

# 地方政府债券不应继续排斥个人投资者

中国社科院金融所 公司金融研究室主任 张跃文

财政部日前发布《2013年地方政府自行发债试点办法》,继续将地方政府债券的发行场所限定在银行间债券市场和交易所市场。根据以往的经验,银行间债券市场仍将是地方政府债券的主要发行市场,这一将个人投资者排除在外的市场,将继续垄断地方政府债券的发行和交易,持有这些债券的投资者仍然是那些以银行为主体的金融机构。将地方政府债务风险转移到银行体系以外的任务,短期内很难实现。

自2009年起,中央财政开始代理地方政府发行债券,当年2000亿元的额度,除分销到交易所市场的7000亿元以上,其余债券全部在银行间债券市场发行。2010年的2000亿元地方债,则全部在银行间市场发行。2011年、2012年和2013年年初至今,基本是这种局面。虽然自2011年开始,国家批准上海市、浙江省、广东省和深圳市试点自行发债,2013年又将江苏省和山东省纳入试点范围,不过根据财政部统一规定,地方政府债券的发行场所、发行方式、债券类型和期限等都受到明确限制。银行间债券市场作为地方政府债券发行主市场的地位得到巩固。

理论上讲,只要市场进出自由,对于投资者而言证券在哪个市场发行都是一样的。但偏偏我们的银行间债券市场是不允许个人投资者进入,因此投资者无法直接买到银行间市场发行和上市的地方企业债券。这是一个由银行主导的市场,截至今年6月末,商业银行持有的各类债券总额已超过14万亿元,占全市场债券总量的65.1%。其次是投资基金(2.5万亿元)、保险机构(2万亿元)和信用社(6000亿元),尽管根据有关规定,商业银行可以通过柜台市场,向个人投资者销售银行间债券市场上市的证券。目前单独面向柜台市场的债券仅有3900多亿元的储蓄式国债和30亿元的其他债券。另有近4万亿元国债和少量企业债在银行间市场、交易所市场和柜台市场进行跨市场流通。这些债券大部分掌握在商业银行等金融



CFP图片

机构手中,出于资产配置的需要,这些机构一般都会将国债和地方政府债券等低风险债券留在资产负债表内,不向个人出售。换句话说,除了国家指定向个人销售的储蓄式国债以及交易所市场上的少量国债和企业债以外,个人投资者几乎没有可供直接投资的债券。相较于个人投资者交易,机构间交易具有明显的成本优势。比如,2012年柜台市场债券交割量仅15亿元,但交割笔数达9.3万笔,平均每笔

债券交易仅1.6万元。但是同样处理一笔机构间的交易,其交割量经常超亿元,收益不仅可以覆盖交易成本,而且可能还会创造一定利润。而银行柜台的交易成本,或者由个人投资者承担,或者由银行通过其他衍生交易间接收回,交易本身不大可能直接为银行带来利润。柜台债券市场的萧条现状,以及财政部对银行间债券市场的偏爱,都反映了发行人和承销商对于个人投资者高昂交易成本的顾虑。问题在于,根据商业思维确定的政策,是否有利于我国债券市场的发展,是否有利于储蓄向投资的转化,是否有利于银行体系分散风险?

地方政府债券是在2009年地方政府债务融资大幅增加及国家进行整顿以后的产物,它是国家规范地方政府融资和发展债券市场、分散银行体系风险的重要措施。在我国财政体制改革尚未完成,中央对地方政府债务仍然提供隐性担保的大背景下,地方政府债券仍然属于低风险债券,而且对于试点省市而言,它是直接以地方政府名义发行的债券,由地方财政收入作为还款来源,其内在价值与政府融资平台公司发行的城投债有本质区别。

根据最新发行数据,地方政府债的收益率比同期国债高出约37个基点,但其评级界定在准主权债范畴内,因此对于机构投资者和个人投资者而言,地方政府债券应当是具有投资价值。但是在由商业银行主导的银行间债券市场,个人投资者没有参与机会,证券机构和基金的发言权也很有限。因此就发生了一种怪现象:一方面决策层和公众在担忧商业银行如何面对由地方政府债务引起的潜在坏账问

题,另一方面银行在增持地方政府债券,银行资金持续在地方政府债务上打转,实体经济需要的企业信贷融资成本却居高不下。地方政府债务的潜在风险问题业界已有共识,这里不再一一赘述。需要研究的是,债务偿还资金的来源是什么?如果偿还资金来自于中央财政的转移支付,那么其最终资金来源实际上是全国企业和个人所缴纳的税金;如果其偿还资金的来源是本地财政收入,其资金的最终来源无外是本地税收及土地出让收入,这些资金的支付方主要是本地企业和居民。既然作为纳税人的个人投资者要承担纳税义务,要忍受土地财政引致的高房价,为什么不能让这些投资者分享地方政府债券投资收益,而偏偏要将资金以低廉成本借给银行,由银行独享收益呢?这种典型的“穷人借钱给富人”的现象不应该再持续下去。

另一方面,个人投资者投资地方政府债券,不仅有利于发展我国债券市场,促进银行储蓄存款分流,而且可以协助分散银行体系的地方政府债务风险,强化公众对地方财政和债务融资的外部监督。至于个人投资者的交易成本问题,可以通过发展电子化交易、提高单笔成交额下限、开拓地方债券市场等多种手段逐步予以解决。此项促进政策的推出,不仅需要从公众福利出发,更需要超越既得利益群体的战略眼光,还需要勇于担当的大将风范,显然这不是一个政府部门负责人能够完成的任务。我们冀望个人投资者能够更多地参与债券市场,更盼望本地人买本地政府债”的目标可以早日实现。

## 优化房产税设计以形成最好政策效果

芝加哥大学 袁越

上海与重庆自2011年初起进行了个人住房房产税改革的试点,至今已两年有余。国务院近期批准发改委《关于2013年深化经济体制改革重点工作的意见》,提出扩大个人住房房产税改革的试点范围,对于房产税的讨论又掀起一阵热潮。

### 控房价要解决三大问题

应该说,土地出让金和房产税两者之间,土地的一个重要区别,是土地出让金在大幅攀升的情况下,住房消费者的外部选择可以是不买房,而如果开征存量房产税,则住宅现持有人除非卖房,否则必须缴税。具体而言,如果土地出让金大幅提高,开发商要维持原有利润就必须提高住宅售价。但在其他条件不变和正常的需求弹性系数的情况下,住宅消费的需求会减少,进而减少开发商的利润。在土地供给受限的情况下,开发商有进一步抬高地价的动机以获取更大利润的动机,直至住宅消费者的需求富有弹性为止。因此土地出让金的提高在一般情况下有推高房价的趋势。

房产税尤其是对存量征收的房产税则有所不同。对住宅存量征收房产税,提高了很大一部分现有住宅持有人的持有成本,其他条件不变的情况下,将会“挤出”一些住宅存量进入市场交易,导致市场供给增加,在中短期内有可能导致房价下降。

我国由于房产税试点时间短、范围小、具体数据未公开,所以评估房产税对于我国住宅价格的具体影

响有困难,但是国外有很多相关的实证研究佐证对存量征收房产税对房价确实有抑制作用。经济学家华莱士·奥茨(Wallace Oates)在1969年发表的一篇文章,就通过分析美国东北部上世纪60年代的数据指出,如果将房产税从2%上调至3%,在控制其他变量的情况下,房价会下降7.5%。

但需要注意的是,这种可能性基于两个重要条件:一是对存量的征税,而不仅仅是对增量的征税;二是供给的增加对价格下降的影响,要完全抵消或者超过征税对于价格上推的影响,因此房产税不可能无限提高,作为平抑房价的工具,房产税是有局限性的。

房产税之所以不会是房价最主要的影响因素,很重要的一个原因是政府不可能不受限制地调节房产税。国际通行的房产税率在0.5%—3%之间,而且一般都有针对中低收入群体或者小面积住房的免税及退税额。在中国推行房产税,也会受此条件约束。比如,上海的房产税试点就是对二套房以上的增量房进行征税,且人均有60平方米的免税面积,另外住房每平方米市场交易价格低于本市上年度新建商品住房平均销售价格2倍则税率减为0.4%。所以一户三口之家如果已有一套120平方米的自住房,若新购置一套70平方米的投资房,实际征税面积仅为10平方米,假定购入价格为每平方米3万元,每年需缴房产税仅为1200元,而这样的税费比较容易转移给租房市场。

从国际经验来看,对房价影响更大的,一是住房交易供应量及潜在住房消费的人口,二是百姓对于房价涨跌的预期,三是信贷政策。

正因为有供求关系的影响,全球人口密度高的大城市,比如印度孟买、韩国首尔、日本东京、俄罗斯莫斯科等,一般房价都非常高,有些地方房价问题的严重程度甚至远超过中国的大城市。正因为有房价预期的影响,才能理解为什么美国底特律会大量出现低价房甚至是一元房,因为持房者已经预期住宅价值会随着当地人口的减少、犯罪的增加、政府取消各项公共服务而快速下降,并且如果继续持有房屋还需每年缴纳税费。在这种强烈预期的驱动下低价抛售房屋也就不足为奇了。正因为有信贷政策的影响,2000—2006年美国由于宽松的信贷政策,即使有房产税的存在,房价依然飞速上涨,并直接导致了2007—2009年的金融危机。所以说,与其指望依靠房产税征收来平抑房价,不如从以上三个问题着手,这样才能从根本上更有效地解决房价的问题。

### 设计好房产税配套机制

当然,考虑到扩大房产税试点势在必行,那么如何设计房产税及相关机制以形成最好的政策效果尤为关键。首先,需要大力建设及完善房地产相关的底层支持,如房屋产权及交易的基础数据、房屋估价体系、相关信用制度等。这其实是一个庞大的系统性工程。如果房屋估价体系很大程度依赖于交易价格,那么如何避免“阴阳合同”这类避税手段的肆虐?能否较快速建立一个覆盖全国的房屋产权信息网络,以保证能及时查找到购房人持有房屋数量、面积等信息?如果某位持房人未

缴房产税,在法律上如何处理?这些都是需要仔细思考的问题。同时,也需要确保征税合法合理,并明确税费的使用途径。美国的房产税都有很明确的使用规定,绝大部分用于公共开支,比如街道整修、公园、垃圾处理、警察、消防、教育、博物馆、图书馆等,因而绝少有抱怨房产税的征收。中国也需要建立房产税征收、开支、调整的合理制度,否则将凭空增加百姓赋税负担。

其次,可以借助征收房产税的契机,规范小产权房。据报道,全国小产权房面积约60亿平方米,这样一个庞大的规模,肯定不可能完全一拆了事。对于小产权房而言,底层数据更加混乱,交易行为不受监控,很大程度上影响着农民的利益,因此处理小产权房极为棘手。房产税征收正好是一个契机,可以尝试允许符合条件的一批小产权房业主在足额缴纳一定年份的房产税后,获取全部产权,进而允许这类房产上市交易。这样的设计,可以结合清查小产权房的行动一同进行,对危楼、违法占用土地等建筑不予提供这样的待遇,对符合条件的产权房建立基础数据及业主的缴税和信用记录。当小产权房进入市场后,能增加住宅供给。同时,由于大部分小产权房业主为中低收入者,如果能够通过合法出售物业获取收益,也起到了提高这一部分群众收入的目的。

再次,应当通过设计房产税制度来规范租房市场。中国人对于租房的热情是由多重原因造成的,但是其中一个原因是租房人有非常强烈的“寄人篱下”的不安全感。在中国,房屋租赁市场极不发达,在没有法律保障的情况下,租房人和房东

的权益都没有办法得到保护。可以尝试建立一种鼓励专业房屋管理机构运作的出租房的房产税制度。

具体而言,可以尝试给予由机构进行出租管理的房屋优惠的房产税税率,而对个人管理的出租房征收正常的房产税。如果出租房屋能够高度机构化,可以更方便地监管房屋租赁市场、制定相关的法律法规。如果租赁市场中租房者和管理机构互相权责明晰、纠纷能有合法的渠道解决、且有愿意长期租房的人群能找到称心如意的有专业管理房源,会有一部分原有的购房者被吸引引入租赁市场。在这样的政策刺激下,总体购房需求会减弱,并且政策的颁布本身就有降低房价上涨预期的效果。

另外,房产税作为一个新的税种,在试点的过程中可以进行一些创新的机制设计,而不应囿于国际经验。比如,房产税率可以随着物业的房龄变长或者房屋质量变差而梯度上扬。如果以房龄为基准,调整可以考虑以每二十年为界;如果以质量为基准,则需重点注意危楼。在美国,由于房屋及土地产权私人永久拥有,房产税率不变的情况下,拆迁难度大,投资回报率低,所以低收入人群聚居区大量存在危旧楼房。而如果房产税随着房屋质量变差而上升,业主在经济规律的支配下,考虑到不断上升的持有成本,会更愿意以合理的价格出售楼房,而开发商可以较低的价格收购危旧楼及其土地,改建能满足时代需求的房屋,这样的房产税设计才能合理促进住房的更新换代。

## 期指套保有效封杀“索罗斯们”

中证期货 刘奥南

区别。

1997年到1998年夏天,以“联合军团”为首,国际炒家联手,相继横扫东南亚,席卷日韩,挟鲸吞20亿美元剑指即将回归祖国的特区香港。香港金融风暴是国际炒家立体操纵股市、期货市场、楼市的典型案。股指期货在这场危机中所体现的真实作用,值得我们认真总结和反思。

### 国际炒家抛空股票打压股指

1997年上半年,国际炒家大肆透支“回归”利好,热炒恒生指数突破16000点创历史新高,楼市汇市也热得冒烟。随着回归日临近,他们先后三次出击均有所斩获,香港金融、地产、贸易、旅游四大支柱产业相继“挂彩”。1998年7月底8月初,索罗斯指挥“联合军团”发起决战。他们首先将手中股指期货高位抛出,恒指由1997年8月7日登峰造极的16820.03点在4天内最低跌至6544.79点。同时炒家们借力“借钱给富人”的现象不应该再持续下去。

在这场金融“立体战争”中,索罗斯集合旗下量子基金、老虎基金、宏观对冲基金分工合作,并与“狙击跟风”的各路国际炒家结成同盟,利用汇市、股市、期货市场密切联系和杠杆效应,声东击西“立体投机”。他们提前在货币市场拆借大量港币,从世界各地秘密买入港股,大量融券借入做空,在期货市场囤积期指空单,然后在外汇市场上利用即期交易抛空港币。同时卖出港币远期合约,迫使港府为捍卫联系汇率而急剧提高拆息和利率。接着顺势抛出先前布局的港股和借入的成分股,疯狂打压恒指,导致股市“全面受压”。最后在期货市场以期指空单张网坐收暴利——恒生指数每跌1点,每张空单暴利50港币。

在这场金融“立体战争”中,索罗斯集合旗下量子基金、老虎基金、宏观对冲基金分工合作,并与“狙击跟风”的各路国际炒家结成同盟,利用汇市、股市、期货市场密切联系和杠杆效应,声东击西“立体投机”。他们提前在货币市场拆借大量港币,从世界各地秘密买入港股,大量融券借入做空,在期货市场囤积期指空单,然后在外汇市场上利用即期交易抛空港币。同时卖出港币远期合约,迫使港府为捍卫联系汇率而急剧提高拆息和利率。接着顺势抛出先前布局的港股和借入的成分股,疯狂打压恒指,导致股市“全面受压”。最后在期货市场以期指空单张网坐收暴利——恒生指数每跌1点,每张空单暴利50港币。

如果按照一些市场人士的说法——由于期货市场出现200亿套保就吓手中中国股民竞相抛售,那套保者手中的700亿到1000亿元的股票反而会因股民抛售而暴跌缩水。显然索罗斯们绝不干这样的“傻事”,而沪深300股指期货的套保却在A股大跌行情中实实在在起着这样的护盘作用。

沪深300股指期货套保等现行制度和“五位一体”跨市场监管体系,有效封杀了索罗斯们利用期指操纵股市的空间,他们根本不可能开立大量“学生”账户而不被察觉,不可能超限量建仓期指空单和相应额度的沪深300成分股,也不可能高速抛售顺利出局。而真要按一些市场人士的意见取消套保等特色,沪深300股指期货对比当年的恒生指数期货,形成了三方面重要

### 期指套保防止跨市场操纵

在充分吸取香港金融风暴教训的基础上,针对A股市场的中国特色,沪深300股指期货对比当年的恒生指数期货,形成了三方面重要

### 重推“T+0”释放股市制度红利

银河证券 魏立国

增加市场供应,让庄家封涨停的成本提高,这样就可以大大遏制其恶意的拉抬股价。

可以佐证的是,我国期货市场这些年来快速发展,很大程度是得益于T+0交易。统计显示,2013年一季度,国内期货市场保证金总量接近2300亿元,1-2月期货市场累计成交额为36万亿元。相对股市2500只股票来说,期货市场主流品种才区区20只,创除期货近10倍的杠杆率,如果按照T+1交易,期货市场的交易必然会大大萎缩,参与者也必然会大大减少,其价格发现功能就无从实现。资金是市场交易的源头活水,资金的运用效率高决定了市场的活跃度,也决定了价格与价值的波动关系。无疑,T+1已经严重影响到了资金的利用效率,人为地降低了市场的流动性,以致扭曲了市场的基本功能,偏离了市场的基本法则——价值规律,成为当前A股市场良性发展的制度性障碍。T+0乃证券市场创新之基。

T+1乃证券市场“三公”应有之义。公开、公平、公正的“三公”原则是证券市场立市之本,也是保护投资者利益之基础。T+1乃证券市场创新之基。创新本无定法,但创新一定要基于一个庞大的市场,只有市场大了,创新才会层出不穷,才会避免竞争复制。当前A股市场交易量高的时候,平均每天交易金额为1500多亿元,相对于一个总市值近25万亿元、流通市值8万亿元的市场来说,这点交易金额实在很小。如果实行T+0,则每日交易量至少提升两三倍,甚至更多,这无疑是创新提供了广阔的空间,各种各样的创新品种才会层出不穷,行业错位竞争也会大大避免抄袭复制带来的种种弊端,资本的市场性、保值增值、投资者保护才能落到实处。

而随着量化宽松带来的货币存量大量堆积,市场也需要有一个更大的池子来容纳,一个开放的T+0市场将会为其流动提供强大的创新基础。T+0乃证券市场活力之源。市场既是资源配置的场所,也是价格发现的场所。如果市场不活跃,交易停滞,则其资源配置和价格发现的功能就会失灵。多年来,A股市场上一批沦为垃圾的ST股,借助T+1制度漏洞,通过连续涨停的手法,人为控盘,持续拉高股价,最终实现高位派发,石头卖出黄金价,这是对证券市场的公然嘲讽。而如果实施T+0,部分投资者就可以通过当天回转交易,

增加市场供应,让庄家封涨停的成本提高,这样就可以大大遏制其恶意的拉抬股价。

可以佐证的是,我国期货市场这些年来快速发展,很大程度是得益于T+0交易。统计显示,2013年一季度,国内期货市场保证金总量接近2300亿元,1-2月期货市场累计成交额为36万亿元。相对股市2500只股票来说,期货市场主流品种才区区20只,创除期货近10倍的杠杆率,如果按照T+1交易,期货市场的交易必然会大大萎缩,参与者也必然会大大减少,其价格发现功能就无从实现。

资金是市场交易的源头活水,资金的运用效率高决定了市场的活跃度,也决定了价格与价值的波动关系。无疑,T+1已经严重影响到了资金的利用效率,人为地降低了市场的流动性,以致扭曲了市场的基本功能,偏离了市场的基本法则——价值规律,成为当前A股市场良性发展的制度性障碍。T+0乃证券市场创新之基。

T+1乃证券市场“三公”应有之义。公开、公平、公正的“三公”原则是证券市场立市之本,也是保护投资者利益之基础。T+1乃证券市场创新之基。创新本无定法,但创新一定要基于一个庞大的市场,只有市场大了,创新才会层出不穷,才会避免竞争复制。当前A股市场交易量高的时候,平均每天交易金额为1500多亿元,相对于一个总市值近25万亿元、流通市值8万亿元的市场来说,这点交易金额实在很小。如果实行T+0,则每日交易量至少提升两三倍,甚至更多,这无疑是创新提供了广阔的空间,各种各样的创新品种才会层出不穷,行业错位竞争也会大大避免抄袭复制带来的种种弊端,资本的市场性、保值增值、投资者保护才能落到实处。

而随着量化宽松带来的货币存量大量堆积,市场也需要有一个更大的池子来容纳,一个开放的T+0市场将会为其流动提供强大的创新基础。T+0乃证券市场活力之源。市场既是资源配置的场所,也是价格发现的场所。如果市场不活跃,交易停滞,则其资源配置和价格发现的功能就会失灵。多年来,A股市场上一批沦为垃圾的ST股,借助T+1制度漏洞,通过连续涨停的手法,人为控盘,持续拉高股价,最终实现高位派发,石头卖出黄金价,这是对证券市场的公然嘲讽。而如果实施T+0,部分投资者就可以通过当天回转交易,

雁行非雁,阵气本无云。中国证券业之修,在养而荣;证券从业人之净,在忍而成。耐住心性,审视全局,留足余味,证券和围棋2013再相会。2013年证券·围棋汇,诚邀中国证券系统全体同仁手谈交流。

### 2013中国证券系统围棋赛 报名征集

主办单位:中国证劵业协会,中国证劵期货业协会  
承办单位:广发期货  
协办单位:安信证券  
指导单位:中国证劵业公会,中证协  
大赛报名联系电话:010-68092588-8009  
信箱:weiqihui@zhengshang.net  
咨询电话:010-68092688

报名截止时间:2013年7月31日  
比赛开始日期:8月初(具体报名人数而定)  
决赛日期:2013年8月24日  
比赛地点:北京  
参赛资格:中国证券系统(证监会、各地证监局、交易所、证券公司、期货公司、证券投资基金、证券类信息服务等)相关企业单位的个人及团体(以单位或个人名义均可)。欢迎有兴趣的上市公司管理层以及个人名义报名参加。  
报名方式:大赛组委会通过邮件或网站(http://www.eweiqi.com/)下载报名表并填写,将报名表传真或Email至大赛组委会登记。大赛报名时收取报名费,赛后退还报名费。