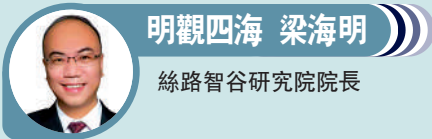




▲特區政府將發債融資用於投資北部都會區、交通基建，有助於刺激經濟和改善民生。

特區政府近日公布的新一份財政預算案，提出新財年政府將發債1200億港元，有市場人士憂慮香港未來或需借貸度日及陷入結構性財赤。惟從經濟學角度分析，市民不僅無需「談債色變」，政府適當發債還有助香港經濟復甦。

發債融資推動基建 經濟添動力



明觀四海 梁海明
絲路智谷研究院院長

雖然部分人士「談債色變」，但現代社會，任何個人或國家、地區均可能背負債務。不管是用信用卡消費、還是貸款買樓買車，實質都是一種債務融資。小到個人如此，大到國家或地區亦然，政府亟需發展經濟又暫時缺乏資金，便需債務融資。

社會不應該談債色變

一個國家或地區進行債務融資，是人類歷史上非常重要的制度創新。早在16世紀，奧地利的哈布斯堡皇帝為籌集對法國戰爭的資金，利用其領地荷蘭聯邦議會的信用來為其發行債券。對於債權人而言，議會作為永久性機構，其信用度要高於國王。哈布斯堡皇帝為了發行長期低息債券，將用於償還本息的稅收權交於荷蘭議會，1542年又將設立新稅種及決定財政支出的權限交給了議會。荷蘭聯邦議會以未來的稅收收入為保證金，以市場交易的方式發行債券，供投資者自由購買。

哈布斯堡皇帝在無意中推動了一次制度創新，把皇帝的「私人債務」轉換為面向市場發行的「公共債務」。在1688年英國「光榮革命」後，來自荷蘭的威廉繼承英國王位，威廉把這套制度帶入英國，而宿敵法國卻一次次遭受財政危機的困擾。在1789年法國大革命前夕，由於法國國王經常違約，投資人提高了債務利息。18世紀後半葉，英國國債的平均利率僅為3.7%，但法國信用最好債券利率也達到6.1%。

高利率導致法國在戰爭中付出更高的財政成本，拿破侖在滑鐵盧戰役的失敗並非偶然。相比法國，市場更加相信英國能戰勝。由此可見，政府債務融資能力高低反映了市場對戰爭勝負的預期。

到了現代社會，政府發債融資能夠助穩經濟發展，各大經濟學派對此已有較為統一的共識。如凱恩斯學派（The Economics of Keynes）認為，短期內政府債務增加能夠提高民眾的可支配收入，從而提高社會總需求，以刺激經濟。又如，著名的巴羅—李嘉圖等價定理（Barro—Ricardo Equivalence Theorem）也認為，政府負債並不影響經濟增長。2008年全球金融危機爆發之後，眾多經濟學者分析指出，各國經濟增長與政府主權債佔GDP比重之間存在一個最佳債務率，如達到這個最佳債務率便能令經濟增長率最大化。

世界各國運用經濟學理論把握現實、引領實踐、推進發展的例子比比皆是。早在20世紀30年代的大蕭條期間，美國政府就採取了一系列經濟刺激措施，其中之一就是增加發行國

債。這些國債資金被用於基礎設施建設、就業計劃和社會福利項目，為經濟注入了大量資金，促進了經濟的快速復甦。在「二戰」後的經濟困境中，歐洲各國面臨巨大的經濟重建任務。各國政府遂發行國債來籌集資金，用於重建基礎設施、恢復生產力和提供就業機會。這些國債的發行促進了戰後歐洲的經濟迅速復甦和發展。

珠玉在前，香港特區政府此次發債融資，相信亦是為推動經濟復甦和發展的明智之舉。雖有外界擔憂特區政府未來持續借債，或令債務水平過高，從而限制了特區政府未來投資、服務民生領域的能力。但當前香港特區政府債務佔GDP比率僅為54%，遠低於近鄰新加坡的168%，也遠低於美國的123%、日本的255%。IMF數據更顯示，全球發達經濟體的債務佔GDP比率超120%。可見，香港的債務水平在發達經濟體中處較低位置。

而且，雖然按照國際社會標準，債務／GDP佔比超過60%就被視為高負債、高風險。但要判斷一個國家或地區的債務水平高不高，並不只看佔比，也要看政府信譽；政府會否出現債務危機，也不只看佔比，更要看政府信譽。這也是日本債務／GDP佔比高達255%，美國高達123%，但兩國均無出現債務危機的主要原因。相比日本、美國，香港更無後顧之憂。除自身財力雄厚，擁有超過3.3萬億港元的外匯儲備和愈7000億港元的財政儲備之外，香港還有中央政府作為堅強後盾，無疑將予債權人極大的信心。因此，縱使特區政府未來五年總發債約5000億港元，但對政府財政負擔不大，且香港特區政府處理債務也遊刃有餘。

出現結構性財赤機會微

更加重要的是，政府未來發債所得資金，絕非用於經常性開支，而是全數用於投資北部都會區、洪水橋厦村新發展區、交通基建等基礎設施項目建設。基礎設施建設作為經濟發展和改善民生的基石，特區政府將發債融資所得用於發展基建，無疑將有助於刺激香港經濟增長和改善民生。「要想富，先修路」，在經濟學領域並非只是一句口號。內生增長理論（The Theory of Endogenous Growth）指出，基礎設施建設具有外部性，其所帶來的溢出效應是經濟增長的源泉。新古典經濟增長模型（Solow Growth Model）也強調，基礎設施建設能夠通過增加實物資本的積累帶來經濟增長。

香港特區政府將發債融資所得用於發展北部都會區開發和基建項目，相信正如財政司司長陳茂波近日所言，不僅基建項目可帶來經濟回報、社會效益和改善市民生活環境，還有助於特區政府更加掌握土地供應主導權，從而為香港經濟穩定發展提供更多土地儲備。

一個值得探討的問題是，由於香港特區政府未來五年需依靠發債來維持財政儲備，加上特區政府過去數年未能擺脫財赤，令不少外界人士擔心將會出現結構性財赤的問題，個別人士甚至認為香港已有結構性財赤問題。

所謂結構性財赤，簡單而言就是支出持續超過收入，且無法通過短期調整來解決，政府需一直發債來填補赤字。按國際標準，判斷是否出現結構性財赤取決於以下幾個綜合因素：一是赤字規模。赤字超過GDP的3%至5%可以被視為危險的信號，當前香港接近3.4%。二是債務／GDP佔比。超過60%的債務佔比例被視為高水平，香港現在為54%，未超該水平。三是利息支付佔財政預算比例。超過20%的利息支付佔財政預算比例被視為高水平，而香港現在僅為個位數。此外，長期債務可持續性、財政結構和支出這兩個因素，也被視為判斷是否出現結構性財赤的主要綜合因素。

香港償債壓力較輕

需要指出的是，3%的赤字率並非絕對而是相對的指標，皆因不同國家和地區的經濟情況和財政可持續性目標各不相同，可能存在差異。財政赤字佔GDP比例也並不能單獨確定一個赤字是否結構性的問題，還須考慮赤字的持續性、債務水平、財政可持續性等因素。顯而易見，香港特區政府擁有龐大外匯儲備和財政儲備，且一直獲中央政府大力支持，在有關因素上並無出現危險信號。

可見，按國際現行標準，當前香港並無結構性財赤問題，未來則應量入為出，避免留下結構性財赤隱患。

實際上，國家之間、地區之間的競爭在很大程度上體現為對國際資本的競爭，哪個國家或地區能夠大規模、低成本、可持續地吸引到新鮮資本，哪個國家或地區就會獲取競爭優勢。從古到今，高效的發債制度都是一個國家或地區融資能力的體現，也都是決定着國家或地區興衰的重要因素。故此，香港特區政府未來若有能力以較低成本、較大規模持續發債，吸引更多外來資金投入香港基建項目，一方面有助於刺激香港經濟發展，另一方面更凸顯外界持續看好香港發展前景，因此才願意投入真金白銀參與香港未來的發展。

對香港特區政府而言，未來除要繼續提速發展基建釋放經濟活力之外，也應考慮引入更多社會資本共同參與香港的基建項目建設，以減輕特區政府作為舉債主體的責任。與此同時，特區政府亦應量入為出，加強監管審計、準確評估各基建項目的經濟效益，最大程度降低基建項目回報若不如預期所帶來的潛在風險，從而逐步消除部分人士對政府需借貸度日、陷入結構性財赤等的憂慮。

香港公共財政仍然穩健

經濟把脈 莊仕杰

中銀香港高級經濟研究員

目前香港社會對公共財政的討論主要集中在三個方面：第一，最近五個財政年度中有四個出現赤字，從2019/20年度至2023/24年度，累積赤字4377億港元（下同）。第二，財政儲備由2018/19年度末的高位1.1709萬億元下降至2023/24年度末預計的7332億元。第三，特區政府增加發債規模，而本港過去一直以來債務水平非常低。事實上，香港的公共財政狀況雖然面臨一些挑戰，但整體仍然穩健。

過去幾個財政年度，香港特區政府推出了一系列逆周期財政措施，以應對新冠疫情對經濟造成的影響。2020至2022年，逆周期措施分別佔該年GDP約11%、5%及7%，合共支出達6400億元，單是派發消費券已超過1300億元。這些措施有力減輕了疫情對市民和企業帶來的影響，為香港經濟疫後復甦創造了條件。隨着疫情過去，逆周期措施逐步退出，本港公共財政狀況獲得相當程度的改善。

另一方面，在過去十年平均貢獻政府接近兩成收入的賣地相關收益，在近年出現倒退。受利率上升和美元升值影響，本港資產下行壓力增大，地價收入連續兩個財政年度遠遜預期，2022/23年度和2023/24年度分別只達到預算目標的58%和23%。未來隨着美國加息周期接近尾聲，香港利率亦會大致跟隨回落，帶動地產價格回穩，預計地價收入將逐步恢復。

政府開支中近75%為經常開支，主要由社會福利、衛生、教育等開支構成（三者合計佔經常開支的近60%）。根據預算，2024/25年度的社會福利開支將較2019/20年度增長56.2%，衛生開支增長33.3%，教育開支增長15.5%，反映出政府在制定財政計劃時注重兼顧社會和經濟發展的需要，特別是顧及社會上最弱勢、最有需要的市民的情況。

經常開支的較快增長雖然給公共財政帶來一定壓力，但對提升香港市民福祉及保持社會和諧穩定起到了正面影

響，也是新一屆政府在改善民生方面更加積極有為的體現。

政府擴大發債規模，計劃在未來五年，每年發債約950億至1350億元，但這並不等於失去財政紀律。發債所得的資金將用於投資基建項目，例如北部都會區的開發，而非用於支付政府經常性開支。這些投資為未來發展奠定基礎，有助本港經濟多元化發展，避免結構過於單一，長遠能夠提升競爭力。

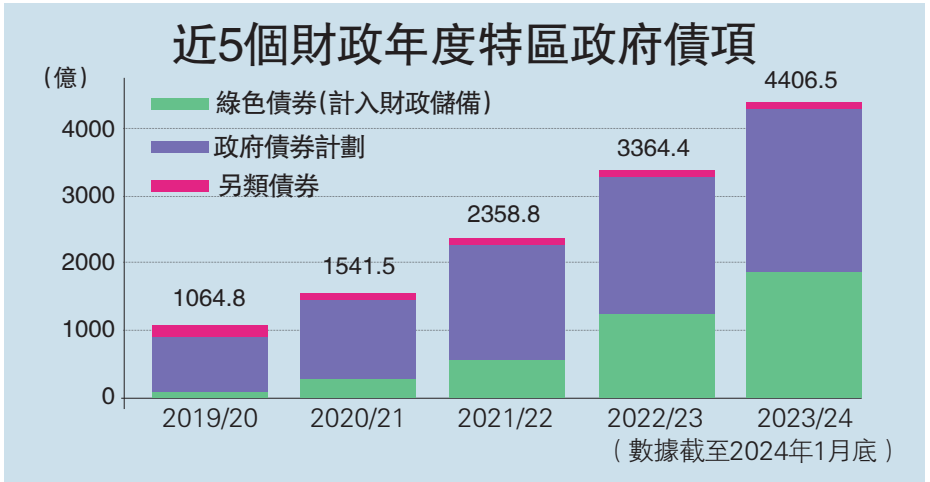
由於上述基建項目的回報橫跨年期較長，以債券融資是合理方案，而「政府綠色債券計劃」和「基礎建設債券計劃」兩項計劃的合共借款上限為5000億元，相當於2023年本地生產總值的約17%。預計在2024/25年度至2028/29年度期間，政府債務與本地生產總值的比率將介乎約9%至13%，比率仍屬健康可控。

積極恢復財政盈餘

新加坡和香港皆屬小型開放經濟體，新加坡公共債務水平其實甚高，2023年佔GDP比率約170%。值得注意的是，新加坡發債的主要用途是發展債市與投資。新加坡財政健康，政府在公共財政管理方面擁有良好的紀錄。這表明即使公共債務水平較高，也不一定令人擔憂，關鍵在於發債的用途是否能夠創造經濟效益。

對於現時社會關注的公共財政，政府也相應做出了相應部署。在最新一份財政預算案中，財政司司長宣布公共財政方針將採取「財政整合策略，讓財政赤字逐步收窄，收支回復平衡」，這有別於2023/24年的「中間偏緊」和2022/23年的「擴張性」財政政策立場。今年預算案停止派發消費券，以去年每名合資格市民獲得5000元計算，可以為庫房節省330億元，而減少利得稅、差餉、薪俸稅和個人入息課稅的寬減可節省近70億元。此外，延遲交椅洲人工島計劃兩至三年亦有利於減輕政府的財政壓力。

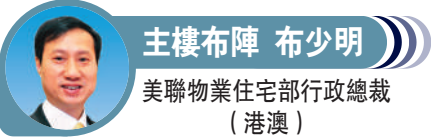
只要政府妥善合理利用財政資源，按照財政整合策略逐步回復收支平衡，應可達到經營賬目在2026/27年度起恢復盈餘，以及非經營賬目在2028/29年度恢復盈餘的目標。



歷屆財政年度特區政府財政狀況（單位：億元）

財政年度	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24 (修訂預算)	2024/25 預算
收入	5909	5642	6936	6221	8348	6330
開支	6078	8161	6933	8105	7279	7768
政府發債收入	78	193	291	660	725	1200
財政儲備	11603	9278	9571	8348	7332	6851

樓市交投復甦 多個行業受惠



主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部行政總裁
(港澳)

財政預算案公布「全撤辣」及停壓測，樓市可謂大打翻身戰。相關消息刺激樓市氣氛顯著轉旺，積存的購買力釋放，整體交投直線飆升，由1至2月的低谷直衝高峰，對未來樓市實屬一大利好信號，同時亦象徵政府今次撤辣獲得成功。

讓我們先「用數據說話」。綜合市場消息，撤辣後的一周（2月28日至3月5日），新盤市場合共累計錄得約829宗成交，較撤辣前一周（2月21日至2月27日）僅61宗，大幅增加約12.6倍。

若以三區劃分，九龍區受全新盤Belgravia Place首輪即日售清，加上眾多貨尾盤銷情理想，帶動該區撤辣後一周一手成交量錄558宗，為三區最多，較撤辣前一周大幅上升約13.3倍；至於新界區及港島區分別錄160宗及111

宗，各升約7.4倍及約36倍。一手交投暢旺，二手表現亦不遑多讓。綜合美聯分行資料，全港35個大型屋苑於撤辣後一周錄149宗成交，較撤辣前一周的51宗增加約1.92倍。

樓市整體交投活躍，好處多多。筆者於早前專欄也曾多次提及，房地產行業與眾多行業的榮衰息息相關，例如金融業、建築、裝修、飲食、運輸，甚至是法律行業等，所以「全撤辣」不單可以刺激市場氣氛，同時亦可提振各行各業的經營環境，從而帶動本港整體經濟加快復甦。



▲樓市交投活躍，可提振各行各業經營環境。