

如何硬化地方政府的预算约束

■ 马骏 中国人民银行研究院首席经济学家

我在以前的文章中多次讲过,应该建立一个以地方债(或称市政债)为主体的地方政府融资体系,用来逐步取代目前以贷款、信托和其他理财产品为主的较不透明的融资方式。长期来看,地方债应该占到地方政府资本性项目融资来源的50%以上。除了增加透明度之外,这个新体制还将降低地方政府面临的期限错配的风险、避免风险过度集中在银行体系,从而降低系统性的金融风险。

但是,在关于地方债问题的讨论中,仍有不少人认为,由于中国地方政府面临软预算约束,如果给了它们发地方债这个新的融资渠道,地方债务的总量和风险会变得更不可控,因此不应该允许地方政府独立发债。

持有上述观点者主要是担心地方债务风险的继续扩大,但是这个观点的前提也就是“地方政府的预算约束是无法硬化的”,则是一个过分悲观的假设。从国际国内的经验来看,通过引入债券市场和一系列配套改革来硬化地方政府的预算约束是完全可能的。这些配套改革的许多内容已经在三中全会报告和今年政府发布的改革规划中有所体现。下面我具体讨论市政债市场和这些配套改革为什么能够硬化地方政府的预算约束。

一、立法规定债务上限和财政透明度度的作用

通过立法明确地方政府的债务上限,并要求地方政府提供全口径财务报告和保证透明度,是市场经济国家硬化地方政府预算约束的法律基础。不同的国家根据其历史和政治体制的特点,做法有所不同。比如,美国各州和地方政府均由本级议会颁布管理地方债务的法律,而巴西则在国家层面通过的“财政责任法”来对地方债务进行约束。以巴西在2000年通过“财政责任法”为例,该法及配套法律规定市级政府的净债务余额不得超过经常性财政收入的120%,并明确规定了公共债务的口径、对或有负债的财务处理办法、财务报告的频率、债务审计以及对违反财政责任法的地方政府和官员的具体惩罚条款(包括官员坐牢)等。这项法律在建立地方财政纪律方面起了非常积极的作用。从2002年到2008年间,巴西的公共债务占GDP的比重从55%大幅下降到38%,其中主要的债务下降来自州政府的层面。

中国也应该借鉴国际经验,用立法的形式规定地方政府的债务口径、债务上限(与某些流量之间的比例上限)、地方人大的审批责任、审计责任以及对违规者的具体惩罚措施。

二、地方政府资产负债表的作用

根据国际惯例和市场要求,只要是发行地方债的政府,就必须编制和公布其广义政府资产负债表。这些资产负债表必须满足几个条件。一是全口径,即不但要包括政府机关事业单位,也要包括政府负有偿债责任的融资平台和其他国有企业。二是不但要包括传

统意义上的直接负债,也要包括担保、应付款、通过BT方式举债等多种较为隐性的和或有负债。第三,这些资产负债表必须经过独立审计。如果民间审计无法保证可信度,应该考虑让中央审计部门来审计地方政府的资产负债表。

地方政府将资产和债务存量公布于众后,许多有财务知识的人士就能判断该政府的财政稳健性,也会有学者和财务分析员来比较不同地方政府的偿债能力。这种财政和债务透明度的提高,将对地方政府的债务总量以及各种显性和隐性的担保行为构成制约。最近在一些地方试编资产负债表的过程中,这种“以后要公布”的威慑力量已经开始体现出对地方政府行为的约束力。

三、信用评级的作用

地方政府在独立发债之前,一般都应该获得信用评级。评级公司从债务与偿债能力、财政表现、政府管理水平及经济前景几个方面来评价地方政府的信用风险。在国外,没有信用评级的债券一般都被视为高风险的债券,融资成本较高。要取得信用评级,地方政府必须要向评级公司披露财政收支和资产负债等信息。如果披露不足,评级公司会根据其他信息做出对信用风险进行评级,并提示“透明度不足”为其重要风险。

评级的一个重要功能是用统一的标准对不同地方政府的财政稳健性和透明度进行评判,稳健性和透明度较差的地方政府所得的评级当然就较低,从而面临改善的压力。另外,评级在很大程度上决定了市政债的融资成本,稳健和透明的地方政府可以获得“低成本融资”的奖励。因此,为了追求较高的评级(某种意义上是市场对地方政府业绩的“打分”)和较低的融资成本,地方政府必须要增加透明度和加强其财政纪律。在债券发行之后,评级公司还会根据地方政府的经济、财政运行和透明度的变化来修改评级或展望。这些对评级和展望的修改也会影响地方债的收益率和地方政府的未来融资成本。

四、债券发行过程的作用

在地方政府独立发行债券的过程中,地方政府必须要公布财政收支报表、资产负债表,披露或有负债,提供对本地经济、财政收入、财政支出、债务水平和债务占各种指标的比例(如债务和净债务占GDP和经常性收入之比例等)以及偿债能力指标(如未来几年还本付息占经常性财政收入之比例等)的预测。另外,还必须披露各种风险因素,包括收入预测是否十分依赖于土地价格、资产的估值方法是否合理、期限错配问题、被担保实体的违约概率等等。在许多国家,发行过程中地方政府要向投资者做路演,一些专业的机构投资者会提出大量的问题,并会表示如果问题得不到满意的回答就不认购债券,或要求更高的利率来补偿缺乏透明度带来的风险。发行过程中的各种披露和投资者的反馈机制,会增加地方政府的财政透明度,迫使地方政府对过度举债产生顾忌。

报(如ROE,ROA)也明显高于国有企业。

此外,无论是在南开大学的《2012中国上市公司治理评价报告》,还是上证公司治理指数和香港GMI公司治理指数里,民营企业公司治理指数普遍高于国有企业。这里,公司治理指标包括内部治理(如董事会、监事会、股东会之间的相互制衡)和外部监督机构(如会计师事务所和资产评估机构的公正和制约)。这在一定程度上反映了为何民营企业在运营效率 and 创新能力方面会领先于国企。国企的问题不在于属性,而在于管理。然而,在建立和完善现代企业制度上,国企改革面对的是一条荆棘之路。要改变公司治理制度上的“先天不足”,不仅仅需要政策上的智慧,还需要釜底抽薪的勇气和决心。

自十八届三中全会以来,上海、广东、安徽等地纷纷开始试行国企改革方案,以破除各种形式的行政垄断为目的,以规范经营决策、提高企业效率、增强企业活力进一步深化国有企业改革。同时,坚持机会平等,废除对非公有制经济各种形式的不合理规定,消除各种隐性壁垒,鼓励非公有制企业参与国有企业改革。在管理层股权激励制度上,让国企高管可以合法的受益于企业的盈利增长,同时将管理层的利益与中小股东的利益捆绑在一起。

以上举措一定程度上鼓励了市场对于“国企改革”概念的关注,但是股价的表现反应一般。究其深层次原因,笔者认为市场对于改革方案能否标本兼治仍持谨慎态度,对改革的长期效果持观望态度。

良好的公司治理并非简单依赖一套完整的程序、惯例、人事与合规制度来影响企业的日常管理。第一部阐述公司权利和义务的《公司法》在1993年正式生效,经过20多年的发展,国企的公司治理架构似乎仍旧“貌似神离”。虽然三会(股东会、董事会、监事会)皆

有人说,地方政府对债券利率不敏感,无论什么利率都会借款,所以市场机制不起作用。这种看法有两个问题。第一,事实上,中国的许多地方政府和平台对利率已经有一定的敏感性了。比如,去年下半年债券利率明显上升的时候,城投债的融资量明显下降,而过去几个月债券利率下行之后发行量就明显回升。而且,随着本文所提高的其他各项改革的推进,地方政府对利率的敏感性还会继续提高。第二,即使地方政府对利率不敏感,在较高利率下也希望大量借债,但投资者会控制对这类高风险债券的需求。在风险极高的情况下,根本没有人去买这些债券。也就是说,虽然债券的供给(发行方)没有受到足够约束,但需求方会有约束。最后能否融到资金,融到多少资金,是供求双方共同决定的。

五、二级市场中机构投资者的作用

如果说发行阶段的披露是对地方政府透明度的一次性“入场检查”,市政债在证券市场上挂牌交易之后,债券价格波动和由此导致市场参与者(如券商的债券分析员、债券基金经理、机构投资者)和财经媒体的关注将为地方政府提高透明度提供一种“永久性”的压力。债券市场每时每刻都在通过债券价格(收益率)来为地方政府的财政稳健性打分。一旦地方政府出现财政情况恶化、举债不审慎、支出不透明等情况,债券价格就会下跌(市场利率上升),投资界和财经媒体的评论、报道就会引起全社会的关注。投资者和媒体就会立即要求政府出面解释或者澄清,地方政府因此不得不持续提高透明度,约束其不负责的财政和融资行为。

六、个人投资者作为债权人的作用

应该设计一套体制,让个人能直接购买和持有市政债。老百姓直接持有(而非仅仅通过基金持有)市政债,尤其是当地居民持有其所在地发行的债券,会加大这些居民对地方政府财政行为的关注度和监督力度。一旦出现不负责的财政行为,个人作为“债权人”有权利也有动机(为了保护其持有的债券的价值)要求地方政府披露更多的信息,纠正不稳健的做法。

七、预警和债务重组机制的作用

有人说,如果地方政府违约,上级为了维持地方的公共服务和避免社会问题,一定会兜底,所以地方政府不会倒闭,因此软预算约束是无法硬化的。事实上,对付地方的财政风险,上级“埋单”只是选项之一,而且是“糟糕”的选项,因为它会导致更大的道德风险。还有更好的选项,可以做到既保证地方基本公共服务的稳定性,又让不負責任的下级政府受到足够的警告和处罚,从而制约其行为。

在这方面,哥伦比亚的交通灯体制(一种预警体制)和债务重组程序以及美国俄亥俄州对地方政府的预警体系值得我们借鉴。一个典型的预警体系的内容可以包括:上级政府通过一系列财务指标为下级政府打分,如

具,但是三者之间的有效制衡尚待改善。笔者认为良好的公司治理最困难的问题在于解决如下问题:追求利润和控制风险的平衡,短期利益和长期利益的平衡。让企业在相互矛盾的目标中,寻找较为完美的平衡并推动企业不断地发展和壮大。而在这其中管理层潜在的道德风险不仅仅是靠制度、条例和法规所能解决的。从公司治理的角度来分析,2008年全球金融海啸不是一个制度问题,而是道德风险的问题,投行高管过于注重短期的经济利益,而有意无意的放松了风险管理。

可能的方向是什么?首先,国企改革要解决管理层的“动机”问题。由于国有股东一股独大,无论是企业的高管任命还是战略决策某种程度上很难避免地会受到政府行政力量干涉。虽然短期来看,资源调配效率高,执行力强,可以达到“集中力量办大事”的效果,但与此同时企业的长期利益被忽视。一些高管也把自己看成是一位政府官员,而不是企业的职业经理人。他们的职业规划往往是希望能够通过扩大企业规模,贡献GDP增长,提高就业率来实现在政府系统内的升迁机会,而非追求企业利润、创新和可持续发展。企业的并购、整体上市、利润释放、融资时点等重要决策往往未能考虑企业实际需要,更不是中小股东的利益。而解决“动机”这个问题的一个“极端”解决方案就是在无关国家战略安全领域将国有股东转变成为被动的财务投资者,引入中小股东代表进入董事会,放权于中小股东,让监事会、股东会各司其职,让企业以经济效益为中心来不断发展和提升效率。

其次,应该设法解决“道德风险”的问题,而激励机制的完善是必不可少。目前,大多数国企管理层无法享受企业的利润增长,所以在一定层面上,管理者们会缺少提高企业净利润的动力。相反他们会通过各种理由增大开支,如增加雇佣劳动力,扩大投资等来获得



财经新闻

中国央行引导人民币汇率止跌回升

中国央行近日连续引导人民币汇率走高,促使市场猜测北京方面已决定逆转人民币近年最大幅度的一轮贬值。

中国人民银行(PBoC)6月9日设定的人民币中间价为1美元兑6.1485元人民币,相比6月6日的1美元兑6.1623元人民币上涨0.22%,是人民币自3月以来的最高中间价。6月10日,中国央行将中间价再次上调至1美元兑6.1451人民币。

相比在更大程度上由市场决定汇率的货币的变动,这可能看上去微不足道,但对中国严格控制的汇率而言,这是一个很大的飞跃。

自今年1月创下兑美元的最高汇率纪录以来,人民币已累计贬值逾3%,被中国央行的积极干预压低;中国央行在一个狭窄的浮动区间内管理人民币汇率。这是北京方面在2005年决定不再盯住美元以来人民币出现的最大跌幅,此轮下跌之前人民币汇率逐渐稳步地升值了大约30%。

澳新银行(ANZ)策略师们表示,上调人民币中间价的举措意味着,现在是“押注于”人民币“再度升值的时候了”。“我们原本认为,人民币再度升值将在今年下半年出现,但现在看来可能会早于我们的预期。”

传出升值信号之前,根据发布的官方数据,5月份中国录得360亿美元贸易顺差,这是五年半以来的最大单月顺差。5月出口同比增长7%,而进口同比下降1.6%,似乎表明国内经济疲弱。

如此之大的贸易顺差将增加来自美国的压力;美国长期抱怨中国干预市场,人为压低人民币汇率,使本国的出口企业更具竞争力。美国财长杰克·卢(Jack Lew)上月访问北京,转达美方对人民币此轮贬值的担忧。

近日中国央行引导人民币大幅走高,可能是为了在最新贸易数据出炉后化解美国和国际上的压力。此举也可能是央行长期计划的一部分,目的是逐渐让市场在决定汇率方面发挥更大作用。

“我们知道(中国央行)希望有更多波动,但又不能有太大波动,”渣打大中华区研究部主管王志浩表示。“他们在去年底阐述的政策包括扩大交易区间,减少干预市场,允许更多波动,并且让市场感受一下波动性加大是什么样的。”

中国央行在近几个月压低人民币的主要动机似乎是要惩罚投机者,这些人押注人民币持续单向升值,由此推动了巨额资本流入。造成中国货币政策复杂化的此类投机资本流入,已在近几个月减少,可能已经逆转。这使得北京方面悄悄地宣告胜利,并叫停贬值。

然而,对中国和中国的资本管制而言,有关人民币持续贬值的市场预期如果导致资本外逃,可能同样成问题。

6月9日,人民币即期汇率上升约0.17%,即期汇率与中间价之间的差距进一步拉大。这似乎表明,若没有官方的支撑,人民币可能进一步走低。

果某个下级地方政府进入到“黄灯区”(风险较大的区间),上级政府就应该给予警告,要求其提出财政调整计划,削减支出、赤字和控制举债;如果进入了“红灯区”(临近违约的区间),上级政府可以直接干预地方的财务管理,包括撤换其主管财政的官员,并禁止举债。一旦出现违约,上级政府应该根据法律规定的透明程序,介入协调债权人与地方财政的谈判,帮助达成债务重组的协议(比如本息延期支付,本金减值和减免利率等),在保证继续提供基本公共服务的前提下,全面重组地方政府,包括大规模削减公务员队伍。这些机制的目的,是让导致违约的地方官员承担责任,并以此对其他地方的不负责的财政行为给予警示。

八、滚动预算和长期财政预测的作用

中央政府最近已要求各地开始编制三年的滚动预算。我认为,今后还应该要求各地做更长期的财政预测,至少是要求独立发债的地方政府编制和公布债务可持续性的长期预测。对政府债务持续性进行预测,主要目的是识别未来的偿债风险和导致这些风险的原因。债务可持续性分析可以将目前散见于实体经济各个部门和领域的不同类型的风险(如地方政府融资金平台负债、各种担保、环境治理成本、养老金缺口等)集中体现在未来政府显性债务的数字上。有了这样的长期财政和债务预测,就会迫使地方政府考虑当前上项目、举债、担保等行为是否会增加未来的偿债风险,从而增加对当期的预算约束。(FT中文网)



对企业更大的管理权,以便于支配公司经营所产生的利润。即使以最近宣布的国企改革案例来看,国企管理层在薪酬方面,相比民营企业管理层来讲,如果不考虑隐形收入的话,明显偏低。这不仅容易导致管理层出现工作动力不足,也有可能使管理层从根本上失去追求企业利润的动力,从而引致利用职权,以权谋私等损坏公司长期利益的行为。笔者认为国企管理层的“动机”和“道德风险”是导致中国许多工业领域现在出现严重产能过剩的一个重要原因。

第三,就是要引入竞争。我们的研究发现同为国企,地方国企过去5年的财务表现,运营效率的指标和投资回报率都明显高于中央国企。中央国企多为垄断性企业,有其得天独厚的竞争优势。一方面中央国企有服务于社会福祉的使命,无法充分享受垄断利润。另一方面,地方国企在跨区域竞争中失去了当地政府的支持,不得不靠产品在市场上与其竞争对手一决高下。久而久之,地方国企在市场竞争中逐渐提高了运营效率和产品的竞争力。所以引入私有企业的竞争,创造私有企业能够与国有企业公平竞争的市场环境,某种意义上来说,直接关系到长期国企改革的成败。

笔者认为这一轮的国企改革应双管齐下,公司治理制度改革使管理层的利益与公司长期利益和短期的利益同时挂钩,最大程度上降低系统中的道德风险,从而释放被浪费的潜力和动力;同时引入市场竞争,迫使国有企业提高经营效率,产生优胜劣汰的机制,从而实现中国的经济转型和经济的可持续发展。(FT中文网)

中国国企改革要先理顺管理层“动机”

国企的问题不在于属性,而在于管理。然而,在建立和完善现代企业制度上,国企改革面对的是一条荆棘之路。要改变公司治理制度上的“先天不足”,不仅仅需要政策上的智慧,还需要釜底抽薪的勇气和决心。

■ 侯延珉 瑞银证券中国证券研究主管

十八届三中全会无疑掀起了新一轮的国企改革浪潮,这是改革开放以来政府第三次提出国有企业改革了。1978年的第一轮改革重点在于放权让利,完成了国企从计划经济到市场经济的转变,之后1992年第二轮改革则建立了现代企业制度,通过股份制改革来完善了国有资产管理体制。随着中国经济的蓬勃发展以及世界500强梦想的跃进,国有企业受益于政策、资源等优势,逐渐成长为如今规模庞大的巨型企业。

但过去20多年,高速的经济发展掩盖了国企自身的一些问题。随着中国经济增速逐渐放缓,国企运营效率低下、资源配置低效、产能扩张无序等问题逐渐显露,国企改革迫在眉睫。

我们的研究结果也证实了国企所面临的挑战。无论是短期还是中长期,我们发现民营企业的财务表现和投资回报率都明显优于国有企业。民营企业的过去3年平均总资产收益率(ROA)和3年平均净资产收益率(ROE)、毛利率和净利率都明显高于同行业中央国有企业和地方国有企业。而在企业的成长性和股权投资回报率方面,民营企业不但5年平均营业收入增速是遥遥领先,其股票投资回