

人行雖努力 通脹難根治

國際
視野Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

對上一周，國家審計署就近期熱議的中國地方政府債務規模和風險問題發表報告。總體上，國家審計署的報告指出，儘管自2009年以來，地方債務錄得快速增長，但仍在可控範圍內。然而有一些細節值得細究。

雖然中央不允許地方政府從銀行貸款，但借貸卻可通過類似地方融資平台的投資渠道完成。這種常規操作得到中央的默許。不過自從2009年地方融資平台債務急速膨脹後，中國的銀行監管機構——銀監會、中國人民銀行，以至國家審計署先後就地方融資平台債務的規模和結構發表報告。

審計署：融資平台另有5.8萬億負債

不出預料，每個機構的結論不盡相同。人行的報告指出，截止2010年底，共有1萬個地方融資平台，債務不多於14萬億元（人民幣，下同）；銀監會的報告則說，粗略估計此1萬個融資平台的債務達9.1萬億元；審計署的數據則指出，只有6576個融資平台，共5萬億元負債。審計署對地方融資平台定義撇除了鐵道部轄下的融資平台，僅包括參與地方政府認可的市政工程和商業計劃的融資平台。但這個定義未涵蓋所有地方融資平台的債務，反而當負債最終湧現便有理可循。

審計署先前認為，地方總債務中地方融資平台的佔比最大，達46%。然而，審計署報告真正的發現，是至2010年底，除了地方融資平台之外，地方政府還累積了5.8萬億元其他負債，這表明地方政府有收支

結構缺口。由中央轉移給地方政府的稅收收入，一直不足以應付地方的公共服務。這正是中國財政問題的核心。然而過去幾年政府政策主要集中在遏抑地方融資平台債務迅速累積，並查驗出哪些債務最易成為壞帳。

引發希臘式危機 可能性低

以下因素可能促使這些風險在近期顯現：

（1）根據審計署的數據，有38%負債依靠出售土地來還款，另外，將有24%的地方負債在今年到期，17%在2012年到期。房地產調控措施雖未致於令到樓市崩潰，但已導致土地銷售減速。

（2）近25%市級及省級政府的負債超過收入100%。除此之外，緊縮流動性和嚴控信貸增長，令情況惡化。

（3）26%的地方融資平台虧損，對上一周傳出首宗地方融資平台貸款違約事件。

我們從投資者收到的問題顯示，他們非常擔心中國地方政府負債問題。不過引發類似希臘債務危機般的機制，在中國並不存在。地方融資平台壞帳只佔2010年GDP的8%至10%。與此同時，中國在1998年注資拯救銀行時，涉及的資金曾達GDP的50%。

遏債務增長 方向正確

而且地方融資平台的借款期限很多超過5年，銀行有足夠時間消化不良貸款。當中國的GDP能有兩位數字增長時，問題是可以解決的。然而，要得出這個樂觀結論，需要地方融資平台制止債務快速增長。值得慶幸的是，事情似乎正在進行。新增地方貸款由2009年的62%降至2010年的18%。

除了債務問題，中國還需要將通脹控制住。中國的經濟刺激方案推高貸款與GDP比率，由2008年的約100%推高至2009年的120%，物價也隨之上漲。問題是儘管中國已推進貨幣政策正常化近一年，消費物價指數仍超過6%。到底這現狀，是貨幣政策必然要有漫長的等待才見效，還是中國的方程式已加入新的因



中國新興的影子融資愈來愈複雜，且極難追蹤，令內地打擊通脹的措施成效難以預測。6月份CPI升逾6%，通脹仍然高企。圖為福建莆田的農貿市場。
（新華社）

素呢？

銀行限貸 影子融資活躍

答案可能要在中國新興的影子融資中尋找。所謂影子融資，是銀行體系以外的融資活動，包括債券在內的非銀行類融資渠道在2009年開始膨脹。接着，當中國開始緊縮貸款時，包括委託貸款在內的影子產品，以及類似承兌匯票的表外貸款，開始氾濫。根據人民銀行資料，新增貸款對總體國家融資由2009年的75%降至2011年3月的57%。不過官方數據未能呈現總體信貸面貌，因部分影子產品以非正式證券化及財富管理的形式發行，因而被隱藏起來。

最近的貨幣政策為這些金融花招搭建了完美的平台。當實質利率處於負2%、加上股市波動、房地產市場又被嚴格地限制，內地存戶紛紛尋覓更理想的回報。銀行在競爭存款，企業就渴求資金。

2010年7月，人行要求銀行將絕大多數的業務搬回資產負債表上。可是相比之下，就算上述花招被拆穿，我們有信心影子融資仍會持續增長。影子融資正愈來愈複雜，且極難追蹤，要預測這些活動的實際規

模和增長速度是不可能的。不過通過觀察少數影子融資工具，我們可以提供一些觀點。例如，據人行稱，結合委託貸款和信託貸款（兩類皆為以銀行為中間人的貸款安排），在2010年增長1.5萬億元，達4.3萬億元。不論政府付出多大努力阻止信貸擴張，這樣的增長都令人擔心。

影子融資難管理 通脹難解

影子融資的發展反映了中國銀行體系本身的問題，貨幣政策是通過控制信貸供應來執行，而不是通過調整信貸成本（即加息）來管理需求。這些產品為存戶提供了更高的回報率。這些是在預設的利率基準和借貸配額之外產生的，利率的定價由供求決定。換句話說，影子融資是中國內地一個非官方市場利率的實驗！

好消息是影子融資業務在中國甚少利用衍生產品，因此暫時看來重蹈美國次按產品覆轍的機會很微。長遠來說，這些活動會增加金融自由化的需求。同時，這些帳外操作會使中國的通脹問題更難攻破。