

產率普遍下降。美國巨額債務問題仍未有解決方案，只能被迫不斷提高債務上限。



危機時期，需要政府借助公共債務維持金融穩定、挽救經濟。但其中暗含的一個前提是，如果一國發生債務違約風險，公共債務的可持續性將面臨挑戰。目前，大規模債務增長儼然超過經濟增速，這一不合理的現象揭示了債務經濟模式的嚴重弊端。

全球債務增長潛在風險

金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室特聘研究員

國際清算銀行（BIS）統計，按名義價值計，截至2023年9月末，發達經濟體和新興市場的政府部門槓桿率分別為105.9%、66.5%，分別比2019年9月末上升72.9%、25%。歷史經驗表明，過度舉債及財政過度擴張是政府破產的主因，還會引發政治危機和社會危機。

全球債務具有明顯的結構差異及區域分化。歐美日發達國家之所以推行財政赤字貨幣化，大力實施財政擴張，很重要的原因在於其獨特的優勢，主要體現在三個方面：一是具備穩定的政府信用；二是擁有比較完備的財政政策框架；三是中央銀行寬鬆貨幣政策的配合。

但相較於發達國家，發展中國家擴大財政支出並抬預算赤字卻有不小的難度，一方面是由於國內財政體制的約束，多數發展中國家對財政擴張存有疑慮，過高的赤字也可能引發民眾不滿，而且威脅金融系統穩定；另一方面在於部分發展中國家長期深陷債務違約困境，財政赤字受到國際組織的約束，例如阿根廷等，被迫長期實行財政預算平衡政策。

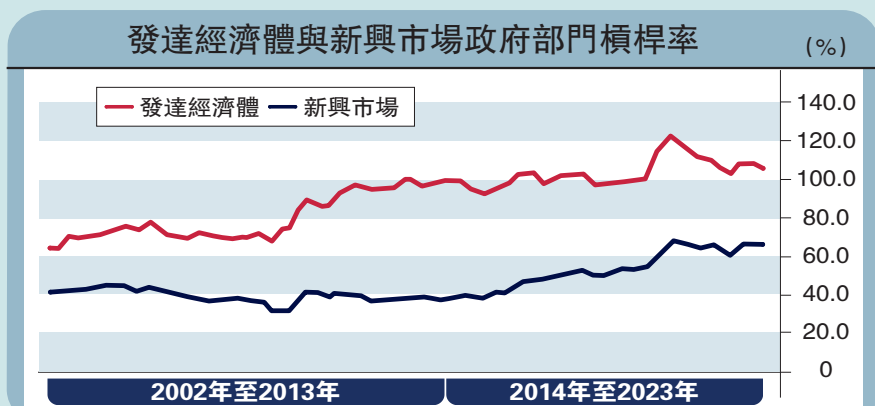
從近年來全球公共債務的走向來看，發展中國家總體的公共債務擴張速度明顯加快，主要原因在於刺激經濟增長，大量增加基礎設施建設等公共支出，同時建立完善社會保障體系。根據國際金融協會（IFF）的數據，截至2023年9月末，新興市場和成熟市場的政府債務規模分別為27萬億美元、61.1萬億美元，分別比2019年12月末增長48.2%、15.7%。

發展中國家的政府債務增加的同時，為對抗高通脹而實施的貨幣緊縮政策又加劇了償債負擔。一些國家持續遭到歐美央行激進加息的負面衝擊，特別是外債佔比過高的國家，公共債務擴張不但受到較高融資成本的限制，需要償還更高的債務利息，而且陷入「財政緊縮—赤字下降—經濟動盪」的結構性困局。

正視公共債務影響

一方面，合理的財政赤字和債務增長是穩定宏觀經濟的關鍵。如果政府在不進行貸款的情況下保持運轉，就必須要真正做到開源節流。英法戰爭時期，當時的西歐國家進入到第二次工業革命時期，經濟增長較快，通過發展殖民地經濟獲得了更多的收入，因而當時的西歐國家普遍依賴公債維繫財政支出。前提是西歐國家的財政體系存在兩大支柱：第一大支柱是議會逐步建立對國家財政的控制；第二大支柱是擁有獨立地位的中央銀行掌握了貨幣，確保貨幣的穩定性。此外，儲蓄銀行的增長也成為政府處理公共債務的手段，儲蓄存款的增長得以維繫各國較低水平的公債利率。

但隨著全球經濟增長的動力減弱，特別是全要素生產率普遍下降，人口老齡化加劇，發達國家的公共支出大幅增加，醫療保障和社會福利開支大規模上升，在經濟長期低迷的情況下，依靠財政赤字貨幣化維繫經濟



增長的模式盛行，2008年全球金融危機期間和2020年全球新冠大流行期間，多數國家不約而同地通過財政擴張來刺激經濟。惟研究表明，政府槓桿率過高或超出一定限度，極易引發公共債務危機。

另一方面，也要防範赤字攀升及債務擴張的負面影響。歷史表明，公共債務違約的發生並非毫無預兆。通常而言，具備較強償債能力和信用基礎較好的政府公共債務擴張的風險是可控的，但經濟增長乏力、財政收入萎縮的國家可能難以應付潛在的巨額債務負擔。

金融全球化時代，公共債務違約導致的一系列負面溢出風險是超出歷史以往任何時期的，特別是發達國家的公共債務問題，一旦出現潛在風險，將可能引發全球性金融危機。美國財政赤字仍處於擴張階段，數據顯示2024財年前四個月的赤字達到5320億美元，比去年同期高出16%；期內利息成本為3570億美元。高通脹及隨之飆升的利率將增加公共債務負擔，如果沒有較穩定的經濟增長，又缺乏管理公共債務風險的有效手段，那麼公共債務違約將很難避免。相反，一味地採取緊縮政策並不有利於經濟增長，將削弱投資和消費信心。

重視公共債務約束

重塑財政框架與支出結構，平衡赤字增長。於發展中國家而言，一旦外債規模擴張過快，疊加全球借貸利率攀升，外債佔比過高的國家將難以承受高昂的利息壓力。對此，重塑財政框架，需要把握好三個維度：財政刺激見效快，公共債務的增長和擴張往往發生在戰爭、災害或者經濟金融危機等特殊時期，應正視其合理性，以便更好地應對危機；公共債務的償債或風險化解，既要通過穩定持續的經濟增長逐步化解，也可以通過通脹和利率管理的配合，以及財政和貨幣政策的互相支持；沒有簡單的解決債務方案，各國的應對方法各有特點，需要兼顧穩定的金融狀況、適當的財政緊縮以及經濟增長三方面因素。

有效管理公共債務和規範舉債，防範債務風險。當前全球公共債務主要存在三方面的問題：債務被通脹所抵銷的難度較大，中央銀行應對高通脹必然付出高利率的代價，而高利率將產生更大的償債付息壓力，同時增加公共債券發行的融資成本；以實現更快的增長來降低債務佔國內生產總值（GDP）的比值是相對放鬆的方式，但如今以經濟增長來應對公共債務擴張的現實環境並不可取；政府以財政緊縮來減少公共債務的矛盾更加

突出，一旦實施財政緊縮或整頓，可能引發經濟衰退或金融不穩定問題。

2022年的全球公共債務（包括廣義政府內債和外債）達到創紀錄的92萬億美元，其中發展中國家所欠債務佔全球總額的約30%。近年來部分亞洲發展中國家的償債率雖有小幅下降，但巴基斯坦、哈薩克、蒙古的償債率仍超過40%，甚至超過國際警戒線的30%，表明這些國家的外債還本付息負擔過重，存在潛在的爆發債務危機的風險。短期而言，財政盈餘政策實施的可持續性並不容易，需要統籌實施財政和貨幣政策，適當地提高稅收、降低不必要的行政開支以及提高公共債務使用效率等方式是可取的。中長期來看，需要把握好公共投資和公共債務的合理增長水平。

結論與展望

合理的公共債務增長仍是促進經濟增長、改善民生、惠及各類群體的重要工具，但核心在於如何通過法律和市場來驅使財政回歸正常化，強化公共債務約束，逐漸擺脫債務經濟模式的嚴重依賴。

從金融的角度來看，財政赤字貨幣化和量化寬鬆貨幣政策的運用已經較為普遍，歐美日發達國家對此政策邏輯深信不疑，但如果仔細分析背後的邏輯不難發現，政策短視和應急的思維仍佔據主流，客觀上這些政策雖能短期內維持經濟增長、改善民生，但將公共債務推向長期化、板結化，經濟復甦增長與財政赤字擴張之間的「鴻溝」愈發擴大化，由此將削弱經濟增長的長期動能，導致財政政策的實施效果極大下降。

穩定可持續經濟增長需要積極的財政政策支持，現代財政的功能性不可或缺，但更需要規範的財政制度保障，過度舉債、公共債務違約等應遵循法治和市場規則。當前，中國一方面推動積極財政政策適度加力、提質增效。另一方面制定實施一攬子化債方案，有效防範化解地方債務風險。

放眼全球，公共債務治理仍是難點。美國巨額債務問題仍未有解決方案，只能被迫不斷提高債務上限。自20世紀80年代美國政府開始大量舉債，1985年從淨債權國變為淨債務國，1990年美國政府債務規模達到3.2萬億美元，至今超過34萬億美元。根據聯邦預算委員會（CRFB）的估計，2017年至今美國聯邦政府債務合計增加約12.4萬億美元。研究顯示，「長期」違約將使美國GDP下降6%。總的來看，全球性公共債務潛在風險不可小覷，國際貨幣基金（IMF）提出財政整頓和債務重組兩大舉措，但如何落實仍有難度。

（本文僅代表個人觀點）

如何理解「新股發行常態化」？

熱點把脈 皮海洲
財經評論家

4月19日晚，中國證監會發布了《資本市場服務科技企業高水平發展的十六項措施》。在其中的第三項措施「深入推進發行監管轉型」中，再次提到了「科學合理保持新股發行常態化」的提法。

這是投資者非常熟悉的一個提法，同時也是讓投資者心有餘悸的一個提法。畢竟最近數年，在「新股發行常態化」的口號下，新股發行演繹為實實在在的高速發行，新股發行常態化成了新股高速發行的代名詞。每年發股400隻甚至是500隻成為了市場的一種「常態」。

而在這種新股高速發行常態化的市場背景下，股市重視的是融資功能的發揮，市場行情則演繹為滯脹行情或下跌行情，絕大多數個股呈現為下跌的走勢，不少個股一再創出近年來新低或歷史新低，投資者損失慘重，市場信心受到嚴重打擊。因此，這一次重提「科學合理保持新股發行常態化」，投資者難免心生恐懼。

其實，對於「科學合理保持新股發行常態化」的提法，投資者大可保持一顆平常心。實際上，新股發行常態化並不是高速發行的代名詞。畢竟新股高速發行本身就不是正常現象，又如何能成為一種「常態」呢？就像一部車子，如果始終處理高速奔馳狀態，這將是一件很危險的事情。所以將新股發行常態化演繹為高速發行，這本身就是將股市置於了一種危險狀態，一種不健康狀態，是將股市融資功能極端化的表現。

那麼，該如何理解「科學合理保持新股發行常態化」呢？

對於這一提法可以從兩方面來加以理解。一是對「新股發行常態化」的理



▲「科學合理保持新股發行常態化」，就必須考慮到二級市場的變化情況與投資者的損失情況。

解。所謂「新股發行常態化」就是新股發行正常狀態化。「常態化」也就是「正常狀態化」。這種正常狀態化，也就是要保持新股發行正常運行的一種局面。即新股發行不能中斷，中斷了就不是一種正常運營狀態了。如此一來，一周發行一兩隻新股，這是一種正常狀態，發三、四隻新股也是一種正常狀態，但一周發行十餘隻新股顯然就不是正常狀態了。

二是對「科學合理保持新股發行常態化」的理解。對這一提法的理解，除了對「保持新股發行常態化」的理解之外，重點在於「科學合理」四個字上。正如上文提到，一周發行一兩隻新股是一種正常狀態，一周發行三四隻新股也是一種正常狀態。但在什麼樣的情況下，一周發行一兩隻新股，在什麼樣的情況下，一周發行三四隻新股，這就需要體現出「科學合理」的重要性了。

「科學合理」需考慮二級市場

這裏的「科學合理」，不僅要考慮到市場的承受能力，還要考慮到一、二級市場的變化情況。如果二級市場持續下跌，投資者損失慘重，一級市場還大量安排新股發行，完全不考慮二級市場的下跌情況與投資者的損失情況，這顯然不是「科學合理」的安排。「科學合理保持新股發行常態化」，就必須考慮到二級市場的變化情況與投資者的損失情況。而不能因為二級市場及投資者有較強的「韌性」，就置二級市場的變化情況與投資者的損失於不顧。

不僅如此，既然是「科學合理保持新股發行常態化」，這就不排除在股市非正常的情况下，對新股發行的階段性暫停。新股發行的正常狀態是建立在股市行情正常狀態基礎上的，而一旦股市行情進入到非正常狀態，那麼新股發行自然就不能保持正常狀態了，這時新股發行的步伐該放緩就要放緩，該暫停就要暫停，這也是符合「科學合理」要求的。相反，在股市進入非正常狀態的情況下，新股發行還堅持高速發行，這顯然是不符合「科學合理」要求的。

所以，對於證監會此番重提「科學合理保持新股發行常態化」，投資者沒必要談虎色變。實際上，「科學合理保持新股發行常態化」的提法是沒有什麼不妥的，其結果的好壞，就看監管者是以投資者為本，還是以融資者為本。出發點不同，其結果自然就不同。如今，管理層強調以投資者為本，表示要嚴審IPO，甚至就連國務院會議也強調要「嚴把發行上市准入關」，在這種情況下，中證監重提「科學合理保持新股發行常態化」，市場不妨作出樂觀的解讀。

「信資通」啟用 市民可取信貸報告

樓按明曉 張顯曦
經絡按揭轉介營運總監

申請個人貸款、按揭貸款或信用卡等信貸產品時，銀行或財務機構等借貸機構會向「信貸資料服務機構」索取關於申請人的信貸報告以作審核考量。

信貸報告是一份財務「驗身報告」，全面記錄借貸人的信貸活動，報告一般包含借貸人的個人基本資料，其信貸活動、還款記錄、債務負擔等資料。因信貸報告可反映申請人的財務狀況，借貸機構可透過借貸人的信貸評分了解其財務信譽，並作審核其貸款的重要準則，因此這一份「驗身報告」需要健康健康。

以申請按揭為例，當買家向銀行申請按揭貸款時，銀行會向信貸資料服務機構索取買家的信貸報告，如買家信貸紀錄良好，銀行開出的按揭條件會較為吸引；相反，買家過往曾有不良信貸紀錄如拖欠卡數，銀行所提供按揭利率、貸款金額、信貸條款則會相應下調。

過去多年來本港只有一間信貸資料

服務機構，而為提升行業競爭力，現時同類型的機構已增至3間，分別為諾華誠信有限公司、平安金融壹賬通徵信服務（香港），以及環聯信貸資料服務公司。

為防止信貸資料服務機構的單點失誤，以及更有效保護個人信貸資料，香港銀行公會、香港有限牌照銀行、接受存款公司公會、香港持牌放債人公會一同建立「信資通」資料平台。信貸提供者（即包括銀行以及財務機構）會將客戶個人信貸資料上載至此平台，而上述三間信貸資料服務機構便可從此平台下載這些信貸資料，透過專業分析，整合出一份詳細的信貸報告，並提供給潛在的新信貸機構，以助評估其借貸人的信貸質素。而資料透過加密形式傳輸至服務機構，可大幅減低個人信貸資料洩漏的風險。

「信資通」於4月26日正式投入服務，市民每12個月可免費向上述三間信貸資料服務機構索取信貸報告，以了解個人信貸狀況。而每間信貸資料服務機構的信貸報告與信貸評分的審核準則或有不同，因此相關報告僅供個人參考用途。



買家向銀行申請按揭貸款時，銀行會向信貸資料服務機構索取信貸報告以作審核考量。