

地方政府债务置换一举多得

□交通银行首席经济学家 连平

随着地方政府债务置换举措出台，蒙在这一问题上的面纱终于揭开。前一阵子市场关注偏重于债务置换的货币政策含义，事实上地方政府债务置换是一举多得的。

统一发行主体权利和义务

今年地方政府偿债压力不小，审计署口径的2015年政府债务到期规模约2.8万亿元。在地方政府收入增长放缓、偿债压力加大的背景下，此次发行地方政府债券及一系列相关配套措施的推出有其必要性。

为保证地方政府债券的顺利发行，与以往的地方和公司债券不同，这次发行在制度设计上进行了一系列创新。从发行方式看，改变以往财政部代理发行的模式，以省级地方财政部门为发行主体，统一了地方政府作为发行主体的权利和义务，突出了省级地方政府在债务发行和偿还中的作用；同时，在置换限额内将有一定额度采用定向承销方式发行。从债务用途看，主要用于置换地方政府的存量债务，其中定向发行的部分将由地方财政部门与特定债权人按市场化原则协商开展并予以置换。从债券功能看，将地方债纳入到部分货币政策操作工具的抵押品和质押品的范围，意味着地方政府债与国债和其他政策性金融债一样，获得了抵押品的资格，增强了地方债的流动性。正是有了这些制度创新，现行的地方政府债券对投资者的吸引力将大幅提高，这将会在发行利率上有所反映。预计此次的发行将充分体现出地方政府债券相对较低的信用风险水平，与其所要置换的债务相比利率水平会有明显的下降，从而推动地方债务成本向正常水平回归。

有助于化解地方政府债务风险

债务置换有助于推动我国地方政府债务管理体制变革进程，形成符合国际惯例和中国实际的地方政府融资模式。总体来看，对我国地方政府债务问题将发挥三个方面的作用。

一是有效化解地方政府存量债务风险。通过合理化解存量债务风险，能提高地方政府的融资能力，进而对地方政府投融资体制改革形成良好的环境并带来推动作用。

二是减轻地方政府的偿债压力。现阶段地方政府投资需求仍相对较大，而收入增长放缓和存量债务按期偿还都加大了地方政府的短期资金

压力。从财政收入情况看，2014年我国一般公共预算收入仅比上年增长8.6%，为近23年来首次跌破两位数，而今年1-4月财政收入比上年同期增长5.1%，增幅继续回落。这种财务压力使得部分地市级和较多的县级政府流动性吃紧。债务置换则在一定程度上延长了地方政府偿还债务的周期，有效解决了短期流动性问题。

三是有助于降低地方政府的债务成本。此次债务置换是用新发行的债券置换存量的贷款及其他高成本的负债。如前所述，以省级政府为发行主体的债券融资成本与原先相比将大幅降低。预计不同期限的地方政府债利率会在4%—6%的区间，将明显低于银行贷款，尤其是大大低于信托类融资等存量债务8%—10%的利率水平。债券置换后，地方政府的融资能力和偿债能力都将有效提高。

有利于银行业平稳运行

此次地方政府债务置换，将对我国银行业产生两方面的积极作用。一方面，债务置换有助于银行业资产质量的稳定。虽然当前地方政府债务的资产质量稳定可控，但长期以来其潜在风险受到市场普遍关注，也是影响商业银行未来不良贷款走势的重要因素。债务置换后，商业银行相关敞口的信用风险将得到明确的地方政府信用保证，对资产质量平稳运行意义重大。

另一方面，文件规定允许地方政府债券纳入银行抵押品范围，将有效提高商业银行资产的流动性。原先以贷款为主的地方政府债务流动性相对较差，虽然资产证券化等形式也是形成流动性的可选方案，但交易流程相对复杂、交易成本也相对较高。而将地方政府债券纳入货币政策工具的押品范围后，相关资产的流动性将大幅提升，有助于提高商业银行整体流动性管理的能力。同时，银行以地方政府债券抵押获得的流动性支持如果能与相应的债券资产形成一一对应关系的话，也可能对降低银行的资金成本有一定帮助。

推动债券市场发展

此次地方政府债券发行不但对解决地方政府债务问题有利，从长远看也有助于我国债券市场的发展。

一是进一步丰富了市场交易品种。虽然地方政府债券本身并不是新的券种，但这次的发行通过一系列创新已经赋予了地方政府债券完全不同的内涵，其未来的信用风险、市场风险和流动性风险表现也将与传统意义上的地方政府债券有明显

的差异，将为市场参与者提供更多的选择。

二是有助于债券市场规模进一步拓展。随着地方政府债券的发行，这类债券的存量和发行量都将快速上升，这将为债券市场带来新的投资者和增量资金的投入。未来国债和金融债仍将在债券市场占主导地位。但随着地债发行的增加，原先企业债中城投债的大部分将被逐步置换，地方债有望与企业债平起平坐，成为市场地位仅次于国债和金融债的大市值交易品种。

三是债务置换有助于债券市场以风险为基础的收益率曲线进一步完善。以往以城投债为代表的地方政府性债务虽然有政府信用的支持，但收益率居高不下，明显不符合收益与风险相匹配的基本原则。未来地方政府债务收益水平的回归将从根本上改变这种状况，推动市场形成合理的风险管理环境。

不是“中国版QE”

此次债务置换与西方的QE有实质性的区别，不能别出心裁地将其理解为“中国版QE”。西方量化宽松（QE）是一种货币政策，主要指各国央行通过公开市场购买政府债券、银行金融资产等做法。量化宽松会直接导致市场的货币供应量增加。

此次置换的地方债纳入了央行SLF、MLF和PSL的抵押品范围，这只是增加了地方债的流动性；最终是否抵押以及接受多少抵押来投放流动性，将受到商业银行需求和央行货币政策选择等多方面因素的影响，完全不同于QE下央行预先确定规模并主动购买的模式。同时，央行通过这种形式所投放的流动性有到期期限，并不会导致央行资产负债表的永久扩张。而QE所产生的流动性是永久性的，两者之间也有明显的差异。

从政策选择的角度看，之所以西方货币当局要通过QE对市场投入流动性，主要是由于其货币政策工具箱以价格型工具为主，数量型工具较少。金融危机后，在市场流动性极度匮乏的情况下，利率等价格工具难以有效发挥对市场流动性的调节作用，调控效果十分有限，因此只能通过QE来直接注入流动性。而现阶段的中国市场，总体流动性增长较为平稳，并不存在流动性缺乏问题。即使需要增加市场流动性，可供选择的货币政策工具首推长期处于高位的存款准备金率。从央行角度看，降低存款准备金率不仅会达到较好的增加流动性的效果，而且还有助于收缩长期以来偏大的资产负债表。而银行将地方政府债券抵押央行获得流动性则会进一步

扩张央行的资产负债表，应该不是央行所愿意接受的。因此，即使地方政府债券将有可能用作抵押品，主要的方向依然会是定向或结构性的，在较长一个时期内不大可能会当作总量工具来加以使用。总体来看，当前中国的市场环境无须QE，即便流动性有所不足也不应用债务置换的方式来搞。因此将债务置换说成是中国版QE，不是理解上的逻辑错误，就是别出心裁的拉郎配。

与保增长和控风险存内在关联

此次地方债务置换的直接目的并不是要解决当前经济增速放缓的问题，而是地方政府债务管理体制改革的重要内容之一。但我认为，从深层次来看，地方政府债务置换能对我国经济的平稳运行起到十分重要的作用，与保增长和控风险之间有着密切的内在联系。

债务置换有助于更好地控制系统性风险。对地方政府来说，近年来财政和土地收入增长放缓的趋势基本确立，随着债务总量的扩大，还本付息的压力不断加大。债务置换能切实解决短期流动性问题，还可以降低债务成本，不但大大缓解了地方政府的短期债务风险，也有助于阶段性化解这一问题。

债务置换将对稳增长起到重要作用。2014年以来，GDP增速进一步放缓，主要是受到房地产市场减少和政府消费能力明显下降等两个因素的影响。中国房地产市场波动造成的固定资产投资放缓趋势将长期存在。因此要推动投资增长，如何有效发挥政府这一重要需求方的作用至关重要。而现阶段由于债务压力较大，地方政府的消费和投资能力大大下降。在缺少政府资金投入的情况下，其他社会资金的投入力度也同步下降。债务置换后，地方政府的财务压力将大幅减小，有动力也有能力推动各类项目的建设。未来以城镇化和“一带一路”为代表的一系列建设项目将带动基础设施投资需求的较快增长，也有助于缓解产能过剩问题。

对商业银行来说，地方政府债务置换将盘活大量的存量信贷资源，置换后商业银行将有更多的增量资源用于满足实体经济的资金需求。这些都将对宏观经济平稳运行起到重要的支持作用。不过债务置换后，随着银行对地方政府的敞口部分转化为低风险的债券资产，银行信贷投放能力和意愿都将增加。而轻装上阵的地方政府的投资需求可能再次扩张，最终可能形成银行信贷继续以各种方式投入地方政府主导的投资项目的现象，使地方政府的隐性债务或与地方政府有直接联系的债务实质上又获得了一次扩张的机会，应当警惕这种动向。

国开泰富基金管理有限公司 诚聘英才



国开泰富基金管理有限公司由国开证券有限责任公司和国泰证券投资信托股份有限公司（台湾）共同出资设立，注册资本2亿元人民币，公司成立于2013年7月，办公地点位于北京市。
北京国开泰富资产管理有限公司是国开泰富基金管理有限公司全资设立的基金管理公司子公司，成立于2014年4月，办公地点位于北京市。
现为满足业务发展需要，诚邀各类英才加盟。

国开泰富基金管理有限公司招聘职位及要求：

职位名称:基金经理助理（固定收益类）
所属部门:投资部
工作职责:
1. 协助基金经理负责固定收益资产的配置管理,包括债券基金、货币基金、短期理财基金等产品的管理;
2. 协助基金经理进行日常的投资组合管理,保证投资组合方案符合基金契约和有关法律法规要求;
3. 根据公司的营销计划,参加产品推介活动。
任职要求:
1. 具有重点院校金融、经济类专业硕士研究生或以上学历;
2. 3年以上固定收益投资、研究、交易经验,有公募基金工作经验者优先;
3. 具备证券分析和证券投资组合管理的知识;
4. 有良好的压力管理能力。
职位名称:专户投资经理
所属部门:专户投资部
工作职责:
1. 负责专户类产品资产的配置管理;
2. 进行日常的投资组合管理,保证投资组合方案符合专户资产管理合同和有关法律法规要求;
3. 根据公司的营销计划,参加产品推介活动。
任职要求:
1. 具有重点院校金融、经济类专业硕士研究生或以上学历;
2. 2年以上资产管理领域经验,有公募基金工作经验者优先;
3. 具备证券分析和证券投资组合管理的知识;
4. 有良好的压力管理能力。
职位名称:宏观研究员
所属部门:研究部

工作职责:
1. 全面细致的收集宏观、行业和公司信息、整理各类数据库;
2. 调研各类有助于信息获取的主体,包括政府部门、上市公司、行业协会等;
3. 撰写宏观研究报告;
4. 为公司提供内部研究支持。
任职要求:
1. 具有重点院校金融或相关专业硕士或以上学历;
2. 2年以上宏观研究工作经验,基金管理公司、券商宏观研究员优先考虑。
职位名称:信用研究员
所属部门:研究部
工作职责:
1. 进行全面细致的信用债和可转债研究分析,包括行业风险变化的跟踪,信用风险、流动性风险跟踪分析,为投资提供个券建议;
2. 相关公司的实地调研,撰写调研报告等;
3. 相关信用研究报告的定期和不定期撰写;
4. 维护信用产品库。
任职要求:
1. 具有重点院校金融或相关专业硕士或以上学历;
2. 2年以上信评工作经验或行业研究经验,基金公司、券商信用研究员优先考虑。
职位名称:交易部总经理助理
所属部门:交易部
工作职责:
1. 统筹安排基金经理下达的交易指令,及时将交易指令执行情况和市场变动信息向相关基金经理反馈;
2. 汇总交易信息,加以分析、评估,为基金经理提供可行性投资建议;
3. 协助部门负责人管理培养交易团队。
任职要求:
1. 具有金融类专业全日制本科或以上学历;

2. 5年以上固定收益类产品交易工作经验,有公募基金工作经验者优先。
职位名称:产品销售经理
所属部门:市场部
工作职责:
1. 根据公司整体战略,制订并实施辖区和所辖客户的销售策略和销售方案;
2. 完成公司下达的产品销售任务;
3. 拓展并维护所辖渠道、机构客户关系;
4. 针对渠道和机构客户开展培训、交流工作。
任职要求:
1. 具有金融及经济类专业全日制本科或以上学历;
2. 熟悉各类金融市场产品,对资本市场有较深入的认识和理解;
3. 3年以上金融产品市场销售经验,拥有广泛的渠道和机构客户人脉关系者优先;
4. 具有优秀的沟通能力,工作自律性强,能经常出差,抗压能力强。
职位名称:产品设计经理
所属部门:市场部
工作职责:
1. 跟踪国内外基金行业发展趋势,结合国内市场需求,开发设计公募基金产品、专户产品;
2. 针对公募基金产品、专户产品的发展趋势、竞争态势、市场需求进行深入分析。
任职要求:
1. 具有金融工程、数理统计或金融学专业硕士或以上学历,特别优秀者全日制本科学历亦可;
2. 熟悉各类金融市场产品,对资本市场有较深入的认识和理解;
3. 3年以上基金产品开发经验;
4. 具有优秀的沟通能力与文字表达能力,工作自律性强,抗压能力强。

北京国开泰富资产管理有限公司招聘职位及要求：

职位名称:投资团队负责人
所属部门:投资部
工作职责:
1. 负责所管理的资管产品的投资管理工作和;
2. 完善资管计划、PE股权、产业基金、资产证券化等业务板块的投资管理业务及操作流程;
3. 负责项目投后管理工作,降低投资风险以及投资相关规章制度建设等工作;
4. 参与公司投资团队建设工作。
任职要求:
1. 具有金融、经济、财务、会计等相关专业硕士或以上学历;
2. 3至5年商业银行、信托、基金、证券、保险资管领域投资经验,拥有独立或者主办负责项目投资工作经验者优先;
3. 具有基金从业资格,中国注册会计师、特许金融分析师等相关资格者优先;
4. 熟悉监管政策、法律法规和行业准则;
5. 团队意识强,有良好的沟通、协调和执行能力。
职位名称:投资经理
所属部门:投资部
工作职责:
1. 负责公司资管产品开发、产品交易结构的设计等;
2. 完成候选投资项目的各项尽职调查工作;
3. 完成投资项目投资决策前的基础性工作;
4. 负责投资项目/资管计划的投资管理、投后跟踪等工作。
任职要求:
1. 具有金融、财务、经济等专业硕士及以上学历;
2. 3年以上股权投资（含风险投资）

基金工作经历、曾担任过投资经理及以上职位,或3年以上投行工作经验、2年以上私募股权投资经验;
3. 能够独立牵头开展相关项目工作,有一定的业务资源开发优势;
4. 良好的书面表达、人际沟通能力和团队合作精神。
职位名称:产品经理
所属部门:投资部
工作职责:
1. 协助投资经理完成公司基金/专项资管计划产品的开发、设计工作;
2. 协助投资经理完成投资项目投资决策前的基础性工作,包括项目投资条款的洽商拟订、产品立项及产品立项报备等工作;
3. 负责拟投资项目投资决策后的实施工作;
4. 负责跟进已投资项目投资后的管理性工作;
5. 负责产品成立报备、专户月报等监管报表的上报工作。
任职要求:
1. 具有重点院校金融、经济等专业硕士及以上学历;
2. 国内或海外2年以上商业银行、信托、证券、基金等资产管理行业工作经验;
3. 有良好的书面表达能力、人际沟通能力和团队合作精神。
应聘须知:
有关公司及职位详细信息可登陆公司网站www.cdbsfund.com查询。
有意应聘者请于2015年6月15日前将个人简历发送电子邮件至hr@cdbsfund.com。邮件主题请注明“应聘岗位+姓名”。公司将择优尽快安排面试。对于未入选者,我们可能无法及时回复,在此对您表示歉意。为提高招聘效率,谢绝来电来访。