

▲專家指出，內地地方債務化解的政策空間仍較充足，或可依託常態化工具逐步推進。 資料圖片

經濟觀察家

2027年城投債到期高峰、退平台（城投公司退出融資平台名單）時限與短債發行收緊疊加，地方經濟又將面臨哪些挑戰，中央政策「工具箱」還有哪些抓手？本文系統梳理，可供參考。

地方化債進「最後一公里」



金融熱話 趙偉

長期來看，地方化債通過三條鏈條支撐經濟修復。一是降風險，通過債務置換壓低付息成本、緩釋隱性債務風險，減輕市縣償債與保運轉壓力，穩定基層財政。二是騰空間，隨着年度化債壓力下降，地方可將騰出的財力更多投向「三保」、消費補貼、「兩新」及科技創新。三是修復現金流，通過清償企業欠款打通資金回流渠道，改善企業經營狀況和現金流，並逐步向居民收入與消費傳導。

隨着債務化解工作快速推進，短期也帶來三重階段性挑戰。一是擠出投資，化債資金加快發行，短期內對投資額度形成「擠出」，約束基建和重點項目加碼空間。二是信貸一定程度受限，以化債為重點的時期，城投融資功能收縮、退平台加快推進，城投債淨融資連續兩年為負。三是顯性付息上升，預算外高息債務轉為預算內法定債務，窄口徑債務率與付息規模同步抬升。

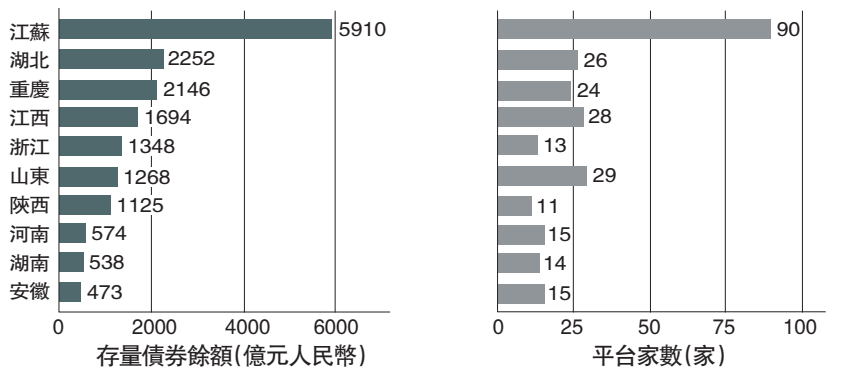
一方面，2025年地方化債與清欠政策取得階段性成果，後續仍有望通過暢通資金傳導改善企業現金流。政策推進期間，規模以上工業企業應收賬款同比增速一度降至5%左右；2026年前三季度回升至10%，餘額達29.8萬億元（人民幣，下同），其中私營企業超10萬億元。應收賬款平均回收期71.6天、同比延長1.3天，佔款壓力重新累積。分規模看，大中型工業企業應收賬款周轉率有所修復，小型企業則從前期高點回落，回款改善仍有分化。若化債和清欠資金能更順暢傳導至下游民營和小型企業，或有助於緩釋資金佔用、改善現金流。

另一方面，化債與穩增長的再平衡過程透支投資資金，高槓桿行業與化債壓力突出地區的投資下行尤為明顯。2025年特殊新增專項債「超發」規模擴大，發行1.37萬億元、佔新增專項債的29.8%，直接影響投資到位資金；2026年前10月為1.16萬億元、佔29.9%。與此同時，收入端承壓與存量債務累積疊加，專項債付息剛性壓力上升，其佔本級政府性基金收入的比重2025年已升至18%以上。分區域看，天津、西藏、黑龍江等化債資金「超發」更多的地區，投資下滑幅度更大；對財政資金依賴度更高、槓桿率更高的行業，投資下滑也較明顯。

三個關鍵時間點疊加

2027年的特殊性不在於單一因素，而在於到期高峰、「退平台」節點與短債收緊三個關鍵時間點的疊加。到期高峰方面，全國城投類債券2027年到期2.6萬億元，為前後三年高點。節點方面，2027年6月底前存量融資平台須完成退平台、實現平台名單清零。短債收緊方面，監管層對城投類借新還舊主體短期限債務融資工具發行審核口徑進一步收緊，相關主體暫時難以發行2年期以下品種，發行期限結構被要求向2年期及以上中長期產品調整。

中國部分地區城投主體尾部風險情況



資料來源：Wind、申萬宏源

本文從微觀視角，基於存量債券、到期分布、區域財力、債務率、打分與觸發事由等，梳理出316家城投債發行人名單。名單主體存量債券1.9萬億元，相當於所涉98個區域城投有息債務39.5萬億元的4.8%，其意義不在於刻畫債務存量全貌，而在於篩選市場定價與風險暴露意義上的尾部集合。

名單顯示，2026年四季度至2028年上述主體合計到期9915億元，佔存量的52.3%；其中2027年到期4682.4億元，佔全國城投債2027年到期規模的18%。名單中，83家已觸發主體（商票逾期、非標違約或風險提示、評級負面或推遲、隱含評級下調等）2027年平均到期比例為20.9%，低於非觸發組的25.2%。按三年口徑，兩者分別為45.6%和53.2%，差距進一步擴大。這或指向前期化債已為風險暴露主體拉長了債務期限。

名單地區分布較為集中，2027年到期規模最大的10家主體合計佔24.7%，前30家佔46%、合計2155億元。從存量分布看，江蘇以90家、5910億元居首，佔名單存量餘額的31.2%；湖北、重慶、江西、浙江、山東分列其後，而償債能力最薄弱的區域集中在中西部。集中度較高意味着處置協調成本相對可控。但前30家覆蓋名單2027年到期規模的46%，仍是需要重點關注的對象。

部分地區基層財政壓力也需關注，金融化債的延續性和力度將成為後續化債的關鍵支撐。名單內平台2027年到期規模4682.4億元，相當於98個區域本級綜合財力的6.2%。比率超過20%的13個區域到期合計1678.3億元、佔名單2027年到期規模的35.8%，單區域最高290.7億元。比率偏高主要源於財力基數較小，而非到期絕對規模偏大。後續化債的重心或轉向金融端，如貸款接續的延續性、展期降息的力度與問題主體的債務重組安排等。

政策工具仍較充足

後續地方債務化解的政策空間仍較充足，或可依託常態化工具逐步推進。從過往經驗看，三類手段或可在化債過程中繼續加碼：一是新批特殊再融資債額度，二是從新增專項債中劃出的化債專用額度，兩類特殊額度或可常態化安排；三是結存限額的使用，截至2026年底，地方債結存限額仍有6000億元左右。相應地，推出新一批大規模一攬子化債舉措的必要性或較低。

針對城投經營性金融債務，各地因地制宜，形成了不同的市場化處置體系。化解路徑主要依託三類模式：一是金融協同置換，通過展期降息，以低成本標準化資金置換高息非標債務，壓降融資成本；二是債務託管處置，由省市級高信用國企或資管公司託管財力薄弱地區的弱資質城投債務，實現風險集中管控、分類出清；三是統借統還，通過省級信用背書統一融資償債，降低尾部區域的融資溢價。

此外，部分省份還結合自身資源稟賦，探索資產整合與股權運作。例如，山西整合高速公路等交通資產組建省屬交控平台，推進政企分開與市場化改革，以經營性收益緩釋債務壓力；貴州依託優質國企股權劃轉及低息信用債融資，置換城投高息債務、補充平台現金流。

儲備政策方面，貨幣政策或可與財政政策配合，共同支持重點地區化債。2023年11月，央行行長明確表態「必要時，中國人民銀行還將對債務負擔相對較重地區提供應急流動性貸款支持」。從歷史經驗看，央行或可依託結構性貨幣政策工具、特定目的工具（SPV）等創新機制，通過向金融機構提供政策激勵，為存量債務有序化解創造穩定的金融環境。2020年，央行為緩解小微企業貸款本息償付壓力，推出普惠小微企業貸款延期支持工具、普惠小微企業信用貸款支持計劃兩項直達工具。前者以利率互換方式向地方法人銀行提供激勵，後者以SPV購買其新發放的普惠小微信用貸款，有效緩解了小微貸款還款壓力，推動貸款本息「應延盡延」。

從長期維度看，債務風險的根本性化解，核心或在完善地方財稅體系、培育區域內生財政與產業造血能力。長遠來看，短期工具化債僅能實現風險緩釋，深化財稅體制改革、優化地方財政收支結構、培育可持續的產業與財稅增收體系，才能根本緩解地方債務風險。後續政策或將統籌短期風險處置與長期制度建設，在穩步完成隱性債務化解的同時，構建防範新增債務的長效機制，實現地方財政與債務治理的可持續發展。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

香港航運擁不可替代的價值



行業觀察 劉洋

香港海運周踏入十周年，亦適逢香港首份五年規劃出台。五年規劃提出「從量到質」轉型，不是說吞吐量不再重要，而是要在貨物裝卸以外，爭取更多融資、保險、交易、船舶管理及爭議解決業務。港口仍是根基，而專業服務讓香港即使不直接裝卸貨物，也能參與全球航運業務。

評估香港的航運地位，不能只看碼頭，也不能將金融、法律和保險服務割裂開來。「一國兩制」之下，香港既能深入參與國家發展，又具備普通法制度、開放市場及國際專業網絡。這幾項條件相互配合，才是香港航運優勢之所在。

以香港所長 連接國家與世界

內地造船、航運及相關產業基礎雄厚，企業拓展海外業務，需要融資、風險管理及跨境法律支援；國際船東和投資者進入中國市場，也需要熟悉兩地商業環境的專業團隊。香港的作用，不只是介紹雙方認識，更在於協助處理交易中的實際問題，讓合作能夠長久。

一艘船未必停靠香港，仍可在港安排融資和保險；一批燃料未必經香港轉運，仍可在港訂立交易、處理結算。由此帶來的業務收入、專業職位，以及企業在港作出的商業決策，同樣是衡量國際航運中心實力的重要部分。

從這個角度看，香港與內地港口的合作，並非此消彼長。各地的產業和港口條件，配合香港的專業服務，有助承接單靠一地難以完成的業務。香港在服務國家建設航運強國的同時，也能找到更大的發展空間。

綠色航運是本屆海運周的一項重點。香港與湛江合作建設綠色能源走廊，與希臘比雷埃夫斯港合作建設綠色航運走廊，並拓展與海南洋浦、青島等港口的夥伴關係。這些合作有助將燃料供應、港口服務與國際航線連接起來。

11月18日公布成立的綠色船用燃料交易平台發展專責小組，則着眼於交易市場的建設。其中，探索以實際交易數據編製香港綠色燃料價格指數，尤其值得關注。有了清晰可信的價格參考，買賣雙方較容易商定長期供應安排，銀行和保險機構評估相關業務時，也能有所依據。

香港可爭取的業務，並不限於燃料加注。採購、認證、交易、融資和保險，都需要專業服務配合。本周公布推動由國家主導制定的綠色船用燃料認證標準走向國際，香港正可憑藉對國際商業要求的了解，協助不同市場溝通銜接。

在上述業務起步之時，技術、金融及法律專業便應及早參與。燃料的技術規格、減排認證、交付安排及價格調整，均須在合約中交代清楚。從跨境爭議解決的實務經驗看，前期多花工夫釐清責任，往往有助減少日後分歧，也讓各方更有信心作出長期承諾。新業務要做得長久，這些基礎工作不能省略。

香港船東互保協會首份保賠保險保單在海運周開幕式上正式簽發，是本港航運保險市場的一項新進展。國家《關於加快航運保險高品質發展的指導意見》亦明確提出，利用好上海、香港國際金融、航運、貿易中心等資源，並支持香港船東互保協會的設立及營運。香港應把握這一契機，進一步做強航運保險服務。

香港已有國際保賠保險機構及相關專業服務基礎，下一步是加強承保、理賠和事故處理，與法律、公估、海損理算及仲裁等服務的配合。船東遇到問題，能否在香港找到合適的專業支援，是他們決定把業務放在哪裏的重要考慮。

綠色燃料及新型船舶技術也帶來新的保險需求。政府與業界可從條件較成熟的業務入手，研究加注責任、營運安全及綠色改裝等保險安排，並透過聯合培訓和實務交流，逐步累積承保經驗。本地專業人才也可藉此掌握新技術涉及的風險，更好配合航運減排。

從運輸銜接到服務銜接

本周公布的越南至廣西至香港陸空聯運走廊，讓貨物可在約三十小時內經陸路抵港，再接上香港的國際航空網絡。區域合作的效益，就體現在這樣具體的運輸安排之中。

這類項目也讓五年規劃提出的物流數據互聯互通，有了具體的實踐機會。香港可結合「港口社區系統」，協助業界減少重複提交資料、完善貨物交接紀錄，再探索如何與核保、融資及理賠服務銜接。運輸環節接得上，資料和配套服務也要跟得上，才能為客戶提供可靠的全程服務。

海運周促成了多項合作，往後更要看項目如何落實。不妨先從條件成熟的項目做起，由營運商、貿易商、銀行、保險及法律界共同參與，逐一處理交易和營運上的問題，讓合作持續下去。

香港航運的價值，既在港口的貨物流轉，也在服務全球船隊和貿易的專業能力。立足國家發展、面向國際市場，最終仍要落到一件件具體業務上。能否為企業解決問題，能否讓交易順利完成、讓風險得到妥善處理，才是香港國際航運中心地位的長久支撐。

（作者為海問律師事務所香港辦公室合夥人，國際航運公會（中國）辦事處首席代表、特首政策組專家組成員及香港海運港口發展局成員）

新盤熱銷 港樓市料穩健



樓市新態 馬泰陽

近期本港一手新盤市場交投氣氛保持熱度，日前焦點新盤油塘「擎海Ⅱ」公布首張價單，推出128伙，定價較同區二手屋苑存在一定折讓，這種「以價換量」的貼市策略，成功吸引市場目光，預期勢必延續亮麗銷情，印證本港樓市剛需依然雄厚。

一手市場得以價量兼備，關鍵在於背後供求基本面出現結構性逆轉。根據美聯物業研究中心綜合屋宇署資料，9月份私人住宅落成量僅錄655伙，按月下跌約26%；受近月落成步伐放緩影響，今年首9個月累計私宅落成量只有9642伙，較去年同期的13354伙大幅減少約27.8%，更創下2015年後11年同期新低。

若進一步對照差餉物業估價署預測的全年落成量16975伙，首三季進度僅達標約56.8%，意味着第4季落成量必須突破7300伙方能達標，估計在現實施工進度下，這幾乎是「不可能任務」，全年供應緊縮基本已成定局。



▲香港千萬富翁的資產組合中物業配置佔51%，可見物業是財富保值及增值重要部分。 資料圖片

現樓貨尾較高峰累降9000伙

樓市供應收窄之餘，市場對新盤的消化能力亦超出預期。綜合《一手住宅物業銷售資訊網》及市場數據，截至11月18日，今年首9個月落成的9642個單位中，已有約6393伙獲市場承接，售出率高達66.3%。與此同時，房屋局最新公布的第三季現樓貨尾錄得19000伙，較去年第一季28000伙的歷史高位顯著回落9000伙。

落成量創11年同期新低，同時現樓貨尾大幅去化，彰顯發展商的庫存壓力有所紓緩，有助為後續新盤定價，以及樓價穩中向上構建堅實基礎。

當前供應緊縮，確立物業稀缺價值，嗅覺敏銳的「聰明錢」與實力買家已率先部署入市。根據花旗銀行最新發布的《香港千萬富翁調查報告2026》顯示，截至今年年中，本港千萬富翁人數年增5000人至41.2萬人，總數較16年前激增兩倍。他們的資產組合，物業配置佔比高達51%，足見「磚頭」在港人心目中，作為財富保值及增值的核心地位，始終無可替代。

綜觀全局，從新盤熱銷帶動市場氣氛、未來私宅供應創多年新低，到大型財團斥巨資掃入商廈等，多項客觀數據均指向同一結論：香港樓市已走出調整期，並進入由基本面驅動的穩健向上的階段。背靠香港雄厚的財富底蘊與經濟韌性，本港物業市場的長遠投資價值依然可看高一線。**（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）**

責任編輯：龍森娣