

加快财税体制改革 化解地方债风险

利用“定向宽松”降低个人房贷成本

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近期对于“四条”将如何增加楼市有效需求的讨论趋于平静,对于“还清再贷”的改善性需求来说,贷款首付比例降至三成,这没有什么问题,很多银行也表态会落实这一政策。对银行而言,“还清再贷”不仅能够缓解房贷紧张的局面,而且是盘活存量资产,用高收益房贷置换低收益房贷的过程。

但是,银行发放基准利率7折的房贷,从目前来看,基本不太可能。2012年,在我国重启利率市场化以后,银行商业性贷款全部都在基准利率之上,上浮20%的贷款很常见。目前,银行之所以愿意发放基准利率水平上的房贷,是因为经济下行叠加去产能、去杠杆,对银行而言,并没有特别好的资产选择。在经济不景气时期,个人住房贷款应该是银行抵御周期性风险的较好的资产选择。

利率市场化之后,商业银行资金成本快速上升。目前,银行40%的非存款类负债是通过高成本的货币基金协议存款和滚动发行理财产品来获得的。而其余60%的存款类负债,尽管有国家利率管制,银行可以享受天然利差红利,但银行在“拉存款”上的竞争,让平均负债成本迅速上升,低于管制利率成本的存款占比不断降低。因此,基准利率应该是房贷“抵收益、低风险”的均衡利率,若让银行按低于基准利率来发放房贷,真是勉为其难。目前,即便各银行都贯彻落实了新的房贷政策,但低于基准利率的房贷很少,或者以低于基准利率的贷款搭售吸储类产品,变相抬高房贷利率。

“四条”之所以规定,改善性需求只有在“还清再贷”后才能享受首套房贷优惠,其实是通过银行房贷置换来提高收益率,而个人住房贷款证券化(MBS)也是为了这个目的。这两项措施不仅有利于增加可贷资金,也有利于银行将过去低于基准利率发放的房贷置换出来,重新配置到较高收益的房贷上。而发行专项金融债券,用于支持首套房和改善性住房需求,新增可贷资金,也是为了从资金源头上降低房贷成本,只有这样,银行才有积极性发放低于基准利率的房贷。

但是,“还清再贷”的改善性需求毕竟是少数。因为,对于绝大多数改善性需求来说,如果要其还清贷款,需要把房子卖掉,而且要置换为高成本的贷款,这会制约很多人去改善住房需求。

目前,尽管很多银行都在开展个人房贷资产打包工作,为MBS铺平道路。但笔者认为,中短期内MBS释放的可贷资金规模非常有限,而且收益率会比较高。因此,无论是从贡献可贷资金上看,还是从降低房贷资金来源成本看,MBS在中短期都不宜高估。发行专项金融债券,定向支持首套房和改善性住房需求,类似于“定向宽松”,还可以享受国家在利息上的免税,是一个降低房贷资金成本的捷径。但是,在资本市场发债的周期较长,规模也受限,短期内的额度也不可能很大,也不宜高估其作用。

笔者认为,在银行负债中,尽管管制利率存款占比在不断提高,但其绝对规模仍然非常庞大,整体利差也非常可观。根据2014年上市银行中期报告的数据,上半年我国上市银行存贷款净息差在2.5%-3%。因此,在某种程度上,我国商业银行仍然靠国家利率管制来生存和发展,还不是完全意义上的商业银行。

因此,银行就应该为贡献低成本存款的储户提供低成本的贷款服务。在美国,社区再投资法要求,商业银行必须向贡献存款的社区储户提供低成本、长期化、稳定性的贷款。在我国,一方面,在获得较高的理财收益上,中低收入人群存在知识上的障碍。数据表明,收入越高的人,越懂得如何打理自己的资产,获得的资产收益也高,而中低收入人群则恰恰相反;另一方面,在获得较高的理财收益上,中低收入人群也存在门槛上的障碍,收益率越高的理财,门槛也越高,这往往是高收入人群扎堆的领域,而低收入人群则无法企及。

可以说,在60%的存款中,中低收入人群是低成本存款的主要贡献者。因此,在政策性住房金融机构还未建立的情况下,商业银行仍然承担着政策性住房金融的职能,有义务开展具有政策性住房金融性质的贷款业务。而且,低成本存款主要是中低收入人群贡献的,而中低收入人群对于首次购房和改善住房的需求最为迫切,通过低成本贷款买房的需求也最为急迫。

目前,商业银行之所以不愿意发放个人房贷,与房贷业务相对于表外业务、消费贷款等高收益业务相比来说,收益偏低有关,这多少与商业银行承担的政策性职能不相符。本质上讲,商业银行不能一直拿着老百姓贡献的低成本存款去一味追求利润,甚至是高风险的表外业务利润,而这些高风险的业务在未来可能造成的损失,却完全由纳税人承担。

另外,类似于货币政策对“三农”和“小微”的支持,既然首套房和改善性房贷具有民生属性、政策属性,理应纳入货币政策“定向宽松”的范畴。在MBS和专项金融债券短期内难以贡献可观房贷资金,降低房贷成本的情况下,“定向宽松”一对一的特性,有利于从源头上降低房贷资金来源成本,直接对接首套房和改善性住房的贷款需求。

强问责机制和淡化救助意识。一方面,中央应明确规定把政府负债作为政绩考核的重要指标,强化任期内举债情况的考核、审计和责任追究;另一方面,应淡化地方政府债务风险暴露时中央即会救助的意识,上级明确不救助,地方自行解决债务问题,可以使地方政府在举债时更加谨慎,举债资金运用也会更加“节约”。

针对官员考核机制的问题,应加快地方政府职能的改变,改革“唯GDP”论的晋升考核机制。可通过加入消化存量债务、资源、环境保护和民生就业为核心的激励机制,推动地方政府实现由建设型转向服务型的转型。针对政府大包大揽的投资体制,地方政府可积极引入社会资本,通过打破部分公用事业领域垄断,允许民营资本以参股的形式投资基建,给予民间资本定价收费自主权并给予在土地、金融方面的政策支持,提升基础设施项目对民营资本的吸引力。

上述均是化解中长期债务风险的治本之策,但考虑金融危机以来的几轮稳增长措施致地方债务扩张加快,积累了盈利无法覆盖本息的不良资产。对此,政府应对该存量债务进行分类处理,通过中长期债券发行置换公益类项目,而对盈利确实无法改善的非公益性项目应尽快处置,防止系统性金融风险发生。

首先,政府可以通过信贷资产证券化和成立地方资产管理公司,银行可将部分不良贷款通过资产证券化的方式打折出售。银行虽承担一定的损失,但增强了银行资产的流动性,大大降低银行的风险。

其次,贷款展期和发行长期限城投(他方债或市政债)。债务到期后,在地方政府无力还本的情况下,政府可以通过发行长期限融资工具置换存量债务,将地方政府债务到期时间向后大幅推延。

最后,地方政府可出售地方国有资产、土地,直接偿还地方政府债务。为避免系统性金融风险,中央也可利用其低杠杆率优势,通过发行特国债,兜底地方政府债务,但必须明确相关负责人的责任并采取惩罚措施,以防中央无限救助预期下的道德风险。

总体而言,上述方案多数是不得已而为之的举措。化解地方政府债务风险的治本之道还是加快财税体制改革,对等政府间的财政事权,转变政府职能,将建设型政府转变为服务型政府,增强地方政府债务的预算硬约束。



CFP图片

对地方举债投资扩张是默许的态度。其次,地方债务呈现大而不倒的特征。若地方政府债务风险暴露,出于就业和守住系统性金融风险底线的考虑,中央无法真正置之度外。最后,地方为平台公司提供隐性担保,银行降低了对平台公司的风控管理,造成金融机构对地方债务约束软化。

加快财税体制改革

化解地方债务风险,应疏堵结合,标本兼治。“疏”是考虑到底线思维并未放弃,中国城镇化、产业升级和基础设施改善的空间很大,中央需要依靠地方政府通过举债满足财政收支缺口。“堵”是防范金融风险,堵住隐藏的债务来源,让地方政府举债阳光化。治标是分类处置存量债务风险,防止系统性金融风险爆发。治本是建立规范的地方政府举债融资机制,从根本上化解地方政府债务风险。

针对财政分权下财权事权不对等,应加快财税体制改革,强调权责对等。一方面,中央政府杠杆率仅为25%,中央应利用低杠杆率的优势,上收部分事权和支出责任。另一方面,中央应加大地方共享税中地方政府的比例,并扩大地方政府税源,适时开征房产税和遗产税。

针对地方政府预算软约束问题,中央应加

管加强,地方债务的举债方式多样化较严重的省市可能会更容易出现资金链断裂的风险。

我国地方政府债务总量可控,但是潜在风险不得不防。找到地方政府债务扩张深层次原因,对症下药,治标治本,方能系统性解决地方政府的债务问题。

首先,财政分权下财权事权不对等致地方债务扩张。分税制后地方财政收入减少而财政支出刚性,社会保障、地方政府部门及其事业单位费用和地方发展配套基础设施建设均依赖地方财政支出。财政收支不断恶化,中央转移支付也难以完全覆盖财政缺口,政府通过举债寻找新的资金来源也就不足为奇。

其次,《预算法》和财政分权改革不彻底放大了地方举债风险。地方政府无法通过正规渠道融资弥补财政缺口,只能依赖融资平台,一方面导致融资成本高企,另一方面债务未纳入预算管理,无从监管。此外,财政分权改革并不彻底,省级以下分税制并未有效推进,财政支出责任层层下压,下级政府苦不堪言,导致地方债务结构集中于低级别政府。

再次,地方政府面临预算软约束。首先,经济下行压力下,中央无法对地方政府采取硬约束,

弱,农产品供应旺季即将来临,食品价格下行将收窄CPI涨幅,预计9月同比增速下降至1.8%。

货币供给将保持稳定,社会融资规模将维持于正常水平。8月的金融数据已基本从7月的异常波动中回归到正常水平,同时央行仍坚持货币总体供应水平不会发生变化,但经济下行压力加大,定向宽松力度将加强,预计9月M2升至13.1%,新增人民币贷款微升至7100亿元。利率将维持温和水平。货币总量保持稳定的大前提不会变化,为稳定经济增长,降低企业融资成本,利率将维持较低水平。

汇率将先跌后涨。为了促进出口以及打压人民币单向升值预期,央行或将通过市场操作影响汇率走势,预计美元兑人民币汇率将触及6.15的高点后出现下滑。

综上,三季度实现7.5%的政策目标存在一定难度,但经济结构的优化可适当提高对增速下滑的容忍度,预计三季度GDP同比增长7.3%左右。四季度则有企稳回升,全年经济增长不会偏离政策目标太远。

进入7、8月份后,一些重要经济指标出现了波动,经济下行压力有所加大,但短期经济的波动不应中长期经济改革产生影响,当前仍应保持宏观调控的定力,继续通过“定向调控、精准发力”,在经济“新常态”下改革激发市场内在活力。

中国经济的“新常态”可以从“量”和“质”两个方面来解读。从“量”的方面来看,预定的年内就业目标(1000万)已基本实现(970万),同时通胀水平保持低位温和(2%左右),反映“惠民生”

目标得到了有力的保障。从“质”的方面来看,首先,第三产业占比不断增加,第二产业内部高新制造业也维持较高增速,经济结构持续优化。其次,经济发展的内涵也更具包容性,环保生态等指标替代了单纯的GDP维度。

笔者认为,应努力实现“稳增长、促改革、调结构、惠民生”的目标。将“生态”、“民生”的改善,生活质量和环境质量的提升,作为经济发展的“出发点”和“落脚点”。

应以改革激发市场活力。在经济“新常态”下,改革政策也有了更大的发挥空间,而改革的核心就是要激发市场活力。其一,在以往的行政领域中引入市场机制。例如建立地方债公开市场化发行机制。其二,在以往半市场化、具有垄断性质的行业、领域中引入市场力量。例如在运输、能源等国企开展混合所有制改革,加强对企业的市场约束。其三,减轻现有市场主体负担的同时,积极培育新的市场主体,整体性扩大市场容量。例如,不断推出各种税费减免,简化行政审批流程,引导更多人的选择创业,激发小微企业活力。

应以创新驱动替代要素驱动。从近期的经济数据可以看出,要素驱动的传统行业对经济发展的贡献率正在不断下降,以创新驱动替代要素驱动势在必行。

启动MBS勿操之过急

价收入超过15的现状而言,这种跌幅对于房地产市场稳定发展不会产生太大影响。

因此,应该理性看待当前我国房地产市场出现的合理调整。从目前情况来看,房地产市场不会崩盘,房价适当下跌对于房地产行业理性回归是有好处的。只有通过市场缓慢下行,将中小房地产企业淘汰出局,提高房地产市场集中度,倒逼房地产企业转型升级,由粗放型经营向创新型经营转变,这对于我国房地产长期健康发展是有利的。从今年上半年房地产市场调整看,确实有一些中小房地产企业由于资金链紧张而出现经营困难的现象,大多数大型房地产企业已纷纷开始谋求转型,这些大房企市场销售并没有因为市场低迷而锐减,反而出现了良好的势头。因此,房地产价格适当下行已经对我国房地产市场转型调整表现出了积极信号。而此时央行推出中国版的MBS,无疑又给房地产注入了一针“强心剂”,房地产市场转型和理性回归可能出现不确定性。

其次,从发达国家的经验来看,美国上世纪70年代开始推出MBS,其政策的初衷是为了给市

场提供流动性,提高居民住房拥有率。在过去的40年时间内,MBS在提高居民住房拥有率方面发挥了功不可没的作用。美国、英国、加拿大等7个发达国家平均住房拥有率从1960年的43%,上升到2010年的60%,居民住房条件得到极大改善,尤其是很多低收入家庭也通过抵押贷款购买了住房。而我国房地产市场核心问题是商品房供大于求,应通过正常的市场价格回归去库存。

此外,从住房拥有率情况看,我国空置房和住房拥有率出现了“双高”,据国家金融调查与研究数据中心显示,截止到2014年3月份,我国城镇居民住房拥有率89%,农村居民住房拥有率高达96.7%,住房拥有率远远高于美国的65.2%和英国的66.7%。因此,希望通过MBS来提高住房拥有率的政策效果值得商榷。

我国启动MBS可能会大大提高房地产企业和金融企业的金融杠杆。在当前我国房地产金融风险和整个经济杠杆较高的情况下,启动MBS无疑会加大我国房地产金融风险。统计数据显示,2013年,我国非金融部门杠杆率持续高

□民生证券研究院副院长 管清友

民生证券研究院宏观研究员 李奇霖

地方政府债务风险不在于规模,虽然从地方政府债务占GDP的规模看,依然可控,但地方政府债务仍存在不可忽视的潜在风险。化解地方政府债务风险的治本之道还是加快财税体制改革。截至2013年6月底,中央和地方政府性债务总额30.27万亿元,其中地方政府性债务总额不到18万亿元(7.89万亿元);中央政府性债务总额12.38万亿元。全国政府性债务总额占GDP之比为53.5%。

地方债扩张深层次原因

首先,地方政府债务增长过快。融资平台是地方政府债务主要来源。一方面融资平台没有享受到政府信用折价,其融资成本更高;另一方面,融资平台政企不分、公司治理落后、资本金虚增、资产负债率高且偿债能力弱等问题会加大政府债务风险。

其次,地方债务结构集中于低级别政府。从直接负有偿还责任的债务或有债务合计来看,市县级占比约70%,省级仅占比约30%,这是因为财政收入比较少、经济发展相对落后的市县一级政府更有动力通过举债发展经济。但对于部分市县地区,由于当地经济基础总体薄弱,工业化和城市化水平不高,土地开发潜力不强,其财政资金可能难以还本付息,更有可能成为地方债务风险的引爆点。

再次,地方债务集中于中长期资产,面临流动性风险。从地方债务的资金投向看,主要用于市政和交通运输等长期项目。一方面,四万亿期间,地方主导的中长期投资项目可能对项目未来还款能力失审,项目完成后不一定能产生合意的现金流。另一方面,投资投产所需期限可能要长于债务偿还期限,在投资项目尚未投产前地方政府就可能存在较大的偿债压力。二者均可能导致偿债高峰期地方政府资金链面临流动性风险。

最后,政府债务不透明的负债来源日趋隐蔽。2010年银监会对银行投向地方融资平台的表内信贷做出限制,地方政府负债开始转向监管灰色的地带——影子银行。这些债务隐蔽性强,风险不易控制且融资成本高于银行表内贷款利率。随着对信托、理财产品的到期和对影子银行的监

管加强,地方债务的举债方式多样化较严重的省市可能会更容易出现资金链断裂的风险。

我国地方政府债务总量可控,但是潜在风险不得不防。找到地方政府债务扩张深层次原因,对症下药,治标治本,方能系统性解决地方政府的债务问题。

首先,财政分权下财权事权不对等致地方债务扩张。分税制后地方财政收入减少而财政支出刚性,社会保障、地方政府部门及其事业单位费用和地方发展配套基础设施建设均依赖地方财政支出。财政收支不断恶化,中央转移支付也难以完全覆盖财政缺口,政府通过举债寻找新的资金来源也就不足为奇。

其次,《预算法》和财政分权改革不彻底放大了地方举债风险。地方政府无法通过正规渠道融资弥补财政缺口,只能依赖融资平台,一方面导致融资成本高企,另一方面债务未纳入预算管理,无从监管。此外,财政分权改革并不彻底,省级以下分税制并未有效推进,财政支出责任层层下压,下级政府苦不堪言,导致地方债务结构集中于低级别政府。

再次,地方政府面临预算软约束。首先,经济下行压力下,中央无法对地方政府采取硬约束,弱,农产品供应旺季即将来临,食品价格下行将收窄CPI涨幅,预计9月同比增速下降至1.8%。

货币供给将保持稳定,社会融资规模将维持于正常水平。8月的金融数据已基本从7月的异常波动中回归到正常水平,同时央行仍坚持货币总体供应水平不会发生变化,但经济下行压力加大,定向宽松力度将加强,预计9月M2升至13.1%,新增人民币贷款微升至7100亿元。利率将维持温和水平。货币总量保持稳定的大前提不会变化,为稳定经济增长,降低企业融资成本,利率将维持较低水平。

汇率将先跌后涨。为了促进出口以及打压人民币单向升值预期,央行或将通过市场操作影响汇率走势,预计美元兑人民币汇率将触及6.15的高点后出现下滑。

综上,三季度实现7.5%的政策目标存在一定难度,但经济结构的优化可适当提高对增速下滑的容忍度,预计三季度GDP同比增长7.3%左右。四季度则有企稳回升,全年经济增长不会偏离政策目标太远。

进入7、8月份后,一些重要经济指标出现了波动,经济下行压力有所加大,但短期经济的波动不应中长期经济改革产生影响,当前仍应保持宏观调控的定力,继续通过“定向调控、精准发力”,在经济“新常态”下改革激发市场内在活力。

中国经济的“新常态”可以从“量”和“质”两个方面来解读。从“量”的方面来看,预定的年内就业目标(1000万)已基本实现(970万),同时通胀水平保持低位温和(2%左右),反映“惠民生”

目标得到了有力的保障。从“质”的方面来看,首先,第三产业占比不断增加,第二产业内部高新制造业也维持较高增速,经济结构持续优化。其次,经济发展的内涵也更具包容性,环保生态等指标替代了单纯的GDP维度。

笔者认为,应努力实现“稳增长、促改革、调结构、惠民生”的目标。将“生态”、“民生”的改善,生活质量和环境质量的提升,作为经济发展的“出发点”和“落脚点”。

应以改革激发市场活力。在经济“新常态”下,改革政策也有了更大的发挥空间,而改革的核心就是要激发市场活力。其一,在以往的行政领域中引入市场机制。例如建立地方债公开市场化发行机制。其二,在以往半市场化、具有垄断性质的行业、领域中引入市场力量。例如在运输、能源等国企开展混合所有制改革,加强对企业的市场约束。其三,减轻现有市场主体负担的同时,积极培育新的市场主体,整体性扩大市场容量。例如,不断推出各种税费减免,简化行政审批流程,引导更多人的选择创业,激发小微企业活力。

应以创新驱动替代要素驱动。从近期的经济数据可以看出,要素驱动的传统行业对经济发展的贡献率正在不断下降,以创新驱动替代要素驱动势在必行。