

# 不要轻易低估地方债务风险

李宇嘉

目前,业内人士对我国地方政府偿债能力保持着信心,这一乐观判断理由有三:一是债务率和负债率低于世界平均水平和发达国家的水平;二是地方政府掌握的资产或投资的项目能够为偿债建立“双保险”,即使筹集资金所投项目现金流断裂,地方变卖国有资产也能够提供第二还款来源;三是即便地方债务违约,从维护社会稳定的大局出发,强大的国家信用也会为其买单。

不可否认,事情是很难走到债务违约进行剩余资产清算这一步,但信用经济是预期经济,我们要尊重信用经济生态链的规律。一般来说,地方政府过度举债、偿债能力下降或流动性不足等问题暴露,最先体现在市场上的是本币贬值、股价跳水,严重的话出现资本外流、信用收缩、银行资产质量恶化和经济下滑。这对于当前处于高负债运行的我国地方政府来说更值得重视。

我国地方政府进入高负债运营阶段似乎是一夜之间的事,为项目投资建设以贯彻扩大内需精神,以各类融资平台为载体,地方债务从2008年底的5万亿增加到2009年的9万亿,即使国家在2010年控制基础设施投资,地方债务仍然惯性增长了19%,存量债务规模达到10.7万亿,占同期全国GDP的比重达到27%,债务率(债务本息/可支配收入)超过了150%。应该认识到,在高负债信用经济下,

地方债务最大风险不是信用风险,而是流动性风险和流动性出问题之后的再融资风险,这才是我国地方政府债务值得担忧的地方。

之所以担忧流动性风险,主要源自市场对于地方债务规模可能被低估而偿债能力可能被高估的预期。就前者而言,不仅国际与国内对于地方债务规模的估算结果不同,就连国内监管机构证监会和审计署的统计结果也不一致。出现这样的结果,主要原因在于2009年扩大内需时的货币财政政策较为宽松,地方财政约束,造成举债主体多元化和过度杠杆化,举债链条从国家举债一直延伸到各级政府举债,从各级政府部门举债到国有企业事业单位举债。

如果按照上世纪90年代对于地方政府、国有企业和银行债务违约处理的方法,或按照2011年地方政府对于部分融资平台(例如2011年的“滇公路”和“申红”案例)债务违约的处理来看,政府直接信用及其衍生信用(即地方政府、事业单位、融资平台、铁路交通部门和其他国有企业借用的政府信用)是一体的,违约后均直接或间接通过政府来买单,也就是说,如果将隐性债务和有债务计算在内,实际规模将超过2011年6月份审计署披露的10.7万亿。而地方可用于偿债的收入包括本级预算收入、上级转移支付和税收返还以及预算外收入,很多机构在测算时将债务融资和上年结余也计算在内,高估了偿债能力。另

外,占地方可支配收入1/4的预算外收入(主要是以土地出让收入为主的基金收入)还没有真正纳入透明的规范化管理,且变动幅度和可持续性比较差,未来能有多少拿来偿债的前景并不看好。

再融资风险是地方债务面临的最大风险。2012年和2013年是债务到期集中的年份,到期债务有5万亿,接近债务总额的50%。信用经济下,市场对偿债能力信心首先是建立在实体经济自身能持续产生现金流,即第一还款来源上。由于地方政府筹资大多为中短期,建设的项目却大多为基础设施,回报期在5-10年,因此只能依赖第二还款来偿还,即地方的可支配收入。而且从上述地方可支配收入的几个来源看,可持续性也难以以为继。

先看地方预算收入,由于经济增速回落,结构性减税政策的实施,新的收入来源(如资源税和房产税)还没有推出,未来1-2年地方预算收入难有增加;再看转移支付和税收返还,尽管2011年中央财政收入超过了创纪录的10万亿元,但2012年稳增长的主角是积极的财政政策,包括保障房、水利建设、新兴产业在内的投入将会增加,中央对地方转移支付和税收返还也不可能增加。最后看预算外收入,以土地出让金为主要内容的预算外收入一直是弥补收支缺口和支撑基础设施建设的抓手,但2011年土地出让金下滑20%左右已成定局,且房地产调控政策不放松和今年国土资源部

从严投放建设用地的背景下,不仅未来1-2年土地出让金再也不可能达到2010年创纪录的3万亿元,而且在2011年的基础上下降是大概率事件。

靠后续贷款来维持流动性难度也很大,从2012年起,银监会规定对融资平台的新增贷款仅限于保障房,其他建设项目贷款一律停止。而且,银监会2010年发布的“三个办法一个指引”中的《流动资金贷款管理暂行办法》明确禁止流动资金贷款用于项目建设,2011年又要求银行的融资平台贷款“不得新增、不得展期、不得借新还旧”。地方政府债务80%都来自于银行贷款,债券发行也主要是银行承销,这对于目前地方债务依赖展期和借新还旧来维持是很大的打击。同时,地方政府债务偿还出现问题将恶化银行贷款质量,银行放贷意愿将进一步下降,未来寄希望于扩大地方试点债券发行地域范围的行动也将难以付诸实施了。

尽管地方债务违约可能性小,但是上述潜在问题不容忽视。目前开展的地方政府债务瘦身和去杠杆是一个好的开端,对于出现的问题,采取减持地方所有的上市公司股份和盘活地方国有资产一定能够解决,但从长远看,消除地方政府的开支冲击关键还在于建立服务型政府。

(作者单位:万联证券研究所)

# 目前流动性放松或仅为季节性现象

胡月晓

虽然去年12月份,流动性紧张状况依旧,但明显好于市场预期。在不放松的政策基调下,监管导向下,市场对2011年年末的流动性局面看法,延续了以往持续收紧的判断。从各机构预测情况看,12月份新增信贷的预测区间主要集中在5000亿-6500亿元,中值为6000亿,略超11月份5622亿的实际数,说明市场存在着季节性信贷回升的预期。

在信贷季节性回升的判断下,信贷余额增速也将比11月略有上升,市场预测中值15.7%,但分歧加大,预测区间为14.1%-16%,这意味着虽然绝大部分机构都认为信贷增速仍将维持平稳的同时,有个别机构认为会出现极端的信贷增速下降的局面。对于货币整体流动性的指标M2同比增速,市场预测中值继续下降,但分歧更加显著地扩大,有个别机构认为流动性会显著回升。我们原先也认为,在货币政策腾挪空间有限情况下,维持现状或为可行选择,2011年12月份的货币环境或仍趋紧张。流动性改善的实际情况要略好于我们预期。

从货币供应量来看,2011年以来M1和M2同比增速之间出现了差距不断扩大的趋势,M1以比M2更快的速度下降。货币层次结构变化的直接原因是,银行不同存款账户间的规模变化差异——储蓄存款相对来说是具有较大稳定性的,而企业的活期存款等结算存款账户的规模却经常发生变动,在整体上不同账户间变动差异随经济周期呈现一定规律性。经济衰退时

期,企业经营规模缩减,活期存款增速下降,而居民储蓄相对稳定,故M1将以比M2更快的速度下降。M1和M2间的差距继续扩大,意味着经济下降趋势仍在持续。

从总体上看,2011年12月份货币环境在宽松方向上回弹一步,或仅是季节性的暂时现象。受“两节”因素的影响,银行间资金市场需求上升。节日因素使得现金需求增多,经济活动季节性放缓,货币流通速度下降,货币当局必须临时性增加货币投放,以满足季节性上升的货币余额需求。

在货币紧缩的大环境下,实体经济领域的资金紧张程度上升,经传导后银行间市场上的资金需求也上升,导致了银行间市场上资金需求利率水平持续处于高位。银行间市场利率处于高位,对商业银行经营造成了一定的影响,银行体系对放松货币的需求上升。商业银行出于改善经营效益的动机,不断呼吁货币当局放松货币政策。经济转型过程中出现的结构矛盾和经济增长放缓,都给了银行体系充足的“上书”理由。

2011年12月,货币当局对紧缩政策的坚持终于出现“让”迹象,当月新增信贷反弹,M2回升。2012年1月6日,央行宣布暂停票据发行。但实际上银行间市场上的资金紧张程度,自2011年下半年后并没有持续上升。下半年的银行间市场资金紧张程度虽然出现了波动,但并没有再创新高;11月后,银行间市场的流动性充裕程度一直在恢复进程中。当然,长期来看,与危机前相比,当前的银行间市场资金仍然处于偏紧状态。

(作者单位:上海证券研究所)

## 焦点评论

# 中国外贸更应该重视质的提升

周子勋

虽然受到欧债危机等国际不确定风险的影响,中国对外贸易2011年还是有惊无险,海关总署10日发布的数据显示,中国2011年12月份出口同比增长13.4%,低于上月0.4个百分点;进口同比增长11.8%,低于上月10.3个百分点。而从2011年全年来看,出口和进口分别增长20.3%和24.9%,比上一年分别增长31.3%和38.9%有所下滑。但是考虑到上一基数较高,这样的表现已经非常不错。

从整个数据来看,虽然2011年全年中国进出口超3.6万亿美元创年度历史新高,但是贸易顺差则从2010年的1845亿美元收窄至1551亿美元,并创下6年来的新低。贸易顺差占国内生产总值(GDP)的比重也从2010年的3.1%下降至2011年的2.3%左右的水平,这显示中国经济对外依赖有所下降。不过,从总体上看外贸形势,很容易忽略未来中国贸易发展的根本性矛盾。因此,对于外贸发展而言,我们既要看到通过主动提升进口以缓解结构性矛盾,还需要从深层次来解决中国外贸发展的难点。

不可否认,外贸对于中国经济稳定发展具有重大意义,中国是全世界贸易依存度最高的大国;而作为占全世界贸易额10%以上的第一贸易大国、第一出口大国和第二进口大国,中国外贸又对全球贸易和世界经济发展起着举足轻重的影响。在世界经济减速的大环境下,在发达国家力推“再工业化”、后发国家在传统劳动密集型产业力图赶超的两面夹击之下,我们面临的压力可想而知。

这些问题从我国的外贸大省广东、上海、江苏、山东等外贸疲软上可见一斑。根据山东省商务厅的数据,去年1-11月环渤海经济圈的外贸大省山东出口增幅不断收窄,去年11月份增幅仅为4.3%,比上月回落7.1个百分点,低于全国平均增幅9.5个百分点。南京海关数据显示,江苏省外贸进出口增长乏力,去年10月份外贸进出口环比下降9.8%,而上海出口同环比下降,上海关区去年11月份对欧盟出口只有93.3亿美元,出现了罕见的负增长。全国外贸第一大省广东的最新数据显示,去年1-11月广东外贸进出口、出口和进口的规模在全国各省市中仍居首位,但增长幅度分别低于全国增幅5.8、2.3和

9.8个百分点。

另外,从反映进出口的各项指数也可以看到,未来订单面临着萎缩的压力。人民银行公布第四季度企业家问卷调查结果显示,去年第四季度出口订单指数近3年以来首次跌破临界值,其中,出口订单指数为48.7%,较上季下降2.9个百分点,为2009年第四季度以来首次落入50%以下的区间。

综合这几个主要地区的外贸数据以及订单指数来看接下来的外贸形势,春节之后外贸将面临明显的增速下滑压力。因此,近期不论是国务院主管领导还是商务部对于进出口的问题都在积极寻求解决办法。商务部高层已经将2012年的进出口额增长目标确定为10%,且估计进口额增速要快于出口额增速。

应该说通过一系列的保障出口和促进进口的措施,这个增速能够实现,并且仍然算得上可观。但是从经济增长的整体而言,我们不仅仅需要在量上保持稳定的增长,更重要的是要在质上有新的提升。

笔者认为,在稳定外贸增长的形势下,我们需要从两方面来推动外贸的质量提升,简言之“两质”。一个质是对经

济增长的贡献。可以看到,虽然目前我国有如此大规模的进出口,但是对经济长期增长贡献不够,而且我们大量的产业结构依然处于低端水平,因此提升我国外贸产品的结构已经成为全社会的共识。

另外一个重要的质是贸易主体结构的变化,这个结构的改变不仅对于我国产业升级有积极作用,而且还能解决我国未来可能的国际资本外流问题。数据显示,2011年外商投资企业进出口18602亿美元,增长16.2%,占同期我国进出口总值的51.1%,所占比重下降2.8个百分点。同期,民营企业(包括集体、私营企业及其他企业)进出口10212.8亿美元,增长36%,高出同期我国进出口总体增速13.5个百分点,占同期我国进出口总值的28%,比上年提升2.8个百分点。此外,国有企业进出口7606亿美元,增长22.2%。从这个数据来看,虽然贸易主体结构有了积极变化,但是依然没有改变外商投资企业继续占据主导地位的局面。而根据此前外管局的数据,自我国对外开放以来,直接投资(FDI)在华所获得的增值收益累计达万亿美元。如果持续由外资企业创造出口收益,未来这个收益一旦要流出,就会给我国带来巨大压力。

## 投资者教育漫画专栏



## 审慎对待ST股票重组传闻

ST股票风险多,投资之前须斟酌。重组预期有猫腻,内幕传闻藏端倪。应凭正道求财富,勿从歪门受诱惑。莫羡他人能搞鬼,黑手捞钱必被捉。

任山藏/画 孙勇/诗

ST股票:1998年4月,沪、深交易所宣布,将对财务状况或其它状况出现异常的上市公司股票交易进行特别处理(Special treatment),由于“特别处理”,在简称前冠以“ST”,因此这类股票称为ST股。

# 暗收铁路信息费如此牟利太不厚道

王石川

据媒体报道,在95105105电话订票系统开通前后,济南铁路局发布的信息为:“电话订票通信运营商仅收取普通市话费”。然而,记者通过调查得知,拨打该电话订票,除了收取普通市话费之外,还要收取每分钟0.9元的“铁路信息费”。记者就此咨询了律师,律师称,铁路部门未告知市民详细收费事项,涉嫌侵权。

悄悄收取铁路信息费,是对公众知情权的蔑视和伤害。比如上述报道中提及的市民就抱怨,“电话订票,不但没有订到票,反而被扣了二十多块的铁路信息费”。提前告知公众收取铁路信息费,旅客也许就不会选择电话订票,郁闷与激愤也许会稍稍淡化。如果把市民电话订票比做与铁路部门的一场正常交易,铁路部门显然有义务尊重消费者的知情权,即详细告知要收取铁路信息费,让公众明明白白地消费。

仅仅告知要收费还不够,还应该明确论证为何要收取每分钟9毛钱的铁路信息费。每分钟9毛钱的铁路信息费,并不算低,对消费者来说是一种不小的负担。当初,谁决定要收取信息费,为何要定价这么高?诸如此类的详情,消费者有权知道,更有权利参与。对关系到千家万户的公共服务定价,起码应该经过公开听证,让消费者充分参与并合理表达意见,进行公平的博弈。

充分参与并合理表达意见,进行公平的博弈。

当然,更应该看到的是,收取铁路信息费,名不正言不顺。电话订票是铁路部门提供的一项公共服务,这种公共服务具有一定的公益性质,不能待价而沽,从中渔利。因为铁路部门本身属于政府机关,推出电话订票是为了更好地售票,不能趁机牟利。而且,公众电话订票,已经被收取了普通市话费,再收取信息费,属于双重收费,就损害了消费者的利益,更会给人一种公共服务、公共信息牟利化的印象,自然明显不妥。

在当前,一票难求,公众因买不到票而充满焦虑,甚至愤有怨言,愤怒难消。铁路部门应该开辟更广阔的售票渠道,减缓公众买票难,而不是通过收取信息费加重公众的被剥夺感。有网友称,收取铁路信息费是趁火打劫,如此情绪激烈,释放的信号实际是,在这个时候,铁路部门不仅不应该收取所谓的铁路信息费,更应该提供更优质更健全的服务。

每分钟9毛钱的铁路信息费,已经激起众怒,给公众带来了多重伤害。化解民怨的最好方式是尽快取消铁路信息费,甚至应该开通免费订票电话,即连普通市话费也一并取消。此外,通过更友善的服务和增加更便利的订票渠道,满足公众购票诉求,减低购票带来的焦虑。

**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,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至pp118@126.com。