

# 改善槓桿結構 降低金融風險

十九大報告提出要防止加深系統性金融風險。中國人民銀行行長周小川在十九大中央金融系統代表團開放日回答記者關於去槓桿提問時指，中國企業部門的槓桿率相對較高，既有直接融資比重低、企業借貸／債務融資比重過高的問題，也有企業運用資金效率不高的問題；另外，有一部分掛在企業名下的貸款實際上是地方政府融資平台的債務，是變相的地方政府債務；最後，中國家庭部門的債務槓桿率不算高，但是最近幾年增長很快。據此，理清中國經濟的槓桿情況，有助於更好地理解去槓桿的關鍵所在。



## 人民幣觀察 >>>

中銀香港高級經濟研究員 戴道華

就槓桿率的統計，全球最權威的應是國際結算銀行（BIS）關於44個主要經濟體（包括歐元區）的非金融領域借貸統計，其來源是各經濟體央行提供的數據，而且全球可比。據其統計，中國經濟整體槓桿率（指包括銀行貸款和債券等在內的總信貸相當於GDP的比率）於2017年首季時為258%，該比率在44個經濟體當中居於中游略前的位置，略高於整體和二十國集團（G20）平均的238%和240%，低於發達經濟體平均的268%，但就顯著高於新興市場平均的189%。具體到政府、家庭和非金融企業，則中國經濟的槓桿問題集中於非金融企業，其165%的槓桿率顯著高於整體、G20、發達經濟體和新興市場平均的94%、93%、87%和104%。在BIS統計中它僅低於盧森堡、愛爾蘭和中國香港，但考慮到這三地均為本身經濟規模較小的國際金融中心，其企業槓桿率高企更多地反映其離岸金融的特點，那麼中國企業的槓桿問題就確實需要留意。而中國政府和家庭的槓桿率則分別報47%和46%，屬於健康水平。

國際貨幣基金組織（IMF）關於中國經

濟每年發表的第四條款磋商報告（Article IV）也有就非金融領域債務問題的分析，其數據來源為CEIC、財政部和IMF自身的評估。在今年8月份發表的最新一份報告顯示中國經濟整體槓桿率於2016年底時為242%，其中非金融企業、政府和家庭的槓桿率分別為157%、41%和44%。與BIS的統計對比，IMF的統計在整體乃至每一分項都略低於BIS的統計，雖然兩者有一個季度的時差，但應該不至於導致整體評估的改變，那就是去槓桿的焦點和壓力依然在於非金融領域之上。

至於內地關於中國經濟槓桿率的權威統計則來自中國社會科學院國家金融與發展實驗室及國家資產負債表研究中心，該中心編算了中國經濟自1996年以來的槓桿率。根據其截至今年第二季度的最新統計，中國經濟整體槓桿率為238%，其中非金融企業、政府和家庭的槓桿率分別為156%、38%和47%。雖然統計的時點不同，與BIS和IMF的有關統計對比，該統計最大的特點在於其中國政府的槓桿率最低，而家庭的槓桿率則最高，至於非金融企業的槓桿率則與IMF的統計

相近。

至此，三份統計儘管口径和具體水平略有不同，但都顯示中國經濟的高槓桿和債務問題主要在於非金融企業領域。對於如何去槓桿，一般的共識是由於政府和家庭的槓桿率不高，有空間可以適度加槓桿，為非金融企業去槓桿贏得時間和空間。對於中國經濟整體而言，槓桿一加一減並不能導致整體槓桿率的降低，惟槓桿率的計算當中分母的GDP也不可忽視，如果非金融企業去槓桿太急導致GDP增長進一步放緩，整體槓桿率要降下來的難度就會相應增加，此其一。其二，在總體槓桿率不變之下，如果非金融企業去槓桿而政府和家庭適度加槓桿，那麼槓桿的結構改善本身就能有助降低金融風險。那麼接下來的問題便是政府和家庭適度加槓桿的空間有多大。

對於中國家庭槓桿率，人民銀行的評估是總體還不算高，但近年增長很快。回顧數據，雖然三份統計均顯示目前其水平位於偏低的44%—47%之間，但與2009年金融海嘯前水平相比已翻了一番，較新興市場平均水平已高出近10個百分點，雖然較G20和發達經濟體平均的59%和74%仍低，但不宜掉以輕心。

與其他主要經濟體一樣，中國家庭的借貸主要組成部分是按揭貸款（佔居民消費信貸的61%），惟近期短期消費信貸以逾三成的速度增長，其套出的資金有部分實際用於購房用途。如此看來，家庭部門適度加槓桿也應審慎處理。

至於政府部門加槓桿，同樣宜小心行事。人民銀行明確指出地方政府通過各種融資平台借款，這些債務在統計上會體現為企業部門債務。

另外也有地方政府借地方國有企業名義來融資的行為，另外近年來公共私營合作制（PPP）有逐漸取代傳統融資平台、成為地方政府債務融資流行方式的趨勢。這樣一來，中國非金融企業槓桿率統計便有可能，而政府槓桿率則有低估的可能，那麼政



中國經濟槓桿率(相當於GDP的%)			
	BIS (17年第一季)	IMF (16年第四季)	NIFD (17年第二季)
總計	258%	242%	238%
非金融企業	165%	157%	156%
政府	47%	41%	38%
家庭	46%	44%	47%
資料來源：BIS，IMF，NIFD，BOCHK Research			

府適度加槓桿的空間就需仔細評估。

其實，近年來對地方政府債務的加強監管和治理已取得一定進展。社科院報告當中中國政府38%的總槓桿率其實包括中央政府16%和地方政府22%的槓桿率。IMF報告當中，中國政府37%的總槓桿率（不計4%的政府基金）其實包括中央政府16%和地方政府21%的槓桿率。該部分地方政府債務已經納入財務預算，受到監管和約束，應該不再構成重大潛在風險，那麼關鍵是隱藏在非金融

▲分析認為，理清中國經濟的槓桿情況，有助於更好理解去槓桿的關鍵所在

中新社

責任編輯：余楚明

## 全球經濟危與機 石油供需

# 價格高企 市場轉投新能源 油組谷油價勢挫需求

石油輸出國組織與其他主要石油生產商將於本周四開會，市場預期該組織將同意延長減產，但是，分析員警告，油組這一舉動可能會對油價造成過度刺激，當油價明年被推至較高位水平時，市場對石油的需求亦將會減少。

## 國際經濟 >>> 大公報記者 李耀華

油組十四個成員國與其他主要石油生產商，例如俄羅斯，預期將於本周達成協議，繼續從全球石油供應中削減2%。二十多國的能源部長齊集油組的維也納總部，準備在周四舉行會議。但是，油組代表和獨立市場監察員表示，油組目前正憂慮若把減產協議再延長數月會否對成員國有幫助。部分成員國以及外界分析員認為，油組可能對油價刺激過度，導致油價在明年升得過高，繼而令原油的需求下跌。

### 油價或升至每桶70美元

Merchant Commodity對沖基金投資總監Doug King表示，實則上很有可能市場供應會過度緊張，而油價將會升至接近每桶70美元水平。不過，油組正面對兩難，假如不延長減產，油價便會再度下跌，令石油市場受損。

國際標準的布蘭特期油價格在過去三個月以來，已上升超過五成，在上周五收報63.86美元，而美國原油期貨收市時更上升了1.6%，報58.95美元，為自從2015年6月以來最高水平。油價趨升部分原因是油組限制石油生產，部分原因則是伊朗、伊拉克和沙特阿拉伯地緣政治危機惡化，以及沙特公開聲明該國會繼續支持油價。過去數年來，油組一直糾纏於一個思維，就是受到美國頁岩油的影響後，石油

市場已跟過去大不相同。所以當油價在2014年崩潰時，油組還無動於衷，最終直至去年才決定減產，但所得到的效果是，油價反彈的時期比預期要長。但是，投資者和金融界高層人士憂慮，油組的減產行動過了火位。石油公司OMV AG行政總裁Rainer Seele表示，他們寧可油組做得不足夠，但他們現已做得過火了。若做得太過分將會減少全球對原油的需求，只會令電動汽車的需求增加，及令其他節能科技大行其道，令全球對石油的需求減少。

### 沙特冀維持高油價

另外，油價高企亦會刺激頁岩油的生產商，令他們加緊開採，使石油充斥市場的機會大增，並令市場受損。在這方面，美國的石油生產商看來正在受惠。石油服務公司Baker Hughes的統計顯示，在過去三個月大部分時間減產後，鑽油機開動的數目在上周增加了9台，至總共747台。

油組最大產油國沙特阿拉伯主張把減產時間再延後九個月，直至2018年底。該國正準備把國營、全球最大油公司沙特阿美上市，因此需要較高的油價，上市計劃是沙特轉型經濟計劃的核心部分，希望令沙特經濟對油價的依賴減少，並加強全球最大的主權基金，以創造新的行業。



▲石油組織國家有意通過減產提升油價

## 美原油產量左右油組決定

【大公報訊】油組與其他石油生產國本周在會議上將提出延長減產協議，但業內人士相信，油組的減產時期維持至何時，主要視乎美國頁岩油和其他競爭對手在未來的原油供應。

在會議舉行前，部分油組國家的官員，包括沙特阿拉伯能源部長法利赫等支持進一步延長減產時期。但知情人士表示，部分油組國家官員仍未有頭緒，原因是他們對美國頁岩油供應的情況缺乏較清晰的了解。對明年頁岩油生產的估計，由每天50萬桶到每天170萬桶都有

，令評估的形勢變得極其複雜。

資深原油交易員Andy Hall表示，美國能源情報署把今年頁岩油的產量每天低估了30萬桶。Rystad Energy AS的分析部主管Per Magnus Nysveen則表示，由現在起，頁岩油產量每日將會增加120萬桶，主要原因是生產商更善用資本。

康菲石油前任總經濟師Marianee Kah則表示，頁岩油產量高速增長將仍是美國的普遍現象，原因是世界上其他地區並沒有這樣大的承諾。

## 石油生產國得不償失

### 財經觀察 大公報記者 李耀華

石油輸出國組織與其他產油國家本周四舉行會議後，延長減產的機會將很高，若根據去年減產後對油價影響推算，今次減產將有可能把油價推高至每桶70美元。然而，這對石油生產國來說，可能反而不利，因為佔石油市場主要部分的汽車能源將會加快轉型，由本來的內燃機引擎車過渡至純電動車和油電混合車，令原油等能源需求下跌，油價最終會再度急跌。

全球環保意識提高，這從不同方面都可得到證實。例如一直是能源市場其中一大客源的運輸工具方面，近年對電動車的需求日增。上周二發表的一份相關報告表示，截至九月止的三個月，電動汽車和插電式混合動力車銷量超過28.7萬部，升至有紀錄以來高位，並較一年前同期升63%，較第二季亦有23%升幅。

雖然現時全球汽車仍然是以汽油為主，而電動車市場目前只佔全球輕便乘用車整體的0.2%。不過，電動車近年的增長力驚人，目前全球電動車的銷售已達200萬輛，其中，有三成八的銷售是在去年內錄得。單以美國為例，去年底便有13萬輛新電動車在公路上行走，較2011年大幅增加了七倍。該國目前共有1.6萬個充電站運作。然而，比起中國這個未來電動車王國來說，普及程度卻遠不及。中國計劃在全國建設80萬個充電站。事實上，去年電動車銷售破紀錄，主要亦是受到中國需求大增的刺激。

同時，多國政府，包括法國、英國等，都先後表示，在數年或十年後將全面停止生產內燃機引擎的車輛，而中國亦正在就此進行研究。看來汽油車走進歷史只是遲早的問題。

運輸工具一向佔石油需求一個極大的比例，例如在2016年全年，美國汽油的消耗量，便佔去了整體能源消耗量的三成七，可見運輸工具減少使用化石能源對整體石油市場的影響。油組和其他生產國若繼續延長減產，欲把油價推至每桶70美元，即比目前的水平高出約一成，便只會加速駕車人士改用電動車，導致原油等能源需求繼續減少，最終反而會令油價再度急跌，令石油生產國得不償失。