

股债双牛趋势有望延续

□广发证券首席经济学家 刘煜辉

国庆小长假期间，有三件事值得注意：一是央行出台房贷新政，松绑住房信用贷款；二是国务院出台《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，加快建立规范的地方政府举债融资机制，明确约束地方预算；三是外围市场出现动荡。

对于第一件事，有人理解为“刺激”措施；对于第二件事，有人认为这是中央明确不对地方债务进行救助，担心刚性兑付将打破；对于第三件事，有人担心美联储加息预期日渐明朗，若不能为市场接受，境外股债高位平衡将被打破，形成“双杀”。

前两件事单一地看，似乎都有道理，合在一起又觉得矛盾，经济政策到底是放松还是收紧？一直以来，决策层对经济增速的最大担心来自两个方面：一是就业，二是系统性金融风险。个人认为，决策层目前对这两个问题的认知基本统一，否则“新常态”提法不会出来。

一方面，就业市场出现了结构性拐点，即从需求主导转向供给主导，我国抚养比拐点已过，每年适龄劳动人口缩减400—500万人，所以，在2007年23%名义经济增速才能实现1200

万人新增就业，而当下8%的名义增速，今年前8个月就实现了1000万人新增就业。供给主导的就业市场，特征是与短期因素无关。尽管经济下滑，但就业不会恶化，经济增长与就业呈现脱节趋势。这意味着名义经济增速还可进一步下行。

另一方面，只要金融稳定，经济就能摆脱“硬着陆”预期，即“牢牢守住不发生系统性风险的底线”。因此，中央不可能放任地方债务违约。

从历史经验和体制逻辑角度看，只要金融被某种程度地隔离保护，经济硬着陆的概率就变得很低。当经济下行加速时，如果金融部门具备再杠杆能力，就能将信用快速导向受益结构性政策（财政贴息、减税）的方向，形成有效供给，就能相当程度对冲过剩部门和高负债部门萎缩的冲击。笔者认为，一系列隐性的货币金融机制都在形成中。比如，当前央行放松房贷限制，银行也未有意愿放贷，未来地产资金维系可能越来越倚重于类“两房”机制，即通过央行或影子央行购买MBS债券。这样金融调控思路还将体现在很多方面。

当下所有着力于需求端的政策，似乎都只是对经济下行的一种“事后确认”，这与此前的“刺激”思路存在微妙差异。简单讲，以前害怕经济增速下行，而当下政策思路是认为经济增速下行时必然趋势，只不过多铺些“缓冲垫”。这种差异对投资配置的影响明显。

而当下支撑股市上行的因素皆来自于供给端，供给端收缩将引致无效需求下降，资本支出持续减速引致人工成本和财务成本明显下降，营收减速但利润增速开始出现。当年日韩经济转型期皆出现过相似经历，股票估值的分子部分可能是改善的。而无效需求萎缩，加之企业债务融资需求下降，无风险利率可望趋势性下行。而随着杠杆部门调整，以及广义货币当局充当最后贷款人职能，使得尾部风险开始降低，股票风险溢价下降。

而债券可能保持“牛平”状态，即由于需求内生萎缩，长端收益率下行，倒逼短端收益率下行（货币政策处于对需求萎缩的事后确认状态），这是一种缓慢释放风险（减杠杆）的节奏。无风险利率下行与风险溢价下降是同一层级的结果，而决定这一结果组合的恰恰是政策选择。从这个角度看，中国经济大概率走在正确的轨道上。

市场应该正在解读这种认知，这反映在商品、股票和债券三者之间的关系发生重大变化。过去股票和商品正相关，与债券负相关；而现在

是股债双牛，与商品的走势持续背离，趋势上看这种状态还会持续下去。

当然，外部不确定因素依然存在。过去40年，每次步入美元升值波段，皆会引致跨境资本流向逆转，导致全球市场出现大的动荡，但笔者模糊感知，这一次历史可能不会简单重复，原因是全球基本格局一些要件发生很大变化。

一是支撑“失缓和”时期（上世纪80年代至2007年）的基础性条件——过剩储蓄，正在迅速消失。这意味着全球潜在增长中枢下了一个台阶，低增长、低通胀”或是全球经济“新常态”，美国长期公债收益率保持在3%以上并不是一件容易的事。因此，美国明年加息可能性很大，但持续升息的空间可能有限。

二是全球经济板块重构，“G2”格局事实上已难以改变。即美国与中国利益攸关，你中有我，我中有你。再过十年，“G2”的经济体量可能接近全球35%，这样的结构客观上会降低跨境资本流动的剧烈程度。只要一方不发生崩溃性错误，大规模的资金外流场景发生概率并不大。某种程度可以理解，为什么最近几年外汇占款缩减，更多体现为外汇存款上升，而非资本外逃离境发生。因此，美元因素或不会过多导致我国经济和资本市场波动。

税费清理到位 助力煤炭资源税改革

□新华都商学院教授 林伯强

煤炭从价资源税改革终于破题。9月29日，国务院常务会议决定在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。要求地方政府要立即着手清理涉煤收费基金，比如停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等。政府还进一步要求取缔省以下地方政府违规设立的涉煤收费基金，严肃查处违规收费行为。总体改革思想是确保不增加煤炭企业总体负担。

目前我国原油、天然气资源税改革已全面实施，因此煤炭资源税改革已成为政府深化财税体制改革的重要内容和既定任务。由于煤炭对支持中国经济增长、保障能源供给，以及环境治理有举足轻重的作用。实行煤炭资源税改革，将完善资源产品价格形成机制，既能让资源开发地区受益，推进区域协调发展，通过减少名目繁多的收费，增强企业发展后劲；也可促进煤炭资源合理开采利用。

煤炭资源税从量计征和从价计征的区别很大。从价计征方式可以通过资源税与价格挂钩来体现不可再生资源的稀缺性。因为资源的稀缺是通过市场价格来体现的，稀缺性越大，价格越高，可以通过经济手段提高效率，抑制需求。目前全国从量煤炭资源税大约在每吨3—5元之间，如产煤大省山西和内蒙古自治区都为每吨3.2元。举个简单例子：目前山西一吨煤从量资源税是3.2元，改从价计征方式后，如果按每吨煤炭320元计算，2%的资源税率（据悉此次改革方案中划定的税率区间可能在2%—10%）也需要上交6.4元。

对企业而言，煤炭资源税从价计征的短期好处是，将清理其他煤炭税费。据统计，目前煤炭行业的行政事业性收费及政府性基金高达几十种，煤炭流通阶段的成本远远超过开采生产成本，甚至有统计称，政府收费占煤炭企业净利润的43%。所以，按目前对煤炭其他税费统计，可以清理的税费空间比较大。

煤炭企业是否能够通过资源税改革减轻自身负担？这将取决于被清理的其他煤炭税费是否大于煤炭资源税负。如果地方政府对其他煤炭税费可以清理到位，则有望实现。但是，由于当前地方政府财力紧张，平衡和确保不增加煤炭企业总体负担的可能性更大。长期而言，煤炭资源税改革对所有人都有好处：从价计征方式将改变以往煤炭生产对价格不敏感的状况，提高煤炭回采率，促进煤炭有效利用。

还有一个问题是，为什么可在煤炭市场低迷的情况下进行煤炭资源税改革？2011年全国范围内实施原油、天然气资源税“从价计征”改革，对油气征收了5%的从价资源税。当时没有对煤炭进行从价资源税改革，主要是考虑到改革的影响，当时煤炭提供了69%的一次能源和接近80%的电力能源。由于煤炭市场偏紧，对煤炭征税等同于对下游企业征税，这将对下游行业乃至整体实体经济产生重大影响。比如，煤炭企业可以很容易把资源税转嫁给发电企业，而当时电力企业由于电价无法与煤炭价格同步上涨已导致了大面积亏损。

尽管现在煤炭占一次能源需求的比例仍在65%以上同时提供了约75%的电力能源，但2012年以来煤炭市场供需形势快速变化和价格快速下跌，使得煤炭资源税改革时机相对成熟。在市场低迷的时候进行改革，政府可以把改革的短期影响限制在煤炭行业。由于煤炭市场供大于求，对煤炭企业增加的资源税负无法通过涨价转嫁给下游企业和消费者，煤炭企业得自己扛。对于消费者而言，从价煤炭资源税对煤炭价格的直接影响很小，短期对消费者的影响大致是中性的。

具体来看，未来各个省份煤炭资源的税率差别可能会比较大。各个区域煤炭资源禀赋和开采成本差异较大，因此地方政府在制定煤炭资源税率时，显然需要考虑煤炭开采成本。如果成本比较高，税率就不能太高。同时，政府还会关注现阶段煤炭企业的财务困难程度，应该有帮助煤炭企业渡过难关的觉悟。这取决于地方政府财力，以及煤炭在经济中的作用。

对于地方政府而言，从价煤炭资源税改革的确减少了对煤炭企业征收其他税费的灵活性和合理性。但是，如果能够让煤炭健康发展，对地方财税和地方经济是有好处的。因此，建议地方政府通过资源税改革和其他税费清理，给煤炭企业一个喘息的机会。政府可以考虑在煤炭企业整合期间，通过有效清理其他税费和采取比较低的资源税率，给煤企减负，以促进煤炭整合。当然，以往对煤炭税费清理的效果不是很好，主要是有的税费已经有了具体去处，如何在省内分配资源税，将是复杂的问题。



地方政府融资平台即将告别历史舞台



CFP图片

□新供给50人论坛特邀研究员 金海年

8月31日，已出台20年的《预算法》首次修改终获通过，将于2015年1月1日施行。10月2日，国务院办公厅下发《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》，加快建立规范的地方政府举债融资机制，为预算法实施奠定了具体的执行基础。10月8日，国务院发布《关于深化预算管理制度改革的决定》，提出积极推进预算公开。这意味着新一轮财税制度改革“开头炮”打响。从地方政府债务自发自还试点开始，我国正加速形成全面的地方政府融资体系。近8年城投债的蓬勃发展，与中国特色的地方政府融资平台一起，即将告别历史舞台。

在此背景下，地方政府在基础支撑体系、社会福利保障体系等现代公共服务体系等方面的能力需要提升，公共支出的资金需求仍然处于跨周期配置的高速发展期，融资需求仍非常迫切。

地方政府融资改革深化

中国经济增速已逐步放缓到7%—7.5%左右，增长动力和方式正发生转变。金融危机后刺激政策的后续作用也在变化，投资主导的需求政策正向创新驱动的供给政策转化。同时，中国的城镇化进程已迈进30%—70%之间的加速发展期，政府与市场的关系正在理顺，地方政府在经济发展进程中的作用并非减弱，而是发生转变。

作为城投债的主体，地方政府融资平台也面临三大出路：第一，承担的商业盈利性业务，将其债务与经营打包，改制为国企或按市

近年来，中国经济债务杠杆率一直攀升，尤其是非金融企业债务已处于世界较高水平，中国经济高杠杆蕴藏的风险一直引发各方关注。非金融企业的债务主要来自国有企业。由于地方政府长时期不能自行发债，其中相当大的比重与地方政府的融资需求及融资平台有关。消化地方政府相关存量债务，控制新增债务规模，规范融资、运用与偿还等地方政府债务的全过程管理，对于中国经济应对新常态，实现政府职能转型与经济结构调整，促进中国经济跨入中等乃至高收入阶段具有至关重要的意义。

此次地方政府债务改革的深化，正是为了实现科学管理地方政府融资主体责任、融资需求规模、资金借用还的完整流程、管理融资财政风险等地方政府现代投融资体系的建设目标，是法律、政策等制度体系建设的关键环节。

地方政府融资平台逐步告别历史舞台

城投债，一个具有中国特色的名词，既在中国经济现代化进程中扮演了关键促进角色，也是中国地方政府债务管理法律不健全、融资渠道匮乏而城镇化建设需求旺盛的体现。

此次《意见》的出台，逐步划清政府与企业界限，明确了地方政府职能将聚焦于公益性事业发展。非公益目的的商业融资需求将交与市场主体；没有收益的公益性事业发展确需政府举借一般债务的，由地方政府发行一般债券融资，纳入一般公共预算管理；有一定收益的公益性事业发展确需政府举借专项债务的，由地方政府通过发行专项债券融资，以对应的政府性基金或专项收入偿还。随着存量债务的逐笔到期，城投债将被规范的、与国际接轨的地方政府债务融资体系替代。

作为城投债的主体，地方政府融资平台也面临三大出路：第一，承担的商业盈利性业务，将其债务与经营打包，改制为国企或按市

场机制转让给非国有企业；第二，承担一定收益的公益性事业，可与社会资本成立混合所有制企业或进行特许经营合作（PPP模式），实现融资平台公司的转型；第三，没有收益的公益性事业，将直接由地方政府负责，纳入政府预算管理，从融资平台中剥离。

地方政府债务信用风险变化

此次《预算法》修法和《意见》的出台，建立了更加科学规范的地方政府债务管理体系，将使长期以来不断增长的地方债务风险得到有效控制，而且逐步明确了市场与政府的关系，使原有以及新增地方政府债务的信用风险及其投资收益发生变化，具体表现在以下四个方面。

其一，中国地方政府债务总量规模实施科学统筹，更加规范透明。影子债务体系、或有及隐性债务将得到有效控制，系统性风险下降，地方债总体风险降低。

其二，无收益公益性项目得到政府预算方面的法律保障，信用风险明显下降，但投资收益率也将下降，政府融资成本降低。

其三，城市基础设施建设等有收益的公益性项目，将通过特许经营权、合理定价、财政补贴等事先公开的收益约定规则实现制度化、法治化，偿债来源更加稳定、规范，风险降低。但由于采用国有企业承担、混合所有制或PPP等多种运营方式，其风险与投资收益须单独分析。

其四，商业项目将从政府相关债务责任中剥离，风险与收益市场化，总体风险上升，投资收益率也将提高，需采用商业标准进行风险评价。

总之，高速发展的城投债时代已经结束，高收益、低风险的地方债投资不可持续，风险与收益匹配的投融资市场新常态即将到来。融资成本的降低将有利于实体产业发展，也减少财政负担，对我国经济转型的新常态将具有积极意义。

根治地方债须强化财政金融改革协同性

□中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

近期以来，围绕地方政府债务治理，我国出台了一系列财政改革措施，目前看来，强化央行对地方政府债务的监督管理职能，增强财政与金融改革的协同性可能更为关键。

整体上看，我国政府债务占GDP比重远低于美国、欧洲和日本等主要经济体，财政赤字相对可控，现阶段财政的可持续性不成问题。但地方政府预算软约束、投资冲动和事权大于财权等现实，导致地方政府通过融资平台积累了大量债务，地方政府的财政可持续性面临一定威胁。据审计署2013年6月10日公布的《6个地方政府本级政府性债务审计结果》，由于偿债能力不足，一些省会城市本级只能通过举借新债偿还旧债，5个省会城市本级2012年政府负有偿还责任债务的借新还旧率超过20%，最高的达38.01%。14个省会城市本级政府负有偿还责任的债务已逾期181.70亿元，其中2个省会城市本级逾期债务率超过10%，最高的为16.36%。

将目前公开资料所获得的平台债务与地方债务比较，我们发现负有偿还责任地方债务中主要分项均少于平台债务，表明平台债务大部分并未纳入地方直接债务，即使考虑或有负债后，大部分平台债务仍游离于地方债之外。特别是2014—2015年迎来地方债务偿还高峰期，地方政府面临大量债务集中

到期的再融资压力。其中，2014和2015两年中，地方政府实有负债到期量分别为2.3万亿元和1.8万亿元，占存量实有债务比重21.9%和17.1%。如考虑全部或有债务，到期总量将达到3.6万亿元和2.8万亿元，流动性压力巨大。

到目前为止，从地方政府角度讲，地方财政不能通过无限制拨款来支持地方国有企业，只好从其他渠道为国有企业展开对资金资源的竞争。各地政府纷纷将注意力转向金融资源，尤其是银行体系信贷资源的控制上，这必然会造成金融部门不良贷款率攀升和资金配置效率下降。然而，由于以中央政府信用作为担保的隐性担保机制普遍存在，随着金融管制进一步放松，包括银行理财、银信合作等规避利率管制的金融工具被大量创设出来，并对金融体系产生直接或间接影响。

一方面，政府对经济活动的干预较多。一些本由财政承担的责任交给了金融市场主体，政府性债务扩张不可持续风险将转移至金融体系。政府通过融资平台公司、国有企业直接参与经济活动，同时通过影响银行信贷投放为前者提供资金。另一方面，财政与金融关系不清晰，中央银行不仅承担“准财政职能”，而且通过释放流动性等操作为政府性债务融资提供便利，虽然有助于降低财政体系的风险，但实际上将政府性债务扩张不可持续风险转移到金融体系。

因此，要从根本上解决地方债务问题，必须强化央行对地方政府债务的监督管理职能，增强财政体制改革与金融体制改革的协同性。

第一，清晰界定财政与中央银行职能，防止产生财政变相透支问题，完善财政对中

央银行损失的补充机制，建立有效的历史挂账处理方式，解决中央银行承担金融改革与金融稳定成本的问题，提高央行资产负债健康性。

第二，建立偿债准备金。地方政府偿债准备金是地方政府为确保按期偿还债务本息而筹集、运用的专项储备资金。建立偿债准备金是世界各国较通行的做法，以防范政府债务风险。偿债准备金在管理上有两种方式可供选择——专户管理或专项管理。

第三，尝试建立央行国库现金管理。央行国库现金管理主要是指以有效的方式利用国库现金和易变现资源，优化政府财务结构，提高财政资金使用效益，在确保满足国库现金支出需要的前提下，实现国库闲置现金余额最小化和现金运用收益最大化的一系列国库资金管理活动的总称。从地方国库收支的实际情况来看，一方面地方政府闲置大量的财政库存资金；另一方面，对还款来源主要依靠财政性资金的公益性建设项目，由于建设资金需求量大，为弥补资金缺口，地方政府不惜对外举债、背负利息。央行应积极加强地方国库现金管理问题研究，在保证国库资金安全的前提下，推出既符合国家的宏观经济治理，又能满足地方财政利益诉求的现金管理模式，充分合理利用闲置的库存资金资源，最大限度减少政府债务余额和利息支出。