



▲為了充分化解本輪地方政府債務存量，需要再進行一次類似於2013年下半年的全國性地方政府債務審計。

2023年初，中國的債務問題，尤其是地方政府債務問題再度成為各界關注的焦點。目前在學術圈、金融圈與政策制定圈，已就這個問題開展了諸多辯論。關於如何防範化解地方政府債務，事實上面臨兩個問題：一是如何防範地方政府債務增量的快速上升；二是如何化解當前的地方政府存量債務。因此，本文將從遏制增量與化解存量這兩個層面探討系統性解決方案。

多管齊下破解地方債難題



世經明察 張明

中國社會科學院
金融研究所副所長

早在2013年7月，國務院就決定由審計署統一組織全國各級審計機關對中央、省、市、縣、鄉政府性債務進行一次全面審計。該次審計把「政府性債務」劃分為三種類型：政府負有償還責任的債務、政府負有擔保責任的債務，以及政府可能承擔一定救助責任的債務。隨後，中國針對不同類型的政府債務，採取了不同的化解措施。

遏制增量：建立績效考核機制

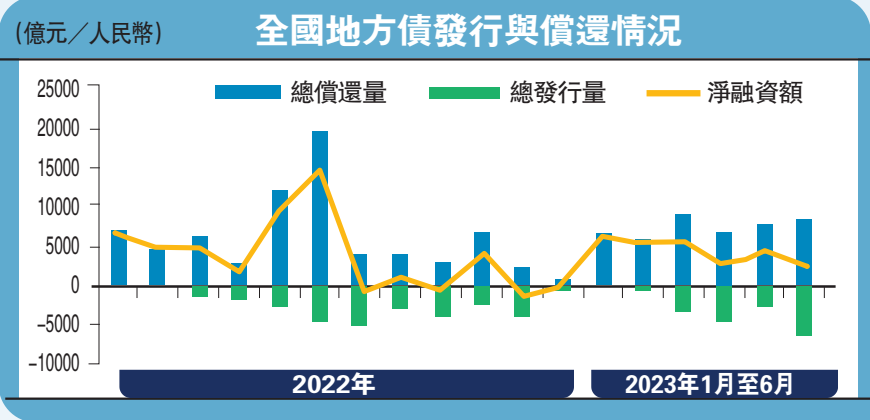
但過去十年來，地方政府債務規模再度快速攀升。這就意味着，如果不從制度層面解決地方政府債務攀升的機制性問題，那麼地方政府債務問題就完全可能周期性發生。因此，如果不能建立有效制度來控制地方政府的投資與舉債行為，全口徑政府債務難以控制的風險就很難排除。

針對增量債務的遏制，筆者提出如下四點建議：

首先，根據公共服務的受益範圍和外部性程度，調整中央與地方的財權事權，上收部分事權和支出責任至中央政府。眾所周知，在當前的分稅制前提下，地方政府的一般公共預算收入遠低於一般公共預算支出，即使在經過中央政府的轉移支付調整後，依然存在較大缺口。這個缺口，過去主要靠政府性基金收入中的土地出讓金來彌補。然而，在2017年「房住不炒」政策實施以來，地方政府土地出讓金收入增速總體呈下降趨勢，彌補財政收支缺口的能力越來越弱。此外，經濟增速的趨勢性下行，新冠疫情爆發，中美貿易摩擦加劇，都加劇了地方政府的財政收支缺口。在此背景下，地方政府只能依靠平台公司或地方國企的支持來維持日常運轉，而這必然涉及地方政府隱性債務的增加。

其次，在地方政府的績效考核機制中，引入地方政府債務指標，對經濟增長與地方政府債務進行聯動考核。績效考核機制是地方政府運行最重要的指揮棒。事實上，地方政府債務的快速攀升，在很大程度上與地方政府績效考核評價標準主要集中在GDP（國內生產總值）增速上有關。為了讓地方政府更好地實現增長與債務之間的權衡，最理想的解決方案之一，是在地方政府績效考核指標中，加入對地方政府債務的考核，且與GDP增速進行聯動考核。這樣的機制設計就會讓地方政府更加關注舉債的效率，更好地實現增長與債務的平衡。

再次，未來的全國性、區域性重大基礎設施建設，應直接用發行國債和省級政府一般債的方式融資，以緩解基礎設施融資的收益成本錯配與期限錯配。當前地方政府債務居高不下的一個重要原因，就是基礎設施投資與融資的收益成本錯配與期限錯配。在過去相當長時間裏，地方政府很大程度上是依賴城投公司發債或貸款為基礎設施投資融資，而城投公司



債券或貸款都存在成本高、期限短的特徵。一旦市場環境惡化，城投公司的新融資成本就會明顯上升。因此，為了讓基礎設施投資的成本與收益能夠更好地匹配，以及讓投資與融資的期限能夠更好地匹配，未來針對重大基建項目，應該盡可能使用成本最低、期限最長的融資方式，也即國債、金融債與地方政府一般債。

最後，應努力推動符合條件的城市投融資平台向經營性國企轉型。未來隨着更多的基建投資項目採用發行國債或者地方政府債券的方式進行融資，城市投融資平台的功能必然會發生調整。其中擁有較高質量資產以及較強經營管理能力的平台公司，可以順勢向經營性國有企業轉型。這種轉型能夠有效強化城市平台的市場約束、擴大經營空間，提高可持續增長能力。

化解存量：發行國債進行置換

目前，中央文件明確省級政府要承擔起化解隱性債務責任，中央財政不予救助。中央要求清理規範地方融資平台公司，剝離其政府融資職能，對失去清償能力的要依法實施破產重整或清算。筆者認為，對很多中西部省份而言，要化解大規模的地方政府債務，僅靠自己並不容易，在一定程度上，依然離不開中央政府加槓桿。事實上，為了避免地方政府違約導致銀行危機從而最終被迫加槓桿的局面，中央政府應提前介入，採取公開、透明、新老劃斷的方式積極處置地方政府債務，這是以時間換空間，最終降低自己加槓桿幅度的明智選擇。

針對存量債務的化解，筆者提出如下五點建議：

其一，作為化解本輪地方政府債務的基礎，需要再進行一次全國性地方政府債務審計，並把地方政府債務分為提供地區公共品而形成的債務、經營性債務與其他債務三類。根據筆者的觀察，目前地方政府的隱性債務規模較大，官方統計並不能完全涵蓋。為了充分化解本輪地方政府債務存量，需要由國務院授權國家審計署，再進行一次類似於2013年下半年的全國性地方政府債務審計。

其二，針對因提供地區公共品而形成的地方債務，對其中成本高、期限短的項目，應通過發行國債、省級政府一般債進行置換。如前所述，基礎設施項目具有投資周期長、項目本身回報率低、社會綜合回報率高的特點，這種項目具有典型的公共品特徵，理當由政府提供。因此，對針對提供地區公共品而形成的債務，特別

是其中成本高、期限短的債務，應該通過發行國債與省級政府一般債來進行置換，以更好地匹配成本與收益以及投融資的期限。

其三，針對經營性債務與其他債務，則應由地方政府負責化解債務。經營性債務與其他債務不應由發行國債或省級一般債進行置換，否則容易引發較大的道德風險，這類債務應由相關地方政府負責化債。具體舉措主要有二：一是通過出售資產進行化債；二是實施債務重組。

其四，通過提振經濟增速來提供化債保障。債務是一個動態問題，要化解本輪存量地方政府債務，離不開經濟增長的貢獻。當前，中國經濟增長正面臨三年疫情造成的疤痕效應、總人口達峰的人口拐點、外部經濟政治不確定性顯著上升等挑戰。要保證中國經濟的持續較快增長，從短期而言，需要持續實施寬鬆的財政貨幣政策；從中長期而言，需要堅定不移地推動市場化改革和對外高質量開放。

其五，未雨綢繆制定地方債務危機爆發的應對預案。儘管當前中國爆發系統性債務危機的概率很低，但不能排除部分中西部地區尤其是當地三、四線城市爆發地方政府債務違約的可能性。因此，中國政府應盡快形成一套針對地方政府債務危機爆發的應對預案。從中央層面、各部委到省、市政府再到各種金融機構，有關各方應該採取何種方式、建立何種機制、運用何種策略進行應對，事先做好預案非常重要，而不能等到危機爆發了之後再去臨時想辦法。

結論

迄今為止的中國政府債務演進存在如下三大特徵事實：一、即使包含隱性債務，中國政府債務佔GDP的比重也不算太高，與主要發達國家平均水平大致持平；二、中國政府債務的結構明顯不合理，高成本、短期限的地方政府債務佔比太高，城投公司難以靠自己還本付息；三、中國地方政府債務的分布具有鮮明的異質性，中西部地區與東北地區的政府債務壓力相對更高，東南部地區的政府債務壓力相對較低。

近年來地方政府債務激增，反映了兩個更深層次的問題：一是地方政府長期實施的「經營城市」模式，在「房住不炒」政策出台之後必須進行調整，否則將會導致地方政府債務顯著攀升；二是在內外負面衝擊之下，為了維持經濟以較高速度增長，地方政府對經濟增長各環節的介入程度明顯上升，而這也會導致地方政府債務的上升。

財政政策宜加力提效



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

2023年4月召開的中共中央政治局會議指出，需求收縮、供給衝擊、預期轉弱「三重壓力」得到緩解，經濟發展回升向好，經濟運行實現了良好開局，但經濟運行好轉主要是恢復性的，內生動力不強，需求仍然不足。

當前中國經濟恢復面臨的困難和挑戰，既有內部「三重壓力」不斷演進的因素，也有外部百年變局演進，國際環境更趨複雜嚴峻的持續影響；既有企業和家庭資產負債表受損等疫情疤痕效應，也有疫情前結構性、體制性、周期性問題交織，「三期疊加」影響深化，經濟下行壓力加大的持續衝擊。

治本之道是要通過全面深化改革開放，着力推進經濟轉型升級，着力推動高質量發展。堅持用發展的辦法解決前進中的問題，我們不乏勇氣和智慧。二十世紀末，迫於國有企業長期虧損、福利分房難以維繫壓力，中國加快了住房商品化和貨幣化改革。這不僅幫助國企改革回籠了部分資金，還培育了住房消費新的經濟增長點。二十一世紀初，中國創造性地利用外匯儲備注資的方式，支持國有銀行股改上市。這既化解了國內銀行業系統性風險，又實現了國有資本保值增值，更成功抵禦了2008年國際金融危機衝擊。

對於防範化解房地產市場、地方政府債務等重點領域風險，現在「小作文」滿天飛，但舊辦法多、新辦法少，計劃的多、市場的少。對此，要直面問題、迎難而上，拿出更多新的思路和方法。具體到前述兩大風險，要在建立促進房地產市場平穩健康發展長效機制和現代財政制度的框架下拿出一籃子解決方案，要避免頭痛醫頭、腳痛醫腳，更要防止政策「翻燒餅」。

關於「預期轉弱」說了兩年之後，現在做比說或許更重要。只有穩住經濟，才能提振信心。如2022年底，防疫措施和監管政策優化，改善了市場對於中國經濟復甦前景的預期。結果是，2022年底2023年初，在「強預期、弱現實」背景下出現了「股匯雙升」。之後，隨着經濟復甦勢頭放緩，國內金融

市場才再現調整行情。

結構性改革大都是長期的、漸進的，推動經濟持續回升向好，短期離不開必要的政策支持。2023年6月16日國務院常務會議提出，必須採用更加有力的措施，增強發展動能，優化經濟結構，研究提出了一批政策措施，並強調具備條件的要及時出台、抓緊實施，同時加強政策措施的儲備，最大限度發揮政策綜合效應。會前的意外降息揭開了加大宏觀政策調控力度的序幕。

增居民收入 拉動消費

宏觀調控要與時俱進、順勢而為。首先是財政政策要加力提效。與1998年和2008年的危機時不同，現在中國宏觀槓桿率，特別是居民和非金融企業部門槓桿率大幅攀升。根據社科院的數據，1997年底，中國居民、企業和政府部門的槓桿率分別為5%、91%和10%，2008年底分別為18%、95%和28%，2022年底分別為62%、161%和50%。因新冠疫情三年現金流受損，目前居民和企業部門加槓桿意願和能力減弱。貨幣政策只能提供流動性，卻解決不了現金流問題，需要財政政策更加積極，通過政府部門加槓桿，改善市場主體償付能力。一旦居民和企業部門陷入資產負債表衰退，未來政策救助將會付出更大的代價。

其次是消費端要進一步加力。長期以來，擴大政府投資是中國危機應對的政策發力點。2008年國際金融危機的兩年四萬億元（人民幣，下同）一籃子投資計劃，驅動中國實現了經濟V型反彈。不過，當年民間投資只佔到固定資產投資的百分之三四十，經濟體量也僅有二、三十萬億元。現在民間投資佔比百分之五六十，經濟體量高達一百二十萬億元，政府投資的撬動作用顯然難及從前。當前國內物價低迷，其實質是需求不足、產能過剩。消費需求不足，同時外需又存在較大不確定性，企業缺乏擴大生產和投資的積極性，導致政府投資難以帶動社會投資。宏觀調控應在擴大消費方面多下功夫，圍繞穩住就業機會、增加居民收入，發揮財政、貨幣、產業及社會政策的合力。長遠看，這也有助於更好地統籌發展和安全，加快構建以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。



◀新的放寬按揭措施出爐，相信將極大改善中價樓及居屋第二市場流轉率。

寬按揭措施激活樓市



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

香港金管局上周五（7月7日）公布了新一輪的放寬按揭措施。筆者對有關新政策十分讚賞。雖則個人不會預期政策可以一石激起千重浪，然而，好的政策應該是對原有機制的優化，而不是以一味去刺激買家入市。今次措施不僅談不上噱頭，甚至可以用低調來形容。新的放寬按揭措施是較全面的優化措施，表面上活化了住宅自住的換樓鏈，使得換樓人士入市意欲加強，換樓成交增加，尤其是「連環炮」成交開始湧現（即一買一賣在同一天進行），長遠來看政策的效用還要看市場情緒的變化。

放寬按揭措施也極大改善了居屋第二市場流轉率。居屋第二市場長期因為大部分屋苑已超過了擔保期的關係，令到成交裹足不前，大大浪費了二手潛在供應。新措施增加了一按成數，可以說是用最根本的方法解決了居屋擔保期的問題，已有不少個案由原先的「625」（借六成供25年）改為「725」（借七成供25年），這無疑改善了居屋流轉的問題。

而樓價1500萬元或以下的一按按揭成數由六成增加至七成，也令能夠入市的人增加，因為很多人可能收入問

題，或者年齡問題已經不能夠去配合到按揭保險的高成數門檻。即是說，放寬按揭不單只增加了槓桿能力和購買力，也增加了能夠入場的社群數量。新政策中也包括轉按自住物業可提高至七成，即可以提取更多資金，給予尤其是二手樓的業主去理財。

降低入市門檻

另外，有關新政策連非住宅按揭都同時照顧，非住宅按揭成數由五成提升至六成。更加重要的是，以資產計算按揭成數由四成提升至五成。這極大改善了投資者的現金流及流動性，對商舖的投資者來說可以是鬆一口氣，甚至大地回春，筆者同意下半年舖市價格有機會上升一成的預期。

如果用按揭保險制度，樓價1500萬元的按揭成數由六成四提升至八成，3000萬元的按揭成數由五成提升至七成，此措施可令到整個中價及中上價地產市場得到活化。更加要值得一講就是，HKMC（香港按揭證券有限公司）的保費大折讓，舉例單位樓價400萬元做九成按揭及供30年計算，以前保費約15.66萬元，現在的保費是7.776萬元。

當然，筆者作為市民很是欣賞特區政府這種多做事少說話的作風。筆者是非常支持特區政府今次安排，對短、中、長期發展都是一個很好的政策。