

金融时代之债券篇

中国债务评级降低 难挡内需深度刺激

记者 蔡梦黎 成都报道

4月9日下午，评级机构惠誉突然宣布将中国偿还长期本币债务的评级从“AA-”降至“A+”，但评级前景为稳定。香港外汇业界人士认为该举动显示评级机构对中国过快的信贷增长和债务包袱更加关注，下调评级可能导致人民币汇率回调，也对两地股市产生负面影响。

信用评级下调 对国债影响几何

有分析认为，下调评级有可能抑制人民币的强势姿态，然而，受隔夜美元走软影响，人民币再创汇改来新高。来自中国外汇交易中心的最新数据显示，4月10日，人民币对美元汇率中间价报6.2548，较前日大涨91个基点。可见，无论是3月出现的贸易逆差还是惠誉下调中国评级，似乎都难以减弱近期人民币的地位。

也有人认为，评价下调，从某种可能证明中国金融市场的长期增值空间有限。毕竟，从2013年开始，中国的支柱产业制造业持续疲软，2013年三月的出口值虽仍保持10%的两位数增长，但已几近没有继续扩大增长率的可能性。同样，有专家表示，人民币继续升值的空间也已不大。国家主席习近平周一对参加博鳌论坛的商界领袖表示，中国经济的超高速增长时代已经结束。

但在出口疲软的大背景下，中国的进口值却持续走高，3月我国进口同比增速为14.10%。此外，中国政府从2008年开始把更多地目光投在拥有13亿人口的巨大国内市场上，习近平表示，中国未来要把经济发展建立在主要依靠国内市场的基础上，要高度重视内需对经济增长的拉动，要走出一条科技含量高、经济效益高、环境污染小的具有中国特色的新型工业化道路。国内市场的成功挖掘，无疑也可拉动中国金融市场飞速发展。这从2012年中国政府发行的14527.33亿元国债大受追捧则可窥见。

国债进一步促进“城镇化”的完成

随着中国政府“城镇化”政策的进一步实施，国债所募集到的资金将持续大有用武之地。在两会前后，李克强强强调，城镇化是本届政府的工作重点，而新型城镇化是以人为核心的城镇化，并特别强调要防止连片，不能一边是高楼林立，一边是棚户连片。解决城市内部的二元结构，也是降低城镇化的门槛。可以认为，新型城镇化将会以人的城镇化为核心，实现城镇化从农业到非农业、地域上从农村到城镇、身份上从农民到市民的转变。这需要两个基础，一个是为农民提供更多并且稳定的职业，意味着每个城市要建立产业平台；另一个基础是，为进城农民提供市民应享有的一切福利和保障。

相关人士表示，此次两会提出的新型



城镇化，并非主要着眼于要建多少个国际大都市这种相较粗放的模式，而是更多地关注城市群的布局、农民的多项选择性、农村人口市民化后的保障工作，说穿了就是关注人和城的城镇化质量。因此，新型城镇化更加注重保障性住房、保障性医疗机构的建设，中小城镇的建设，产业布局和产业的转变等问题。

旧城镇化是怎样的？举例说明，虽然北京的城市已扩张至五环以外，城内商品房数不胜数，但由于房价太贵，不少外来务工人员与社会夹心层仅能合租旧房、住在城中村的平房，甚至租住在七环以外的河北省境内。而且，不少外地户籍的儿童甚至无法在北京上学和考试，农民工的社会保障体系也难以在城市中得到建立。资料显示，全国将近2亿进城农民工中只有200万左右通过买房、结婚等方式获得城镇户口。

相反，在四川省一些县市，尽管城内建设了宽阔的马路、大型的图书馆、体育场等公共建筑，新城高楼林立，但城市的空心化却致使平日街道上冷冷清清，鲜有人走动，不少居民到成都和省外大城市去打工，让漂亮的新城形同一座空城、鬼城。

而新型城镇化要解决的，正是此等已困扰中国人民多年的顽疾。据国家发改委介绍，新型城镇化改革发展中心配套措施，内容主要涉及土地、户籍、社会、医疗卫生及教育等民生问题。

新型城镇化的“新”，是指观念更新、体制革新、技术创新和文化复新，是新型工业化、区域城镇化、社会信息化和农业现代化的生态发育过程。“型”指转型，包括产业经济、城市交通、建设用地等方面的转型。毕竟，只有保证了民生，人民才能在城镇化过程中真正受益，城镇化才是李克强总理所

提到的“人的城镇化”。

而中国政府通过国债所募集的资金，恰好也会用于各种民生项目的建设。自2000年初中国政府提出“城镇化”概念以来，我国发行的国债则主要用于增加基础设施投入，支持国有企业技术改造，加大西部开发和生态环境建设，发展科技教育。2008年底全球金融危机的袭来，中国政府更是表示将发行7500亿元国债，并全面用于基础建设投资。

2013年两会后，新一届政府对新型城镇化的高度重视，更可从3月25日财政部向社会公布的相关资料生动显现：经全国人大审议通过的2013年中央财政预算总额达69060亿元，其中，教育、城乡社会保障和就业、医疗卫生、节能环保、城乡社会事务、交通运输、住房保障支出等民生项目，中央本级支出和对地方转移支付总共逾2万亿。

但是，2012年中央公共财政收入（不含债券收入）仅为56132.42亿元人民币，比起2013年的财政预算少了1亿元，资金缺口尚不小，而此时，用于民生项目建设的国债即起到了极大的作用。

此外，中国的新型城镇化的红利还会为中国债保证偿还能力，并通过中国经济的显示，从而反哺中国的债券价值。消息提示，新型城镇化的推动作用有五个方面：新型城镇化建设将创造大量新的投资需求；新型城镇化发展有利于扩大消费需求；新型城镇化进程有利于提高居民收入；新型城镇化将推动产业积聚和升级；新型城镇化有利于缩小城乡之间的差距和差别。

总而言之，新型城镇化可以提高投资和产业的质量，更重要的是可以提升居民的消费力。消息显示，按照新型城镇化的标准，我国城镇化每提高一个百分点，就可以

吸纳1000多万农村人口进城，并可以带动1100多亿元的消费需求。若成功，对国家经济的增长不言而喻。届时，国家财政收入和老百姓的财产性收入提升了，今天借出去的债务则显得微不足道。

地方城投债的“闻鸡起舞”

“新型城镇化”除了对农村和农民的关怀，还提出将继续着力实施“城市群”战略，未来中国新型城镇化建设，将遵从“公平共享”、“集约高效”、“可持续”三个原则，按照“以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展”的要求，推动城镇化发展由速度扩张向质量提升“转型”。

由国家发改委牵头，财政部、国土资源部、住建部等十多个部委参与编制的《全国促进城镇化健康发展规划(2011—2020年)》提出要求，在东部地区，优化提升京津冀、长三角和珠三角城市群，逐步打造更具国际竞争力的城市群；在中西部资源环境承载能力较强的地区，培育壮大若干城市群。在此基础上，优先发展区位优势明显、基础条件较好的中小城市，有重点地发展小城镇，把有条件的东部地区中心镇、中西部地区县城和重要边境口岸逐步发展成为中小城市。

而地方政府推出的城投债，对城市群的打造也同样有十分积极的影响。

事实上，尽管地方政府可以通过土地拍卖、征收地税等许多方面募集资金，但由于城市高速扩张所带来的高额建设费用，以及目前需求日益明显的各类环保、社保、教育、医疗卫生等保障性产品建设，加之地方政府的运作成本，不少地方政府仍然入不敷出。

今年两会，重庆市市长黄奇帆在接受采访时曾表示，重庆市的基础设施建设10年共投入了6000亿。而重庆市2002年开始实施土地储备制度，当时储备了40多万亩地。这十年用了20万亩，每亩赚200万，共计4000亿，扣掉征地本身的成本，有两三千亿的额外收入，抵销了重庆城市基础设施建设的大部分开支。但是，按照重庆市长的报出的收入上限来算，重庆市仍有3000亿元的缺口。

据黄奇帆介绍，重庆市目前的实际债务为2600亿元人民币，随着新一轮的城镇化浪潮以及中西部地区的快速发展，这一个数字很有可能会因源源不断的城市建设进一步拉大。因此，地方政府通过发行城投债所募集的资金，同样可以起到雪中送炭的作用。

2012年5月，财政部核定重庆市发行规模为63亿元的地方债，比2011年增加13亿元，其中三年期、五年期各占31.5亿元。在债券期限的分配上，轨道交通25亿元、水利建设3亿元以及二级公路还贷中的3.5亿元，共计31.5亿元安排5年期债券资金。2013年，国务院更是同意由财政部代理发行3500亿元地方债，弥补地方财政收支差额。这是我国自2009年发行地方债后，地方债发放额度最高的一次。

中国的金融时代“何去何从”？

当然，与国债对比，地方城投债的风险相对较大，这主要因为当前地方政府财政普遍存在一定的缺口，而且，由于不少城市的消费力不足，主要靠投资、密集型产业等粗放型增长形势，随着近几年经济的下滑，其税收收入以及出卖土地等预算外收入均明显下降，这对地方政府债券的安全性造成了一定的影响。但总体来说，通过分析目前已发行地方债的省市的产业模式来看，以及新型城镇化对这些城市的推动，安全性应该暂不是一个问

题。不过，一位不愿透露姓名的业内人士认为，尽管目前国债和地方债整体健康，但如果能着眼于全球市场，更多地在国际上发行，此举除了可以汲取更多资金外，还可以从一方面减轻国内群体在购买国债上的消费比重。毕竟，2012年底，城乡居民人均储蓄额达31047元，中国政府除了刺激老百姓的消费，而非让老百姓以各种形式把钱存起来。

消息显示，中国财政部自2009年以来，已经分三次在香港发行了金额为340亿元的人民币国债，并引起了国际国内的广泛关注。目前，日本、韩国、蒙古、东盟10国等不少与中国有密切贸易往来的国家均持有中国国债。据报道，在美元贬值之际，韩国可能动用其3070亿美元外汇储备中的一部分来购买以人民币计价的中国国债，从而提高购买回报。

但是，较之内发行的数目，这仅仅算九牛一毛。据财政部3月25日公布的《2012年和2013年中央财政国债余额情况表》显示，2012年内债发行额为14264.67亿元人民币，外债发行额仅262.66亿元，仅占总额的1.8%。中国金融业要更多地走向全球，路途仍要遥远。

《接11版

严格监管势在必行

监管空白埋发展隐忧

去年6月，厦门发生“融典担保”资金黑洞事件，账面亏空37亿元，已然为这种高利贷模式敲响警钟。而今年4月初发生的“众贷网”倒闭事件也不得不让人深思，影子银行的信用是否值得信赖。在种种问题不断出现的情况下，国家的监管体系的成立也已迫在眉睫。

我国影子银行规模不断发展壮大，据中国小额信贷机构联席会会长刘克崮的估算，截至2012年12月底，小额贷款公司机构数量已超过6000家，全行业贷款余额则逾6000亿元。从表面上看，大部分小贷公司并未踩过四倍基本利率的政策“红线”，实际上，通过一些私底下的运作手法，很多小贷公司的贷款利率高得惊人，平均达36%甚至以上。

“影子银行”的基本特征成就了监管的必然。资金来源受市场流动性影响较大；由于其负债不是存款，不受针对存款货币机

构的严格监管；由于其受监管较少，杠杆率较高。它具有和商业银行类似的融贷款中介功能，却游离于货币当局的传统货币政策监管之外。

目前影子银行的借贷、委托贷款等的利率很不规范。据有关专家预测，影子银行的平均年利润率达到了30%之多，而江浙一带地区的部分影子银行更是高得惊人。这种不规范、不统一、缺乏监管的高利率现象，也使经济的发展呈现不公平，给许多企业或投资者带来了更大的风险。针对这些情况，监管层应对影子银行的利率设定门槛，以规范其操作流程和发展状态。

由于影子银行的快速发展，影子银行的各种业务都并非银行或政府可以直接把握的，银行信贷早已无法全面地反映出社会的资金供求状况，这也对经济发展和货币政策带来了巨大的隐忧和挑战。

影子银行由于缺乏明确的监管政策和相应的界定标准，其发展游离于金融监管之外。没有明确的监管部门，没有明确的监管手段和方式，造成监管难度很大，监管空白时有发生。

行业人士建议，我国的金融监管不能区域割裂、行业割裂，必须加快成立金融领

域的总协调部门，形成没有中间障碍环节，“一通到底”式的金融监管体系。

建立新型风险监管体系

影子银行在我国的发展时间并不长，而且我国金融创新才刚刚起步，在当前全社会融资总量中，影子银行所占的比重仅有2%。但是影子银行的发展速度却让很多人瞩目，其发展不仅挑战着我国原有的金融结构，也开始对现今的监管体系和货币政策有所挑战。

不过，考虑到未雨绸缪，有关专家开始呼吁完善金融调控手段，并建立起新型风险监管体系。我国影子银行总体存量规模并不大，但理财产品和民间借贷等对实体中小企业已产生不小的冲击，监管层面已经意识到其可能带来的潜在风险，因此对影子银行的监管须得加强。2011年1月银监会发布《中国银监会关于进一步规范银信理财合作业务的通知》，加强了对影子银行的微观监管，以规范影子银行的各项操作。

除此之外，还应加强影子银行的信息披露，透明化、公开化地面对公众；完善影子银行的相关法律，让影子银行的发展有

序、健康的发展；鼓励金融创新，积极推进当前金融发展模式的转变，让影子银行的发展适应经济的发展，取得双赢的成效。

中国影子银行的发展存在着许多的不合理和问题，但不可否认的是，其存在与发展也有其合理性。中国社会科学院世界经济与政治研究所国际投资室主任张明此前在新浪发表名为《中国影子银行体系研究报告(摘要)》的文章，指出中国影子银行体系的产生与发展有其合理性。这一合理性主要体现在：第一，这是中国商业银行在金融抑制环境下自发实施的金融创新，既扩展了传统金融服务的边界，又缓解了金融抑制的程度，有助于提高储蓄投资转化能力与资源配置效率；第二，为各种类型企业提供了必要的流动性缓冲，在一定程度上缓解了宏观调控不确定性对企业生产经营造成的不利冲击。

中央财经大学民生经济研究中心主任李永壮认为，目前我国银行、证券、基金、保险的业务交叉越来越多，逃避监管的方式层出不穷，这些机构却分属于一行三会分别监管，政策协调难度也会越来越大。因此，这样的监管现状亟待优化，以确保不留监管空白。

监管中健康发展

影子银行的发展虽然存在一定的风险和不合理之处，然而其出现与发展亦是中国经济发展到如今的结果。对金融改革、建立新型金融和货币体制、推动新经济的发展有着积极作用。在利用其积极影响的同时，对其存在的隐患也应有所防备。

监管体系的建立和完善已经刻不容缓。4月25日有媒体报道称，中央国债登记结算有限责任公司已经暂停信托理财产品、券商资管产品、基金专户在银行间债市开户。同时，人民银行也暂停受理报备。国家对国债的监管已经扩大到信托、理财产品等影子银行，国家对影子银行的整顿和规范也渐趋逼近。

影子银行的发展时间很短，在短短的几年时间里其规模已经突破二十几万亿，发展势头锐不可当，在经济发展中的地位也愈发重要。其规模和资产的增长趋势不会停止，但是国家和政府对影子银行的监管和利用将逐步加强。

有理由相信，在严格的金融监管之下，我国的影子银行将稳步增长，继续发挥着对经济增长提供流动性支持的巨大作用。