

贵州化债新方式

2024 年 8 月 15 日

2024 年 8 月 5 日，六盘水市民生产业投资集团有限责任公司（简称“公司”或“六盘水民生产投”）公告，拟在境外发行 1 亿美元借新还旧境外债券、境内发行 7.2 亿人民币借新还旧公司债券，专项用于置换公司存续的 1 亿美元境外债券。截至目前，上述公告已从公司官网撤下，但贵州城投企业拟采用境内债券置换境外债券这一新化债方式引发市场关注。

我们认为，拟通过境内发债置换境外债券体现了贵州城投企业的短期流动性压力仍然显著，而境外发行短期债券或从政策层面受阻，因而寻求在在境内实现再融资。六盘水民生产投在去年 10 月 10 日发行了一笔 364 天 1 亿美元的境外债，票面利率为 6.4%，此债券将于今年 10 月 8 日到期。此次公司拟在境内、境外发债，目的就是置换此债券。我们认为，此次境内发债置换境外债券的政策依据值得关注。通常情况下，企业境外债券到期时或直接进行偿还，或通过境外续发债券进行置换，而境内发债对境外债券进行置换，此次应属首例。我们推测，该举措可能与网传的“134 号文”有关。据市场推测，该文件不允许新增 1 年内境外债，但允许境内发债对境外债券进行借新还旧。

我们注意到，从去年一揽子化债政策落地以来，城投融资环境趋紧，一定数量的城投企业发行了 364 天境外债券以缓解资金压力。虽然该品种受到的监管较少，但成本偏高。2024 年 3 月，一些商业银行受到指导，不予对该类债券的发行出具备信用证，后续少量发行以维好协议、担保或直接发行的方式进行。此次“134 号文”可能继续约束了该品种的发行，但由于企业面临已经发行的短期境外债到期如何偿还或滚续的问题，文件可能允许通过境内发行债券对境外债券进行借新还旧。我们对此的理解是，虽然部分企业存在资金压力，需要借新还旧甚至新增借债以解决短期资金问题，但发行境外短期高息债券会增加负债总规模或提高负债成本，与当下化债的精神有所背离。而境内发行债券融资成本较低，且监管较严，用境内债券置换境外债券，特别是置换 364 天境外债比较符合当前的化债精神，前提是也需要发债监管部门的允许。

我们认为，本次拟发行的债券品种和监管主体也值得关注。政策的落地、创新的操作都需要时间，因此短期内类似的融资行为预计不会很多。本次六盘水民生产投拟发行的债券品种为公司债，监管主体是交易所，发行用途是借新还旧。这意味着，境内发债置换境外债券的监管部门或为交易所，并且可能会将部分境外债券和境内公司债合并计算，以确定“还旧”的总额。然而，该笔公司债券的发行还须得到监管部门的批准。若最终没有获批，公司仍需要在境外发债来偿还即将到期的美元债券。目前来看，“134 号文”的落地情况仍待观察，需要更多的实例来佐证其真实性与效果。

我们预计，城投企业未来在境外融资将以中长期为主，且仍将受到较为严格的监管。1 年期以下的境外短期债券可能将随着“134 号文”的实施而逐步消失，而 1 年期以上的债券发行则受到发改委的监管。虽然发改委支持优质企业借用中长期外债，但房地产企业及承担地方政府融资职能的地方国有企业仍受到约束。我们预计，城投企业未来在境外融资将以中长期为主，且仍将受到较为严格的监管，这是因为成本是化债中重要的影响因素之一，同时也需要控制债务总量和资金用途。

本报告不构成评级行动。

分析师

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。