

# 三措施缓解地方债务压力

张莱楠

解决中国地方债务难题需要一定的智慧,既要应对短期流动性风险,又要有益于债务消化。政府债务审计结果显示,2013 年 6 月全国政府性债务达 20.7 万亿,考虑或有债务后,全国各级政府债务约 30.28 万亿元,其中地方政府债务余额 17.9 万亿元,政府性负债率为 36.4%,远低于国际上通行负债警戒线的 60%,尽管风险在可控范围之内,但流动性偿付压力依然非常巨大。中国地方债务风险不在于规模而在于价格和利率风险所导致的金融脆弱性。事实上,债务扩张对金融脆弱性在国外早有论述。美国经济学家明斯基根据经济主体运营现金流与债务之间的关系将融资结构划分为三种:稳健融资、投机融资和庞氏融资,并认为金融脆弱性的发生依赖于

融资结构的变化。在市场进入正反馈的情况下,原本债务适度的主体也开始进行投机性融资,惯于投机的主体则加大投机力度,进而转变为庞氏融资。

地方债务的流动性风险,主要体现在地方资产负债表的期限错配和资产收益低下。资产方往往是期限较长的固定资产投资,现金流不足,而负债方则是各种类型和期限的债务,随着持续宏观调控的推进,特别是平台贷款“降旧控新”,新借债务可能期限缩短而资金成本偏高。从资金结构来看,中国地方政府贷款中 54%的期限在 5 年以上,2011 年到 2015 年期间,大量地方债将进入还本付息期,2010 年底地方政府性债务余额中,2011、2012 年到期偿还的占 24.49%和 17.17%,2013 年至 2015 年到期偿还的分别占 11.37%、9.28%和 7.48%,2016 年以后到期偿还的占 30.21%。从债务分

布来看,政府负有偿还责任的债务在 2011 年和 2012 年到期较多,这直接导致地方政府这两年还本付息压力较大。根据模型预测,2014 年以后,地方政府出现资金缺口,即(地方可支配收入-地方支出-还本付息)<0。即使考虑到借新还旧,即部分资金缺口可由银行新增信贷进行弥补,2015 年后将会出现绝对资金缺口,即(地方可支配收入+新增债务融资-地方支出-还本付息)<0。

2013、2014 年地方政府债务负担最沉重,特别是面临着利率上升的大趋势,这种风险将更加突出。以美联储量化宽松退出为标志,全球利率中枢在未来几年将逐步抬升。根据国会预算办公室(CBO)预计,美国十年期国债收益率可能在未来五年中高于 5%的水平。由于全球利率是以美国利率为基准的体系,随着未来几年美国真实利率趋势性上行,全球低利率环境很可能会在几年内结束,这将会大大抬高中国利率的整体水平。而国内的利率市场化也加大利率上升压力。一旦存款利率上限放开,存款利率将逐步和理财接轨,目前 3 个月理财产品预期收益率是 4.6%,但是 3 个月的定期存款利率约是 2.8%,利率上升仍有压力。

据统计,2013 年全国地方债务到期还款 3 万亿元,同比增长超过 60%,约占当年地方财政收入的 50%。随着平台融资集中到期,未来两年到期债务规模增长更快,而财政收入增幅则难以大幅

提升,届时地方政府以及融资平台将面临更大还本付息的压力,此外,根据测算,2014~2016 年地方政府利息负担预计在 1.5 万亿左右。2014 年地方政府债务偿还规模为 3.56 万亿,再加上 2014 年将有约 2.9 万亿信托面临滚动到期的压力,资金链面临“大考”。

因此,当前化解地方债务溢出风险变得尤为重要。除了保持货币流动性总体稳健之外,建议从以下几个方面缓解融资紧张问题:一是成立地方“坏账银行”。成立地方“坏账银行”主要负责地方债和不良资产处置,其购入不良资产应采取债务重组的方式进行处置,可以对外转让。二是建立基础设施产权市场。建立基础设施产权交易市场,完善地方政府投资项目的退出机制,以便于地方退出部分国有股权,盘活地方政府融资平台资产,通过资产证券化等金融运作手段为新项目筹集资金。三是设立公共利益特别账户。可以考虑将部分城投债转为市政收益债,将公用事业类的城投债定位为市政收益债,并在地方政府预算中设立特别账户,进而从根本上降低政府融资对社会融资,特别是实体部门融资需求的挤出。

(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

## 焦点评论

### 耶伦成为美联储首任女掌门人



微观/漫画  
 李劲/绘

耶伦入主美联储,宽容通胀求复苏。量宽退场多挑战,鹰派鸽派难尽述。

# 机构为何在新股询价中勇于报高价

肖玉航

新股 IPO 已经重启,从新股发行价格的形成来看,机构与个人均参与了股票 IPO 的询价过程,这无疑是 IPO 新政中的一大亮点。但从最近几天多家公司的发行情况看,A 股 IPO 定价再次走高的趋势比较明显,沪市主板中纽威股份发行市盈率高达 46.47 倍,深圳奥赛康发行价格对应的市盈率更是高达 55.44 倍,其它一些股票如果从行业地位看并无大的优势,但也总体呈现高 PE 发行的态势。仔细研究这些股票发行定价背后数据,笔者发现,机构与个人投资者在新股报价中的取向反差强烈,但最终还是机构力量决定了发行价格。

以最早发行的新宝股份为例。新宝股份发布定价及网下配售结果公告显示,其最终发行价格定为 10.50 元/股,对应的市盈率为 30.08 倍,高于行业平均市盈率。研究发现,共有 481 家投资者参与本次发行的网下配售,在新宝股份的新股询价过程中,有效网下报价对象的分布就包括 7 家公募基金账户、6 家保险资金账户、2 个券商资管账户、1 个券商自营账户、1 个社保保

户、1 个投资公司账户以及网下认购者中的“新面孔”——1 个个人投资者账户,我们看到参与询价的机构类别主要集中在公募基金或国有机构,而其报出的最高价 10.52 元,个人投资者章建平给新宝股份的定价为 4.5 元与 5.28 元,申报股数为 350 万股与 300 万股。章建平报出的价格相对于该公司最新的经营业绩来说,市盈率只有十几倍。但这一报价与机构报价形成巨大反差,而新宝股份最终以接近机构最高报出的价格进行定价。

研究其它最近的几家公司新股定价,可以发现类似的现象,即机构投资者往往给出较高的报价,但个人投资者报价谨慎而理性,两者之间报价差距较大。有家国有证券机构在对我武生物的报价中报出近 40 元的价格,而其最终落在 20.05 元。主板新股纽成股份最终形成 46 倍 PE 的发行价,随后发行的几家公司发行价也都明显比 A 股中同行业老公司高,难道这些新公司比老公司的确在行业内强吗?机构投资者在询价中这样勇于报出高价原因何在呢?

从披露的信息看,参与询价的机构主要为国有机构,私募基金大多被挡在

门外,制衡力量几乎形同虚设,尽管部分个人投资者进入到询价行列之中,但其影响力有限。笔者认为两个因素可能是机构勇于报出高价的原因。

首先,A 股新股不败神话的影响。A 股近年历史表现来看,新股总体呈现出溢价明显的特征,新股不败的神话演绎不断。其中的主要原因是国内股市投机风气较浓,“打新”稳赚不赔似乎成为投资者的共识。机构特别是那些有曲线利益关联的机构,在询价中更是表现踊跃,由于其持有较低 PE 或有保底承诺,其对于新股的定价往往报得较高。由于新股利益链条较长且具有一定的隐蔽性,因此这种在利益驱动之下的报高价显得堂而皇之。

其次,交易机制与退市机制的缺陷。目前 A 股新股首日上市交易深沪均有一个较大的涨跌幅空间,而第二日的涨跌停板制度,可以为某些机构所利用,如果采取 T+0 即无涨跌板制度,当日新股特别是问题新股往往存在较大的回归,但目前的交易机制对相关机构提供了利益炒作的不对等性。

我们看到美国与香港市场新股上市首日与其它交易日制度并无不同,公

平对等的交易机制使新股定位相对理性。此外,目前 A 股退市制度不完善,如果退市制度完善,相关询价网下配售的股票在锁定期内,如果出现问题则有可能触发退市,这样将遏制高成本配售持股,加大其持有风险,这样机构自然在询价过程中不得不理性行事。研究美国市场发现,自 1995 年至 2012 年,纽交所共有 3000 家左右公司退市,纳斯达克共有 8000 家左右公司退市,数量相当可观的。从市值上看,从 2005 年至 2012 年,纽交所退市公司市值高达 3.1 万亿美元,而新上市公司市值仅有 1.3 万亿美元,退市市值是新上市公司市值的 2.5 倍,如此之高的退市率,根本就无法产生新股不败的神话。而分化与退市共存使得市场投资者相对理性,市场相对健康,风险与收益对等,机构淘汰与发展共存。

总之,机构询价较高,其原因是多方面的,即有历史上投机文化的影响,也有参与机构性质、交易机制与退市机制不完善等原因,但从市场化、法制化与国际化的角度看,高 PE 发行正面临较大的投资风险,证券市场历史会重复,但不会简单地重复,投资者对于定价过高的股票,最好的办法是回避。

# 海外资金减配新兴市场风险值得警惕

余丰慧

据媒体报道,高盛、小摩等国际投行日前纷纷建议减配新兴市场。原因在于去年新兴市场资产的不景气,疲势将进一步延续。高盛更是危言耸听预测,发展中国家股票、债券和货币在未来的十年内“表现不佳”,建议投资者减少三分之一的投资。摩根士丹利预测巴西雷亚尔、土耳其里拉和俄罗斯卢布在 2013 年贬值 17%后,跌幅将继续扩大。这些危言耸听的预测,一个目的就是劝告投资者减配新兴市场,撤回到美欧发达体本地投资。

2008 年的金融危机首当其冲的是美欧发达体,但是受冲击最大、时间最长、影响最深的却是新兴市场体。在金融危机过去五周年之后,美欧特别是美国经济已经出现了明显复苏迹象,而新兴市场体国家貌似越陷越深,至今危机影响犹在,经济仍在低谷徘徊。同时,经济金融风险越来越大,越来越隐现出爆发的苗头。

外资对新兴市场的影响,最严重的一次是上世纪 90 年代后期的亚洲金融危机。起初,发达体的投资者将其投资转向国外,以追求比在国内更高的投资回报率,而新兴市场迫切需要得到这些投资以利于开展各种开发项目,因而也十分欢迎这些外国资金流入本国。1990 年代,从泰国到南非,各种贷款和资产性投资都增长很快。随着新兴市场的不断成长,一切看上去都似乎平安无事。但是,随着投资增速减速和一系列银行危机事件,巨额短期资金从泰国、印度尼西亚和韩国纷纷外流,本币需求减少,外汇需求急剧增加,由于这几个国家中大多数都实行固定汇率制度,因而只能依靠抛售外汇储备进行干预,直到几乎耗尽。许多国家向 IMF 求援,以期获取所急需的短期资金,而 IMF 要求他们必须采取紧缩性的货币政策和财政政

策,而这会导致东亚各国的商业和经济出现急剧的衰退,最终爆发亚洲金融危机。

到 2000 年,大多数国家经过减少产出、降低实际工资、重新安排债务和积累贸易顺差等调整措施之后,终于从危机中恢复过来,重新开始经济增长。但国际金融的病毒只不过是处于一种休眠状态,它们在静悄悄地等待着下一轮投机热潮的出现。这种投机热潮的危害性很快就酿造了 2008 年的全球金融危机。危机过后,发达体经济处于低迷状态,投资投机机会减少,投资者和投机者又转向新兴市场,以追求比在国内更高的投资回报率。一个轨迹是,发达经济体为了应对金融危机对本地经济影响,实施了一轮又一轮长久的超宽松货币政策,而大肆放水的货币在本地很难寻找到投资投机机会,很多溢出到新兴市场进行投资甚至投机,其中大部分是短期资本。当这些海外投资或者投机资本看到新兴市场被炒作投机的泡沫风险很大,自己已经赚得盘满钵满,而发达体的本土经济复苏、投资机会出现时,就会果断撤离新兴市场,使得新兴市场各种经济金融风险凸显甚至爆发危机。随着美联储量化宽松退出,发达体资本撤离新兴市场的几率在增大,高盛、大摩等外海投行就是基于此而建议投资者减配新兴市场的。

新兴市场体国家特别是储备大国的中国一定要密切关注投资者的减配和撤离新兴市场带来的风险,要有预防包括房地产泡沫等被刺破爆发金融动荡的预案和对策。

需要思考的一个问题是,尽管开放经济带来了许多益处,但若开放过度,特别是对短期资本流动不加限制,很有可能会遭致投机者的攻击。所有被投进去的东西,投资人随时都有可能回收和撤出。这就可能酿成金融危机和银行危机。

# 除夕高速免费不应变成一种施舍

郑文

就在近来多个省份宣布除夕当天高速公路“不免费”之际,黑龙江传出消息,称该省“拟定了省内高速公路免费通行细则,预计除夕中午起即可实行”。一位黑龙江省有关部门了解情况的人士证实此消息:“何苦过大年的还让人交钱呢?”

黑龙江率先推出除夕高速免费的举措,顺应了民意,带了好头,值得赞赏。

高速公路越修越长,在方便公众出行的同时,也增加了生活成本。因而,除夕高速是否免费,

一直是令社会公众挺纠结的期待,但免费不应该是政府给予老百姓的一种施舍,而是一种社会善意与责任。从根本上讲,高速公路也应是公共交通服务的范畴,不应有着强烈的集团利益垄断色彩。

从公众的内心来讲,高速公路免费应该是一种必然的趋势。但高速公路收费遥遥无期的现实,导致公众的话语权与知情权被剥夺,企业集团既得利益严重

地侵蚀公共利益,因而在亲情浓厚的除夕,高速免费被赋予更多的社会福利内涵。

坚持高速公路的公共服务本性,除夕高速免费需要进入公共决策程序,进而为制度性设计打开管道。也就是说,高速公路让利于民不应是企业集团的良心发现,而是社会正义均等的必然要求,否则除夕高速免费被视为一种施舍而具有随意性。高速公路企业大多为上市公司,利益至上无可厚非,但必须承担应尽的社会责任和义务。毕竟,高速公路的公益属性不能被漠视。

从公共决策程序来看,对除夕高速是否免费要进行广泛的社会论证,因为免费的议题与公共利益密切相关,其中公众参与决策的权利应该得到尊重。公众的决策权可以充分为公众维护自身利益找到表达的管道,只有在权衡利弊的基础上,可以照顾社会各阶层的利益关切,找到民生与企业利润的平衡点,从而使除夕高速是否免费的公共决策更趋科学合理,避免决策的失误而伤及民意的情感与企业的自身利益。

### 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。