

以“宽货币紧信用”应对金融脆弱性

□中国社科院金融重点实验室主任 刘煜辉

6月至7月,货币市场脆弱性至少反映以下几个方面的因素。

第一,外汇占款供给基础货币的体系系统性崩溃。国际收支拐点实际上反映的是经济相对生产率的衰退。2009年以来,我国经常账盈余/GDP的比例大幅下降,去年资产项目出现1100亿美元巨额逆差(结束了近20年的双顺差格局),今年一季度虽然国际收支盈余录得一定恢复,但结构差,来源已不再是经济盈余,而是金融项目的对外负债增加(大量的资金通过虚假贸易跨境套息)。这凸显出上半年宽裕流动性状态脆弱性的一面。5月以后,一旦金融项目的套息活动得以遏制,外汇占款又重新回归去年萎靡的状态。

第二,整体经济的流动性错配可能累积到了相当严重的程度。从非金融部门资产负债表看,负债端久期明显变短,这是因为近年来以“票据+非银”的银行影子业务规模迅速膨胀(票据融资最长不超过半年,而信托和券商资管产品的融资多为一年,少数2-3年的产品其存续期间也安排有开放赎回条款);资产端却明显变长,大部分资金流向基建、地产和其他高杠杆部门。从银行的负债表来看,由于外汇占款萎缩和产业部门回报率下降,银行体系低成本负债资源趋于枯竭,近年来只能用更短的、不稳定的、高成本的负债(同业+理财)去对应“票据+非银”或者债券,这进一步加剧了流动性的脆弱性。

第三,庞氏状态的出现。由于大量的资源错配至不具备经济合理性项目和低效率部门,这些长



CFP图片

期资产的现金流已不能够覆盖短期负债成本。“举新债还本息”模式开始繁荣。市场充斥着借短钱的融资客,这时候要求央行必须保证货币市场流动性充沛,一旦央行不及时对冲,短端利息就会快速飙升,这就是6月份的场景。而长端利率倒挂不可能持续太久,因为短端被“冰冻”必然传递至长端,高利息会导致经济加速下行,导致资产价格大幅下行。

第一、第二种因素只是准备条件,而第三种因素是关键性条件。今天中国金融体系的最大脆弱性,来自于政府配置资源权力过大所导致的道德风险和债务失控。信用系统都在套体制的“刺”,而由此形成的僵尸型企业 and 资产难以灭亡,并占据和无谓消耗着大量信用资源而得以存活,导致经济生产率出现衰退。

由于中央银行在货币市场是“万能”的,只要它愿意对冲,货币市场完全能保持5月份之前的流动

性充沛状态,那么央行为什么一改去年12月以来的宽松的态度,有意维持货币市场的紧平衡呢?

5月份外部风险升级态势恐怕是刺激央行做出改变的原因之一。外部风险升级主要来自两方面:一是美国经济复苏呈现加快的迹象,对于货币政策正常化的讨论逐步升级;二是安倍经济学遇到困难,日债一旦进入高波动状态或诱发整个亚太区资产市场的剧烈动荡。这些都有可能成为扎破中国经济泡沫的“刺”。

在“核心(美国)——夹心层(日本和欧洲)——外围(新兴市场包括资源型经济体)”的全球经济结构框架下观察未来的全球资本流动会发现,从中线看,只有美国核心一级未来的货币收益是确定向上的。夹心层由于通缩和结构性问题导致欧洲经济将长期低迷即

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

比2010年增长1183.97亿元,占比提高3.61个百分点。地方政府未来偿债投入来源更加吃紧,如从债务资金投入看,交通运输及保障性住房领域内的债务支出增加最大,分别比2010年增加3295.45亿元、720.68亿元,增长率分别为30.29%、141.47%。

第二,地方债务融资方式更趋多样化。2011年至2012年,有些地区通过信托贷款、融资租赁、售后回租、发行理财产品、BT(建设-转让)、违规集资等多种方式融资合计2180.87亿元,占这些地区近两年新举借债务总额的15.82%。由于这些融资方式的筹资成本普遍高于同期银行贷款利率,其中BT融资年利率最高可达20%、集资年利率最高可达17.5%,导致地方债务风险被放大。

第三,地方政府的偿债来源更不稳定,对土地依赖的程度进一步加深。2012年底,4个省本级、17个省会城市本级承诺以土地出让收入为偿债来源的债务余额达7746.97亿元,占这些地区政府负有偿还责任债务余额的54.64%,

率只能维持在低位。新兴市场经济由于自身的结构性缺陷,自2011年以来就呈现衰退趋势,最近开始加速下行,逐渐失去高息货币区的吸引力,其长期利率的中枢趋势向下,显著地低于过去20年的黄金时段。故此,原有的全球货币收益结构的平衡将会被彻底打破。

应该说,5月开始的新兴市场撤资恐怕不是一个短时间的偶发现象。1994-1995年的墨西哥以及1996-1997年的东亚经济体受到严重外部冲击的内因,主要在于这些经济体当时都累积了相当程度的流动性期限错配和货币错配的风险。中国目前这方面都很危险。如果不遏制,恐怕将迅速恶化。

6月份以来,央行的意图充分可以理解,具体操作可以商榷。通过流动性冲击可能并不是控制信用扩张的最佳方法,宏观经济的固有症结更难以依靠对金融市场的简单约束而解决。金融系统内生(正/负)反馈机制可能会显著放大系统性风险。那么,货币政策应该选择何种状态来应对日益严重的金融脆弱性的挑战?

有研究者将央行最近的政策状态定义为中性偏紧的取向,央行似乎乐意见被动收紧,表现为不主动通过逆回购来降低二级市场紧张因素。我以为,央行试图通过市场化的方式抬高短端利率、挤压信用端的策略,未必能达成理想的效果,理由有三。

一是在中国,借贷成本的上升往往产生的是“泥沙俱下”的效果,那些体制内的微观主体未必感受到最大的紧缩压力,而全社会债务负担被动抬升,挤出负效应明显。

二是失控状态下,信用端利率快速上升会挤破泡沫,带来经

济硬着陆的风险,这就需要决策者做好经济提前着陆的准备。

三是资金成本的上升可能很难压迫银行减杠杆,反而有可能激励银行出现利率市场化下的逆向选择,将更多资金投向平台和地产,从而进一步凝聚道德风险。

在中国现行体制没有本质变化的情况下,比较有效的方式还是要借助行政手段来定向抑制信用端体制内主体的行为,尤其是影子银行、平台和地产的行为。如此一来,在货币端央行就没有必要将短端利率保持在一个紧张的高水平,相反,一个相对宽松的货币条件非常有利于推进债券市场和资产证券化的发展,从而修正全社会流动性错配的风险。这也正是决策层一直希望看到的目标方向,这是堵疏相容的政策组合。

在这种情况下,我们将看到一种良性状态的出现:M1、M2和社会净融资增速呈现有序收敛态势,而货币市场利率也是下行的。货币政策这种状态在1998-2002年的经济结构调整期曾经出现过,即“宽货币、紧信用”,我称之为“策退式宽松”。

实现经济着陆要允许三件事:1、允许僵尸企业关厂和破产退出;2、允许不具备经济合理性的在建项目下马停建;3、允许僵尸信用终止,即信用市场违约和银行坏债的显性化。而现在的状态是大量的增量资源被消耗在这三个方向。未来要实现全社会整体利率水平下行,降低整个债务体系滚动的成本,不仅要有抑制高杠杆部门的增量需求,更要有赖于主动清理和终止一部分僵尸状态的存量信用,让它们不再无谓消耗增量信用资源。

大财政部代发地方政府债的力度,一些必须由财政投资建设的项目,可由财政部代发地方政府发行债券。

加大地方政府融资平台的清理和规范力度。针对目前地方政府融资平台定位过宽、数量过多以及资金分散的状况,国家应制定统一标准,将地方政府融资平台严格限制在基础设施建设等领域。凡是民营企业能做的事情尽量让民营企业去做,只有民营企业做不了、做不好的事情,才可以由政府融资平台来承担。

建立有效的偿债机制和风险防控机制。地方政府应通过出售、转让或证券化国有资产偿还债务,允许设立各种基金包括离岸市场人民币基金参与证券化地方政府平台债务的处置;研究中央政府救助地方政府的条件和惩罚措施,强化地方政府金融风险防控意识,包括官员考核、中央财政转移支付等,约束地方政府的行为。(作者为中国新供给经济学研究小组成员,本文仅代表个人观点,与作者所在单位无关)

应尽快完善地方政府债券发行制度,允许地方政府合理举债,加大债务规模,从而加大了“资金成本高”和“使用效率低”的矛盾,加剧了经济结构的不平衡,也扭曲了金融市场的价格形成机制。

此外,目前地方融资平台债务存在多头管理。如银行及信托融资由银监会监管,地方债由财政部和发改委监管,公司债由证监会监管等,多头管理容易导致地方政府债务的信息不明和责任不清。地方债务最近出现的新问题要在商业银行及其他金融机构的盲目进入,导致地方政府多头举债,盲目扩张。

我国中央财政与地方财政的关系,决定了地方政府财政实质上并非完全独立的一级财政,使得地方财政隐含了中央财政的担保。这与实施联邦制的美国中央财政与地方财政的关系存在本质不同,也是商业银行对地方融资平台盲目放贷的根源。

非市场主体的地方政府对利率具有不敏感性。因此,在监管部门严控融资平台贷款后,可以转向利率更高的影子银行体系,进一步

扩大债务规模,从而加大了“资金成本高”和“使用效率低”的矛盾,加剧了经济结构的不平衡,也扭曲了金融市场的价格形成机制。

此外,目前地方融资平台债务存在多头管理。如银行及信托融资由银监会监管,地方债由财政部和发改委监管,公司债由证监会监管等,多头管理容易导致地方政府债务的信息不明和责任不清。地方债务最近出现的新问题要在商业银行及其他金融机构的盲目进入,导致地方政府多头举债,盲目扩张。

我国中央财政与地方财政的关系,决定了地方政府财政实质上并非完全独立的一级财政,使得地方财政隐含了中央财政的担保。这与实施联邦制的美国中央财政与地方财政的关系存在本质不同,也是商业银行对地方融资平台盲目放贷的根源。

非市场主体的地方政府对利率具有不敏感性。因此,在监管部门严控融资平台贷款后,可以转向利率更高的影子银行体系,进一步

扩大债务规模,从而加大了“资金成本高”和“使用效率低”的矛盾,加剧了经济结构的不平衡,也扭曲了金融市场的价格形成机制。

此外,目前地方融资平台债务存在多头管理。如银行及信托融资由银监会监管,地方债由财政部和发改委监管,公司债由证监会监管等,多头管理容易导致地方政府债务的信息不明和责任不清。地方债务最近出现的新问题要在商业银行及其他金融机构的盲目进入,导致地方政府多头举债,盲目扩张