



▲通過建立中央、省、市縣各司其職的債務管理體系，同步完善項目披露與評估機制，方能有效化解並防範多層次相互交疊的債務風險。

經濟觀察家

地方債多年來在對沖經濟下行風險、平滑經濟波動、穩定總需求方面發揮了穩定器作用。但當前地方債務面臨財政空間拓展與風險累積的權衡，包含隱性債務規模難測、「債務—資產」轉化效率偏低等。對此，需建立專業科學的債務統計體系並提升透明度。

完善機制 化解地方債風險



財政解析
劉尚希

地方債作為中國宏觀調控體系的關鍵政策工具，在維繫經濟社會穩定運行過程中發揮了重要作用，在擴大財政支出強度、優化公共資源配置方面具有結構性功能。

2008年國際金融危機暴發時，中央政府通過擴大地方債發行規模，迅速形成基礎設施投資增量，有效緩衝了外部衝擊帶來的增長缺口；2020–2022年新冠疫情衝擊期間，地方債再次成為對沖重大風險的主要手段，遏制了疫情導致的社會供需反饋循環。十多年的實踐表明，地方債已內化為中國宏觀調控框架中平滑經濟波動、穩定總需求的常規化政策工具。

從財政政策傳導機制看，地方債已成為政策信號向實體經濟輸送的主要通道。專項債投向由傳統基建單一領域擴展至促進消費等新場景，資金覆蓋範圍顯著拓寬。財政藉此發力支撐高質量發展，既明確政策取向，又在一定程度上撬動社會資本同步投入。

從資源配置優化的視角觀察，地方債通過政府與市場協同機制，推動公共部門與私人部門要素配置的同步優化。在長三角等一體化水平較高的區域，地方債投入直接加速跨區域基礎設施互聯互通，要素流動阻力顯著下降，勞動力、資本與技術加速集聚，區域資源配置格局得以重構。

從資本市場看，地方債在債券市場上有價格發現和定價的功能，也促進了金融資源在區域間的配置，引導資金流向效率更高的地方。

另有研究表明地方政府債務每增加1%，鄰近區域經濟增長平均可以提升0.15–0.3個百分點，這對鄰近區域的增長也有帶動作用，這就是空間溢出效應。這種溢出效應在時空特徵上有累積性，從時間維度看，基礎設施服務期限長，空間溢出效應在時間上可以累加，所以它的長期效應顯著大於短期效應。

徹底計算隱性債規模

因此，在地方債效果評估上應從更大的空間和區域一體化來着手，避免局限於靜態的、短期的、項目的評價評估，避免誇大風險和隱藏風險。

當前，對專項債和地方債在空間維度上的溢出效應評估仍顯不足，對風險識別和預判存在偏差。已有觀察發現，這種溢出效應在省內表現強於省外，省內的溢出效應更為顯著；同時，東部地區的空間溢出效應相較於中西部地區也更為明顯，反映出區域間存在差異。

當前，地方債管理仍多依據省市縣行政層級與行政區劃進行，未來亟需突破這一框架，以適應城市群一體化發展的新需求。從債務效率和城市群匹配來看，經濟聯繫緊密的城市群，債務使用效率更高，而聯繫分散

的城市群，債務使用效率偏低。所以，聯繫度低於閾值的城市群對債務的控制更需要強化，要防止資源錯配。

地方債務風險現已成為全社會關注的焦點，其核心在於如何權衡債務擴張帶來的財政空間拓展與風險累積之間的張力。研究指出，政府債務負擔每上升1個百分點，基礎財政盈餘率平均下降17.14個百分點，且該擠壓效應存在顯著的區域差異，由此形成「債務—增長」悖論。

隱性債務更呈現「冰山」特徵：水面之上部分可見，水面之下規模與風險難以準確測度，成為主要隱患。儘管2024年已出台12萬億元人民幣一攬子化債方案，但隱性債務的生成機制與土壤尚未根除，其根源在於體制機制缺陷，特別是地方國有企業與地方政府間關係尚未徹底理順，這一底層問題仍需深化改革加以破解。

推動債務轉化為資產

債務與資產的對應關係是償債安全的核心。若債務能夠有效轉化為資產，則償付風險隨之下降，但「轉化為何種資產」需突破企業微觀視角，置於中觀與區域空間框架下重新審視。當前突出的風險在於債務與資產「兩張皮」，政策和管理重心集中於債務本身，而債務轉化為有效資產的機制不甚了了，如專項債究竟形成多少資產、產生多少穩定現金流、空間溢出效應幾何等等，尚缺清晰數據。

總體看，「債務—資產」轉化效率偏低，具體表現為四種錯配：1）債務和付息增長節奏與地方政府能力錯配；2）債務結構與發展需求錯配；3）項目收益與融資成本錯配；4）債務期限與投資回報周期錯配。上述錯配共同拉低了轉化效率，也使風險防控機制的建設變得更为迫切。目前已建立覆蓋法定債務與隱性債務的全口徑權責清單，力求早識別、早預警、早處置，但基礎工作仍有缺口：會計核算、統計標準、口徑定義及透明度等方面尚待完善。政府作為債務主體與企業存在本質差異，相關制度仍需系統補缺。

政府債務是一個矩陣，由四大部分構成：1）法定直接債務，如政府債券；2）法定或有債務，如依法提供的擔保，顯性擔保雖因《擔保法》被禁止，但隱性擔保仍存，並由此形成法定或有負債，其背後涉及債務管理的法律基礎缺位；3）隱性直接負債，債務事項已發生，但主體、金額、期限均不明確，典型如社會保障缺口；4）隱性或有負債，涵蓋對「大而不能倒」企業的緊急救助，無論所有制性質，一旦企業倒閉可能觸發系統性、公共性風險並產生連鎖反應，政府被迫介入救援，由此衍生隱性或或有債務。

如何將後兩類納入管理，涉及法律界定、會計基礎及統計制度三重基礎性議題：政府會計準則需提供明確

的確認與計量規則，統計體系需設計可操作的口徑與方法，相關法律應提供合法性依據。若上述基礎缺位，現行債務數據即存在失真風險。由於地方債透明度不足，市場只能依賴間接測算，導致政府與市場間的信息溝通缺乏，難以有效預期引導，甚至可能因「風險誤判」而引發政府公信力下降和市場恐慌。因此，建立專業、科學的債務統計體系並擴大透明度，成為財政管理改革亟待強化的環節，也是構建風險防控長效機制的緊迫性基礎性工程。

調整央地槓桿比例

宏觀層面建立地方債務風險防控長效機制，核心在於優化央地債務風險結構，調整央地風險分配，讓風險和能力相匹配。國際比較顯示，多數國家中央債務佔比顯著高於地方，而中國現階段呈現出地方高於中央的特徵，該格局不適應中國新發展階段，不利於地方債務風險控制。

下一步應通過「中央加槓桿」及制度化置換安排，逐步擴大中央債務佔比、壓縮地方債務佔比。需同步納入置換範圍的，除隱性債務、平台債務外，還包括規模尚缺權威統計、但各方反映數額不小的無息債務，即各種拖欠。政府拖欠對經濟的負面溢出效應高於有息債務，風險衍生性很強，應列為緊急優先解決事項。地方政府在清欠方面的動機與能力均顯不足，必須由中央層面出手化解，此舉亦可順勢提升中央債務比重，推動央地債務結構回歸合理區間。

地方舉債具有長期的不可逆趨勢，但風險形態複雜，需要構建「中央主導、省級補充、市縣有限」的三級政府債務架構：中央債務佔主體，省級適度分擔，市縣級僅保留真正意義上的市政收益債。要把專項債塑造為中國版的市政收益債，必須做到項目獨立、信息透明，每一項債務對應具體項目，並由第三方對項目現金流進行持續評估；現行打包發行、底層資產不清的模式應予逐步退出。通過建立中央、省、市縣各司其職的債務管理體系，同步完善項目披露與評估機制，方能有效化解並防範多層次相互交疊的債務風險。

落實二十屆三中全會關於全面深化改革的部署，央地財政體制改革須率先擴大中央事權，相應減輕地方支出責任，並同步降低中央對地方轉移支付的壓力。事權、支出責任、財力與轉移支付等要素如何重新組合，應與地方政府能力相匹配。所以，央地財政關係的改革應當作為一項標誌性改革盡快推出，這在引導市場預期上會發揮十分重要的正向作用。

債務風險防控既要強化微觀管理、補齊制度短板，更需在宏觀體制機制上加快創新，只有宏觀與微觀協同發力，才能真正提升債務資金的使用效率，有效防控地方債務的風險。

（作者為中國財政科學研究院院長）

美政府停擺只是財政博弈的序曲



民生國計
林彥

美國政府時隔七年再度停擺，表面看是程序性問題，實則是美國政治極化與財政困局的集中縮影。儘管基於政治影響力和中期選舉的現實考量，兩黨最終難免就臨時撥款法案達成妥協。但從中長期看，兩黨矛盾愈發尖銳且顯性，在財政擴張與債務膨脹問題上難解難分，這場「停擺風波」或許只是更大風暴的前奏。

因此，至少到明年中期選舉前，美國財政問題的持續發酵仍將是市場隨時會面臨的潛在波動風險；而在債務周期下行的大背景下，美元弱勢格局難改，黃金配置價值仍在提升，考慮到西半球的投資者在這輪牛市中依舊欠配黃金（其黃金ETF持倉量距離歷史高點還有20%–30%的空間）。

這場政府停擺的鬧劇最終將如何收場？參考歷史，政府停擺時長通常在兩周內。但美國市場預測機構Polymarket最新報告顯示，10月14日前結束停擺的概率已不足50%，而此前這一比重近70%，隨著兩黨持續展現強硬姿態，市場對停擺大幅延長的擔憂正與日俱增。

毫無疑問的是，關門期間白宮將持續採用強硬策略向民主黨人施壓。當前預算主管沃特已着手籌劃聯邦僱員解僱事宜，同時裁撤部分民主黨支持項目，凍結260億美元聯邦資金（含紐約市180億美元基建資金及16個州80億美元綠色能源項目），向民主黨施壓。但博弈膠着下，雙方也不得不考慮政治反噬風險。為安撫基本盤、避免拖累中期選舉，兩黨或就醫保條款部分讓步，甚至可能先通過未涉及醫療調整的臨時撥款法案（維持政府運營至11月21日），後續再重啟醫保談判。

短期影響上，經濟拖累有限，就業與聯儲政策風險更突出。經濟拖累程度一般取決於停擺時長，參考2013、2018年經驗，每停擺一周約拖累實際GDP為0.1個百分點，且大概率後續回補；而就就業端風險更值得警惕——若特朗普兌現永久解僱聯邦僱員的承諾，失

業率或短期上行。

最直接的影響是對聯儲降息的擾動，政府關門使得私營數據的重要性明顯上升，9月ADP就業已經打響了「第一槍」；儘管其對非農的指示作用有所下降，且9月就業報告存在技術因素。但作為美聯儲可能參考的唯一就業數據，ADP的超預期走弱推動市場幾乎完全定價年內兩次降息的可能。但需要注意的是一旦政府「關門」結束，非農數據將立即公布，筆者在之前的報告中提示過從季節性上來說，8至9月新增非農就業存在上修風險。

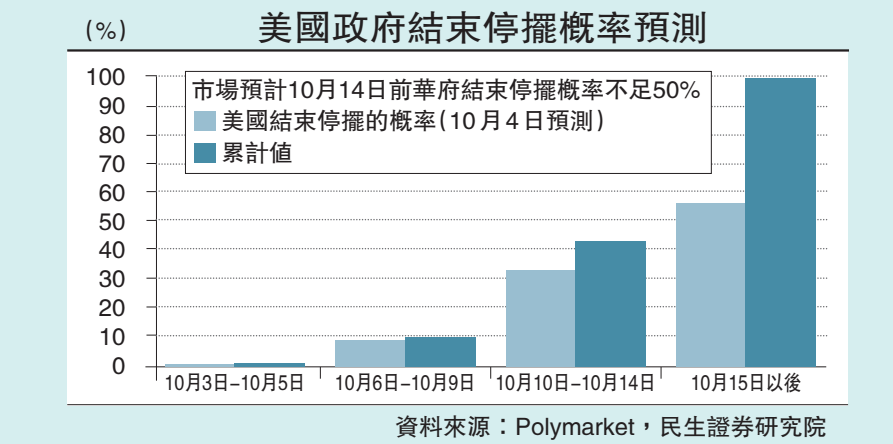
降息節奏難言順暢

往後看，本次政府關門風波可能僅是階段性插曲，四季度到明年圍繞財政的博弈或將更加「波濤洶湧」：兩黨分歧的深化，正加劇市場對美國財政可持續性的擔憂。此次民主黨不惜以推動政府停擺為代價、也要堅持延長醫保支出的強硬表態，不僅折射出兩黨矛盾的激化，也預示後續「大而美」法案中部分關鍵減支條款的落地難度可能上升，美國財政和債務面臨進一步擴張的壓力。

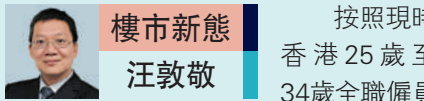
此外，儘管最高法院拒絕立即罷免庫克，但白宮和美聯儲的博弈大戲還遠未結束。在筆者看來，美國債務問題和付息壓力的加劇，正蠶食美國經濟增長的空間。當前美國存量債務利率維持在3.4%左右，仍遠低於美聯儲的政策利率區間，因此小幅降息無法解決債務的根本問題，至少要100至150點子，這也是特朗普政府一直以來的訴求。但在通脹壓力下，美聯儲顧慮重重，降息節奏難言順暢。後續白宮對聯儲的政治施壓遠未結束，對米蘭的任用和庫克的訴訟也只是「冰山一角」。

綜上所述，筆者維持此前的觀點，在美國財政和債務下行的大背景下，美元難以擺脫貶值命運，貴金屬的配置價值仍在上升；美債期限利差仍有較大走闊空間；美股表現則需觀察AI敘事持續性等因素。

（作者為民生證券研究院宏觀首席分析師）



完善置業階梯 土地資源最大化



樓市新態
汪敦敬

按照現時香港25歲至34歲全職僱員人均入息水平，年輕人兩小口子每月儲蓄三成收入、3.3年後可儲蓄到價值580萬物業的首期資金。然而，不少年輕人仍放棄置業去追求「公屋住一世」。部分人認為「政府只要興建大量公屋就解決了房屋問題」，筆者十分同意公屋是住屋安全網，但若大幅增加公屋數量，須解決一些現實問題。

首先，興建公屋的錢從何來？其實大部分都是由地產市場而來，而且仍未找到其他可以代替地產份額的收入。無論你是否喜歡，這也是現實。「唔好倚賴地產」是非常正確的目標，但不是今天的現實。樓市下跌，政府收入就會受影響。

更何況，興建公屋的土地是珍貴的資源，而且是有限的。如果一塊土地用來興建私樓，且價值不菲，庫房收入可觀，若建公屋，雖然多了市民得到安居住所，但政府的經常性負擔和虧損就越大，如何取捨？其實兩者需要平衡。



▲本港土地資源有限，需要平衡發展私樓與公屋市場。

其次，公屋和私樓在市場機制下，是互為因果，甚至是命運共同體。筆者覺得，如果不是地產收益，香港之前不可能有如此多盈餘。樓價下跌，地皮招標成功率降，政府出現赤字，長遠難以負擔龐大的資助房屋支出。私樓和公屋根本如影隨形，共存共榮。

再次，樓價下跌，而市民收入水平亦下跌，並不能解決上車問題，只會吸引了一些有實力的買家入市。因此，政府應幫助市民提升收入，令購買力增加，才能得到上車機會。

推動二手轉流率提升

就算政府重啟「置業資助貸款計劃」，為市民提供首期，一樣有部分人不會選擇買樓，筆者見過很多父母為下一代支付首期，但年輕人不肯買樓，因為這些年輕人在觀念上更為悲觀，這些才是社會要解決的問題。

「房屋政策以大量增加公屋為主」，是不正確的認知，超量的公屋只會長期消耗香港僅餘的實力，私人市場和公屋市場要共同健康發展，樓價過高或太低都會失平衡。地皮供應不應局限在一手供應，實際供應其實是一手加二手，而「二手供應多少決定於轉流率是否正常運作」。過去的政策都忽略了二手轉流率，如果住宅樓市階梯有正常轉流率，市場就有足夠的供應，我們追求的不是樓價升或跌，而是讓市場有正常升跌空間，升跌不應是人為的，而是讓市場去決定。市民的上車機會和換樓機會不是源於樓價高或低，反而是應追求升跌合理地出現。

（作者為祥益地產總裁）