

中國大陸地方與國企債務風險評析

An Analysis of the Debt Risks of China's Local Governments
and State-owned Enterprises

李志強 (Li, Chi-Keung)

淡江大學中國大陸研究所副教授

壹、前言

自去（2020）年11月以來中國大陸（下稱：大陸）國企債務違約事件頻傳，導致金融市場出現一波不小的動盪，今（2021）年上半年違約金額仍續創新高，大陸會否發生金融危機又成為熱門議題。事實上，自金融海嘯以來大陸的債務問題一直受到各界注意，為對抗國際不景氣導致的出口疲軟，2008年後北京採取擴大內部基礎建設的方式拉動經濟成長，於是地方政府及國企也大量舉債投資配合中央政策，開展了債務推動發展的成長模式。2007年大陸負債率（債務餘額/GDP）只有144.9%，至2017年已快速攀升至256.2%，債務增加之快可比擬歐債危機前的希臘，2016年下半年開始的去槓桿措施一定程度上壓抑了債務的增加，但2018年的美「中」貿易戰使負債率在翌（2019）年小幅上揚，2020年新冠肺炎（COVID-19）疫情的爆發更進一步推高大陸的債務水準。

去年的不景氣下，家庭和企業部門都急需資金週轉，地方政府也舉債投資「穩增長」。據國際清算銀行最新的資料顯示，已穩定三年的負債率從2019年第四季的262.9%分別上升至2020年第一至第四季的278.3%、

286.1%、289.7% 和 289.5%，雖然第四季略為下滑，但短短一年間負債率大幅增加了 26.6 個百分點，約為 3.7 兆美元的債務，其中政府部門由 57.4% 升高至 67.1%，企業部門由 150.1% 上升到 160.7%（第二季為 163.3%），家庭部門由 55.5% 增加至 61.7%。由數據可以看出，政府和企業部門負債率都攀升約十個百分點，主要是占政府債務 55% 的地方債以及占企業債務三分之二的國企債兩者增發導致。地方與國企債務的急劇增加提高了今年的債務風險，並為大陸經濟的發展前景埋下不少變數。

貳、高負債率不利經濟永續成長和產業升級

首先是壓縮了今年或之後的舉債空間，使地方政府及國企的支出或投資成長動能減弱。借錢後債務人未來就要由收入中的一部分償還給債權人本金和利息，剩下的才能用於其他用途。若本金和利息所占比重太高，會使得債務人將來的支出及投資減少。GDP 就相當於一國每年的收入，如果負債率持續大幅上升，最後會變成寅吃卯糧，甚至入不敷出。當前大陸居高不下的負債率顯然為下半年及明年經濟情勢埋下了變數。

回顧 1997 年亞洲金融風暴和 2008 年金融海嘯後，北京推出大規模的刺激政策，帶動了地方政府債務快速擴張。根據 2010 年大陸審計署的報告資料顯示，1998 年和 2009 年地方政府債務分別成長高達 48.2% 和 61.9%；2010 年債務餘額為人民幣（下同）10.7 兆元，其中 51% 是 2008 年及之前累積的，表示短短兩年間地方債務接近倍增。至 2019 年底，地方政府債務餘額也翻倍至 21.3 兆元，去年在疫情下成長 20.7% 至 25.7 兆元，但今年上半年只增加 7.4% 至 27.6 兆元，顯示在防風險的考慮下地方政府再大幅增加債務的空間越來越有限。1 至 6 月新發行的地方債累計為 3.34 兆元，較去年同期下降 4.17%，地方債發行規模的下降，雖然為急速上升的負債率踩剎車，降低外界對大陸金融風險的疑慮，但在疫情反覆，經濟復甦不太穩固的情況下，地方政府尚要先完成「三保」（保居民就業、基本民生、市場主體），加上今年有 3 兆元債務到期，上半年就有 55.7% 的新發行債券是用於

還舊債，壓縮了債務可用於經濟建設和投資的空間。國企方面也有類似情況，去年在疫情下受政策左右、肩負救經濟任務的國企，全年投資仍逆勢成長 5.3%，遠高於依景氣好壞作決策的民間投資，後者只成長 1.0%，但債務大增後今年國企的投資遠低於預期，上半年國企投資成長 9.6%，遠低於民間投資的 15.4%，使得下半年的經濟成長動力受阻。

2020 年在新冠疫情的衝擊下，大陸經濟成長率只有 2.3%，創 1976 年文革結束以來的新低，在低基期以及全球疫情逐漸舒緩下，今年大陸經濟延續去年下半年以來的反彈走勢，上半年 GDP 成長率為 12.7%，其中第一季 18.3%，第二季 7.9%，年初外資普遍預測全年 GDP 成長率將達到約 8.5% 至 9% 的水準。不過，8 月初華爾街投資銀行不約而同的都調低對大陸 GDP 成長率的預測；摩根士丹利由 8.7% 降至 8.2%；摩根大通從 9.1% 調低至 8.9%；高盛由 8.6% 降至 8.3%。同時，7 月 15 日中國人民銀行無預警的全面調降金融機構的存款準備率，可望釋出一兆元資金寬鬆銀根，雖然人行表示此舉並非是新一波的刺激措施，但全面降準 0.5 個百分點的幅度之大也出乎外界意料之外，由此可見大陸下半年的經濟走勢充滿挑戰。

其次，高負債率衝擊到大陸的產業升級部署。去年以來的債務違約國企名單中，清華紫光特別引起注意，該集團是大陸半導體國家隊的主力，肩負起發展自主晶片的重任，一直得到政府部門的財政補貼。2013 年起斥資近千億元併購了包括展訊等二十多家知名的半導體公司，但溢價過高且持續不斷的併購案造成集團負債大增，併購績效又無法立刻產生現金流入，導致最終週轉不靈，至今年 6 月旗下共有 6 檔債券違約，7 月上旬又遭債權人向法院聲請破產保護。大陸對清華紫光這樣的補貼措施，近一年半來確實吸引了不少企業進軍半導體產業。2019 年新註冊的半導體企業只有 7,715 家，2020 年暴增至 2.28 萬家，年增 195.5%，今年上半年仍新增 1.88 萬家，成長 171.8%。過去十多年來地方政府投入一兆多元補助 LCD 面板業的發展，即使未回收投資成本，但目前已成為全球市占率達 60% 的最大生產國；未來大陸也打算複製面板模式，耗費 10 兆元補貼半導體的發展。但清華紫光的案例顯示，不計國企績效大量砸錢補貼的發展方式，只是浪費寶貴的金融

資源，並沒有讓大陸半導體產業真正壯大起來，加上地方政府現在已債臺高築，恐怕沒有多餘財力可以繼續補貼半導體國企的發展。

參、高負債率已引爆債務違約問題

再者是拉高了大陸的金融風險，導致地方政府及國企信用降等和舉債利率上升，甚至不少以債養債的國企借不到新債就只能倒債違約，讓經營環境充滿不確定性。地方政府屬於公部門，雖然目前大都負債累累，大都仍能借新還舊，且地方政府倒債直接衝擊到地方甚至全國金融安全，又影響到官員升遷，因此即使都可以掌控地方專項債、城投債和地方國企債三種債務，然而在財政拮据下，地方政府只能如期償還一些債務，另一些則先違約再說。按照地方的利益偏好，地方專項債是由地方政府發行，具有直接償還責任，一定是不能違約的，城投債和地方國企債具有地方政府隱性擔保的性質，前者是充當地方的融資工具也儘量不要違約，以免將來難再舉債，但國企的核心目標應是以獲利為目的，一旦喪失了獲利能力，再加上債務負擔較重，地方政府在自身難保下，最終只好無奈選擇放棄救助，於是就出現國企債違約，這就是去年 11 月以來不少國企違約的背後原因。事件的爆發其實也有跡可循，2008 年至 2017 年十年間國企資產負債率的上升就明顯高於非國企，地方國企逐漸成為市場中的第一大發債主體，2020 年市場發債比重達 65%，遠高於 2008 年的 25%。

企業債務違約是當前大陸經濟的主要風險。自 2014 年起企業債務違約就明顯逐年攀升，2014 年違約金額只有 12.6 億元，到 2019 年已激增至 1,443 億元，去年底企業債務違約總金額達 1,870 億元，今年上半年為 1,160 億元，創下同期最高紀錄，全年可能會再寫歷史新高。2020 年以前，民企是大陸債券信用違約的主體，債券違約數量和規模都遠超過國企，2019 年國企占有所有未償還企業債務的比重略高於 10%，2020 年比重躍升至 47% 左右。今年上半年比重約 40%。2019 年之前，違約國企的信用評等多數為 B 或 C 級，2019 年和 2020 年以來，不乏 AAA 的最高評等國企，如華晨汽

車、永城煤電、北大方正和清華紫光等。

金融市場對風險相當敏感，個別企業的違約往往會形成整個債券市場的悲觀氣氛，進而引發信用緊縮。自 2020 年 11 月 10 日永城煤電違約至該年底不到兩個月，累計已有 196 檔債券暫停和取消發行，涉及的發債規模為 1,430 億元，使得原來負債高的國企更難以債養債求生存，甚至最後被迫違約。即使發行順利的債券，殖利率也會大幅上升，使未來的經營成本更高，形成惡性循環。今年第二季，六大體質偏弱的省份及直轄市的國企所發行的債券，其殖利率中值已從去年同期的不到 3.5% 跳升到 5% 以上。信用較佳的地方債也不例外，今年上半年地方債加權平均發行利率為 3.44%，較上年同期上升了 0.17 個百分點。在違約的國企中，有不少在財務報表上仍表現良好，例如華晨汽車與永城煤電兩家公司，總資產分別超過 1,900 億元和 1,700 億元，帳上也分別有四百多億元及五百多億元的現金，卻公告還不起 10 億元的債務，特別是在違約前仍發行新債券，就算不是惡意的倒帳行為，也極可能是現金流動性不足，突顯出財務報告不實、假帳流行的國企文化。

肆、短期內發生系統性金融危機的可能性不大

在新冠疫情的衝擊下，為了避免嚴重的經濟衰退及失業率居高不下，去年以來很多國家的負債率也同樣急速上升，例如日本由 2019 年底的 378.3% 增至 2020 年底的 418.9%，增加 40.6 個百分點，美國由 253.3% 增至 296.1%，增加 42.8 個百分點，英國由 266.3% 上升至 304.4%，增加 38.1 個百分點，負債率水準及增幅都普遍高於大陸。大陸的債務問題之所以引起外界特別關注，主因是大陸雖然已成為全球第二大經濟體，但人均 GDP 才剛突破一萬美元，仍處於小康階段，跟英、美、日等在五、六萬美元仍有很大的差距，所以債務負擔沉重的國企和地方政府，其償債能力一直受到質疑，去年大陸並沒有透過中央推出大規模的紓困刺激措施，而是允許企業及地方政府提高舉債規模，因此自 2016 年以來降低債務的努力最後因新冠疫情而受到衝擊。

大陸的整體債務風險仍在可控範圍內，由於國有經濟體制的特性，銀行及國企都是公有性質，政府也是公部門，國企及地方政府欠銀行的債務猶如家庭成員之間的借貸，甚至可形容是左邊口袋欠右邊口袋的錢。加上債務以內債為主，又有嚴格的外匯管制，只要國家最後願意出面負責，以目前的負債率而言不致發生全國性的系統性金融危機和匯率崩跌，但個別國企的破產倒閉還是有可能的。不過高負債率還是會對經濟的永續發展形成各種傷害，例如日本的負債率突破 400%，每年財政支出中的 20% 都必須用來支付債務利息，導致 30 年來景氣沒有多大起色。

大陸前財政部部長樓繼偉發表在今年 2 月份《財政研究》期刊一篇文章指出：隨著地方政府債務規模的持續成長，大多數省市的債務問題在 2021 年至 2025 年期間將更加令人擔憂，大約四分之一省份必須將其財政收入的一半以上用來償還利息，過去地方政府在經濟發展過程扮演重要的角色，以後恐怕將無法大量投資。另外，人口老化也是財政問題的隱憂，大陸人口老化快速，2027 年人口數量將開始減少，至 2050 年 60 歲以上達 4.87 億人，占總人口 35%，未來養老金的財務負擔將會大增。國企也同樣面臨財務健康狀況的重大考驗，從 2021 到 2023 年到期的企業債規模將達到 13.86 兆元，比 2018 年至 2020 年到期的企業債總和大幅高出 60%。

伍、不讓國企違約未來債務問題會更嚴重

過去大陸債券市場的投資者普遍認為，政府擁有國企所有權，是國企的大股東甚至是唯一股東，即便經營狀況不佳但政府最終會出手相助，籌措資金幫助國企還債，事實上政府部門的確曾在國企出現償付危機時多次相救，因此國企的財務風險被外界嚴重低估，發行的債券和銀行借貸長期以來都享受優先權和較低利率，民企只能以更高利率從體制外借錢，形成「國進民退」的排擠效應，但卻導致國企的負債越來越高。加上資金流向低效率的產業領域，反而進一步加大了金融危機，一旦經濟陷入不景氣，負債高的企業就難以償還本息，去年底以來的知名國企違約就突顯出這種風險。如果不

提前採取措施淘汰績效差的國企，未來將會引發更大的風暴。自 2017 年以來，北京一直在發出信號，表明政府對國企負債的擔保將逐漸減少，去年前三季企業負債大幅升高，隨著下半年疫情得到控制，若不是 11 月一些國企爆發違約，企業負債率在第四季可能會進一步衝高。

北京這樣做是要讓投資人知道在債務槓桿問題上政府將採取更為強硬的立場，同時也說明大陸看待戰略性產業的方式已發生改變，因為財政能力嚴重受限，無法再像過去那樣動不動就砸錢補貼。清華紫光事件也讓市場瞭解，不是所有政府支持的國企，最終都能獲得保障，尤其是牽涉到技術和研發的產業，如果沒有發展成果又虧損累累的國企，還是有可能破產倒閉的。清理債務或許會導致一些國企馬上陷入經營困境，景氣也可能短期受到打擊，但長期而言反而有利經濟效率的提升。大陸經濟的瓶頸問題一直在於資源錯配，即稀少性資本流入低效率的國企，若繼續對缺乏競爭力的國企進行無限支持，系統性金融危機恐怕早晚有一天會來臨。