

# 发展地方债应兼顾防风险与促增长

□中国银河证券首席经济学家 刘锋  
中国银河证券研究院研究员 刘丹 李惠

2018年12月29日第十三届全国人民代表大会常务委  
员会第七次会议决定:在2019年3月全国人民代表大会批准当年地方政府债务限额之前,授权国务院提前下达2019年地方政府新增一般债务限额5800亿元、新增专项债务限额8100亿元,合计13900亿元;授权国务院在2019年以后年度,在当年新增地方政府债务限额的60%以内,提前下达下一年度新增地方政府债务限额(包括一般债务限额和专项债务限额)。

笔者认为,此举对加快地方政府债券发行使用进度,保障重点项目资金需求,发挥政府债券资金对稳投资、扩内需、补短板有着积极的促进作用,从而更好发挥积极的财政政策作用,保持经济持续健康稳定发展。

## 地方债发行差异化明显

从以往地方债发行时点来看,每年由于审批限额时间较晚,年初地方政府债发行中断,审批后的集中发行对市场会造成冲击。提前下达债务限额,将有利于平滑地方债发行进度,避免对市场造成供给冲击,同时对稳定投资、保持经济稳定也会起到重要作用。

专项债相当于专款专用,项目收益专项债追求项目收益自平衡。从各省份发行情况来看,专项债的发行规模与债务风险大致相匹配。总体来看越是风险高的地区,专项债发行规模越低。

用“债务余额”-“债务余额”得出“可新增债务规模”,各省份的可新增债务规模也体现出与地方债务风险情况大致相关的特征。综合各省专项债发行与可新增债务规模情况,除了总体上体现出防风险的思路,个别省份体现出向区域发展战略倾斜的特征。诸如新增债规模靠前的除了北京、上海、广州这样的债务风险较低的经济强省,还包括贵州、辽宁、陕西等省,反映出对这些地区的区域发展战略的政策倾斜,这些地区也将是未来重点建设的地区,财政的支持力度也会较大。

目前地方政府债务管理越来越规范,从总量上通过债务限额来约束地方政府债务扩张,通过一般债和专项债的明确分类来分离偿债资金来源,通过各地区债务限额的差异化兼顾防风险与促发展。

值得关注的是,从2019年开始,未来5年地方债到期偿付压力快速增加,压力最大在2023年。因此在新增地方债发行期限上,拉长期限可以缓解密集到期压力。由于政府投资的项目一般都有投资期限长的特点,拉长投资期限与项目收益时点相匹配,也是客观要求。2018年7月以来372只新增专项债发行期限集中在5年及以上,有利于缓解未来债务集中到期压力。笔者建议地方政府债可以通过测算项目回收期,进一步增加10年期及以上期限的债务发行规模。

# 美元指数已属强弩之末 人民币汇率逐步企稳

□招商证券首席宏观分析师 谢亚轩

2018年12月31日,美元指数收盘在96.0793的点位上,全年上升4.5%,成为2018年全球领域为数不多实现正收益的资产之一。2019年,笔者认为美元指数已属强弩之末,年内将冲高回落,结束本轮自2012年开始的强势美元周期。过去数年美元指数的走强对包括人民币在内的诸多资产价格产生压制作用,强势美元周期的结束未来将对一系列资产价格产生重要影响。

## 美元指数冲高回落背后因素

从1970年代开始编制以来,美元指数共出现过三轮强势周期。当前这第三轮强美元周期最早始于2011年8月,起步阶段的点位为78.0,目前为止的高点出现在5年之后2016年12月的103.3,升幅达32.4%。如果从历史经验来推测,本轮强势美元周期已接近尾声。2019年美元指数将冲高回落,在2020年有可能回到90以下,重新进入弱势状态。

美元指数的强弱转换,归根结底是美国经济基本面对其他有关经济体之间力量对比变化的结果,美国经济相对较强,则经济增速相对较快,利率水平相对较高,货币政策环境相对较紧,反之亦然。笔者推测本轮强势美元周期可能即将结束所依据的理由,不仅仅来自历史经验的推测,还包括以下几个经济基本因素:

首先,2019年美国经济增长将出现下行,结束与其他经济体之间的经济增速分化。2018年美国经济增长可谓是全球一枝独秀,但展望2019年,目前的一致预期认为美国经济增长将出现回落,分歧仅仅在于回落的幅



新华社图片

## 地方债市场存在的一些问题

交易占比过低,流动性差。截至2018年11月21日,地方政府债存量规模为18万亿元,超过国债的14.4万亿元和政策银行债的14.2万亿元的规模。其他金融债为5.7万亿元,合计金融债不足20万亿,与地方政府债规模相当。但地方政府债成交额占比却远低于国债和金融债。2018年地方政府债成交占比有所上升,但整体仅在4-5%的水平,与国债的13%和金融债的44%相比,其市场流动性非常差。

地方政府债定价扭曲,持有机构单一。流动性差的原因在于地方政府债在定价上市场化程度不高,风险评估和信用评级不够科学透明,风险收益不具备投资价值,导致持有机构过于单一,且以配置需求为主。

由于地方政府债虽然明确发债主体,自发自还,背后的信用支撑应该是所在省级政府的信用,但在发行定价方面,地方政府债总体上市场化程度不高,在发行的时候定价存在扭曲,与国债利率接近,没有体现明显的信用风险溢价,因此对投资机构的吸引力较差。发行利率过低,导致一二级市场利差较大。因此,机构投资者的参与热情不高。由于考虑政府存款等竞争因素,商业银行成为主要的配置机构。

2018年8月14日,财政部要求地方政府加快专项债发行,亦对发行利率作出指导,要求地方债承销商投标利率较相同期限国债前五日均值至少上浮40BP。随着定价更趋灵活,市场化程度提高,使得地方债一二级市场利率趋于一致,这也大大增加了地方债的投资吸引力,增加了市场的流动性。相对于AAA企业中票收益率,地方政府债利差波动幅度更大,2018年年初利差超过100bps,体现出市场化程度不高,定价扭曲,也更能

度。基于以下对三个负面因素的考虑,笔者认为美国经济增速下降的幅度可能略超市场预期:一是减税刺激政策消退产生的影响。二是美股下跌通过财富效应到居民消费和经济增长的负面影响。如果2019年美国的股票市场继续出现调整,则将进一步影响美国经济的增速。三是强美元的负面影响。2018年广义实际美元指数从1月的94.8开始上升,到11月升至103,上升8.7%,将通过贸易渠道和通胀渠道对2019年美国的经济增长产生负面影响。

其次,人民币汇率浮动产生的反向溢出效应。如前所述,广义美元指数上升对美国经济基本面的负面影响显著。8-11”汇改后,人民币汇率参考一篮子货币兑美元的波动进一步加大:美元指数强,人民币兑美元就弱。而人民币在按照贸易加权的广义美元指数中的占比,已经从上世纪90年代后期的不到6.8%,上升到2018年的近22%。如果人民币盯住美元汇率,这22%部分不随美元变化。例如,2015年3月狭义美元(仅包括欧元、日元、英镑、加元、瑞典和瑞典克朗六种主要货币)指数同比上升幅度高达22.6%,但同期包含人民币的实际广义美元指数同比升幅为10.7%。反之,2018年11月狭义美元指数同比上升3%,而同期包含人民币汇率的实际广义美元指数的升幅则高达6.2%。

第三,本轮肇始于2012年的强势美元的成因显然不止一个,但根据国际货币基金组织的研究,日元的竞争性贬值直接和间接促成了强势美元,显然难辞其咎。日元是美元指数的组成部分,因此日元的贬值直接带来美元指数走强。更为关键的是,日本和欧元区在诸多领域是最重要的竞争对手,日元的竞争

体现出其投资价值较低。目前大致稳定在50-70bps区间,投资价值有所体现。

从中债登公布的数据来看,商业银行仍是地方政府债的主要持有者。随着发行利率上浮,地方政府债的投资价值有所释放,其他机构投资者的参与热情有所增加,2018年10月底商业银行持有占比69%,占比较2018年6月底的74%有所下降。

11月中国人民银行、财政部、银保监会联合发布了《关于在全国银行间债券市场开展地方政府债券柜台业务的通知》,地方债柜台业务的开通,扩大了地方债投资者的范围,有望提升地方债交易的活跃度和流动性,完善定价机制,将对一级市场发行产生正反馈作用。

目前的地方债定价仍然存在扭曲情形。从发行利率来看,在2018年8月前,由于各地区信用资质不同,地方债与国债利差存在一定差异,北京、上海等地区几乎是贴着国债收益率发行,而贵州、黑龙江、吉林、内蒙古、天津等省市与国债利差超过50bps。在8月14日财政部指导地方政府专项债发行票面利率至少上浮40bps以后,二级市场各省份地方债票面利率基本稳定,基本上利差在40bps-50bps,差距不大,与发行利率稳定有很大关系。确定发行利率上浮区间,虽然增加地方债的投资吸引力,但从目前的市场定价来看,反而扭曲了定价效率,没有体现出各省份的信用资质差异和标的项目的风险状况。更多的是“政策”定价,而不是反应风险和信用的市场定价。

从评级上看,各省份信用差异明显但发行的地方政府债券信用评级没有体现出差别,都是AAA。从各省份目前债务水平来看,各省差异明显。债务水平比较高的地区集中在欠发达地区,发达地区天津、重庆债务水平也较高。

从评级上看,各省份信用差异明显但发行的地方政府债券信用评级没有体现出差别,都是AAA。从各省份目前债务水平来看,各省差异明显。债务水平比较高的地区集中在欠发达地区,发达地区天津、重庆债务水平也较高。

性贬值在之后18个月后终于推倒了欧元贬值的多米诺骨牌。2014年5月开始,欧元兑美元汇率由高点的1.3927贬值到2014年3月13日低点的1.0499,贬值幅度达24.6%。由于欧元兑美元汇率在美元指数中占比高达57.6%,此举显著抬高美元指数。日元竞争性贬值和美元强势带来的负面影响大家有目共睹,因此,2016年9月G20峰会时,各成员国已就避免竞争性贬值达成共识。即便是抛开此共识不论,目前每次欧元或人民币兑美元汇率出现风吹草动,就会被特朗普总统发推特指责为“自由落体”。由此可见,现任美国总统任期之内,日元或欧元通过竞争性贬值抬高美元指数的情形很难再次发生。

从以上基本面因素分析,2019年美元指数冲高回落的概率非常高。可能只有风险因素,或者说避险需求才会为强势美元带来阶段性的支撑。

## 强势美元终结带来的影响

新兴市场货币有望摆脱承压的局面。过去7年,强势美元带来的最直接影响是压制其他国家货币汇率,特别是新兴市场货币。2011年10月,新兴市场货币指数为107,2014年6月下降到88,2018年12月下降到61。7年时间内,该指数下降43%,大于美元指数的升幅。其中,表现最为突出的“佼佼者”当属阿根廷比索,2011年末,阿根廷人用4.3比索即可兑换到1美元,而2018年末,则需要38比索才能够兑换到1美元。其他的“候选人”还包括巴西雷亚尔、南非兰特、土耳其里拉和俄罗斯卢布。进入2019年,如果美元指数如期回落,那么新兴市场货币汇率有望逐步摆脱承压的局面。

## 完善地方债市场建设政策建议

地方债发行本着量入为出的原则,同时完善政府会计制度,编制政府资产负债表,提高地方融资活动透明度,破除官员政绩考核的“唯GDP论”。改革措施主要针对转变政府职能,抑制地方政府过度投资、不计成本的举债需求。目前关于地方政府债务相关的法律、法规制度方面的建设已初成体系。主要包括地方政府举债法律制度、约束机制、债务风险管理体制建设等方面。

2018年12月29日,财政部印发《地方政府债务信息公开办法(试行)》,自2019年1月1日起实施。地方政府债务包括地方政府一般债务和地方政府专项债务;地方政府债务信息包括预决算公开范围的地方政府债务限额、余额等信息以及预决算公开范围之外的地方政府债券发行、存续期、重大事项等相关信息。该办法的实施将有助于提升地方债信息透明度,缓解市场信息不对称,有利于市场充分定价,使地方债市场机制建设又进一步。

笔者认为,在以下几个方面仍有完善空间:一是建立推动地方政府债券的市场化发行制度,完善市场化发行与定价机制和信用风险管理机制,建立市场化地方政府债券信用评级体系。新公布的《地方政府债务信息公开办法(试行)》将显著增加地方政府财政收支和专项债项目信息的透明度,同时应增加地方政府债定价的市场灵活性,形成市场定价机制,信用评级体现各地方信用资质差异,市场化的发行定价机制应充分体现不同发债主体和不同专项债的价差。

二是多方面提升地方债市场流动性。首先,要扩展地方政府债券投资者基础。目前地方政府债券持有过度集中于银行体系,虽然随着投资价值的显现其他机构有所增持,但由于期限结构和定价扭曲,整体流动性仍严重不足。应当通过地方政府债券税收优惠政策吸引长期资金诸如社会保险基金、企业年金、职业年金、商业保险资金等长期机构投资者购买地方政府债券。

建议将地方债纳入全国社会保障基金理事会自主管理、直接运作的社保基金投资范围,并提高委托社保基金投资管理人管理和运作的社保基金中地方债投资比例。明确各省市场统筹管理的地方社保基金、各类住房公积金可用于投资本地区发行的地方债,鼓励企业年金管理人投资地方债。目前个人投资者允许参与柜台交易且门槛较高,可降低门槛,并开放交易所市场。

其次,地方债流动性问题的解决还可以通过调整风险资本权重来改善,对地方债政府债实施零资本计提,以缓解商业银行持有地方债的流动性压力,增加商业银行的配置热情。

最后,可以开发相关的诸如地方债ETF等金融产品和其它金融创新工具,引入商业银行等金融机构作为做市商,并考虑将其作为质押融资工具,大幅提升地方政府债的流动性,提高资本市场的效率和价格发现功能。

人民币汇率有望企稳回升。人民币汇率的贬值压力始于2014年,略晚于本轮强势美元的启动。笔者在多个研究报告中强调,当前人民币汇率的贬值预期和贬值压力与美元的走强有密切关系,毕竟这轮美元走强是堪比上世纪80年代和90年代两轮强势美元的大周期。预计2019年美元指数冲高回落,人民币汇率则可能前低后高,逐步企稳回升。人民币汇率的波动率将进一步上升,以6.72为中枢,在±6%的区间内波动。

流向新兴经济体的国际资本有望逐步恢复。国际清算银行的研究报告认为,强美元(美元广义有效汇率的上升)和美元计价的跨境银行贷款存在负相关关系(美元强,资本外流),与新兴经济体的实体投资动能负相关(美元强,投资动能减弱)。笔者的研究发现,美元有效汇率的强弱会对国际投资者购买中国债券资产的积极性产生明显的影响,这个影响有6个月左右的时滞。美元有效汇率从2015年第三季度开始的高位回落,对于国际资本从2016年第二季度回到中国债券市场,逐步加大购债规模是重要的推动因素。反之,2018年年初以来美元有效汇率开始反弹,滞后6个月,境外机构购债规模在9月回落到51亿元,11月更是出现333亿元的净减持,与6月高位时的净增持1104亿元形成鲜明对比。展望2019年,随美元指数冲高回落,流入包括中国在内新兴经济体的国际资本有望在第四季度筑底回升。

简单观察相关性,强美元对于资产价格的负面影响关系比较稳定的包括黄金价格和MSCI新兴市场股票价格指数。2019年将有机会检验,如果美元转趋弱势,反向的相关关系是否也能够成立。

## 货币总量调控料延续“收短放长”操作

□华东师范大学中国金融研究院研究员 胡月晓

央行在保持中性货币政策基调不变的同时,边际放松迹象明显。货币政策需要在防风险、去杠杆和稳增长等多个目标之间保持平衡,在不同阶段和市场状况下,自然要有微调;鉴于市场和经济状况的变化,2018年下半年以来,央行的货币政策导向由“中性偏紧”微调至“中性偏松”。虽然央行向市场释放了显著的边际超松信号,但从实际情况看,货币增长回升乏力,2018年10月、11月,实际货币增长M2连续两月低于市场预期,维持在8.0的偏低增速水平不变,根本原因就在于基础货币增长再度进入持续收缩状态。

对于目前的经济、金融形势而言,让货币增速适当回升既是市场预期,也是政策目标。金融机构的信贷增长相对稳定态势,实际上反映了货币当局希望货币增长平稳的期望,在现代信用货币体系下,信贷增长即信用创造,从而引导金融体系保持信贷增长稳定即货币平稳。然而,2017年以来,金融体系信贷增长的稳定,没有带来相应的货币增长稳定状态,信贷增长稳定的同时,货币增长却持续下滑。其中原因,表面上看是同期监管加强导致金融机构“去杠杆”,经营扩张放缓。深层次原因是央行基础货币投放不足,导致金融机构在监管强化下准备金不足,从而使得准备金市场持续处于紧张状态,并导致货币市场的紧张,进而整个货币利率体系的上涨。

从历史经验角度看货币乘数扩张,即使在经历了前期的数次降准,也难有再提升。在这种情况下,要维持宏观流动性增长的平稳,即维持M2增长平稳,央行实际面临很大压力。在新增基础货币现有工具难以扩大的情况下,降准是最有现实意义的选择,毕竟降准空间很大。

“去杠杆”的政策思路由总量控制转向结构调整。市场一直有一种误区,认为“去杠杆”就是要在总量上控制货币的增长。实际上,货币结构调整,尤其是流动性期限结构的调整,是比总量政策更有效的“去杠杆”工具。我国金融体系经营杠杆过高“硬币”的另一面,是金融短期化过度发展,而大量货币堆积于银行间市场,不能进入实体经济,也导致了金融“脱实向虚”的发展。因此,改变资金分布结构,更能达到“去杠杆”的政策效果,货币结构调整具有更直接的效果。笔者认为,货币领域和金融体系过去的空转和“脱实向虚”,与基础货币投放短期化有很大关系。

由于金融扩张放缓,货币乘数本应下降,中国2015年后货币乘数反而持续扩张,主要受货币统计口径数次调整影响,主要是央行将同业投放纳入信贷口径。央行鉴于市场变化数次扩大了M2的统计范围,将多种类型的金融产品和同业存款也纳入流通货币,使得包含了金融市场流动性的流通货币增长保持了相对平稳,通过货币乘数的提高,掩盖了基础货币投放的不足。信贷和货币增长间的关系早已呈现了笔者之前说的“宽信贷、紧货币”阶段,说明货币乘数实质进入收缩。

实际上,2018年伊始,货币当局“去杠杆”的政策思路,就由“总量控制”转向了“结构调整”,准备金调整重新成为日常政策工具的同时,降准+置换”的组合操作,代替了过去常用的定向降准操作模式。在外汇占款的被动式基础货币投放阶段过去后,央行创设了多项基础货币的主动型投放工具,其中MLF是最主要和常用的工具。

从各国货币政策变化的实践看,货币总量调控方向的转化过程中,通常存在着一个着眼结构调整的转化时期——扭转变作时期。要实现“去杠杆”时期的经济转型平稳和信用风险市场平稳,在总量调控的同时,更应注重货币投放的长期化,以增加货币市场的稳定性。

2018年货币环境的一个显著变化是,“收短放长”的扭转操作成为央行的政策行为,2019年这一政策操作特征仍将延续。从货币当局的报表结构变化历史看,央行的基础货币主要投放渠道,先是经历了开创期时再短款、票据发行,后伴随中国经济融入全球经济的加速,外汇占款在较长时间内,成为了央行基础货币投放的主渠道。2012年后外汇占款构成约百分百基础货币增长的局面开始转变,新增基础货币渠道开始多元化;2014年后,央行的货币创设主渠道,由外汇占款转向公开市场操作和贷款,贴现窗口等非外汇占款渠道,期间也因此创设了PSL、SLF、MLF、TLF等不少新工具。由央行新创设出的基础货币期限看,央行的货币政策操作,具有显见的“收长放短”特征。在总量偏紧的政策基调下,“收长放短”的副作用是显而易见的:它使货币短期化,从而使使得整个货币体系呈现“资本不足、货币充裕”的矛盾特征;它使货币集中于货币市场,使得资金不愿进入长期投资市场,加剧了“脱实向虚”现象。

可见,货币环境决定了信用风险的压力并非来源于货币不足,而是货币结构不合理,即2014年后基础货币投放机制变化导致的“超长放短”局面,货币投放短期化,使得长期性资金投放不足,也阻碍了投资的增长。这也是投资持续下降的深层次根源之一。

因此,当前的货币环境是“存量过多,增量不足”。“存量过多”是指货币投放过多带来的货币过度深化;“增量不足”是指在杠杆率过高情况下,为维持杠杆带来的高融资性需求,货币的偏紧,并不是针对经济增长的经营性需求而言的,而是高杠杆下的财务性融资需求过高所致。

2018年以来,央行多次采用的置换式降准,因其“收短放长”的偏转操作特征,切合了经济环境和货币环境的变化。从流动性创造的角度,降准并没有改变基础货币的投放格局,即基础货币并没有发生变化,但商业银行的可用储备货币增多,因而创造信用货币的能力扩大,即货币乘数会增高。在经济低迷持续和金融去杠杆压力下,储备货币的临时性增多,并不一定会带来商业银行的实际信用扩张。只有“收短放长”的偏转操作,才会刺激金融机构产生扩张冲动,并将资金用于长期性项目可见,并对信用市场的融资紧张环境产生舒缓作用,降低信用市场压力,增加经济系统对信用风险的容忍度。