

從資產端分析中國的債務問題



❖ 概述：中國債務水平是否“危險”，時常被全球熱議，IMF 最新發表的報告再次對中國的債務問題提出警告。不過，在觀察中國宏觀槓桿率方面，IMF 所倚重的債務/GDP 之比為核心的“國際經驗”存在缺陷。對於擁有龐大國有資產的中國，包含廣義政府資產端信息的資產負債關係是分析債務問題一個更加關鍵的視角。可惜這方面的研究有限，現在迫切需要提高統計水平，改進統計方法，發布具權威性和高質量的國家和地方資產負債表。

國際貨幣基金組織（IMF）在8月15日發布的國別評估報告中，大幅提高了對近期中國經濟增長的預測，預計今年中國的GDP增長將達6.7%，而之前的預測是6.2%；預計2018至2020年的平均增幅將達到6.4%，而之前的估計為6%。

不過，IMF 在承認近期中國經濟前景增強的同時，也認為中期面臨的壓力在上升。隱含的意思是中國經濟之所以可以實現快於預期的增長，原因是政府不願遏制“危險”水平的債務，其結果是到2022年中國的非金融部門債務將超過GDP的290%。IMF 嚴厲地指出，“國際經驗表明，目前中國的信貸發展趨勢十分危險，出現破壞性調整和/或經濟增速顯著放緩的風險不斷上升”。

IMF 所說的國際經驗，是根據非金融部門債務與GDP之比判斷一國債務風險的高低。這個指標我們可以稱之為宏觀槓桿率。IMF 測算中國的宏觀槓桿率2016年底為235%，其中，國企部門74%，私人企業54%，廣義政府46%，地方平臺18%，家庭部門18%。國際清算銀行（BIS）則認為是257%，其中，非金融企業部門槓桿率為166.3%，家庭部門44.4%，政府部門槓桿率46.4%。

這些年來，政策制定者和分析人員對債務危機和系統性風險的警覺性日益提升。而債務/GDP 指標作為“國際經驗”很自然成為我們借鑒的東西，很少有所質疑。這是很有趣的現象，值得刨根問底細細深究。一是為什麼選用這個槓桿率指標？二是它具有什麼樣的分析意義？三是分析中國這樣一個特殊的經濟體，有什麼要留意的地方？四是還有什麼其它指標可以輔助我們看清經濟槓桿率的本質？

國際上為什麼使用債務/GDP 之比來觀察宏觀槓桿率？國際間通常使用債務/GDP 這個數據來判斷宏觀槓桿率之高低，其實是別無更好的選擇。我們知道，研究微觀槓桿率最好的指標是債務/資產之比，即資產負債率。對於一個經濟體而言，債務數據比較容易獲得，而資產數據在統計上相當困難。資產有名義價值（nominal value）和市場價值（market value）之分，在資產負債的分析意義上，後者更加重要，却幾乎不可獲得。

另一個原因在於，分析槓桿率的核心是政府公共債務問題。從財務角度而言，債務與收入之比並不是很好的分析指標，更應該關注資產負債關係即債務/資產之比。但這裏的困難在於，對於崇尚私有產權的自由市場體系而言，政府的赤字開支幾乎全部都是消費性的支出，例如醫療、教育、福利以及國防開支。換言之，在典型的市場經濟國家，政府舉債的目的並非投資性的，沒有形成可觀的資產。政府債務所對應的資產端規模很小，債務的償還主要依靠未來的稅收現金流，而非資產端所產生的現金流。從這種意義上，將債務與收入相比就有其合理性。而債務與GDP 相比，在微觀上類似債務與收入之比。所以，從分析政府債務的角度，這一指標有其內在的道理。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

還有一個小問題需要解釋：**為什麼國際間特別關注政府債務而不是全社會債務水平呢？**這就牽涉到自由經濟體系下，如何認識私人部門（企業和家庭）的杠杆率。在私利與理性假設下，私人部門的杠杆率可以在市場機制中自動調節達致均衡。對私人部門而言，一個單位的負債注定是另一個單位的資產，市場理性之下無須第三者操心。因此，我們看到的海外分析幾乎都是圍繞政府公共債務問題，例如歐洲債務危機、美國國債上限、日本債務問題等等，無不如此。政府雖然是私利的，但不適用於理性假設，預算軟約束導致借貸行為并非理智，可能會做出格的事情來，比方說過度借貸，借錢不還。根本上，政府與市場互相矛盾，政府債務不完全是市場行為，其合理性就值得懷疑。

宏觀杠杆率分析的學術風波：存在觸發風險的臨界閾值嗎？很多國際組織和研究學者試圖尋找宏觀杠杆率與經濟增長和債務風險的關係。迄今為止，這方面的努力收效不彰。直觀上，以2016年底宏觀杠杆率數據，日本高達371%，加拿大為298%，法國297%，英國280%，香港374%，新加坡292%，似乎都看不到即時的債務危機風險。學術界對經濟宏觀杠杆率高低沒有多少研究，真正關心的是政府債務問題，幾年前還發生的一場學術風波。

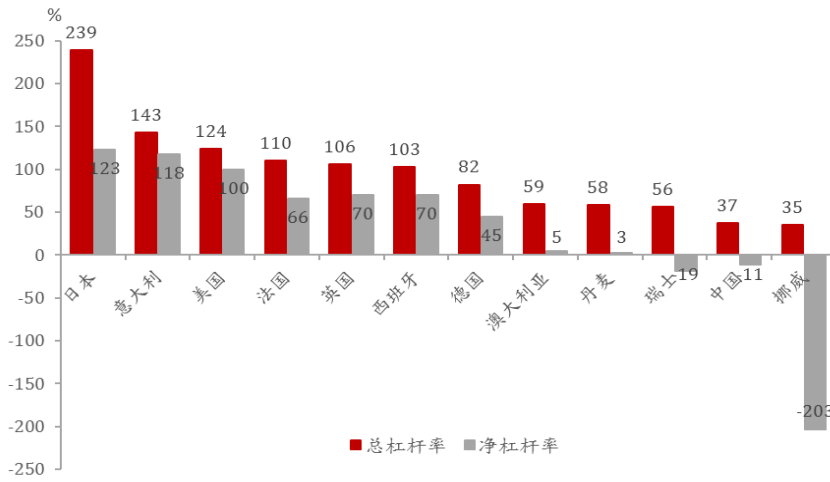
故事是這樣的。2010年初，哈佛大學的兩名經濟學教授萊因哈特（Carmen Reinhart）和羅格夫（Kenneth Rogoff）聯名發表了名為《債務時代的增長》（Growth in a Time of Debt）的學術論文，研究公共債務與經濟增長的關係。他們研究了44個國家200年來的數據後發現：第一，政府債務超過GDP的90%時，經濟增長的速度就會下降一個百分點；第二，對新興市場而言，外部債務（公共和私人）超過GDP的60%時，經濟增長的速度下降兩個百分點；第三，對發達經濟體而言，通脹與公共債務水平沒有明顯的關係，但對新興市場而言，債務水平上升會導致通脹上升。這份研究報告，特別是90%和60%的兩個“閾值”，迅速成為那些主張緊縮公共財政的政客和學者的理論依據。特別在當時歐元區主權債務危機背景之下，緊縮公共財政成為治理危機的主要藥方。

遺憾的是，他們的研究出了點故障。馬薩諸塞大學阿默斯特分校的博士研究生赫恩登（Thomas Herndon）在一次功課練習中發現了問題，他無法重複這些運算，更無法得出同樣的結果。重複性檢驗證明萊因哈特和羅格夫的研究有三大缺陷：一是數據計算錯誤；二是方法錯誤，某些數據被賦予更大的權重，而另一些數據却被忽略；第三，重新計算的結果是，那個導致經濟增長率驟降的閾值（90%）是不存在的。後來，克魯格曼加入辯論，通過他的財經專欄，連續發文嚴厲批評萊因哈特和羅格夫所倡導的緊縮政策觀點，其嬉笑怒罵的行文引發了一場不大不小的筆墨官司。

這場辯論的啓示在於，雖然我們大致知道過高的杠杆率是危險的，但是我們不知道究竟多高（閾值）才會引發債務危機或經濟衰退。在我看來，其原因可能就在於被忽視的資產端。從微觀角度看，債務與收入之比是存量（債務）與流量（收入）相比，不能完全而準確地評價債務風險。正是由於政府資產端的規模和構成不同，導致無法單獨依靠債務端的宏觀杠杆率指標得出具有意義的分析結論。

針對宏觀杠杆率僅僅關注負債端的不足，國際組織、政策研究部門和學術界開始思考如何改善分析方法。一種嘗試是引入淨杠杆率作為輔助指標：即考慮政府資產對杠杆率的影響，用政府淨資產除以GDP得出淨杠杆率來評價公共債務的風險。這種方法計算出來的淨杠杆率，對日本、挪威、瑞士等國的影響特別大，因為這些國家的資產負債表上有相當多的金融資產，甚至改變了方向（擁有正的淨資產）；另一些國家例如美國、意大利影響較小，它們的政府資產負債表上只有少量的金融資產，因此它們的淨杠杆率和總杠杆率相近（圖1）。

圖 1: 主要國家的政府總杠杆率與淨杠杆率



資料來源：National Accounts at a Glance, 2015 (OECD)。中國政府淨杠杆率根據李揚等《中國國家資產負債表 2015》狹義政府淨資產 6.4 萬億計算與當年名義 GDP 之比。

中國債務問題的關鍵不同在於廣義政府的資產端。在分析債務的可持續性時，債務/GDP 之比的缺陷在於只考慮到債務一端，而沒有考慮到資產端，至少只說明了部分問題。除了一般財政收入可以用于償還債務之外，資產收入或資產出售也可以由于償還債務。杠杆水平高但資產負債表上有大量資產，顯然比杠杆水平低但幾乎沒有資產要好，包含資產端信息的資產負債關係是分析債務問題的一個更加關鍵的視角。理解這一點對中國尤為重要，因為我們現階段債務用于固定資產的投資特性，形成規模龐大的政府和國有資產，是與國際經驗所不同的地方。

我們將焦點放在廣義政府部門，因為這是目前中國債務問題的關鍵所在（圖 2）。根據 IMF 的估算，2016 年底中國廣義政府部門的杠杆率為 138%（國企部門 74%，廣義政府 46%，地方平臺 18%），這個數據從國際經驗來看顯然是偏高的。然而，如果考慮廣義政府資產負債的資產端，可能會得出不同的結果。

圖 2：公共部門和私人部門的結構

廣義政府部門	非金融企業部門	家庭部門
中央	國有	私人
地方	私人	

資料來源：招銀國際研究

分析總債務和廣義政府資產債務問題，需要高質量的國家資產負債表數據。幾年前曾有四個團隊對中國的國家資產負債表進行了開創性的研究：一是人行金融研究所課題組，二是博源基金會組織和資助的馬駿團隊，三是社科院李揚教授團隊，四是中國銀行曹遠征團隊。雖然數據結論有所出入，但是有助于我們深刻理解中國的資產負債狀況。根據人行金融研究所的數據，2013 年底中國廣義政府淨資產 92.3 萬億元，占當年 GDP 的 162%，這應該是全球主要經濟體中最高的。可惜的是，這項研究工作沒有持續下去，缺乏高質量高頻度的國民賬戶數據一直是我們經濟分析工作中面臨的主要困難之一。

在探討中國的宏觀杠杆率和債務可持續性方面，以債務/GDP 之比為核心的國際經驗方法是有缺陷的，尤其是針對我們這個擁有龐大國有資產的國家，這一分析框架對中國的適用性存疑，可能形成誤導。我們知道宏觀杠杆率過快上升的危險性，我們也知道廣義政府的資產端收益率可能正在下降，但是不能對資產端視而不見。全國金融工作會議強調，要推動經濟去杠杆，把國有企業降杠杆作為重中之重，將降低杠杆率政策細化到降低國有企業杠杆率。應該說，政策制定者對當前的高杠杆問題有清醒的認識。但是，我們不應該驚慌失措，更不應該受所謂“國際經驗”的綁架。中國的債務問題是一個長期的演變過程，現在迫切需要的是改進統計方法，提高數據質量，儘快啟動中央和地方政府資產負債表的制定工作。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。