

►大規模化解地方政府隱性債務，有助於推動新型城鎮化建設的步伐。



經濟觀察家

11月4日至8日，第十四屆人大常委會第十二次會議召開，審議並批准了《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》，建議增加6萬億元（人民幣，下同）地方政府債務限額置換存量隱性債務，新增債務限額全部安排為專項債務限額，一次報批，分三年實施；按此安排，2024年末地方政府專項債務限額將由29.52萬億元增加到35.52萬億元。同時在5年內安排每年8000億元共計4萬億元地方政府專項債券用於置換隱性債務。兩項合計動用10萬億元財政資源用於化解地方政府債務風險。

地方政府化債成效與挑戰

評議經濟
連平

本輪大規模化債呈現七個特點：

一是化債的指導思想體現了發展是硬道理和高質量發展的要求，重點從側重於防風險向防風險、促發展並重轉變。二是化債的總體工作思路優化調整為以主動化解為主，從點狀式排雷向整體性除險轉變。三是規模上遠超以往的化債安排，直接增加地方化債資源10萬億元。四是本輪化債安排指向性明確，即專項置換地方政府隱性債務。五是化債節奏安排平穩，以均衡有序展開化債工作。六是專項債務限額的投向區域可能有結構性安排，重點支持困難較大的地方政府。七是化債主管部門和配合部門分工明確，釐清主角和配角。

本輪推出的化債方案是一攬子、綜合性、靶向準的化債組合拳，作用直接、力度大，其預期效果與潛在風險點引發市場廣泛討論。大規模化債安排將取得哪些預期效果、化債措施落地可能會遇到哪些問題及其實施建議，將是本文所要討論的主要內容。

一、大規模化債安排可能取得哪些預期效果？

地方政府在中國經濟中處於十分重要的地位，大規模化解地方政府隱性債務，對地方政府減輕還本付息負擔、緩解債務風險、改善民生、促進消費以及支持資本市場發展等都具有重要的積極作用。

每年節省1200億利息支出

有效降低地方政府債務還本付息負擔，緩解地方債務風險。大規模化債安排將顯著降低未來3至5年地方政府原本需要自行消化的隱性債務任務，由每年2.86萬億元大幅降至4600億元。「以時間換空間」的化債安排，能夠较好地將臨期、高成本、違約風險大、管理難度高的非標準化債務置換為長期、風險較低、易於管理的標準化債券，風險系數大幅降低。由於法定的政府債券利率大大低於隱性債務利率，置換後也將大幅減少地方政府的債務利息支出與中間費用支出，五年累計可節約6000億元以上。2021至2023年每年全國債務付息支出超過1萬億元，2024年前三季度已支付債務利息9265億元，待大規模化債安排落地，每年財政利息支出可節省約1200億元以上，這筆可觀的資金可以用來支持教育、科技、社會保障與就業等領域。

改善民生、促進消費。大規模化債安排一方面擴大了地方財政操作空間，可以加大力度推行並落地減稅降費、以舊換新、發放購房購車補貼等政策措施，刺激消費增長；另一方面可以緩解城投公司、事業單位資金短缺問題，使其有能力集中解決居民住房問題、提高居住環境，擴大就業，增加養老、醫療、教育、扶貧、低保等方面的支出，加大力度改善民生，緩解居民的後顧之憂。大規模化解地方政府隱性債務有助於推動新型城鎮化建設步伐，使地方政府有更大精力與財力實施農村轉移人口市民化行動、妥善處理農村轉移人口的教育、



醫療、購房等問題。

緩解民營企業經營壓力，改善金融機構資產質量。在當前國內需求偏弱的情况下，化債安排還將部分資源用於償還政府、事業單位等機構對民營企業的欠款，一定程度上緩解其資金鏈緊張問題。尤其是清欠對民營房企、建築公司、政府服務提供商、中小企業和個體工商戶的賬款，依法保護民企合法權益，緩解民企生存壓力。同時還能夠幫助銀行業金融機構改善金融資產質量，增強信貸投放能力，進一步擴大貨幣政策實際效用。更為重要的是有助於恢復和提振一些地方政府的信用，使之在推動區域經濟高質量發展中更好地發揮積極作用。

二、大規模化債措施落地可能遇到的問題及其對策建議

問題一：化債資源安排相對均衡，可能存在一定程度上的「遠水難解近渴」問題。本次化債方案共計在未來3至5年內動用10萬億元財政資源，節奏安排上較為均衡。新增增加的地方政府債務限額一次報批，分三年實施，每年增加2萬億元；同時在5年內安排4萬億元地方政府專項債券用於置換隱性債務，每年8000億元。然而，經過多年的積累，當前地方政府債務壓力很大，導致其支持地區投資和消費的能力受限，急需一場「及時雨」來有效化解其債務壓力和流動性緊張問題；再者，國際政治經濟環境日趨嚴峻甚至險惡，急需地方政府大力促進內需發展，推動經濟保持平穩較快增長，有效抵禦外部衝擊。因此，前後均勻的安排可能會在一定程度上形成「遠水難解近渴」問題，導致化債政策的實際效應發揮有限或者減弱。

金融市場承受壓力增

建議從實際需要出發，「前重後輕」地安排化債資源。具體來說，將三年內新增的6萬億元專項債務限額使用節奏調整為「三二一」的額度安排，即第一年增加3萬億元、第二年增加2萬億元、第三年增加1萬億元。同時，將五年內每年8000億元的專項債務使用安排調整為：前三年每年各安排1萬億元，後兩年每年各安排5000億元。前1至3年加大資源投入力度，給地方政府下一場財政資源的「及時雨」，可以迅速減緩其債務壓力，改善流動性狀況；使其能夠騰出手來更大力度地推動地區投資和消費增長，最大化地實現化債政策的積極效應。短期內地方政府加大舉債力度，

將會產生金融市場能否承受壓力的問題，尤其是對地方債主要投資主體——商業銀行帶來明顯的流動性增量需求。建議採取以下舉措加以應對：一是加大存款準備金調降幅度，今年年底或明年初可以考慮下調存款準備金率0.5個百分點至1個百分點，提升商業銀行投資地方債的能力，從中長期考量維持銀行間市場流動性合理充裕；二是運用逆回購、MLF等公開市場操作工具，根據市場變化集中、及時地投放流動性，熨平因地方政府加大舉債力度、流動性狀況趨緊而可能產生的市場階段性的較大波動；三是央行加大在二級市場交易國債的操作幅度，適當提高國債在央行資產負債表中的佔比，通過國債工具，根據市場變化增加貨幣投放；四是加大政策性銀行購買地方專項債的支持力度，央行以增加再貸款額度、降低再貸款利率等工具予以支持。在「前重後輕」的化債額度安排下，雖然前1至3年地方政府舉債規模更大，但通過多種舉措、多個部門的協同配合與風險管控，可以有效消化該部分增量債務帶來的相對較大的流動性需求。

問題二：置換隱性債務實質操作為「借新還舊」、原有債務並未減少，同時地方政府債券的存規模上升，財政赤字擴大，意味著未來仍有較大的還本付息壓力。

建議中央政府繼續增加對地方政府的轉移支付額度，用於支付即將到期的地方政府債券本金與利息，具體規模根據各地情況匯總結果而定。我國中央政府槓桿率水平明顯低於地方政府，且中央持有的國有資產與投資收益相對可觀。根據相關數據，截至2024年二季度末，中央政府與地方政府的槓桿率分別為25.8%與34.5%，中央政府還有較大舉債空間，可以繼續增加對地方債還中長期債務的資金支持。2024年中央對地方轉移支付預算數為10.2萬億元，較2023年下降0.9%，2025年轉移支付預算額可適度調升至11萬億元以上，且注重優化各省份的轉移支付結構，適度增加高債務風險省份的轉移支付額。

建議2025年新增2萬億元超長期特別國債用於接續「兩重」「兩新」政策，減輕地方財政的支出壓力。建議進一步加強地方政府投資項目管理，着力擴大有效投資，提高項目投資效益。既要兼顧投資收益能覆蓋長期債務利息支出，也要兼顧當地重點產業發展導向、基建及民生工程需求。（作者為中國首席經濟學家論壇理事長）

明年全球投資市場不明朗加劇



實話世經
程實

「水止則能照，衡定則能稱。」經過

數年的高負荷運作，2025年全球經濟將迎來「熱啟動」，增長的動能逐漸釋放，為全球投資者帶來新的機遇與挑戰。歷史經驗告訴我們，悲觀未必是悲觀者的通行證，樂觀亦可能是樂觀者的墓誌銘。在這個充滿機遇但亦蘊含不確定性的環境中，投資者更需保持理性的平衡，既要以積極的心態迎接挑戰，又要以廣闊的視野捕捉趨勢，通過審慎的考量作出決策，避免陷入碎片信息、誇張觀點、短期波動或陳舊觀念所帶來的誤導，而需依靠趨勢動能、邏輯演繹、專業力量及人性本善穿越迷霧，堅信人類的創新驅動力與應對挑戰的潛力。唯有如此，方能在全世界市場中把握長遠機遇。

2025年的全球投資市場，儘管不確定性增加，卻同樣蘊藏着豐富的機遇——無論是新興市場的增長潛力，還是科技創新帶來的增長活力，這些領域無疑為投資者提供了戰略性機遇。積極的投資態度在當前環境下顯得尤為關鍵。然而，積極並不同於盲目追隨潮流，而是需要在樂觀中保持冷靜、在決策中保持理性。真正的積極投資策略並非簡單地追逐短期收益，而是基於對長期趨勢的深刻理解和對市場基本面的洞察。

當前全球市場的不確定性，例如通脹的反覆、匯率的波動、地緣的衝突等，往往會引發市場的短期情緒波動。投資者需以更宏觀的視角審視這些短期變化，從中發現推動市場發展的深層次驅動力，進而以更長遠的視角作出策略性布局。與此同時，積極的態度並不意味著忽視風險。投資者在擁抱機遇的同時，更需要意識到市場中潛在的波動性，審慎的投資策略是以多元化配置平衡風險與收益，以客觀的分析避免被市場情緒左右。

此外，積極與審慎其實並非對立，而是相輔相成。積極的心態推動投資者尋找機會，審慎的態度則幫助他們在面對挑戰時保持冷靜。在2025年的全球投資市場中，唯有在積極與審慎的結合下，才能真正做到趨利避害，從容應對市場的不確定性，捕捉長遠的投資價值。

碎片化信息易誤導投資者

在信息爆炸的時代，投資者面臨的挑戰之一是如何在海量的、繁雜的信息中辨別真偽。碎片的信息、誇大的觀點和短期的波動，往往使投資者陷入繭房，無法看到問題的本質。

首先，信息來源的多樣性在為投資者提供便利的同時，也帶來了信息碎片化的風險。一些市場分析和預測缺乏

全面的背景支持，甚至片面依賴某一短期指標，難以構成完整的市場圖景。這種碎片化的信息易使投資者陷入誤導，形成對市場的片面理解。對此，投資者需警惕片面信息的影響，不能輕易接受未經驗證的觀點，而需通過系統、全面的分析，從數據中挖掘出真正的邏輯鏈條，洞察市場背後的深層次動因，避免受表面現象左右。

其次，在自媒體盛行的時代，每個人都可以對市場事件進行點評和傳播，極端的觀點更容易受到關注。信息繭房的反饋效應下，偏激的市場解讀被不斷放大，讓投資者誤以為事件將徹底改變市場方向，然而事實並非如此。市場的根本驅動力仍然是經濟基本面和長期趨勢，短期波動只是正常的市場現象，投資者需保持冷靜，理性應對。

此外，固守單一的市場觀點或執著於某一陳舊的投資理念，容易使投資者與市場脫節，錯失實際的投資機會。市場是不斷演變的，舊有的思維模式並不總能適用於未來，過去的經驗未必適用於未來的情境，投資者需保持開放的心態，接受新信息，調整思路，以適應市場非線性的動態變化。

儘管2025年全球投資環境可能充滿波動，但有些事物的本質始終未變。資本市場雖然複雜多變，但背後的趨勢和邏輯卻是一以貫之的。

首先，要相信趨勢的動能。未來經濟增長的關鍵在於突破全要素生產率的瓶頸。全要素生產率的提升不僅依賴於技術進步，更需要依靠制度創新和資源優化配置，以釋放更大的增長潛力。投資者應當關注並順應這一趨勢，聚焦於能夠真正推動生產率提升的領域，從而抓住未來經濟增長的機遇。

其次，依賴邏輯的演繹。投資是一項基於邏輯推演的活動。每一個投資決策背後，都應該有清晰的邏輯支持，注重邏輯推演，而不是憑藉感性判斷或市場情緒。再者，信任專業的力量。隨着全球市場的日益複雜化，專業的和判斷能力顯得尤為重要。投資者需依賴經驗豐富的專業團隊，利用最新的技術工具，進行數據分析和市場預測。無論是機構投資者還是個人投資者，專業的力量將幫助他們在複雜的市場環境中，找到最合適的投資機會。

最後，堅守人性的本善。儘管市場中充滿波動和風險，但人性的本善總能為我們帶來希望。全球市場的發展，歸根結底依賴於人類的創新、合作和追求更好生活的動力。2025年，全球市場將繼續在這些力量的推動下，穩步前行。投資者只要堅守信念，相信人類的創造力與潛力，必能在全世界市場中找到長遠的機遇。

（作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理）

租盤需求大 租金易升難跌



樓語縱橫
楊永健

今年樓市一方面出現樓價跌、租金升

的現象外，市場上亦有另一個怪現象，過去新盤供應增加，租金往往會因為租盤增加而出現回落，兩年前即2022年當年新盤落成量增至2.5萬伙的近年高峰，同年整體租金便回落逾3%，但今年的樓市卻出現供應多而租盤市場卻持續出現缺盤的現象，即使今年是新增落成的高峰期，大量新盤相繼入伙的同時，但亦未有拖低整體租金，今年整體租金仍錄得可觀的升幅，反映大量新盤落成，但當買家仍以用家為主，買樓收租的投資者仍然只是少數。

今年新盤落成期，按屋宇署的資料月報顯示，今年首9個月已有超越2萬伙新盤獲批入伙紙，較去年同期約1.2萬伙大幅增加六成七，按目前的估算，今年全年的落成量或許會比政府預先預期的2.2萬伙還要高，無可否認，今年確實有大量新盤落成，大量新盤相繼入伙，但今年租金仍然穩步上升，按差估的私人住宅租金指數，除過去的10月份整體租金稍微回落外，但整體而言，今年私人住宅租金一度連升6個月，累計今年的租金升幅亦高達5%。

整體而言，即使今年有大量新盤落成，但市場上租盤吸納量亦相當高，剛需強勁，加上疫情過後內地生回歸的同時，特區政府積極吸納人才，令不

少海外人才相繼來港發展，租樓需求大增下，今年整體租賃市場持續暢旺，現時不少區份均出現缺盤的現象，不少租盤，放盤短一、兩星期便獲承接。

新盤收租客比例大減

當然租盤供不應求的另一主要原因是，在過去買家印花稅的辣招實施下，加上銀行收緊買樓收租的按揭成數，買樓收租變成極為少數，以往新盤買樓收租的投資者一般會佔整體買家兩至三成，不過在辣招實施下，收租客的比例跌至只有一成以下，甚或是只有百分之五，收租客減少放租盤自然顯著縮減。

當然展望未來，隨着今年銀行終放寬收租客的按揭成數，相信稍後市場上的租盤才會逐步增加，但整體而言，短期內租賃市場仍然供不應求，即使供應增加，租金仍然有力穩步上升，當然市場上仍有個別發展商，將未售的貨尾單位轉賣為租，但依然只佔少數。

（作者為世紀21·Q動力總經理）



▲今年是新盤落成高峰期，但未有拖低整體租金。