

# 让市政债成地方融资平台主角

陆志明

银行信贷受限之后,原本高涨的地方融资需求在受抑之下,积极寻求其他通道实现融资目的。原本因缺乏有效担保而受市场冷落的城投债和处于酝酿之中的地方市政债,再度进入人们的视线。据媒体报道,近期财政部和发改委均在制订地方融资平台的实施细则,其中发改委侧重于“城投债”操作细则的制定,财政部则倾向于“市政债”新规的探索。

## 城投债与市政债的前世今生

城投债主要是指地方政府通过批地、财政补贴等注资方式组织建立企业性质的地方城市建设公司,然后通过城市建设公司发行债券。虽然地方政府因其注入的资产成为有限责任人,但是在实际操作中,地方政府为维持融资平台的信誉和持续经营,不得不对其承担无限连带责任。

一直以来,由于市场容量小利率低,城投债发展很慢,地方融资主要通过银行信贷渠道,特别是2009年4万亿计划推出之后更是被快速推行。从央行的统计数据来看,截至2009年底,地方融资平台数量已达3800家以上,地方债务余额7万亿以上,其中85%来自银行信贷。然而风险也在酝酿之中,据计算,从2012年开始地方政府的偿债率将超过15%,地方财力将不可承受之重。

2010年4月20日,银监会对地方融资信贷渠道规模暴涨发出风险警示后,其他渠道的融资变得急迫,原本不占优势、规模和风险同样并不引人瞩目的城投债进入人们视野。

城投债本质上应属城市建设公司所属的企业债。企业用其有限的资产为其提供有限的担保,相关发行者和投资者

必须对风险收益进行充分的披露和判断,从而形成有效的市场价格发现和价值投资渠道。然而实践与之相去甚远,由于各地方财力相差甚大,且后期急剧膨胀的地方融资平台多属区县级政府,它们仅凭公司化的运作恐怕难以获得投资者的信任。因此,地方政府被迫采取暗中无限连带责任的方式提供隐性担保,常用的模式是“回购协议”,即地方财政部门与投资机构,如银行签订回购协议,当融资平台无法偿付本息时,地方财政必须回购不良资产。

而市政债则源自于近年来刚刚面世的地方债。去年财政部代发代偿了2000亿元的地方债,虽然从形式和内容来看与西方国家广为采纳的市政债相去甚远,但是也因其渐趋突破《预算法》限制,地方政府逐渐向可发债主体靠拢,因而可以认为是未来地方政府以自身信用担保、地方财政自负盈亏的市政债前身。

## 短期内城投债有望接棒银行信贷

为了维系地方融资平台的资金运作,防止地方经济受到资金不足的影响,对于地方政府及其融资平台来说,城投债是场“不胜不讨”的战役。

8月份有关部门发布通知至今,风险的主要来源——区县一级的地方融资受到明显限制。如发改委的新规要求至多只能保留1-2家,相对于原来的规模大为缩水。但是,清理整顿以土地作主要收入来源的融资行为,未得到坚持。对于地方政府而言,只要能以土地作为主要收入来源,融资平台的融资能力就不会受到太大的影响。并且随着城市建设的逐步推进,土地的价值反而会不断提升,未来偿债能力较强。这对用城投债来取代银行信贷将十分有利。

因而从短期来看,只要土地担保制度

不变,城投债翻身的希望将大大增加。此外,虽然发改委和财政部限制了地方政府“回购协议”等形式的隐性担保,但在操作中存在变通空间,例如,地方政府不能以任何形式提供财政担保,但地方政府可以通过其他非融资平台企业提供“转担保”等隐性担保,城投债的信用违约风险依然不会太令投资者担心。毕竟地方融资平台上面有地方政府财政,而地方政府财政上还有中央政府财政隐性担保。

## 城投债可能成新风险聚集点

其实,地方政府及其融资平台的风险根源不在于具体的融资形式,而在于以GDP为纲的地方政府政绩评价体系 and 不断做大城市规模的冲动。所以指望用城投债替代银行信贷来限制地方政府“过度融资”的冲动很难实现。

正如上文所述,中央希望通过规范城投债市场游戏规则,来控制地方债务急剧扩张。但是只要土地注资这一根源还在,目的就难以在短期内实现。

事实上,由于目前城投债与银行信贷所依赖的土地制度未变,城投债未来发生和银行信贷同样风险积累的可能性很大。唯一不同就是发改委取代商业银行监督者,但是这并不能说明前者效率优于后者。相反,商业银行基于自身的利益判断,对风险的监控意识可能还强于中央政府机关。目前对风险较大的区县一级地方融资平台提供资金支持的主要是地方城市商业银行,这些地区性商业银行与地方政府关系密切,全国性的大型商业银行则更专注于相对风险较小的大中型城市融资平台。

此外,发改委对城投债发行监管实际收效如何目前尚不得而知,但应该警惕的是,此前早已有媒体指出地方融资平台存在诸多的粉饰财务报表以骗取银

行信贷案例。

## 市政债应成为主角

正是由于城投债被地方政府主导,而非真正的企业债,市政债才有其未来存在的价值。当然,完善政策制度还有很长的路要走。

《预算法》规定地方政府不能自主发行债券,同时中央集中太多税收资源,地方财政腾挪空间有限,而目前实行GDP为纲的政绩考核机制,要想改变地方政府及其融资平台的扩张冲动,“卖地求富”导致房价居高不下等一系列问题,非常不易。因此,要从下述两方面完善制度,为市政债担纲地方融资创造条件。

一是完善地方政府的政绩考核机制,加入对科学发展、民生改善等综合指标的考量,从单一的驱动官员追求GDP增长的数量,转向实现GDP和民生、可持续发展的经济增长质量综合评价。二是完善中央和地方之间的分税体系,给予地方财政经济一定的自主权限,这样既避免了地方频繁借贷的融资冲动,同时也限定中央地方间的合理财权配置,避免中央政府项目需求、权责分明、担保有度的市政债逐渐成为地方政府融资的主要工具,而基于城建公司的城投债应还原其企业债的本质。

然后在此基础之上,修改现有的法律规范,明确提出地方融资的合理渠道,基于地方政府项目需求、权责分明、担保有度的市政债应逐渐成为地方政府融资的主要工具,而基于城建公司的城投债应还原其企业债的本质。

(作者单位:交通银行总行发展研究部)

## 焦点评论

不吐不快

# 节能降耗何以走上歧路

丁洪先

据媒体报道,从9月3日开始河北某县为完成节能降耗指标,每3天停电22小时。限电期间,不仅居民家停电,医院和红绿灯也遭停电。县城内发电机和大水桶热卖。

通过停电来完成节能降耗指标,如此做法还真让人佩服当地相关部门的想象力,佩服其不惜一切代价停电完成指标的执行力 and 气魄。由此,新闻一出,无数的批评与板砖也就不足为奇,只是众多的论说往往集中于在权力乱作为上——这自然不假,但很重要的一点被忽视了,那就是指标本身。

据悉,当地该县今年节能指标是下降6.6%,但前六个月只完成0.9%的任务量,还有超过5%的任务量没完成。可以想象,无奈之下为了完成指标,在唯上不唯下的权力体系下,在民众话语权孱弱,对权力缺乏有力监督约束的情况下,失范的权力会有多疯狂。

令人疑惑之处更在于,这个6.6%的节能指标是如何拟定的,是否合理?这恐怕比权力的乱作为更值得探讨,因为不尽科学的指标可能是一切乱象的源

头。指标的制定需要认真的调研和科学决策,既不能太低,让下级单位轻而易举的达到,也不能太高,否则就失去了意义,应该定位于“跳一跳能够到”的高度。另外,制定好标准之后,更需要有相关监督反馈措施和机制,以保证指标的完成。

那么我们就禁不住要问,这6.6%的指标是否科学合理,契合当地实际?监督保障机制又何在?如果本来当地节能降耗的潜力就很小,能够通过经济结构调整,整顿高耗能行业等正规途径进行节能的地方就不多,那么这个指标本身其实就预先宣布了其不可能性,或者为完成任务乱作为。反过来,如果指标合理指标,通过结构调整、技术创新等来完成,但却没有走此正道,反而用投机取巧,简单停电来完成指标,那么性质就恶劣多了。我们看到当地的支柱产业就是高耗能、高污染的金丝网产业,那么相关部门有没有在这方面多下功夫,通过引导产业升级,支持企业技术革新降低能耗?

如果是因为指标不合理,有关部门应该合理化指标制定。如果指标合理只是手段不对,在批评权力乱作为折腾的同时,更应该强化权力的约束,让地方节能降耗步入正轨。



财经漫画

## 空房管家

朱慧卿/图

实话实说

# 经济特区不妨以公平来撬动二次改革

冯海宁

9月6日,深圳经济特区召开建立30周年庆祝大会。国家主席胡锦涛指出,经济特区不仅要办下去,而且要办得更好。

深圳30年,是以“效率深圳”造就“经济深圳”。从一个落后的边陲小镇蜕变为GDP总量居全国第四(2009年),人均GDP列全国第一的一线城市,不得不说深圳之“特”是成功的,这一宏大决策是英明的。深圳不但为深圳自己创造了一切,深圳模式更成为其他城市借鉴与效仿的榜样。

然而,而立之年的深圳再发展却面临不少困惑和瓶颈,不但数据反映经济优势尽失,而且当初独有的政策优势也已逐渐荡然无存。甚至有人发现深圳已经出现三个问题:改革动力弱化、改革精

神淡化,改革阻力加大。

深圳下一步究竟怎么走?仁者见仁,智者见智。有人认为,深圳不应再走以GDP为中心的发展之路,应创造“幸福深圳”;有人建议应提高人口素质、转变经济增长方式等。客观地说,这些建言似乎没有体现出深圳之“特”,其他省市从专家到官员,不也是这种老调吗?

在我看来,要想让深圳这个经济特区办下去,而且要办得更好,还需要特别的支点,这个支点就是公平。不久前,重庆市委书记薄熙来在调研时说,要发展就要有动力,动力到底是什么呢?实践证明改革开放是强大的动力,实践证明公平和公正也是强大的动力。我以为,这一观点特别适合深圳再发展。

实践证明动力就是改革开放,深圳今

后的发展显然不能是一条腿走路,我认为在继续坚持改革开放的同时,还需要公平来驱动深圳发展。现在,每个城市都有自己的定位,有的定位于文化,有的定位于旅游,但没有一个城市定位于公平,我建议深圳的新定位理应是“公平深圳”。

一方面是深圳作为改革先行者具有公平基因。无论是工资结构调整,还是养老保险改革,深圳相比其他城市来说是先行者,不但是中国内地第一个实行劳动合同制的城市,而且在中国内地率先探索最低工资制度。这些探索无疑都是有利于社会公平的。深圳有今天这样的成就,也与公平化改革有关。

另一方面,深圳的探索精神依然没有倒掉。在探讨深圳经济优势尽失时,有人指出深圳探索者精神仍然存在。我认同这一观点。

例如,深圳近期率先试行“公推直选”政协委员,无疑有利于政治协商、民主监督和参政议政。这样的探索精神将使深圳在民主监督、社会公平等方面改革的步子迈得更大。

更为重要的是,中国需要一个“公平特区”在前面探路。当前社会发展与经济发展的最大阻力是什么?毫无疑问是社会不公,例如分配不公、教育不公、住房不公、医疗不公、市场竞争不公等等。如果有关社会公平的改革率先在深圳试点、实行,不仅可解深圳发展之困,而且可解中国发展之困。例如,深圳一旦变成“公平特区”,房产税等改革措施就可以率先在深圳试点,深圳楼市有望率先恢复健康,助推经济发展,收入差距一旦缩小,不但内需可以得到提振,而且职工工作积极性也能调动,这样深圳经济增长动力就会源源不绝。

经济时评

# 全球债权人面临“金融压榨”

张莱楠

欧债危机渐退让主权债务危机渐渐淡出人们的视野,然而债务人对债权人的“金融压榨”正愈演愈烈,债权人必须有清醒认识并做好应对。

当前,全球储备失衡和全球债务失衡构成了全球经济失衡,造成的实质影响是外汇储备在新兴市场经济体累积和对外债务在发达经济体的累积。因此,新兴市场经济体的对外资产余额超过对外债务余额,成为对外净债权国,发达经济体的对外债务余额超过对外资产余额,成为对外净债务国。

截至2009年底,全球外汇储备已增加至8.1万亿美元,中国拥有2.4万亿美元储备,占全球外汇储备的近三成,位居世界第一。除了中国拥有全球近三成的外汇储备外,俄罗斯的外汇储备占比接近7%,印度、中国台湾和韩国的外汇储备占全球份额也超过或接近4%,巴西、中国香港和新加坡的外汇储备占全球份额都在2%以上,新兴经济体的全球储备份额总和已远远超过50%,新兴市场纷纷成为净债权国。

与此相对应,截至2009年底,全球外债余额总值为56.9万亿美元,美国、英国、德国、法国、意大利、荷兰、西班牙、爱尔兰、日本和瑞士分别列全球外债排行榜的前10位。这一债务排行榜几乎囊括了所有经济强国,排名前10位的发达经济体外债总和,已经占到全球债务份额的82%,而美国外债余额已到达13.6万亿美元,占全球外债余额的23.9%。

按照传统的国际经济或国际投资理论,国际资本应该“垂直流动”,即由资本富余的发达国家流向资本短缺的发展中国家。按照这一理论,全球债务就应该主要集中在发展中国家。而且,这种理论能够解释20世纪90年代之前的全球债务结构,比如,20世纪80年代的全球债务危机,就是发展中国家累积了过多的国际债务所致。

然而,20世纪90年代之后资本在国际间倒流,许多发展中国家成为净资本流出国,而绝大部分发达经济体成为净资本流入国。其结果是,发达经济体累积了越来越多的外债,而新兴市场经济体持有的外债份额不断收缩,出现显著的全局债务失衡。

发达国家成为债务国,而新兴发展中国家成为债权国,这种格局是如何形成的?事实上,全球经济中存在着以金融分工和产业/贸易分工为纽带的“双重循环”机制,在这种双重循环过程中,一方是美国经常项目持续的巨额顺差和资源性商品输出、新兴市场国家日益增长的经常项目盈余,另一方充斥着全世界的是由美国发行、美元计价的各种金融资产,尤其美国发行的巨额债券进入各国官方的外汇储备和债券市场,为美国财政赤字和债务融资做出了“隐性贡献”。这就形成了全球债务国与债权国之间的债务循环。因此全球

的失衡不仅是逆差国与顺差国,消费国与生产国之间的不平衡,更是债务国与债权国之间的不平衡。

债权人利益大幅受损的危险随着债务国债务规模不断攀升而增加,尤其是亚洲国家。债权国在当今国际信用关系中所处的不利地位主要表现在:第一,投资收益低;第二,由于美元不断贬值,债权人资产的价值在下降;第三,债权国,特别是亚洲国家为了防止美元贬值引起本币升值过快损害出口,不得不持续卖出本币买入美元,从而陷入无法摆脱的美元困境。如果听任本币升值,除了对出口造成不可估量的恶劣影响外,还会引起国际热钱的涌入,推高资产价格,引起经济泡沫和通货膨胀。当前,直接违约并不是政府让债权人遭受损失的唯一方式,但“不负责任”的长期金融策略可能导致这些国家债务赤字恶化最终导致政府出现赖债行为。事实上,政府可以采取多种金融压榨的方式:依靠预期之外的通胀,以贬值的货币偿还债务。另一方面,在未来融资需求很高的情况下,按照政府的利益扭曲债券价格则尤为有效,而这也符合目前以及未来许多年的情况。

以全球最大债务国的美国为例。美国经常项目账户与资本项目账户高度对称。美元国际循环依赖于两个“交换”,即贸易渠道投放,金融渠道回流;金融渠道投放,贸易渠道回流。第一个交换是,美国用不断增长的货币收入可以在境外购买其需要的产品、资源和服务,以维系其低成本、高质量的生活,其表现为美国的贸易逆差和经常项目赤字迅速增加,并以支付贸易逆差的方式,越来越大的向世界输出美元;第二个“交换”是,境外的美元通过购买主要集中在中国、美国、日本、德国、法国、英国、意大利、荷兰、西班牙、爱尔兰、日本和瑞士等国家。美国借此对其对外贸易逆差或经常项目赤字进行融资,从而确保了对外支付,实现了经济的长期繁荣。经验表明,美国经济严重依赖于资本流入进行债务融资。

从货币构成看,美国的外国资产大多以外币计价,而其负债则几乎全部以美元计价。美国凭借“美元本位制”不仅支撑其债务的国际循环,也能利用货币“估值效应”,通过债务货币化或变相贬值增加国民财富。在国际贸易计价、世界外汇储备和国际金融交易中,美元分别占48%、61.3%和83.6%。“美元本位制”实际上已经演变为美国的“债务本位制”。一方面,作为货币发行国,其可以通过增发货币以履行对外偿付义务或稀释对外债务负担,因此其主权信用风险的发展还可能会以隐性违约方式出现,即通过储备货币贬值变相违约其外债偿付义务。仅2002—2006年间,美国对外债务消失额累计达3.58万亿美元。美国又再启动新一轮的大规模的货币投放,而这背后是正在掀起的全球范围内对债权人的“金融压榨”。

(作者单位:国家信息中心预测部)

## 联系我们

本版文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者任职机构的观点。

如果您想发表评论,请打电话0755-83501640;发电邮至ppll18@126.com;或寄信到深圳彩田路5015号证券时报评论版(518026)。