

地方負債問題 非想像中嚴重



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

有關中國經濟增長的可持續性問題，最近的憂慮是，有份推行刺激經濟計劃的地方政府投資公司的債務激增，從表面判斷，問題的確相當嚴重，但我個人卻不會過分憂慮，有5個原因。

1 地方融資平台 非新事物

首先要明白，中國的地方政府成立企業，並非近年的新事物。早在1999年，中國國家開發銀行（CDB）就率先使用這方法，作為協助地方政府就基建開支融資。最初幾年，大部分地方政府成立的企業都是靠中國國家開發銀行融資，而不是靠商業銀行。中國國家開發銀行在交易中很小心，那些貸款都可以由項目的現金流（例如道路的通行費或使用費），或者地方政府的收入的某個百分比支持。

早在1999年已引用

在頭五年，中國國家開發銀行就拒絕了超過100個項目的貸款，包括某些獲中央政府支持的，因而在中國的主要銀行中，其不良貸款的比例最低。

2004年，國開行開始接受地方政府的企業以土地作為主要的抵押品和付息的收入來源。在大多數情形，地方政府實現的賣地收入，遠遠超過國開行的預測。這不是地方政府貪婪，而是2004年的地價遠遠低於其真正市價，只要將土地資本化，某個合理的利潤已相當可觀。其後，商業銀行亦開始大規模地進行這類貸款。

08年涉賣地收入 始出問題

地方政府企業是到了2008年才出現問題。當時，地方政府開始在貸款申請中，加入一些高得不切實際的估計賣地收入。真正的濫用是在2009年開始，當時，央行向其他銀行施壓，要它們批出更多貸款，作為刺激經濟手段之一。於是乎，很多地方政府企業的貸款申請，就在抵押不足的情形下倉促通過。

因此，評估地方政府企業過度貸款問題的規模時，必須認識到，地方政府企業這種模式對於為基建融資，多年來都是十分成功和可持續的機制。即使在2008年至2009年，問題貸款亦只是其中的一小部分。

2 中國主權債務 負擔不重

危言聳聽的人喜歡高估中國的地方政府企業未來的負債，從而抬高中國的主權債務的整體水平。這裏有一個假設，就是即使地方政府企業的負債並沒有獲得國家擔保，中央政府最終亦會將之頂上身。事實上，這種想法正反映了我們的觀點——中國的金融系統只是中國的財政系統的一部分！

官員完全掌握財政狀況與風險

但兩者必須清晰地區分。無疑，中國的主權債務的真正水平，是遠高於官方公布的數字。後者只反映了中央政府發行的國債，只相當於中國的GDP的大約20%。但是，若以為中國的主權債務的真正水平是不透明到連中央政府官員也不知道，以及對其風險一無所知，那亦太極端。

中國政府官員與我們的談話令我們確信，他們完全掌握中國政府的債務的真正規模、性質和風險，而且已經有一套工具去管理這些風險。只有一些不了解整個制度如何運作的外國分析員，才真的一無所知。

中國政府官員的確沒有做好工作，向外國人解釋這套制度。但他們沒有這樣做的主要原因，是他們覺得沒有必要，因為中國沒有向外國借錢，所以沒必要向外國的債券持有者解釋那麼多。

國債對生產力有實質貢獻

坦白說，我對於現時有關中國負債水平的一些警告覺得難以理解。中國的國債整體水平約相當於其GDP的70%，但主要是用來為能夠提高生產力的基建作融資，而每年的實質GDP增長則有約8%。

歐洲的富裕國家的主權債務平均相當於它們的GDP的100%或以上，更是主要用來為沒有生產力的福利開支融資，每年的實質GDP增長最多只有2%。何者的負擔較重，更不能持續呢？



中國國債整體水平約佔GDP 70%，但主要是用來為能夠提高生產力的基建作融資。相比之下，歐洲富裕國家的主權債務平均佔GDP的100%或以上，債務更是主要用來為沒有生產力的福利開支融資，每年的實質GDP增長最多只有2%。因此，中國主權債務負擔並非想像中重。圖為內地建築工人。

（資料圖片）

3 貸款損失 只是財政轉移

外國分析員經常誇大了中國的系統性金融風險，因為他們沒有認識清楚，中國的金融系統事實上就是中國的財政系統的一部分！

危言聳聽的人常說中國的金融業效率低，但卻沒有認識到，在中國及在經濟高速增長階段的日本和南韓，銀行的作用不是去追求它們的利潤最大化，而是為基建和基礎工業的發展提供價廉的信貸。自從二次大戰之後，這種制度在東亞多國一直行之有效。換言之，你可以不敢購買中國的銀行股，但卻沒有理由覺得它們不可以持續。

在中國，銀行是以商業貸款的利率，向全國各地的地方政府企業批出貸款。在較富裕的地區，特別是東部沿海地區，地方政府可以輕易支付貸款的利息。由於銀行從這些地區的貸款取得的息差，遠遠超過從其他地區的同類貸款取得的息差，這些額外的盈利，就可以抵消在較貧窮地區的貸款的損失。換言之，由富裕地區的利潤到貧窮地區的貸款的損失，是有一個準財政轉移——這正是一個國家的財政制度發揮的作用。

4 不能償還利息 沒有根據

危言聳聽的人通常喜歡比較地方政府企業的總負債和地方政府收入。但這樣做法卻犯了一個基本的錯誤，將地方政府企業的負債總額與其收入來比較。

收入和負債比較 意義不大

比較這兩者的荒謬，猶如比較你家的按揭貸款的本金餘額，與你家的全年收入一樣，意義並不很大。

應該比較的，反而是每年支付利息的成本，與每年用作支付利息的現金流，如果我們假設，只有地方政府的收入才能償還這些地方政府企業的貸款，那麼支付利息的總開支現時約佔地方政府的收入約14%（這假設了使用官方的負債數字7.4萬億元人民幣作估計），或19%（若使用較高的總負債來計算）。這兩個水平還不算特別驚人，當然若上升至超過20%，便會比較令人擔憂。

5 負債預測 被誇大

關於中國的地方政府企業的負債問題，最危言聳聽的，是預測它將來會失控地上升，例如，在3年內增加超過一倍，升至24萬億元人民幣等。但這種預測是荒謬的。首先，它假設了中國的中央政府官員是白癡，或者是格林斯潘的忠實信徒，任由那負債暴升，而不採取任何行動。

負債暴升之說 假設官員是白癡

其次，所有地方政府企業的負債都是銀行的貸款，預測其負債增長，也要和銀行業未來的信貸增長相符。中國政府對於今年和明年的新增貸款增長率有明確的目標，今年的增長率要下降至19%（去年為34%），明年還要進一步下降至14%至15%。地方政府企業的新增貸款增長率至少也要按比例下降。

若末日論者的預測正確，地方政府企業新增貸款將佔2010年至12年中國所有銀行新做貸款的59%！即使2009年底地方政府企業的總負債，也不過佔中國所有銀行的未償還貸款的29%。以上的預測實難以令人信服。