

地方债发行试点  
需填补监管空白

□中国社会科学院金融研究所 张跃文

地方政府债券发行的正规化和常态化,不仅仅是为国内债券市场增加了一个可投资品种。更重要的是,它打开了一个重要改革时间窗口。为完善我国地方政府债务管理体制,提高国内直接融资比重,增加人民群众财产性收入创造了机会。

首先,地方政府办理债券自发自还业务,意味着中央政府将偿债责任正式落实到地方政府身上。同以往以银行贷款为主的融资方式相比,发债融资的市场化程度更高,地方政府需要适应并逐渐擅长通过公开市场募集资金和接受市场监督。鉴于市场投资者的多元化特征,地方政府需要根据投资者的不同要求以及市场形势,有针对性地制定债券发行方案,提高发债主体和债券自身的信息透明度,接受债权人监督,以逐步提高市场声誉,控制融资成本。

其次,我国地方政府债券通常被视为准主权级债券,同国债一样具有刚性兑付特征。但地方政府理论上不能够通过超发货币的方式履行兑付责任,因此地方政府只能通过常规渠道组织资金,履行到期兑付责任。这对于地方政府完善债务管理机制以及风险预警系统提出了新要求。

第三,对于很多地方而言,发行地方政府债券的主要功能是以债券融资替代银行信贷融资,以中长期资金替代短期融资,以政府显性债务替代隐性债务。而中央政府的的一个重要目标是分散地方政府债务过分集中于银行体系的风险,将风险通过债券市场分散和转移出去。这就要求向地方政府出借资金的主体应逐步由银行转向多元化的市场投资者。而目前以银行为主体的银行间债券市场尽管是我国主要的债券发行及交易市场,但它还不能够完全满足投资主体多元化的需要,这对我国建设多层次债券市场提出了新要求。

地方政府自行发债被认为可以借助市场力量,强化外部约束,迫使地方加强债务管理和建立风险预警系统,确保地方财政安全。在发达市场,地方政府债券一般可以豁免发行注册程序,信息披露也可以适当简化,投资者的利息收益甚至可以免税。但是这并不意味着地方政府可以随意举债甚至逃避偿债责任。在我国,由于政治体制差异和传统财政体制的原因,中央政府仍然对地方政府债务承担连带责任,投资者总体上也不需要为地方政府的债务风险担忧。但是,随着近年来地方政府债务的迅速膨胀,中央对于地方债务的潜在担保也不那么保险。地方政府债务负担的快速增长是在中央、地方事权、财权不对称,地方财政管理体制不健全的大背景下出现的,其对中央政府信用的透支已经到了危及国家财政安全的程度。如果不改变现行体制,那么地方政府债务的持续膨胀必将突破中央政府担保底线,导致国家主权债务风险上升,恶性通胀可能性加大。

显然,中央希望通过允许地方政府自行发债,借助市场力量强化对地方债的约束。但实现这一目标需要有几个条件配合。一是中央财政与地方财政实现了某种责任切割,或者中央对地方债务的担保责任能够被量化和固定下来,使市场能够更好地判断地方政府债务违约风险和损失程度,进而通过价格杠杆调节地方政府融资成本,约束其举债行为;二是地方政府的行政体制能够有效统一举债责任与偿债责任,强化财政投资回报意识,党政一把手切实对政府债务承担责任;三是地方财政体系能够有效保持较高的透明度,能够接受外部审计监督,建立了相对有效的信息披露机制;四是债券市场摆脱由少数大型银行机构控制的局面,能够对地方政府的主体信用和债券信用进行公允评级和定价,减少传统银政关系通过债券市场渠道对地方政府举债行为产生影响。显然,前述第一、第二和第三个条件能否得到满足,取决于我国财政体制改革的发展,而第四个条件则取决于金融体制改革。

在推动金融体制改革方面,特别是建立多层次债券市场方面,我国确实有许多工作还没有完成。仅就地方政府债券而言,财政部2014年57号文对于债券品种、发行规模、发行程序、定价机制和交易场所都做出了比较明确的规定,参与试点的地方政府事实上并没有太多的选择余地。但对于市场普遍关心的信息披露、偿债责任、违约处罚等关键性问题,则仅作出原则性规定,甚至没有规定。因此,可以说规定的目的只是起到了规范参与试点的地方政府发行债券行为的作用。而且,地方政府债券发行试点实际上沿用了以往“谁发起,谁监管”的传统证券监管方式,没有解决债券发行与交易如何同现有证券市场监管机构和监管规则对接的问题。而财政部门事实上又无法承担起对地方政府债券发行及交易活动进行监管的职责,这一细分市场未来可能会出现更多监管空白。

为更好地做好地方政府债券发行试点工作,笔者建议由金融监管协调部际联席会议统一安排与地方政府债券发行与交易有关的重大事项,参照企业债务类融资工具有关规定,对于地方政府债券的信息披露、交易规则、偿付责任、违约追索等提出细化要求。同时,逐步放松对于地方政府发行债券的行政性管制,让地方政府自主选择发行券种、发行场所、定价机制和制定偿债计划;另外,适当限制商业银行持有地方政府债券,积极引入银行体系外资金特别是来自个人投资者的资金,逐步建立和完善地方债券市场,形成“银行有限参与,市场梯度发展,群众积极监督”的地方政府债券发展机制。

稳增长不应只盯着货币政策,货币政策刺激的效果是有限的,并有不小副作用。

考虑到当前经济下行压力大,对冲政策是必要的,但应尽可能让市场来发挥决定性作用。比如,通过货币政策操作降低财政融资的成本。

## 稳增长关键在于推进存量经济调整

□广发证券首席经济学家 刘煜辉

中国目前可能正在经历经济中周期和长周期的顶部叠加,即债务周期与地产周期顶部叠加。2012年以来,中国宏观经济一直在债务冲顶状态下运行基本是共识。宏观债务率(非金融部门信用规模占GDP的比例)在2012-2013年上升31个百分点,按照目前上升速度测算,今年年底仍将继续上升14个百分点。与债务冲顶对应的另一方面是,实体经济愈加严重的产能过剩。

今年经济下行的压力比之前两年尤甚,主要变量是房地产转入下行周期。过去十五年中,房地产也经历了两次短暂调整:一次是外生冲击(2008-2009年),一次是政策压制(2010-2011年的限购和限贷政策)。而这一次更是宏观和因素所主导,能否转而再次调整,目前争议很大。从需求看,人口红利正在经历拐点。2012年中国15岁-59岁人口比2011年减少345万,15岁-64岁人口在2015年也将进入下降趋势。从供给看,商品房在建面积与销售面积之比达到5.7,一旦销售情况转弱,库存压力极大。

日本当年(1990-1991年)是人口、投资率和房价三个指标同时见顶。中国人口红利已在顶部,投资率按照笔者初步测算,2013年可能达到52%,追赶型经济体工业化过程中最高也就达到40%,中国的投资率很可能也已见顶。而房地产则很难测算,从经济长周期(10-15年)看,这轮房地产上升段从1998年计算,已经经历16个年头,若从真正商品房起步的2001年计算,也已经13年。

某种意义上讲,目前定向部分的融资成本可视为中国无风险利率的真实前沿。随之政策希望非定向部分的融资成本也能往下降,感觉上会有以下几种情况出现。

一是非定向部分的需求向定向支持的融资领域(债券)移动,寻求满足(债券融资的门槛降低),这样非定向部分的融资成本能降下来,这体现在债券融资的需求上升;二是非定向部分的融资限制松弛(主要是货币存比和信贷配额的放松),增加资金供给满足更多非定向部分的需求,这体现为贷款的资金供给上升;三是央行在货币市场注入更多的流动性(比如降准),但还是要通过定向和非定向部分的互动,来收窄非定向和定向之间的信用溢价。

当然,直接减息也是可能出现的情况。但在利率市场化的冲击下,基准存贷款利率已经有点名不符实。银行贷款利息浮动已经放开,银行贷款定价更多由其负债端成本(内部资金转移定价)来驱动,关键是负债成本。由于银行存款越来越短,且平台和房地产等软约束的融资主体能够承受较高的利率水平,贷款利率并未因竞争而趋于下行,而呈现稳中有升的态势。压低存款基准利率是能起作用的,但这取决于决策层“逆”利率市场化的意愿,从目前投资和储蓄的关系看,中国经济中的“影子”利息处于明显上升通道中。

总的说来,稳增长不应只盯着货币政策,货币政策刺激的效果是有限的,并有不小副作用。长期而言,要稳增长,关键在于存量经济调整(也就是改革)的推进。

美联储的量化宽松购买的是经济存量(至少前半段如此),中国目前的定向操作(再贷款

决策层非常灵敏地感知今年经济下行压力之大,因此政策自年初开始就悄然调整。在货币层面的变化最大。央行一直意图维持较宽松的货币。因为经历了去年的“钱荒”,刚开始时市场很狐疑,但在经过几次“钱荒不紧”的检验后,大家开始相信货币当局的态度在改变,甚至逐渐产生央行会更加激进预期,比如最近市场对于降准降息的强烈预期。

相比“宽货币”而言,决策层在信用端还是有所“坚持”。信用供给端的约束一直没有解除,比如货币存比和信贷配额的限制一直没有放开,对影子银行的整顿也如预期推出,这体现了货币当局对软约束体制的忧虑。包括4月后出台的一些应对下行的定向刺激措施,也是基于这种考虑。中央银行不仅要管总量,还越来越要管结构,从某种程度上而言,中央银行是在代行商业银行的职能。

但中国经济问题的根源在于资金分配效率,其中有金融组织体系问题,而更深层则是金融信用的财政化可能更加严重。目前中国的信用供给主要是三个渠道:信贷、影子银行和债券。按照各信用的参与主体来划分,又可以分为定向和非定向。债券基本属于这个经济体系中“高大上”主体参与领域,即所谓“定向金融”。货币端维持宽松,也应该属于“定向金融”的重要组成部分。而非定向信用(信贷、非标)的融资成本都有不同程度的上升,贷款基准利率(LPR)从去年10月份的5.71%上升至目前5.77%,一般性贷款从去年年底7.14%上升至今年一季度的7.37%。

目前定向和非定向部分融资成本的分化,更似在真实地反映中国信用溢价的扩大。从某

## 楼市降温并非崩盘

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

有观点认为,房地产泡沫主要有三种类型,一是过度建设,二是过度借贷,三是价格过高。然而,这一观点的逻辑明显混乱:过度建设、过度借贷、价格过高,这三者不是并列关系。其中,价格过高是泡沫的表象与结果,过度借贷是推高价格的重要原因,而过度建设跟价格过高关系不大,是供需关系变化过程的产物,也即只有泡沫破灭后,才会发现原来建设量过大。

具体分析上述观点所指出的三个泡沫。一是所谓过度建设形成的泡沫。从房价泡沫内在形成机制分析,起决定作用的是需求端而非供应端。从需求端分析,投资投机性购房需求的比重,决定了房价泡沫是否会生成,能形成多大的泡沫。在一个自住需求为主的住宅市场中,不容易产生泡沫,比如鄂尔多斯和温州的泡沫,主要是投资投机性需求造成的。内地绝大部分三四线城市的住宅市场需求,都与二者不同,是以自住为主导的,尤其是近两年。

笔者认为,内地的二线城市,主要包括计划单列市和省会城市,这些城市基本都属区域核心城市,可以说是现阶段房地产市场供需两旺、形态最为健康的地区。至于三线城市,主要是地级市,多数城市的人口仍在增长,少数城市趋于停滞或减少。由于土地不稀缺,地方政府对土地财政依赖度高,所以土地供应和住宅供应量偏大,形成了供大于求的市场格局。然而,这些城市的房地产市场,多处于“冷个”的阶段,

当地居民的改善需求、旧城与城中村改造需求、辖区内乡镇居民进城购房需求,形成较强的自住需求。这类地区的居民确实已不太缺住房,但缺乏品质优良的社区与产品。

当然,确实也有少数三四线城市,以及少数二线城市的新城新区,住房供应严重过剩。但一定要搞清楚整体局部的关系,内地房地产市场整体并不存在严重过剩(内地城镇地区的人均住房面积、人均卧室间数、人均住房套数,这三个核心指标皆未饱和),也没有大泡沫,只是很小的局部,存在“烂”。

所谓的过度借贷产生泡沫。笔者认为,这是导致房地产泡沫的重要因素。但内地还没那么严重。从泡沫形成规律看,房地产泡沫形成的重要条件是大量资金支持,宽松货币政策和流动性过剩。除了境外热钱涌入这一外部因素外,导致流动性过剩的最重要因素是宽松的货币政策。

从近几年内地货币政策看,情况还不错。2004-2007年,房价涨幅总体偏大,但这期间的货币政策和房贷政策,并非特别宽松。从2004年就开始对宏观经济和房地产市场的偏快增长予以重视并步入加息通道,至2007年末累计加息9次。但2004年-2006年收紧流动性的力度偏小,从而失去调控良机,由此导致2007年不得不踩急刹车。2008年四季度至2009年,货币政策的宽松度,超过2008年之前很多年,导致2009年-2010年房价大涨。不过,在2010年至2011年,货币政策和房地产信贷政策持续紧缩,抑制了房价涨幅。2013年,政府将“防风险”作为主要经济

工作目标之一,控制信贷与货币增量、治理“影子银行”、防范金融风险,这有助于抑制房价泡沫的涨,房价涨幅并不算大,但一线及少数二线城市,由于供求矛盾,导致房价大涨。

另外,与美国及多数国家相比,内地个人房贷的首付比例较高。尤其是2010年调控以来,首套房首付比例最低三成,二套房已升至六成。这也就意味着,居民购房的杠杆率,在国际上是偏低的,根本就不存在个人购房的“过度借贷”问题。

所谓价格过高的泡沫类型。笔者认为,这只是房地产泡沫的表象或结果,而且内地房价过高。按照国家统计局数据,2013年全国城镇新建商品住宅成交均价为5850元/平方米,相比2012年上涨7.7%。2013年一线城市和少数二线城市房价涨幅确实明显,达二三成左右,但部分二线城市和绝大部分三四线城市只是温和上涨,温州、鄂尔多斯等还在下跌。从购房需求的性质看,2012-2013年这轮房地产短周期的房价上涨,各地皆以自住需求为主导,投资投机性需求比重不超三成或二成,从房地产泡沫形成机制上,缺少了大量投资投机性购房需求,很难形成泡沫。

从房价收入比分析,上海易居房地产研究院每年都跟踪研究全国及主要城市的房价收入比变化,2004年之前,全国城镇地区的房价收入比为6倍多,属于合理区间,2007和2009年曾高达8-7倍,合理区间,基本上不宜定性为房价泡沫。当然,温州和鄂尔多斯的房价,2009-2011年

## 适度降价利于楼市企稳

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

对于本轮楼市调整周期而言,5月份是标志性的月份,百城新房价格结束连续23个月的环比上涨后,从5月份开始进入下降通道。十大城市中,有8个城市的新房价格开始下跌,而一线城市中,仅有北京环比上涨0.69%,其他三个城市则全部下跌。继4月份出现首次下跌后,5月份二手住房价格继续下跌,交易活跃的10大城市主城区二手住房价格环比跌幅从4月份的0.06%扩大到0.83%,十大城市中八个城市的二手住房价格下跌,一线城市则全部下跌。

根据前两轮调整的经验看,随着成交量逐月下滑,房价下跌尽管会稍晚一些,但下跌是迟早的事情。这一方面缘于前期购房需求释放过快、房价上涨过快,市场上的购房平均支付能力下降,只有通过一定降价才能使得房价与住房支付能力匹配;另一方面,在市场调整时期,购房者对于市场前景预期表现出悲观情绪,需要通过降价来活跃销售气氛、提振市场情绪;此外,“以价换量”回笼资金,是开发商缓解库存和资金链压力的常规选择。

本轮降价呈现出由点及面的特征,从局部

地区(如华东)向全国蔓延、由中小开发商向全部大中小开发商蔓延。不同于前两次调整由上到下的紧缩性调控政策引致,本次调整并未由调控政策收紧引发,更多的是行业自身调整的结果。同时,国家对于经济下滑的容忍度在提升,再加上银行贷款利率明显上升,预计本轮调整周期会比较长、幅度也会比较大。从价格最高点转为价格首次下降,前两次楼市调整分别经历了11个月和8个月,而本次调整从2013年10月份的房价最高点到首次下降的今年5月份,经历了7个月,可以得到此次调整比较剧烈的结论。

笔者认为,驱动本轮调整幅度较大、调整剧烈的因素主要有三方面:一是房价在连续上涨10多年并创历史新高情况下,居民的住房支付能力总体下降。本世纪以来,我国城市房价整体呈上涨态势。过去十年,中国城镇住宅价格年均涨幅约为16.1%,一线和二线城市重点城市的房价10年来上涨4-5倍,而核心区的房价上涨5-8倍左右,二三线城市的房价上涨2.2倍左右,全国平均房价上涨1.45倍;二是住房供应过剩、无效供应的问题显现。我国城镇人均住房套数从2008年的0.74套增长到2013年的人均1.1套,住房短缺的问题解决,供应过剩的问题开始凸显。另外,近年来

供应大多偏向主城区以外,公共配套建设滞后,开发商和购房者过度追求房价上涨收益,住房实体经济的有效性下降,也到了需要通过降价来去泡沫、去无效供应的时候;三是开发商资金链超期紧张。目前出于风险的考虑,银行开发贷款依旧偏紧,而在国家清理影子银行、紧缩地方债务的情况下,2010年以来成为重要融资渠道的信托、资产管理、委托贷款等也开始趋于紧缩,再加上2012年以来地价高企,占资金来源40%多的销售回款成为保卫资金链的关键,降价销售以缓解资金链压力成为开发商的首选。

值得注意的是,在整体下调的背景下,结构性的分化问题比较突出。本轮调整初期,重点一、二线城市成交量下滑幅度较大,同比跌幅在30%左右,主要源于对需求的过分透支以及房价在2013年过快上涨;而二三线城市则由于在2012年以来已经有所调整,今年以来的下滑幅度并不大。因此,在本轮调整周期开始,去年底和今年初普遍认为比较坚挺的一、二线重点城市的房价开始下跌。

但是,对于住房需求集中、引领全国楼市的一二线城市来说,房价下跌是好的迹象。从笔者近期调研的情况来看,一线城市新盘定价比较