



►解決債務的辦法，終歸要回到發展問題上來，財政及貨幣政策必須支持實體經濟的健康發展。

4月20日，中央全面深化改革委員會第二十五次會議審議通過了《關於進一步推進省以下財政體制改革工作的指導意見》，重點理順界定省以下財政事權和支出責任，理順省以下政府間收入關係；壓實地方各級政府風險防控責任，堅決遏制住隱性債務增量。

財政改革化解債務風險

智本社

大學之道 清和

智本社社長

財政改革是一項非常重要的制度改革，中國現行的財政體系主要是1994年分稅制改革奠定的。在改革開放前，財政體系單一、財政收入主要靠公有制企業繳納利潤，稅收佔財政收入的比重只有50%。改革開放後，中國開始實施「以稅代利」的財政改革，稅收佔財政收入的比重上升到90%左右。然而，國有、集體、民營、外資、個體戶企業之間實施不同的稅制，出現了「多軌稅制」，稅收混亂且有失公平。彼時中國正在實施價格改革，從計劃價格逐步轉向市場價格，政府過度使用稅收來調節價格，扭曲了稅收政策的目標。

1987年，在全國「一包就靈」的改革大潮下，開始實施財稅大包乾制。在此背景下，政府與企業更像是一種交易關係，不同性質的企業與所隸屬的管理部门簽署稅收、利潤承包合同。這種制度試圖通過簡單粗暴的市場方式處理過去財稅制度的問題，與現代財政制度是相背離的，造成嚴重的後果是：中央財政連綿赤字，多次向地方借錢，甚至直接向人民銀行借貸。

分稅制改革「催生」土地財政

1994年，時任國務院副總理朱鎔基全民推行財政稅收制度改革，這就是分稅制改革。分稅制改革涉及到稅收、預算、價格、金融、投資、外貿等眾多領域，是一整體性的財政體系改革。其中，我們需要重點關注三個方面：

一是重構中央地方的財權與事權。所謂財政，財主要是收入與支出，政是行政權利與責任。財政體制改革的重點是改革各級政府之間的財政關係，主要是財政收支與事權責任的匹配關係。分稅制改革的目標之一是改變財政「強枝弱幹」和地方保護主義的財政格局，增加中央財政收入比重，同時強化中央對落後地區的轉移支付。

啟動分稅制改革的1994年，中央財政收入佔財政收入比重就從前一年的22%上升到55.7%；按一般公共性預算口徑，該數據此後基本維持在50%左右。

二是取消財稅大包乾制，打破「多軌稅制」，實施統一稅收，建立了以增值稅為核心，所得稅為補充，營業稅、消費稅、資源稅為輔助的稅收體系。設立複雜核算的增值稅作為稅收核心，是分稅制改革最關鍵的部分，決定了改革的成敗。1994年，增值稅收入佔稅收總收入比重達到45%；此後基本維持這個水準。這決定了中國稅收結構以流轉稅為主。

三是建立與市場經濟相匹配的現代政府預算管理制度。

然而，這次財政改革中「財政」大於「政改」，中央地方的稅收充分劃分，但事權責任變動不大，這就出現了中央和地方事權和支出責任劃分上的不合理。簡單來說，地方財政少，但承擔的支出責任大，在事權上要全面負責地區的教育、交通、醫

療、環境、公共事務、社會福利等。

如何解決這個問題？分稅制改革設立了稅收返還機制，即中央財政將部分稅收返還給地方，以平衡央地財政關係；同時通過轉移支付的方式加大對落後地區的財政支持，以緩解地方財政不平衡的矛盾。1994年，中央財政對地方的稅收返還達到1799億元（人民幣，下同），佔當年財政收入總量的62%。這很大程度上降低了改革的阻力。

分稅制改革後，全國財政收入隨着經濟增長而「水漲船高」，每年中央和地方的財政增速均高於經濟增速。財政收入中央對地方平衡性轉移支付規模也持續加大，1999年為75億，2009年上升到3799億，2019年達到1.5332萬億。

隨着中央財政收支持續增加，進而開啟了全國性大基建時代，但地方財政一直偏緊。中央稅收返還和轉移支付依然沒有解決地方財政收入不足與支出責任過大等兩大矛盾。一個重要原因是，中央採用GDP考核機制，各級地方政府功能財政衝動強勁，渴望擴大財政支出以做大經濟規模。

於是，地方政府「窮則思變」，終於在土地上找到突破口。分稅制改革時，中央將城市國有土地使用權出讓金收入劃撥給地方政府。當時，各級政府沒有有意識到土地出讓金的巨大潛力。直到1998年，房地產市場化改革啟動；2003年《招標拍賣掛牌出讓國有土地使用權的規定》出台，共同促進了中國房地產市場的興起。隨着房地產市場迅速崛起，地方政府的土地使用權出讓金收入也大規模增加，很大程度上緩解了地方財政困境。

2008年全球性金融危機爆發，緊接着，中國推出「四萬億」救市，人行實施寬鬆政策，房地產市場迅速反彈。地方政府的土地使用權出讓金收入快速增加，「土地財政」依賴度越來越大。

2020年，新冠疫情大流行元年，地方政府的「土地財政」達到巔峰。全國土地使用權出讓收入8.4142萬億元，同比增長15.9%，創下了新紀錄。地方政府對土地財政的依賴度進一步擴大。土地財政依賴度超過100%的城市有20個；依賴度超過50%的城市有40個。土地財政背後是迅速增加的地方債務。2020年末全國地方債務率超過97%，逼近國際警戒區間下限（100%）。

專項債彌補土地出讓金下滑

近些年，市場對中國地方政府的「土地財政」和債務風險感到擔憂。如果房地產泡沫崩潰，那麼，地方政府的財政收入必然下滑，甚至還可能引發地方債務風險與銀行風險。

2021年，中央銀行及監管部門出台金融政策深度整頓房地產市場。針對開發商的「三道紅線」和針對房地產信貸的商業銀行「五檔分級」政策嚴格控制了房地產市場的流動性。全國房地產市場進入寒冬，恒大、華夏幸福等大型開發商爆發債務危機。

令人感到困惑的是，難道中國監管部門不擔心房地產市場崩潰導致土地財政銳減，進而觸發地方債務危機嗎？如果土地出讓金收入下滑，靠什麼來彌補政府性基金預算赤字呢？

答案就是專項債。專項債主要用於交通基礎設施、能源、農林水利、生態環保、社會事業等九大領域。去年12月中央財政就提前下達地方今年的新增專項債額度1.46萬億元。截至2022年3月末，已發行1.25萬億元，佔提前下達額度的86%。

今年一季度，穩經濟主要靠穩基建，地方財政投資主要靠專項債。全國固定資產投資10.4872萬億元，同比增長9.3%。其中，基礎設施投資同比增長8.5%，製造業投資增長15.6%，而房地產開發投資增長只有0.7%。

總結起來，從1994年分稅制改革到2017年，中國地方財政經歷了稅收、稅收與土地財政並舉、土地財政及其貨幣化等階段。從2018年開始，地方財政從土地財政貨幣化進入財政專項債化。

地方政府轉向專項債融資說明兩點問題：一是地方政府的一般公共預算收入的融資能力出現下降；二是地方政府的政府性基建收入從追逐土地出讓金轉向土地債券，即政府通過專項債提前將「土地財政」變現，後面的土地使用權出讓金收入只是在還前面的專項債。

如何看待這種變化？我們需要回歸到央地之間財權事權不匹配的角度看待這個問題。專項債的發行主體是省級政府及計劃單列市。近幾年，專項債的大規模增加一定程度上緩解省級政府的財政困境，降低了對土地財政的依賴。從去年到今年一季度，房地產市場下滑對中央財政和省級財政的影響小，中央和省級政府對整頓房地產的定力更強。雖然人行支持各地商業銀行「下調人住房貸款的最低首付款比例、最低貸款利率」，但關鍵的「三道紅線」和「五檔信貸」等限制性政策並沒有解除。

須注意的是，專項債不能下放到地市和縣級政府，而這兩級政府的土地財政依賴度普遍較高。從去年開始，土地使用權出讓金下滑削減了地市和縣級政府財政收入。今年一季度，全國超過一百個城市出台了鬆綁或取消購房限購、限售、限貸政策，其中大多數是二三四線城市。如今，中央推進省以下財政體制改革，理順界定省以下財政事權和支出責任，此舉主要是為了化解地市和縣級政府財政困境和潛在的債務風險。

近些年，地方財政專項債化說明中國正在啟用省級政府的公共信用融資來緩解地方財政壓力和債務風險。今年一季度，房地產市場下滑，地方土地使用權出讓金收入銳減，對專項債的依賴越來越大。4月，中央財政部允許地方擴大專項債的使用範圍，包括城市網管、高質量基建、農村農業領域專案，這說明地方財政開始泛專項債化。當省級政府公共信用的債務融資能力下降到一定程度，只能依託於中央政府的公共信用來融資，即發行國債。

因此，債務不是解決債務的辦法，終歸要回到發展問題上來。中國財政體制改革還是要解決央地之間財權事權不匹配的問題。在合理分配權責關係上，嚴守財政紀律，嚴控債務擴張。最重要的是，財政及貨幣政策必須支持實體經濟的健康發展。

人幣匯率波動正加劇

灣區問道 王龍

大灣區金融家協會主席

離岸人民幣兌美元周五盤中跌破6.5關口，創下2021年8月以來新低。展望人民幣匯率過去十年的波動，經歷了三次幅度較大的下跌，分別是2015年的811匯改、2018年中美貿易戰、2022年這一波快速下跌。前幾次人民幣快速下跌都有拖累股市，債市則保持相對穩定的局面。

權益資產遭負面衝擊

從歷史走勢來看，人民幣匯率短期快速下跌對權益資產形成較大的衝擊。

2015年的811匯改，人民幣匯率加大了雙邊波動彈性和幅度，人民幣匯率從6.2波動到6.7，下跌7.43%。這引發了市場對人民幣資產貶值的擔憂，同期滬深300指數下跌約40%，恒生指數經過兩次探底最終下跌35%，暴跌與中間次級反彈的時點與人民幣走勢高度一致。

2018年美聯儲快速加息，且開始討論縮表操作，美元指數走強。而在2018年初，中美貿易戰也導致全球對人民幣資產的擔憂。受此影響，人民幣匯率從6.3波動到7.0，下跌11.01%，滬深300指數下跌30%，恒生指數下跌約25%。

2022年年初至今，美國2月和3月的通脹陸續創下近四十年新高，美聯儲在高通脹的壓力下啟動快速加息，5年期美債收益率更是在隔夜突破3%，美元指數再次站穩100以上，人民幣從6.3快速波動到6.5，下跌2.65%，同一時期滬深300指數與恒生科技指數分別下跌14%和18%。

債券保持穩定局面

從歷史走勢來看，匯率對中資美元債，無論是投資級還是高收益的影響都相對有限。

人民幣匯率大幅波動對中資高收益

債券的影響基本可以忽略。2015年匯率快速向下波動後，中資美元債高收益指數小幅調整2.4%後繼續大幅走強。2018年人民幣匯率大幅向下波動後，中資高收益美元債指數調整幅度較大，下跌5.86%，但2018年全球利率大幅上行，債券大熊市，且2018年中國國儲能源等美元債違約也導致高收益市場慘跌收場，真正因為匯率因素下跌的幅度較少。2015年和2018年，匯率大幅波動的環境下，高收益指數跌幅分別為2.4%和5.86%，真正因匯率下跌的成分亦較少。

人民幣匯率大幅波動對中資投資級美元債利差也沒有太大的影響。對比來看，2022年的利率上升環境與2018年較為相似。歷史上，中資美元債投資級的利差波動較大的年份是2020年，其主要是由於美聯儲收緊流動性，導致全球美元債遇到拋售壓力，利差大幅擴闊，但2020年的匯率表現相對強勢。

未來大類資產走向

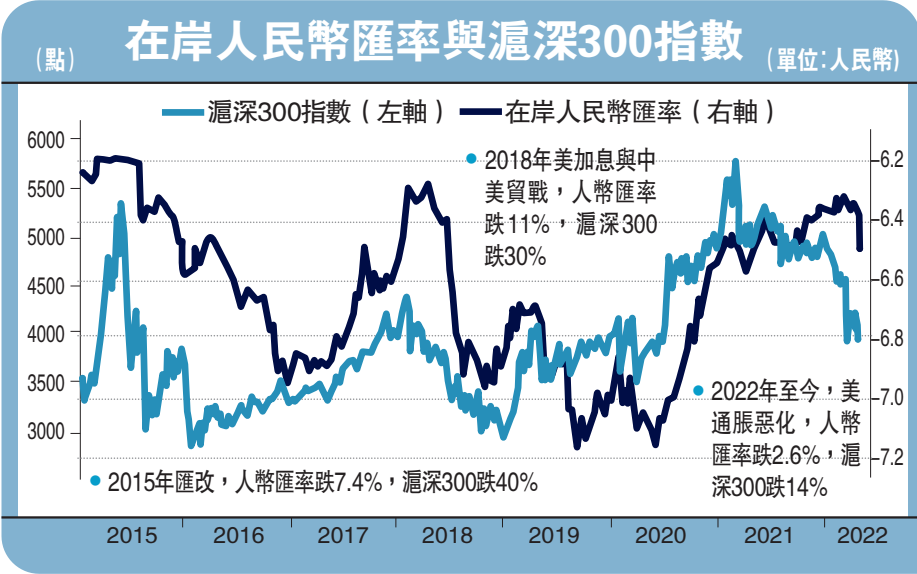
本次匯率大幅波動面臨着比較複雜的境內外環境，包括俄烏衝突、美聯儲快速加息等海外因素，以及國內防疫措施對經濟的影響，人民幣匯率的波動才剛剛開始。筆者據此判斷：

1）人民幣匯率短期內可能還會有所波動，未來具體要看中美貨幣政策的分化走勢，當前中美利差倒掛或許也對中國貨幣大幅寬鬆造成一定阻力；

2）如果人民幣波動才剛開始的話，那麼股市指數看起來可能還會有進一步的調整，從歷次的調整幅度來看，可能還會有15%至20%的空間；

3）人民幣匯率大幅波動對美元債的影響並沒有那麼直接，對投資級美元債有一定影響，利差走擴幅度大概在24至50點子，高收益指數大概2.5%至6%之間的下跌幅度；

4）當前中美利率倒掛，從相對價值來看，海外的中資投資級美元債雖然短期面臨較大的利率壓力，但中長期具有較好的配置價值。



善用按揭預批 安心搶筍盤

談樓說按 王美鳳

中原按揭經紀董事總經理

新按揭能幫助更多有需要的買家實現上車或換樓大計，但申請高成數按揭由六成按揭上調至九成按揭，涉及的貸款額便有所增加，銀行要求申請人的入息水平亦相應提高，用家宜預先計數了解自己的每月入息及自身情況是否符合按揭條件。

最近有銀行重新推出免費按揭預先批核服務，適用於一般按揭及按揭個案，幫助準買家在置業前了解可獲銀行批核的按揭金額，以及心儀單位是否可批出有關按揭成數；由於買家已有銀行批出按揭的「定心丸」，入市便更有信心，簽約後亦亦有助加快完成買賣及按揭流程。

申請按揭預批方法很簡便，準買家可透過按揭轉介公司協助向銀行提交按揭預批申請，準買家須向銀行遞交所需文件包括入息及身份證明，當中亦如一般按揭審批程序，銀行會向準買家了解心儀單位的資料以便進行物業估值，並

會查閱申請人的信貸資料，整個按揭預先批核所需時間約兩星期內可獲知結果，若屬於按揭個案，由於涉及銀行及按揭公司審批，所需時間一般稍長，約兩至四星期內完成批核。批出之審批結果包括按揭成數及金額、按揭年期及按息優惠等，有效期為一個月，期內買入單位後便無需再交入息文件，基本上只需補交臨時買賣合約。

若最終買入之單位有所不同，由於銀行已了解買家的入息水平，原則上在有效期內亦無需再遞交入息證明，但銀行會為新購物業進行估值及評估，若涉及之按揭額較申請預批時有所增加，銀行會再就買家的入息水平作評估，若涉及的樓價差幅不大，而買家的供款佔入息水平亦不是接近爆壓測邊緣，一般亦很快獲批通過。

銀行提供按揭預批服務確能幫助準買家安心入市，但在疫情緩和及社交距離措施放寬的背景下，積壓多月的置業需求已正在釋放。筍盤買少見少，買家遇上心儀好價單位或需及時決定入市，若不想等待預批結果，其實亦可循較簡易方式了解自己的貸款能力，下期再續。

新按揭計劃安排

| 樓價 | 按揭成數 |
|-------------|---------------------|
| 400萬至1000萬 | 最高90%按揭 |
| 1000萬至1125萬 | 最高90%按揭，但貸款額上限900萬元 |
| 1125萬至1920萬 | 最高80%按揭，但貸款額上限960萬元 |