

银行业观察

中国

2011 年 7 月 21 日
经济分析

亚洲

Chief Economist of Emerging Markets
Alicia Garcia Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Asia Chief Economist
Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk

Senior Economist
Le Xia
xia.le@bbva.com.hk

谁来为地方政府财政刺激政策买单？

- 中国以基础设施为主导的 2008-09 年度财政刺激计划令地方政府债务剧增。地方政府债务并不是一个新出现的问题，但鉴于近来官方发布最新的相关统计数据，并提出了关于债务实际规模和偿还方式，这个问题因而又成为讨论的焦点。
- 官方数据显示地方政府债务规模在 **10.7-14.2 万亿人民币（1.6-2.2 万亿美元）** 之间，占中国GDP的 **27%-36%**。国家审计署将债务规模放在区间的低端水平上，而市场的估计，如穆迪公司，根据中国人民银行的数据做出的预测则认为规模应该在区间的更高端。
- 我们相信规模在区间的高端是最为准确的估计。我们支持规模在高端的理由是认为地方政府债务应该包括了间接通过地方政府融资工具的借贷（8.5 万亿人民币，相当于 1.3 万亿美元）和直接通过政府机构的借贷（5.7 万亿人民币，相当于 8800 亿美元）。通过对国家审计署和银监会的报告分析，我们认为这些地方政府债务中，约 12.1 万亿由银行持有，其中有 3 万亿（4600 亿美元）对银行来说可能带有风险。
- 在未来几年清理地方政府债务可能需要中央政府财政救助和银行减记这两项措施共同完成。
- 为了评估政府债务在银行资产负债表上大量增加所带来的影响，这里我们假设了两种极端的情况。第一种情况，我们假设由中央政府承担救助计划的全部成本。如果这样中央政府负债将由现在占GDP的 37%增加至GDP的 59%左右。我们考虑到这会是国家债务的一次显著增长，不过仍在可控范围内。第二种极端情况，我们假设银行承担具有风险的 3 万亿人民币（相当于 2010 年资本的 60%）。在这种情况下，我们假设银行将这些损失分摊为 5 年，这样银行还需要额外的 7000 亿融资来维持 11.5%的法定最低资本充足率。如果银行让这些有问题的债务留在账面上，他们的不良贷款率将由现在的 1.1%上升至 2015 时的 4.3%。我们所期望的最有可能的结果，是以上两种极端情况能够结合起来。
- 好消息是，中国的政府债务总额仍在可控范围之内。即使在中央政府为地方政府债务承担全部责任的情况下（公共债务将达到GDP的 59%），中国政府的负债水平和其它大的新兴市场经济体如印度、巴西的负债水平相比也不会差太远。在中国高速增长的经济和收入之下，这样的债务水平仍在政府的可控范围内。不过如果世界经济再次出现其它危机给中国的经济增长和出口带来下行风险时，进一步财政刺激政策的余地将会减少。

政府债务到底有多少？

官方数据显示，中央政府的负债为 6.8 万亿人民币（1 万亿美元），占 GDP 的 17%。以任何标准来看这样的负债率都是很低的，特别是对于中国这样大型和高速增长的经济体而言。即使把其它的债务也算入（表 1），像央行发行的债务票据，银行重组成本（联合 1999 年资产管理公司的方法清理国有银行不良贷款）和铁路系统的负债，总负债率也只占 GDP 的 37%（表 2）。

更具争议性的是，地方政府债务总量到底有多少，特别是中央政府最终需要承担的那部分。为了抵御全球金融危机，从 2008-09 推出以基础设施建设为主导的刺激政策开始，地方债务问题变得越来越重要。许多债务都是通过地方政府融资工具（以下简称 LGFVs）来借贷的，超过了向各种地方政府机构直接借贷的总量。

对债务总额有很多不同的估计，伴随着人民银行和国家审计署近日公布的数据，争论在几周持续升温。人民银行 6 月公布的年度报告（地区财政状况报告）显示，截止 2010 年底，LGFV 债务（不包括当地政府机构的债务）低于整个银行系统人民币未偿贷款总额的 30%。市场观察者最初把这句话解释为 LGFV 债务总量高达 14.4 万亿人民币（银行未偿贷款总量的 30%），但中国人民银行最近澄清了这样的估计属于夸大。¹在 6 月初国家审计署公布了地方政府债务（包括 LGFV 债务和地方政府机构债务）总额为 10.7 万亿人民币（1.6 万亿美元）。

市场观察者们，包括我们，相信地方债务总额高于国家审计署公布的数字。不过我们不认为这明显低估的债务总量是政府有意为之，只是反应了统计定义不同。审计署的报告中不包括地方政府机构通过 LGFV 的借贷。在 6 月 27 日穆迪评级机构发布的报告估计政府债务水平实际总额比审计署公布的高出 3.5 万亿人民币（5400 亿美元）。我们认为这样的估算比较合理。（详见脚注 2）。²

地方政府债务到底有多安全？

地方政府债务对中央政府资产负债表的影响最终是由地方政府持有的资产质量而不是借贷的规模数量决定的。直接通过银行借来的地方政府债务（而不是通过 LGFVs）一般用来为一些低投资回报或现金流的社会福利项目融资。偿还这些银行贷款主要靠地方政府的财政预算。通过 LGFVs 的借贷，在另一方面多数用于基建项目的投资上，相当大一部分的项目应该可以产生足够的盈利和现金流。如果这些通过 LGFVs 的债务资产质量够高，这些项目产生的未来现金流可以用来逐步还清这些借贷，而无需再求助于地方政府的支持。

根据审计署公布的数据显示，26.4% 通过 LGFV 的融资项目在 2010 年遭受到了经济损失，意味着接近有三分之一的相关贷款会受到损害。穆迪评估了不包括 LGFV 债务的 3.5 万亿债务（5400 亿美元）的过期还款率更高，接近 50%-70%。

根据审计署报告推测，8.5 万亿 LGFV 债务中，我们相信接近有 3 万亿（4600 亿美元），也就是 30%-40% 存在风险，这也与银监会的报告数据相符（表 3）。穆迪的估计则认为这

¹ 中国人民银行已经澄清，其报告中提及“低于 30%”适用于不同地区，有一些地方债务平台的债务水平低于这个数字。

² 地方政府债务可以分为两种类型：当地政府机构的债务以及地方债务平台债务。前者的借款人包括地方政府及其机构。审计署报告指出机构债务总额在 2010 年底达到 5.7 万亿人民币。不过，Moody's 估算地方债务平台的债务比审计署报告的 8.5 万亿人民币要高出 5 万亿人民币（占 GDP 的 8.8%）。我们认为，Moody's 的预测和中国银监会以及中国人民银行发布的数字是一致的。例如，根据中国人民银行的地方债务平台债务总额在 2010 年底超过 10,000，而对应的审计署数据之后 6,576（显然，审计署的数字不包括技术上不在地方政府担保下的地方债务平台债务，即使它们很实际上是存在的）。

部分贷款的风险更高。如上文提到的在被审计署低估的 3.5 万亿贷款中有 75% 的质量都存在问题。

处理 LGFV 债务问题的两种情况

在这里，我们需要区别地方政府的债务和LGFV债务。前者是全面的（14.2 万亿人民币，或 2.2 万亿美元），包括了地方政府及其机构通过一些特殊工具的借贷，也就是后者是前者的一部分。实际上，由于中央/地方财政关系的复杂性以及国有企业的关联交易，很难明确界定地方政府债务以及在无法偿还的情况下中央政府会承担的部分。³

接下来我们会描述两种极端的情况，一个是中央政府承担地方政府提供的存在潜在问题的债务成本，另外一个则是银行必须承担有销账问题的 LGFV 债务成本。这些情况设计得非常极端，最后很有可能会是两种情况的结合，也就是银行和中央政府共同承担这个成本。

情况 1: 中央政府救助

在第一个极端的情况下，我们假设地方政府的所有问题贷款—地方政府机构债务（人民币 5.7 万亿）以及有问题的 LGFV 债务（人民币 3 万亿）对中央政府的影响。关于前者，我们假设中央政府对于地方政府机构债务应该负有责任。这是一个很强大的假设，不过它反映出在考虑到中央和地方政府的关系以及他们预算整合的条件下，是最可能出现的结果。（见脚注 3）。

总的来说，这个“最坏的”情况会为中央政府的债务水平增加 8.7 万亿人民币（占 GDP 的 22%）。这将会把未偿付的中央政府债务提高到 GDP 的 59% 左右（表 4），包括中央银行的债务工具，银行的重组成本，和铁道部的负债。虽然高，在中国预期的 GDP 快速增长和财政收入增长（表 5）的情况下，这个债务水平仍是可控的。特别是，我们预计 2011 年至 2015 年 GDP 增长为 8-9%，期间财政收入会稳定上升 20%。

情况 2: 银行减记

在另一种极端的情况下，我们考虑对银行的影响。我们假设银行而不是中央政府来承受不良 LGFV 贷款的成本（3 万亿人民币），相当于银行 2010 年底资本的 60%。我们继续假设在这种情况下，由于上述原因，中央政府会承担直接地方政府机构的债务成本（5.7 万亿人民币，或 8800 亿美元）。

对于银行来说，解决这个问题有两种可能性。一种可能是在未来 5 年，他们减记这些贷款。用这种办法，在未来 5 年，银行需要额外筹集 7000 亿人民币的资本。也就是说，在维持正常贷款增长以外，还需 7000 亿人民币来维持最低资本充足率。（这个计算是基于我们每年 15% 的风险加权资产增长，每年 20% 利润增长，并且没有派息的前提下的预测）。这将会是一个很大的集资要求，不过并非不可能 — 按照规模来看，银行在 2010 年集资 3000 亿人民币，迅速的贷款增长和更严格的资本充足率要求迫使 2010 年被视为不寻常的大量资本增长的一年。此外，大部分资金来自政府的大型商业银行股份（大约 2500 亿人民币）。

银行的第二个选择是延长解决地方问题贷款诸如不良贷款的时间，而不是减记他们。在其它条件不变的情况下，这意味着银行的不良贷款率会从现在的 1.1% 升至 2015 年底的 4.3%

³ 中央政府控制全国财政收入总额的 51.7%，而地方政府承担公共开支的绝大部分（2010 年 81.2%）。因此，中央/地方政府的财政预算高度整合，在某種意義上，地方政府依賴中央政府的財政轉移中央/地方政府的財政預算。此外，國家財政系統的相關法律也派出了地方政府破產的可能性。

（预期贷款率每年增长 15%可以预防这一比率升至更高）。⁴ 在这个情况下，当然需要银行重组债务以及在之后阶段承担资本损失。

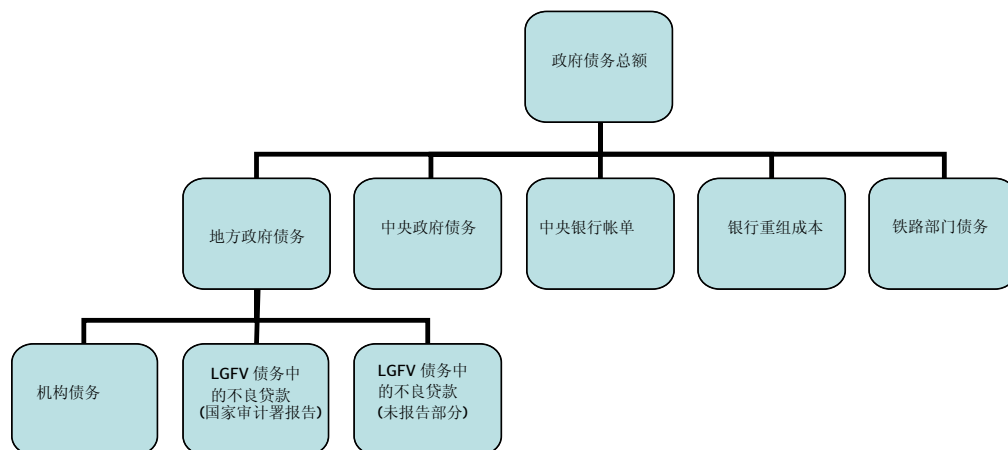
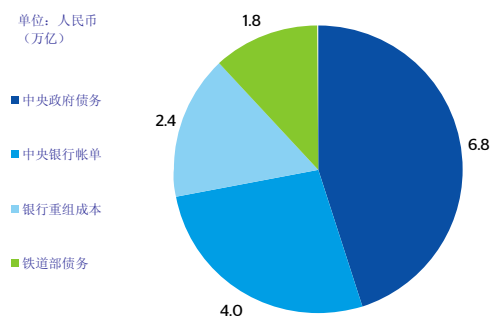
哪种情况可能性更大？

实际上，我们认为两种情景结合是最可能出现的情况。事实上，在过去的 6 月英国路透社发布的新闻指出政府正在讨论通过银行损失和政府基金的组合吸收 2-3 万亿人民币（3100-4600 亿美元）的地方政府债务。在过去，1999 年，中国政府依赖一间资产管理公司（AMC）的模型清理了国有银行的不良贷款（2.7 万亿人民币，或 4200 亿美元），其规模与上述情况 2 略微相似。在这样的框架下，所有或部分 LGFV 贷款会从银行的资产负债表中以折扣转移到 AMC 上（在清理过程中构成的成本由银行承担）。

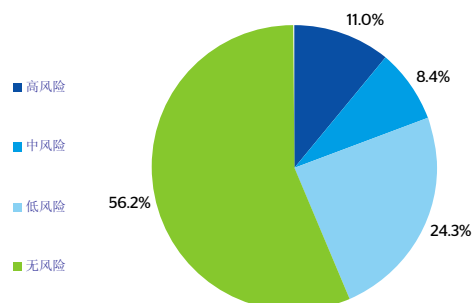
结论

在我们的情景分析中有两点值得注意。第一，尽管有问题的 LGFV 债务不加以解决会在资产负债表上产生大量新的不良贷款，不过仍在一个可控的水平。不过，让银行本身承担全部成本的可能性并不大，特别是对促进经济增长的重要部门。因此，最有可能的情况是，政府和银行结合起来。第二，这些 LGFV 债务的管理在很大程度上依赖宏观经济的展望。经济增长的急速放缓会让这两种情况变得更加困难。

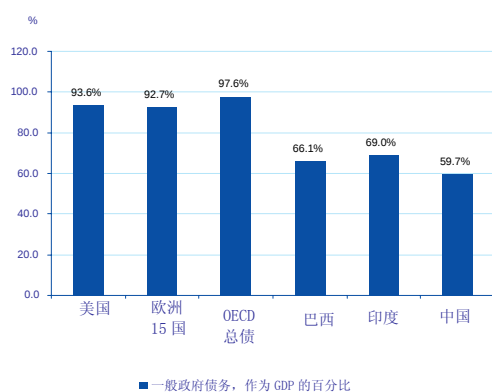
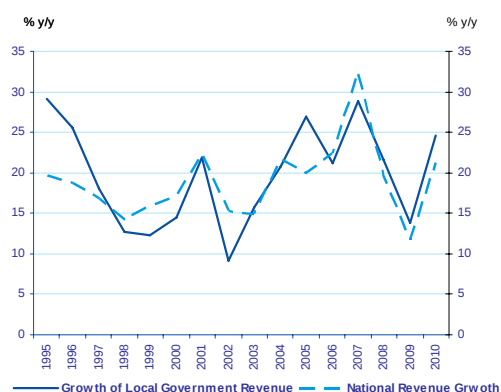
⁴ 包括资产管理公司以及财政部持有的减值资产，目前的不良贷款率在 7%左右（见 Garcia-Herrero 以及 Santabarbara, 2011）。

表1
中国债务结构表2
中国国债组成单位：人民币
(万亿)

来源: 亚洲经济数据库 和 BBVA 研究部

表3
LGFV 贷款风险组合

来源: 中国银监会报告数据和 BBVA 研究部

表4
中国公共债务仍在可控水平来源: OECD, Haver 和 BBVA 研究部
注: 中国的数据是中央和地方政府债务的总和。表5
中国的政府财政收入增长迅速

来源: 亚洲经济数据库 和 BBVA 研究部

免责声明

本文及其所含信息、观点、估计与建议由Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (以下简称“BBVA”)提供,旨在为客户提供报告发行日相关的一般信息,如有更改,恕不提前通知。BBVA将不负责通知变更事项或此后内容的更新。

本文件及其内容不构成对购买或认购任何证券或其他投资工具,或从事、撤出投资的邀约、邀请或唆使。本文件及其内容均不能构成任何合同、承诺或任何形式的决议的基础。

阅读本文的投资者应注意到文中所提及的证券、投资工具或投资可能并不适合于其特定的投资目的、财务或风险状况,上述因素并未被纳入本报告所考虑的范畴。因此,投资者在做出投资决策时应考虑到上述情况并在必要时寻求专业的建议。本文的内容均基于可信赖的公开信息得出,BBVA并未对这些信息进行独立核实,BBVA不对其精确度、完整性及正确性提供任何形式的担保。由于采用本文件或其内容所导致的任何直接或间接的损失,BBVA概不负责。投资者应注意的是,证券或投资工具过去的表现或投资的历史收益并不能保证其未来的表现。

证券或投资工具的市场价格和投资的收益会随着投资者的兴趣而波动。投资者应意识到其投资可能蒙受损失。期货、期权和证券或高收益证券交易存在高风险,并非对所有投资者都适合。的确,在某些投资中,潜在的损失可能会超过初始的投资金额,且在这一情况下,投资者可能会被要求支付更多的金额来支持那些损失。因此,在进行任何此类交易之前,投资者应意识到其操作,以及所持有股份所涉及到的权利、义务和风险。投资者还应注意,文中所述的投资工具可能在二级市场上有限,甚至根本不存在。

BBVA及其任何分支机构,以及各自的高管和员工,可能直接或间接地持有本文或任何其他有关文件所提及的任何证券或投资工具;他们可能是为自己或第三方从事这些证券交易,为前述证券或投资工具的发行人、相关公司及其股东、高管和员工提供咨询或其他服务,或可能在此报告出版前后对这些证券、投资工具和相关投资产生了兴趣或进行了交易,但上述行为都在适用法律允许所允许的范围内进行。

BBVA及其任何分支机构的销售人员、交易员和其他专业人士可能为客户提供与本文意见相反的口头或书面市场评论。此外,BBVA及其任何分支机构的自营交易和投资业务的投资决策也可能与本文的建议不符。本文件未经BBVA的事先书面同意不得:(1)复印、影印或以任何其他形式或方式复制;(2)传播;或(3)引用。该报告不得复制。传达、传播或提供给任何有法律禁止其传播的国家内的任何个人或实体。如未能遵循这些限制性规定可能违反相关地区的法律。

在英国,本文件仅适用于以下人士:(1)具有2000年金融服务及市场法2005年(金融促进)法令(修订的“金融促进法令”)第19条第5款所述投资工具专业经验的;(2)金融促进法令第49条第2款1-4点规定的对象(高净值公司、非公司社团等);及(3)被依法邀请或吸引来参与2000年金融服务及市场法第21章所述投资活动的人士(所有这些人均被称为“相关人士”)。本文件仅适用于相关人士,非相关人士不得照此行事或依赖本文件。本文相关的任何投资或投资活动仅对相关人士可用且仅将由相关人士参与。本报告分析师、作者的报酬体系基于多重准则而定,包括BBVA获得的收入和BBVA集团一个财年的收益(这反过来包含了投资银行产生的收益);但其报酬与投资银行任何具体交易的收益无关。

BBVA不是美国金融业监管局的成员且不受其信息披露规则的约束。

“BBVA受BBVA集团证券市场运营行为准则的约束,像其他规章一样,其包括防止和避免所获评级内利益冲突的规定(包括信息壁垒)。参考BBVA集团证券市场运营行为准则请见以下网站:

www.bbva.com/CorporateGovernance”

BBVA, S.A.是一家在西班牙中央银行及西班牙证券交易委员会监管下的银行,在西班牙中央银行的注册号为 0182