

## 楼市火上浇油 调控依旧两难



汪涛

### “黄金周”房地产销售火爆

“十一”黄金周期间零售和旅游稳健增长,但表现并不抢眼。相比之下,一些大城市的房地产销售则尤为火爆。

北京市住建委称“十一”期间新房成交套数同比增长106%,而来自搜房网的数据显示,黄金周期间40个大中城市住房成交量同比增长了54%,其中北京同比飙升85%、上海同比增长39%。一些二线城市成交量,如重庆、南京及杭州等城市也十分火爆。与此同时,一线城市房价继续上涨,据搜房网报道,黄金周期间北京新房平均售价同比上涨21%、上海同比上涨37%。

事实上早在黄金周之前,房地产市场就已不断升温,尤其是一线城市。截至8月,全国房地产销售同比增长23%,其中一线城市销售同比增长29%,在大部分时间里都领先全国。相应,8月份70个大中城市当中,房价出现环比上涨的城市数从62个进一步增加至66个,其中一线城市房价同比涨幅加快至18%左右。前期信贷迅速扩张(尤其是房贷)、政策预期稳定、此前调控措施效果消退,以及房地产市场基本面仍然坚挺,共同推动了近期房地产销售量价齐升。

### 泡沫隐忧?

房地产销售和房价未来会不会加速上涨,再次失控?现阶段而言,这一情况不大可能发生。我们的基准预测仍然是,未来几个月全国房地产销售温和增长、同比增速徘徊在10%左右,明年全年增长8%-10%。支持该预测的一个重要理由是,6月份流动性冲击后信贷与流动性条件已经较年初收紧,并且未来预计将大体维持稳定。这会制约未来住房抵押贷款增长的空间。事实上,已有媒体报道称,近期各地越来越多的银行收紧了房贷。这倒并非是由于任何新规,而是年初房贷快速扩张后已消耗了银行大量贷款额度,因此难以满足更多的房贷需求。房贷是本轮房地产销售回升的一个主要推动力。

### 政府会如何应对?

毫无疑问政府眼下又面临着两难抉择,但近期内决策层不会出台新的全面调控措施。除了上述基本可控的增长前景外,以下一些因素也会影响决策:

经济增长势头仍不稳定。尽管三季度增长反弹,但随着补库存热潮退去,近期增长势头似乎又有所放缓。

在没有任何增量刺激下,房地产建设活动是支撑经济稳定增长的关键。如果加码调控导致房地产建设和投资放缓,就将再次使经济增长面临显著的下行风险。

调控加码的效果可能有限,而且存在争议。目前的调控措施主要依靠行政性的限购限贷来抑制投资性需求,这已经引发了市场被扭曲的担忧,而且其边际效果可能也在减弱。此外,目前房价上涨似乎主要反映了大城市的供需失衡,而进一步行政手段恐怕只会加剧这一状况。

时机尚不成熟。即将在11月召开的三中全会将公布未来几年的改革日程,此后政府可能会出台房地产调控的长效机制。因此短期内出台新的调控措施较为仓促。

全国范围内房地产市场表现不均,使得政府不太可能出台全国性的调控措施。尽管一线城市房地产销售火爆、房价快速上涨,但大多数二三线城市房地产仍受制于前期相对较高的库存,复苏较为温和。因此,对房价上涨过快的城市出台针对性的措施不仅更有效,也能有助于维持全国房地产活动基本稳定。

话虽如此,政府不大可能完全袖手旁观、任由大城市房价飙升。未来数月,政府可能会在一些大城市采取针对性的行动——如强化或重申调控基调、更严格地控制高端住房销售、对开发商进行窗口指导、对房贷进行隐性控制等。另外,我们认为政府还会继续加大保障房供给。

(作者系瑞银证券中国区经济学家)



预计到2013年6月不会突破20万亿元

# 第三次地方债务审计近尾声 风险可控

美债提高上限闹腾美股之际,中国的地方债务第三次审计很快将揭开谜底。市场悲观预期达24万亿之多。那么其风险是否可控?由此而来的风险化解路径如何呢?

王洋

### 地方债务增速放缓

8月份开始的第三次地方债务审计已经接近尾声,如何判断第三次审计的地方债务规模?首要明确债务口径。

银监会披露的截至2010年11月末,全国地方融资平台贷款余额约9.09万亿元,占全部人民币贷款的19.16%,全国共有各类地方融资平台公司9828家,其中2.84万亿已被剥离为一般商业贷款。

央行2011年6月1日公布的《2010年中国区域金融运行报告》披露的数据显示,2010年年末,各地区政府融资平台贷款占当地人民币各项贷款余额的比例基本不超过30%。据2010年年末人民币贷款余额47.92万亿元计算,则规模上限在14.4万亿元左右。

在审计署2011年《全国地方政府性债务审计结果》中,截至2010年底,全国省市县三级地方政府性债务余额约10.7万亿元。基于第三次审计将基本沿用前两次审计口径和统计方法,并适当扩大到其他融资方式和乡镇级政府性债务,因此,债务规模的增速比2010年可能较13%高一些,但不会出现过高增长。按20%增长计,则地方政府性债务规模也不到13万亿元;按40%增长计,不到15万亿元。但如果按广义地方债务计,数字略高,但这不符合审计的地方性债务的定义。因此预计第三次债务审计的数据2013年6月不会突破20万亿元。

债务规模是债务风险的一个指标,但仅就这个指标并不能说明问题。首先是这个指标,不同的口径会得出差异很大的结果。2010-2011年,财政部、银监会、人民银行、审计署给出的对2010年底的融资平台债务的不同数字就可见一斑。债务规模指标需要与其他指标结合,才能恰当地作为分析风险的依据。因此,不能简单地就债务规模来判断债务风险程度。

### 风险形式超预期概率低

第二次审计披露了地方债务风险中的诸多问题。主要有两点:债务风险延后和债务风险扩散。

从2011年审计的截至2010年的偿债年度分布看,2011-2012年按期应偿还41.66%的债务。从第二次审计来看,54%的债务是在2010年之前形成,将近一半的债务在2011-2012年间形成,其中2012年形成更多。而2011-2012年的地方政府投资增速已在持续下滑。这表明发生了大量的借新还旧和贷款展期,尤其是2012年。风险在后延。

地方债务的借款来源更趋多元化,特别是债券融资发挥了巨大作用。这有助于分散和化解银行体系风险,增强地方债务的市场化约束,但也使得风险从银行体系向非银行体系和市场扩散。

第二次审计和第三次审计间隔不久,第三次审计对于债务风险的形式和表现,不会有太多超出第二次审计披露的内容。同时,可能类似第二次审计,不会对具体的风险点和风险较高地区进行点名式的披露。

### 地方融资类别及变化

尽管预算法没有赋予地方政府



彭春霞/制图

正式的发债权,但地方政府通过融资平台等载体大规模举债进行基建投资和借新还旧。地方政府性融资,基本上是在时间上依次利用了银行贷款、城投债、信托和其他方式。其中,银行贷款仍然占据主导;而债券融资和信托融资成为重要补充,债券融资成本较低,信托融资成本较高但更为灵活。地方融资在不同方式之间的安排一方面基于对资金需求和风险偏好的差异,另一方面也受到宏观调控和金融调控的影响。不同融资方式在规模占比、发行时间、发行成本和借款期限上的安排形成了差异化的金融风险。

**银行贷款。**银行贷款是2008年四季度到2010年上半年的融资主力,也是总体负债中占比最大者。

从行业分布来看,表明了两点:一是,即使在反危机政策之中,贷款投向对于基建领域和地方政府的偏好,可能没有超出正常水平太多,而且只有一时的效应,至少从总体上如此,这样就不宜夸大地方债务的规模和占比的扩张;二是,银监会对于平台贷款的持续从紧政策起到了明显的效果。

**债券融资。**地方债券融资主要是发行城投债,包括短融、中票和企业债,以及少量的公司债、私募债等。城投债的存量余额截至2013年10月6日已经达到2.36万亿元,存债只数1864只。债券融资成本较低,已经成为地方政府重要的融资方式。从发行来看,2009年是城投债爆发式增长的开端,从年度低于1000亿元的规模直接跃升到超过3000亿元;在2009年-2011年间波动不大;但2012年城投债的发行再次出现倍数增长,从2011年度的3715亿元直接攀升到8756亿元,当年的城投债发行,很好弥补了地方政府的资金缺口,并通过较低成本、较长期限的融资安排和部分内容用于借新还旧的资金运用很好地缓释了地方债务的信用风险,也避免了对地方投资的影响。

2013年城投债特别是其中期限较长的企业债发行受到较严格的控制,已经很难超过2012年规模,更无法与2012年的高增速相比;同时尽管2013年年中之后的资金面趋于紧张,资金成本较高,但城投债的发行利率仍有小幅回落。总体而言,2013年城投债对于地方政府的资金需求满足和风险缓释作用在弹性上不如2012年。分省区看,江苏一枝独秀;浙江、四川、安徽、重庆、

上海、山东、福建、北京也超过1000亿元;海南、青海、吉林、甘肃等中西部为主的省区规模较小。多数省区城投债余额与财政收入的比例都不超过50%,这大大低于其真实债务水平,因为整体的城投债占地方债务规模的比例并不是最大类别。

**信托融资。**信托融资伴随着经济刺激和宏观调控的周期和由此导致的地方政府对资金的持续迫切需求,作为一种更灵活的融资方式得到快速增长,到2013年6月资金信托规模超过8.9万亿元。而资金信托中投向基础产业的规模在2012年开始才快速上升,到2013年6月达到2.39万亿元。而信托资产中的信政合作信托受制于监管的影响,相对规模较小,但在同期也得到快速发展,到2013年6月达到8042亿元。考虑到地方政府获取的信托资金可能来源于银信合作等多种方式,这两种口径还是可能都低估了地方政府和融资平台实际获取的信托资金规模。

从资金信托投向基础产业比例看,在2010年3月就已经超过了40%,此后,随着宏观调控这一比例持续下降。但在2012年起,又开始新一轮的持续抬升。反观信托投向的房地产的比例,在2011年四季度开始就持续下降,已经远远低于基础产业信托的重要性。

对于地方债务而言,信托资金的成本较银行贷款和城投债都更高,而且期限也偏短,以两年期居多;2012年以后的地方政府信托融资中,一部分用于借新还旧,借助信托只是因为银行贷款和发行债券渠道受限。这无疑增加了地方的债务成本和债务风险。一些资金紧张地区信托资金占比比较高,成为潜在的风险因素。

**冷热背离的融资黑洞。**2013年上半年,经济金融“冷”“热”背离。高企的融资规模未能及时对经济产生显著的正面拉动作用,多种迹象表明,大量资金并未进入实体经济,并未进入私人部门和生产领域,而非融资到投资的滞碍影响;但货币并未简单的空转,而是流入了国有部门特别是融资平台。

### 债务演进和政府体制改革

总量稳定和结构调整的转型思路,意味着地方债务风险的发生同样是结构性的。

从经济增长和人口流动格局变化看,中西部地区好于东部;但从财

政收入变化看,一些西部地区增速更为显著;西部地区资产的流动性往往更差、价值可能高估。因此,总体上,西部地区和中部地区相对于东部地区的流动性风险更高。另一方面,从房地产市场的变化引发的流动性风险,东部的一些地区也不能幸免,东部地区在率先开展债务重组具有有利条件。

我们认为,东部地区可以在省级范围自主化解风险,中西部地区的债务风险更值得警惕。这也揭示了地方竞争变化的新问题,即中西部地区试图沿袭东部地区旧的发展模式,强化政府的主导作用,来推动经济相对更快增长和获取土地资本化红利。但这种模式已经不再适用,重蹈覆辙可能会带来更大和不可持续的债务风险。中西部地区更需要先进行体制改革,再谋求经济发展。其债务风险将倒逼地方政府的市场化取向,城投债相对安全,违约概率很低;银行贷款中部分已作展期,但未大规模明确违约,后者除非经历大的经济波动;首当其冲的可能是信托等其他融资方式,风险发生可能会形成冲击波,但多数最终也有望通过各种方式解决。

目前地方债务遇到的流动性风险,除了自身因素,也源于中央政府主动收紧和定向调控创造的流动性紧张环境。由流动性风险开始解决偿债问题;由地方债务风险的处理入手,来推动地方政府体制改革。这是解决地方债务问题和主动进行政府体制改革的可行路径。地方债务问题处理可以通过以下方式进行:

首先,需要明确政府性债务的真实规模和强化政府的偿债责任。

通过提前介入的方式,避免风险激化和缓和风险处置对经济和金融市场的冲击。按照分类处置的原则,对于公益性项目,增加从中央政府开始各级政府向下级政府的转移支付。

对于经营性项目收益较差的,允许采取债务重组的方式化解风险,地方政府可以通过出售其所有的土地、有形和无形资产、国有企业股权、各项收益权等,以资产换取私人部门现金流,降低地方投资增速,也为私人部门腾出经济空间。

允许通过资产管理公司或成立新的地方资产管理公司的方式,对地方债务重新定价,剥离问题资产,隔离处置风险,再向私人部门在内的各类投资者出售。

对优质的基础设施项目推行资产证券化。

地方获得规范的发债权后,发行

长债置换短债,降低融资成本。

规范有序地提高地方政府经营的准公共产品的价格标准。

存量地方政府债务风险引发的政府体制改革,核心是政府和市场关系、中央和地方关系的体制改革。主要有三方面内容。

**1. 地方政府职能定位。**重新划分市场和政府的边界,重新定位政府在经济中的作用,收缩地方政府在经济活动中的作用。

地方政府从基建和房地产财政向公共服务财政转型;公共服务产品的提供,从主要由政府生产经营向主要从市场中购买转变。

财政模式转变也是地方竞争的增长模式的转变。地方政府的基建财政和土地财政是地方竞争的主要工具,二者相互联系,基建投资是为了营造更好的地方投资和生活环境,吸引资本和人口的流入,带动经济增长和地租的上升,基建投资的收益需要房地产收益弥补。财政模式的转变,就意味着地方竞争的增长模式中,更多发挥市场和私人部门的作用。

对土地制度包括土地出让收入分配制度的改革,可以倒逼地方政府加快职能转变和财政模式转变。如果这一改革滞后,则只能更多依靠房地产市场自身规律发挥作用,从局部地区、土地不足和地价下跌地区开始转变。

**2. 地方财权事权平衡。**转移支付在此间发挥着巨大的作用。转移支付制度的改革应朝向有利于建立地方公平合理的竞争秩序和平衡地区经济发展和公共服务水平的双重目标。

**3. 地方财税体制改革。**建立完整的地方税收体系和规范的地方融资体制。未来可能选择是:

**1. 缩小地方政府在生产经营领域的活动范围,控制地方事权过快增长,规范地方举债机制,有限增加财权和融资权。**通过中央政府转移支付和地方政府向私人部门购买的方式实现向公共服务型政府的转型。

**2. 地方事权继续增长,财税分成和举债权有限增加,地方政府在经济经营活动中依然扮演重要角色,即有限调整之后继续加杠杆和大政府模式。**

**3. 地方事权减少,上移到中央,地方举债权限仍然保持相对严格,中央通过向私人部门购买和少部分向垄断央企购买的方式提供公共服务。**

理想选择是第一种,现实的选择可能是第二种。

(作者系中信建投证券宏观研究员)