南開大學 金融发展研究院 Institute of Finance and Development

学术观点 时政评述 资讯汇编

金融发展文摘

2013年4月第03期

总第(38)期

本期目录

要闻精编

证监会确认与 MSCI 等国外指数公司交流.....2

一季度基金产品分化初显 股基遇冷创新 ETF 升温.....3

债市扫黑或升级：更大扫黑风暴将开启.....5

热点聚焦

二季度地方投资现躁动 部分省市超过年财政收入.....11

人民币快速升值凸现套利空间 千亿美元借道入境.....13

黄金避险功能迷惑了投资者.....16

专题评论

人民币对美元汇率再创新高 4 天升值幅度超去年全年.....17

中国金融体系旧病复发.....20

“中国地方债已经失控”.....21

南开之声

夏斌：大量投放货币只可能会带来经济崩溃.....23

周立群：天津经济“三高模式”面临挑战专家建议价款转型.....24

田利辉：《金融世界》访谈天津故事.....26

要点精编

证监会确认与MSCI等国外指数公司交流

此前媒体报道指出，大摩与证监会、外管局就其MSCI新兴市场指数加入A股权重正式沟通，这一消息在4月19日得到证监会的确认，同时证监会指出，正与包括MSCI在内的国外指数公司探讨外汇管制、财税等事宜。

这被认为是监管部门此前向海外市场大力推介中国内地股市的一个重要的延续动作。此前沪深证交所在国际市场进行了多场路演，希望吸引海外资金对中国内地市场的兴趣。深交所总经理宋丽萍在今年“两会”期间曾表示，“推动境外主要指数机构将深市股票纳入投资指数”是深交所今年的工作重点之一。

MSCI新兴市场指数加入A股权重必将带动跟踪该指数的指数基金大量配置A股，QFII总量和单一QFII规模的限制都要突破。专业人士对腾讯证券表示，A股纳入MSCI虽为大势所趋，但这项工作不会一蹴而就，还需要相应的审批以及外汇政策的放开相配合，是一个逐步推进的过程。

分析指出，大摩计划将中国股票的权重提高到30%，其中A股权重为17%。据悉，当前跟踪该指数的被动型指数基金规模在1万亿美元左右，一旦加入A股权重，按权重计算，将有1700亿元美元配置A股，相当于1万亿元人民币。

另据海外投资界人士透露，安硕（iShare）等其他顶尖国际指数公司也在与中国有关机构接洽，讨论在其主要全球指数中纳入A股事宜。英国富时指数公司首席执行官3月初曾表示，中国A股最少只需要三年时间就能进入全球股票基准指数。他预期将在未来12个月内与中国监管者展开官方的交流。

除此之外，有香港媒体周四指，中央为RQFII(人民币合资格境外机构投资者)加码已有半年，新批出的2000亿元人民币额度最快将于本月底启动。而今日有媒体证实指，证监会和外管局已经开始接受基金公司相关产品申报，两个月内管理层予以冻结的状况出现松动。

分析人士指出，去年12月，A股上涨很大程度是QFII和RQFII入市带动，近两个月RQFII和QFII却挂空当，市场正能量削弱。如果“双Q”近期重启，或许有望给回调200余点的大盘，再注活水。

而数据也显示，中外投资机构对 A 股投资热情略有升温。今年 3 月，中外投资机构在 A 股市场大举开户入市。其中 QFII（合格境外机构投资者）3 月份共开立 26 个 A 股账户，创下自金融危机爆发后 4 年半来单月开户纪录，显示出外资积极投资 A 股的势头。

一季度基金产品分化初显 股基遇冷创新 ETF 升温

今年初，基金产品上报开始松绑。

《每日经济新闻》记者发现，一季度结束后，各基金公司产品分化效应初显。大型基金公司纷纷发力固定收益及细分指数市场，对传统股基发行较为冷淡；中小型基金中，业绩突出者，接力布局股基市场，而另一些基金公司则寄望于创新型产品突围。

股基持续遇冷

年初，新基金发行进一步市场化，产品上报由原来可同时上报 3 只普通型产品、1 只创新型产品和 1 只 QDII 产品，转为准备案制。在这一制度下，基金常规产品审核期限按照程序将缩短到 20 个工作日内。目前基金产品审核期限为 6 个月，通常情况下，基金产品从申报到获批需要一个多月的时间。不过对分级基金、理财基金、跨市场跨境 ETF 和其他较为复杂的产品，还是按照原本的审批程序，在六个月内进行审核。

这也意味着基金公司产品发行将不受通道限制，布局也更具自主性。如今，一季度已过，颇具市场代表性的大型基金公司年初产品布局已初见端倪。统计显示，今年前 3 个月，排名前六的基金公司中，除广发基金已经发行股票基金外，其余 5 家基金公司均在债券等基金上接连发力，唯独对权益类主动型基金“意兴阑珊”。

刚刚过去的一季度，华夏基金已发行了 10 只基金。去年末上报的保证金货币基金，今年 1 月 11 日获批，不到两个星期即投入发行，月底宣告成立。在此之前，华夏理财 21 天也已推向市场。此外，华夏基金共上报了一年期定期开放、纯债等 4 只债基，目前已经获批的 3 只，现已全部成立。

易方达也加速基金推进步伐，尽管在数量上不及华夏，但今年以来也已经发行 5 只基金。此外，在创新型产品上，去年底上报的中债新中期票据债券 ETF 目前仍在走审批流程，易方达还上报了另一只中债高信用等级债券 ETF。

同样，博时基金今年以来已经分别发行了普通债券、短期理财及海外债券 QDII 三种不同类型的固定收益产品。

不过，这一数量上的快速推进并未惠及股票基金，华夏基金产品发行资格恢复将近一年，还未有一只权益类主动管理型基金问世。博时基金上一只股票型基金，也得追溯到去年八月。易方达近一年也没有股票混合型基金问世。

相比之下，嘉实和广发基金稍显积极，2 月上旬，嘉实基金(博客,微博)上报了研究阿尔法股票型基金，不过这也是嘉实基金在今年发行 3 只基金、上报 5 只基金之后，第一个股票基金计划。

广发基金算是规模前十的基金公司里，对布局主动性权益类产品比较积极的一家。2 月初，广发新经济(310358,基金吧)股票基金募集成立；3 月初，又上报了另一只轮动配置股基。

《每日经济新闻》记者注意到，今年以来，发行股票基金的多为中小基金公司，除了上投摩根、景顺长城等去年业绩突出的公司产品发行规模突破 15 亿元之外，其余基金公司难有起色。广发新经济股票募集 8.22 亿元，已属中上水平，不过这一规模与其同一时间发行的理财 30 天债基相比，仍相去甚远。数据显示，广发理财债基短短 3 天时间里募集近 50 亿元，随后火速成立；广发新经济股票募集 1 个月，仍难突 10 亿元门槛。

发力创新型 ETF

大型基金公司紧靠银行客户低风险渠道，积极铺设固定收益类产品，中型基金公司则是寄望于创新型产品发力。

过去一年，华泰柏瑞和嘉实沪深 300(160706,基金吧)ETF 成立，两只基金合计募集超过 500 亿元，单只基金募集至少接近 200 亿元，之后短期理财基金汇添富理财 30 天更是发出 244 亿元的巨额规模，这也是自 2010 年起的两年低迷期后，规模最大的两次新基金发行。今年初，市场上首只国债 ETF 发行，国泰基金一举募集 54.23 亿元，产品直指创新。创新也成为基金公司眼中的产品突破口。

今年初，多空产品在券商资管中首次现身，广发证券(000776,股吧)开发的金管家多空杠杆集合资产管理计划，内含做空功能，利用“多空份额”的设计提供杠杆放大效应，同时提供下跌市况中的避险投资工具。

此后，基金公司迅速响应，欲将这类多空工具搬上交易所市场公开运行。不到一个月内，中欧、中海、国泰相继上报沪深 300 指数多空分级基金。三只产品还处在受理阶段，3 月，汇添富就抢先上报沪深 300 正向 2 倍、沪深 300 反向 1 倍、沪深 300 反向 2 倍等 3 只杠杆 ETF。此外，大成基金 3 月 21 日提交了沪深 300 多空分级 ETF，比普通的多空分级 LOF 更方便快速套利。

在指数 ETF 的细分市场上，竞争同样激烈，华夏将去年获批的 5 只行业 ETF 打包发行。时隔不久，汇添富也上报了中证医药、金融、能源及大消费 4 只细分行业 ETF。去年曾凭借沪深 300ETF 实现规模激增的华泰柏瑞基金，今年仅上报了两只产品，分别是中证申万医药生物及食品饮料 ETF。

此外，随着指数限制的放开，在去年华泰柏瑞及嘉实基金率先推出沪深 300ETF 之后，基金公司陆续上报同类挂钩沪深 300 指数的产品，其中，国金通用上报了沪深 300 指数分级基金；嘉实基金进一步挖掘细分市场，开发沪深 300 指数研究增强型基金；兴业全球(340006,基金吧)也在已经拥有一只沪深 300 指数基金的基础上，再度开发沪深 300 分级定期开放基金；招商则在股票收益率的敏感度下工夫，首推沪深 300 高贝塔指数分级基金。据统计，今年上报的以沪深 300 命名的指数基金多达 13 只。

（每日经济新闻）

债市扫黑或升级：更大扫黑风暴将开启

庞大的国内债券市场，由于缺少有效的政策规范，正在被一个个权力寻租者蛀出巨大的利益黑洞。

了解内情的高层人士告诉《中国经营报(博客,微博)》记者，“这个问题不解决，中国的银行界将再次背负上数千亿甚至数万亿元的不良资产，中国的金融安全也将被画上重重的警戒线。”

这并非危言耸听，一位游走于国内外的国际律师也告诉记者，“中国在高端理财领域目前已出现很大的缺口，这一缺口高达数千亿元。”而他则正在为这数千亿元的不良资产寻找国际买家。

稽查风暴背景：债市黑洞正影响中国的金融安全

从金融稳定性的角度来说，银行贷款之外的其他形式信贷滋生是风险增长的源泉。

据上述律师预测，中国在债券领域的不良资产可能会高达数万亿元，并由此对中国的经济和社会发展产生重大的负面影响。

在此之前，三大国际评级机构中惠誉和穆迪先后下调了对中国主权信用的评级，4 月 9 日，惠誉宣布，将中国偿还长期本币债务的评级从“AA-”下调至“A+”，4 月 16 日穆迪将中国主权信用评级展望由“正面”下调至“稳定”，中国的政府债券评级仍为 Aa3 不变。

尽管评级机构对前景的评价依然属于“稳定”，但值得注意的是，这是自 1999 年以来中国首次被调降评级，同时，两家国际评级机构先后下调中国信用评级最主要的理由是，中国的地方融资平台债务风险和影子银行风险。

这意味着，针对地方平台债务和影子银行风险进行排查，以防患于未然已显得极为必要。而排查最大的突破口，放在债券市场不失为明智之举。一如惠誉指出，在截至 2013 年 2 月的 12 个月中，仅有 55%的社会新融资采用了银行贷款的形式，低于 2009 年的 76%。从金融稳定性的角度来说，银行贷款之外的其他形式信贷滋生是风险增长的源泉。

事实上，对于潜在金融风险的预判和防范，国家政府部门早有认识。2013 年全国两会期间，国家发改委所作的“国民经济和社会发展报告”中就释放出了重要的信号，国家发改委主作张平强调，“2013 年，对货币市场要加强监管，坚决守住不发生系统性和区域性金融风险的底线。”

不仅如此，由于中国要继续发债，稳定债市、规范市场操作行为，已经成为中国下一步经济发展的必要之举。根据国务院前总理温家宝所作的 2013 年政府工作报告，“国家将继续实施积极的财政政策，并提到要适当增加财政赤字和国债规模。今年拟安排财政赤字 1.2 万亿元，比去年预算增加 4000 亿元，其中中央财政赤字 8500 亿元，代地方发债 3500 亿元。”

有测算显示，自从 2008 年出台的“四万亿”救市计划开始，从中央到地方的发债规模已经高达 20 万亿元甚至更高。

监管层治债：整顿固定收益灰色地带

市场恐惧可能招致政策干预，将潜在的信用风险问题转化为真实的政策风险。

种种迹象表明，由中央发起、公安部直接参与和主导彻查债市违规交易的风暴才刚刚开始。

中信证券(600030,股吧)相关负责人 4 月 16 日表示，该公司固定收益部执行总经理杨辉已经被公安机关带走，中信证券称其是“因为私人原因”被带走；万家基金固定收益总监邹昱也已被证实因个人行为被公安部门调查。这场风暴同样席卷至银行。4 月 17 日晚间，齐鲁银行固定收益业务的元老级人物徐大祝被曝“已被公安调查拘留”。

对此，中信证券相关人士对本报记者证实称，杨辉因个人原因配合调查，与公司无关，具体情况不清楚。

尽管尚未有官方消息表明，此三人被公安机关调查与其在银行间市场的违规交易有关，但已引发债市圈集体的恐慌。

有知情人士表示，这场从去年底开始进行的“肃清”运动范围涉及银行、券商、基金、信托等各类金融机构，牵涉入内的人员或有更多。目前该案已经由公安部经济犯罪侦查局直接参与和主导。

记者获悉，已有商业银行展开内部自查，主要向交易员问询代理情况、丙类户可疑交易记录、交易记录与同期市场公允价值比较等。

“公安直接插手，肯定不会是关于基金和券商之间的利益输送，而是关于商业贿赂或者职务犯罪等刑事问题。应该是国家审计署对债市做了一个总体调研之后，写过相关内参给国务院相关领导，对银行间市场采取的统一措施。这个背景很深远，邹昱只是个小虾米。”接近证监会的一位人士告诉记者，“因为债市交易存在一定的隐蔽性，要找到证据，一定要拿到银行间全市场的数据。证监会、银监会拿不到，只有中央监管部门和央行才能拿到数据。”

在国家审计署网站上，可以看到审计署广州办官员刘升华于 2012 年 12 月 25 日所发表，题为《我国银行间债券市场丙类账户监管问题研究》的文章。该文指出，“对我国银行间债券市场丙类账户的监管至关重要，关系着债券市场整体监管的成败。”

另据消息人士透露，在中央高层的高度关注下，审计署从去年年底开始进行银行间市场的全面核查。而事实上，审计署对债市的潜在问题早有警觉，如 2011 年内蒙古的国债招标舞弊案，即是审计署调查发现。

这一系列整肃或许正源于监管层对影子银行风险的担忧。沪上某基金公司高管表示，最近几年，银行理财产品规模急速增长，引发系列问题，导致央行、银监会想要摸底调查银行的表外资金风险并整顿影子银行，并在十八大之后开展了相关调查活动。结果，在调查中发现了不少问题，所以才引发了各部委联动合作调查债市。

他表示，今年以来，证监会对券商开展的现场检查银证合作问题，就是由央行调查影子银行问题引发的。此外，券商、基金人员此番被调查也是由监管层调查银行问题牵扯出来的。

利益输送链条：代持“服务费”及“手续费利差”

目前证券监管部门比较默许的一种代持方式是付息代持，主要目的是用来避税，指的是付息时，券商或基金可将持有的债券卖出去，付完息再将其买回。

知情人士告诉记者，“在券商、基金的固定收益部门，有一个算一个，几乎百分百存在代持关系，由于缺少严格的法律规治，在中国这样一个人情社会，代持关系之下利益输送的存在几乎同样显而易见。”

对于这种利益输送的机制，业内人士李红（化名）表示，“在债券市场上，存在三类账户，甲类账户主要由商业银行持有，乙类账户一般由信用社以及券商、基金等准金融机构持有，丙类账户一般是公司或企业，主要是非金融机构法人。其中，丙类账户不能直接参与债券交易，只能通过甲类账户代理交易结算。”

“由于银监会对商业银行下的甲类账户管理较为规范，至少有操作后台可以监控，所以甲类账户的风险相对较小一些。比较大的风险或利益输送行为存在于乙类账户和丙类账户之中，即乙类账户以放大杠杆头寸和雪藏效益不好看的债券为由头，将部分债券转由丙类账户进行代持。”

“头寸大小对乙类账户有着重大意义。举例来说，某券商的盘子有 100 个亿，按照目前政策允许的 40%杠杆率，那么它最多可持有 140 亿的债券额度。有时券商为了应付检查，提供较好的业绩表现，会把一些表现差的债券转出去由他人代持。而更多时候，为了放大头寸，继续买债，也会把部分债券转出去由他人代持，而丙类账户则是最好的选择。”

显然，丙类账户并不会无偿做这样的事情，这里面就存在一笔不菲的“代持服务费”，而除了“代持服务费”之外，丙类账户通常还可以获得一笔利率价差。

李红告诉记者，“不要小看这利率价差，也许丙类账户持有时间仅仅一个月或者几天的时间，也是一笔巨额收益，因为债券的额度动辄都是数十亿上百亿的。”

由此，能够获得“代持服务费”和“利率价差”的丙类账户身份也并不简单，“代持时不用真金白银出钱，短短时间就能轻松获取数百万元甚至千万元收益，可以想见他们与券商的关系。而事实上，不少丙类账户的持有人通常是乙类账户的亲友，中信证券杨辉此番出事点，便是用亲友之名开设的账户。”李红说。

值得注意的是，目前证券监管部门比较默许的一种代持方式是付息代持，主要目的是用来避税，指的是付息时，券商或基金可将持有的债券卖出去，付完息再将其买回。但同时，对于监管部门对于市场上“代持”潜在的利益黑洞问题缺少足够的重视。

“一般来说，农信社管得比较松，我们可以让他们代持债券，约定时间、约定价格，高卖低买，赚取差价。”某券商债券交易员表示，“据我所知，同事基本都做过。没做过，只能说混得太差了。只要你能拿到券，找到钱，债券代持的利益空间很大。有一些交易员毕业

3 年，可以全款在北京买两套房子，一辆 50 万元的车。基本没有人查，合规部的人即便要检查，大家也可以把他们糊弄过去。”

“丙类账户”悬疑：债券风险集散地

由于交易模式存在隐蔽性，现在市场上丙类账户有相当一部分比例的交易是通过代持等模式来进行的。

丙类账户是此次事件的关注焦点。刘升华提到了一个非常重要的数据，“截至 2012 年 9 月，我国债券市场债券托管量（含央行票据托管量）为 25 万亿元，其中银行间债券市场债券托管量为 24.1 万亿元，占 96.4%。银行间市场中丙类账户占比较大，非金融机构投资者交易活跃。据不完全统计，通过结算代理人进入银行间债券市场投资的债券托管类账户共 7899 个，占银行间债券市场全部投资者的 71%；而非金融机构投资者为 6549 个，占债券托管丙类账户的 83%，为银行间债券市场的重要参与力量。”

对于丙类账户的特点及其潜在的交易风险，刘升华指出：“为了投资更具有灵活性，规避更多的监管限制，这些（债券市场）资金大多是通过丙类账户来运作，丙类账户的份额、规模及交易频率越来越大。”

同时，由于交易模式存在隐蔽性，现在市场上丙类账户有相当一部分比例的交易是通过代持等模式来进行的，交易过程和结果在常规的债券交易系统上没有体现，监管部门也难于监控这种情况，由此，对于丙类账户交易因素、背景，以及是否伴随不法行为等，外界不得而知。

此外，由于资金方面的压力，丙类账户的单批次购入和卖出交易一般是短暂的投机行为，即以较少的资金在银行间债券市场交易份额中分得相当大的蛋糕。更多情况下，控制人直接或间接操纵几个甚至几十个丙类账户进行关联交易。通过操纵，从名称上看不出直接联系的关联账户，丙类账户对目标债券进行买进和卖出，可以实现混淆交易对手视线、扰乱市场价格等目的。

正是这些特点存在，刘升华表示：“丙类账户正导致以对敲等为主要交易方式的异常交易不断增加，在一定程度上造成了市场失灵；交易双方的代持行为屡禁不止，部分金融机构以此逃避监管，丙类账户实现空手套白狼；内幕交易时有发生，往往涉及非法利益输送行为；违约率不断增长，2011 年以来，我国债券市场波动剧烈，收益率也瞬息万变，银行间债券市场上丙类账户的违约、毁约事件频频发生，涉及金融机构的账面公允价值损失动辄数千万甚至上亿元。”

事实上，基于“丙类账户”的潜在风险，监管部门曾经有过叫停行为，但是由于从一开始就没有有效监管，丙类账户的存在以及消失也就不在监管之列，2012 年下半年，媒体爆出消息，称“央行密召四大银行闭门会议，丙类账户或变身甲类”，此后政策没有下文，但丙类账户之一债券市场的风险却一直存在，甚至如刘升华所说，丙类账户的监管已可以上升到关乎整体监管的成败。

债市监管：政策缺失成最大弊端

在不断被强调的金融混业经营之后，金融风险无疑被放大，及时出台有效的监管措施已经越来越重要。

对于目前债市监管过程中存在的问题，上述接近证监会人士表示：“真正原因是银行间市场点对点交易的重大缺陷。债券交易，按照证监会法规，超过公允价值上下 50 个 BP（0.01%）算作违法犯规，在 20~30 个 BP 区间内，由公司自定规则，予以警示。至于价格波动 5~10 个 BP，公允价格看不出来，因为银行间市场实行的是点对点交易，没有连续交易机制，价格都是一对一谈的，外人根本看不出价格是否公允合理。顶不住动辄上亿的交易量，日积月累的利益绝对比权益类交易的老鼠仓大且轻松。”

一位不愿透露姓名的律师就表示：“当前债券市场上的代持由于有监管部门的默许，在治理时就会存在这样那样的问题，对于代持关系下的利益输送，是按照民法中的不当得利处理，还是按照刑法中的公司财产侵占或是行贿受贿处理，可能很难标出特别明确的界线。”

不仅如此，即使将代持关系合法化，如果缺少有效的直接监管，债券市场由于“代持”或“养券”（代持时间较长的），不断被放大的杠杆头寸就会成为引发风险的源泉，一旦支付存在问题，风险就会爆发。”

上述券商交易员也表示：“代持最关键的问题在于要在规定时间买回去。买不回去有两种情况：要么资金链断了；要么市场波动。买回去不合算想违约，导致金融风险。”

由此，在不断被强调的金融混业经营之后，金融风险无疑被放大，及时出台有效的监管措施（无论是来自于政策法规的，还是来自于更为市场化的监管手段）已经越来越重要。

不过，也有业内人士表示：“多部门联手治理债市，调查的案件再多也只是一个个例，对市场在短时间内可以起到一定的惩戒作用，但调查重点一旦转移，缺少规制的市场，潜规则仍然会盛行，这也就是为什么影子银行一再变种却依然存在的原因。”

上述人士表示，要治理债市黑洞，监管部门需要铁腕治市。

对于铁腕治市的有关政策，则可以由有关监管部门实现对债券市场所有交易账户交易行为的直接在线监管，减少监管的中间环节，提高监管的效率效果。公开市场业务，建立统一、有序的信息披露制度体系。对于不遵守在线监管和信息披露的账户，给予严格的处罚措施。

热点聚焦

二季度地方投资现躁动 部分省市超过年财政收入

4 月 15 日，来自全国各地的一些知名民营企业家开始陆续抵达成都，参加“四川与全国知名民营企业投资合作洽谈会”。此次成都推出的 113 个投资项目涉及投资额 3898 亿元。

2013 年已经进入了第二个季度，地方投资出现了加速的苗头，多地先后出台重大项目规划，比如福建省公布的 2013 年项目投资额约为 6708 亿元、湖南计划投资 1700 亿元、重庆计划投 3000 亿元等等。

实现这些计划需要庞大的资金，这将给地方财政带来巨大的压力。当前各地投资冲动和债务风险之间的矛盾日益激化，今年地方基建融资相比去年或更为困难，但地方政府似乎要迎难而上。

“如此高规格，较为罕见。”参加上述洽谈会的一位广元市驻成都办的负责人告诉记者，除知名企业家们参会，各市(州)党委和政府主要负责人都参加了这次会议。据他介绍，同日四川省省长魏宏紧急开会安排部署二季度经济工作。会议强调，要求各地市积极主动做好重大项目前期准备、重点项目金融对接等工作，力求早见成效。

强力推动重大项目的还有山西，该省副省长杜善学日前也主持召开重点工程调度会，安排部署下一阶段工作。他强调，今年是山西确定的“项目推进年”，要确定一批重点工程。

在这方面，“北京的投资计划同样宏大。”中国投资协会会长张汉亚表示。

有消息称，北京日前下达 2013 年第一批投资计划，共安排政府投资 124.8 亿元，涉及北京新机场、老旧小区改造、地铁 7 号线等。北京市发改委副主任赵磊近日表示，仅北京第二阶段“城南行动”计划，总投资就高达 3960 亿元。

为重点项目奔波的省市还有很多，比如为保证 2013 年总投资 312 亿元的 51 个拟开工项目强力推进，云南省曲靖开发区以“白加黑”精神抓招商；天津 2013 年重点建设的 70 个项目现已确定，投资总规模 6663 亿元，涵盖了装备制造业的多个领域。

钱从何来

本报记者调查发现，此轮地方投资计划非常宏大，多数省市的计划投资额大于其去年的财政收入。

比如天津计划今后 4 年投资 1.5 万亿，年均投资 3750 亿元，2012 年财政收入 1760 亿元，前者为后者的 2.13 倍；而贵州计划 10 年投资 3 万亿元，年均投资 3000 亿元，2012 年财政收入 1644 亿，前者是后者的 1.82 倍。据记者了解，仅有广东、上海等少数地方的财政收入超过年均投资额。

地方政府资金来源不外乎三种途径：财政收入、向银行贷款、发行地方债。“地方财政收入需要支付公务人员工资、庞大的行政支出以及完善社会保障等。”一位地方官员说，财政收入能保证正常支出就不错了，更别说额外投资重大项目。

据分析，向银行贷款也很难，因为银监会动辄就提醒风险防范，对地方平台贷更是盯得很死；发行地方债也融不到多少钱，因为财政部门代地方发行债券，规模极其有限，需要“专款专用”。

据不完全统计，去年 13 个省市出台的计划投资总额为 12.8 万亿元，每个省市平均投资额约 1 万亿元。今年广东刚刚公布的投资金额也是 1.4 万亿，不排除还有其他省市公布更大数额的投资计划。

地方巨额的计划投资金额，仅依靠财政收入显然是不可行的。北大国家发展研究院名誉院长林毅夫认为，各地要实现宏大的投资目标，并非易事。

地方债隐忧

实际上，债务规模一直受多方的关注。根据审计署 2011 年公布的数据，截至 2010 年底，全国省、市、县三级地方政府性债务余额共计 10.72 万亿元。这一债务总额占 2010 年 GDP 的 1/4，超过当年全国财政收入。

受经济增长趋缓影响，中国的财政收入正告别高增长时代。财政部日前公布的数据显示，今年一季度全国公共财政收入仅增长 6.9%，其中中央财政收入下降 0.2%。

近年来，地方债的潜在风险引起了监管层的注意。2012 年 12 月，财政部、发改委、央行、银监会 4 个部委联合发文《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》，以严控融资平台公司的注资行为。之前，银监会就口头叫停基建类信托。

银监会表示，2013 年遵循“规则不变，弹性掌握”的原则，要求各商业银行积极支持铁路、公路和新兴产业等领域国家重点项目建设。

“先采取一些政策，制止住地方政府债务扩张的趋势。”3 月 24 日，财政部部长楼继伟在“中国发展高层论坛 2013 年年会”上谈到地方债务时表示。

对地方债务的规模，楼继伟透露正在做调查，“分析是否有风险，哪些是显性的，哪些是隐性的。”

中国当前仍处于城镇化进程中，地方有大量改善基础设施的投资需求，需要大量资金，但《宪法》规定地方政府不能举债。“如何弥补这个资金缺口，各地的融资平台不得不挺身而出。”一位受访专家认为，要解决地方债务危机，迫切需要修订《预算法》。

（华夏时报）

人民币快速升值凸现套利空间 千亿美元借道入境

4 月 12 日开始，短短四个交易日内，人民币兑美元升值了 236 个基点，幅度达 0.3%，这 4 天的升值幅度，不仅超过了今年以来人民币之前累计的升值幅度，也超过了 2012 年全年升值 0.23%的幅度。

伴随着人民币的高歌猛进，境外热钱汹涌而至。有数据显示，今年前两个月，有超过 1250 亿美元的资金流入中国，这不禁让人担心，如此大规模“热钱”是如何进入中国的？进入中国后这些热钱又流向了哪些领域？

《中国经营报(博客,微博)》记者从一些地下钱庄了解到，入境的热钱有一部分成为国内的银行存款，也有部分进入银行、信托等理财市场，在实体经济不振的情况下，热钱进入境内，无疑瞄准的是低风险的利差以及人民币快速升值带来的投资收益。

央行最新公布的数据显示，2013 年一季度，新增外汇占款大幅度回升，一季度外汇储备增加了 1300 亿美元。社会融资规模出现了大幅激增，其主要原因就是信托贷款、委托贷款等影子银行渠道“失控”。

千亿美元资金入境

从 4 月开始，人民币呈现了今年以来最为凌厉的一轮上涨。截至 4 月 17 日，人民币汇率中间价已经 7 次创出新高，从 4 月 12 日开始，更是连续四个交易日刷新历史纪录。

伴随着人民币的连续走高，中国的外贸数据也出现异常状况。今年一季度，中国外贸进出口总值 9746.7 亿美元，出口增速比 2012 年明显改善。但另一方面，港口货物量的增长却与出口数据不相匹配。

数据显示今年一季度港口完成外贸货物吞吐量 8 亿吨，增速较去年同期回落 4.2 个百分点。与出口直接相关的集装箱数据更显低迷，3 月规模以上港口完成集装箱吞吐量 1529 万标箱，环比 1、2 月增速放慢了 1.7 个百分点。按以往的规律，外贸数据与港口数据一般都是同步浮动，如 2012 年全国出口增速在 6.2%左右，同期规模以上港口完成货物吞吐量同比也增长了 6.8%。

分区域看，外贸数据同样难以解释。3 月中国对美国出口同比下滑了 6.5%，对欧盟出口下滑了 14%，但内地对香港的出口则大增了 92.9%。从历史数据上看，中国香港通常作为一个中转站，从国内进口的产品 75%会转口至欧盟、美国以及日本等国。此次中国香港对内地货物的进口增量究竟去了哪里？

另一方面，中国海关与中国香港海关公布的进出口数据也有很大差距，数据显示 2012 年 12 月至 2013 年 3 月，海关总署公布的内地对香港出口额为 949 亿美元，但同期香港海关统计的，从内地进口商品的金额仅为 587 亿美元。

贸易数据的异常很可能源自汹涌而至的热钱。有多年从事深港两地资金往来的地下钱庄操盘手向记者表示，利用“虚假贸易”报高出口产品单价的方式是热钱入境的惯常手法。

究竟有多少游资入境，一直难有官方统计数据，但一种最常用的统计方法是：新增外汇占款额-贸易顺差-FDI。

央行最新的数据显示，2 月国内新增外汇占款为 2954.26 亿元，虽然较 1 月外汇新增占款额 6836.59 亿元大幅回调，但两个月的新增外汇占款额已近万亿。同期中国实际使用外资(FDI)为 174.84 亿美元；另外海关总署公布的数据显示，今年前两个月进出口贸易顺差为 2778.2 亿元。

以此推算，今年前两月进入国内的游资近 940 亿美元。如果再加上虚假贸易等因素，入境额游资金额会更高。境外媒体推算今年前两个月流入国内的热钱高达 1250 亿美元。

热钱回报率达 3%~4%

“对香港出口同比大增和日本安倍政府上台几乎是同步的。”宏源证券(000562,股吧)(20.70,0.75,3.76%)分析师邓海清认为，流入国内的资金部分源自于日元对外持续贬值导致的大量热钱流出日本。

亚银投资首席分析师李大伟也持相似观点，他认为日本银行贷款实际上已接近零利率，日元持续贬值，而国内存款利率可以维持在 3%左右，在人民币持续大幅升值前提下，国际游资只要从日本借入资金，借道香港进入内地银行，就可以获得超过 2%以上的无风险收益，再加上人民币升值考虑，资金的回报率短期达 3%至 4%左右，这已经是一笔不错的投资收益。

“所以只要热钱能进入国内，通过银行系统购买各种理财产品，或者直接存款，都是不错的投资。”李大伟认为，尽管现阶段中国实体经济依然疲软，但依然较全球其他地区有活力，而更重要的是境外的资金成本实在太低。

目前国内资本管制相对严格，资金从香港进入国内的成本并不低，记者从地下钱庄了解到，如果是通过虚假贸易进入境内，通常成本都在 3%以上，即使是规模较大的资金量，成本也甚少低于 2%。如此一来，热钱的利润回报并不高。

“境外资金成本相对较低，企业通过将同批商品多次往返，将境外资金分批通过贸易的方式转至境内。”广证恒生首席宏观研究员李体欣认为。记者从广东一些出口商中了解到，这种商品多次往返的做法并不罕见，同一货柜的产品，报高价格出口到香港，同一天再以进口来料为由，把这一货柜的产品再从香港进口入境。如是多次往返，一方面可以骗取国家出口退税，另一方面也可以帮助外资入境。

更甚者，采用“货物空转”的操作方式，货物一直存放在保税区的仓库里，商家只是办妥了进出口所需的各种合同以及信用证，完全不用货物流转，就完成了进出口。“这种方法有一定风险，海关如果严格查验不难发现猫腻。”有业内人士表示。

“现在衍生出很多通道业务，其中就包括两地直存。”陈茹桂向记者表示，作为一个资金掮客，陈茹桂的“银主”当中就有不少来自于海外。所谓直存是指银主、银行、项目方三方合作的一种融资方式，项目方向银主申请贷款，银主将资金以定期存款的方式，存入项目方指定的银行，再由银行向项目方出具“同贷书”，将这笔资金贷予项目方。作为回报，项目方一次性向银主付出一笔贴息。

这种融资方式，银行无须使用自己的资金；同时银主获得了银行担保，在得到银行定期存款的同时，又有一笔额外贴息。“贴息要视项目方的资质，以及贷款年限而有所区别。”陈

茹桂表示，通常一年贷款的贴息在 5%~7%之间。如果热钱通过这一方法进入国内的金融系统，“回报还是相当可观”，陈茹桂表示。

“风险承受力强，也愿意留在中国更长时间的境外资金，会更多地选择城镇化的投资方向，”香港一家投资公司负责人李杨表示。

黄金避险功能迷惑了投资者

4 月 12 日、15 日，国际黄金市场出现了暴跌，两个交易日使国际黄金市场保持了 10 余年的牛市气氛一扫而空。4 月 16 日，纽约金价出现了反弹，但国际上的这一波暴跌开始影响到中国国内的黄金期货市场，黄金期货主力合约出现跌停板行情。

黄金在历史上有重要的地位，西方国家曾经将本国货币与黄金储备挂钩，使黄金具有了货币本位的功能。然而，这种金本位制虽然可以减少通货膨胀的发生机率，但由于黄金本身是具有价值的一种商品，将其作为货币本位受到很多制约，因此金本位制的废弃是必然的。

在美元成为全球通用货币以后，黄金的地位下降了，它仅仅作为一种具有高雅品质的商品受到消费者的追捧。

但是，在美元取得了对全球金融市场的话语权以后，由于其具有通过发行美元向全球转嫁通货膨胀危机的便利，市场上出现了对金本位制的怀念，黄金的保值和避险功能也得到了投资家的高度重视。

1999 年，纽约黄金价格的最低价仅为 251.9 美元/盎司，这个价格甚至低于当时黄金每盎司的生产成本 274 美元。但是此后，黄金却开始了一轮大牛市，到 2008 年即突破 1000 美元/盎司大关，并在 2011 年 9 月创下迄今为止的最高价 1922 美元/盎司。

值得注意的是，国际市场上黄金暴涨的这段时间，正是以美国为代表的西方国家推行低利率政策以刺激经济的时期，当时的美联储主席格林斯潘放任市场炒作，不仅股票之类的虚拟资产出现了狂涨，包括石油、铁矿石等重要物资都被赋予了金融产品的特性，成为投机客的博弈目标，黄金自然也没有逃过投机恶炒，其价格严重脱离价值，资产泡沫十分严重。

这直接导致了至今仍未完全消退的本轮金融危机的发生，西方国家为了克服危机，加速推行货币宽松政策，这使得黄金获得了更广阔的炒作空间，而最近 10 余年来在炒作之下的黄金大牛市也使黄金的保值避险功能得到了更广泛的传播，并得到了广泛的认同。

黄金作为一种稀缺资源，确实具有一定的保值避险功能，但这种功能是以其原先所具有的货币本位职能为保证的，而金本位制的废弃使它的这种功能受到了致命的一击，它在今天的市场上，充其量是一种金融资产。

而对金融资产的炒作，在经历了暴涨之后必然会出现暴跌，这个规律是无法改变的。但是，长期鼓噪的黄金的保值和避险功能迷惑了投资者，使很多人以为它的价格只可能涨而不可能跌，这实在是一个巨大的错误。

经过了惨烈一跌的黄金市场，是否会彻底终结保持了 10 余年的大牛市行情，这不能轻易下结论。但是我们应该认识到的是，黄金市场已经沾染了严重的虚拟市场的特性，经过这 10 余年的投机炒作，它的保值避险功能已经严重退化，投资者对此应高度警惕。

专题评论

人民币对美元汇率再创新高 4 天升值幅度超去年全年

“人民币对美元又来一轮升值走势了？”从 3 月底以来，一股份制银行外汇交易员林先生就遇到了这样的困惑。人民币对美元汇率的持续升值，渐渐改变着市场的预期。昨天，人民币对美元汇率中间价报 6.2342，较上一交易日升值 66 个基点，首次突破 6.24 关口刷新汇率新高纪录，即期交易市场则再次触及涨停位，这是今年人民币对美元汇率盘中第二次触及“涨停”。

连续四日上涨人民币对美元汇率再创新高

过去 4 个交易日一天一新高

在过去的 4 个交易日里，人民币对美元汇率以一日一新高的速度升值，如果从 4 月份以来看，人民币汇率中间价已经 7 次创出新高，呈现今年以来最为凌厉的一轮升势。

上一次人民币对美元汇率连创新高还要追溯到去年年底，人民币对美元即期汇率曾出现 20 个交易日的涨停。此后人民币对美元汇率一直保持较为稳定的走势。

过去 4 个交易日，人民币对美元汇率中间价累计升值 236 个基点，升值幅度为 0.3%。而今年以来 4 个多月，人民币对美元中间价累计升值 513 基点，这意味着近 4 天超过了今年以来数月的升值幅度，也超过了去年全年的升值幅度，2012 年人民币对美元升值幅度仅为 0.23%。

中间价的连续走高带动了交易市场做多人民币的热情。昨天，人民币对美元即期交易市场也连续第四日触及新的高点，最高攀至 6.1723，紧逼 6.1719 的涨停位，全日波幅达到 0.99%。此前 4 月 10 日，人民币对美元即期汇率曾出现了今年以来的首个涨停。

交易市场再逼涨停

面对人民币汇率今年以来最为凶猛的一次升值，市场对人民币升值的预期逐步升温，但认为未来存在变数，外汇交易员在买人民币抛美元时仍然相对谨慎。

人民币对美元汇率中间价是央行根据做市商的报价综合设定，其走高走低一定程度上反映了监管层对目前人民币汇率的态度。

外汇交易员林先生称，今年早些时候也出现过即期市场升值凶猛的行情，但是由于央行设定的中间价并没有给出明确的信号，大家都比较小心翼翼。最近半个月，央行明显加快了人民币对美元中间价的升值步伐，给交易市场一个明确的信号，就是央行在最近这段时间是乐于看到人民币对美元汇率升值的。但林先生认为，从基本面看，人民币不可能再次出现 2005 年-2008 年那样单边大幅升值的情况，今后不确定性会增加，心里也比较忐忑。

昨天，人民币对日元的升值稍作休整，中间价回调 815 基点，但 4 月以来也累计升值达到 4.4%。

专家认为后续升值空间有限

人民币涨势能持续多久？未来走势如何？目前专家普遍认为，目前人民币已渐近均衡水平，未来国内国际经济发展具有一定的不确定性，人民币汇率不可能强劲持续升值，也有反向波动的可能。

中国社会科学院金融所银行研究室主任曾刚分析说，从国内看，在经济转型调结构背景下，经济发展的不确定性加大；从外部看，日本持续实施宽松货币政策，铁了心让日元贬值，美元今后走强是大概率事件。这样的外部环境对中国外贸形成了挑战，所以，人民币持续升值也不符合我国经济利益。总体来看，未来人民币不可能长期大幅升值，也有向下走的可能，即使升也是温和的。人民币将保持双向波动、弹性增强的运行格局。

中国外汇投资研究院院长谭雅玲表示，从中国经济基本面的情况来看，并不支持目前人民币的走强，是人为推高了人民币的价格，未来人民币汇率该如何走，应该是看自己的基本经济面和企业需求来决定，目前人民币不具备升值的空间和条件。

■ **原因**

“热钱”涌入引发升值

连续升值原因何在？跨境资本流入是此轮人民币升值的主要因素。数据显示，2 月份金融机构口径的新增外汇占款 2954 亿，虽较 1 月份大幅回落，但仍连续三个月增长，而今年前两个月的新增外汇占款总和已接近万亿。

中国社会科学院金融所银行研究室主任曾刚认为，目前美国持续实施货币宽松政策，整个经济有一定复苏但很微弱，而欧洲等其他经济体状况也不怎么样。比较而言，中国经济虽然有问题，但在投资者看来，其前景还是比较乐观的，这是人民币汇率最近持续升值的一个重要原因。

对外经贸大学金融学院院长丁志杰(微博)认为，发达经济体相继实行量化宽松，致使全球流动性充裕，资本重新回流包括我国在内的新兴市场国家，资本流入压力剧增，推动人民币升值。

造成此轮人民币升值的一个直接诱因，是日本最近宣布推行量化宽松货币政策。人民币对日元半年升值超过 20%，4 月以来累计升值达到 4.4%。

丁志杰表示，日元诱导性贬值也是人民币汇率此轮快速升值的促动因素。安倍竞选成功后就积极推动日元贬值和实施量化宽松货币政策，以助日本摆脱通货紧缩和衰退。由于东亚各国货币汇率与美元或多或少存在某种稳定关系，日元贬值致使包括人民币在内的东亚货币出现集体升值。而当前人民币升值预期有被放大的成分。

民生银行金融市场部首席分析师李志强表示，近期日元诱导性贬值，令国际资本有更强的意愿去寻找更为安全的币种，而国际市场流动性的增加和中国经济 4 季度见底回升，令本轮人民币升值提速。

■ **讲述**

出口市场从美国转向台湾

讲述人：王先生（某贸易公司负责人）

昨日，一家贸易公司的负责人王先生表示，由于近期人民币升值明显，其公司产品对美国的出口几乎停滞，他将出口市场转向了台湾等地区，来应对汇率不断升值的影响。

王先生的公司出口塑封件产品。他对记者表示，他在与美国客户签订单时一般都选择锁定汇率，以期将汇率波动带来的影响降到最低。在该汇率值上下波动 5%的范围内，由他来承担；如果超过 5%，将重新定价。但今年春节过后，由于人民币不断升值，客户认为他的报价过高，转而向越南等国进口，导致他的订单急剧减少。因为人民币汇率上涨，王先生每年的损失占到销售额的 3%-5%。

目前，王先生的公司将产品出口重心转向台湾，因为台湾与内地开通了人民币结算业务，不必担心美元贬值带来的影响。“如果人民币继续升值，我们可能会完全放弃美国市场”，他说。

虽然人民币汇率上涨不利于出口企业，但官方公布数据显示，今年 3 月出口同比增速为 10%，仍保持两位数增长。也有分析认为，中国的贸易数据可能被夸大，出口商虚报出口额，借此把国外资金带到国内炒作，或为获得更多的出口退税。（沈玮青）

■ **影响**

物价面临上涨压力

人民币不断升值的一个直接结果，是使出口导向型企业承受越来越沉重的汇兑贬值压力，同时，加剧热钱流入压力，对国内的物价水平和资产价格造成影响，并加大政策调控的难度。

有分析认为，如果人民币升值是趋势性的话，就会加剧资本流入，对货币发行和资产价格会产生比较重要的影响。资本流入会加剧物价上升压力，尽管央行通过正回购对冲，但不能完全对冲掉货币发行。对宏观调控来说，会造成收紧的市场预期，但实际上货币环境是比较松的。这客观上有利于股市企稳回升，但如果股市下跌是其回归正常价值的话，资本流入就会延长甚至打断资本市场的回归过程。国家外汇管理局日前发布的报告警示，多种因素将加剧中国跨境资本流动的波动，甚至不排除引发阶段性的资本集中流出。

此外，正在调控的房地产价格也可能受到影响。长城证券研究报告称，房地产市场作为外资进入中国市场后转换成人民币资产的天然媒介，成为外资追捧的对象，外资通过持有房产享受房价上涨和汇率上升的双重收益。外资投资房地产，就算价格不涨，人民币汇率上涨也能实现资本保值升值的目的。

（腾讯网）

中国金融体系旧病复发

或许是因为中国政府不够透明，或许是因为世界其他国家对中国缺乏了解，与北京有关的重大经济新闻，总是会激起同等强度的恐慌与兴奋，并快速引发后续反应。

因此，第一季度中国经济增速放缓的消息，加上投资者意识到中国经济进入平缓扩张期，引发了全球市场的震荡。过去两天，从大宗商品到外汇交易等各个市场都受到了很大影响。

随着第一季度疲软数据的公布，有关中国即将发生金融崩溃的担忧情绪迅速扩散。对中国经济如何运转做一个粗浅的分析，或许有助于暂时缓解市场忧虑。

在提到一场典型的金融危机时，我们通常会想到以下情况：市场对某家金融机构或者金融体系稳健性的信心迅速消失，引发灾难性的后果。

为使问题简单化，我们将金融危机划分为三类。

在距今最近的 2008 年金融危机中，一些机构把资金撤离雷曼兄弟(Lehman Brothers)等曾经坚如磐石的金融机构，是危机导火索。这些机构突然意识到，在自己手中积累的成堆看似聪明的金融工具背后，其实并没有任何实质支撑。

1997 年的金融危机，则经历了另外一种发展过程。当时投资者对某些国家失去了信心，并抽离自有资金逃出泰国、韩国等增长迅猛的亚洲经济体。

第三种金融危机源于公众对一家或多家金融机构的挤兑。这种情况从人们开始互相借贷资金之日起就一直存在，最近一次出现是 2007 年在英国发生的对北岩银行(Northern Rock)的挤兑。

以上几类传统的系统性金融危机，在中国都不可能发生。

首先，所有大型中资金融机构都由中国政府持多数股权并直接控制，其高级管理层都由执政的中国共产党直接任命。

雷曼式的崩盘在中国不可能出现，因为要避免出现这种情况，中国政府只需召集所有主要银行的领导，命令他们互相之间重启资金拆借。

至于国际投资者集中抽逃资本，中国的严格资本管制使得跨境资本流动极为困难，而多达 3.44 万亿美元的外汇储备，也使中国政府在资本外流确实发生时，拥有充足弹药以维护自身汇率水平和金融体系。

而第三种情况——即金融机构受到企业和个人的挤兑——发生的概率同样有限，因为中国施行资本管制并且主要银行均由国家控股。

如果你突然对中国工商银行(ICBC)失去了信心，那么你也没有理由仍对中国建设银行(CCB)或中国银行(BOC)抱有希望，因为这些机构都一样归中国政府所有。

由于银行体系在事实上得到了中国共产党的全力背书，中国公众只有在对执政党完全失去信心的情况下才会挤兑国有银行。而假如执政党的地位受到了动摇，那么即便是金融危机，或许也只能在令人担忧的事件列表上排在末尾。

如果我们把金融危机看作旧有秩序快速崩塌的一个短暂时刻，那么中国看起来几乎与之绝缘。但还有另一种类型的金融灾难，曾在十多年前的中国发生过。

当时，国有金融机构纷纷忙于延展、冲销并隐匿他们在二十世纪九十年代按照政府指令发放贷款所积累起来的大规模坏账，这是因为中国执政党不惜一切代价预防一场传统型的金融危机。

由此造成的结果是高达 50%的不良贷款比率，并产生了多家僵尸银行——它们继续发放贷款，但所创造的实际经济活动不断减少。

一些分析师警告称，如今正出现与之类似的情况，因为在 2008 年全球金融危机爆发后，中国银行系统扩大了向地方政府以及国家支持的基建项目的贷款力度。

中国的信贷数据显示，刺激经济增长所需的贷款规模越来越大，而信贷所实现的经济增幅却越来越小，二十世纪九十年代末期的旧有模式如今再度重现。

中国金融体系不太可能出现灾难性的突然崩塌，但一种慢性侵蚀或许已经开始。

（英国《金融时报》吉密欧）

“中国地方债已经失控”

中国审计界一名高层人士称，地方政府债务已经“离开可控的范围”，可能引发比美国住宅市场崩溃更大的金融危机。

中国领先的会计师事务所信永中和(ShineWing)董事长张克表示，他的担忧意味着，他已基本上不再为地方政府的债券发行背书。

“我们看了几个接下来的项目，发现很危险，就退出来了，”张克在接受采访时表示。“大多数的偿债能力都不是很充分，这样将来事情就会变得很严重。”

国际货币基金组织(IMF)、评级机构和投资银行都已表示对中国政府债务感到担忧。但是，中国金融业的一名体制内人物（张克是中国注册会计师协会副会长）发表如此严厉的言论是罕见“（情况）已经离开可控的范围，”张克表示。“危机是或然的。（但）因为债是滚动、长期的，因此爆发时间不确定。”

地方政府的债券发行从 2008 年起大幅增加。那一年中国中央政府放松了借款限制，以推动中国经济安然渡过全球金融危机。据估计，如今中国各省、市、县和村的债务总额介于 10 万亿至 20 万亿元人民币（1.6 万亿至 3.2 万亿美元）之间，在规模上相当于中国经济的 20%至 40%。

上周，惠誉(Fitch)下调了中国的主权信用评级，这是 1999 年以来国际评级机构首次这么做。周二，穆迪(Moody’s)将中国评级展望从正面下调为稳定。

地方政府不得直接发债筹资，因此它们利用特殊目的实体来规避这些规则，以这些特殊目的实体的名义发行债券，以便为基础设施项目融资。

2013 年第一季度，地方政府旗下的投资公司发售了 2830 亿元人民币债券，同比增长一倍多。通常人们会预期这样的增长将提振经济，但 2013 年首季中国经济增长意外放缓至 7.7%。

张克表示，从公共广场到道路修缮，许多地方政府投资于回报平平的项目，因此只能依靠滚转债务来偿还债权人。

“只有用发新债还旧债，总有一天这个循环会画不下去，”他表示。

北京方面已采取步骤，控制地方政府旗下的投资公司的债券发行量。去年 12 月，中国财政部禁止它们为了发售债券而将医院和学校等公共资产注入特殊目的实体。

政府所有的投资公司所发行的债券，几乎总是从国内评级机构得到最高信用评级，因为这些债券被视为得到它们背后的省、市政府的担保。但是张克对官方担保信心不大，称信永中和只是在借款人明显有能力偿债的情况下才会审计债券。

“到时候政府并不会真正承担责任，承担责任的可能就是会计师事务所和银行，”他表示。

信永中和的告诫是一个例子，显示一些精英的中国会计师事务所正试图打造负责任和管理有方的声誉，有能力叫板业内的全球“四大”。信永中和在海外扩张方面也是中国会计师事务所中最积极的，目前正计划进军欧洲。

张克表示，最初他不觉得中国地方政府的债券有什么问题，因为首批发行人是财政稳固的大城市，而发行额也不大。但他逐渐感到震惊，因为较小的城镇——近期甚至还有一些县政府——发现，借助投资实体发行债券是轻松的融资渠道。

“这就演变得有些可怕了，全国有 2800 多个县。如果每个县都在发债，有可能带来危机，”他表示。“这可能比美国的房地产危机更庞大。”

南开之声

夏斌：大量投放货币只可能会带来经济崩溃

“中国经济发展的内在逻辑决定了中国的经济必然从两位数的高增长走向增长放缓的平台。”国务院参事、国务院发展研究中心金融研究所名誉所长夏斌昨日针对中国当前的经济形势给出了判断。

数据显示，一季度中国 GDP 同比增长 7.7%，低于市场此前预计 8.0%。而 3 月末中国货币供应量余额（M2）103.61 万亿元，同比增长 15.7%，这意味着货币投放量并没有紧缩。据此，有市场人士担忧，在货币供应相对充足的前提下，经济增速的放缓迹象是否意味着中国经济出现了深层次的问题。

对此，夏斌于昨日发布了题为《寻求经济改革突破口——2013 中国宏观经济形势解读》的演讲报告，对中国当前经济形势进行判断，并给出了相应对策解读。

调整轨迹中的中国经济

尽管中国目前 7%～8%的经济增长势头仍明显优于当前国际整体经济环境，但夏斌警告称，中国还需通过进一步的改革才能维持这样的高速增长，而货币的大量投放只可能会带来经济的崩溃。

夏斌同时强调，相对于过去高增长带来的泡沫与风险压力，稳住 7%～8%的经济增长的同时，很多系统性风险将逐步暴露。对此，中国政府应该在坚持结构调整不动摇和保持经济中速增长的前提之下，逐步去释放、消化并挤出已经形成的系统性风险和泡沫。

改革是“唯一出路”

当前货币政策未收紧的情况下，夏斌围绕“投资、消费、出口”三方面提出相应的改革对策。

在投资方面，他表示，面对基础设施投资的资金不足问题，应该尽可能真正摸清各地方政府债务总量，对确有偿还能力的，继续给予支持；对于在建项目，尤其是预期投资回报较好的公共项目，可通过贴息的手段鼓励民营资金进入；而对于有偿付困难的，可通过出售资产来还债。此外对于教育、医疗、金融、生产型服务行业，政府有关部门放松投资门槛，鼓励大量民营资金进入。

对于如何扩大国内消费水平，夏斌认为，可以在总结重庆、成都试点经验的基础上，允许更多地方在城镇化进程中，加快土地征用制度的改革，把钱让渡给农民来提高农民的消费水平。

此外，就当前中国出口受限的问题，夏斌表示，随着人民币国际化的进程不断加快，短期内可通过双币（美元、人民币）加大对东南亚、非洲、拉丁美洲等国家或地区的贷款及投资，扩大该地区消费需求，进口中国产品，来消化我们的过剩产能。

周立群：天津经济"三高模式"面临挑战专家建议加快转型

近年来，天津经济保持持续快速增长，区域经济中心地位初显。有关专家认为，当前天津依托资金和项目带动的经济增长模式正面临可持续发展难题，应加快转变增长方式，保持可持续发展。

--高投资、高集聚、高增长成天津现阶段经济发展特征

从发达国家或国内先发地区的发展路径看，城市进入工业化中后期一般要经历“由集聚到扩散”的发展历程，即资源、要素、产业由边缘区向中心区集中，到由中心区向边缘区转移释放的过程。

南开大学滨海开发研究院副院长周立群认为，作为后发城市，天津正处于快速增长的跨越期，集聚效应强于扩散效应。借助滨海新区开发开放大势，天津工业化、城市化进程会大大加快，要素和产业集聚效应越发明显，高投资、高集聚、高增长是现阶段有别于东部先发城市的一个重要特征。

2012 年，天津市固定资产投资达 8871 亿元，高于同期北京、上海、广州、深圳的 6463 亿、5254 亿、3758 亿、2314 亿，其高达 68.8%的固定资产投资 GDP 占比也明显高于这四城市的 36.3%、26.1%、27.8%和 17.9%。天津统计年鉴数据显示，2006 年天津固定资产投资仅 1850 亿元，近六年该数据年均增幅超过 1000 亿元。

从投资流向看，航空航天、装备制造、海洋化工等一批投资链条长、带动作用大的产业群在滨海新区集结。近年天津前 120 个重大工业项目中有 95 个分布在滨海新区，占总投资额 83%的重大工业项目都落在新区，高密度投资与产业集聚是支撑滨海新区超高速增长的动因所在。

南开大学副教授薄文广研究认为，天津现阶段保持一定的投资规模对经济增长起着至关重要作用，属可行选择。依靠高投资来拉动高增长、高集聚的发展方式带动了经济总量的迅速扩大，提升了城市在区域经济中的地位，为经济结构调整、新产业体系重构及城市各项事业发展创造了有利条件。

--“三高模式”面临四大挑战

政府主导下高投资、高集聚、高增长的“三高模式”为天津带来了关注度，也撑起了其区域经济增长“第三极”定位的基本框架。有关专家认为，随着天津“三高模式”走向深入，其面临的四大挑战也亟待引起重视。

其一是吸引投资竞争更趋激烈，资金可持续性经受考验。能否得到持续、大力度的资金支持是快速工业化和城市化进程中要破解的一大难题，也是天津经济保持持续健康发展不容回避的问题。在全球经济低迷、金融市场动荡加剧及信贷紧缩背景下，区域吸引资金难度趋增，加之各省市均将发展重心置于实体经济尤其是大项目引进和建设，地区间项目和资金竞争日益激烈，主要靠引进国资大项目支撑的引资方式后程乏力。

其二是预算外融资风险呈现加大趋势。周立群认为，除了政府“土地财政”之外，目前天津大规模工业开发和基础设施建设还依赖“建设--移交”的 BT 融资模式，即政府利用非政府资金来进行基础非经营性设施建设项目的一种融资模式，但随着建设周期延伸和规模扩张，BT 融资模式附有的技术风险、市场风险、社会风险、经营风险将陆续浮现并呈现加大趋势。

其三是工业项目运营环境整体恶化。受当前市场需求不足的影响，传统产业和新兴产业均面临产能过剩压力，部分工业企业利润下滑态势仍在延续，这对投资率高、产业和项目集聚快的滨海新区而言是新的挑战。

其四是产业结构与就业结构不匹配。滨海新区探索新型工业化和城市化道路，与高投资并行的是优质要素和高端产业集聚，初始落地项目又以资金和技术密集工业项目、新兴产业为主，这一要素禀赋和产业构成决定了其对就业的拉动作用相对不足。数据显示，2012 年天津市城镇居民人均可支配收入为 29626 元，位居全国各省市第四，但其 10.1%增速低于 13.8%的 GDP 增速。

（新华 08 网天津 记者方问禹)

田利辉：《金融世界》访谈天津故事

计划经济时代一直到改革开放初期，三大直辖市称为“京津沪”，同时也代表我国城市经济的第一方阵。

然而，改革开放以来，市场经济的号角从华南率先吹响，也形成了一线城市“北上广深”的说法。

天津，这个曾经的北方经济金融中心和工业重镇，一直在暗暗发力。

自 2002 年底前央行行长戴相龙出任天津市代市长以来，天津便燃起沉寂多年的北方金融中心之梦。

2006 年，国务院发布《国务院推进天津滨海新区开发开放有关问题的意见》（下称“国发【2006】20 号文”），确定天津滨海新区为国家综合配套改革试验区后，旗帜鲜明地鼓励天津在金融领域先行先试。

近七年时间以来，成绩有目共睹。然而，全国性场外市场最终落户北京“新三板”也令天津一些官员和学者倍感遗憾；私募基金、交易所要素市场在发展的过程中扩张过快，引起风险。

但就目前整体的金融发展而言，现在的天津与理想仍有差距，迫切需要对其定位进行新的考量。故此，新华社下属月刊《金融世界》就此走访天津，采编了政商学界人士，撰写了长篇的报道《天津故事》。

本期文摘就其对我院田利辉教授的采访摘录如下:

“如果和天津自身比，天津金融改革创新效果不错，进步显著。但如果和国家对天津寄予的希望相比，可以说还有一定差距。” 南开大学金融发展研究院负责人田利辉教授表示。

全国性 OTC 之憾一节：“根据国务院的相关文件，天津在很早之前就开始先行先试，建设产权交易中心，试图打造全国性的场外市场，应该将其打造成中国在上海、深圳证券交易所之外的中国证券第三板市场。但是，新三板最后落户定义为政治中心和文化中心的首都北京，令人颇感遗憾。”田利辉对本刊记者表示。

田利辉认为，天津面对很好的机会没有把握住，一定意义上讲，是因为没有足够的话语权，“有多少人在为此奔走疾呼呢？如果没有官方、业界、学术界的良好互动，孤立的声音就会在信息的海洋里淹没。天津政府应该加强与学界的互动。”

“在哪些地方做慢了，哪些地方存在失误，要进行总结。”田利辉表示，“当前结果已经如此，天津只能接受。但是，天津应该痛定思痛，总结经验，看到将来的机会，迎接天津金融的大发展。”

股权投资一节：“并不能因为一些事情，就否定天津在发展 PE 方面取得成绩，” 田利辉认为，“私募股权基金，是天津金融创新的亮点之一，但是这个完全可以做的更好，PE 对推动天津成为北方经济中心将会起到巨大的贡献。”

离岸金融一节：“离岸金融事实上是我国金融国际化的一部分。”田利辉认为，天津建立离岸金融中心，需要全面开放的政府态度，设置完善的法律法规制度，良好的投资环境以及大量的金融人才，“这些都是天津必须要考虑的问题”。

《金融世界》新华社记者 孙飞 孙弢/文

南开大学金融发展研究院

金融发展文摘

主编：金融发展研究院研究生会

本期编辑：何宇辰 何轩

2013 年 04 月 22 日