

■财经时评

# 特别国债利息偿付应有约束机制

如果特别国债的利息负担也需要由纳税人来承担,而国家外汇投资公司和获得特别国债注资的商业银行不承担相应的利息成本,这会让它们产生“免费资本”幻觉,虚增它们的利润,从而导致扭曲的激励机制和结构,对国家外汇资产的长期稳健经营带来不利的影响。

◎彭兴韵

继1998年为补充当时的国有商业银行资本而发行2700亿元的特别国债后,为国家外汇投资公司筹集资本而发行的特别国债如人们预料的那样正式步入了中国的金融活动当中。8月29日,财政部以4.30%的利率直接向境内金融机构发行6000亿元10年期的特别国债,为了避免特别国债对市场流动性带来较大的冲击,央行立即通过公开市场操作吸收了首次发行的全部6000亿元的特别国债。应当说,本次特别国债的发行,体现了央行与财政之间在改善我国流动性管理、推动国家外汇资产结构的调整和特别国债发行等诸多方面密切的协调与配合。

对于15500亿元特别国债对我国金融体系会有什么积极的影响,人们给予了极为乐观的评价;剩下的9500亿元特别国债该以什么样

的方式发行、发行的期限和利率如何确定,社会公众有何种投资机会,大概不久也会有确切的答案了。然而,既作为具有期限约束的债务性融资活动,特别国债到期后该如何偿还就是绕不过去的问题。或许是因为特别国债已被人们习惯地视为政府债务,用不着担心政府的信用风险,乃至觉得特别国债该如何偿付的问题并不值得关注。

实际上,政府煞费苦心地将以特别国债的期限设定在10年期以上,就体现了政府对将来特别国债偿付的考虑。由于我国原有的国债期限集中在3-7年,为从央行手中购买外汇资产和为国家外汇投资公司筹集资本而发行的特别国债期限被安排在10年期以上,既可以减轻政府未来偿债的压力,又符合筹资作为资本金的要求。然而,作为债务,无论它的期限多长,也无论它的用途如何“特别”,到期后政府总是应当承担债务

本息的偿还义务的。而且,按照特别国债每半年支付一次利息的利息偿付计划,在半年之后,与利息偿付相关的种种问题都会走进公众的视野。

特别国债的偿付资金来源,不外乎以下几种:向中央银行借款或透支;继续发行特别国债,以新债还旧债;增加税收和由国家外汇投资公司最终承担债务的本息负担。《中国人民银行法》明确禁止了财政向中央银行借款或透支的做法;以新债还旧债又会使政府的债务规模持续不断地扩张,并非长远之计。剩下的,以税收方式来债务偿付融资大概是一个便利的做法。这次的特别国债发行规定,特别国债每半年支付一次利息,按照确定的4.3%的票面利率来计算,每年为此所支付的利息支出将是258亿元。我们暂且假定15500亿元的特别国债的利率都是4.3%,且期限都是10年,那么,总共需要为特别国债支付6650亿元的

利息。如果特别国债最终都由税收来支付,那么,这6650亿元的利息支出将会直接形成政府财政支出中的一个重要组成部分,这并不是一笔小的利息支出,再加上15500亿元的本金,将会极大地挤出我们的私人消费或者投资。

对于特别国债的偿付,应当充分考虑其资金用途的“特殊性”。特别国债与其他公共支出融资的国债不同,它对应着一个确切的盈利性金融机构,无论是国家投资的国有银行还是国家外汇投资公司,均是如此。尽管同样是政府债务,但由于其融资资金的支出及用途存在根本性的差别,因此,特别国债的偿付机制也本应当为公共产品融资的国债偿付有显著的区别。正如有关当局强调的,发行特别国债将国家的外汇储备资产转移到国家外汇投资公司后,有利于提高我国国家外汇资产的收益。既然特别国债具有改善外汇投资的收益之功效,国家外汇投资公司也就成为了政府主导下的盈利性机构。在此情况下,要将为国家外汇投资公司而筹集资本金的国债利息支出转嫁到纳税人的身上,不仅会挤出私人消费与投资,而且还导致了国民收入的不公平分配。

为了避免支付特别国债的本息

偿付负担转嫁给纳税人,我认为,国家外汇投资公司应当从每年实现的利润中直接提取利息偿付基金,即通过实现的利润来支付特别国债的利息。这样的特别国债利息偿付安排不仅应当适用于国家外汇投资公司,过去为国家控股的国有商业银行补充资本而发行的2700亿元的特别国债也应当采取这样的办法。

这至少有几个好处。首先,它尽可能地实现了公平性,为特别国债的发行和使用增加了公共约束机制;其次,它为国家外汇投资公司施加了一定的约束,也有利于实施动态收益的评估和绩效考核。倘若国家外汇投资公司所赚取的收益不足以偿付特别国债的利息支出,那么,我们应当对国家外汇投资公司的经营状况进行反思了。第三,通过这样的安排避免了将一个政府机构债务转化纯粹为公共债务,从而强化了相关机构的预算约束。如果特别国债的利息负担也需要由纳税人来承担,而国家外汇投资公司和获得特别国债注资的商业银行不承担相应的利息成本,这会让它们产生“免费资本”幻觉,虚增它们的利润,从而导致扭曲的激励机制和结构,对国家外汇资产的长期稳健经营带来不利的影响。

■看法

## 信用档案共享机制可推动诚信社会建立

◎王力

8月29日上午,中国人民银行副行长苏宁在国务院新闻办公室举行的新闻发布会上指出,近几年来,人民银行在信贷征信体系方面取得了重要进展,最重要的标志就是集中统一覆盖全国企业和个人的信用信息数据库建成并宣布投产运行。目前,这个数据库已经为1200多万户企业建立了信用档案,为5.7亿自然人建立了档案。

市场经济是一种信用经济,如果没有良好的信用环境,将导致社会交易成本大大增加,效率急剧降低,不仅银行业务不能有效进行,整个社会生活都会出现严重问题。我国学者研究得出的结论是,我国市场交易中因诚信缺失、经济秩序问题造成的无效成本已占到我国GDP的10%-20%,直接和间接经济损失每年高达5855亿元,相当于中国年财政收入的37%,国民生产总值每年因此至少减少两个百分点。

令人欣慰的是,信用信息数据库的建成,正对改善整个社会信用环境产生重要作用。最近世界银行集团全球商业环境报告进行了一种衡量,它说由于企业和个人信用信息数据库的建成,中国的信用指数由2003年的3%上升到4%,亚洲经济组织平均是1.9%。据国外机构分析,这个指数每提高1个百分点,可以促进GDP增长0.9%,促进生产率提高0.7%。

但是,笔者认为,在我国目前诚信状况依然不够优良的情况下,能否实现信用档案的共享将直接决定着诚信社会建立和发展的步伐。实际上,即使在银行系统,很长一个时期内信用档案的共享问题也未真正完全解决,信贷诈骗就是一个明显的例子。同一个人,在一家银行因不能正常还贷违约的情况下,依然能够在另外一家银行获得贷款,导致数亿元的骗贷案每年都有发生。据有关方面统计,目前我国个人汽车消费贷款的呆坏账已逾1000亿元。其中,四大国有商业银行占了呆坏账总额的81%以上。

因此,信用档案的建立只是一个方面,更重要的是,要尽快实现资源的共享。在这方面,我们可以借鉴美国的做法。美国是世界上最早建立信用档案共享机制的国家之一,有一整套完善的个人信用制度。美国已经建立的三大信用局覆盖了全国以及海外的分支机构,收集了美国1.8亿成年人的信用资料,这些资源有供需要的人分享。美国信用局每年出售6亿多份消费者信用报告,每月进行20多亿份信用数据的处理工作,每年的营业额超过百亿美元。

信用档案的共享有效地解决了交易过程中信息不对称的问题,由对整个社会信用规模的扩张和信用行为的规范有直接的促进作用。在我国,银行信贷规模的扩张总是伴随着成本的大幅提升,其根源在于了解信用信息的时间成本和经济成本过高,效率过低。由于信用信息的作用未能有效发挥作用,银行不得不逐一对待贷款者进行调查,尽管如此,骗贷者依然很容易骗取银行的信任。而在美国,由于银行、工商企业能够及时地从信用局获取相关信息,骗贷行为得逞的概率大大降低。

信用档案共享机制的最大好处,不仅是信用信息获取的便捷,同时信用信息获取的成本也非常低廉。美国各商业银行和信用卡公司在对消费者发放贷款时,向信用局购买信用报告的成本一般只有0.5美元左右,如果银行或公司自己调查,仅交通费一项就不会如此之少。而且,网络的发展使得信息的共享变得更加方便,基本上随时需要随时获取,大大提升了相关企业获取客户信用信息的同步性。

信用信息共享机制不仅大大降低了信用交易的成本和时间,也有利于信用资源的优化配置,使全社会都能有效地监督企业和个人的信用行为。在共享的信用信息机制之下,不诚信者将受到来自于社会各个方面的惩罚。一旦出现违约等不良记录,其再次获取贷款的难度不仅增大,授信机构还要求其承担较高的贷款利率,接受更为严格和苛刻的条件。由于失信成本太高,人人都会有所顾忌,不愿记录被写入资产的信用档案,从而,促进整个社会不断走向诚信。

个人诚信是建立诚信社会的基础。在我国信用信息数据库已经为5.7亿自然人建立了档案的情况下,我们应该充分发挥这些信用信息的作用,避免信息的浪费,同时也避免信用信息的垄断,防止因信用信息垄断而产生寻租行为。

## 开拓股市和创业的通道

◎诸葛立早

“多层次市场建设可以抓紧起步了”,这是中国证监会副主席席光日前接受媒体采访时发出的一个信息。当然,这个信息决不是泛泛而论,它有着明显的指向性,那就是:适时启动创业板,在很大程度上缓解中小企业融资难的问题,同时也可以进一步完善资本市场的结构和功能。

此时此刻,席光提出适时启动创业板的问题,别有意味。它反映了我们对股市功能的认识深化。过去,我们曾经把发展证券市场的好处概括为四个“有利于”,即有利于巩固和增强公有制经济的主导地位,有利于改革投融资体制,有利于国有企业转换经营机制,有利于促进产业结构调整和社会资源的优化配置。后来,我们又提出股市也是投资者致富的平台之一。这些当然都对,现在,让股市为创业者提供舞台,它反映了我们认识的“与时俱进”。

最近看到一篇文章,一位朋友在股市热火朝天时吐露了一种莫名其妙的忧虑:“前些日子盘算了一下,我身边这些朋友辛辛苦苦干了好几年,挣的钱比不上炒股,或者买房子增值的利润,我想这个社会心理能不失衡么?还创什么业呀?干脆大家都不干活了,专门炒股票吧,这对社会效率的损失会相当大呀。甚至我有一种朦胧的担心,如果大家把精力用到研究怎么分配财富,而不是创造财富,会形成另一股新的专制力量。”我以为,这位朋友的判断或许可怕,甚至我有一种朦胧的担心,如果大家把精力用到研究怎么分配财富,而不是创造财富,会形成另一股新的专制力量。”我以为,这位朋友的判断或许可怕,甚至我有一种朦胧的担心,如果大家把精力用到研究怎么分配财富,而不是创造财富,会形成另一股新的专制力量。”

股市是投资者致富的平台,依我之见,似乎包含了两层意思,一是投资者可以通过投资股市获得投资收益(当然也包括投机收益),二是创业者(也包括风险投资人)可以通过股市的退出机制,获得创业收益和风险投资收益。投资炒股票(包括投机)对经济是极为重要的,从某种意义上说,它可以帮助市场分摊风险、提高股市流动性。但证券市场的繁荣,可以产生很多很好的结果。最好的结果,就是鼓励大家都来创业,股市一牛,整个社会都可以看到,啊,公司股票上市能赚这么多钱,一下子就成了“富豪榜”,马上热血沸腾,我也来办企业,大家都办企业,哪怕从开小店开始。虽然炒股可以赚钱,那也是赚小钱,但在股市中,更赚钱的方式是自己创办公司,然后让公司上市,这最赚钱,而且是赚大钱。股市的这种拉动效应,可以把一个国家的创业活力最大程度地激发出来。美国的证券市场历史,特别是纳斯达克的发展史,对世界的社会资源向更优化的方向配置,进而推动新一轮一轮技术创新,是显而易见的。祁斌先生说,“只要这个世界有人需要资本,而又有人能提供这些资本,在曼哈顿南端的这个伟大的金融市场就不会消失,会有无数的人们来到这里,实现他们自己的梦想。”因为,在这里,股市和创业的通道是畅通的。

创新,是一个民族的生命;创业,是一个民族的固本。股市为创新和创业鼓舞与呼,是一种神圣的使命。

## 上市公司疯狂圈地存在巨大风险

◎冯光明

苏宁环球集团以6.7万元/平方米楼板价、44亿元天价拿下单价“地王”成为近期上海顶级房地产市场的一个焦点。而此前,上海豫园商城以35.02亿元天价竞得武汉一块土地,创下武汉“地王”纪录;万科旗下的东莞新万公司以26.8亿元的价格拿下东莞塘厦大坪地块;北辰实业与北京城市开发集团联合体以92亿元夺得长沙一块土地,楼面地价超过每平方米3500元;深圳振业集团以10.6亿元摘走天津河东区新开路东侧一块3.68万平方米的地块,楼面地价每平方米8800元……

近期不少地产类上市公司增发股票大都与拿地有关。金地集团、保利地产、万科等上市公司相继增发股票,苏宁环球也发布公告,拟定向增发3.8亿-4.2亿股,募集不超过110亿元的资金。上市公司争相充当“地王”是由其融资优势决定的。一块土地动辄需要几十亿元,这部分资金如果靠银行贷款,一是手续繁琐,受到许多条件的严格限制,二是贷款需要承担的成本非常高,仅贷款利息一项就不是一般企业所能承受得了的。相比之下,上市公司不仅融资成本非常低廉,并且风险也是由众多投资者分担的。这或许是上市公司在圈地方面所向披靡的重要原因。

上市公司疯狂圈地正在制造并加大市场风险。首先就是未来



漫画 刘道伟

的房价滞涨乃至下跌风险。现在,“地王”之所以不断出现,其中一个重要原因在于人们对未来的房价普遍存在着一个非常好的预期,问题在于,一旦这个好的预期被房价停止上涨甚至下跌打破,上市公司囤积的如此之多的土地势必会贬值,从而,给广大投资者带来巨大风险。北京师范大学金融研究中心主任钟伟研究后认为,我国房地产开发商在土地储备上沉淀的资金已经达到1.5万亿元左右,潘石屹的估计还要高,为2万亿元。即使以贬值20%计算,也是一个天文数字。

香港四大地产商之一恒隆集

团主席陈启宗在不久前的博鳌房地产论坛发出如下警告:“内地土地交易实际上已经出现‘面粉贵过面包’的现象,也就是说土地的价格高过周边的房价,这是很危险的事情。”SOHO中国董事长潘石屹也不无担忧地说:“楼面地价高出同区域房价,这不太正常,可能存在着很大风险。创‘地王’纪录的往往都是上市公司,这才是真正的‘泡沫’,通过‘土地’将房地产和股票中可能存在的泡沫都结合在了一起。”

上市公司通过股市的低成本融资,到市场上圈地,对那些非上市公司构成了极大的不公,因为至

■上证观察家

## 发行央票应成为控制当前流动性过剩的重点

◎胡斌

去年以来,在中国经济关键词中,“流动性过剩”这个词出现得非常频繁,受到广泛关注。其实流动性这个概念并没有严格一致的认识,立场与环境流动性指代的对象也不尽相同。主要有三种解释,一是指央行货币投放,二是指金融资产总量,三是指商业银行的头寸。一般来说流动性是指央行货币投放,主要以M2表示,流动性过剩是指M2供应量过大,增幅过快。M2=K×B,其中K为货币乘数,B为基础货币。K取决于三大因素,即商业银行存款准备金率、超额存款准备金率以及现金/存款比率。由于出口强劲,人民币升值吸引投机资本进入,央行被动投放大量基础货币,在贷款扩张推动下,货币供应量居高不下。过剩的流动性推动房地产、股票等资产价格不断上升,一旦形成泡沫并由突发因素引起泡沫破裂,将对金融安全形成极大的威胁,因而化解流动性过剩将成为当前保障金融安全的最主要任务。

在货币乘数控制有限的情况下,控制流动性应将重点放在对基础货币的控制。控制基础货币在于,一是控制贸易和资本项下外汇资金流入,但这一措施具有中长期的性质,短期效果不明显。二是加大公开市场对冲操作,主要是发行央票和特别国债回收过剩流动性。当前相对于其它手段特别是提高存款准备金率优势更为明显,应成为流动性控制的重点。

从流动性过剩成因来看其化解之道在于控制货币乘数和基础货币两个方面。前者是指控制商业银行的存款准备金率,超额存款准备金率和现金/存款比率。准备金率的调控余地已不大,今年以来,央行已6次上调存款准备金率,目前存款准备金率已升至12%,接近历史最高13%的水平。随着存款准备金率的不断上调,金融机构超额存款准备金率随之不断下降,已降至2%左右,金融机构

放在对基础货币的控制。

控制基础货币在于,一是控制贸易和资本项下外汇资金流入,但这一措施具有中长期的性质,短期效果不明显。原因在于:出口退税政策对贸易顺差影响需要时间,且是否有效尚不确定;出口导向型产业结构的调整需时间;目前国内实施较严格的资本管制,进一步提高资本管制来控制外汇资金流入的政策空间有限。

二是加大公开市场对冲操作,主要是发行央票和特别国债回收过剩流动性。当前相对于其它手段特别是提高存款准备金率优势更为明显,应成为流动性控制的重点。

其一,回收流动性效果显著,在目前市场流动性明显宽裕情况下,采用公开市场操作可以起到即时收缩的目的,定向票据的发行对于压缩资金充裕银行的流动性和警示其贷款投放更具有显著作用;而在市场流动性并未过剩需提前调整流动性的情况下,则宜采用上提准备金率进行收缩。其二,债券品种可以不断创新以及扩容。作为当前最主

要的回收流动性品种央行票据,是央行的主动负债,其发行数量(7月末余额为3.2万亿)取决于央行本身,并无数量上限约束。此外,债券品种仍可不断创新,如发展资产支持类、公司债等,当前正在发行的1.55万亿特别国债是一项有益的尝试和创新。其三,发展债券市场是加强未来流动性管理的最佳途径。流动性过剩是金融市场的问题,最终应当由金融市场来解决,而不断发展完善债券市场、丰富债券投资品种、市场扩容,加大公开市场操作正是管理流动性的根本。其四,发行票据较存款准备金率对商业银行经营负面影响较小。虽然两者都有挤压银行贷款、影响银行盈利的负面效果,但票据的收益率相对准备利率要高,实际上部分商业银行的成本可由央行承担。其五,在回收流动性的同时,票据发行也有引导市场预期,调控货币市场利率的作用。1年期央行票据的发行利率对货币市场利率的影响较显著,并可引导2至5年期以及10年期以上的长期利率的走势。

(作者为交通银行发展研究部博士)