扩大投资者范围 加快地方债市场发展

□中国社科院投融资研究中心主任 黄国平
中国社科院投融资研究中心研究员 方龙

2019年,“稳增长”成为当前经济工作的首要任务之一,其着力点在于加大基建投资力度。在去杠杆、防风险背景下,城投、私募、信托等地方融资渠道逐渐收紧,“开前门”成为弥补基建资金缺口的不二法门。即提高地方政府债发行限额、加快地方政府债发行节奏,既是满足地方政府基本融资需求的主要方式,也是发挥政府债券资金作用于稳投资、扩内需、补短板的重要手段。

当然,要认识到地方政府债今年虽加快发行与扩容,但并不意味着防范化解地方债务风险将有所放松。地方政府举债融资规范化、债务信息“阳光化”仍是大势所趋,且地方债务风险防范管理依然将坚持“开前门、堵后门”的主思路。此外,借助交易所平台与商业银行柜台市场拓展地方债发行渠道,促使地方债投资主体更加多元化、交易更加活跃化,亦是地方债市场发展与建设的重要方面。

视觉中国图片

地方债发行提速影响几何

随着各地方政府债发行规模加大、发行节奏提速,地方基建资金来源将获得有力保障,并促使基建投资增速持续回升,这将进一步支撑整体固定资产投资企稳,缓解短期经济下行波动压力。与此同时,地方债融资资金不仅会用于“借新还旧”、维持地方财政运转、支持地方经济发展,更重要的将通过侧重于短板领域与薄弱环节,服务于经济结构深化转型与高质量发展。

2019年,地方债发行提速,一方面有利于地方债发行节奏更加平稳有序、避免集中扎堆发行,减少对资金供求、市场利率等各方面冲击,同时可避免挤压债市其他基础资产(尤其是民企债券资产)的发行、交易;另一方面,加快地方债发行使用进度、保障重点项目资金需求,可缓解地方政府偿债压力同时,发挥地方债直接融资对稳投资、扩内需、补短板的重要作用,从而更好地发挥积极财政政策作用,对冲短期经济下行压力。

此外,新增地方债发行中专项债额度进一步大幅提高。地方专项债发行规模大幅增加有利于保障重点项目建设资金支持,对解决在建项目“半拉子工程”、存量隐性债务项目政府拖欠工程款等有重要作用。

一直以来,地方政府对房地产过度依赖,其财政资金大部分来自于卖地收入。随着宏观政策调控加码,房地产商拿地热情减退,地方财政靠卖地收入已不可维持。与此同时,房地产业对税收的贡献减少亦加剧地方财政资金缺口压力。因此,发行地方政府债即成为地方财政加大基础设施建设“补短板”力度的重要资金来源之一。通常,地方政府债分为一般债券和专项债券,前者是针对没有收益的公益性项目发行且以一般公共预算收入还本付息的政府债券,后者则是有一定收益的公益性项目且以项目对应的政府性基金和专项收入还本付息的政府债券。

地方政府一般债券主要用于“借新还旧”缓解偿债压力、维持财政正常运转需求及支持地方社会发展等。地方债专项债以项目收益为偿债基础,一方面重点支持保障在建项目资金需求、避免“半拉子”工程;另一方面未来将更侧重于短板领域与薄弱环节,新增专项债发行规模及试点范围或进一步扩大,包括铁路、公路、水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、公共服务、城乡基础设施、棚户区改造等将成为重点支持对象。

增额提速与防风险会否平衡

当前,中国经济稳中有变、变中有忧。宏观政策更需加强逆周期调控,财政政策方面,一是提高力度,加大地方债限额,即体现为总量提升;二是提高时效性,即提前授权尽早发行,利于地方政府提前做好规划,尽早安排重点工程项目推进,给地方政府发债应对上半年经济形势留下空间,有利于稳增长顺利实现。总体上,地方政府债加快发行与扩容将成为2019年上半年稳投资、拉动经济增长的着力点,大量地方基础设施与公共服务项目的落地也将带动基建投资的持续回升。

与此同时,2018年底,全国财政工作会议部署2019年财政工作时,三次提及防范化解地方政府债务风险,尤其是隐性债务。财政部近期又印发了《地方政府债务信息公开办法》,指出通过增强地方政府债务信息透明度,加强社会监督,来严格防范地方政府债务风险。这意味着,在防风险攻坚战下,地方政府债务严监管高压态势不会削减,在坚持开好“前门”同时没有关严的地方政府违法违规举债“后门”或严堵。事实上,今年中央大幅增加地方政府专项债券额度,并提前授权加快地方债发行进度,一方面是进一步鼓励满足地方基础设施资金合理需求,另一方面也间接削弱了地方违法违规举债动机。

2019年,地方政府举债融资规范化、债务信息“阳光化”或是大势所趋。地方债务风险防范与管理的主思路仍是“开前门、堵后门”。一方面,地方只能通过正规发债来融资,通过加大发债额度、提高发债进度与资金使用效率、透明度,来满足地方经济社会发展的合理资金需求;另一方面,在满足地方合理的融资需求下,继续加强对违法违规举债担保行为的问责,更好地发挥社会公众对地方政府举债融资的监督作用,化解存量隐性债务风险、防范区域性系统性金融风险。

近年来,在银行间市场发债的基础上,通过监管部门的大力支持,交易所市场逐渐成为发行地方政府债券的重要渠道。交易所发行地方政府债不仅规模大,而且品种全。2018年,33个省市先后在交易所市场发行地方债共计2.56万亿元,占公开发行规模比例达68%,较2017年增长150%。其中,债券类型涵盖目前几乎所有债券品种及短、中、长期限,尤其1年、2年、30年期限首次发行弥补了市场空白。与此同时,地方债发行市场化程度有显著提高,市场化询价方式使得发行主体基本面得到更加客观反映,提升了市场化定价水平。

另外,投资者结构方面,地方债投资主体更加多元化。传统而言,地方债持有主体以银行机构为主。中债登数据显示,截至2018年12月底,地方债托管总金额18.07万亿元,其中17.69万亿元托管在银行间市场,占比97.92%。而所有地方债投资者中,最大的持有机构即为商业银行,合计持有15.33万亿元地方债,占比84.82%,其中全国性商业银行持有规模占总规模的73.26%。不过,从交易所债券市场投资者分布来看,地方债持有主体结构趋于多元化,除了银行自营外,证券公司、保险公司、基金公司等非银机构、理财产品、工商企业、境外机构和个人等更加丰富。

目前来看,地方政府债持有结构仍过于集中、二级市场成交还不够活跃、投资者缺乏渠道了解债券产品在市场上的价值,这一定程度上限制了地方政府债券直接融资功能与价值的发挥。因此,扩大投资者范围仍是地方债市场发展的重要方面。可积极探索在商业银行柜台销售地方政府债券,鼓励非金融机构、个人投资者和境外投资者等参与地方债市场。此外,针对个人投资者额度较小问题,可借鉴美国地方政府债券运作机制,成立互助基金,让个人投资者通过基金方式购买。

科创板 有望构建市场新逻辑

□中国人民大学重阳金融研究院研究员 刘英

注册制作为我国资本市场发展的方向,是一项重要的制度安排和系统工程,设立科创板并试点注册制是资本市场发展的重要里程碑,将开启资本市场新征程,给资本市场注入新动力,给实体经济增长带来新引擎。与此同时,应从进一步完善退市制度、确保信息披露公开透明、持续加强监管、在法律上加强对投资者的保护等方面强化资本市场建设。

注册制与核准制是两种根本不同的基础性制度安排。如果说核准制更强调监管作用,那么注册制就是彰显了市场在资源配置中的决定性作用,更注重发挥市场作用,有助于激发市场活力,发挥资本市场支持实体经济增长的重要作用。试点注册制不是扩板,也不是扩容,而是把过去注重融资功能转向投融资功能并重,做大资本市场的蛋糕。

设立科创板并试点注册制,是完善资本市场基础性制度的供给侧结构性改革,是在补短板。注册制是资本市场的重要基础性制度,有助于促进资本市场长期健康发展。试点注册制要对投资者的保护到位,对违法者严惩不贷,对企业信息披露要求完全透明完整公开。注册制的推进将从市场化、法制化、国际化全面完善和加强资本市场建设,只有发达的资本市场才有强大的经济,中国经济高质量发展才有可能实现,投资者才能更好地分享到新企业快速成长的红利。

设立科创板并试点注册制,有利于实施创新驱动发展战略和科技强国战略。资本市场通过对科技企业上市实施注册制,来提高金融对于创新的支持力度,加快科技创新,驱动经济增长,促进高质量发展。此前包括腾讯、京东等互联网企业,都选择了在境外上市,使得国内的普通投资者无法获得这些新企业的成长红利。科创板的推出将使得普通投资者今后有机会分享到科创企业成长中的红利,科创板实施注册制将使具有成长潜力的创新企业不受短期利润指标的限制而获得直接融资的机会,因此注册制的实施有利于资本市场的健康发展,激发市场活力,保护消费者利益。

设立科创板并试点注册制,有助于提高直接融资比重,优化我国金融结构,降低融资成本,解决融资难融资贵的问题。我国企业绝大部分依赖的是银行为主导的间接融资,融资成本较高,而国际上发达国家绝大部分更多是通过以资本市场为主的直接融资。科创板试点注册制能够壮大我国资本市场,从制度上保障资本市场的法制化建设,从资源配置中发挥支持实体经济增长的重要作用。发展注册制也是与国际接轨,与国际资本市场实现互联互通和对接合作发展的举措。

科创板试点注册制作为资本市场的基础制度安排意义重大,因此,必须要夯实制度基础,完善制度设计,强化法制建设。为此,对强化资本市场的法制化、市场化、国际化,针对科创板试点注册制,笔者提出以下五点建议。

一是要进一步完善退市制度。只有建设完善的退市制度,优胜劣汰、有进有出市场才能有活力。注册制的实施不仅需要完善的信息披露及退市制度等相关法律政策配套,而且需要经过试点来逐步推进落实。从2013年注册制首次写入中央文件,再到2018年退市制度的逐步建立和强化,都为科创板开始试点注册制奠定了基础。

二是在信息上要确保披露公开透明。注册制与核准制的本质区别就在监管部门对上市公司进行实质审核还是形式审核,由于注册制中监管部门对招股说明书等信息之外的公司价值不进行实质审核,因此要求上市公司必须对信息进行全面、充分、完全、公开的披露。以美国为例,其监管机构要求企业对信息进行“浅白语言”地披露,我国科创板试点注册制企业信息披露要通俗易懂,避免信息不对称。

三是在监管上需要进一步强化监管。科创板试点注册制要坚持“宽进严出”,对上市企业进行强监管,更侧重事中事后监管,一旦发现严重欺诈行为,不仅要对企业严惩不贷,而且要对相关人员和中介机构进行永久追责,构建公开透明健康有序的资本市场。“带牙齿”的监管应强化行政处罚的力度,相应修改完善证券法和刑法等,使严重欺诈者不仅受到重罚,还要承担相应的刑事责任。

四是在法律上加强对投资者的保护。加强法制化建设,依法治市是注册制的本质特征,正是由于更多依靠市场手段来定价,因此必须坚持“三公”原则,必须确保信息披露完整、真实、准确、及时,这就需要像保护眼睛一样保护消费者。

五是在风控上注册制要严防道德风险。目前我国存在上市公司诚信合规意识匮乏的现象,少数企业违反“不说假话、不做假账、真实披露”的最基本的法律义务,财会信息缺乏合规性,企业信息缺乏透明性,交易行为缺乏规范性。美国早在1933年就规定了因虚假信息而受损的证券消费者可以诉诸法律。因此在注册制实施过程中,必须强化法规建设和监管机制建设,对制造虚假信息的企业不仅严惩重罚,而且要确保消费者权益,加强消费者保护。

经过多年的发展,我国资本市场初具规模。设立科创板并试点注册制,是资本市场供给侧结构性改革的又一重大举措,将推进我国资本市场的市场化、法制化和国际化发展,为我国实施创新驱动发展,落实科技强国战略,推进高质量发展,建设符合中国特色的多层次资本市场体系和法规制度体系创造条件。

找准对策 推动养老金实现全国统筹

□武汉科技大学金融证券研究所所长 董登新

据了解,目前广东省职工基本养老保险基金累计结余较多,黑龙江省却出现收支“缺口”的情况。市场上有观点建议,应直接划拨广东养老金结余来“救济”黑龙江省,但笔者认为这种做法不具备可行性。而在全国各省尚未完全实现“省级统筹”之前,采用“中央调剂金制度”的过渡形式是十分必要的。

一般而言,各省养老金滚存结余的多少,主要取决于三因素:一是地区经济发达程度。经济越发达的地区,企业及职员的参保意识和缴费能力越强,地方财政补贴能力也更强,养老金结余越多,反之亦然;二是劳动力净流入的多少。劳动力净流入越多的地区,不仅劳动力越年轻,而且缴费人数也会越多,养老金结余就会越多,反之,劳动力净流出越多的地区,不仅会加剧人口老龄化,而且缴费人数也会减少,养老金结余就会越少;三是全民参保计划执行情况。凡是全民参保计划执行无力、无效的地区,不仅参保率低,而且及时足额征缴社保费的情况也比较差,比如一些企业瞒报、漏缴、少缴、不缴社保费的现象也比较严重,这些地区的养老金结余就会“坐吃山空”。

我国基本养老保险是省内统筹,要求各省自求平衡,因此,广东省没有责任动用养老金结余直接“救济”黑龙江省。

一是1997年7月国务院发布的《关于建立统一的企业职工基本养老保险制度的决定》。该决定明确规定,企业缴纳基本养老保险费的比例,一般不得超过企业工资总额的20%,具体比例由省、自治区、直辖市人民政府确定。这是各省自主确定雇主缴费比例的重要法律依据,表明各省职工基本养老保险筹资水平是由各省决定的,缴费水平高低根据各省收支平衡状况而定,养老保险收入省际之间无权调用。

目前许多省份仍未实现职工基本养老保险全省统筹,而且县市统筹地区仍占相当大比例,在此情形下,至少证明我国职工基本养老保险仍是停留在“省内统筹”。也就是说,目前职工基本养老保险只能在省内或县市内进行“统收统支”,各个统筹地区负责自己的收支平衡,省际之间不可能直接划转调剂。

二是2000年12月国务院发布的《关于印发完善城镇社会保障体系试点方案的通知》,明确规定社会统筹基金与个人账户基金实行分别管理。社会统筹基金不能占用个人帐户基金。个人帐户基金由省级社会保险经办机构统一管理。此时如果撇开个人账户,仅谈社会统筹结余的归属问题,这是十分片面的。如果跨省强行调拨社会统筹资金,就等同于对个人账户权益剥夺。

三是2007年1月发布的《关于推进企业职工基本养老保险省级统筹有关问题的通知》,明确规定,基本养老保险基金由省级统一调度使用,实行统收统支,由省级直接管理。现阶段,也可采取省级统一核算、省和地(市)两级调剂,结余基金由省级授权地(市)、县管理的方式,其中,中央财政、省级财政补助资金和上解的调剂金由省级统一调剂使用。省级统一按国家规定组织实施基本养老保险基金投资运营。通知明确规定了职工基本养老保险基金只能由各省统一调度使用,由各省直接管理。

四是2015年8月国务院发布《基本养老保险基金投资管理办法》,明确规定了省、自治区、直辖市人民政府作为养老基金委托投资的委托人,可指定省级社会保险行政部门、财政部门承办具体事务。简单而言,即便是养老金结余的委托投资,也不得采用强制行政命令,而只能由地方政府自觉自愿主动委托,以平等契约为信用载体。由此可见,养老金结余的托管要尊重地方政府作为委托人的意愿,它是平等契约关系。

与此同时,即便实现基本养老保险“全国统筹”,动用广东省养老金结余“救济”黑龙江的可能性也不存在。因为实现养老金全国统筹后,将由中央政府“统收统支”,各省基金结余必须一步到位地划归中央,全国参保人的基本养老保险将直接缴费给中央,全体参保人的退休金将由中央直接发放,这就是欧美发达国家流行的全国大一统基本养老保险。因为全国统筹后,地方政府手中将不再拥有基本养老保险基金,它们也不再掌控或干预养老保险收支,全部基金结余都将归集到中央,不再有省域差别和地区差别。

2017年十九大报告明确提出,尽快实现养老保险全国统筹。2017年9月,人社部发布《关于进一步完善企业职工基本养老保险省级统筹制度的通知》,该通知明确指出,为了进一步完善省级统筹制度,推动实现全国统筹,各地要在基本养老保险制度、缴费政策、待遇政策、基金使用、基金预算和经办管理实现“六统一”的基础上,积极创造条件实现全省基本养老保险基金统收统支。这一表述是真正意义上的要达到的“省级统筹”的标准,即“六统一”再加上“全省统收统支”。

该通知明确要求,全省应执行统一的费率政策,目前企业职工基本养老保险费率尚未统一的省份,要制定过渡措施,最迟2020年实现全省费率统一。其实,笔者认为,仅仅2020年费率统一还不够,省级统筹需要的是“全省统收统支”,而且县市政府将不再介入或干预养老金收支。只有这样的省级统筹,才能正式转型至“全国统筹”。

因此,在全国各省尚未完全实现“省级统筹”之前,采用“中央调剂金制度”的过渡形式是十分必要的。为此,2018年6月,国务院发布了《关于建立企业职工基本养老保险基金中央调剂制度的通知》,该通知决定从2018年7月1日起,建立养老保险基金中央调剂制度。通知明确规定:中央调剂基金由各省份养老保险基金上解的资金构成。按照各省份职工平均工资的90%和在职应参保人数作为计算上解额的基数,上解比例从3%起步,逐步提高。

中央调剂基金实行以收定支,当年筹集的资金全部拨付地方。中央调剂基金按照人均定额拨付,根据人力资源和社会保障部、财政部核定的各省份离退休人数确定拨付资金数额。某省份拨付额=核定的某省份离退休人数×全国人均拨付额。其中:全国人均拨付额=筹集的中央调剂基金/核定的全国离退休人数。

由此可见,中央从全国各省征缴的“调剂金”也不是只拨付给养老金出现缺口的省份,而是按离退休人头来平均拨付。因此,在中央调剂金制度过渡时期,3%的征集并统一调配,仍是在十分有限的范围内实现余缺调剂、互助共济。也就是说,中央并未打算直接“南水北调”,很显然这是为了实现从省级统筹到全国统筹的平稳过渡。

地址:北京宣武门西大街甲97号 邮政编码:100031 电话:编辑部63070386 发行部63070326、63070324 广告部63072603 传真:编辑部63070483、63070480 广告部63071029 零售价格:4.00元 广告许可证:京西工商广字0019号