

orrfc / 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債務的重組，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債務規模至少擴張了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。鑒於貸款項目

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債務負擔，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債務重組

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債務負擔。

## 非政府部門資產重置

政府的債務是非政府的資產，這次地方政府債務置換

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，地方債券依照省級政府的資產負債情況

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，地方政府債務

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(無風險利率下降)，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債務的政府信用，降低相關融資的風險溢價。進一步，從這次債務重組

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，無風險利率

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債務利率

，銀行的利息收入下降；地方政府用低息的債券替換高息債務，其利息支出

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，非銀行部門的債務負擔

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抵押品的作用。在一個市場出清的情形下，債務違約的壓力將促進房地產市場

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房地產市場

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

債務重組措施，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

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利息負擔沉重，實體部門需要更多資金還本付息。政府用債券替換銀行貸款，降低了實體部門的利息成本，以及與此相關的貨幣需求，同時政府債券是安全性和流動性高的資產，意味著流動性資產供給增加。

---