

加快地方政府从自行发债到自主发债过渡

地方政府自行发债与地方政府自主发债存在着诸多区别，不能将两者混为一谈，而自主发债是未来我国地方政府发债模式的发展方向。因此，建议提请全国人大重新审议修订《预算法》修正草案或者尽快制定出台一些特别规定，允许地方政府发行市政债券等地方政府债券，以赋予地方政府自主发债的法律权力，明确地方政府作为独立民事主体自主发债的法律地位；应当创造相应条件，促使地方政府从自行发债逐步转向自主发债。

陈峥嵘

2013年7月4日，财政部印发的《2013年地方政府自行发债试点办法》指出，经国务院批准，2013年适当扩大自行发债试点范围，确定2013年上海市、浙江省、广东省、深圳市、江苏省和山东省开展自行发债试点，其中江苏省和山东省是首次获准开展自行发债的试点地区。和原来的代理发债相比，尽管允许地方政府自行发债是一次突破，然而地方政府自行发债不同于自主发债，两者不能混淆。

一、地方政府自行发债试点扩围

在现行法律框架下，地方政府发行地方政府债券还面临法律障碍。对地方政府发债“堵”的结果是，地方政府利用各种手段背负着大量的隐性负债，面临很大的潜在债务风险，其中不少隐性负债已经转化为银行的不良贷款。

2009年，在国际金融危机愈演愈烈的背景下，由财政部代理发行地方政府债券，并代办还本付息事宜。这种代发代偿的地方政府发债模式一直延续至今。为积极探索建立规范的地方政府举债融资机制，2011年10月20日财政部印发《2011年地方政

府自行发债试点办法》，允许上海市、浙江省、广东省和深圳市在中央确定的地方政府债券年度发行总规模内率先试点自行发债。这标志着地方政府自行发债正式拉开了序幕，开启了破冰之旅。2013年7月4日，财政部适当扩大了自行发债试点范围，允许上海和浙江等6个省（市）开展自行发债试点。和前两年相比，今年江苏和山东两省被纳入自行发债试点范围，这是地方政府自行发债试点运行一年零八个月后自行发债试点地区的首次扩容。

根据今年财政预算草案，预计2013年地方政府债券发行额度将达到3500亿元，创下自2009年开始发行地方政府债券以来的新高，其中700亿元为地方政府自行发债。自地方政府自行发债试点以来，试点地区都成功发债，利率价格保持正常区间。2011年、2012年、2013年地方政府自行发债规模分别为229亿元、289亿元和700亿元，今年自行发债规模增速较去年大幅上升116个百分点，呈现逐年加速递增的态势；2011年、2012年、2013年地方政府自行发债规模占当年地方政府发债总额的比例分别为11.45%、11.56%和20%，今年自行发债规模占比较前两年大幅上升约8个百分点，说明自行发债在地方政府发债中所处的地位正逐步提高。

二、地方政府自行发债不同于自主发债

自行发债是指试点省（市）在国务院批准的发债规模限额内，自行组织发行本省（市）政府债券的发债机制。与原来的代理发债相比，允许地方政府自行发债是一次突破，取得了一定的进步，但是自行发债是从代理发债走向自主发债的一个过渡形式，本质上并未改变财政部的代发代偿机制。此次适当扩大自行发债试点范围仍具有尝试的性质。笔者认为，地方政府自行发债不同于自主发债，两者不能混淆，区别主要是：

1、从地方政府拥有的自主权来看，自行发债中地方政府拥有的自主权相对较小。根据《试点办法》规定，地方政府自行发债仍然实行严格的年度发行额度管理，全年发债总额受当年发债规模限额的约束，仅仅是对于年度中的发债次数、每次发债的时点和规模拥有一定的自主权。而自主发债中地方政府则拥有充分的自主权，不实行年度发行额度管理，没有年度发债规模限额的约束。在美国，是否发行市政债券完全由本级政府决定，一般必须经当地公民全体投票表决或议会表决通过方能发行，但是州及州以下地方政府发行市政债券要受经常性预算平衡和严格的会计准则的限制。根据Wind的统计数据计算，2004—2010年期间，美国长期市政债券发行额与GDP的

比率均值为2.69%，中位数为2.64%，最大值为3.04%；长期市政债券发行额与州及州以下地方政府可支配财力的比率均值为13.80%，中位数为12.80%，最大值为17.60%。美国长期以来的实践经验表明，市政债券的这些重要比率数值处于安全区域，是相对适当的，非常值得我国借鉴和参照。

2、从发债模式看，地方政府自行发债仍然采用代发代偿机制，即由财政部代理发行地方政府债券，并代办还本付息事宜，地方政府与财政部之间存在委托代理关系。代发代偿的发债模式在实践中容易造成偿债主体定位不清，使得中央财政实际上担当了“最后偿债人”的角色，导致地方政府债券的国色色彩较浓，因此也被称为特殊国债性地方债。2011年11月开始实施的地方政府自行发债试点并没有从根本上解决以上问题。而自主发债则是由地方政府或者其授权机构和代理机构自身发债，并办理还本付息事宜，完全脱离了代发代偿机制，地方政府或者其授权机构和代理机构与财政部之间不存在任何的委托代理关系。地方政府自主发债中，偿债主体定位清晰，发债主体、募集资金使用者和偿债主体均是地方政府或者其授权机构和代理机构，三者是统一的。

3、从发债依托的信用基础来看，地方政府自行发债仍然采用代发代偿机制，依托于国家信用，以国家信用作保障，一旦地方政府无法偿债，最终仍将由中央财政兜底。而自主发债依托于地方政府信用，以地方政府信用作保障。在美国，一般责任债券（General Obligation Bonds）由州和地方政府发行，以发行人的完全承诺、信用和征税能力作为保证，以州和地方政府税收偿还；收益债券（Revenue Bonds）是由地方政府的授权机构或公共实体单位发行的公共项目建设债券，以发行人所经营项目的收入能力和财务自立能力作为担保，其偿债资金来源主要是特定公共项目的未来现金流。总体而言，收益债券的信用质量要低于一般责任债券。

4、从发债主体看，自行发债虽然发债主体是地方政府，但代理发行人却是财政部。而且，在地方政府自行发债试点时期，

发债主体仅限于试点省（市）。而自主发债中，发债主体是地方政府这一政治实体或者其授权机构和代理机构。比如，美国市政债券发行人可以是州及州以下（市、县）地方政府或其授权机构，不局限于某个级别的政府，州和州政府机构、市政府、地方机构、公立大学占市政债券发行人总数的比例分别约为39%、40%、18%和2%。美国8万多个州以下地方政府中大部分拥有发行市政债券的权力，除了少数地方政府属于大规模发行人（称为知名机构）以外，大多数地方政府属于小规模发行人（称为地方性知名机构）。

5、从发行利率看，地方政府自行发债采用单一的固定利率形式。《试点办法》规定，试点省（市）发行的政府债券为记账式固定利率附息债券。而自主发债采用固定利率、可变利率和其他利率三种形式。1996—2012年期间，美国固定利率市政债券发行量占比始终最大，可变利率市政债券发行量占比其次。标售利率证券（Auction Rate Securities，简称ARS）具备传统浮动利率债券的优点，可以规避因固定利率与浮动利率错配所带来的风险。ARS的利率每隔一段时间通过市场投标重新设定，反映了该类债券市场的实际情况，其灵活的定价机制得到了市场的认可。鉴于其利率随市场变动而变动，且流动性较强，标售利率市政债券（Municipal Auction Rate Securities，简称MARS）已成为美国市政债券的重要组成部分。

6、从发行期限看，地方政府自行发债为中期债券。《试点办法》规定，2013年地方政府债券期限为3年、5年和7年。而自主发债大多为长期建设债券。比如，美国市政债券除了少量短期融资券外，绝大多数是长期债券，发行期限从1年到30年甚至更长期不等。根据美国证券业和金融市场协会的统计数据显示，1996—2012年期间，美国市政债券的平均到期期限在15—22年之间。

7、从发行方式看，地方政府自行发债采用单一的招标方式。而自主发债采用公开发行为和私募发行两种方式，其中公开发行为又可细分为竞拍（也称竞标）发行和议价发行两种方式。在美国，一般责任债券通常采用竞拍发行方式，收益债券通常采用

议价发行方式。1996—2012年期间，发行量最大的始终是议价发行方式，其次是竞拍发行方式，这是由于美国收益债券年发行规模远大于一般责任债券年发行规模。

8、从信用评级制度看，地方政府自行发债尚未建立该制度。由于目前地方政府的财政纪律还不够严格，地方政府的财政信用尚未构建，地方财政预算约束软化，地方财政预算执行的透明度比较低下，难以对发债主体进行独立客观的信用评级和科学准确的偿债能力测算。《试点办法》规定，试点省（市）应当积极创造条件，逐步推进建立信用评级制度。而地方政府自主发债中，建立了完善的信用评级制度和健全的信用评级指标体系，制定了合理的信用评级标准，能够对发行人进行独立客观的信用评级和科学准确的偿债能力判断，以便为地方政府发债奠定扎实的信用基础，充分发挥信用评级的风险预警功能，降低地方政府债券违约率。在美国，专业信用评级机构（如标准普尔、穆迪和惠誉等）对一般责任债券进行信用评级时主要评估发行人所处的整体社会经济环境、总体债务结构、经常性预算政策的稳健性和管理能力、地方税收收入及构成比例等因素，对收益债券进行信用评级时主要评估特定公共项目能否产生用于满足偿付债券持有人要求的充足现金流。

由此可见，地方政府自行发债与地方政府自主发债存在着诸多区别，不能将两者混为一谈，而自主发债是未来我国地方政府发债模式的发展方向。因此，建议提请全国人大重新审议修订《预算法》修正草案或者尽快制定出台一些特别规定，允许地方政府发行市政债券等地方政府债券，以赋予地方政府自主发债的法律权力，明确地方政府作为独立民事主体自主发债的法律地位；应当严格执行财经纪律，构建地方政府的财政信用，强化地方财政预算约束，提高地方财政预算执行的透明度；应当引入市场化的专业信用评级机构，进一步完善信用评级制度，建立健全的信用评级指标体系，制定合理的信用评级标准，从而促使地方政府从自行发债逐步转向自主发债。

（作者系海通证券研究所政策研究部高级分析师）

把握阴阳之道 读懂金融市场

古老的《易经》其实就是哲学，哲学之所以伟大，是因为哲学是世界最一般和最普通的道理，因此不仅可以认识世界、理解人生，同样也可以在纷繁复杂的金融市场中，拨云见日，看清本质，找到逻辑，实现财富人生。

何小林

《易经》是人类最古老的智慧，表面上看《易经》是一部望而生畏的“天书”，但是“易理”确是人类最普遍和一般的道理，因此《易经》既是开启认识宇宙人生密码，同时也是理解金融市场的钥匙。

在笔者看来，把握金融市场必须理解四个方面的核心问题，第一是金融市场的本质，世界的本质是由阴阳组成，金融市场的本质就是由买方和卖方组成的；第二是金融市场为什么总是呈现趋势性的运动，正如自然界一样，热的因素（阳）的作用，产生热的趋势变化，从春天到夏天；冷的因素（阴）的作用，产生冷的趋势变化，从秋天到冬天；在金融市场中产生趋势性上升的牛市和趋势性下跌的熊市；第三是对金融市场转折点（包括顶点和底点）的理解，如自然界，“三伏”是热的顶点和“三九”是冷的底点；第四是金融市场为什么总是呈现规律性、周期性的运动，正如自然界四季总是白天黑夜、春夏秋冬。

一、《易经》对市场本质（买与卖）的启示

《易经》六十四卦，形式最简单，道理最普通。六十四卦都是由阴阳变化

组成的，也就是说，《易经》认为阴和阳是构成宇宙万事万物最基本的元素，阴和阳就是宇宙的本质，世界万事万物都是阴阳的不同比例和对比关系消长的过程，任何事物的变化都是阴和阳的变化，阴和阳的相互作用就构成了我们的大千世界。

金融市场的阴和阳就是买方和卖方，买和卖构成了金融市场最基本的要素。只要有买方和卖方，就会有金融市场。金融市场中什么都可以省略，就是不能省略买方和卖方，买方和卖方的相互作用就构成了金融市场的跌宕起伏。因此，金融市场的本质就是买方力量和卖方力量相互作用的群体金融行为。

理解把握金融市场，就必须认识这一本质。金融市场会受到非常多极其复杂的因素影响，但是万变不离其宗，各种因素力量都会体现在对买方和卖方的作用上，有利于买方就是涨的力量，有利于卖方就是跌的力量，对立统一的买方力量和卖方力量的合力，决定了金融市场涨跌的基本态势，买方力量大于卖方力量就是上涨，卖方力量大于买方力量就是下跌。

二、《易经》对金融市场趋势运动的启示

《易经》认为万事万物的发展是

阴和阳的相互作用，阴和阳相互作用的合力，决定事物的发展方向 and 状态，持续的发展方向就是事物发展的趋势。在《易经》看来，事物发展的阴阳相互作用有不同的表现状态，在一定的阶段表现为阳的力量为主导，例如从春天到夏天；在另外的阶段表现为阴的力量占主导，例如从秋天到冬天；因此事物发展的阴或者阳的主导因素决定着事物发展的趋势性，也就是说，从《易经》的角度来看，任何事物的发展都是趋势运动。

金融市场也是持续的涨跌；依据笔者金融学基本逻辑，与万事万物的运行规律一样，金融市场买方的力量就是阳的因素，卖的力量就是阴的因素，金融市场的运行就是买卖双方力量的相互作用和对比关系的变化，从而形成了金融市场的上涨或者下跌趋势。

牛市时由于不断累积的赚钱示范效应，每个个体的投资者不断地加大投入，并越来越多的人不断地加入金融市场，促使越来越多的资金流入金融市场，成交量逐渐放大，从而使买方力量持续积累放大，此时金融市场就会形成向上的惯性趋势，金融资产价格惯性上升；熊市时因为不断的亏钱效应的影响，每个个体投资者不断减少对金融市场的投入，并且有越来越多的投资者退出金融市场，促使越来越多的资金流出金融市场，成交量逐渐萎缩，从而使卖方力量持续加大叠加，此时金融市场就会形成向下的

趋势，金融资产价格惯性下降，这就是金融市场的惯性趋势。

三、《易经》对金融市场转折点的启示

阴阳的发展会有转折点，而且一定会转折。《易经》认为任何事物的发展都是其阴阳因素比例关系的变化，当阳的力量逐渐发展到最大时，阳极必阴，反者，道之动”；同样，当阴的力量发展到极大，阴极必阳，也是“反者，道之动”；如自然界当“热”的因素发展的“三伏”时，转变为“冷”的因素，当“冷”的因素发展到“三九”时，又转变为“热”的因素；“三伏”和“三九”就是自然界阴阳发展的转折点。

以一个简单的物理学弹簧运动试验来说明这个哲理。当你拉伸弹簧，拉到弹簧最长时，拉的力量用尽，此时弹簧的收缩力积累到了最大，弹簧接下来的运动就是收缩，这就是拉伸和收缩的极点或者转折点；同样，当你压缩弹簧时，压缩弹簧到最短，压缩的力量用尽，此时弹簧反弹的力量也积累到了最大，弹簧接下来的运动就是反弹，这就是压缩和反弹的极点或者转折点。

金融市场涨跌也一定有转折点，这就是金融市场的顶点和底点。在牛市中，金融市场价格的上升就是买方力量的消耗，上升越多买方力量消耗越大。换个角度来看，买方力量的消耗就是卖方力量的积累，买方力量消耗越多就是卖方力量积累越多，最终是买方力量的完全用尽，而此时卖方力量也积累到了最大，那么在未来的市场发展主导力量由买方力量让位于卖方力量，这就是“反者，道之动”，下降将是必然，这就是牛市的拐点，牛市的顶点。同样，在熊市中金融市场价格的下

跌就是卖方力量的消耗，下降越多卖方力量消耗越大。换个角度来看，卖方力量的消耗就是买方力量的积蓄，卖方力量消耗越多就是买方力量积累越多，当卖方力量彻底耗尽就是买方力量积累到了最大，那么市场未来的发展主导力量由卖方力量转换为买方力量，市场的上升就是必然的，这就是市场的临界点，也就是熊市的底点。

在金融市场中，任何上涨的力量或者说买的力量一定会有耗尽的时候，如2001年和2007年“全民炒股”，市场极度繁荣，该进入金融市场的资金都已经扎进去了，不会有更多的增量资金再投进市场去，进入金融市场的资金到了极大值，买方力量耗尽，金融市场表现为成交量巨大或者极大，而市场的另外一方面就是买方力量的耗尽就是卖方力量积蓄到了最大，市场的下跌就是必然选择，这就是最佳“卖点”，“无量天价”，所以大家贪婪的时候一定要恐惧；顶点的社会特征就是繁荣、全民疯狂（股市和房市等）、交易量巨大等。另外一方面，金融市场中任何卖的力量或者说跌的力量也一定有耗尽的时刻，如1994—1995年、2004—2005年证券公司“门前冷落车马稀”，这时候一定是低点，因为卖空的资金能量已经消耗完了，不可能再有下降的力量，该从金融市场中流出的资金都已经撤出了，金融市场表现为成交量到极小值、极度萧条；换个角度说，卖方力量彻底耗尽之后就是买方力量积蓄到了最大的时候，上升是其必然选择，这就是最佳“买点”，“地量地价”，所以大家恐惧的时候一定要贪婪；低点的社会特征就是萧条、门可罗雀、交易量极小等。

四、《易经》对金融市场“周期性规律性”的启示

《易经》认为，世界人生都是在六十四卦的循环中，在阴阳的层面上，世界确实是循环重复的。阴阳的相互作用其结果是在某个阶段，阳的力量为主，然后是阳极生阴，转换成阴的力量为主，

再是阴极生阳，循环往复，周而复始。在自然界形成世界的春夏秋冬、白天黑夜、生老病死。

如前所述，在牛市中金融市场价格

的上升就是买方力量的消耗，上升越多买方力量消耗越大，换个角度来看，买方力量的消耗就是卖方力量的积累，买方力量消耗越多就是卖方力量积累越多，最终是买方力量的完全用尽，而此时卖方力量也积累到了最大，那么在未来的市场发展主导力量由买方力量让位于卖方力量，下降将是必然。同样，在熊市中金融市场价格的下

降就是卖方力量的消耗，下降越多卖方力量消耗越大，换个方向来看卖方力量的消耗就是买方力量的积蓄，卖方力量消耗越多就是买方力量积累越多，当卖方力量彻底耗尽就是买方力量积累到了最大，那么市场未来的发展主导力量由卖方力量转换为买方力量，市场的上升是必然的。金融市场的价格就是在这两种买卖力量的相互作用和转换过程中形成周期性的波浪运动，形成金融市场的熊市与牛市“周期性规律性”的循环，从“买和卖”的层面来看金融市场也是循环往复、亘古不变。

回到我们今天的金融市场，买卖双方力量进入相持阶段，股市处在真正的冬天，金融市场还有一定的不确定性，但是随着时间的推移，卖方力量会不断地消耗，更多买方的力量会逐渐积累，随风潜入夜，润物细无声”，冬天都来了，春天还会远吗？

历史不会简单的重复，但一定是押着相似的脚韵”。古老的《易经》其实就是哲学，哲学之所以伟大，是因为哲学是世界最一般和最普通的道理，因此不仅可以认识世界、理解人生，同样也可以在纷繁复杂的金融市场中，拨云见日，看清本质，找到逻辑，实现财富人生。

总之，理一分殊。月印万川，是为哲学、人生和股市一理也。