院    | 2014.09.21 | 国务院关于加强地方政府性债务管理的意见  | 国发〔2014〕43号  | 对甄别后纳入预算管理的地方政府存量债务，各地区可申请发行地方政府债券置换，以降低利息负担，优化期限结构，腾出更多资金用于重点项目建设。   |
| 财政部    | 2015.12.21 | 关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见 | 财预〔2015〕225号 | 地方政府存量债务中通过银行贷款等非政府债券方式举借部分，通过三年左右的过渡期，由省级财政部门在限额内安排发行地方政府债券置换。   |
| 国务院办公厅 | 2016.11.14 | 地方政府性债务风险应急处置预案      | 国办函〔2016〕88号 | 非政府债券形式的存量政府债务有两种处置方式，如果债权人同意在规定期限内置换为政府债券的，地方政府不得拒绝相关偿还义务转移，并承担全部偿还责任，地方政府应当通过预算安排、资产处置等方式积极筹措资金，偿还到期政府债务本息；如果债权人不同意在规定期限内置换为政府债券的，仍由原债务人依法承担偿债责任，对应的地方政府债务限额由中央统一收回，地方政府作为出资人，在出资范围内承担有限责任。 |
| 财政部    | 2016.11.3  | 地方政府性债务风险分类处置指南      | 财预〔2016〕152号 | 作为国办函〔2016〕88号的配套文件，对存量政府债务中的企业债券类债务的债务范围、责任界定和责任履行等进行细化。   |

资料来源：国务院和财政部等网站，新世纪评级整理

<sup>1</sup> 指的是清理甄别认定的2014年末地方政府性债务，不包括存量或有债务。

43号文提出对地方政府性债务进行甄别并提出地方政府债券置换的概念后，2015年起地方政府债务置换正式启动。不过前期地方政府置换债务多为银行贷款、非标、私募类型融资等，公开市场城投债作为我国地方政府融资平台的主要融资形式之一，受限于涉及机构众多、影响范围甚广等因素，2017年以前并未发生置换。随着债务置换的三年期限将近，同时88号文明确提出若不同意在规定期限内置换非政府债券形式的存量政府债务，则由原债务人依法承担偿债责任，对应的债务限额由中央统一收回，发行人（即地方政府融资平台）、投资人和地方政府推动城投债置换的动力增大，预计公开市场城投债拟提前兑付事件数量将有增长。

## 二、首只公开市场城投债提前兑付的原因

在地方政府存量债务置换的大背景下，2016年以来，城投债拟提前偿付的案例屡有发生，但至今仅有12伊旗城投债成功提前兑付。

图表 2. 2016 年以来拟提前兑付的城投债基本信息（单位：亿元、%）

| 债券简称           | 发行人                   | 余额    | 拟提前兑付方案                                      | 票面利率 | 中证估价收益率           | 主体/债项级别 | 结果                        |
|----------------|-----------------------|-------|--|------|-------------------|---------|---------------------------|
| 14 海南交投 MTN001 | 海南省交通投资控股有限公司         | 10.00 | 提前兑付尚未到期的债券本金及相应利息                           | 7.05 | 5.12              | AA+/AA+ | 因债券持有人反对，取消召开提前兑付的债券持有人会议 |
| 14 宣化北山债       | 河北宣化北山工业园投资有限责任公司     | 6.00  | 提前兑付尚未到期的债券本金及相应利息                           | 8.60 | 5.70              | AA-/AA+ | 因债券持有人反对，取消召开提前兑付的债券持有人会议 |
| 13 盘锦高新债       | 盘锦石油高新技术产业园开发建设有限责任公司 | 9.00  | 无明确提前兑付方案                                    | 6.95 | 5.13              | AA/AA   | 因债务置换方案尚不成熟，取消召开债券持有人会议   |
| 13 临海债         | 临海市基础设施投资有限公司         | 9.60  | 于 2017 年 12 月 31 日前确定提前还本付息日，按照面值偿还剩余本金和相应利息 | 6.30 | 4.44              | AA/AA+  | 因债券持有人反对，取消召开提前兑付的债券持有人会议 |
| 12 伊旗城投债       | 伊旗城投                  | 9.60  | 于 2017 年 2 月 7 日一次性提前兑付剩余本金及应计利息             | 8.35 | 9.47 <sup>2</sup> | A+/A+   | 获得债券持有人会议通过               |

资料来源：Wind 资讯，新世纪评级整理（截至 2017 年 2 月 7 日）

从上述债券披露情况分析，12伊旗城投债提前兑付成功的原因主要系发行人伊旗城投自身信用资质较差，按面值提前兑付的方案符合债券持有人利益。伊旗城投是内蒙古自治区鄂尔多斯市下辖旗伊金霍洛旗的城投平台，根据其发布的公告称，自身主要从事市政项目的建设运营，同时有少量安居房和商品房业务，经营和财务状况对当地财政依赖较大，曾出现过贷款欠息事项，近期经营业绩下滑严重。根据鹏元资信评估有限公司 2016 年 5 月 9 日发布的跟踪评级结果，12伊旗城投债信用等级下调为 A<sup>+</sup>，发行人主体信用等级下调至 A<sup>+</sup>，评级展望调整为负面。从公布的赎回条款看，12伊旗城投债同之前几只债券基本上采取了按

<sup>2</sup> 因该项债券提前兑付，中证估值最新更新数据为 2017 年 1 月 26 日。

面值兑付的方案，不同之处在于，由于发行人信用资质差，12伊旗城投债的市场价格低于债券面值，2017年1月中证估价收益率均在9%以上，高于其票面利率。12伊旗城投债提前兑付方案使得一方面发行人可降低未来的债券偿付压力，另一方面，债券持有人也降低了到期兑付风险、保障了其权益。因此，12伊旗城投债提前偿还方案经债券持有人会议100%通过，并已顺利完成提前兑付，成为公开市场首例。

### 三、首只公开市场城投债提前兑付案例可推广性不大

12伊旗城投债提前兑付的成功落地对后续公开市场城投债提供了示范，但借鉴性有限，难以大范围推广。究其原因，12伊旗城投债成功提前兑付主要原因在于发行人的信用资质较差，按面值赎回保障了债券持有人利益。由于城投债的政府隐性担保效应，目前公开市场上发行且存在置换可能（需在2015年之前发行，2017年底之后到期并被纳入存量政府债务）的城投债中估值高于票面利率的寥寥无几。根据wind口径统计，2017年2月7日的中证估价收益率大于票面利率的仅30只城投债，涉及债券余额270.32亿元，而同期发行时间符合置换要求（在2015年之前发行，2017年底之后到期）的城投债券数量多达3000多只，涉及债券余额超过3.6万亿元<sup>3</sup>。绝大部分的公开市场城投债按面值赎回明显会损害到债券持有人的利益，遭到债券持有人的反对，这点从2016年之前几例未能成功提前兑付的城投债可知。

新世纪评级认为，当前影响公开市场城投债能否提前兑付的因素主要集中在债券的兑付价格、地方政府及发行人的提前兑付意愿和其信用资质。对于发行人信用资质较差的城投债，可以参照12伊旗城投债的案例，能保证参与各方的利益。但公开市场上绝大部分的城投债市价高于面值，债券持有人倾向于按市价赎回，而发行人则倾向于按面值赎回，该类城投债难以参考12伊旗城投债的案例进行提前兑付，仍需要地方政府、发行人和债券持有人就兑付价格方案进行事前大量的协调与博弈，推动难度明显较大。

---

<sup>3</sup> Wind口径统计不乏有大量实际未列入地方政府存量债务的债券，统计方式较为粗略。