

orffc / April 07, 2015 11:16PM

[債務重組而非中國版QE](#)

債務重組而非中國版QE

[轉載:上海證券報]

地方政府債務重組

近期財政部批覆1萬億元地方政府債務置換額度。我們認為，這項操作本質上是對地方政府[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務的重組[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]，通過用利率較低、期限較長的地方債券替換過去的高利率、短期隱性地方債務，有助於降低地方政府的債務負擔。

根據2013年的審計報告，地方全口徑債務規模約18萬億元，其中政府負有償還責任的債務規模(第一類債務)為10.9萬億元。雖然最新數據尚未公布，但根據2014年基建投資11萬億元的總規模估算，目前預計全口徑地方[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務規模[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]至少擴張了6-8萬億元，即達到約26萬億元，其中第一類債務規模約15萬億元。因此，對應2015年需償還的地方政府第一類債務規模可能達到2.5萬億元左右。鑒於[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]貸款項目[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]可展期，目前已批覆的1萬億元債務置換額度，將顯著降低地方政府的[[url=http://www.rlcpc.com.hk/drp.php](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)][color=black]債務負擔[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)]，降低因地方債務違約引發系統性風險的概率。

但市場關心的一個問題是，這次債務置換是不是[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務重組[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]的第一步，未來是否還會有進一步的措施來降低地方政府和融資平台的[[url=http://www.rlcpc.com.hk/drp.php](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)][color=black]債務負擔[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)]。

非政府部門[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]資產重置[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]

政府的[[url=http://www.rlcpc.com.hk/drp.php](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)][color=black]債務[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)]是非政府的資產，這次地方政府[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務置換[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]意味著非政府部門持有的資產的存量結構發生變化，收益率高、風險也高的資產減少，收益率較低、風險也較低的資產增加。在新預算法框架下，地方[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債券[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]依照省級政府的資產[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]負債情況[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]發行，抵押和償債來源清晰，安全性較高，可以降低銀行和非銀行債權人的持有風險。根據2013年審計報告，地方政府[[url=http://www.rlcpc.com.hk/drp.php](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)][color=black]債務[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)]資金來源中，50%源於銀行貸款，10%源於信托和證券公司。這次置換的債券大部分將為銀行持有，其中一部分可能通過二級市場交易轉變為非銀行機構的資產。這類資產與信貸資產不一樣，此類資產的價格具有逆周期性，在經濟下行階段價格上升(無[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]風險利率[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]下降)，為持有主體帶來正的財富效應。

降低融資的風險溢價

政府債券替換地方政府債務存量，實現了政府對地方債務的隱性擔保向公開擔保的轉變。這一變化增加了相關[[url=http://www.rlcpc.com.hk/drp.php](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)][color=black]債務[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)]的政府信用，降低相關融資的風險溢價。進一步，從這次[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務重組[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]有利於降低系統性風險的角度看，全社會融資的風險溢價也可能因此下降，從而有助於降低全社會融資成本。當然，由於資產重新配置的影響，風險資產供給下降，而無風險資產供給上升，可能給無風險利率帶來上升壓力。但在當前經濟增長疲弱的環境下，投資者風險偏好較低，融資成本的壓力更多來自於風險溢價而不是無風險利率。進一步看，無風險[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]利率[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]受到央行[微博]貨幣政策的影響大，貨幣政策操作可以起到抵消作用，而風險溢價受貨幣政策的影響不是那麼直接和有效。總體來講，我們判斷，這次地方政府債務置換將有助於降低社會融資成本。

沒有免費的午餐

這次債務置換有收入分配上的含義，由於政府債券收益率明顯低於貸款等其他形式的[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]債務利率[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]，銀行的利息收入下降；地方政府用低息的債券替換[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]高息[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][[url=http://www.rlcpc.com.hk/drp.php](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)][color=black]債務[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)]，其[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]利息支出[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]將減少。因此，這一替換在分配過程中有利於地方政府，而不利於銀行。當然，銀行獲得安全性和流動性更高的政府債券，提高了其資產質量，同時上述的政府債券價格逆周期的特性也可能帶來潛在收益的提升。

這似乎是個各方共贏的局面，非銀行部門的[[url=http://www.rlcpc.com.hk/drp.php](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)][color=black]債務負擔[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/drp.php)]降低，銀行部門總體受損不大。但從更深層次看，這裏面包含道德風險。有些地方政府的債務擴張和房地產市場聯系在一起，尤其是土地起到融資[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]抵押品[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]的作用。在一個市場出清的情形下，債務違約的壓力將促進[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]房地產市場[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]調整，包括土地價格的下降。如果這次債務置換通過降低那些地方政府的債務負擔而阻礙了[[url=http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)][color=black]房地產市場[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/mortgage.php)]房地產市場的調整，那意味著短期融資條件的改善並不利於中長期結構調整。從這個角度看，政府對進一步的[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務重組[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]措施，尤其涉及融資平台的政府償還責任不清晰的部分會比較謹慎，需要觀察這次[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務重組[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]措施，尤其涉及融資平台的政府償還責任不清晰的部分會比較謹慎，需要觀察這次[[url=http://www.rlcpc.com.hk/iva.php](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)][color=black]債務重組[/[url](http://www.rlcpc.com.hk/iva.php)]措施。

[rlcpa.com.hk/iva.php](http://www.rlcpa.com.hk/iva.php)債務重組對整體經濟和金融環境的影響。

客觀上起到改善融資條件效果

債務置換本質上是<http://www.rlcpa.com.hk/iva.php>債務重組，並不是中國版QE，與貨幣政策沒有直接關係。這裏，需要重新審視一個問題——政府的<http://www.rlcpa.com.hk/drp.php>債務管理是否影響市場利率和非政府部門的融資條件。全球金融危機之前，主流的貨幣政策框架是央行通過調控短期利率影響中長期利率，其基本假設是不同期限的金融資產的可替代性強。最近幾年，美聯儲等央行的量化寬松(QE)是在<http://www.rlcpa.com.hk/mortgage.php>短期利率接近零的情況下，央行通過購買長期國債來降低期限溢價或者說風險溢價，其理論基礎是不同期限的金融資產的可替代性不是那麼強。按照這個邏輯，在同等的貨幣條件下，政府的<http://www.rlcpa.com.hk/drp.php>債務的期限結構影響收益率曲線，進而影響非政府部門的融資條件。這次中國地方政府<http://www.rlcpa.com.hk/iva.php>債務重組可以說是一個財政影響融資條件的例子。

當然，這次財政操作不僅是債務期限的調整，還涉及利率的降低，也就是<http://www.rlcpa.com.hk/drp.php>債務償還負擔的降低，在客觀上起到放鬆貨幣的效果。在金融周期的下半場，銀行信貸和非政府部門杠桿率高企，信貸所帶來的實體經濟部門<http://www.rlcpa.com.hk/mortgage.php>利息負擔沈重，實體部門需要更多資金還本付息。政府用債券替換銀行<http://www.rlcpa.com.hk/mortgage.php>貸款，降低了實體部門的利息成本，以及與此相關的貨幣需求，同時政府<http://www.rlcpa.com.hk/drp.php>債券是安全性和流動性高的<http://www.rlcpa.com.hk/mortgage.php>資產，意味著流動性資產供給增加。
