

內地城投債風險高峰已過



市場探針 李宗光

華興資本集團
首席經濟學家

年初，貴州遵義市最大城投——遵義道橋建設（集團）有限公司，約156億元（人民幣，下同）銀行債務重整方案引發市場熱議。一時間，大眾對城投暴雷的擔憂甚囂塵上，就連投資圈內部對於城投債風險的評估也出現分歧，一些人認為城投面臨巨大違約風險，另一些人則堅持有政府兜底，城投債務並沒有什麼好擔心的。

那麼，當前城投債務風險到底有多大？城投債務是否會成為2023年的黑天鵝呢？

我們知道，城投平台主要就是為地方政府進行市政建設和運營，如修繕道路，棚戶區改造等關係到民生的公益性或準公益項目。這些項目往往資金投入較大、周期長、利潤薄，很難吸引民間資本。而隨着經濟的發展，城市建設的資金需求也越大，這一般均需要地方政府財政資金支持。

但事實上，與「以收定支」的傳統認知不同，地方財政的收入遠不及地方建設投入，地方政府有着很強的激勵籌措資金，進行超前的投資與建設。這主要由於地方官員的陞遷、生活等方面均與地方經濟發展密切相關，這同時也帶動了地方經濟的快速發展。

多出來的資金缺口地方政府如何籌措呢？

一條路是「賣地」，即常說的「土地財政」。1994年分稅制後，全國財政一盤棋，地方政府部分財權收歸中央，轉移支付成為地方政府重要收入來源，主要用於欠發達地區的建設，發達地區收入受到一定限制。以2021年為例，地方一般公共預算收入19.33萬億元（人民幣，下同）。其中，中央對地方轉移支付收入為8.2萬億元，佔比約43%。而地方土地出讓收入歸地方政府所有，管理較為靈活，且與城市建設息息相關，成為地方政府拓展財路的重要手段。2021年，地方賣地收入高達8.5萬億元。

另一個重要途徑就是靠平台融資。據統計，2021年發債城投有息負債規模達56萬億元，新增約6萬億元。城投融資形式也是多種多樣，主要有銀行貸款、債券融資、非標融資等。其中，各類渠道佔比相對穩定，銀行貸款佔比最大、約佔六成，城投債佔比約兩成。相對賣地而言，平台融資更為便捷，約束更少。

雖然地方政府視城投平台為「掌中寶」，但中央政府卻並不待見，將其視為需要約束和管教的「壞孩子」。就在遵義道橋債務重組方案公布之後不久，財政部部長便在採訪中明確表示，堅持

中央不救助原則，「誰家的孩子誰抱走」。激增的債務加上平台運營管理混亂、資金使用不規範等相關問題頻發，這些引起中央政府高度關注。但這部分城投債務是財政預算外的，當時的地方政府是否有清晰的賬目仍未可知，中央政府更是無從管理。

為了有效地對地方政府債務進行管理，2015年國家實施《新預算法》，放開地方債發行，具體額度由中央政府審批下發；同時開大規模的債務置換，將政府債務轉化為政府債券形式，納入年度預算進行管理，在五年時間置換近12萬億元債務，其中便包括大量平台債務。經過地方舉債權限的放鬆、債務置換以及對城投融資的嚴格管控，中央政府達到了強化監督管理，降低債務風險的目的。但城投至今仍發揮這重要的作用，特別是在經濟下行壓力較大情況下，城投企業作為逆周期調節重要發力點，監管也會出現階段性放鬆。

經濟復甦緩解現金流壓力

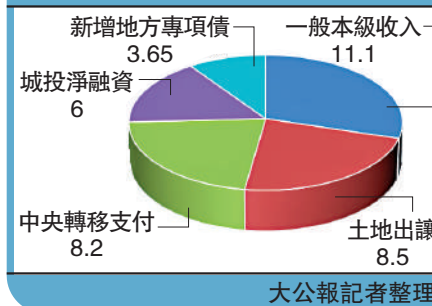
回到最終的問題，城投債會成為今年的黑天鵝嗎？筆者認為，很多關鍵性因素已經或者正在改善。城投最危險的時刻已經過去，不應對未來過於悲觀。比如疫情，曾是影響2022年經濟發展的核心變量。但隨着去年12月疫情迅速過峰，疫情對經濟的衝擊已經基本消退。從最新的經濟數據看，部分經濟恢復進程，似乎比預期的還要好一些。2023年，經濟至少將呈弱復甦狀態。

一方面，伴隨着經濟的復甦，城投企業、項目的現金流有望轉好，地方政府收入也將有所提升，這均能有效的降低城投風險。只要經濟向好，企業收入能覆蓋大部分債務成本和運營成本，那麼債務風險便是可控的。

另一方面，2023年，中央、地方穩經濟訴求高度一致。作為基建的重要推手，地方及中央政府均有提供支持的強烈意願和手段。比如，地方政府協調資金償還債務或重組，對優質資產進行盤活，中央政府放鬆城投融資監管等。

但要明白，城投債務風險的化解是一個長期的課題，需要在發展中去解決，需要我們花大力去搞好經濟。隨着2023年經濟的復甦，預計城投債務風險將顯著回落，對於城投的未來我們可以更加樂觀一些。

2021年內地地方政府主要收入情況



通關滿月 港樓交投轉旺



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁
(港澳)

自從年初內地與香港通關消息公布以來，大大提振了本港投資者的信心，先有恒指由低位節節上升；至於樓市同樣發力狂追，出現價量齊升的「旺市」情況。2月7日是首階段通關「滿月」的日子，且讓筆者以數據去告訴各位讀者，過去一個月的樓市「有幾旺」。

首先，據美聯物業房地產研究部數據，若以1月8日至2月7日的一個月去計算，一手交投升幅最為顯著，期內新盤成交量錄得578宗，較之前一個月（22年12月8日至23年1月7日）的293宗按月大幅上升約97%，升幅接近一倍。

值得一提的是，當樓市回暖時，多是由「聰明錢」及新來港人士的資金快人一步、搶先入市，在「入通財通」效應下，造就豪宅市場率先起動，繼而延伸至整個樓市。

據美聯物業房地產數據及研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料顯示，1月份新盤成交量錄503宗，按月大升約87%，創4個月新高；當中逾5000萬元個案錄41宗，按月升近2.2倍，並創16個月新高；至於「億億聲」的豪宅成交亦錄得接近10宗，較去年整個四季還要多，可見豪宅交投當旺。

那邊廂一手交投及豪宅市場轉活，這邊廂二手交投亦不遑多讓。即使過去一個月正值農曆新年，樓市受傳統淡季

影響，但根據美聯物業分行數據，同樣以1月8日至2月7日的一個月去計，期內十大屋苑成交量共錄261宗，比起前一個月的239宗按月增加約9.2%。

樓價方面，「美聯樓價指數」最新報147.32點，按周升0.14%，連升五周，本年迄今升約0.88%。

除了傳統藍屋苑的交投外，其他樓市板塊同步出現復甦跡象。資料顯示，1月二手居屋（包括已補地價的自由市場及未補地價的第二市場）註冊量錄644宗，較去年12月426宗按月急升逾51%，創一年半新高，反映今次樓市的反彈勢頭，涉及範圍既廣泛又全面。

展望後市，隨着近日多個新盤因應樓市升溫而積極部署開售，相信新一輪新盤大戰已如箭在弦；加上現時樓市回升，只由本地及新來港人士的購買力所引發，樓市升幅仍屬於「大落後」，有極大上升潛力，配合息口有望見頂的憧憬。故此，筆者個人預期，2月及3月份樓市將延續當下「大陽春」的勢頭，價量有望「更上幾層樓」，至於樓價方面則有望出現約3%升幅。



於筆者認為，本港樓市升幅仍屬大落後，尚有極大上升潛力。

今年內地選擇提前還貸的房貸還款人有上升趨勢。



「提前還房貸」近期又再次被熱議。但與去年不同，如果說當時還款人還抱着觀望、猶豫的態度，那麼今年選擇提前還貸的人更多了。與此同時，很多媒體指出「扎堆提前還貸並不可取」，銀行也通過各種方式提高了還貸的門檻，如線下申請、提前預約、限制每日人數等。

提前還貸潮帶來的經濟壓力



財經萬象 黃大智

星圖金融研究院研究員

先來看看為何近期再次出現「報復性還貸」的情況。資金來源與資金用途是影響房貸還款人決策最重要的兩個因素。資金來源方面，迫切還款人士多數為上班的中產收入者，在年底通常會獲得一筆金額不小的年終獎，這部分增量資金是影響他們選擇提前還款的重要因素之一。資金用途方面，很多人過去不選擇提前還貸的原因之一，就在於這部分錢能夠取得更高的收益。十年前，剛兌信託的收益率可以達到10%左右，而房貸利率僅為5%至6%。對於購房者來講，使用貸款節省下來的資金用於理財，可以取得很好的套利效果。

到今天，高收益率的剛兌信託已經不復存在，淨值化的理財產品一次又一次的教育了投資者。可以說，能夠達到比肩過去存量房貸利率水平的理財產品，在市場中少之又少，此時再將這部分富餘的資金用於理財，不僅收益低，而且無法覆蓋房貸的利息支出，一旦所投產品遇到「暴雷」，更有損失本金的風險，因此很多人也就選擇了提前還貸，來減少房貸的利息支出。

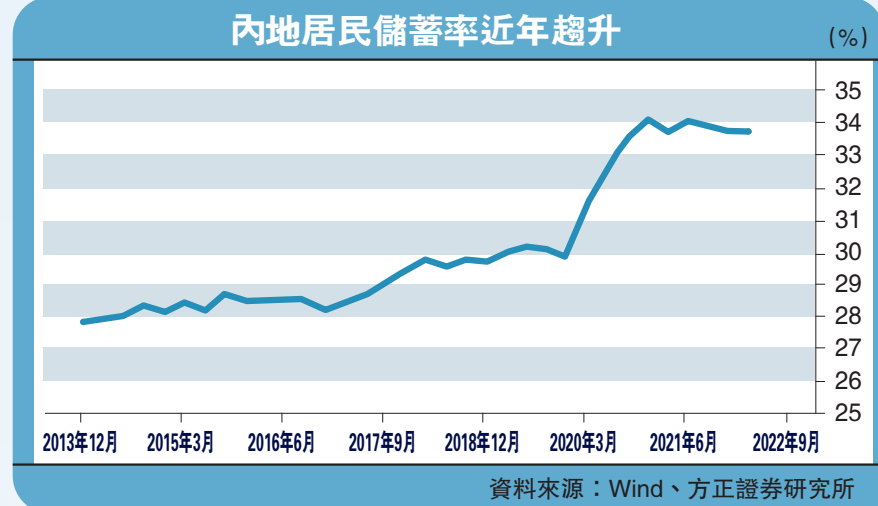
除了資金來源與資金用途的原因之外，從眾心理及對未來防禦性的心理預期可能是導致提前還貸的另一重要因素。春節期間，親朋好友間的討論永遠都逃不開房子的相關話題，2022年房地產調控政策經歷了一百八十度的大轉彎，房貸利率關係到每個購房人的切身利益，很多在節前已經提前還貸的買房者將自身的經歷言傳身教後，自然能引起更多人的認同，也更能讓人感同身受。筆者的一位朋友，就是在春節期間同學聚會時，聽到同學還清房貸「無債一身輕、心裏放下了一塊大石頭」等感慨後，立刻選擇了提前還清房貸。

而防禦性心理則可以理解為居民經歷了幾年疫情而產生的「後遺症」。對於房貸還款人而言，每個月還款是剛性的，無論居民是出於何種原因出現的房貸逾期，都會面臨接踵而至的徵信不良記錄、催債等後果，而銀行對還款人突發情況的應對顯然沒有設身處地為還款人考慮，即便後來出台的延期還款等政策也都不及時，對還款人的傷害早已造成。能否成功申請延期暫且不說，複雜的申請流程就已經勸退了大部分人。對於這種情況有了深刻的認識後，即便疫情消退、工作復常，收入水平也回歸正常，很多人還是會優先選擇節衣縮食、還清房貸，以防止未來再次發生類似情況。某種意義上，這也算是疫情「疤痕效應」的一種。傷口雖好，但也仍然影響着居民對未來的決策。

銀行收息業務受損

因此，對於那些選擇提前還貸的人士，所謂的「報復性還款」只是選擇了一個對自己更有利的選項而已，這種益處並不僅僅體現在對經濟利益的衡量上，更體現在心理上的好過。

除了還款人之外，在提前還款事情上涉及的銀行和官方，所造成的影



響則更直接。對於銀行而言，商業銀行賺的就是「左手吸儲、右手放貸」的生意，放貸質量直接影響到銀行的資產質量。

對於內地銀行來說，房貸可以說是一項長期穩定生息的最優質資產。首先是利率高。在過去的五年間，首套房貸平均利率維持在5厘至6厘，二套房貸利率則更高。與之相比，3年期、5年期存款利率長期維持在3厘附近。其次是期限長。房貸普遍為十五至二十年，是銀行信貸資產中，長期且穩定的生息資產。最後，個人房貸的風險較低。內地房貸首付比例普遍在30%左右，槓桿比例較低，同時借款入收入水平普遍較高，且個人逾期的後果嚴重，是個人最優先要償還的款項。

更重要的是，房貸是一種抵押貸款，即便個人房貸真的逾期，銀行在已經收取30%的首付和一定期限的還款後，對借款人的房貸進行資產處置，賠本的概率較小。因此，對於銀行的經營而言，房貸是一種風險較低的優質資產。如果提前還款的人多額度大，對銀行的利息收入當然會產生很大影響，所以銀行並不希望居民提前還貸。

居民消費及投資收縮

也正因如此，我們能夠看到很多銀行通過設置各種隱形門檻來延緩居民提前還貸的節奏，包括必須線下申請、限制每日預約還款的人數、收取一定違約金等。

站在銀行的角度來說，這種設置無可厚非，但對於想要提前還款的居民來說，當然是非常的不便利。個人有依據自身實際情況選擇提前還款與否的權力和自由，銀行作為貸款的提供者，理應為借款人提供提前還款的便利，現在反而設置各種門檻。這種做法短期雖說能夠延緩提前還貸帶來的資產縮表壓力，但對於用戶不友好，長期來看只會是損掉用戶的信任，降低用戶對銀行的信任度。

除了銀行之外，政府站在政策制定者和執行者的角度，同樣也不希望看到官媒並不鼓勵「扎堆提前還貸」。提前還貸對於經濟造成諸多影響，譬如在家庭總資產一定的情况下，將資金用於提前還貸，必然會在一定程度上減少消費和投資，這是典型的資產負債表收縮。而居民消費和投資的收縮，必然會對經濟產生負面影響。正如日本經濟在上世紀九十年代經濟危機之後的表現，居民少消費、少投資，經濟必然失去活力，經濟的

發展也就無從談起。因此如果站在官方的角度，當然不希望提前還貸大量的出現。

對於個人來說，當然不需要站在政府或銀行的角度去考慮問題，但這種對個人有利的事情持續發生時，又確實對個人產生不利影響。試想，如果提前還貸大量發生，引起個人消費投資的普遍性收縮，進而使得經濟活力下降，經濟發展速度下降，又會使得就業機會減少，個人收入增長放緩甚至下降。只不過這種負面的影響長期而緩慢，且影響面廣、傳導路徑長，並不直接作用於個人。相比之下，提前還貸對個人的心理壓力、家庭經濟的有利影響卻是立竿見影的。

那麼對於個人來說，到底要如何衡量提前還貸的得與失，如何判斷划算與否呢？

首先，正如前文所提，資金來源是第一考量因素。盲目跟風扎堆去提前還貸當然不可取，或者有人通過違規套取消費貸或經營貸來還款，風險同樣很大，一旦被查出貸款用途不符合要求，對於個人現金流、在銀行的信用都十分不利，可謂是弊大於利。

其次就是準備用於提前還貸的資金，如果用於其他用途（如投資），能否產生比房貸利率更高的收益率。需要注意的是，不要用投資股市或股票型基金的收益率去進行對比，雖然從理論上來說，通過長期持有或定投等方式產生的收益率確實有可能超過房貸利率，但在此過程中，投資者大概率要面臨超過40%的最大回撤，個人也要投入大量的時間成本去學習理財知識。換言之，投資者必須擁有長期的堅持、關於基金、股票或理財的知識儲備，以及對市場的判斷能力等條件，才能有希望通過基金等權益類產品的投資，取得超過房貸利率的收益率。但從內地股民、基金散戶的實際投資情況來看，這種人毫無疑問是少數的。

比較容易接受的理財產品，包括銀行大額存單、高端理財等。如果通過這些理財產品取得的收益率能夠覆蓋房貸利率，當然應該選擇將這些錢用於投資，而非提前還貸。反之亦然。

綜合來看，提前還款並不適用於所有購房者，內地一二線與三四線城市的樓市和房貸政策也不盡相同，不同地區政策差異也較大，每位貸款人實際資產情況和收入現金流也各不一樣。提前還款要根據購房者自身需求來把握，權衡好自己的投資能力，家庭的可用資金情況以及心理情況，以此決定提前還貸與否。