

■ 高端视野



- 从中长期来看,还是应援引大禹治水“堵不如疏”的古老智慧,在“治存量”的同时“开前门,关后门,修围墙”,发展规范化、有利于风险防范的“阳光融资”式地方举债机制
- 对于原来由地方债务支撑的基础设施建设领域,可以更多地考虑用市场约束手段解决,政府各种融资平台的运作应聚焦于支持可产生市场效益和还本付息现金流的一部分公共工程项目
- 建立一定规模的地方政府性债务偿债基金,当出现局部性、区域性风险时,能够及时应对,防止风险扩散

化解隐性债务风险要开前门关后门修围墙

□财政部财政科学研究所原所长 贾康

近期国务院办公厅下发《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。应该说,《意见》重在规范管理,体现了疏堵结合的制度建设思路。目前解决政府债务关键点,就在于平稳化解地方隐性负债部分。

辩证看待政府债务问题

政府负债是现代市场经济国家的普遍现象,与现代国家治理的机制建设和能力提升具有内在关系。根据经典的经济和财政理论,在市场经济条件下,政府应当行使资源配置、收入分配和稳定经济等职能。为完成上述职能,必须通过法定的程序赋予政府一定的事权和财权。所谓事权就是提供公共产品与服务、逆经济周期相机调控、健全社会保障等。所谓财权,既包括征税权,也包括举债权。

从市场经济多年发展的实践经验看,世界各国几乎无一例外要由中央政府通过举债为基础设施建设、公共事业发展筹措一部分财力,并以公债的发行配合宏观政策来力求熨平经济周期波动、引导结构优化、促进经济社会发展。不仅有中央政府发行的国债,不少国家的地方政府也可依法发行地方债。据有关部门统计,世界53个主要的样本国家中,有37个允许地方政府举债,如美国、日本、法国、德国等。由于一些基础设施建设项目,如公路、铁路、市政设施、城市轨道交通,投资量大,投资期长,发挥作用的时间段也长,其效益具有很强的代际转移特点,完全依靠当期财政税费收入难以解决;而债务具有代际偿还的特征,通过适度举债建设,可以兼顾经济社会发展和财政收支的长期均衡,平滑处理公共工程支出负担,有机结合公平与效率的追求,更好地造福于公众。随经济发展,经济总量增加,政府负债的绝对规模一般也呈增长之势,公债风险的防控主要看负债率(公债余额与GDP之比)等相关数指标。所以在某些意义上讲,连续滚动的公债发行与到期还本付息的周而复始,以及公债绝

对规模的上升,使得政府“借新债还旧债”已成为一种现代经济生活中的常态机制。

我国作为社会主义市场经济国家,改革开放以来,经济社会快速发展,工业化、城镇化水平不断提升,早已改变了传统体制下曾标榜的“既无内债,又无外债”方针,大踏步地跟上时代,适度举债进行基础设施和公共工程建设、熨平经济周期波动、促进城镇化和城乡一体化经济社会发展,这是十分正常的,也是很有必要的。当然,由于地方债法规和制度建设一度明显滞后,“潜规则”强制替代明规则”形成的地方政府隐性负债已攀升到天文数字,亟需以“阳光化”为方向,积极推进相关的制度建设、风险防范机制。这也成为新的挑战与考验,需要各方予以高度重视,按照十八届三中全会《决定》精神并结合《预算法》的修订,对地方政府的举债制度大力完善,兴利除弊。

所以,对于政府性债务,我们需要从全局、总体的视角辩证地、历史地、发展地看待,大可不必“谈债色变”,视政府债务为洪水猛兽。有债务不一定意味着存在风险失控问题,低债务也不一定意味着绝对安全,关键是把握好度,抓好相关的制度、机制建设,特别是现代财政制度中应有的公债风险监管、防范、化解的制度体系和机制,充分发挥公共债务的积极作用,将其负面作用控制在最低,将其风险控制 在可承受范围内。

隐性债务风险较大

在公共部门债务中,各方最为关注的是地方政府性债务这个部分,其变动趋势和特征值得专作考察。2009年后,正式的“地方债”在中国已登堂入室(尽管还附带由中央政府“代理还本付息”这种隐性担保)。从2009年起,前三年每年发行量达2000亿元,后两年分别高达2500亿元和3500亿元,但这只是地方债中的一小部分,大量的地方负债是以隐性举借的方式,在各地地方政府操纵下借助地方融资平台等机制形成。事实上,中国地方政府负债产生于经济社会转轨的背景之下,由来已久、为数巨大,近些年在政策扩张期又迅速扩大了规模。

从增长幅度看,由于应对亚洲金融危机和世界金融危机的客观需要,地方政府负债于1998年和2009年两次出现大幅上升,年均增速分别由1997年24.8%提升至1998年48.2%,由2008年23.5%骤升至2009年61.9%。

与地方隐性债相比,审计之内的正式“地方债”只占很低比重。眼下,全国7000余家融资平台债务正构成大量地方隐性债务风险。隐性债务主要弊端在于不透明、不规范,以潜规则强制替代明规则的方式运行,不利于防范风险。现阶段,上述弊端已成为隐性债务的最大风险。原因在于,在有效制度供给不足的情况下,虽然地方债曾在多方面产生了积极作用,一定程度上填补了地方税体系贡献不足的空间,但以隐性方式出笼,势必带来风险防范机制的不到位和资金使用低效等问题。一旦风险聚集越过临界点,威胁到经济社会的和谐与安全,则只能以“灭火”的应急方式去平息事态,结果将对政府公信力造成极大损害,并可能需要以极大的代价来换取社会常态的恢复。

这部分负债的成因,一方面是由于省以下分税制不到位,地方税体系迟迟未成型,地方收入紧张;一方面源于转轨与发展进程不断强化地方“有偿”筹资和政策融资的现实需要,但制度建设在混沌状态中未得到规范推进,“潜规则”强制替代“明规则”来形成融资。并且,有形和无形并存的GDP考核压力,也生发了地方短期行为的动因,加大了隐性举债的力度。中央部门、地方政府自上而下的“达标”要求所形成的压力,也是促使地方隐性债增加的力量之一。

“开前门”与“关后门”

对于化解政府隐性风险,应该提倡对症下药、标本兼治并且“以治本为上”的思路,重在深化改革中推进制度建设,有堵有疏、疏堵结合。《意见》的有效落实,也要求把短期应对措施和中长期制度体系建设结合起来。从中长期来看,还是应援引大禹治水“堵不如疏”的古老智慧,在“治存量”的同时“开前门,关后门,修围墙”,发展规范化、有利于风险防范的“阳光融资”式地方举债机制,以有效制度供给,在政府债务融资领域兴利除弊,服务于全局的发展和配套改革。

具体来说,应在财政体制扁平化前提下以“—级政权,一级事权,一级财权,一级税基,一级预算,一级产权,一级举债权”外加“中央、省、两级自上而下转移支付”为原则推进配套改革,因势利导,防范风险,着眼全局统筹发展、实现制度创新与配套,渐进走向全面的“阳光融资”。此外,应区分两大类管理地方债务,即一般债务(地方公债,不与具体项目挂钩);专项债务(市政债,对应、挂钩于具体项目),积极合理细化各自的管理方式方法。

更应看到,对于原来由地方债务支撑的基础设施建设领域,可以更多地考虑用市场约束手段解决,政府各种融资平台的运作应聚焦于支持可产生市场效益和还本付息现金流的一部分公共工程项目,创新地方政府投融资体制,实现真正的可持续运行。市场经济发展本身已带来了民间资本的积累和社会资金的雄厚,以及很多融资手段,只要政府敢于放手让各种民间资本和社会资金参与其中,可以为公共建设事项提供更多融资渠道和可用财力。积极在改革创新中以PPP(公私合作伙伴)方式化解部分地方政府债务,这样既可减轻政府债务压力,又可调动民间资本、社会资金的力量来加大、加快地方基础设施建设,并且取得更好的资金使用结合绩效,同时扩大民间资本的发展空间,实现共赢多赢。

此外,还应建立起地方债的预警防控机制,包括建立一定规模的地方政府性债务偿债基金,当出现局部性、区域性风险时,能够及时应对,防止风险扩散,同时进一步优化对于地方融资平台的多部门协调配合监管机制。在实施“营改增”等结构性减税的基础上,应该逐步推进完善资源税、财产税等地方税种,加快构建和完善地方税体系,积极推进省以下分税制财政体制的贯彻落实,加上改进和完善转移支付机制,一定可以有效缓解现实生活中基层财政困难、“生地财政”和隐性负债等方面的矛盾与问题。

创业板四大难题待解

的包容性。目前深交所创业板IPO标准,基本上是比照主板的“工业标准”来设计的,再加上核准制的排队打分、好中选好、优中选优,不但加大了企业排队长申请IPO的时间成本,而且更是人为推高了创业板IPO门槛,致使许多创新型、高成长、新业态公司很难达到上市标准,尤其是暂时处在轻资产、少盈利的互联网公司,更是没有资格IPO。

很显然,过高的IPO门槛是与创业板精神格格不入的。创业板既是高成长板,更是高风险板,它包容失败,宽容倒闭。因为创业板IPO主体对应的正是高风险的创新型企业,它们同时也属于高死亡率的小企业群体,因此现实中的创业板必须是“失进大出”、“大浪淘沙”的。为此,IPO标准就应该具有更大的包容性,唯有这种包容精神,才能尽显优胜劣汰的英雄本色与气概,只有这样的创业板,才有可能培育出一大批未来的、民族的伟大公司。

第三,创业板估值严重偏高、泡沫成分较大。以2014年10月10日收盘统计为准(数据来自各个证交所网站),刚刚走出熊市阴影的深交所创业板平均市盈率高达69.25倍,与此同时,深交

所A股(含创业板)平均市盈率为32.40倍,而上交所A股平均市盈率仅为11.55倍。很显然,创业板的超高市盈率极大推高了深交所A股平均市盈率。在创业板成立前,深交所与上交所平均市盈率水平基本上是一致的,而今天包含了创业板的深交所平均市盈率差不多比上交所高出200%。

此外,我们再与两个境外创业板比较一下。按照同一个交易日收盘统计,处于牛市顶峰的香港创业板平均市盈率却只有11.32倍,同样处于牛市顶峰的纳斯达克平均市盈率仅为24.2倍。相比之下,深交所创业板平均市盈率分别比港股和美股高出500%和400%。

按照以往牛市经验推断,当上交所A股平均市盈率从目前的11.55倍上涨至30倍左右时,深交所创业板的平均市盈率是否会从目前的69.25倍上涨至200倍呢?很显然,创业板估值严重偏高、泡沫成分较大,其根本原因还是创业板供给严重短缺,根本无法满足投资者和股民“炒小”、“炒新”的巨大需求。

第四,注册制推行具有不确定性,1元退市法则何时发威?要解决创业板存在的上述问

GDP增长应对“虚胖”说不

□中国市场经济学会 张锐

国际货币基金组织(IMF)在最新的研究报告中预测,中国2014年的GDP将达17.6万亿美元,超过美国的17.4万亿美元,从而成为世界第一大经济体。同时IMF还指出,到2019年,中国经济规模将超过美国20%。如此有理有据的预判真的靠谱吗?

其实,有关中国将成为全球GDP第一大国的忽悠式消息已经不是第一次。早在2000年,当代最著名的经济历史数据考证与分析专家安格斯·麦迪森预测,中国可能在2015年恢复其世界头号经济体的地位,到2030年,中国占世界GDP的比重可能增加到23%,那时中国的人均收入水平也会超过世界平均水平的1/3。次年,国际货币基金组织(IMF)在一份公开报告中大胆预测,中国GDP总量将在2016年超越美国,2016年将成为“中国世纪元年”。今年5月,世界银行在名为《2011国际比较项目发布汇总结果》的报告中指出,中国的经济规模在2011年已经达到美国的86.9%,比2005年的43.1%提高一倍多;而从2011年到2014年期间,中国经济规模将增长24%,而美国仅增长7.6%。据此,中国经济规模有可能今年超越美国,成为全球最大的经济体。现在看来,超过了所有的权威预测,中国GDP成为世界第一的日子已经提前到来。

对于各国GDP的统计,包括世界银行和IMF在内的国际经济组织目前采取两种方法:一种是汇率法,一种是购买力平价法。汇率法是将各国不同货币单位计量的经济总量折算成美元,并在此基础上进行国际比较。由于简单直观,折算方便,汇率法被全球所公认。但是,汇率只反映了国际贸易中的货物和服务的货币比例关系,并未考虑各国价格水平差异,同时汇率还容易受到利率和政治等各种因素的影响,特别是当汇率短时间内发生较大变动时,会导致国家间的比较出现混乱。

正是如此,国际统计学界推出了购买力平价法(PPP)。购买力平价是对比国商品价格与基准国同种商品的价格比率,也就是基准国单位通货所能购买的商品数量,在对比国购买时需要该国通货的数额,如在美国买一个汉堡需用一美元,在中国需用5元人民币,购买力平价就是5。由于各国的GDP都是建立在以价格计算的商品或服务数量基础之上的,这样就可以将对比国的GDP转换成以上一基准货币(如美元)表示的GDP。前述著名学者与权威机构对中国GDP的计算所采用的都是购买力平价法。

从技术上讲,购买力平价法不仅克服了汇率波动的致命缺陷,也能反映出不同国家商品与服务真实成本。但是,使用购买力平价法的前提是有关国家的产业结构和消费结构相似、劳动生产率和贸易条件相同,而这一点,购买力平价法只能望洋兴叹。同时,购买力平价法也有自己的软肋,如比较时所选商品与服务缺乏代表性、价格资料的收集和处理过于灵活、可能高估发展中国家的货币购买力等等。

实际上,一个大众所熟知的事实是,在衡量不同国家经济规模对比时,使用汇率法和购买力平价法所得出的结果往往天壤之别。如使用汇率法计算,2011年全球GDP为70.3万亿美元,而用购买力平价法计算,世界GDP总量达到90.647万亿美元,用汇率法计算,当年中等收入经济体在全球GDP总量中的占比仅为32%,用购买力平价法计算,该比例上升到48%;用汇率法计算,2011年人民币对美元的汇率为6.46,中国GDP仅为7.3万亿美元,只有美国经济总量的43%,7.3占世界的比重仅为10.4%。由此不难发现,如同汇率法一样,购买力平价法也无法真实反映一国的经济规模,其最终统计结果就不能信以为真。

的确,30多年改革开放进程中,中国以年均10%以上的经济增长速度加速赶超,正是有了GDP的增长,我们才有了社会产品的极大丰富,才有了城市面貌的日新月异,才有了国际舞台上中国话语权的日渐提升,然而,对GDP的顶礼膜拜和盲目追崇,也让中国经济车轮留下了道道沉重与辛酸的印辙。虽然中国超过美国成为了全球制造业第一大国,但在全球产业链的“微笑曲线”中,中国制造业依然处于最低端的加工制造环节。虽然中国超过德国成为世界第一大出口国,但过去10年中中国连续成为全球诸国反倾销的最主要靶心。虽然中国GDP日渐壮大,然而却为此付出了惨重的环境代价。据《中国环境核算研究报告》显示,最近10年,国内生态环境退化成本占当年GDP的比重都在3%以上,同时依据“十二五”规划,未来中国用于环保的投资将达5万亿元。因此,如果将治理环境的所有成本计入GDP之内,中国GDP将会大幅急剧缩水。

退一万步说,即便是中国GDP超越美国而成为“世界第一”,但同样不能改变中国经济落后的事实。观察与比较2013年世界各国GDP的排名,虽然中国位居第二,但按人均算,中国GDP远远排在了世界诸国的第99位;而以人均收入而论,2013年中国人均收入6629美元,低于世界平均水平。重要的是,来自美国密歇根大学的分析报告指出,中国的贫富差距相比30年前已经扩大了一倍,代表收入不平等程度的基尼系数上升到了惊人的0.55。同时中国还有2亿多人口生活在贫困线以下,相当于法国、德国、英国的人口总和。看着如此令人黯然神伤的清单,我们又如何能领受GDP“世界第一”这份殊荣?

题,唯一的对策就是体制变革,即废除核准制、推行注册制。因为注册制天然地适应创业板的“市场决定”与“投资者用脚投票”的理念。注册制的实质就是一级市场“去行政化”,减少政府行政干预,消除政府对投资者的大包大揽或代替投资者判断决策,并尊重市场决定和投资者选择,最终形成“卖者有责,买者自买”的市场法则。

不过,注册制的成功推行,还需要提供强有力的制度保障。一是提高监管效率,强化事后监管,严厉打击证券犯罪行为;二是投资者必须学会用脚投票,让1元股成为垃圾股的代名词,并让1元退市法则成为最重要、最流行的退市标准。这不仅因为1元退市法则是市场化程度最高的退市标准,而且1元退市法更是允许“亏损上市”的制度前提。

可以想像,在未来十年,创业板的上市公司有望扩容至3000家,与之相匹配的场外市场其挂牌公司数量可能达到3万家以上。作为中国版纳斯达克,创业板有着广阔无比的发展前景,以其独特的创富效应刺激全民创业、万众创新。

上述例子并不是建议人民币的国际化不应在可见的将来实施。考虑到中国在全球经济中的重要性,人民币交易和投资份额的不断扩大似乎是不可避免的,但中国当局应当按部就班地管理这一进程,选好执行这一进程的各种特定渠道。

事实上,中国或许是有史以来在渐进及实用主义经济转型方面的最成功范例。因此它也不应当让自己被一种已经导致无数新兴经济体摇摇欲坠的政策所蛊惑,最终偏离已经经过历练和考验的进程。

(何塞·安东尼奥·奥坎波,哥伦比亚大学教授,曾任哥伦比亚财政部长,联合国经济与社会事务副秘书长;凯文·P·盖拉格,波士顿大学帕迪国际研究院全球经济治理研究所主任。本文版权属于Project Syndicate)

中国资本账户自由化不能操之过急

□何塞·奥坎波 凯文·盖拉格

在经历了数十年波澜壮阔的高速增长后,中国经济增速开始下降,而这也令其日渐处于资本账户自由化的“诱惑”之下。考虑到中国决策层有意推进人民币国际化的意愿,这一选项或许一看上去极为诱人,但却是容易让人误入歧途的表象。

一份新发表的报告认为,中国可能会对资本项目自由化持怀疑态度。通过借鉴其他新兴国家的最新经验,该报告认为中国在将自身经济风险暴露在全球资本洪流之前,应当采取一个周密部署且谨慎小心的步骤。

而新兴经济体近来最常出现的情况——从拉美开始再延续到东亚和中东欧地区——就是资本流动会大幅强化经济周期,同时也是引发金融不稳定状况的最大单一因素。与自由化相关联的国内金融不稳定状况,也会对一国经济表现产生重大影响。