

# 给地方债套上“缰绳”

杨孟著

在日前召开的全国金融工作会议上,习近平总书记强调指出,“各级地方党委和政府要树立正确政绩观,严控地方政府债务增量”。从习近平总书记说这番话时恰逢部署“防控金融风险”任务,结合此次金融工作会议主要内容和面临的国内外金融环境局势来分析,不难看出这样的结论:不正确的“政绩观”是导致政府债务增量膨胀的主要推手;防控金融风险是严控地方政府债务增量的根本目的;而给地方债套上“缰绳”是严控地方政府债务增量的关键。

事实上,今年年初以来,国务院和有关部门就密集出台了一系列文件,剑指地方政府债务。这些政策“组合拳”的一个明确指向,就是通过严格规范地方政府举债融资行为,借以不断强化地方政府举债自我约束,加快促进形成规范完善的地方政府投融资机制。

据统计,截至2016年末,我国地方政府债务余额15.32万亿元,加上中央国债余额12.01万亿元,我国政府债务

余额27.33万亿元,债务率36.7%,低于60%的国际警戒线。虽然总体风险可控,但潜在风险不可小觑。就结构而言,据全国人大常委会的调研显示:2015年底,我国有100多个市本级、400多个县级的债务率超过100%,少数省份债务率也超过了100%。

长期以来,在不正确“政绩观”的引导下,地方领导升迁机会与地方经济发展绩效自然地紧密联系在一起。由此,地方政府空前高涨的投资激情与力不从心的“财权”形成鲜明对照,为了弥补资金缺口,除了“土地财政”外,就只得由地方融资平台担纲主力了。尤其是在经济下行压力加大和保增长任务繁重情况下更是如此。

众所周知,地方融资平台是由地方政府一手操办成立的,成立的初衷就是为地方政府提供融资服务。尽管政策“组合拳”严禁地方政府为融资平台债务“兜底”和承担偿还责任,但金融机构依然对融资平台情有独钟、不离不弃,看中的正是两者间的“暧昧”关系。当然,为“保险”起见,要求地方

政府出具“担保函”、“承诺函”等,也仅仅是以此试探地方政府对融资行为“负责”的诚意而已。地方债总量的无序膨胀,正是这种不正确的“政绩观”引致的“内生动力”与金融机构“外生需求”相互叠加放大的产物。

话又说回来,在某种意义上,适度的政府债务并非坏事。原美国财长汉密尔顿曾对此有过精辟的论述,“公共债务,只有不过度,是对我们国家的一种祝福”。而至于如何把握好这个“度”,那要看自身的条件及其匹配磨合的程度了。因为这个“度”,不仅仅是一个简单的债务规模大小问题,更深层地说,它还要涉及代际转移、激励兼容、预期管理、资源跨期分配等诸多问题。从本质上讲,今天的债,就一定是明天的税,著名的“巴罗-李嘉图等价命题”说的就是这个道理。

如此看来,给地方债套上“缰绳”,除了纠正不正确的“政绩观”和实行地方申请、省财政代发的“规模管控”型地方债发行机制外,更为重要的是,还要在规范完善的地方政府投融资机制框架内,着力解决好地方政府债务增量替代机制和结构优化两大问题。

在地方政府债务增量替代机制方面,应让PPP成为其构造主体。PPP作为政府与社会资本利益共享、风险共担的长期平等合作机制,能够在不增加地方政府债务增量的前提下,为有效破解项目融资难题提供最佳途径。遗憾的是,由于风险与不确定性问题的困扰,PPP成功率难尽如人意。为了吸引合作方,个别患有投资饥渴症的地方政府铤而走

险,打起了运用PPP融资的歪主意,通过不同方式将社会资本风险全部转嫁给了政府,PPP聚合效应荡然无存。为让PPP尽快由“包办婚姻”重返“自由恋爱”正道,关键在于营造良好的投融资环境,疏通融资需求与供给间的联结通道。要加快制定PPP相关法规制度,降低PPP风险与不确定性,给社会资本以稳定预期;对于短期缺乏盈利收入的公共设施、公益项目,可以设定政府回购年限和价格,以提升社会资本参与的积极性;另外,还可尝试通过采用认证引导和政策优惠等方式,吸引不以盈利为主要目标的“社会企业”参与到PPP中来。

在地方政府债务结构优化方面,应让专项债券工具充当主力。严控债务增量的本质无疑是防控金融风险,专项债券虽然贡献了债务增量,但并没有贡献风险。这也是政策“组合拳”为地方政府发行土地储备专项债券和收费公路专项债券开辟“前门”的原因之所在。从现实需求出发,对于有固定收益的公益性事业项目,均可通过发行专项债券的形式进行融资,以对应的政府性基金或专项收入分期偿还。尤其是对于基础设施建设来说,更应该大胆采用这种方式。因为基础设施的使用寿命决定了,由这些基础设施产生的直接经济效益以及由此推动的持续增加的财政收入惠及年限长达50年以上,在其受益期内用新增收益和财政收入逐年用于偿还专项债,不仅在未带来任何风险的前提下使得地方政府债务结构得到优化,而且还完全符合“权责发生制”原则,有利于实现代际公平。

# 市场在低迷中渐趋好转

胡月晓

1. 货币增速将见底回升  
对于货币增速,我们认为,2017年M2增速在10%至12%之间将是政策合意水平,低于10%的货币增速是不会被接受的,也难怪中国经济在转型阶段保持平稳。因此,未来央行并不会加码的收紧措施,货币增长的偏弱格局是最符合央行看到的情景。

中国的真实流动性(准货币)的增速,自2016年4月以来,已连续14个月在10%下方运行,其中7%下方是常态,这种局面说明中国实体经济中的流动性紧张程度,已延续了很长时间。伴随着楼市和资产泡沫的消退,中国扩展的广义流动性M2增速也下降到了10%下方,这将引起货币当局对流动性偏紧调控度的放松,使得货币增长呈现见底反弹态势。

2. 市场好转基础已然形成  
2017年以来持续的股债双调整,主要受货币市场资金紧张的影响:先是受汇率贬值预期的影响,担忧资本外流;再是担忧央行“去杠杆”过头,货币过紧,加息预期强烈。实际上,上述影响货币基本面变化的因素,都已逐渐被“证伪”。汇率自2016年12月以来的走势已向市场表明,2017年人民币汇率稳中偏升的趋势日渐显现;随着央行公开市场操作恢复常态化,央行持续加息的预期也已基本消退。

从基本面上看,经济回落已成近期市场主流看法,在当前货币增长超出市场预期回落的状态下,市场利率再上升动力已几近散失。资金偏紧和监管强化对市场情绪的负面影响,正逐步弱化。价格回升带来的企业效益回升影响,逐渐对股市估值产生支撑作用,市场将在盘整中偏向回升。

从市场行为的角度,当前股市“一九”分化,上证50风景独好的原因有三:机构抱团、估值低带来的高安全性以及国家队救市标的锁定、持续的分化行情,促进了市场价值投资习惯的养成。当价值投资越来越成为市场行为风格时,经济基本面因素在市场演进中的作用就越来越强。从中国经

济角度看,中国宏观经济稳中偏升、微观效益逐步改善是经济体系中的主流变化;因此,资本市场好转的强劲基础已然形成。

3. 市场将于低迷中渐趋好转  
2017年以来的资本市场低迷局面,与经济状况关联不大。2017年以来,中国宏观经济表现偏暖,微观上的企业效益回升态势明显。然而,中国股市却持续低迷,这主要是受货币层面和监管政策变化影响的结果。伴随着未来真实流动性水平的趋向回升,以及监管市场化取向的明朗化,市场将逐步趋向好转。

首先,货币持续偏紧。如果从体现真实货币流动性变化的准货币增长变化看,2017年的货币环境延续了2016年二季度以来的偏紧态势,伴随时间推移,货币偏紧对市场的影响将持续加大。

其次,市场监管造成的预期混乱和信心下降。监管造成的预期混乱,并非指政策变化的不一致,而是政策释放信号和市场认识之间,存在着较大偏差;或者政策不能和市场有效沟通,从而市场认识分歧较大。比如,对于IPO扩容问题,主流观点认为,扩容节奏是监管应该考虑的问题,但也存在不同认识;扩容节奏应该交由市场本身来调节。信心下降,主要是指监管对市场交易干预增多,给投资者心理造成的影响。

第三,央行货币政策实际行为抬高了市场利率。央行春节后公开放弃自己的利率引导者地位,放任市场利率上涨,先后2次加息,在经济前景未有改善情况下,使得股债皆受到冲击。

从回购市场交易规模和债市存量的对比变化看,债市投资杠杆水平已基本到位,监管造成的债市“去杠杆”冲击显然已经过去。市场利率在调整过头效应下,将逐渐修正,利率或展开一轮较长时间的下行。5月下旬后,市场利率已从高点开始回落,预计未来3个月内,债券整体上将呈现回升态势。

长期看,我们一直认为,按照货币“二分法”的逻辑,货币政策“紧数量、低利率”的组合,将是更为现实和可行的选择。在资金压力下,当前货币市场利率调整过度现象显著。随着货币市场逐渐回归正常化,基准利率过高局面将逐渐得到修正。

# 能否编制“最低工资执行榜”

冯海宁

2017年已经过去半,全国多个省市上调了今年的最低工资标准。最低工资较高的地区,多为沿海经济发达地带,根据排名,上海、天津、北京、广东、江苏分别第一至五位。西南、西北、东北等地区的工资标准较低,西藏和广西排名垫底,广西第四档最低工资仅为1000元,不及上海的1/2,成为全国工资标准最低的地区。

“最低工资”虽是个老话题,但由于涉及民生问题,始终被舆论高度关注。而当媒体对各地最低工资标准进行排名,似乎有了更多看点——哪些省份位列榜单前几名,哪些地方排名垫底;哪些地方重新调整标准,哪些地方几年未调整标准等。而且,“最低工资”也是一个地方经济“晴雨表”。所以,有关最低工资的话题,总让人百看不厌。

显然,各地最低工资标准,高有高的原因,低有低的理由。应该说,各地基本上是按照《最低工资规定》进行调整的。但坦率地说,相比各地最低工资标准排名,笔者更关心各地最低工资标准执行情况。因为对基层职工而言,既关心最低工资标准调整情况,更关注其执行情况。假如执行不理想,某些地方最低工资再高,也是“纸上福利”。

对于经济发达地带而言,一般用人单位都有能力执行当地最低工资标准,但也存在少数效益不好、管理不规范的用人单位,执行当地最低工资标准大打折扣。而在欠发达地区,虽然最低工资标准并不高,但仍有一些用人单位实发工资低于规定标准,即变相降低最低工资,比如把加班工资、特殊岗

位津贴和其它福利费用计入最低工资标准之内。

虽说各地有关部门每年都会专项检查最低工资标准执行情况,但从公开报道来看,很少有地方披露专项检查结果,而对违规情况进行处罚的例子更是少之又少。在这种情况下,公众无疑更期待“最低工资执行榜”——即各地最低工资标准执行情况排名。如果编制这种榜单,既能满足公众知情权、监督权,也能倒逼各地严格落实最低工资标准。

各地专项检查最低工资执行情况,既是了解实情、落实标准,恐怕也是例行公事。而不愿意披露专项检查结果,恐怕是为了遮丑。而从一些个案看,各地餐饮、环卫、建筑等行业程度不同存在不严格执行最低工资标准的情况。因此有必要编制“最低工资执行榜”,让执行情况差的地方“红红脸”、“出出汗”,真正把低收入职工权益放在心上。

如果编制“最低工资执行榜”,可参考的因素有:不落实规定标准的用人单位有多少家,涉及多少职工,涉及多少资金,违规情况存在多长时间,以及整改、处罚情况等。而要编制此榜,关键要公开真实的执行信息,既要强制各地如期详细公开最低工资执行情况,也要通过全面普查、异地互查、明察暗访等手段发现真相,然后公开检查结果。

也就是说,最低工资既需要“好标准”,也需要“好结果”。上海、天津、深圳等地及时、合理地调高标准,应该说是“好标准”,但好标准是否收到好效果,则需要好好审视。笔者以为,系统审视最低工资执行效果的做法之一就是编制“最低工资执行榜”,通过排名和对比,检验各地是否重视劳动法及《最低工资规定》,是否重视当地职工权益。

## 全国金融工作会议提出确保金融安全



唐志顺/漫画 孙勇/诗

金融会议级别高,风控篱笆要扎牢。三任务加四原则,制度监管更有效。强本固基通血脉,虚字头上一把刀。改革把握供给侧,稳行致远前景好。

# 格力创始人之争的背后

谭浩俊

近日,有关“谁才是格力创始人”的争议,引起各方广泛关注。争议的焦点,落在董明珠和朱江洪身上。董明珠是谁,自然不用介绍,她是现任格力电器的董事长。而朱江洪,则是董明珠的前任,是前格力集团董事长,2012年5月退休,是他力荐董明珠担任了格力集团的董事长。也就是说,朱江洪与董明珠之间,是伯乐与千里马的关系。那么,为什么如此紧密的关系,会出现“谁才是格力创始人”的争议呢?

争议的起因是,格力将在珠海召开一次主题为“格力缘”的格力电器创始人朱江洪与老员工见面会。而在几周前,朱江洪在其自媒体发布会上对董明珠进行评价时表示,“没有朱江洪就没有董明珠”或许有一定道理;但“没有董明珠就没有格力”,不符合格力的史实。自然,也就不可能地会给出外界造成朱江洪与董明珠有矛盾的猜想。而矛盾的焦点,则聚集在“谁是格力创

始人”身上。

其实,无论是朱江洪还是董明珠,是不是创始人,都已经不重要。重要的是,如何把格力做得更好、做得更有影响、更有威信。不然,就算认定了哪个是创始人,如果格力倒了,可能谁也不会去抢这个“创始人”做了。是不是创始人,在消费者心中,会有一杆秤的。

事实也是如此,比尔·盖茨早已从岗位上退了下来,其所持有的微软的股份也非常有限,但是,谁会否认他是微软的创始人,又有谁不是讲到微软就想到比尔·盖茨。又如乔布斯,虽然只是苹果公司的创始人之一,且已经去世多年,但是,提起苹果公司,首先想到的又是谁呢?是不是乔布斯?再如万科,王石早已将绝大多数股权转让出去,其与团队共同持有的万科股权已不足全部股权的5%,那万科的创始人是谁?还不是王石。类似例子,还有很多很多。

如果单纯从同类性质企业的角度来分析,一个人能不能被称作企业创始人,关键在两条,一是企业是否做得足够好、

足够优、足够有地位,二是自己在企业的影响是否足够大、威信是否足够高。具备了这两条,不管别人承认与否,都无法改变事实,消费者就会将其永远记在心中,并一代一代地传下去。如果做不到这两条,就算铺天盖地地宣传,也没有几个人能够记住。为什么有的企业的创始人没有被记住,不是创始人的却被当作了创始人,原因就在于此。

但是,如果属于不同性质的企业,尤其是国有企业和民营企业之间,可能就需要区别对待了。对格力来说,为什么会出“谁是格力创始人”的争议呢?原因在于,它是一家国有企业。国有企业的经营者都是行政任命的,也就很难确定谁是创始人。瞎时能把红塔集团做得那么好,不仅没有做成创始人,反而成为了“罪人”。人们之所以把董明珠看成是格力的创始人,是因为国企改革造就了董明珠的股东地位。股东与行政任命的经营者,自然也就有了不同的身份。所以,对朱江洪来说,或许是格力的创始人,但更多的是国有企业的经营者,是行政任

命的国企老总。他可以在格力的发展史上留下重重的一笔,但在消费者心里,可能很难与格力创始人挂起钩来。与格力创始人挂钩的,是董明珠。朱江洪则是董明珠的伯乐。能够当一名发现千里马的伯乐,对朱江洪来说,也完全可以满足了。

现实就是如此,在国有企业的发展史上,作出过巨大贡献的企业家有的是,但是,被称作创始人的几乎没有听说过。企业创始人,更多的是对民营企业而言。哪怕这是一家从国有企业改制而来的民营企业,如果做大了,也可以以割断历史的方式,把民营企业的首任经营者作为企业的创始人,而之前的历任国有企业经营者,都不可能称为创始人。这就是现实,也是企业治理结构和体制所决定的。这也意味着,“谁才是格力创始人”的争议,是在没有统一标准、统一规则前提下的争议,朱江洪因为没有企业治理结构和体制做支撑,也就不可能成为格力的创始人,董明珠则不然,她可以站在朱江洪的肩膀上成为格力的创始人。

# 应出台司法解释 明确老鼠仓案量刑标准

朱邦凌

“老鼠仓”与内幕交易相似,但在法律适用上按照“利用未公开信息交易罪”量刑,前者主要针对上市公司高管等知情人员,后者则主要针对基金等资管行业人员。2009年,《中华人民共和国刑法修正案(七)》出台,在刑法第一百八十条新增了“利用未公开信息交易罪”的罪名。在“利用未公开信息交易罪”的处罚中,违反有关规定、情节严重的,依照第一款“内幕交易罪”的规定处罚。

法律界争议的焦点在于,内幕交易罪规定了“情节严重”、“情节特别严重”两个量刑档次。有人理解“利用未公开信息交易罪”量刑标准里,只有“情节严重”一项,而没有“情节特别严重”的条款。而有人则理解利用未公开信息交易罪“情节严重”的,应依照内幕交易罪的两个量刑档次。

对法律条文的不同理解,导致在判决实例中量刑标准差别很大。因为刑法规定,犯有内幕交易罪情节严重的处5年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金。而内幕交易活动情节特别严重的,处5年以上10年以下有期徒刑,并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。两者的量刑等级有很大差别,如果按照一些地方法院工作人员理解的“利用未公开信息交易罪”只有情节严重一个量刑档次,那么对于“老鼠仓”的判罚只

能处以5年以下徒刑,如果再有自首、退赃、认罪态度好等情节,很可能对大部分“老鼠仓”判处缓刑。

事实也确实是这样,缓刑、等额罚款,成为大部分“老鼠仓”案件的判决结果。2011年,原光大保德信基金经理兼投资总监许春茂非法获利209万元,被判有期徒刑3年,缓刑3年,并处罚金210万元;2014年10月,原光大保德信基金经理钱钧被判有期徒刑1年6个月、缓刑1年6个月,罚款160万元。这些案件的量刑,值得商榷。

此外,引发量刑争议的还有原博时基金经理马乐“老鼠仓”案、原工银瑞信基金经理王某“老鼠仓”案。

对法律条文的不同解读、量刑标准的不统一,还导致上级法院轻易改判。2016年,华夏基金经理罗某将其负责操作的两只基金的股票交易信息提前透露给弟弟,获利556万余元。一审判决二人因利用未公开信息交易罪分别获刑6年和5年并处以不等罚金之后,二人提出上诉。北京市高院终审改判二人有期徒刑3年,缓刑5年。

内幕交易罪有明确的司法解释,但利用未公开信息交易罪没有司法解释。现有立法不够严谨,导致各界对此条文的理解有很大争议,在司法实践中导致各地、各级法院量刑标准不一致,突出的问题就是重罪轻判、缓刑滥用,罚金偏低。

对于频发的“老鼠仓”案件,应呼吁人大出台“利用未公开信息交易罪”相关司法解释,以明确量刑标准。