地方债风险需警惕但也不宜过分夸大

□梁 朋

最近一段时期，国际社会上弥漫着对我国能否处理好债务问题的怀疑，有的认为中国的地方债已经成为国家层面的“负担”和国际社会的“担忧”，有的甚至提出中国债务危机论，进而唱衰中国经济。对此，我们要有清醒的认识，既要看到我国债务确实存在一定的风险，需要认真采取措施加以防范，但也要避免人云亦云，夸大风险，自乱阵脚，丧失发展机遇。

我国债务风险完全可控，没有到所谓“危机”状态

目前关于中国债务危机的论调此起彼伏，有的机构甚至预言：中国2014年要出事，2016年要出大事。我们认为国外一些舆论把中国存在一定的债务风险宣扬夸大成“中国债务危机”，要么是对我国债务实际情况和国情不了解，要么是别有用心、蛊惑人心的一种误导。主要理由如下。

从所有涉及债务安全的指标看，目前我国政府债务均在国际公认的安全线以内。国际上普遍认同衡量债务风险的指标是：政府债务余额占GDP的比重（负债率），以及财政赤字占GDP的比重（赤字率），而且把负债率60%和赤字率3%作为国际公认的“预警线”，低于这两个指标，通常就被认为是安全的。目前中国政府债务率和赤字率均处于较低水平，2013年末中央财政国债余额86750.46亿元，约占当年国内生产总值568845亿元的15.25%，即使将地方政府担保的国有平台公司债务等隐性政府债务也计算在内，我国地方政府债务余额大致在18万亿~22万亿元左右。也就是说，即使按照比较宽的口径算，我国政府负债率也就是约54%，低于国际公认的预警线60%。2013年我国赤字12000亿，赤字率2.1%，也低于国际公认的预警线3%。如果从外债角度看，2013年末我国外债余额为52625亿元人民币（等值8631.67亿美元），外债负债率为9.40%，债务率为35.59%，偿债率为1.57%，短期外债与外汇储备的比例为17.71%，均在国际公认的安全线以内。因此，一些国际舆论判断我国已陷入债务危机是缺乏根据的。

与大多数国家相比，我国债务安全状况较好，尤其是债务使用所形成的资产更加可靠。在国际金融危机的冲击下，2010年后世界主要发达国家政府债务占GDP的比重大多超过了100%；2012年欧盟有17个成员国赤字率超过欧盟规定的3%，14个成员国负债率超过欧盟规定的60%。2013年发达国家的负债率平均是107.1%，其中英国90.1%、美国104.5%、日本243%。这些国家无论是负债率还是赤字率都远高于我国，也高于国际公认的警戒线，但也还没有真正出现所谓的债务危机。

况且评价债务风险的高低，很重要的一条是看债务使用所形成的资产质量如何。与西方大多数国家的地方债用于政府行政性支出和社会保障等消费性支出不同，我国地方债在使用中有超过60%用于基础设施，其中很大一部分形成的是优质资产，有的城市通过地方债务投资所形成的资产评估值，已经超过了累积债务总额。

我国政府拥有足够的主权资产来覆盖其主权负债，在未来一个相当长时期内发生主权债务危机的可能性极低。截至2011年底，我国国有企业资产总额达到759081.8亿元，即使扣除约486090.8亿元的负债总额，净资产近272991亿元，利润总额24669.8亿元。按宽口径匡算，2010年中国主权资产净值接近70万亿元人民币，而且从发展趋向看，中国的主权资产净额均为正值且呈上升趋势。这表明中国政府拥有足够的主权资产来覆盖其主权负债。在未来一个相当长时期内，中国发生主权债务危机的可能性极低。

对地方债和地方融资平台的作用要辩证分析

我国地方债和地方融资平台确实存在一定的风险，但目前这个风险无疑是被夸大了。我们认为对地方债和地方融资平台不能“一棍子打死”，要在防范风险的同时把它的积极性一面发挥出来。主要理由如下。

关于政府债务的作用，现代经济理论早就形成了适度负债有利于经济发展的观点。我国地方债有的存在一些问题，但不应否定其积极的一面。地方债是一个伴随着工业化和城市化出现的经济现象，在发达国家的发展过程中可以清楚看到这一点。美国就是通过地方债筹集资金用来支持城市化和公共教育体系，用于修建道路、桥梁等基础设施建设。可以说没有地方债，就没有美国当今世界第一经济大国地位。同样，地方债在我国经济发展过程中，尤其是地方基础设施建设方面发挥了不可或缺的作用。地方债在管理方面是出现了一些问题，但功大于过。城镇化要想取得长足进步，没有地方债的持续支持恐怕也很难成功。

地方融资平台实质上是一种公私合作平台。公私合作平台在西方被广泛用于地方政府的基础设施建设。例如，从1990年到2009年，欧盟近1400个项目是通过PPP实现的，价值2600亿欧元。我国的地方融资平台，是以政府出资和公共资源为依托，采取市场化方式运作，承担特定基础设施和公共服务融资与建设任务的“特定目的公司”。地方融资平台是在特定背景下出现的“公私合作平台”，在我国经济社会发展、加快基础设施建设和改善民生等方面发挥了重要作用。现在和今后一个时期，地方财政资金能够用于基础设施的部分不会有太大的增加，借鉴和鼓励更多的公私合作平台项目，使民间资本、政府部门、社会组织在市场原则下互利合作，不仅可以解决建设资金问题，还可以改善国家治理体系，增强社会凝聚力，让更多的人分享改革发展的红利。因此，目前虽然有的地方融资平台不规范，但不应因此完全否定地方融资平台的作用。

对地方融资平台应实行分类治理。现在地方融资平台的确存在良莠不齐问题。好的健康的融资平台，要鼓励支持发展；差的脆弱的平台，要严加管理，防范风险。融资平台的风险更多地不在其自身，而是传导为金融风险，因此关键是要监控好地方债风险向金融风险传导的途径。在我国目前经济下行风险加大，城镇化进程加速的今天，一味否定地方融资平台和地方债是非理性的，甚至是危险的。

坚持市场决定、政府有为，化解地方债风险

在利用地方债和地方融资平台的同时，确实需要采取切实措施防范债务和金融风险。把地方债这个“近忧”与长期经济增长的“远虑”结合起来。

必须控制融资平台的债务规模和资金成本。控制融资平台资金来源的增加，降低融资平台的杠杆化率；稳定融资平台支付的利息，比如安徽省规定，利率不得超过一年基准利率的1.3倍（约8%），可以考虑把这一安排推广到全国；通过政府与市场关系的改革，解决道德风险问题，不能让银行，甚至“影子银行”觉得地方融资平台是政府的，政府是不会让它倒闭的，从而忽略了其应有的对风险的关心。同时，必须清楚：解决地方债和融资平台的问题不能操之过急。一个时期，为了控制地方融资平台风险，银行突然收紧贷款，平台不得不靠“影子银行”，抬高了资金成本，加大了金融风险。地方债和地方融资平台问题是一个时期以来累积形成的，“急转弯”只会把问题搞砸，对银行也没有好处。

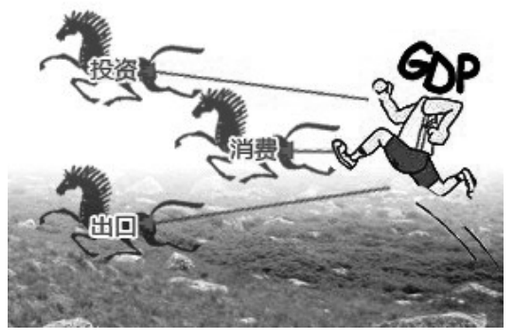
启动新一轮改革，建立一个可持续的财政制度框架。我们应该承认，目前蔓延的地方债和土地财政，是我国失衡的财政制度造成的。地方政府有责任，但主要责任在中央部门的制度设计。财政部应建立一个能监管所有融资平台的全国性体系，以保证只有处于良好财务状态的融资平台才可以增加借贷；组织财产审计，评估地方政府资产，编制地方政府资产负债表；地方政府需要编制中期，比如5年预算，包括未来的利息和资本偿还（也包括养老金责任）；在适当时候放开发行省级地方政府债券，使地方债在阳光下运行；开征财产税，对所有城市住宅征收，为地方政府奠定可持续收入来源。

整合地方政府资产和筹集更多资金。为防范风险，地方政府必须有足够的现金流，有能力按时偿还到期债务。可以考虑把能产生收入流的基础设施作为债券化试点的首选；利用资产管理公司帮助重组一些融资平台的债务；出售一些非战略性资产，比如对商场、宾馆、城市银行、钢铁公司、房地产等的持股；通过发行中期债券使债务展期，缓解偿债压力。

对中国特色社会主义的道路自信、理论自信和制度自信，也要求我们决不能跟在国外舆论后面，一味宣扬中国债务危机论，自己唱衰自己，而应该坚定信心，把握、掌控和利用好地方债和地方融资平台，把相应的风险控制在一定限度内，确保金融体系不出现系统性风险，利用好现代经济和金融手段，创造更好的发展机遇，为人民群众谋求更大的福祉。

宏观观察

拉动经济并无三驾马车



□王东京

学界称“投资、消费、出口”为拉动经济的“三驾马车”，当年在大学听教授讲“三驾马车”逻辑井然，我没怀疑过；后来自己读凯恩斯的《通论》，凯氏只强调投资与消费，未提出口，暗想可能是他疏忽了，不过脑子里就那么一闪，未作深究。2008年美国爆发金融危机，中国为保增长推出四万亿扩需，危机是成功应对了，可今天的产能过剩令人头痛，于是让我再次想到了“三驾马车”。

这里我不是要评点四万亿扩需计划，既往矣，木已成舟多说无益。但有教训我认为还是应总结，当然总结教训也不能就事论事，而是要对“三驾马车”从理论上作反思。我的问题是这样：众人皆说“三驾马车”能拉动经济，倘如此，那么它们拉动经济的机理是怎样的？或者说投资、消费、出口在经济增长中分别扮演什么角色？各自的作用有多大？只有把这些问题弄清楚，心中有数，政府才知下一步如何出手。

毫无疑问，若从某个时点看，“三驾马车”皆能拉动经济。凯恩斯当年说，经济萧条是源于国内有效需求不足。这判断是对的，企业把产品生产出来后没人买，产品压库，资金不能回流再生产便难以为继。凯恩斯又说，在这种情况下若政府去刺激投资或消费，能将那些压库产品卖出，企业则可继续生产。短期看，此推理逻辑上无破绽；但要是从长远看，以上分析又并非无懈可击。

多年前我曾撰文分析凯恩斯理论的疑点。行内朋友皆知，凯恩斯虽然主张刺激投资与消费，但认为扩需的重点是投资，理由是投资对扩需有乘数效应。我的疑问不在“投资乘数”是否存在，而是认为消费也有同样的效应。其实不只我这么看，今天的经济学教科书不仅讲“投资乘数”，同时也讲“加速原理”。不过前者是强调投资变动带动收入（需求）变动，后者是强调消费变动带动投资变动。既然消费能带动投资变动，自然也就能带动收入变动，殊途同归，是一回事。

举例说吧。某发电厂投资100万，其中80%用于买煤，20%用于消费，这样煤矿把煤卖给电厂，便得80万的收入；假定煤矿再用这80万的80%买机械，20%发工资，那么机械厂可得64万的收入；机械厂用64万的80%买钢铁，20%发工资，则钢铁厂可得51.2万的收入。以此类推，当初电厂100万的投资，最后会给社会创造出500万的总收入，故投资乘数为5。若换个角度，消费者拿100万去买私人轿车，那么汽车厂可得100万收入。汽车厂有了这100万，可再用80万买钢铁，20万发工资，则钢铁厂可得80万收入。接着推下去，100万的消费带动的总需求，不同样也是500万？可见，用投资乘数证明投资是扩需重点未免有些牵强。

我的另一困惑，是投资对拉动需求的作用究竟有多大？投资肯定能扩内需，效果也立竿见影；可问题是投资拉动的只是中间需求而非最终需求。道理简单，增加投资虽可减少企业积压，但一旦投资完成又会形成新的产能，假若消费跟不上，对原本过剩的产能就会百上加斤。这道理凯恩斯当然明白，所以他提出要重点投资公共设施，公共设施既不形成新的产能，还能带动私人投资，可一石二鸟、一箭双雕。

是的，投资公共设施不增加产能，而且也无需卖，似乎不存在“压库”一说。然而想深一层，若公共设施投资过度，导致设施闲置实际也是过剩或“压库”。再说，无论在何经济发展阶段，公共设施需求都是有限的，目前北京至天津建两条高速路已足够，就没必要再建新的高速吧？所以试图通过持续地投资公共设施拉动企业投资，甚至将公共设施投资当作拉动经济的“永动机”，那是不切实际的幻想。

说我的看法，与凯恩斯相反，我认为扩需的重点不是投资，而是拉动经济的另一驾马车——消费。明显地，消费与投资不同，投资只能拉动中间需求，而消费拉动的是最终需求。不知读者是否注意到近年来中央在讲扩需时的变化。十七大之前是讲“投资、消费、出口”；而十七大之后则是提“消费、投资、出口”。显然，消费与投资的排序变了。不要以为只是小的改变，排序改变的后面其实另有深意，至少说明中央认为对扩内需来说消费比投资更重要。

为何中央会这么看？用不着讲高深的理论，我们只需弄清一点，即生产的目的是什么？不二的答案当然是满足消费。既然生产是为了消费，那么无消费的生产就是为生产而生产。试想，为生产而生产是啥意思？生产不为消费岂不是发神经？所以扩需必须以消费为先，坚持用消费带动投资，用投资带动增长。事实上，任何没有消费的投资都是无效投资，除了增多GDP，其他毫无意义。

最后再说“出口”。不少人以为增加出口能扩大需求，其实这只是个误会。不错，将国内过剩商品出口到国外，短期会减少国内库存，拉动国内投资；但要知道，一个国家参与国际贸易并非为了转嫁过剩，而是分享国际分工的利益，这样在出口的同时，就必须进口，否则只出不进或出多进少，那等于是拿国内资源去换人家的纸钞（外汇）。请问不进口你要外汇做什么？若出多少就进多少，出口又怎会增加需求？由此看，凯恩斯当年未将出口作为拉动需求的马车并非他的疏忽。

写到这里，我归总的结论是：拉动经济只有“消费”与“投资”一驾马车，消费是“马”，投资是“车”，即“投资”得以“消费”为牵引。至于出口，那是国家间互通有无，若是进出口平衡，出口对国内需求的影响可忽略不计。而此结论的启示是：一国经济能否持续增长，关键在扩内需而非扩出口，尤其是经济大国，更不可将“注”押在出口上。

经济时评

怎样看当前房地产形势

□铁 语

中国的房地产市场的确到了关键点。但从今后的趋势分析，城镇化的目标预期和全面建成小康社会的发展要求将会为房地产业的总需求打下坚实基础，总需求与总供给的关系仍然是需求大于供给。可以概括地说，确保10年左右的房地产市场企稳，房价处于温和上涨是可能的。其中一线城市和部分二线城市由于传导末梢效应会延迟更长时间，甚至还有可能出现若调控不力而过快过猛上涨情况，而部分三、四线城市则可能提前遭遇供给大于需求而陷入长期的下行压力。

审慎看待几对关系

房地产业与宏观经济的关系。中国的经济总量与基本建设投资规模具有正相关性，而基建投资规模与房地产业投资规模亦具有正相关性，这种逻辑关系非常显著。2013年GDP总量56.88万亿，基建投资规模约占31.4%，其中房地产业投资约占15.1%（全年竣工房地产面积10.14亿平方米，全年销售房地产面积13.06亿平方米）。

房地产市场特征及市场主体关系。中国的市场经济具有从计划经济向市场经济过渡中的市场特征。确切地说房地产市场始终是政策扶持为主的市场特征（如预售制、项目公司政策等），在政府—开发商—购房人三者关系中购房人始终处于相对弱势的市场特征。

长此以往，开发企业已普遍陷入一个逻辑迷失：认为开发企业好就是房地产市场好，才能促进宏观经济好。

房地产市场与房价的关系。宏观调控理应针对市场规律和市场各方主体的关系不断推进。但客观上说目前只是针对房价，政策研究和制定者又普遍陷入另一个逻辑迷失：房价稳定就是房地产市场好了，就是宏观经济好了。计划经济沿续的诸多繁杂冗长的手续问题等一直缺乏改革而难以破解，人民群众关注的住房质量问题及维权难问题等由于缺乏改革仍未彻底改变。

房价趋势分析和评价

我们暂且把房价变动分为四个等级：

一是过快过猛上涨。此时房价既是经济问题也是社会问题，既是政策问题也是政治问题。当然大多数有房群体会很高兴；但刚需群体离“住有所居”目标更远更难达到，刚需群体又以年青人为主，网上发泄愤怒和不满是常见的表现形式。失去青年即失去未来，必须要从政治的高度从政策层面入手坚决防止房价过快过猛上涨。

二是温和上涨。此时对应经济稳健发展是相对比较有利的。对宏观经济层面企稳、对地方政府财税收入、对建设行业劳动力就业等三方面都相对有利。对绝大多数有房群体来说相对是利好；而对刚需群体相对不太有利，但由于不是过快过猛上涨仍不失为可承受或不得不可承受状态。

从城市细分来看，当全国处于温和上涨阶段，可能一线城市和部分二线城市房价会处于较快上涨阶段，此时应高度关注刚需群体的诉求。当处于该阶段时，主要矛盾和矛盾的主要方面就是解决刚需群体的需求问题，如研究土地出让金的相关政策，或通过自住房或共有产权房等方式破解，解决问题通过政策层面即可。政策的着力点就是防止房价从温和上涨转为过快过猛上涨，从2010年以后的政策效果看，基本实现了以上政策目标。

三是温和下降。摩根大通认为2013年中国房价上涨约20%，预计今年上涨约16%。当房价处于温和下降时，对宏观经济层面企稳、对地方政府财税收入、对建设行业劳动力就业等三方面都会相对有压力。但对调整经济结构、转变发展方式、适时出台改革措施却相对有利。对刚需群体相对是利好；而对绝大多数有房群体来说却是利空，如果温和下降且可控，没有大幅下滑使其多年积蓄所购房产严重缩水而造成恐慌，可能大多数会处于可承受或不得不可承受状态。

从城市细分来看，当全国处于温和下降阶段，可能一线城市和部分二线城市将难得处于非常温和的上涨或者既有温和上涨又有温和下降相交织状态，而大多数二、三线城市会处于普遍温和下降，其中部分会出现房价振荡，如温州、杭州，但原因比较特殊，有其历史的因果关系，或在2007年至2010年阶段曾有过过快过猛上涨记录，现在则不得不挤出泡沫。此时应高度关注绝大多数有房群体的心理承受压力以及对经济下行的心理暗示。当处于该阶段时，主要矛盾和矛盾的主要方面则是及时对房地产市场逆向调控政策的研究，如二、三线城市的调控力度和措施调整问题。政策的着力点是防止房价过快过急下降引发恐慌性焦虑。中国的市场经济还不是理性经济，房地产市场尤其不是，极易出现骨牌效应。中国哲学崇尚“势”，的确需要审时度“势”，稍不谨慎就会出现“势”不可挡下滑的趋势。这个度的把握的确极难，除去2008年的过度刺激，近年来还没有过这种逆向调控成功的经验，这也是部分专家学者极为担忧的。吴敬琏先生最近有个表态值得关注，他引述了亚当·斯密的话“人既是天使又是魔鬼”后指出，“不担心房价降不下去，更担心楼市崩盘”。应从政策层面做好应对，当然应少说多做，如部分逆向调控预案，如备好若干可随时出台的刺激经济措施包括既有建筑节能改造、城市基础设施改造等。

四是过快过急下降。此时房价既是经济问题更是社会问题，既是政策问题更是政治问题。广大有房群体由于已有房产大幅缩水会处于焦虑状态，对政策会心生不满情绪；而刚需群体相对会高兴。但楼市一旦“势”不可挡出现崩盘就会对宏观经济造成不可估量的打击，最终波及所有人，这是无论如何要避免的。政策一旦失去大多数人的拥护即是政治问题，所以更要从政治的高度把握好，坚决避免这一情况发生。

对当前形势判断的分歧

对当前形势的判断学者和行业人士分歧有二：一是是否已经开始处于温和下降阶段？二是即使已处于温和下降阶段，是否已经到了开始要过快过急下降的拐点了？政策研究和决策者的判断显然还不认同，既不认同开始处于温和下降了，更不认同到了拐点了。

2010年12月底，全国定基（2006年价格）为126.2，即房价相对于2006年上涨了26.2%。2013年12月底，全国定基（2010年价格）为114.3，即房价相对于2010年上涨了14.3%。2013年12月当月环比上涨0.70%、同比上涨11.51%，综合分析认为，全国处于温和上涨，但北上广深属温和上涨偏于过快过猛，而其他城市整体呈现温和上涨。2014年3月全国环比上涨0.38%、同比上涨10.04%，4月全国环比上涨0.10%、同比上涨9.06%。从4月全国环比、同比数据看，的确明显增幅收窄，开始进入温和上涨与温和下降交织阶段。其中北上广深4月环比分别上涨0.10%、0.30%、0.10%和0.20%，涨幅明显放缓。环比0.10%或是误差或是实际已转入温和下降阶段，这是争议焦点。

6月18日国家统计局公布了5月份全国70个大中城市住宅销售价格变动情况，5月全国环比下降0.32%、同比上涨7.84%，其中北上广深5月份环比变动分别为0.2%、-0.3%、0和-0.2%，房价出现明显的由温和上涨转为温和下降的拐点信号，应引起政策研究和制定者的高度重视。