正确理解中国的债务问题

汇丰银行大中华区首席经济学家 屈宏斌

如何看待当前经济形势

●市场担心中国的负债率已接近触发系统性风险的临界值，事实并非如此

●考虑到较高的国民储蓄率和以银行借贷为主导的金融结构，中国的债务率并不算高

●宽松政策到目前为止并未加剧产能过剩，反而有助于遏制债务通缩陷阱的风险

●经济增长是对高负债最好的解药

近期中国经济数据亮点频现，显示出经济企稳迹象，反弹可能持续至今年下半年。不过，另一种担忧又起，一些市场人士认为，中国目前的债务规模与GDP之比过高且可能会引发系统性风险，致使经济增长脱离正轨。

我们认为，这些担忧都是夸大其词。简单地将中国的债务与GDP之比与其他国家相比有失偏颇，因为债务率本身是多重因素共同交织的结果，需要从正确的角度来理解。

我们的研究结果显示，鉴于中国的高储蓄率和欠发达的资本市场，目前看似较高的债务率属正常水平。这也意味着政策制定者仍有执行宽松货币和财政政策的空间。此外，到目前为止，政策宽松并未加剧产能过剩的问题，因此我们认为“政策刺激意味着放弃改革”这一观点并无依据。

中国债务规模到底有多大

债务是现代经济发展的重要组成部分，对于新兴市场走向繁荣至关重要。经济体的负债水平很大一部分是由金融中介活动的结构所造成的。由于经济增长需要信贷增长，经济结构在债务积累的速度上起着非常重要的作用。观察中国的债务水平，有两个因素在发挥作用：一个是高企的储蓄率，另一个是发展水平较低的股市。将这两个因素考虑在内，中国的整体负债水平就显得相对正常。

截至2015年，中国债务规模与GDP之比达249%。其中包括8770亿美元对外债务（根据国际清算银行计算），略高于中国整体外币负债规模。剩下的就是国内债务，主要集中在企业（尤其是国企）债务。根据标准的估算方法，截至2015年末政府债务与GDP之比为44%。在我们的预测中，我们采用了更保守的计算方法，即将政府的或有负债包含在内。采用这一方法后，政府债务总规模与GDP之比接近64%；但即便是按照这一水平来看，政府负债总体仍属可控。

高储蓄率会导致债务积累

我们分析了全球新兴市场债务与储蓄率之间的关系，结果显示，储蓄率与负债率呈正相关性，总体国民储蓄率每上升1个百分点，总体债务与GDP之比就提高3.6个百分点。基于这一相关性，中国的债务与GDP之比同其高储蓄率基本一致，因此当属正常情况。

从个体微观的角度来说，更多的储蓄意味着借贷需求更少。但宏观意义上的含义有所不同，因为储蓄和借贷活动并非在经济体的各部门均匀分布。在中国，家庭部门为净储蓄者，而企业部门为净借贷者。家庭部门的高储蓄率意味着更多的盈余储蓄可以转化为企业部门的投资。除非这一过程通过股市实现，否则会导致借款人积累更多的债务。正是因为这个原因，储蓄成为现代经济增长理论的一个重要变量。高储蓄水平通过启动资源池为投资快速增长提供融资，进而加快经济发展的步伐。

我们的分析中并没有涵盖发达国家，这主要出于两方面的考虑。一方面，大多数发达国家的情况是债务水平较高和储蓄率较低；但这也许是不同经济发展阶段的结果。如日本，在其发展阶段储蓄率也较高。另一方面，这些国家的债务结构也不相同，导致政策意义不同。许多发达市场同样有较多的政府债务。尽管在许多情况下这并不会直接抑制这些国家的借贷能力（部分原因是这些国家的货币曾经或依然是储备货币），但它确实改变了最优政策处方的性质，至少在部分程度上影响了财政扩张政策。

即使中国的高负债率部分是由于高储蓄率决定的，一些评论人士依然认为中国债务增长过快，债务问题可能会失控。但我们对此并不认同。在考虑到特定增速水平的条件下，融资方式的选择是金融体系结构的一种反映。

从融资结构看，2015年经济体总融资的95%为债务融资，股权融资仅占5%。要使股市成为更可行和重要的融资渠道，就需要对股权融资体系进行重大改革，从IPO、次级融资到退出机制。在没有发达股市的背景下，经济增长需通过债务（以银行贷款和日益普通的债券形式）获得融资。

我们根据1995年到2014年的数据，对融资结构与债务率的相关性进行了分析。融资结构对债务率影响的回归分析结果显示，股市增长与债务率上升呈负相关。股市增长越快意味着债务积累越慢。我们还采用了另一种回归分析，仅使用1999年至2007年的数据，避开了亚洲金融危机和2008年全球金融危机，因为这段时期许多国家的股市市值占GDP百分比降至个位数。剔除两次金融危机的回归分析结果再一次证实了我们的观点，即一国较发达的股市（即更加便利的直接融资渠道）与较低的负债率有关联。

稳增长政策并未延缓改革

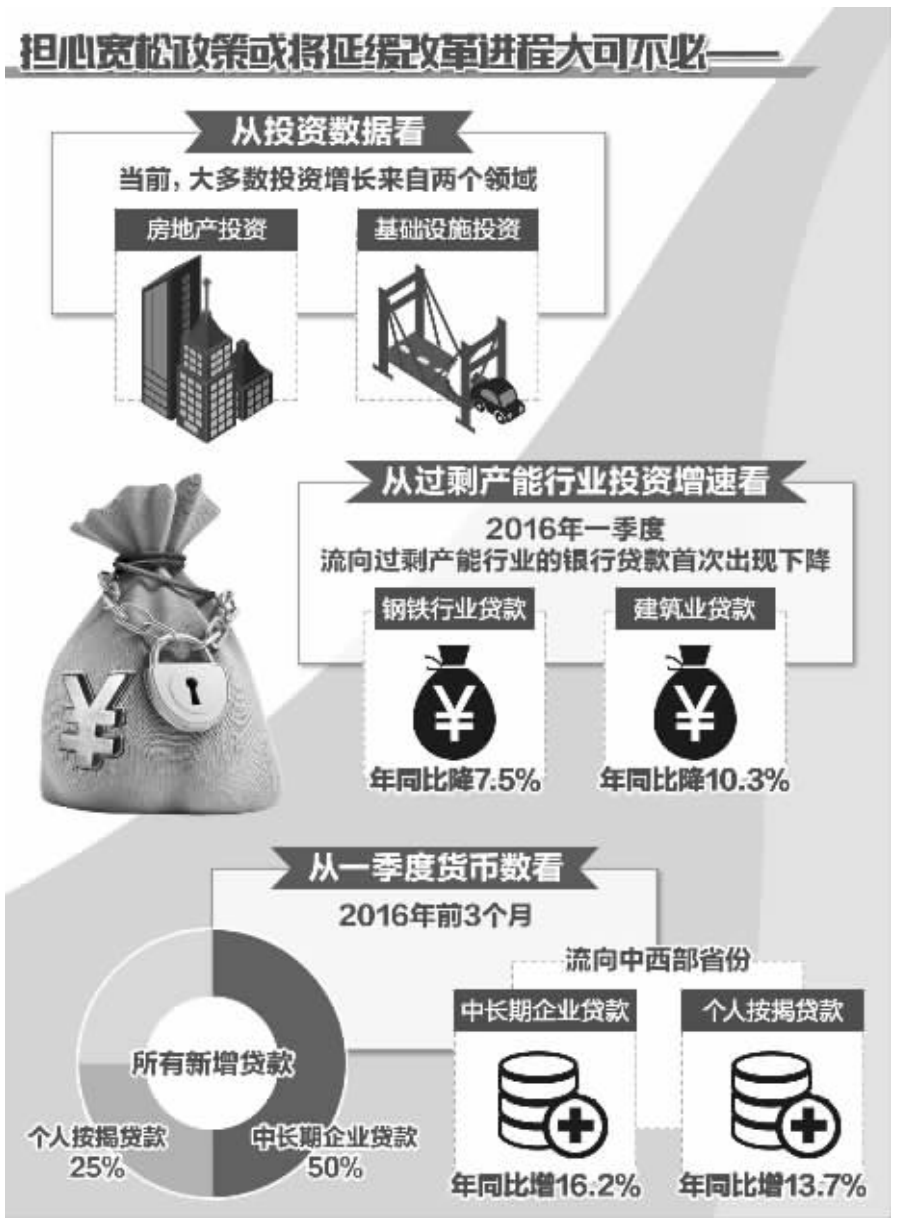
有些人担心，宽松政策或将延缓改革进程。具体来说，市场担忧货币和财政宽松可能会帮助到所谓的僵尸企业，这将加剧产能过剩并延迟结构性调整。这一论点并无数据支持。

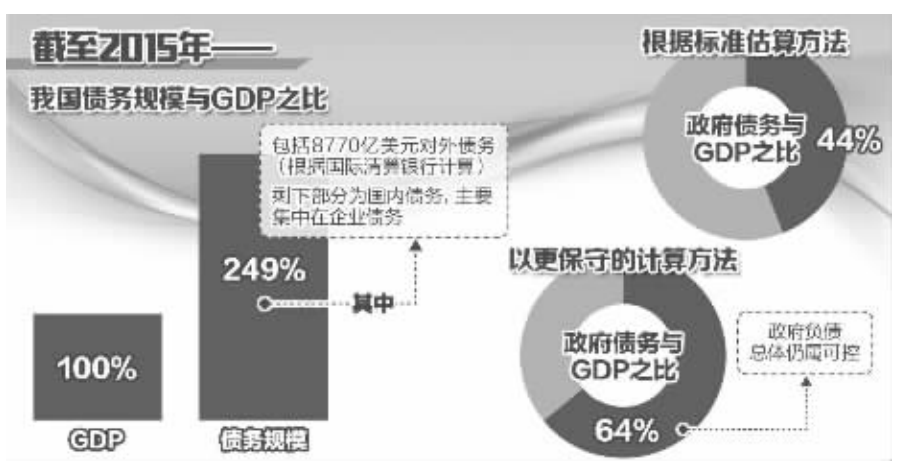
仔细看一下投资数据的结构就会发现，大多数复苏来自两个源头：房地产投资和基础设施投资。在基础设施投资方面，项目审批的重点在改善欠发达内陆地区的交通连接以及满足城镇化需要，如轨道交通和环境保护。在房地产投资方面，复苏主要来自一线和二线城市，销售的复苏使得一些城市的库存已经低于长期平均水平。

一季度的货币数据也能得出类似的判断，2016年前3个月，中长期企业贷款和个人按揭贷款分别占所有新增贷款的50%和25%。在企业贷款方面，流向中西部省份的这两类贷款分别年同比增长16.2%和13.7%，新增贷款增速超过更为富裕的东部地区。保障房建设贷款增长45.4%，增速显著高于开发商贷款。

同时，过剩产能行业的投资增速继续放缓。钢铁和化工等行业投资增速进一步放缓，甚至已经出现投资负增长。制造业投资增速目前正处于10年来最低水平。2016年一季度，流向过剩产能行业的银行贷款首次出现下降（年同比下降0.2%）。钢铁行业贷款年同比下降7.5%，建筑业贷款年同比下降10.3%。

因此，到目前为止，额外的刺激措施并未成为改革的主要障碍。我们认为，抵御通缩和推进改革并非相互排斥，且可同时实现。事实上，由于政策刺激有利于遏制债务通缩陷阱的风险，进而可以创造稳增长的背景，这样政策制定者就能更容易地推动劳动力和资本资源从非生产型部门进入生产型部门。我们认为，与其过度担心中国的债务水平，不如关注如何实现经济增速的微调，因为经济增长才是对高负债最好的解药。





热点点击

三部委调查“魏则西事件”

相关医院接受联合调查

本报北京5月3日讯 记者吴佳佳报道：国家卫计委新闻发言人今天表示，国家网信办会同国家工商总局、国家卫计委已成立联合调查组对“魏则西事件”进行调查。国家卫计委、中央军委后勤保障部卫生局、武警部队后勤部卫生局联合对武警北京市总队第二医院进行调查。

八部门联手整治“网络医托”

互联网医疗广告将先审后发

本报北京5月3日讯 记者吴佳佳从国家卫计委获悉：为解决“号贩子”和“网络医托”竞价排名买患者等问题，国家卫生计生委等8部门日前印发通知，决定在全国联合开展集中整治“号贩子”和“网络医托”专项行动。

专项行动分为三个阶段，时间从即日起到今年年底，具体措施包括每月集中警力组织一次对各重点医院及周边的统一整治行动；取消医生个人手工加号条，利用信息系统统一严格管理挂号加号；规范广告宣传行为，通过互联网发布医疗广告，其内容必须与卫生计生行政部门审查批准的内容一致，不得发布未经审查的医疗广告；完善重点医院驻院民警制；建立“号贩子”黑名单，并纳入社会信用体系等。

八部门联合印发的通知指出，“号贩子”和“网络医托”的整治，近期治标为主，围绕社会关注热点，以医疗资源集中地区为重点，各地各部门联合行动，集中优势力量，重拳出击，对重点城市重点医院的“号贩子”打一场“集群战”。中远期坚持标本兼治，进一步深化医药卫生体制改革，优化医疗资源配置，完善相关管理制度并抓好落实，规范医疗机构广告宣传行为，斩断“号贩子”和“网络医托”利益链条，铲除“号贩子”和“网络医托”生存土壤。

京津冀布局永久基本农田保护

顺义东部等13片优质耕地上榜

据新华社北京5月3日电 （记者王立彬） 根据京津冀协同发展总体要求和“十三五”发展目标任务，北京顺义东部等13片优质耕地将划为永久基本农田，构建“一带十三区”区域永久基本农田保护格局。

记者3日从国土资源部获悉，根据国土资源部、国家发展改革委印发的《京津冀协同发展土地利用总体规划（2015～2020年）》，为夯实现代农业发展基础，稳定耕地保护面积、强化耕地质量建设、统筹安排耕地保护与生态建设，京津冀将推动区域现代农业协同发展。北京顺义东部等13片集中分布的优质耕地，将优先划入永久基本农田实行严格保护，推进构建“一带十三区”区域永久基本农田保护格局。加快划定城市周边永久基本农田，发挥永久基本农田对防止城市蔓延的约束作用。同时推进地下水超采区耕地整治，强化污染耕地修复，加强地裂缝区耕地整治。

根据规划，京津冀将着力优化区域空间开发，划定减量优化区、存量挖潜区、增量控制区和适度发展区。规划期内，减量优化区需要通过建设用地“减量瘦身”倒逼城市功能提升，原则上不安排新增建设用地，鼓励将存量建设用地转化为生态用地；存量挖潜区不宜再进行高强度大规模建设，区域建设用地总量基本保持稳定，以存量建设用地结构和布局调整为主；增量控制区不宜进行大规模开发建设，重点保障基础设施和公共服务用地，控制区域新增建设用地。

微聚焦

上海将取消非农与农业户口区分

加速推进基本公共服务均等化

本报上海5月3日电 记者李治国报道：近日，上海发布《关于进一步推进本市户籍制度改革的若干意见》。按照这一意见，上海将取消农业户口与非农业户口性质区分，建立统一的城乡户口登记制度，统一登记为居民户口。同时，调整并逐步完善与统一城乡户口登记制度相适应的教育、卫生计生、就业、社会保障、住房、土地及人口统计制度。至此，我国出台户籍制度改革方案的省份已增至29个。

专家表示，统一的城乡户口登记制度的实施，标志着“城里人”和“农村人”在身份上的统一，打破了城乡分割的户籍壁垒，是社会发展的一大进步。但改革并不能止步，当务之急，是进一步加快推进基本公共服务均等化，建立与统一城乡户口登记制度相适应的教育、卫生计生、就业、社保、住房、土地及人口统计制度，逐步实现城乡居民平等享有公共服务和社会福利待遇。这个过程并不能一蹴而就。

不过，业内人士也提醒，加快推进城乡一体化发展的过程中，也要加快推进农村土地确权、登记、颁证，维护好农民的土地承包经营权、宅基地使用权和集体收益分配权。

中央环保督察组督察动真格

发现河北省存在违法违规上马项目等问题，要求省委省政府限期制定整改方案

本报北京5月3日讯 记者曹红艳报道：一些河流水库水质恶化明显，部分区域环境质量急剧恶化，环保压力传导层层衰减，监督检查流于形式……这是今天中央环境保护督察组向河北省反馈督察意见时提到的部分问题。

去年12月31日至今年2月4日，中央环保督察组在河北开展环保工作督察试点。经国务院批准，督察组3日向河北省委、省政府反馈了督察情况。

根据督察谈话中各级领导干部的反映，2013年至2015年7月间，原省委主要领导对环境保护工作不是真重视，没有真抓。2013年至2015年省级财政配套大气污染防治专项资金仅占中央财政拨款的15.5%；省发展改革委等有关责任部门在压钢减煤、散煤治理、油品质控等方面监督检查流于形式；一些地方重发展、轻保护现象较为普遍，一些基层党委政府及有关部门环保懒政、惰政情况较为突出。

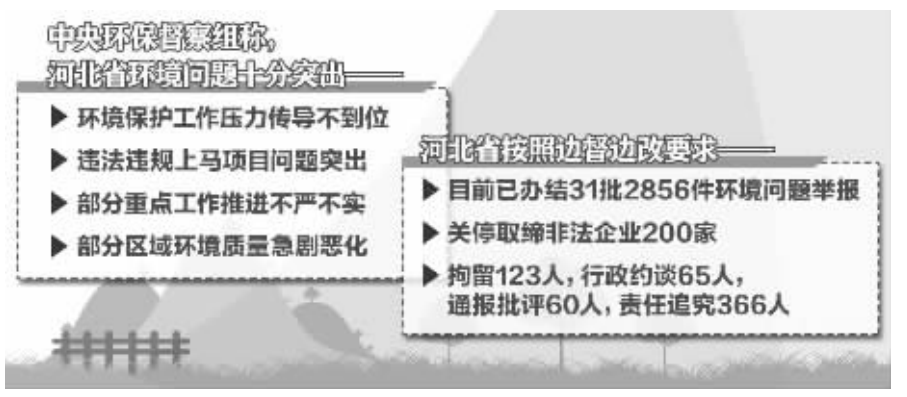
另据了解，2012年以来，石家庄市滹沱河地下饮用水水源保护区内陆续建成142套别墅及配套网球场、售楼部等。保定市西北郊热电厂项目和满城县纸制品加工区热电联产项目，在煤炭等量替代方案中，存在锅炉重复替代、虚构锅炉替代等弄虚作假行为。唐山市在产能替代方案未落实的情况下，腾达科技、乾亿实业、镍金实业、鼎祥锰业等企业新上4个铁合金项目，违规新增铁合金产能50万吨。

在重点领域推进产能过剩方面，河北也存在不严不实的问题。据督察组介绍，河北钢铁集团唐钢分公司、邯郸新兴铸管公司、武安裕华钢铁公司等违规新建或续建钢铁产能，违反国务院《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》规定。河北省近年来核准的开滦协鑫热电、建投邢台热电等一批火电项目或已投产，或正在建设，将带来较大的新增煤炭消费量，但减煤方案未予考虑。

2015年河北省洁净型煤推广仅完成年度计划两成左右。全省应于2015年全面供应国四标准车用柴油，但当年实际调配低于国四标准的普通柴油336万吨，约占调配柴油销售总量的58%。地下水压采工作未达到预期效果，地热水利用后不予回灌而直接排放问题十分普遍。

此外，部分河流水库水质恶化明显。大黑汀水库网箱养鱼等污染问题突出，2015年主要污染物指标较2014年大幅上升，其中总磷浓度上升275%，2015年12月水库水质总体恶化为劣Ⅴ类，严重影响引滦入津水源保障。群众还对散落在城乡接合部、县城周边及广大乡镇的大量小企业“散小乱污”问题反映强烈。

督察强调，河北省委、省政府应根据《环境保护督察方案（试行）》要求，研究制定整改方案，在30个工作日内报送国务院。整改方案和整改落实情况将按有关规定及时向社会公开。督察组还对发现的问题线索进行了梳理，将分别向中央有关部门和河北省委、省政府移交移送。



本版编辑 胡文鹏