

聚焦



卡洛斯·卡萨诺瓦
(Carlos Casanova)
科法斯集团亚太区经济师
驻香港特别行政区

疫情过后，中国经济能否独善其身？

摘要

鉴于新冠肺炎疫情对全球经济的影响，中国恐怕无法实现2020年增长目标。政府正采取积极措施遏制疫情的冲击，但是企业破产增加和结构脆弱性的加剧在所难免。

中国冀望2021年建党百年之际，中国全面建成小康社会，这就要求2020年经济增长达到5.6%。然而之前的贸易战、结构性挑战和人口结构等问题，已经使经济增长困难重重，这次的疫情更是雪上加霜。尽管政府仍有信心在2020年实现上述目标，但从现实角度考虑，这或许要推迟到2021年7月，因为疫情横扫欧洲和北美主要市场（占中国出口总额的三成），势必拖累第二和第三季度的经济活动。综上所述，科法斯预计中国2020年经济增速将降至4.0%。

中国将诉诸激进的货币政策和宽松的财政政策以稳住经济。举例来说，外汇储备不足以应付资本外流，这将会给人民币带来贬值压力。财政方面，追加基础设施建设投资将增加地方政府的负债，令本已捉襟见肘的银行业和负债累累的企业雪上加霜。未来将有很大可能会发生更多的债券违约、企业破产和银行业重组。因此在政策调整上，国家需要谨慎权衡，不容有失。

“V”形企稳希望不大 增长目标恐成泡影

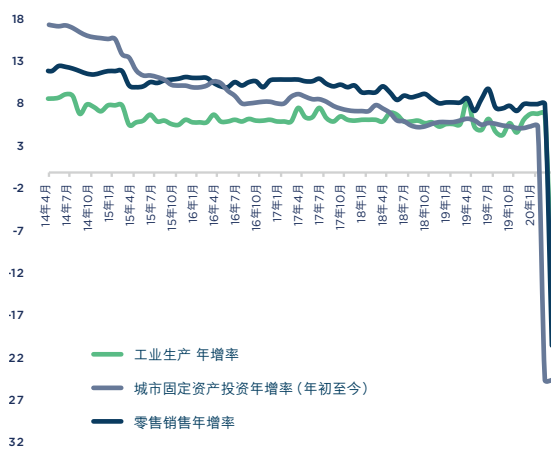
在新冠肺炎疫情的直接和间接冲击下，中国经济增速将降至三十年来最低水准。2020年第一季度，中国率先开始大规模封城和停工停产，现在这些措施已迅速推广到世界各地。据中国社会科学院估计，仅在2月，中国经济就因为外来冲击蒙受高达400亿美元的损失。而且，这个估计尚未考虑到世界其他地区所受的间接影响或负面溢出效应。2020年1至2月的经济活动指标显示，第一季度经济收缩快于预期（图1），工业生产、零售销售和城市固定资产投资（FAI）有史以来首次负增长。雪上加霜的是，

中国经济走出困境的难度比以往更大。首先，经济放缓是结构性的，这是因为中国正转向更具可持续性的消费带动的增长模式。经济转型势在必行，因为中国还面临人口压力（65岁以上人口占总人口的15%）。此外，中美之间的贸易战继续拖累经济增长。2019年12月15日，双方达成第一阶段协定，这固然值得欣慰，但是中国出口美国的2500亿美元商品，平均关税水准仍处于19%的历史高位，远超贸易战之前的3%¹（图2）。

“V”形企稳也是出于政治上的考量。这曾在2013年被列为国家发展目标。第一个「百年目标」是到2021年7月中国共产党成立100周年时，全面建成

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

图 1：
中国经济活动指标显示第一季度经济快速收缩



资料来源：NBS、彭博社、科法斯

图 2：
中国对美出口的平均关税以及出口年增长率变化



资料来源：中国海关、彼得森国际经济研究所、彭博社、科法斯

小康²社会。中国对这一目标的定义是：2020年人均收入比2010年翻一番。完成这个任务并非易事，这需要经济保持5.6%的年均增速。如今，作为中国最大贸易伙伴的欧洲和美国先后在疫情中沦陷，这个目标已经遥不可及。欧美两大市场占中国出口总额的30%以上，随着这些地区停工停产和强制隔离，二、三季度的需求将萎靡不振。换言之，二、三季度的外部需求将会遭受剧烈的冲击。

综上所述，原定今年实现的百年目标，恐怕要向后延期。预计2020年第一季度经济与去年同期相比骤降1.8%，全年可望稳定在4.0%（基础预测）。如果2021年上半年一切顺利，中国仍有希望在7月这个关键的时间节点实现目标。政府需要加大力度稳定增长，但是经济复苏更有可能呈现“U”字形，而

不是“V”字形。其实不管是“U”还是“V”，对于中国来说，决定经济复苏的关键是从政策上改弦更张。2009年，中国尚有力量充当全球经济的“备胎”，也受到各国的欢迎。时移事易，这次的经济刺激却会付出沉重代价。

加大货币政策支援 牺牲在所难免

中国人民银行(PBOC)一直保持“谨慎”的货币政策方针。此举旨在使经济中的生产部门能够继续获得信贷，避免激化已有的泡沫：企业高负债(相当于GDP的160%)和高房价(一线城市房价与家庭年收入之比高达21)。2019年实施的定向调整是将贷款基准利率(LPR)与人行的中期借贷便利(MLF)挂钩。由此，人行得以更加有效地控制利率(图3)。人行还采取定向调控措施，包括累计下调存款准备金率(RRR)200个基点，以及通过公开市场操作直接注资。

然而，人行的“谨慎”之策可能缓不济急。2019年已初现端倪 - 政府出手救助五家小型国有银行后，下半年的银行间利率居高不下³。政府不再为这类证券投资承担损失，债权人不得不吞下苦果⁴。随着经济放缓，景气低迷，加上投资下滑，国内银行的不良贷款(NPL)开始上升，因而饱受冲击。疫情更使问题恶化。这的确值得担忧，因为银行业原本应该起到缓冲作用。中国银保监会要求贷款机构不得削减对拖欠还款中小企业的贷款，对于有拖欠行为的借款人，在6月底之前不上报全国信用评分系统⁵。然而，在银行资产负债表已然紧绷的背景下，这可能并不现实。近期人行的压力测试表明，如果2020年经济增速降至5.3%甚至更低，全国30家地方银行中，有9家无法达到资本充足率要求。⁶因此，我们预料人行将调整“谨慎”方针，出台一系列定向措施，并在2020年全年保持监管宽容。有关措施包括DLPR下调40个基点；RRR下调至多400个基点；以及通过公开市场操作进行净资本注入，稳定银行间市场。

许多赞成货币宽松和监管宽容的人认为这不足为虑，因为中国拥有庞大的外汇储备(截至2020年2月底达到3.1万亿美元)，足以在必要时对银行业施以援手。其实这是一种误解。从任何方面来看，中国都不符合国际货币基金组织的「外汇储备充足性评估」⁷(ARA)标准。截至2019年底，中国外汇储备仅占广义货币供应量(M2)的11%，而国际货币基金组织ARA规定的指标为20%。此外，「格林斯潘 - 奎多蒂」(Greenspan-Guidotti)法则⁸(即外汇储备覆盖全部短期外债)⁹可能会低估中国的实际风险水准，因为它没有考虑到与政府有关联的中国企业的外债¹⁰。据彭博社测算，除了官方宣布的2万亿美元

2- 小康社会。

3- 5月24日人行和银保监会宣布接管内蒙古包商银行。7月和8月，国家出手救助辽宁锦州银行和山东恒丰银行；10月和11月救助河南宜川农村商业银行和黑龙江哈尔滨银行。

4- 中国人民银行(2019)。重庆中华人民共和国成立70周年活动新闻中心新闻发布会。相关连结：<http://www.xinhuanet.com/politics/70zn/fbh2/index.htm>

5- 银保监会(2019)。银保监会人民银行发展改革委工业和信息化部财政部关于对中小微企业贷款实施临时性延期还本付息的通知。相关连结：<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=892278&itemId=926>

6- 相关连结：<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=892278&itemId=926>

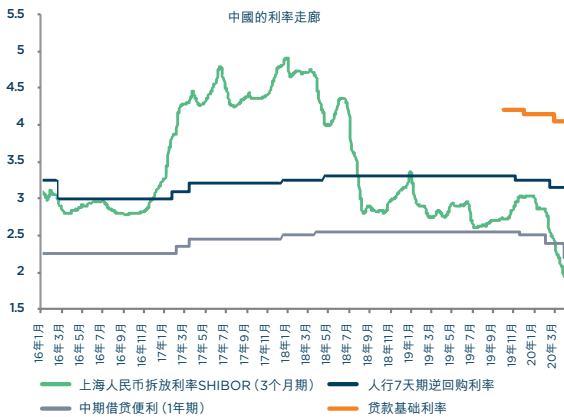
<https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3051400/coronavirus-chinese-banks-face-test-bad-debts-tipped-rise>

7- 国际货币基金组织(2011)。外汇储备充足性评估。相关连结：<https://www.imf.org/external/np/spr/ara/#toolpapers>

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.

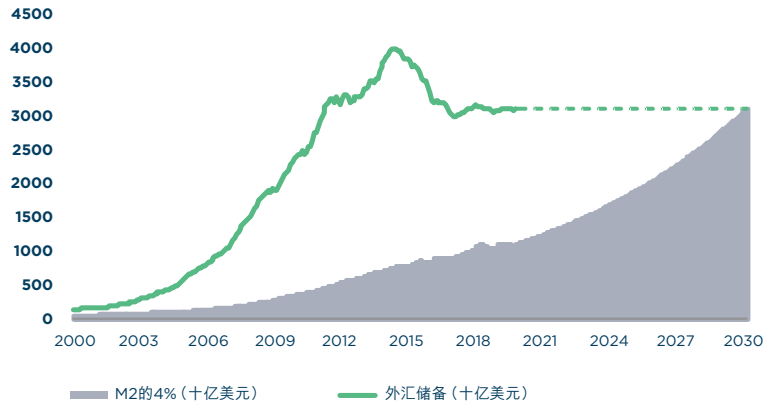
9- 期限不超过一年的外债

图 3：
中国的利率走廊



资料来源：中国人民银行、彭博社、科法斯

图 4：
外汇储备和 M2 增长率



资料来源：中国人民银行、彭博社、科法斯

元外债，中国企业的境外子公司还有大约6500亿美元的债务。这些债务大部分（70%）由国内母公司担保，所以外汇储备与短期外债的实际比例应超过100%。

举例来说，2016年人民币贬值3%后，人行被迫动用近万亿美元外储来稳定币值。留心观察国际收支帐目（BOP）中的误差和疏漏，可以发现很多资本流动悄无声息，因此资本外流的规模要高于估计。2016年，这一数字大约相当于M2的4%。假如资本外流与2016年相当，而从现在到2030年M2维持约10%的增长，我们认为中国到2030年将没有足够的外汇储备来弥补资本外流（图4）。也许这一天会更早到来，因为外汇储备还需要服务于其他目标，例如支撑币值、援助中资银行及其海外子公司、为庞大的“一带一路”基础建设专案网路提供融资等。

贬值预期与资本外流密切相关。不过，当中国政府面临抛售外汇储备来稳定汇率，或者任由人民币贬值来降低内债水准并维持经济运行的痛苦抉择时，估计国家不会消耗外储去捍卫人民币。一方面要保持汇率稳定，避免资本外流加剧，另一方面要促使企业削减外债，人行的处境犹如走钢丝。这种情况会持续多久还有待观察，但有一点不言而喻：该放手时就放手。

扩大财政赤字 减少信贷冲击

中国政府将通过财政刺激和信贷增长来提振经济。2017年至2019年，国家致力于金融补短板，以致社会融资总量的增速从15%降至11%左右。影子银行的收缩尤其明显（图5）。在此期间，GDP增速也下降一个百分点，达到6.1%。考虑到中国经济仍以

信贷为导向，国家或会允许2020年信贷发放步伐加快，包括备受争议的影子银行，它是许多中小企业获得营运资金的重要管道¹¹。机会成本很高：每个边际单位的信贷增长都将削减产出的边际增长。根据国际清算银行（BIS）的数据，截至2019年9月，中国的信贷/GDP比率仍处于205%的高位，但是得益于信贷控制严格，信贷/GDP缺口¹²已从2014年的峰值20.6%，下降到-2.5%。正向缺口值高，意味着企业部门的借贷水准与现有的产出和生产能力不相称，反之亦然。这是一个好消息，尽管这样做可能徒劳无功。一旦回到刺激增长的老路，中国的信贷扩张将达到难以为继的地步，造成大量不良贷款和僵尸企业。

财政收入放缓将制约财政政策。2019年财政收入增长3.8%，低于2018年的6.2%，是1987年以来增长最慢的一年。为了提振消费以摆脱中美贸易战的困境，政府在2018年和2019年陆续出台一系列个人、消费和企业减税政策，导致财政收入下降。另一方面，为了减缓经济下滑，去年的财政支出增长8.0%，超过GDP增速。自2009年以来，中国官方公布的赤字率从未超过GDP的3%。然而，在收入下降而支出增加的背景下，我们预计2020年的预算赤字将扩大到4.5%¹³。2月21日，中共中央政治局会议公布，全国已有13个省市宣布重大基础建设专案，总投资额33.83万亿人民币（4.5万亿美元，相当于GDP的31%）。扩大基础建设投资再次引发产能过剩的担忧。此外，由于加大财政刺激，地方政府的财政健康情况也将恶化。许多省份并不需要新建铁路、公路、机场等基础建设投资。为此，财政部表示将优先考虑5G网路基础设施、高科技、民生等方面的生产性投资¹⁴。许多地方政府对发行债券慎之又慎，因为地方政府的债务可持续性压力

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-ave-unseen-foreign-debt-that-s-maturing-fast>

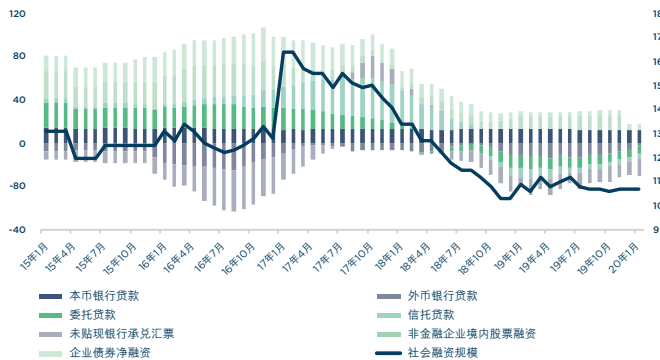
11- Casanova (2018). 'SMEs in China: Monetary easing won't be sufficient to reduce credit pressure', Coface Economic Studies. Available at: <https://www.coface.com/News-Publications/News/SMEs-in-China-one-tar-easing-won-t-be-sufficient-to-reduce-credit-pressure>

12- 根据国际清算银行的定义，信贷/GDP缺口为信贷/GDP比率与长期趋势值之差，以百分比表示。相关连结：<https://stats.bis.org/statx/toc/CTG.html>

13- 正式目标将在全国人民代表大会上宣布。大会原定3月12日举行，现已推迟。具体召开时间将另行通知。

14- The State Council of The People's Republic of China (2020)《习近平主持中共中央政治局会议》研究新冠肺炎疫情防控工作部署统筹做好疫情防控和经济社会发展工作。相关连结：http://www.gov.cn/xinwen/2020-02/21/content_5481871.htm

图 5：
社会融资总量和 GDP 增速



资料来源：中国人民银行、
彭博社、科法斯

已现。

官方数据显示，政府债务相当于 GDP 的 40%。然而，如果考虑到表外债务、地方政府融资平台¹⁵ (LGFV) 债务，以及形形色色的影子银行债务，那么实际债务规模会大得多。虽然尚无具体数位，但是据国际货币基金组织估计，实际政府债务约为 GDP 的 60% 左右¹⁶。过去几年有多家地方政府融资平台拖欠人民币债务，而 2020 年 2 月青海省投资集团发生美元债务违约，这在二十年来尚属首次。

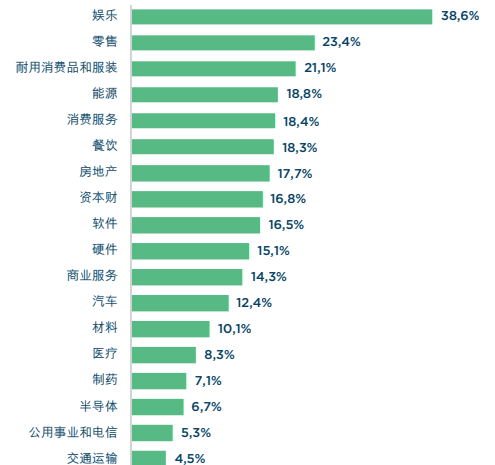
部分中国企业的信贷风险加剧

货币和财政刺激将加剧中国企业的信贷风险。如果整个行业已经债台高筑，偿债压力巨大，这将加剧问题的严重性。为了衡量现金流风险，我们以 EBITDA¹⁷/利息开支比率低 1 的上市公司占比为参照。当一家公司的盈利不足以支付债务利息时，就需要依赖外部资源来获取营运资金。

根据彭博社编制的上市公司最新财务数据¹⁸，部分行业和子行业可能面临更大的风险（图 6）。在国企

图 6：
中国上市公司中
EBITDA/利息开支
低于 1 的公司占比

资料来源：彭博社、
科法斯



主导的行业，存在现金流风险的公司比例较低，例如公用事业、电信、原材料（包括化工和金属）等行业。这种现象实属正常，因为在国家的支援下，国企的市场地位大大加强。相反，以私企为主的行业去年普遍遭受现金流风险，他们对当前融资环境的骤变也更加缺乏抵抗力（娱乐、零售、消费服务以及包括消费电子、服装在内的耐用消费品行业）。去年，交通运输行业既享受国家补贴（该行业大部分为国企），又有旅客人数大幅增长的利好。然而好景不长，2020 年第一季度旅客出行急剧下降。国际航空运输协会 (IATA) 报告称，航空业第一季度客运量同比下降多达 80%。

2020 年现金流风险可能加剧。这一趋势与 2014 年以来债券违约率上升和企业破产数的创纪录飙升相一致。2019 年债券违约金额达到 120 亿美元。由于 2020 年经济增长乏力，预料债券违约率将迅速提高。企业破产同样激增，从 2008 年的 6700 起上升至 2019 年的 8000 多起。展望 2020 年，决策者们必须精准施策，拿捏平衡，因为一旦行差踏错，就会给中国经济造成前所未有的系统性冲击。

15- 地方政府融资平台是地方政府设立的特殊目的投资工具 (SPV)，旨在规避监管部门对基础建设专案融资的借贷限制。

16- 国际货币基金组织 (2019)。People's Republic of China: 2019 Article IV Consultation。相关连结：<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- 未计利息、税项、折旧及摊销前的利润。

18- 彭博社数据采用 GICS 行业分类标准，这与科法斯的行业定义有所不同。

使用权限声明

本文是一份反映参与调查者意见观点的总结，其由科法斯根据可利用讯息，在文档写成之日经翻译记录而成，随时可能修订之。其所包含的讯息、分析和意见皆基于我们对讨论的理解与解读。但科法斯在任何情况下都不会对其中所包含数据的准确性、完整性或真实性做出保证。文中包含的讯息、分析和意见仅供参考，可作为读者从其它途径所得讯息的补充。科法斯不承担结果导向的责任，作为一种讯息使用方式，对读者因使用本文中包含讯息、分析与意见而造成的任何损失，科法斯概不负责。对本文档及其中所表达的分析 and 意见，科法斯拥有唯一所有权。读者仅允许查看，或基于内部用途而加以复制，复制时应清晰标注科法斯的名称，并且不允许对其中数据作任何修改。若未与科法斯事先协定，禁止出于任何公共及商业目的对该文档进行使用、引用和复制。详情请参照科法斯网站上的法律公告。<https://www.coface.com/Home/General-informations/Legal-Notice>