

财政体制改革有望取得三大突破

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

近日,预算法修正案案获通过,地方政府发行债券,举债规模须由国务院报请全国人大或全国人大常委会批准,这势必对现代财政制度的建立发挥重要作用。随着财税体制改革框架的逐步清晰,以预算改革、税制改革以及财政改革为重点的财政体制改革深入推进,意味着改革将驶向深水区。

经济体制改革实际上是一个“分权”的过程。一方面,通过市场化改革和现代市场经济体系的建立,政府逐步退出竞争性领域,使这些领域的资源配置主要由价格和竞争机制来实现;另一方面,在政府体制内部,中央也逐步向地方放权,无论是早期的财政包干制,还是后来的分税制,都使得地方拥有了一定程度的实际自主权。

但是这种分权还只是局部的分权,或者说是一种不彻底的分权改革。首先,分权并没有赋予地方独立的税收。其次,分权没有在地方层次上形成水平制衡,这也就意味着财政分权并不是在一个公共财政的架构下进行的分权,而仅仅是在一个等级管理体系中的权利划分。特别是地方政府在不透明、软约束环境下举债融资形成庞大债务,债务和金融风险不断累积,给宏观经济运行带来了周期性和结构性困扰。

回顾改革开放以来的政府财政体制变迁历程,政府财政管理体制是处理中央政府与地方政府之间,以及地方各级政府间财政分配关系的一项基本制度,核心问题是明确各级政府之间支出责任和收入划分。

改革开放以来,中国地方财政收支经历了由“窟窿剪刀”向“赤字剪刀”的转变。1994年是中国经济改革分水岭,经济也随之发生了一些结构性变化。1994年的分税制改革清晰地界定了中央和地方政府的税基和税收分成比例,影响深远。在财政收支长期矛盾,特别是在“GDP增长竞标赛”与过度竞争的背景下,地方政府纷纷寻找其他财源以弥补收支失衡,“生地财政”成为地方财政的普遍模式。

2003-2012年十年间,土地出让金贡献相当



于地方财政52%的收入,2010年最高达到72%。2012年的税收收入中,与房地产有关的11个税种,即土地、房地产开发和交易相关税收,贡献了地方财政收入的31%,合计1.9万亿元。然而在土地稀缺的中国,通过粗放的土地扩张,以及相应生成的庞大债务,地方政府得以维持高速增长的基础设施投资,但同时患上了严重的土地财政依赖症。

财税体制改革的滞后对资本配置效率的作用也不容小觑。在财政分权过程中,中央和地方政府之间的财权博弈直接影响到两者间的金融资源博弈。由于财政资源受限,各地方政府纷纷将注意力转向对金融资源的控制,尤其是对地方银行体

系信贷资源的控制上来,这必然会造成金融部门不良贷款率的攀升和资源配置效率的下降。

国际金融危机以来,以地方政府为主导的投资扩张,使得对资金有饥渴症的地方政府通过表外贷款、银行间债务融资等形式与其对接,大量资金流向了地方融资平台、房地产贷款,这导致了包括政府、企业以及金融机构在内的所有部门负债率大幅上升,资产负债表出现了明显恶化。截至2012年底,36个地方政府本级政府性债务余额38475.81亿元,比2010年增长12.94%,地方政府债务风险不断上升。大量增量资金投入投资驱动型领域造成了普遍性的结

构性产能过剩,也导致投资效率和资源配置效率的大幅降低,以及财政资源的错配。

因此,新一轮财税改革重点在于完善财力与事权相匹配的财政体制,其中税制改革、预算改革和财政体制改革,是新一轮财税改革的三大期待。

第一,期待着以“零口径预算”为突破口的预算管理制度现代化。所谓“零口径预算”,不仅将政府预算内资金和预算外资金的全部收支都纳入预算管理,而且包括政府性债务和或有负债的监管,是真正意义上的完整的政府预算。必须实现财源结构的合理化和实现财政分配的结构合理化,保证财政收支平衡。要在政府一般预算、政府性基金预算、国有资本经营预算及社会保障预算之间形成统一和均衡,建立规范透明的资金往来渠道,同时尽可能把专项资金变为预算内资金,纳入公众的监督范畴。

第二,期待着税收制度现代化。营改增后地方税收吃紧,迫切需要培育新主体税种,形成相对独立的税收体系。在我国现行的28个税种中,虽然划归地方的税种有18个,但这些税种大都是税源零星、征管难度高的小税种。虽然营业税、企业所得税和个人所得税收入较稳定,但企业、个人所得税已划分为共享税,不能成为地方主体税种。新一轮财税体制的制度设计时要培育较稳定的地方政府主体税种,通过完善地方税体系、提高直接税比重、推进增值税改革、发挥消费税的调节功能、逐步建立综合与分类相结合的个人所得税制、加快房地产税立法并适时推进改革、加快资源税改革、推进环境保护费改税等,建立有利于科学发展、社会公平、市场统一的税收制度体系。

第三,期待“后土地财政”时代,以政府融资体制改革为切入口,逐渐改变以地方政府融资平台为主体,以土地储备作为抵押支持,以银行信贷作为主要资金来源的地方政府融资模式,开辟地方政府新财源以取代“生地财政”。未来可以逐步剥离地方政府的土地经营管理职能,构建土地受让金管理和储备制度,探索由国有土地资产管理公司代表政府经营,政府退出土地经营而做好土地微观规划管制与土地市场的宏观调控,进而建立现代财政制度。

信托业在并购重组中大有作为

□中建投信托总经理 刘屹

随着国民经济发展节奏的转变,产业结构转型升级的加速,信托行业也逐步告别了高速发展时期,进入平稳发展及转型时期。在此背景下,并购重组业务将成为信托行业转型的重要方向。

并购重组业务潜力巨大

近年来,我国并购重组业务呈现飞速发展态势。据清科研究中心统计,我国并购市场2010年并购总数为622起,并购总额348亿美元,而2013年并购案数量与交易金额分别达1232起和932.03亿美元,同比分别增长24.3%和83.6%。2014年上半年中国并购市场共完成交易784起,同比大幅增长79.8%。

2014年以来,政府及监管机构做大做强并购市场的意图非常明显。国务院于今年3月份出台了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》,该意见为做大做强兼并重组市场创造了良好的政策环境,具体表现为:一是兼并重组业务市场体制机制进一步完善。企业兼并重组相关行政审批事项逐步减少,审批效率不断提高,有利于企业兼并重组的市场体系进一步完善,市场壁垒逐步消除;二是兼并重组政策环境更加优化,有利于企业兼并重组的金融、财税、土地、职工安置等政策进一步完善,有利于兼并重组业务的金融服务产品创新。

信托业可积极参与并购重组

信托行业过去十多年的快速发展,从根本上说是抓住了国民经济发展节奏,充分发挥信托制度优势的结果。在过去十多年以投资拉动经济发展的宏观背景下,带动了房地产与市政基础设施建设两大重点投资领域的飞速发展,也形成了信托行业当前以房地产和基础设施建设为主的业务模式。当前,房地产与市政基础设施建设在信托业务的规模和利润贡献上达60%以上。在新的经济发展环境下,信托公司当前的业务结构缺乏长期的可持续性。

在房地产领域,2014年房地产各项指标持续走低。2014年以来房地产开发企业资金来源和新开工面积两个指标的增长速度到达了十年最低,房地产市场已逐步进入调整期。在市政基础设施建设领域,以10省市市政债试点为代表,国家拓宽了市政基础设施建设的融资渠道,融资主体的融资行为在进一步规范,未来对信托融资的依赖程度将进一步降低。

当前国家治理经济的思路 and 模式发生根本转变,具体表现为如下几个特点:第一个特点就是政府不推出刺激经济的政策,而是逐步缩减国家主导的投资行为,这意味着信托行业以往依托投资拉动的业务模式将不可维系;第二个特点便是去杠杆化,以大幅削减债务,降低借贷与产出比。国家将进一步加大对信贷行为的管制,降低资金成本,引导金融资本服务实体经济发展;第三个特点是推行结构改革。一方面要推进经济结构的内部调整,另一方面要推动产业结构的整体升级。以房地产和市政基础设施建设为代表的投资驱动型信托业务将不可维系,而在国民经济结构调整和转型升级的背景下,信托行业的转型发展必须服从国家经济发展战略和趋势。在此背景下信托公司应充分发挥信托制度优势积极参与并购重组,这是行业转型的一个重要方向。

信托公司并购重组具有多重优势

信托公司素有“实业投行”之称,可以横跨货币市场、资本市场和实业市场三大领域,信托公司参与并购重组业务有多重优势,具体表现在如下几个方面。

首先,信托公司在产品设计和风险控制方面拥有独特优势。在参与形式上,信托公司可以通过成立并购重组基金、发行信托计划等多种方式参与企业并购重组;在具体的交易模式上,信托计划可以采用债权方式、股权方式、股权+债权的模式,或者以信托计划直接持有拟并购项目项下资产的权益投资方式。

其次,信托公司参与并购重组业务具有高度灵活性。在业务审批上,信托公司作为独立的法人机构,具有独立审批权,且信托公司组织机构高度扁平化,决策效率较高,能有效地适应并购重组业务节奏。此外,信托公司具有高效的资源整合能力。从内部资源整合来看,信托公司可以整合自有资金与信托资金两方面资源参与并购重组业务;在外部资源整合方面,信托公司可依托信托产品这一媒介,有效整合银行、证券,以及社会投资者资金参与并购重组业务。

最后,信托公司具有资金募集优势。从资金募集方面看,信托公司具备较强的大额资金募集能力。截至2014年6月末,信托行业存量集合资金信托规模近3万亿元,信托公司在过去几年发展中积累了大量高净值客户,可在较短的时间内募集并购业务所需的资金,信托公司募集资金的灵活性和高效性优势更为明显。



“沪港通”将激发金融机构开放活力

□工行城市金融研究所 罗宁

备受关注的“沪港通”最快将于10月开启,有关“深港通”的研究也迅速推进。作为我国推动资本市场双向开放的重要试点,“沪港通”以及之后可能推行的“深港通”不仅将给内地资本市场与投资者创造新的发展机遇,对于一直走在改革与创新前沿的金融机构而言,更是其对接境外市场一次难得的历史契机。

自从1990年沪深证券交易所分别设立以来,我国资本市场在探索中不断前行,已初步形成覆盖股权和债权的多层次资本市场。但总体而言,银行主导的间接融资在金融市场上仍占主导地位。今年1-7月,新增各类银行贷款在社会融资总规模中的占比达78.5%。IPO重启之后,好几百家企业排队待审,更是表明市场对直接融资需求十分迫切。目前内地的资本市场尚处“新兴加转轨”阶段,拥有全球数量最多、最活跃的个人投资者群体,制度建设有待进一步完善,“沪港通”的开启将从市场运作机制、监管机制等多个维度推动内地资本市场改革不断深化,更好地发挥资本市场融通资金、支持实体经济发展的功能。

譬如,在新股发行上市方面,香港交易所IPO制度极具市场化的特征,已连续10年位列全球IPO市场前五位。作为内地与全球市场的联结,香港吸纳了众多的内地优质企业,已经成为了内地企业境外上市的首选。随着“沪港通”对接两地市场,将为沪深股市从审核制向注册制转变提供重要机遇。在金融监管方面,香港股市具备高度严格、规范的监管法律体系,尤其是在保护广大投资者及中小股东的权益方面经验丰富、制度完善。沪港股市互联互通后,两地监管也将加强合作,有利于促进内地监管机构改善监管方法,尝试更多的监管创新,提高监管水平。

对于内地投资者而言,“沪港通”的开启将从多个方面形成利好。“沪港通”引“外水”激活内地资本市场,形成新一波投资机会。在较严格的资本管制之下,国际投资者对内地经济和内地资本市场的投资需求,可能通过“沪港通”得到一定程度的释放,大量“外水”或将在短期内涌入A股市场,进而刺激此前较长一段时期保持沉寂状态的内地股市,为内地投资者带来一波新的投资机会。

“沪港通”打开境外投资通道,丰富投资结构。目前内地投资者开展境外投资仍面临较严格的管制,此前全球金融危机的恶化升级也使一度火热的“港股直通车”计划最终流产,投资者对外投资主要通过QDII等有限的途径。“沪港通”作为我国资本账户开放的重要试点,为内地投资者开展境外投资打开了新的通道,有利于丰富其投资的区域结构。随着未来两地资本市场进一步互联互通,投资者可能将获准投资香港市场上的各类衍生品,使投资的产品结构更趋多元化,有利于分散投资风险。

两地交易规则不同,港股市场既是挑战更是机遇。与主要发达市场相比,内地资本市场发展时间相对较短,为维护市场稳定、有序发展,实施了“T+1”、涨跌幅等约束性措施。但香港股市作为一个相对成熟的市场,交易实行“T+0”且无涨跌停板。不同交易规则意味着内地投资者在进入港股市场时,需要调整过去在内地股市的操作策略和方式,可能面临诸多不适应的问题。但从长期来看,放宽对资本市场的管制是必然的大趋势。“沪港通”为内地投资者提供了一个率先接触成熟市场的机遇,有利于投资者更直观地学习、提升投资技能,为内地资本市场下一步改革创造条件。

过去30多年来,我国金融机构一直走在改革与创新的前沿,以商业银行为代表的中资金融机构率先迈开国际化发展步伐,成功建立了覆盖我国主要经贸往来地区的金融服务网络,但证券等其他金融机构“走出去”步伐相对滞后。虽然在香港等境外市场设立了分支机构,但总体布局以及在当地市场的影响力较为有限。“沪港通”为内地证券金融机构对接境外市场提供了一次难得的历史契机。

根据已公布的交易规则,内地投资者买卖港股需通过委托内地证券公司的方式进行。证券公司接受委托后,经由上交所证券交易服务公司,向联交所进行申报;该申报在联交所交易平台撮合成交后,将通过相同路径向证券公司和投资者返回成交情况。为配合“沪港通”的开展,内地各大券商在向上交所自行填报申请批次的同时,相继成立了“沪港通专项小组”等团队研究设计相关的金融服务平台和产品,以支持投资者买卖港股。此外,各家证券公司的营业部及研究机构也在积极争取对港股的投资咨询资格。

虽然在目前的法规框架下,内地券商自营资金暂时不能参与“沪港通”,内地投资者通过“沪港通”投资港股,只能参与指定范围内的港股现货交易,不能买卖香港市场的衍生品,也不能进行融资融券交易。但以“沪港通”为试验田,两地市场未来很可能再推动进一步的融合,内地券商参与“沪港通”的业务将更丰富、多元。

“沪港通”只是内地资本市场走向世界的一个开始。随着这块试验田的经验不断积累,内地资本市场改革持续深化,中国股市与欧美发达市场的互联互通也未必一定遥不可及。在内地资本市场逐步与国际资本市场对接过程中,中资金融机构不仅应当继续发挥其关键的“输血”功能,而且还应在开阔人们视野、改变思想观念、深化体制改革、促进制度创新方面起到有力的推动作用。