

■ 财经时评

改革财政体制 筹措地方建设资金

□中国社科院金融所所长 王国刚

2009年10月以后,有关地方政府融资平台债务的论题充斥于学界和媒体。围绕地方政府融资平台债务的研讨,将焦点集中于商业银行等金融机构的贷款风险,但地方政府融资平台债务的问题,实际上是一个财政体制问题。要真正解决各地方政府拓展城镇化建设的资金不足,需要从改革财政体制入手,处理好相关关系。

在中国,财政体制是集权体制,地方财政承担的各种债务最终由中央财政负责清偿。从这层意义上说,所谓“地方政府融资平台”的债务问题,实际上是财政体制内中央与地方的关系问题。跨入21世纪以后,这一问题之所以表现突出,一个主要成因是,在实现了温饱型小康以后,广大居民已大致处于吃穿不愁的状态,消费结构已从对“吃、穿、用”的需求转向了对“住、行、学”的需求,由此原先以满足“吃、穿、用”为重心的工业经济结构(中央部门可用大型工业项目布局安排来引导地方政府行为的宏观调控格局)已不能满足新条件的各地方经济社会发展需要。在解决“住、行、学”供给过程中,各地方政府已改变了原先在争工业项目中存在的竞争关系,毕竟中央部门不直接管理各地方的城镇化建设,要缓解由“住、行、学”供给短缺引发的种种经济社会矛盾,还要靠各地方政府自己想办法。在可获得的资本性资金极为有限的条件下,借债建设就是一个必然的选择。另一方面,在经济体制机制改革深化的过程中,由中央部门下发给地方政府管理的事务不断增加,引致地方政府需要使用资金来解决的问题越来越多,但与此同时,中央部门下放给地方政府的财力并没有随之同步配套增

地方政府融资平台投资项目							
平台项目分类	行业		公共产品属性		竞争性	盈利能力	
公益性	城市道路、桥梁、农林水利、环境治理、生态建设等		很强		基本没有	基本没有	
准公益性	教育、医疗、科学文化、城市供水、垃圾处理、供热、供气、公交、保障房等		较强		较弱	较弱	
商业性	节能减排、电力、电网、高速公路、通信、铁路、港口、机场等		较弱		较强	较强	

资料来源:根据国家审计署的《全国地方政府性债务审计结果》内容整理。

加,这引致了地方政府在解决或完成各项事务中的资金捉襟见肘,借款过日子也就成为一个没有办法的办法。

国家审计署报告指出:1997年以来,我国地方政府性债务规模随着经济社会发展逐年增长。“地方政府性债务的增长率长期处于高位运行,与对应年份的全社会固定资产投资增长率相比,除2008年和2010年略低外,大部分年份均明显高于全社会固定资产投资增长率。同时,地方政府性债务的增长率始终呈现为正数,这意味着地方政府性债务的绝对额规模不断扩大。一个简单的问题是,由地方政府融资平台债务所建设的各种项目,在今后城镇化进一步推进过程中,投资数额是呈增加趋势还

是呈减少趋势?如果是呈增加趋势,那么,这些项目建设的投资将由谁来承担,又将运用何种性质的资金?显然,地方政府性债务还将随着这些项目建设规模的扩大而增加。由此,提出了一个两难问题:要减少地方政府性债务,就难免减少对公益性和准公益性项目的投资,由此,将引致本来就已严重短缺的教育、医疗、道路、水电等一系列的供给更加短缺,给经济社会发展民生问题解决以更大的困难;或者加大对这些方面的投资,由此将引致地方政府性债务进一步增加。面对两难困境,何去何从?理论上也许还可继续探讨,但重要的是,实践已处于“时不我待”之中,必须抓紧时间予以明确的选择。一些人主张通过发行城投债

来缓解压力,但城投债的发行主体是各家具有独立法人资格的投资公司(或类似机构),这些债券是要到期还本付息的,因此公益性项目几乎难以纳入他们的投资视野,就是准公益性项目也有相当大的部分难以被选择。一些人主张发行地方政府的市政债来缓解资金来源的困难。中国财政体制与发达国家的实质性差别,就算算地方政府可发行市政债,其规模是否能够在短期内达到数万亿元计,以满足地方政府融资平台投资项目的需要也还是一个问题。更重要的是,就负债而言,这与从商业银行等金融机构借款,恐怕没有多少区别。也有人认为,发行市政债可避免给商业银行等金融机构带来

无需顾虑城投债风险

□民族证券 陈伟 马书博

今年以来,城投债发行进入快车道。年初至今,城投债共发行401只,规模达到4713.7亿元,不仅超过2009年高峰139只、2462亿元的水平,也已经超过去年全年4257.4亿元的发行规模。据管理部门透露,为配合各类基建项目的推进,城投债发行的门槛还会逐渐放开。例如,银行间交易商协会的近期进一步放开可发债城投公司的类型,国家发改委也表示将允许非百强县发行城投债,并考虑推出基础设施建设项目的私募债。这些都意味着今后还将有更多资质相对以前较低的城投公司发债融资,这不会引发投资人担忧已经负债累累的融资平台再次举债,可能埋下未来偿债危机爆发的隐患。我们认为,投资人的担忧有一定道理,但考虑到当前

地方政府债务风险仍在可控范围之内,只要今后经济平稳增长得到保证,城投债引发债务危机的可能性较小。

城投公司偿债能力下降

城投公司作为偿债主体,它的偿债能力首先是由财务状况决定。通过我们的研究发现,近年来许多城投公司偿还债务能力下降。当前有1414家公司公布了近3年完整财务报表的城投公司,它们整体汇总的货币资金/流动债务比例逐年下降,2009年、2010年、2011年该数据分别为0.52、0.45、0.38。若以单个公司来看,近年来短期现金偿债能力也没有改善,以经营活动产生的现金流量净额带息债务这一指标为例,2010年该指标改善的公司有319家,2011年只有302家,且现金流量净额带息债务的水平低下,2011年平均数只

有0.145。考虑到今年整体经济增长仍在下滑,特别是城投公司普遍依赖的土地收入增速将比去年下滑大约10%,因此2012年城投公司偿债能力指标还在恶化。另一个更令投资人担忧的因素是今后还有更多城投公司发债成行,这意味着今后城投公司偿债压力会更大。即使静态考虑,未来几年城投公司债务偿还的规模将逐渐变大,其中,2013年、2014年、2015年偿债规模将分别为1350亿元、1933亿元和1963亿元,远大于今年800多亿元的偿债规模。

地方政府债务 决定城投公司命运

尽管城投债发行规模扩大及资质降低都会增大偿还风险,但考虑到城投公司债务的偿还基础是地方政府财政收入及以土地为主的预算外收入,因此,若地方政

府收入的债务偿还率或土地收入不出现较大波动,城投公司的债务偿还不是大问题。

以地方债务余额/地方财政性收入来看,考虑到今年中央政府严控地方政府债务,力争债务余额只减不增,该指标今年将会下降至83%左右,低于2008年90%的水平。这意味着到今年年底,地方政府扩张带来的债务风险基本上消除,明年开始地方政府债务将存在一定增长空间,而具体的偿债率变化还要看未来经济情况以及债务增长情况。保守地假设,今后三年经济增长并不持续下行,大约保持在7%—8%的水平,地方财政收入增速为10%,且地方债务余额增速不超过地方财政收入增速,在此情况下,地方政府的债务率不会恶化。

再以地方政府面临的现金流约束来看,我们认为地方政府也具有偿还能力。如2011年、2012年

不良资产。然而,只要这些债务资金投入的项目是优良的,发行市政债券不会产生严重的风险,从商业银行等金融机构借款也不会形成不良资产;如果这些债务资金投入的项目是不好的,不论是发行市政债券还是从商业银行等金融机构借款,结果都将产生风险。所不同的是,在从商业银行等金融机构借款的场合,这些风险在一定程度上可由这些金融机构内部处置;在发行市政债券的场合,如果债券持有人扩展到城乡居民,这些风险就可能酿成社会问题。毫无疑问,不论是发行城投债还是发行地方财政债券,都有一定的缓解建设资金不足的功能,但局限于此,不是解决问题的主要出路。

要真正解决各地方政府拓展城镇化建设资金不足问题,需要从改革财政体制入手,处理好三方面关系:第一,地方政府事权与财力的关系。中央部门在将事权下放的过程中需要充分考虑对地方政府的财力协调配合,应将对应的财力转移给地方政府,使地方政府拥有足以解决这些事务所需要的成本支出。第二,对地方政府所能承担的债务,在区财政预算内与预算外的基础上,予以制度性界定。明确哪些资产收入(如土地出让金收入)可承担多大比重的债务,哪些资产不可承担债务。明确债务的透明程序、方法和违约责任等。第三,理清地方政府债务关系。既不应将地方国企的债务划入财政债务范畴,也不应将学校(包括高校)、医院、土地储备中心等所有收入的事业单位的债务简单地划入财政债务范畴。在事业单位的改革深化中,应力求贯彻自收自支、自负盈亏和自力平衡的原则,将符合这些原则的事业单位债务划出财政债务,以明晰财政债务关系。

融资融券将成股市“减震器”

□万联证券研究所副所长 王大刚

当前转融通的各项业务正在积极推进,前不久证监会、上交所和深交所分别发布转融通业务三项细则和证券出借交易实施办法,近日证监会也已经正式启动转融通业务试点,券商端的转融通业务系统全部成功上线。笔者认为,融资融券业务系统全部成功上线。融资融券业务系统全部成功上线。融资融券业务系统全部成功上线。融资融券业务系统全部成功上线。

与商品、股指期货等信用交易一样,融资融券的出现也是为了满足人们规避风险的需求。早在17世纪初,股票交易在荷兰阿姆斯特丹诞生时,就出现了融资融券交易。融资融券主要是为管理股票市场的价格风险而设计的。例如,19世纪英国伦敦交易所就曾因为融资融券投机交易的重要场所。

转融通机制推出后,个股可以多做做空,有助于完善市场价格发现功能,促使市场价值体系合理回归。股价高估理论认为,市场更多地反映了乐观者的信念,从而严重影响了证券市场的价格形成与发现功能。因为理想的市场状态下,股票的价格等于其内在价值,资产投资不存在任何超额收益。但在卖空受限、同时融券不存在超额供给的情况下,悲观投资者将被“排除在市场之外”,资产价格将由乐观的投资者决定,资产价格反映乐观投资者的预期而非市场上所有投资者的平均预期。融资融券业务有助于实现市场价值体系的合理回归。融资融券到底会给股市带来何种影响?过去的研究结论认为,长期而言,融券卖空交易对股市波动性的影响并无显著放大,相反那些对卖空交易限制的市场,股市波动性反而大幅提升。我们可以观察周边市场表现而进行分析。

香港股市在推出卖空交易前后一年里的波动率并无重大变化,更长期看,波动率的长期趋势趋于下降和平稳。对香港股票市场数据实证检验的结果发现,卖空交易对整个市场的影响是相当复杂的,最终的影响取决于市场中卖空交易者类型、操作策略及交易信息的公开程度。如果仅考虑投机性卖空者的操作对整个市场的影响,卖空交易机制的存在会对整个市场的波动起到“缓冲”作用,在一定程度上会对市场上的暴涨暴跌现象进行平抑,而不会加剧整个市场的波动。

台湾融资融券的推出对台湾股市的影响可以分为长短两个时期。短期看,推出后股指修

复调整,波动有所加大;但长期看,股指上攻而股指波动明显趋缓,融资融券起到了“减震器”的作用。台湾股票市场研究结果表明,卖空机制的存在并未加剧股票市场波动,而且卖空交易额和股价指数存在正向变动关系,卖空机制可以对市场的波动起到平抑作用。

韩国的情况比较特殊。韩国1996年9月推出集中授信模式的融资融券,当时遭遇了突如其来的东南亚金融危机,韩国融券业务的推出并没有缓解该国股市的波动。印度股市融资交易后,指数迎来了漫长的上升通道,融资交易对印度股市波动的负面影响并不大,并且促进了印度股市的发展。新加坡2002年推出的融券卖空交易并没有加剧新加坡股指的波动,反而使其波动率更为平缓。因此综合来看,融资对各国影响偏于正面,融券业务的推出有可能降低股市的波动性,融券方面长期来看,依靠卖空平抑我国股市波动也是大概率事件。

从融资融券对于股价的影响来看,我们把股价表现为单边上涨、单边下跌和震荡多空双方僵持三种趋势。首先,当市场处于单边上涨时,股价在一定时间之后可能已经超出合理价值,此时投资者会预期股票价格下跌,从而融券卖出比融资买入的风险要小,则市场中的融券余额会大于融资余额。由于融券卖出增加了股票供给,交易量可能因此放大推动股价合理回归。第二,当市场处于单边下跌状态,股价经过下跌之后,理性的投资者会预期价格可能被低估,未来股价会出现反转,此时融资买入比融券卖出的风险要小,融资大于融券,股票需求增加,价格竞争促使股价回升。第三,市场处于震荡或多空双方僵持状态,多空双方对未来预期不一致,则会表现为融资和融券形成一定的平衡,理性投资者期待外界的信息或事件打破平衡,股价在动态均衡中回归。

对于融资融券对个股的作用,国外市场的经验告诉我们,允许卖空交易可使股价收益率的标准差变小,从而起到平抑股价收益率波动的作用,有助于证券市场的稳定。借贷成本较高的股票通常具有较高的市净率,而且实证结果显示融券集中的股票每个月要比其他股票月均收益率低1%—2%。国外市场中一些卖空股票的负收益与投资者的对冲或套利行为有关,特别与资金量庞大的机构投资者行为具有较大的相关性。也就是说如果机构投资者卖空某股,那么该股出现重大的利空消息会是大概率事件。

欧美量宽加大我国通胀压力

□兴业期货 施海

近期欧美日货币当局纷纷祭起量化宽松大旗,这将打破当前中国经济通缩和通胀并存的僵局,国内通胀压力将渐趋严重。

当前,国内经济正处于通货膨胀和通缩并存态势。在一般低端制造业、高能耗加工业等领域,以PPI为标志的产业景气度屡创新低,反映上述产业存在较为严重的通缩。但在全球实害性气候频频发生、国际农产品价格上涨、国内扶持政策、消费需求刚性增长等诸多因素作用下,国内农产品市场稳步上涨,国内供应和进口双双增长难致价格上涨,农产品价格成为国内通胀压力渐趋沉重的主要原因。

近期欧美日等西方经济体相继出台量化宽松政策,将对全球股票、商品等风险资产构成较强利多推涨作用,也会助长国内通胀压力。

首先,欧美日量化宽松政策推出,影响中国央行货币政策调控空间。国家统计局公布数据显示,8月份中国CPI同比上涨2%,较7月份上升0.2%,PPI同比下降3.5%,较7月份下降0.6%。由于美国农产品产区遭遇多年不遇严重干旱灾害而造成减产,致使国内农产品市场价格联动走强,因此预计CPI未来可能保持温和攀升状态,国内经济通缩迹象逐渐显现。同时为防止套利资金过度涌入,央行今年进一步实施降息降准,以遏制经济下滑的货币政策微调空间明显缩小。

其次,欧美日量化宽松政策推出,将会对中国制造业造成消极影响。中国制造业8月份PPI同

比下降3.5%,环比下降0.5%。由此反映国内实体经济依然处于单边下行阶段,尚未探明阶段性底部,制造业实际上处于通缩状态,进出口数据显示,8月出口小幅反弹,进口负增长,尤其值得注意的是,这是在煤炭、铁矿石等大宗商品价格大幅回落的背景下出现的,反映出中国制造业萎靡不振的程度令人担忧。

欧美日量化宽松政策的推出,直接导致欧元阶段性升值,美元持续贬值,投机资金流动性泛滥,促使更多投机性资金涌入大宗商品领域,推升商品市场价格,显著增加中国制造业的进口成本,间接也削弱中国进出口财政补贴政策的效力。加之制造业本身的效率问题,在PPI持续下滑的背景下,将直接影响制造业经济收益水平。

综上所述,短期观察,国内经济仍将陷于通货紧缩和通货膨胀两难格局,而中长期观察,受欧美日等诸多经济体宽松货币政策冲击作用,国内通货紧缩将逐渐弱化,通货膨胀压力仍将长期存在,并对经济健康运行和发展产生负面作用,值得高度关注和严格管控。

人民币宜以静制动应对“汇率战”

□国家信息中心预测部 张莱倩

全球量化宽松竞赛的大幕已经拉开。发达国家正借助债务货币化转嫁危机,在量化宽松政策的推动下,新兴市场经济国家调控压力骤增,各国之间利益的冲突将导致全球经济政策协调变得更为艰难。面对如此复杂的形势,中国货币政策何去何从?

在经济复苏乏力、政府债务飙升、财政运转失灵的情况下,发达国家的央行普遍重新走上债务货币化的道路,货币政策失去独立性。在一个多月的时间里,欧洲央行、美联储、日本央行相继打开量化宽松的闸门。迟迟不能从欧债危机中走出的欧洲央行率先开始了冒险行动,欧洲央行开始效仿美国救助金融危机的做法,改变几十年来欧洲央行不能在二级市场直接购买主权债券的“铁律”,宣布将启动“货币直接交易”,针对欧元区二级国债市场进行无限量冲销式的国债购买。

随后,美联储第三次开动了“伯南克印钞机”。除宣布每

月购买400亿美元抵押贷款支持证券(MBS)外,美联储还决定继续执行卖出短期国债、买入长期国债的“扭转操作”,并将联邦基金利率保持在0至0.25%的超低区间时至少延长至2015年年中。

量化宽松竞赛一旦拉开序幕,就会产生更大的示范和激励效应。在债务泥潭中苦苦挣扎的日本央行不甘示弱,推出了所谓“第8轮QE”,增加资产购买规模10万亿日元,使日本购买资产的总额达到了80万亿日元,并将资产购买计划延长至2013年底。

在量化宽松竞赛中最为激进的可能要属“上不封顶”的美联储QE3。美国经济已经患上了“QE依赖性”,只要美国债务依赖性体质不改变,靠债务货币化融资的现状就难以改变。量化宽松的本质是债务货币化。随着美国财政赤字连续三年超过万亿美元,目前美国联邦政府债务已经飙升至16万亿美元。因此,降低债务负担和比例是美联储除了稳定金融系统

和刺激经济之外的重要职责之一,这也就注定了美联储依然会靠释放货币,稀释债务的方法来保证财政和债务的可持续性,量化宽松政策难言尽头。

2008年以来,美联储实施两轮量化宽松,联邦基准利率长期维持0—0.25%水平。2007年1月—2012年初,美联储资产负债从9000多亿美元扩张到2.9万亿美元,增长幅度达到332%。QE1每月购买量为795亿美元,其中MBS为560亿美元;QE2每月净买入735亿美元,不考虑卖出额,每月买入总额为948亿美元;QE3目前为每月净买入400亿美元,叠加扭转操作的影响,每月买入850亿美元。按照这样的速度,美联储在2013年几乎将美国预算赤字的一半都货币化,资产负债表规模将由现在的2.8万亿飙升到4万亿美元,伯南克几乎打破之前货币政策的所有禁忌。

再度量化宽松意味着“弱勢美元”政策延续,这将引发各国货币新一轮的竞争性贬值,加剧“汇率战”的风险,并导致世界经济恶

性循环的出现。

2010年,为应对美国实施的货币宽松,巴西采取了一系列措施干预巴西雷亚尔走强。不只是巴西,到2010年9月,俄罗斯、韩国、南非、波兰等国都已经采取外汇干预措施。而今,全球经济复苏依然疲弱,各国均致力避免其货币较快升值,在受困的环境下继续支持出口增长。如果美元持续贬值,其他货币兑美元显著升值,将促使各国货币当局在汇率市场上过度干预,则很可能再次引发全球“汇率战”,导致政策不稳定性、货币不稳定性 and 贸易冲突。

当前的局势也是考验中国货币当局智慧的时候。美日欧开闸放水,确实让中国货币政策陷入两难境地:如果不紧缩,通货膨胀与资产泡沫的风险难以遏制;如果紧缩,可能会扼杀中国经济增长势头,宏观调控变得更加复杂。另一方面,随着上游价格上涨的传导,再加上人民币升值压力,可能会使企业经营受到双重挤压,这将使得以成本优势为基础的

“中国制造”遭受重大打击。产能将在去库存的循环中冲击去产能化的过程,第一个过程是企业营业收入下降主导企业利润增速下降,而后是利润率下滑主导企业利润进一步下降,逼迫一部分产能退出市场,这将导致企业减杠杆和银行不良贷款剧增。而如果货币政策过松,则可能造成新的产能过剩,加剧失衡的局面。

笔者认为,当前中国的货币政策需要“见招拆招”、“以静制动”。随着全球流动性继续宽松,以及外围市场环境的稳定好转,未来国内金融机构外汇占款将会有所改善,这有助于抵消和缓解货币渗漏下的政策紧缩效应,从而舒缓国内市场流动性。

因此,货币政策不宜进一步放松,应以“静制动”,引导中长期资金进入中国经济发展需要长期资金的领域,如城市化进程和相应的基础设施建设、技术创新、中小企业融资等领域,关键是设法稳定这部分中长期优质资金,提高资金流动性以支持实体经济的效率。