

聚焦



卡洛斯·卡薩諾瓦
(Carlos Casanova)
科法斯集團亞太區經濟師
駐香港特別行政區

疫情過後，中國經濟能否獨善其身？

摘要

鑒於新冠肺炎疫情對全球經濟的影響，中國恐怕無法實現2020年增長目標。政府正採取積極措施阻止制疫情的衝擊，但企業破產增加和結構脆弱性的加劇在所難免。

中共冀望2021年建黨百年之際，中國全面建成小康社會，這就要求2020年經濟增長達到5.6%。然而之前的貿易戰，結構性挑戰和人口結構等問題，已經使經濟增長困難重重，這次的疫情更是雪上加霜。儘管政府仍有信心在2020年實現上述目標，但從現實角度考慮，這或許要推遲到2021年7月，因為疫情橫掃歐洲和北美主要市場（占中國出口總額的三成），勢必拖累第二和第三季度的經濟活動。綜上所述，科法斯預計中國2020年經濟增速將降至4.0%。

中國將訴諸激進的貨幣政策和寬鬆的財政政策以穩住經濟。舉例來說，外匯儲備不足以應付資本外流，這將會給人民幣帶來貶值壓力。財政方面，追加基礎建設投資將增加地方政府的負債，使本已捉襟見肘的銀行業和負債累累的企業雪上加霜。未來將有很大可能會發生更多的債券違約、企業破產和銀行業重組。因此在政策調整上，政府需要謹慎權衡，不容有失。

“V”形企穩希望不大 增長目標恐成泡影

在新冠肺炎疫情的直接和間接衝擊下，中國經濟增速將降至三十年來最低水準。2020年第一季度，中國率先開始大規模封城和停工停產，現在這些措施已迅速推廣到世界各地。據中國社會科學院估計，僅在2月，中國經濟就因為外來衝擊蒙受高達400億美元的損失。而且，這個估計尚未考慮到世界其他地區所受的間接影響或負面溢出效應。2020年1至2月的經濟活動指標顯示，第一季度經濟收縮快於預期（圖1），工業生產、零售銷售和城市固定資產投資（FAI）有史以來首次負增長。雪上加霜的是，

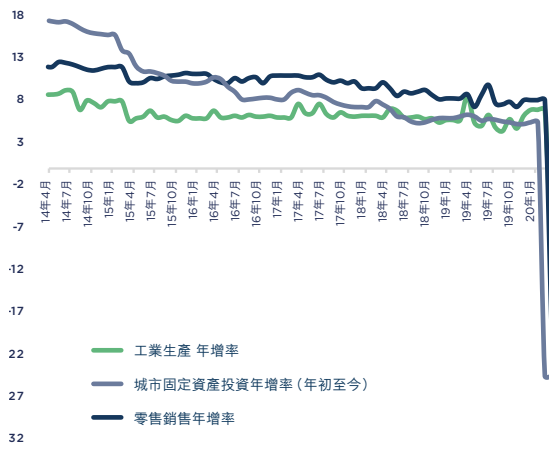
中國經濟走出困境的難度比以往更大。首先，經濟放緩是結構性的，這是因為中國正轉向更具可持續性的消費帶動的增長模式。經濟轉型勢在必行，因為中國還面臨人口壓力（65歲以上人口占總人口的15%）。此外，中美之間的貿易戰繼續拖累經濟增長。2019年12月15日，雙方達成第一階段協定，這固然值得欣慰，但是中國出口美國的2500億美元商品，平均關稅水準仍處於19%的歷史高位，遠超貿易戰之前的3%¹（圖2）。

“V”形企穩也是出於政治上的考量。在國家主席習近平2013年的就職典禮上，中共提出了宏偉的目標。第一個“百年目標”是到2021年7月中國共產黨成立



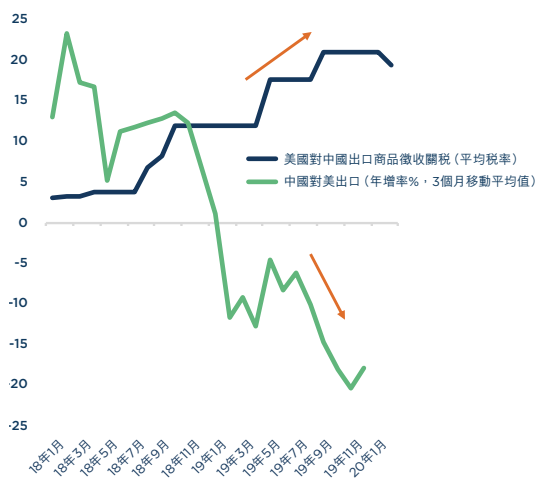
1- Chad Bown (2019). US-China Trade War Tariffs: An Up-to-Date Chart. PIIE Chart, Peterson Institute for International Economics (December 17).

圖 1：
中國經濟活動指標顯示第一季度經濟快速收縮



資料來源：NBS、彭博社、科法斯

圖 2：
中國對美出口的平均關稅以及出口年增率變化



資料來源：中國海關、彼得森國際經濟研究所、彭博社、科法斯

100周年時，全面建成小康²社會。中國對這一目標的定義是：2020年人均收入比2010年翻倍。完成這個任務並非易事，這需要經濟保持5.6%的年均增速。如今，作為中國最大貿易夥伴的歐洲和美國先後在疫情中淪陷，這個目標已經遙不可及。歐美兩大市場占中國出口總額的30%以上，隨著這些地區停工停產和強制隔離，二、季度的需求將萎靡不振。換言之，二、季度的外部需求衝擊將會非常劇烈。綜上所述，原定今年實現的百年目標，恐怕要向後延期。預計2020年第一季度經濟與去年同期相比驟降1.8%，全年可望穩定在4.0%（基礎預測）。如果2021年上半年一切順利，中共仍有希望在7月這個

關鍵的時間節點實現目標。政府需要加大力度穩定增長，但是經濟復甦更有可能呈現“U”字形，而不是“V”字形。姑且不去咬文嚼字，其實對於中國來說，決定經濟復甦的關鍵是從政策上改弦更張。2009年，中國尚有能充當全球經濟的“備胎”，也受到各國的歡迎。時移事易，這次的經濟刺激卻會付出沉重代價。

加大貨幣政策支持 犧牲在所難免

中國人民銀行（PBOC）一直保持“謹慎”的貨幣政策方針。此舉旨在使經濟中的生產部門能夠繼續獲得信貸，避免激化已有的泡沫：企業高負債（相當於GDP的160%）和高房價（一線城市房價與家庭年收入之比高達21）。2019年實施的定性調整是將貸款基礎利率（LPR）與人行的中期借貸便利（MLF）掛鉤。由此，人行得以更加有效地控制利率（圖3）。人行還採取定向調控措施，包括累計下調存款準備金率（RRR）200個基點，以及通過公開市場操作直接注資。

然而，人行的“謹慎”之策可能緩不濟急。2019年已初現端倪——政府出手救助五家小型國有銀行後，下半年的銀行間利率居高不下³。政府不再為這類證券投資承擔損失，債權人不得不吞下苦果⁴。隨著經濟放緩，景氣低迷，加上投資下滑，國內銀行的不良貸款（NPL）開始上升，因而飽受衝擊。疫情更使問題惡化。這的確值得擔憂，因為銀行業原本應該起到緩衝作用。中國銀保監會要求貸款機構不得削減對拖欠還款中小企業的貸款，對於有拖欠行為的借款人，在6月底之前不上報全國信用評分系統⁵。然而，在銀行資產負債表已然緊繃的背景下，這可能並不現實。近期人行的壓力測試表明，如果2020年經濟增速降至5.3%甚至更低，全國30家地方銀行中，有9家無法達到資本充足率要求⁶。因此，我們預料人行將調整“謹慎”方針，推出一系列定向措施，並在2020年全年保持監管寬容。有關措施包括：LPR下調40基點；RRR下調至多400基點；以及通過公開市場操作進行淨資本注入，穩定銀行間市場。

許多贊成貨幣寬鬆和監管寬容的人認為這不足為慮，因為中國擁有龐大的外匯儲備（截至2020年2月底達到3.1兆美元），足以在必要時對銀行業施以援手。其實這是一種誤解。從任何方面來看，中國都不符合國際貨幣基金組織的“外匯儲備充足性評估”⁷（ARA）標準。截至2019年底，中國外匯儲備僅占廣義貨幣供應量（M2）的11%，而國際貨幣基金組織ARA規定的指標為20%。此外，“蓋杜蒂—葛林斯班法則（Guidotti-Greenspan rule）”⁸（即

2- 小康社會。

3- 5月24日人行和銀保監會宣佈接管內蒙古包商銀行。7月和8月，當局出手救助遼寧錦州銀行和山東恒豐銀行；10月11日救助河南宜川農村商業銀行和黑龍江哈爾濱銀行。

4- 中國人民銀行（2019）。重慶中華人民共和國成立70周年活動新聞中心新聞發佈會。相關連結：<http://www.xinhuanet.com/politics/70zn/fbh2/index.htm>

5- 銀監會（2019）。銀保監會人民銀行發展改革委員會工業和信息化部財政部關於對中小微企業貸款實施臨時性延期還本付息的通知。相關連結：<https://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=892278&itemId=928&generalType=0>

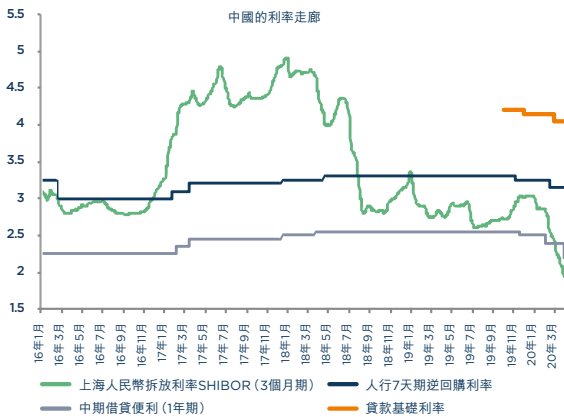
6- Lee (2020). 'Coronavirus: Chinese banks face test as bad debts tipped to rise while economic growth tumbles'. South China Morning Post, 19 February 2020.

<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3051400/coronavirus-chinese-banks-face-test-bad-debts-tipped-rise>

7- Moghadam, Ostry and Sheehy (2011). 'Assessing Reserve Adequacy'. International Monetary Fund, 11 February 2011. Available at: <https://www.imf.org/external/np/spr/ara/#policypapers>

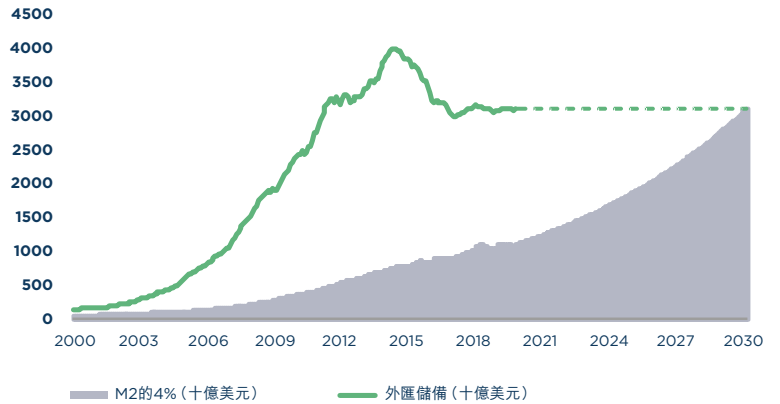
8- Bussiere, M and M Fratzscher (2006). 'Towards a new early warning system of financial Crises' Journal of International Money and Finance, Vol 25, pp 953-73.

圖 3：
中國的利率走廊



資料來源：中國人民銀行、彭博社、科法斯

圖 4：
外匯儲備和 M2 增長率



資料來源：中國人民銀行、彭博社、科法斯

外匯儲備覆蓋全部短期外債⁹可能會低估中國的實際風險水準，因為它沒有考慮到與政府有關聯的中國企業的外債¹⁰。據彭博社測算，除了官方宣佈的2兆美元外債，中國企業的境外子公司還有大約6500億美元的債務。這些債務大部分（70%）由國內母公司擔保，所以外匯儲備與短期外債的實際比例應超過100%。

舉例來說，2016年人民幣貶值3%後，人行被迫動用近兆美元外儲來穩定幣值。留心觀察國際收支帳目（BOP）中的誤差和疏漏，可以發現很多資本流動悄無聲息，因此資本外流的規模要高於估計。2016年，這一數字大約相當於M2的4%。假如資本外流與2016年相當，而從現在到2030年M2維持約10%的增長，我們認為中國到2030年將沒有足夠的外匯儲備來彌補資本外流（圖4）。也許這一天會更早到來，因為外匯儲備還需要服務於其他目標，例如支撐幣值、援助中資銀行及其海外子公司、為龐大的“一帶一路”基礎建設專案網路提供融資等。貶值預期與資本外流密切相關。不過，當中國政府面臨拋售外匯儲備來穩定匯率，或者任由人民幣貶值來降低內債水準並維持經濟運行的痛苦抉擇時，估計當局不會消耗外儲去捍衛人民幣。一方面要保持匯率穩定，避免資本外流加劇，另一方面要促使企業削減外債，人行的處境猶如走鋼索。這種情況會持續多久還有待觀察，但有一點不言而喻：該放手時就放手。

擴大財政赤字 減少信貸衝擊

中國政府將透過財政刺激和信貸增長來提振經濟。2017年至2019年，當局致力於金融補短板，以致社會融資總量的增速從15%降至11%左右。影子銀行的收縮尤其明顯（圖5）。在此期間，GDP增速也下降

一個百分點，達到6.1%。考慮到中國經濟仍以信貸為導向，當局或會允許2020年信貸發放步伐加快，包括備受爭議的影子銀行，它是許多中小企業獲得營運資金的重要管道¹¹。機會成本很高：每個邊際單位的信貸增長都將使產出的邊際增長遞減。根據國際清算銀行（BIS）的資料，截至2019年9月，中國的信貸/GDP比率仍處於205%的高位，但是得益於信貸控制嚴格，信貸/GDP缺口¹²已從2014年的峰值20.6%，下降到-2.5%。正向缺口值高，意味著企業部門的借貸水準與現有的產出和生產能力不相稱，反之亦然。這是一個好消息，儘管這樣做可能徒勞無功。一旦回到刺激增長的老路，中國的信貸擴張將達到難以為繼的地步，造成大量不良貸款和僵屍企業。財政收入放緩將制約財政政策。2019年財政收入增長3.8%，低於2018年的6.2%，是1987年以來增長最慢的一年。為了提振消費以擺脫中美貿易戰的困境，政府在2018年和2019年陸續推出一系列個人、消費和企業減稅政策，導致財政收入下降。另一方面，為了減緩經濟下滑，去年的財政支出增長8.0%，超過GDP增速。自2009年以來，中國官方公佈的赤字率從未超過GDP的3%。然而，在收入下降而支出增加的背景下，我們預計2020年的預算赤字將擴大到4.5%¹³。2月21日，中共中央政治局會議公佈，全國已有13個省市宣佈重大基礎建設專案，總投資額33.83萬億人民幣（4.5萬億美元，相當於GDP的31%）。擴大基礎設施投資可能會導致對產能過剩的擔憂再次浮現。此外，由於加大財政刺激，地方政府的財政健康狀況也將惡化。許多省份並不需要新建鐵路、公路、機場等基建投資。為此，財政部表示將優先考慮5G網路基礎設施、高科技、民生等方面的生產性投資¹⁴。許多地方政府對發行債券慎之又慎，因為地方政府的債務可持續性壓力已現。 ■■■

9- 期限不超過一年的外債

10- Bloomberg News (2019). 'China's Companies Have Unseen Foreign Debt That's Maturing Fast'. Bloomberg, 26 August 2019. Available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-08-25/china-s-companies-have-unseen-foreign-debt-that-s-maturing-fast>

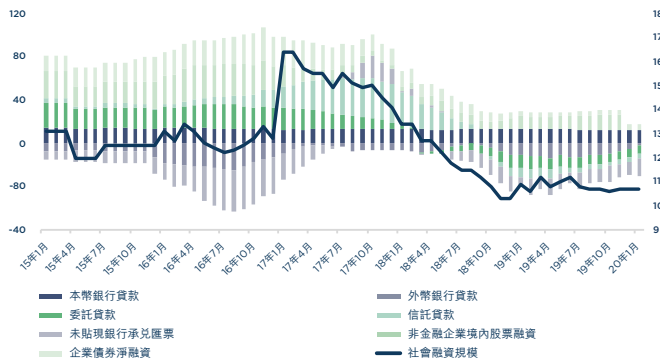
11- Casanova (2018). 'SMEs in China: Monetary easing won't be sufficient to reduce credit pressure', Coface Economic Studies. Available at: <https://www.coface.com/News-Publications/News/SMEs-in-China-Monetary-easing-won-t-be-sufficient-to-reduce-credit-pressure>

12- 根據國際清算銀行的定義，信貸/GDP缺口為信貸/GDP比率與長期趨勢值之差，以百分比表示。相關連結：<https://stats.bis.org/statx/toc/CTG.html>

13- 正式目標將在全國人民代表大會上宣佈。大會原定3月12日舉行，現已推遲。具體召開時間將另行通知。

14- 中華人民共和國國務院（2020）。《習近平主持中共中央政治局會議研究新冠肺炎疫情防控工作部署統籌做好疫情防控和經濟社會發展工作》。相關連結：http://www.gov.cn/xinwen/2020-02/21/content_5481871.htm

圖 5：
社會融資總量和 GDP 增速



資料來源：中國人民銀行、
彭博社、科法斯

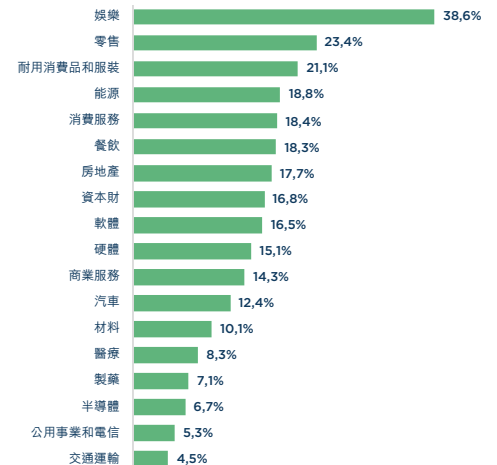
官方資料顯示，政府債務相當於GDP的40%。然而，如果考慮到表外債務、地方政府融資平臺¹⁵（LGFV）債務，以及形形色色的影子銀行債務，那麼實際債務規模會大得多。雖然尚無具體數字，但是據國際貨幣基金組織估計，實際政府債務約為GDP的60%左右¹⁶。過去幾年有多家地方政府融資平臺拖欠人民幣債務，而2020年2月青海省投資集團發生美元債務違約，這在二十年來尚屬首次。

部分中國企業的信貸風險加劇

貨幣和財政刺激將加劇中國企業的信貸風險。如果整個行業已經債臺高築，償債壓力巨大，這將加劇問題的嚴重性。為了衡量現金流風險，我們以EBITDA¹⁷/利息開支比率低於1的上市公司占比為參照。當一家公司的盈利不足以支付債務利息時，就需要依賴外部資源來獲取營運資金。根據彭博社編制的上市公司最新財務資料¹⁸，部分行業和子行業可能面臨更大的風險（圖6）。在國企主導的行業，存在現金流風險的公司比例較低，

圖 6：
中國上市公司中
EBITDA/利息開支
低於1的公司占比

資料來源：彭博社、
科法斯



例如公用事業、電信、原材料（包括化工和金屬）等行業。這種現象實屬正常，因為在習近平主席的支持下，國企的市場地位大大加強。相反，以私企為主的行業去年普遍遭受現金流風險，他們對當前融資環境的驟變也更加缺乏抵抗力（娛樂、零售、消費服務以及包括消費電子、服裝在內的耐用消費品行業）。去年，交通運輸行業既享受國家補貼（該行業大部分為國企），又有旅客人數大幅增長的利多。然而好景不長，2020年第一季度旅客出行急劇下降。國際航空運輸協會（IATA）報告稱，航空業第一季度客運量同比下降多達80%。

2020年現金流風險可能加劇。這一趨勢與2014年以來債券違約率上升和企業破產數的創紀錄飆升相一致。2019年債券違約金額達到120億美元。由於2020年經濟增長乏力，預料債券違約率將迅速提高。企業破產同樣激增，從2008年6700起上升至2019年的8000多起。展望2020年，決策者們必須精準施策，拿捏平衡，因為一旦行差踏錯，就會為中國經濟造成前所未有的系統性衝擊。

15- 地方政府融資平臺是地方政府建立的特殊目的投資工具（SPV），旨在防止規章制度對基礎建設項目融資的借貸限制。

16- 國際貨幣基金組織（2019）。People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation。相關連結：<https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/08/Peoples-Republic-of-China-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-Staff-48576>

17- 未計利息、稅項、折舊及攤銷前的利潤。

18- 彭博社的數據採用GICS行業分類標準，這與科法斯的行業定義有所不同。

使用權限聲明

本文是一份反映參與調查者意見觀點的總結，其由科法斯根據可利用訊息，在文檔寫成之日經翻譯記錄而成，隨時可能修訂之。其所包含的訊息、分析和意見皆基於我們對討論的理解與解讀。但科法斯在任何情況下都不會對其中所包含數據的準確性、完整性或真實性做出保證。文中包含的訊息、分析和意見僅供參考，可作為讀者從其它途徑所得訊息的補充。科法斯不承擔結果導向的責任，作為一種訊息使用方式，對讀者因使用本文中包含訊息、分析與意見而造成的任何損失，科法斯概不負責。對本文檔及其中所表達的分析和意見，科法斯擁有唯一所有權。讀者僅允許查看，或基於內部用途而加以複製，複製時應清晰標註科法斯的名稱，並且不允許對其中數據作任何修改。若未與科法斯事先協定，禁止出於任何公共及商業目的對該文檔進行使用、引用和複製。詳情請參照科法斯網站上的法律公告。<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>