

大，而是與發展程度和現代化水平有關。



經濟觀察家

當前財政目標不應再是收支平衡，而是可持續性，也沒必要再拘泥於3%的赤字率，需要擴大赤字時就擴大赤字。站在宏觀角度來看，只有加快財政體制改革，優化央地財政關係，提高中央支出比例，才能從根本上解決地方債務問題。

11月8日，全國人大常委會審議通過了《國務院關於提請審議增加地方政府債務限額置換存量隱性債務的議案》，明確增加6萬億元地方政府債務限額置換存量隱性債務；同時計劃連續五年，每年從新增地方政府專項債券中安排8000億元專門用於化債。此外，2029年及以後年度到期的棚戶區改造隱性債務2萬億元，仍按原合同償還。

調高赤字率有助地方化債

財政解析
劉尚希

三項政策協同發力，形成了「6+4+2」的12萬億元（人民幣，下同）一攬子財政增量政策。筆者認為這裏面有三方面的變化。

第一個變化是更加注重新解地方流動性風險。過去政策更加關注減少債務的存量，現在更注重緩解地方流動性風險。這些年來，地方政府用真金白銀來減少地方債務，但各地若同時出售資產，即使低價轉讓也很難找到「買主」。

債務本身並非風險

第二個變化是化債方式從清償轉變為置換。2018年至2028年的「十年化債計劃」，要求隱性債務清零。以前，政府是通過絕對減少債務餘額的方式進行化債。現在看來，以這種清償的方式化債困難極大。中央政府也察覺到這個問題，9月26日召開的中央政治局會議對當前化債的形勢作出判斷，提出既要貫徹落實好存量政策，同時出台有力的一攬子增量政策。其中，化債方式要轉換成置換式。

對於地方政府而言，隱債置換，意味著原來用於化解隱債的真金白銀可以騰出一大筆，地方財政高度緊張狀態得以緩解。從隱性債務變成顯性債務，地方政府的債務結構發生了變化，債務償還期限拉長了，成本也大大降低了。從這個角度來說，地方政府化債壓力大大減輕。

第三個變化是思路上的變化，更加注重在經濟發展中實現化債。過去把化債更多放在經濟前面來考慮，希望通過化債來穩增長；現在更多把它放到經濟發展中來，在促增長中實現化債。

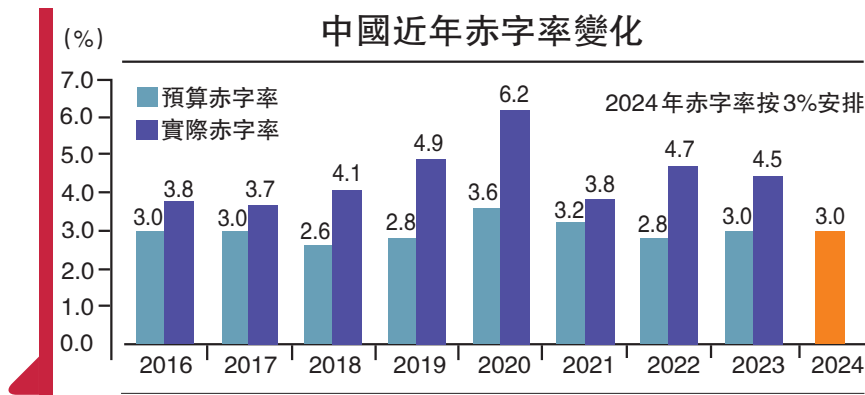
實際上，上述三點變化是基於對兩個問題的認知變化。

第一個問題是關於化債與化風險。在原本的認知中，化債和化風險可能是畫等號的。債務本身等於風險，化債就是要減少絕對債務規模。現在的認知是債務本身不等於風險。化風險不再偏重債務規模，而是跳出債務本身，更多強調從風險角度考慮問題。

因為化風險涉及到一個分子和分母的問題。從債務率來看，地方政府債務率是債務餘額除以綜合財力，任何分子分母的變化都會引起風險變化。在這種情況下，可以通過置換方式做大分母，通過促進經濟增長、擴大財源稅源來化解風險。

過去我們講化解地方政府債務，有時候會不由自主地陷入一個邏輯陷阱，認為化債就是消滅債務，這種話語方式或者敘事方式說得很多，有時候也會影響決策。

第二個問題是財政平衡與財政可持續性。過去，學界一直強調財政收支平衡，財政收支有缺口，出現赤字與發債都是財政不平衡的表現，在潛在的觀念意識中，無論多大的赤字債務，終究是要回歸平衡。從現實情況看，財政收支平衡並不是一種常態，財政可持續性比財政平衡更加重要，即有赤字有債務並不可怕，只要財政



可持續就行。

這意味着財政的目標不再是收支平衡，而是可持續性。這是財政運行實踐邏輯的一個重大的轉折性變化：「不平衡—平衡」範式轉向「不確定性—確定性」範式。追求可持續性，即在不確定性中努力構建未來的確定性。

從國際經驗來看，如果債務利率持續低於經濟增長率，政府債務就是可持續的。如今政府對赤字認知發生了變化，更加強調債務的可持續性。此前藍部長表態中央財政還有較大的舉債空間和赤字提升空間。因此，我們沒有必要再拘泥於3%的赤字率，需要擴大赤字時就擴大赤字。實際上，赤字也好、債務也好，本身就是一個工具，從宏觀視野來看，重點是要促進經濟增長，這是解決一切問題的基礎。

認知空間拓展是政策空間拓展的一個前提，這一點非常重要。從一攬子增量政策思路可以延伸到對上述問題的認識深化，這樣可以看到抉擇和政策背後的邏輯，而不只是僅僅看到表面現象。

財政體制亟待改革

接下來，我們從一個更大的宏觀角度來考慮財政問題。當前地方債務風險化後繼續當怎麼辦？更大空間在哪裏？結構性問題和體制性問題怎麼解決？我們要看到，當前地方債務風險和財政可持續性的問題，實際上是與結構性和體制性問題相關聯的。

在結構性問題中，首先談央地財政結構，包括收支結構和債務結構。從收支結構看，2016年以來，地方財政支出開始大於全國的財政收入，現在中央的轉移支付大於中央本級的收入。地方財政支出大於全國財政收入、中央轉移支付大於中央一般公共預算收入、地方利息支出規模和增速均大於中央——這「三個不等式」反映出央地財政收支結構和債務結構出現了嚴重問題。

地方一般公共預算支出佔全國一般公共預算總支出的比重為86%，這意味着宏觀調控主要靠地方政府。只有地方發力，宏觀調控才有效果，這就導致宏觀調控模式地方化。在目標一致的情況下，財政政策可以順暢傳導，比如2008年國際金融危機，中央與地方的行為高度一致，4萬億的政策傳導效果非常好。但是現在財政政策傳導效果不如以前，中央要實行擴張政策，而地方實際上在收縮。

需要承認的是，地方行為和中央要求並不是在任何條件下都保持一致。首先得承認這個前提，如果否認

這一點，就又回到統收統支模式了。在分級政府、分級財政的模式下，地方行為並非要整齊劃一，只要激勵相容即可。

地方支出佔比過大導致宏觀調控模式變了，進而導致財政政策傳導機制出現梗阻。此外，國家治理主要靠地方政府，而地方政府能力有限，無法解決全國性的事情，導致治理出現碎片化。在這種情況下，治理成本上升，而治理效能下降。因此，這種地方大、中央小的支出結構引發的上述三個結構性問題，迫切需要通過改革來解決。

筆者認為，中央和地方支出佔比與制度關係不大，而是與發展程度和現代化水平有關。從歷史經驗看，發達國家的中央支出佔比隨着發展程度上升而提高，現代化程度越高，中央支出佔比就越高。隨着中國的發展水平不斷提高，中國式現代化不斷推進，到2035年要成為中等發達國家，當前中央支出佔比太低與此不匹配。如果再進一步加大地方支出佔比，地方債務風險問題會更加嚴重。

一般來說，中央會給地方政府分配債券指標，若地方不夠用，就會依靠城投平台融資。通過利用公有制的優勢，地方政府把地方國企，尤其是地方城投公司當作政府「錢袋子」來用，這就是隱性債務的來源。隨着隱債越來越多，風險也就越來越大。

從這點看，我們要意識到很多問題根源來自央地收支結構。與央地收支結構相關聯的是央地債務結構，作為央地收支結構的衍生品，地方債務多且增長速度快，還本付息壓力大，而中央債務規模小且增長速度相對慢，還本付息規模小於地方。以上就是結構性問題，這要靠財政體制改革來解決。

關於體制性問題。央地的財政體制應該怎麼改革？二十屆三中全會提到，要適當加強中央事權，提高中央財政支出比例，筆者認為這就是核心問題。如果不提高中央支出比例，好多問題都無法化解。如果說三十年前分稅制改革是為了解決中央收入佔比偏低的問題，那麼三十年之後的今天，要解決的就是中央支出佔比偏低的問題。只有明確這一點，改革路徑才能更清晰，否則很可能出現「驢推磨」的情況。

總結來說，從現行政策延伸到認識深化，再到明確改革的主攻方向及最終需解決的問題，筆者認為要抓住「提高中央財政支出比例」這個核心點，地方債務風險問題就能迎刃而解了。（作者為中國財政科學研究院高級研究員）

做好碳定價 推動全球氣候行動



祝 惠

在氣候變化日益嚴峻、全球變暖加速的背景下，如何有效控制氣溫升幅在2°C以內，減少碳排放，成為國際社會普遍關注的焦點。11月23日，國際金融論壇（IFF）第21屆全球年會在香港盛大召開，其間特設「促進全球氣候行動」議程，匯聚了來自全球的政策制定者、行業領袖、學者及環保組織代表，共同探討如何通過實施全球碳定價框架，促進可再生能源和核能的發展，以實現能源轉型和氣候目標。

今天，當我們站在全球歷史的重要關口上，我們面臨一個超越經濟與政治的問題——這是關於我們生存與繁榮的共同議題：氣候變化。推動全球氣候行動的必要性已毋庸置疑，而在這一過程中，碳定價的戰略實施將成為關鍵。科學共識已經非常明確：我們的星球正經歷前所未有的變暖，這導致了災難性的自然災害、生物多樣性喪失，以及對公共健康與經濟穩定的威脅。我們已經沒有時間再採取折中的措施，必須果斷行動，而且必須立刻行動。

碳定價是我們應對氣候變化的一項強有力工具。它向市場傳遞了清晰的信號：污染是有代價的，而且這一代價是必須要承擔的。通過為碳排放定價，我們向市場傳達了排放溫室氣體帶來的真正財務後果。我們必須設立一個能夠真實反映環境成本的全球碳價基準。這個價格需要足夠高，以激勵向清潔能源的轉型，同時也必須確保足夠可負擔，以推動廣泛應用。

碳定價需要跨國實施，以防止

「碳洩漏」現象，即企業將運營轉移到環保法規較弱的地區。全球碳價下限的設立可以確保所有主要排放國遵守同樣的規則。

從碳定價中產生的收入應重新投資於綠色轉型，包括資助可再生能源發展、提升能源效率，以及幫助弱勢群體適應氣候變化的影響。

與此同時，化石燃料往往會獲得補貼，這些補貼扭曲了市場，助長了過度消費的現象。通過逐步取消這些補貼，我們可以為清潔能源的替代品創造更公平的市場環境。

碳定價機制必須保持透明且可驗證，以確保排放數據的準確報告和減排的真實性。這不僅能建立各方的信任，還能維護整個系統的完整性。

此外，為了確保減排措施全面實施，碳定價應覆蓋包括電力生產、交通運輸、工業和農業的所有領域。

碳定價促進經濟轉型

碳定價的意義不僅在於減少排放，更在於推動經濟的轉型。它將為商業、就業以及可持續且包容的經濟增長創造新的機遇。

總而言之，通過碳定價推動全球氣候行動，既是戰略選擇，也是通往可持續未來的必然之路。這需要強大的政治意願、國際合作，以及對社會和環境正義的承諾。為了我們的星球和子孫後代，讓我們共同迎接這一挑戰。

（本文由IFF常務副理事長、世界銀行原副行長、新開發銀行原副行長祝惠為11月23日國際金融論壇第21屆全球年會致辭改寫而成，並授權本專欄發布）

(www.iff.org.cn)

供平過租屋苑按年升五倍

樓市智庫
陳永傑

銀行減息後，香港樓市開始出現「供平過租」現象，近期明顯多了市民轉租為買，尤其是細價樓，帶動樓價觸底回升。

上月本港銀行跟隨美國減息0.25厘，新造樓按的實際按息降至3.625厘，連同9月一次減息0.25厘，兩次合共減息半厘，有助減輕供樓人士的供樓負擔。以貸款額500萬元計算，分30年還款，每月供款降至2.2803萬元，較今年7月減息前月供2.4233萬元減少1430元，全期利息開支更節省逾50萬元，等同貸款額一成。

過往銀行供樓利息較高、租抵過供，不少人傾向租樓。再者，以往物業市場回報率偏低，假設投資者購入一個單位收租，每月供款2萬元，每月收租卻只有1.5萬元，當然會令到打算買樓收租的投資者卻步。但銀行兩度降息

後，這種收租樓入不敷支的情況大為改善，置業人士亦能享受「供平過租」，即是每月供款金額較租住同一單位的租金為低。

最新公布的中原地產城市租金回報率9月份升至3.47厘，創12年新高，143個藍籌屋苑之中，供平過租的屋苑增至59個，佔逾四成，比去年同期9個大幅上升五倍；回看去年同期數據，僅兩個屋苑的回報率高於4厘，更多達六成不足3厘，只有1、2厘而已。隨着息口回落，目前有4厘以上的高回報屋苑多達22個，而回報不足3厘的屋苑更大減至只有24個，按年回落逾七成。

租金回報創12年新高

細價樓回報率跑贏大市，九龍灣「上車三寶」之一、樓價比高峰期回落44%的得寶花園，回報率在9月更升穿5厘，至5.16厘，是2012年1月後超過12年以來，首次有屋苑回報升破5厘，可謂「買樓收租好過定存」。公司放盤網頁顯示，該屋苑現有30多個二手放盤，以最平一個放盤叫價310萬元作例子，面積253方呎，現時市值租金約1.1萬元，借七成分30年還款，按息3.625厘，月供約9900元，平過租樓一成。

其他高回報的上車屋苑，有沙田河畔花園、西環嘉輝花園及大埔中心等；新屯門中心呎租於過去一年升近三成，升幅冠絕全港，回報率更由2厘變4厘，升幅近六成。

豪宅方面，薄扶林貝沙灣回報率告別「一字頭」，重上兩厘水平，9月報2.67厘，排全港133位。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲九龍灣得寶花園租金回報率升穿5厘。

22個屋苑租金回報超4厘（9月份）

屋苑	回報率	屋苑	回報率
得寶花園	5.16%	翔龍灣	4.31%
河畔花園	4.90%	疊茵庭	4.30%
嘉輝花園	4.83%	淘大花園	4.27%
大埔中心	4.81%	沙田第一城	4.26%
黃埔新村	4.62%	沙田中心	4.14%
荃威花園	4.61%	嘉善軒	4.12%
南豐新邨	4.54%	德福花園	4.11%
青怡花園	4.54%	麗城花園	4.10%
美孚新邨	4.47%	映灣園	4.03%
銀禧花園	4.37%	新都城	4.03%
美景花園	4.34%	豫豐花園	4.01%

資料來源：中原地產研究部，註：中原城市租金回報率以中原城市租金指數CRI和中原城市指數CCI為基礎計算，於每月18日公布2個月前數字。