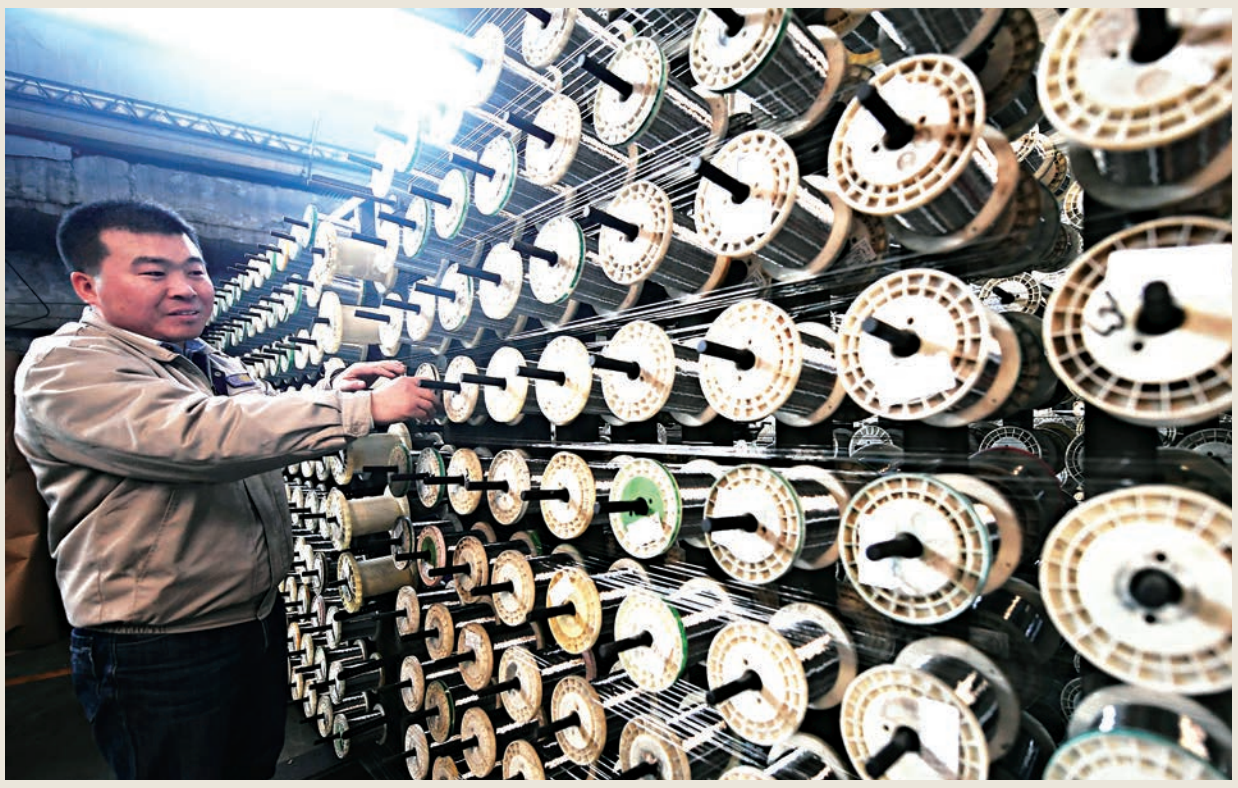
經濟觀察家

非政府部門槓桿高 有礙經濟內生增長



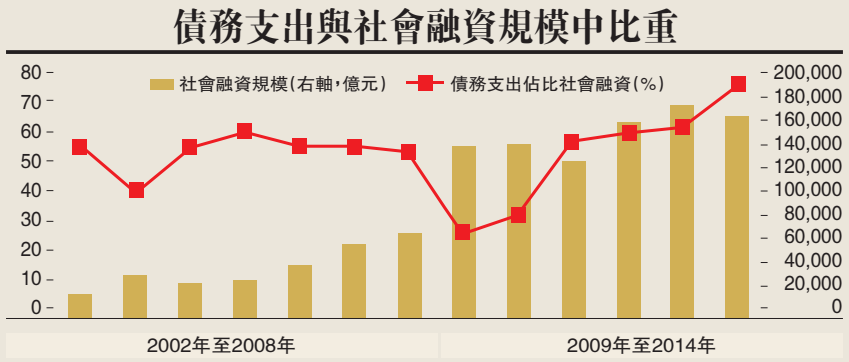
◀非政府部門的負債在國有和民營部門之間的分配非常不平衡，且主要集中在國有企業，其負債佔非政府部門總債務約七成

近兩年來，中國的債務問題不僅是各方人士關注的高頻話題，也是國際評級機構十分關注的一個方面。前段時間，穆迪下調中國主權評級，針對的也是中國債務率過高的問題。那麼，企業或者說非政府部門槓桿率過高的危害性在哪裏呢？

交通銀行發展研究部首席研究員、副總經理　周昆平

交銀觀察

首先，中國非政府部門債務利息支出或大於GDP的增量。根據國際清算銀行（BIS）最新數據，以債務／GDP爲槓桿率的指標來看，截至2016年三季度末，中國全社會的槓桿率爲255.6%，而同期中國政府槓桿率僅爲46.1%，在世界主要國家處於較低水平。扣除政府槓桿率之後，2016年三季度中國非政府部門槓桿率高達209.5%，同期美國僅爲152.3%，日本爲156.4%，英國爲164.3%，中國非政府部門槓桿率不僅躍居世界主要國家前列，而且顯著高於全球156.7%的平均水平。



還本付息負擔沉重

我們據此比例，從統計局公布的GDP餘額來測算2016年中國整體債務餘額約爲190.20萬億元（人民幣，下同），非政府債務約爲156萬億元。如果按目前4.35%一年期基準貸款利率來測算，當前中國債務年利息爲8.27萬億元，非政府債務每年的利息達到6.8萬億元左右，債務利息佔GDP比重超過10%，非政府債務利息也超過了2016年GDP的增量，表明當前的年經濟增量還難以覆蓋利息，說明一年內生產的所有最終產品和勞務的市場價值增量不及債務利息，凸顯非政府部門的債務償還能力壓力較大的事實。

其次，過高的非政府部門槓桿率可能影響宏觀經濟內生增長。其實，槓桿率無所謂好壞，適當的槓桿率對經濟起到潤滑和推進的作用，運用得好能促進經濟發展，運用得不好可能會傷及實體經濟。槓桿率的高低，反映了金融資源的合理配置程度，體現了金融服務實體經濟的水平。

金融服務實體經濟就意味着要聚焦實體層面競爭力的提升、勞動生產率的提升，意味着我們的槓桿率要服務於勞動生產率高、有競爭力的企業或部門，只有這些部門的槓桿率上升了，實體經濟與金融之間的匹配關係是平衡的，才是經濟學上所說的帕累托最優的體現。

但任何事物都有兩面性，正所謂物極必反，如果槓桿率服務於殭屍企業或者無效率的企業，實體經濟與金融之間的匹配關係是失衡的，金融資源發生了錯配，形成信用風險，進而影響宏觀經濟內生增長。

其三，槓桿率偏高的非政府部門的負擔偏重。非政府部門的槓桿率偏高，主要是企業的負債率偏高，這樣使得企業很大一部分現金流用於還本付息，而用於維持正常生產經營的資金必將減少，不利於企業釋放活力與經濟增長。

另一方面，高負債率的企業流動性由於政府債務在國家中具有較高評級，容易通過滾動發行的方式舉新債還舊債，但非政府部門債務上升會導致還本付息壓力增大，由此影響自身的信用，其在金融市場的借貸能力將被削弱。這將增加了經濟運行中的風險，一旦企業資不抵債大規模爆發，將衝擊到銀行體系的穩定性，甚至誘發金融危機。

脫實入虛資金空轉

第四，非政府部門債務結構不合理，資源難以向眞正有活力的部門進行配置。非政府部門的負債在國有和民營部門之間的分配非常不平衡，且主要集中在國有企業，其負債佔非政府部門總債務的約70%。而國有企業在整體經濟中的重要性已較大幅遞減，目前只佔總體經濟產出的不到30%以及城鎮就業的16%。

這在一定程度上凸顯國有部門效率低下和依賴加槓桿擴張的問題。佔總體經濟產出的超過70%，以及城鎮就業超過80%的民營部門債務負擔僅佔非政府部門債務的30%，超高的非政府部門債務率對資金資源的佔有擠壓了新興產業和部門對資金資源的獲得，已經嚴重影響了新興產業和民營企業的資金供給，資源配置被扭曲，導致新興產業和民營企業發展比較緩慢，產業轉型升級受到層層制約。

第五，非政府部門槓桿率高，可能造成資金空轉。正是由於佔非政府部門總債務的約70%的國有企業獲得資金比較方便，銀行等金融機構由於路徑依賴等原因也願意給國有企業貸款或購買國有企業發行的企業債。這些企業獲得資金後，也要尋找出路，要不進入房地產領域進行投資，賺取更高收益；要不購買理財產品，資金嵌套套利、空轉套利和違規套利；要不進行盲目擴張，不計成本惡性競爭。而自身的產業又很難深耕細作，產品質量也沒有本質性提高。總之，這些資金很難有效眞正進入實體經濟，促進技術進步或經濟提質增效，反而可能促進形成房地產泡沫和金融市場的風險。

因此，非政府部門的槓桿率過高的問題，我們要加以高度重視，我們既要降槓桿，也要支持結構調整，促進轉型升級，要有保有壓，區別對待。一方面，按照國務院總理李克強「用好增量、盤活存量」的要求，金融機構要發揮好資源配置功能的作用，資金向戰略性新興產業，包括民營部門傾斜，以支持「雙創」，支持經濟的復甦。

另一方面，針對國有部門的高槓桿問題，必須將改革推進的重點放在重組效率低下的國有企業上，通過資產證券化、債轉股等市場化的方式來盤活存量，加快出清「殭屍」和低效率無效的企業。

全球通脹走勢再觀察

海通證券首席經濟學家　姜　超

超限觀點

今年二月份美國PCE（核心個人消費支出）物價、歐元區CPI同比全部突破了2%，各大央行實施寬鬆貨幣政策奮鬥了那麼多年的目標，在幾個月之內突然就實現了，全球再通脹預期高漲。但當時我們指出「全球通脹誰之過，都是油價惹的禍」，認爲通脹回升難以持續。幾個月過去了，全球通脹走勢又有哪些新特點？油價對通脹的推動作用還有多大？核心通脹有何變化？

美國：能源價格回落，核心通脹走低。能源價格在美國CPI中的權重僅次於食品，而波動又遠高於其他項，因而美國總體CPI與能源價格走勢高度一致。前期國際油價大幅反彈，是美國通脹走高的主要推手，而三月份以來隨着油價環比增長乏力，而基數逐漸走高，油價對CPI的拉動明顯減弱。剔除能源和食品影響後，美國核心PCE同比從二月份的1.8%回落至四月的1.5%，爲近兩年的最低水平，也在走弱，反映了今年以來美國經濟復甦偏弱。但由於美國利率水平依然處於歷史低位，緩慢加息對經濟衝擊相對有限，所以美聯儲年內仍可能再加息兩次。考慮到美聯儲在2018年即將換屆，年內也有可能啓動縮表，以推進貨幣政策的正常化。

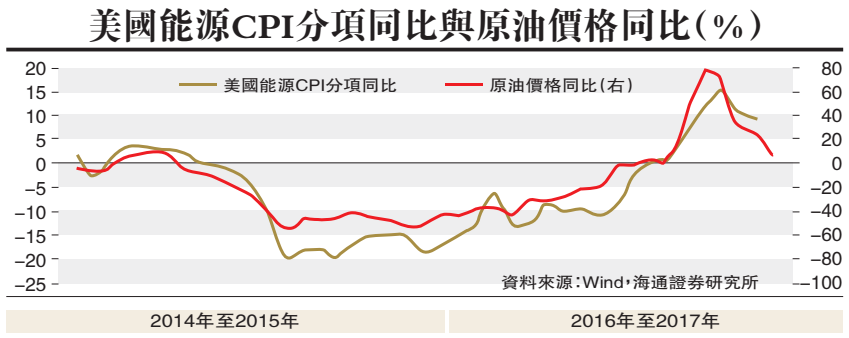
歐元區：油價也是主導，經濟復甦漸穩。今年前四個月能源對歐元區通脹的拉動維持在0.7%至0.9%之間，所以歐元區也同樣面臨油價同比下降帶來的整體通脹回落的風險。但與美國相比，剔除油價因素後，歐元區核心通脹更爲穩健，四月份同比增1.2%，爲2013年中以來最高水平。這說明在寬鬆貨幣政策的刺激下，一季度歐元區的經濟復甦相比美國更加穩定。但是經過2011年過早加息又再度降息後，此番歐央行對於退出寬鬆的態度明顯更爲謹慎。六月份歐央行會議維持利率不變，雖然刪除了可能會再次降息的措辭，但考慮到能源價格影響，也下調了通脹預期，QE（量化寬鬆）將繼續維持到通脹的持續回升。

中國去槓桿短期難放鬆

日本：整體水平仍低，核心緩慢改善。四月份日本全國CPI同比0.4%，依然處於近半年平均水平的位置，在主要經濟體中屬於偏低水平。但值得注意的是，近期日本的核心通脹由負轉正，在持續改善。這表明今年以來日本的經濟也在緩慢復甦，一季度私人消費同比溫和回升至0.9%，製造業、服務業PMI也分別上升到53.1和53.0。由於日本通脹水平依然偏低，經濟復甦緩慢，日本央行的寬鬆貨幣政策仍將持續。

中國：通脹預期回落，結構出現分化。食品持續回落，服務趨於上行。從二月份起，中國CPI同比從0.8%的低位緩慢回升，五月份達到了1.5%，但和歷史水平相比，依然處於偏低的區間。總體CPI的低迷主要是受到食品價格的拖累，其中豬肉價格累計下跌了14%，雞蛋價格下跌31%，超出了季節性波動。非食品中，醫療、家庭、衣着加工、房租、教育等服務類價格上漲明顯，反映消費在不斷升級。總體來說，PPI前期的回升對CPI非食品價格推動非常有限，主要還是體現在能源價格方面。

受環比回落、基數攀升影響，PPI同比從高點時的7.8%連續回落至五月份的5.5%。從具體行業來看，煤炭、鋼鐵、能源價格環比均走弱，基數攀升，同比均高位回落；而在橡膠塑料、化纖、化學原料、造紙、印刷等民營資本佔比相對較高的行業中，存在市場化去產能，價格相對穩定。當前中國CPI處於低位，PPI仍在下降，通脹預期大幅回落。從基本面來看，經濟相對穩定，所以政策重心依然是金融去槓桿。這也意味着短期內在金融去槓桿沒有取得階段性成果之前，貨幣政策難以放鬆。



香港樓市固若金湯

祥益地產總裁　汪敦敬

樓市新態

數風雲還看M3，所以我會同意「現金流爲王」這句說話。現金流如何爲王？去到四月爲止，香港的M3（泛指總存款量）已經突破13萬億元，最近四月香港銀行體系港元連同外幣存款接近12萬億港元。2016年香港住宅成交金額只是4280.41億元，樓市只佔M3的3%。市場太渺小，資金太多。樓市的確固若金湯！

樓市向差的原因只有一個，就是資金流出。所以一定要重視「M3定律」，即是說要盯緊資金是否不斷增加或者突然減少，香港其實不需要這麼多資金，這些資金可能只是暫時放在香港的。需要的時候，內地或美國的政策可以令其減少，這就是樓價下跌的機會了。當然還有一個很大的因素，筆者在多月前已經在這說過，就是美國經濟爆煲。有不少評論也報道環球經濟爆煲，筆者認爲這個說法不準確，應只是美國及西歐的經濟體系爆煲而已，中國的經濟仍低泡沫的，而且在美國爆煲之後，雖然環球各市場無一幸免，但最後亦會在爆煲數個月之內，資金就會走到相對安全的地方，即是內地尤其是香港，令到我們的資金重新增加。這些都是市場的變數，亦非絕對的，故要盯緊市場變化。

筆者被稱爲樓市大好友，不少多年前由筆者提出的觀點，今天已成爲「樓市不跌神話」的理據。我多年唱好樓市是因爲公衆長期嚴重忽略「不買的風險」，近年樓市的確是有少部分人盲目看好的，但不可忽略樓市上升的過程其實亦會不斷出現價格起伏跌宕，希望我的補充一下可以令到大家更能掌握到「買及不買的風險」。

爲了更準確反映出樓價升跌的路線圖，筆者較早前發表了「龍市概念」。房地產的數據本來是很誠實的，我在2015年年尾已就出現的「劈價勢」中，已經用祥益指數及中原指數計算出樓價將會在去年三月（上車單位）及五月（全港性）開始回升，但是傳統牛熊概念在2009年之後其實並不合用，所以我認爲中國式宏觀調控下的市場應是以「龍市一期」及「龍市二期」反映出不斷循環鞏固向上的趨勢。

「龍市二期」已經來臨

如果用祥益指數去看，其實四月下旬開始已經進入「龍市二期」，數據告訴我們樓市正進入鞏固期，上兩次的「龍市二期」分別是2013年1月至2014年3月及2015年9月至2016年5月，爲期八至十五個月。筆者近年研究用「龍市理論」，除地產數據外，亦有用騰訊作研究，都發覺不少共通點，「龍市二期」這鞏固階段不一定向下跌，很多時也是打橫，鞏固完再升的，而谷底期很短的，騰訊是二十日左右，而樓市則是三個月左右。

現在買二手樓風險仍然很低，只是一手樓已經出現隱憂了。一手樓低批核門檻的高成數按揭，亦容易將購買力不足的人吸收了去買新高的樓價，這個是令人擔憂的。當然我要強調，樓價仍然是有力向上的，筆者沒有修正對樓市的任何看法，只是就市場過分樂觀情緒做一些補充，及有責任公布「龍市二期」已來臨的觀點。

樓市仍以資金流爲王，但當然資金流總有改變的時刻，樓價到時亦有下調的機會，只是不值得去等而已。