

中国改革或会改善信贷状况

富达基金中国焦点基金投资组合经理宁静

本篇视点 (Perspective) 探讨了中国的信贷风险以及近期实施的经济改革会如何改善中国的总体信贷状况。随着中国爆发西方式银行业危机的可能性日渐消退，投资者的信心有望在未来几年得到恢复。

中国的信贷风险

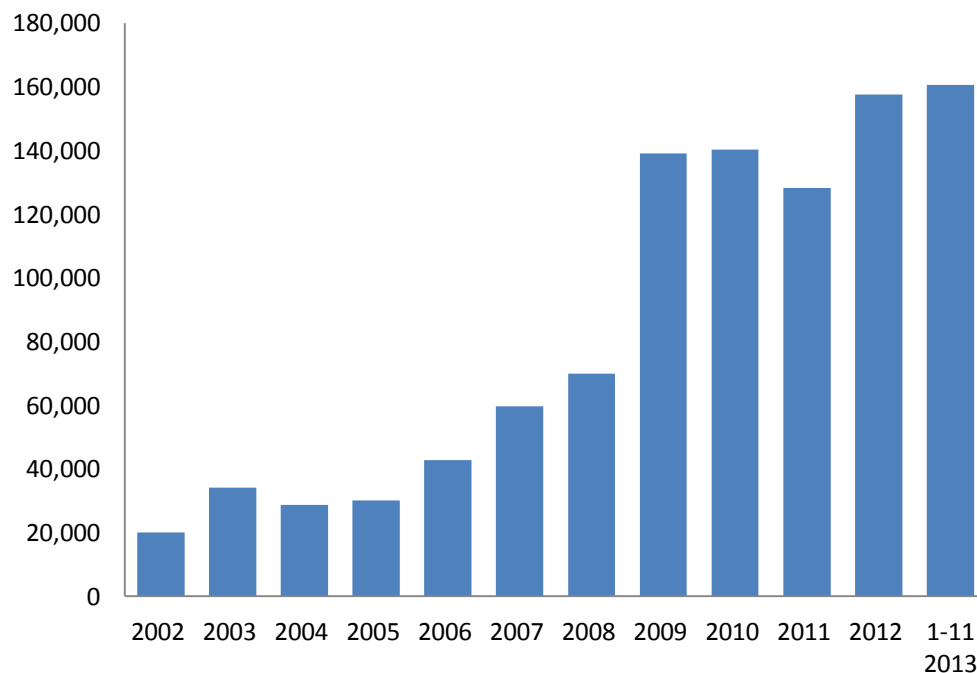
中国信贷周期的变化是投资者长期以来面临的主要风险。在某个时期，中国创造信贷的步伐显然超出了经济增速。在政府推出信贷激励政策后，中国债务规模与 GDP 的比例从 2008 年底的 129% 飙升至 2012 年底的 200% 左右。

根据国家审计署于 2013 年 12 月 30 日公布的数据，截至 2013 年 6 月底，长期以来一直被视为中国经济潜在系统性风险的中国地方政府债务规模达到了 17.9 万亿人民币（2.95 万亿美元）。

不过，长期来看，在近期召开的三中全会后详细制定的深化改革措施有望推动金融和财政领域透明度的提高，改善中国的信贷状况，提振投资者信心。

中国社会融资总量

（人民币 1 亿元）



资料来源：中国人民银行，2013 年

李克强总理重申，政府没有放松或收紧货币政策的计划，但将把注意力转向充分利用现有和增量流动性以及优化社会金融结构上，从而为经济发展提供支持。

中国在三中全会后公布的改革措施着重提升市场力量，减少国家干预，将开始转变金融机构（尤其是银行）和地方政府的运作方式，缓解长期为中国股票估值造成重压的部分信贷风险。

金融改革及对银行的影响

如果强力政府在国民经济中长期担任向战略部门调动储蓄和资源的职责，那么银行往往会被当作政策工具。多年来，由于必须向其他国有企业 (SOE) 以及在“正常”情况下不会向其贷款的公司发放贷款，因此大型银行一直备受掣肘。这导致银行出现结构性问题。正如我们所看到的，信贷增长一直保持强劲势头——尤其是在过去两年，而潜在不良贷款对金融系统的影响也不容忽视。因此，我们看到部分投资者在过去几年中纷纷放弃了银行股。

随着中国推行以市场为导向的金融改革，放宽限制有望帮助银行提高盈利能力，因为如此一来，它们既可以寻求向优质企业发放贷款，也可以停止在亏损行业的运作，防止盈利下滑。尽管存在这种可能性，但近期来看，净利差(NIM) 在利率自由化的过程中不断压缩，将对中国银行的盈利能力造成冲击。此外，随着更加灵活的利率和货币机制落实到位，银行应能完善其服务和产品，并赢得竞争优势。这将使它们的收入来源多样化，并降低与不良贷款有关的风险。

过去几年，银行难以完全满足经济快速扩张产生的融资需求，这为所谓的影子银行创造了发展空间。信托公司的累计资产总额已经超过了 10 万亿人民币。与此同时，网络金融公司、信用担保公司和货币市场基金如雨后春笋般迅速发展壮大。银行的资产负债表外业务资产同样实现了增长，例如理财产品的资产总额高达约 25 万亿人民币。

新年伊始，国务院便发布了关于加强影子银行业务活动的政策文件。“第 107 号文”虽然名称平淡无奇，但它却是中国第一个关于影子银行的总体监管框架。该文要求央行以及证券、保险和银行监管机构携手并肩，共同努力。政府认识到影子银行的出现是金融发展和创新的必然结果，而且能为传统银行体系提供有益补充，因此希望对其给予适当监管，以抑制风险并提高信贷流动的透明度。

新法规将在短期内对银行造成不利影响，原因是它们不得不从资产负债表外业务活动中抽身，并回归传统的吸储和贷款业务。因此，银行将需要筹集更多资金，而且资产扩充速度可能非常缓慢。但长期而言，加大对影子银行的监管力度将有助于降低金融风险，规范非银行金融机构的作用，并促进金融体系的健康发展。

这些监管措施与中国广泛的金融改革计划步调一致。该计划力求打造一个符合国际标准的金融市场，在该市场中各类金融机构都能各司其职，并能够以高效方式共同分配金融资源，分担价格风险。过去几年中，由于担心监管风险和债务不断上升，投资者一直对银行抱有一种不由分说的厌恶情绪。但这导致银行股价格远低于估值，因此银行类投资将愈发具有吸引力。

财政改革和地方政府债务

备受瞩目的中国政府债务水平官方报告显示该数字为市场预测的最低值，即 2.5 万亿至 4.9 万亿美元，这在一定程度上缓解了市场情绪。然而，控制债务风险依然是政府 2014 年工作任务的重中之重。地方政府债务在政府债务中占绝大部分，且应由地方政府财政收入偿付的部分每年以 20% 的速度增长。去年召开的三中全会公布的财政改革措施旨在帮助地方政府更有效地应对这一问题。

目前，地方政府需承担超过 80% 的政府支出责任，但仅可获得约 50% 的税收收入。这种不合理的现象催生了地方政府债务高筑，令其严重依赖于土地出让所获得的收入。这些改革措施应会使地方政府将部分支出职权转交给中央政府。

根据改革计划，将对现行预算法进行修订，要求各级政府合并预算、披露长期开支需求及其资金缺口，并允许地方政府明确举债且对此负责（而非坐等中央政府提供救助）。与此同时，地方政府将在创造新收入来源方面获得更多自主权。例如，中央政府将把消费税收入移交给地方政府。特定奢侈品消费也将被纳入征税范围。房产税改革也已提上日程。

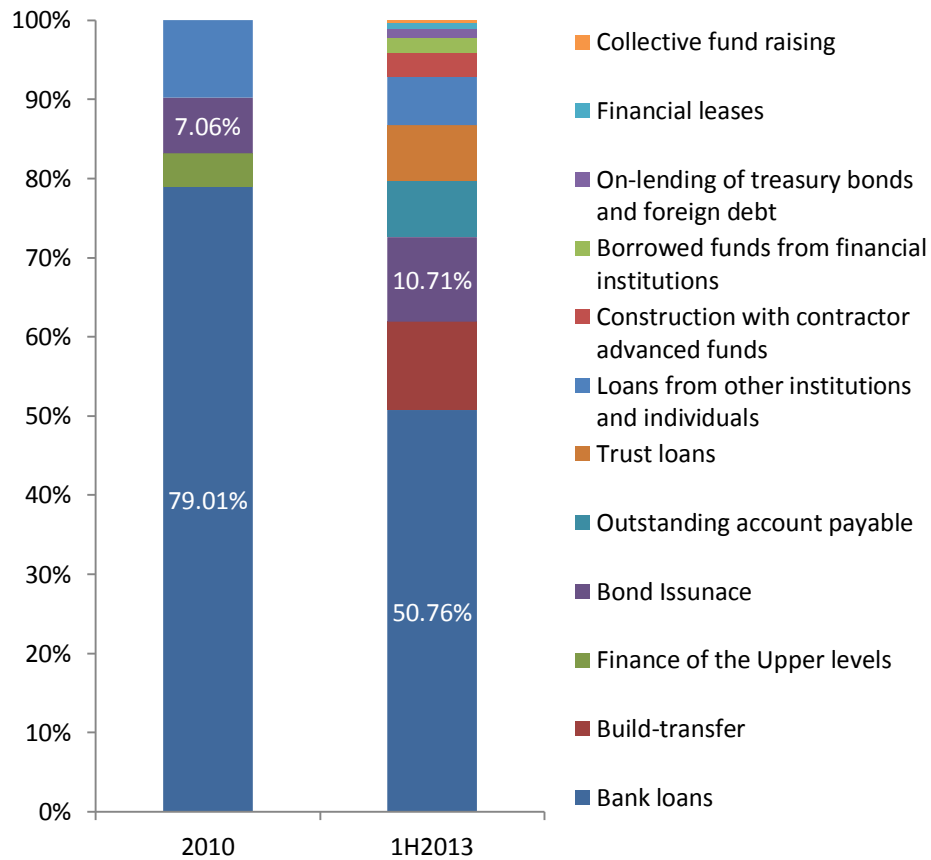
通过降低对出售土地和不稳定融资活动的不可持续的依赖程度，这些改革措施应有助于缓解地方政府的债务负担，降低爆发大规模信贷危机的风险。值得注意的是，与 2010 年相比，如今地方政府债务融资的来源更加多元化。据中国国家审计署披露的数据，银行贷款所占比例从 79% 降至 51%，债券发行比例则从 7% 升至 11%。项目融资（建造和移交）和信托融资已成为筹集资金的新渠道，这为管理风险带来了新的挑战。

我们还需牢记，中国仍然处在快速城市化进程当中，因此投资仍将在经济发展中发挥重要作用。2013 年前三季度，资产形成对中国 GDP 增长 7.7% 所做的贡献依然高于消费。因此，地方政府仍需举债为其投资需求提供资金，但近期公布的改革措施应会完善总体债务发行进程。

此外，还将推出旨在转变政府官员政绩考核体系的改革措施。此类措施将摒弃以 GDP 增长为重点的考核框架，转变为一种融入各种社会经济参数的考核机制，抑制地方政府大肆举债投资华而不实的基础设施项目。国家审计署还建议将政府债务纳入地方官员的主要政绩指标，确保他们保持责任感和廉洁自律。

虽然中国债务高企，但这些债务主要由企业和地方政府承担，个人和中央政府负债几乎为零。这与西方国家的情况有所不同，表明不会发生西方式的信贷危机。就企业而言，许多实力更为雄厚的企业有望在未来几年快速增长，从而轻松摆脱债务压力。

地方政府债务融资来源



资料来源：中国国家审计署，2013 年

重要信息

本文件仅供参考用途，不应被视为邀请或推介认购富达任何投资基金或产品，或邀请或推介采用富达的资产管理服务。富达并未获授权在中国大陆管理或分销投资基金或产品，或为当地居民提供投资管理服务或投资意见。富达 / Fidelity / 富达国际投资 或 Fidelity Worldwide Investment 指 FIL Limited 及其附属公司。「富达」、Fidelity、Fidelity Worldwide Investment 标志及 F 标志均为 FIL Limited 的商标。

CM20140303C