

2. 全球環境及展望

在2019年年底，全球經濟活動出現靠穩跡象，令市場憧憬全球經濟復甦。然而，自2020年1月下旬以來，全球冠狀病毒感染個案不斷增加令復甦憧憬落空，投資者對全球經濟衰退的憂慮加深，觸發全球金融市場出現拋售。為應對經濟衝擊，自3月初以來主要央行及一些政府推出刺激措施。鑑於疫情擴散，全球經濟增長前景面臨的下行風險有所增加。

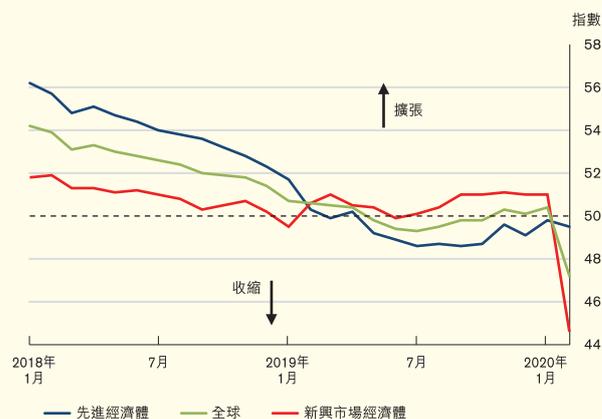
東亞方面，2019年下半年來全球需求疲弱令區內各經濟體的前景蒙上陰影。冠狀病毒爆發預期將在短期內拖累區內經濟增長，而旅遊業所受打擊尤其嚴重。另一方面，東亞地區亦繼續面對企業收益疲弱及私人部門槓桿比率偏高的挑戰。

至於中國內地，由於內需及外需疲弱，2019年下半年的經濟增長繼續放緩。展望未來，雖然中美簽署第一階段貿易協議有助暫時減少外圍不明朗因素，但面對冠狀病毒爆發、經濟持續再平衡及全球經濟放緩的影響，下行壓力仍然存在，而當局採取貨幣及財政政策應對將提供一定緩衝。

2.1 外圍環境

在持續的貿易緊張局勢及政策不明朗的影響下，製造業與投資持續疲軟，2019年下半年全球經濟增長仍然乏力。不過，經濟增長在最後一季初步呈現靠穩跡象（圖2.1），部份受惠於美聯儲及歐洲央行早前的寬鬆政策，以及全球貿易緊張局勢在中美「首階段」貿易協定簽署後有所緩和。

圖2.1
製造業採購經理指數



資料來源：CEIC。

然而，自1月底以來，全球冠狀病毒感染病例不斷增多，及其後對經濟帶來的衝擊，引起市場憂慮，全球金融市場出現拋售潮（圖 2.2）。鑒於中國內地是全球主要出口目的地，而且在全球供應鏈中佔重要地位，當疫情對內地的生產活動構成干擾、並拖累其經濟增長時，將造成顯著的溢出效應，並有可能波及全球（圖 2.3）。自二月底以來，冠狀病毒感染病例在中國內地以外地區激增，或會加劇供應鏈所受干擾，並帶來直接拖累當地經濟活動的風險。⁵

圖 2.2
摩根士丹利資本國際所有國家世界指數及彭博巴克萊全球企業債券指數期權調整利差

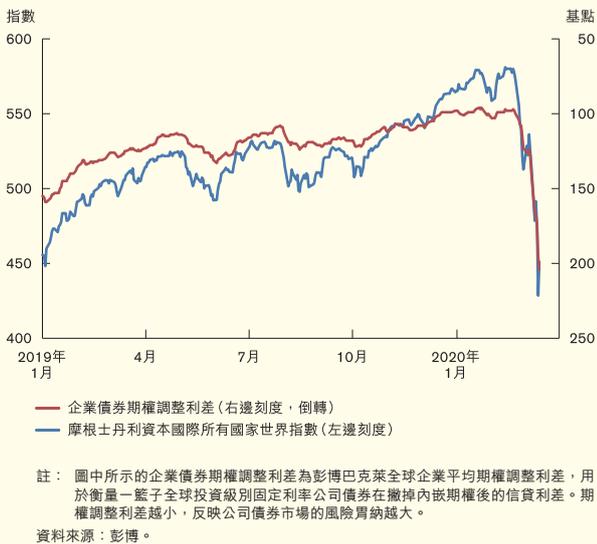
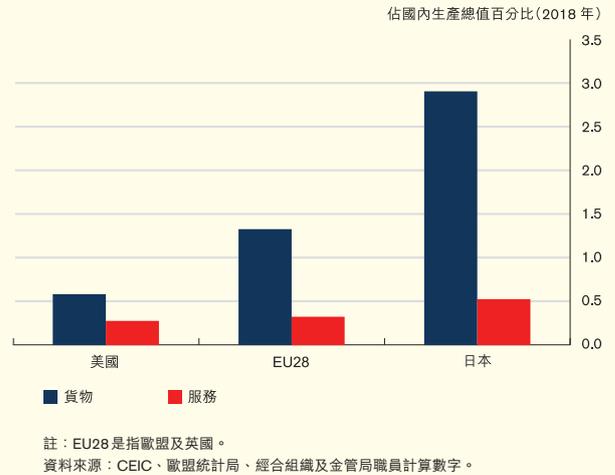
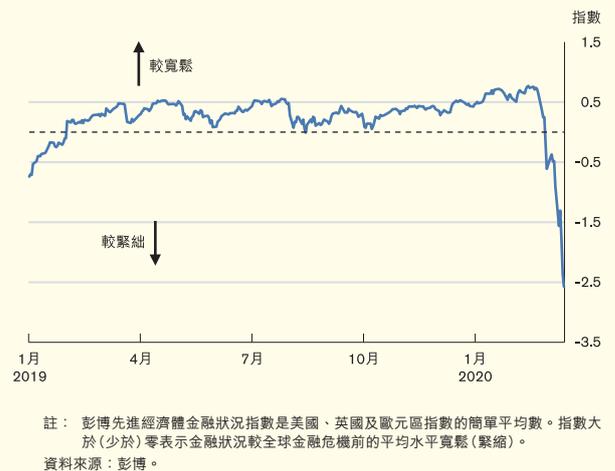


圖 2.3
2018年選定主要先進經濟體對中國內地的貨物及服務出口 (佔其國內生產總值百分比)



為應對疫情可能對經濟造成的潛在嚴峻衝擊，一些央行 (包括美聯儲、加拿大銀行和英倫銀行) 自3月初起減息，而一些政府亦推出針對性措施以支援家庭及企業。然而，金融市場仍面臨巨大的拋售壓力，導致全球金融狀況顯著收緊，繼而或會加劇全球經濟的下行壓力（圖 2.4）。

圖 2.4
彭博先進經濟體金融狀況指數

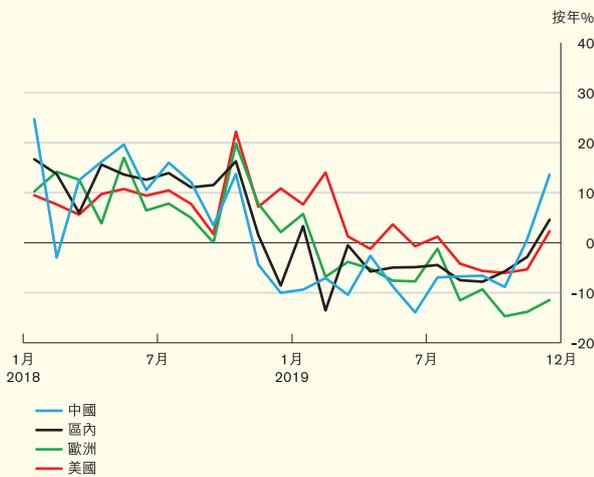


5 疫情可從多個渠道影響經濟。本地疫症爆發及其後的遏制疫情措施、社交疏離、收入減少及不確定性可嚴重打擊消費。企業方面，生產延誤及營業額減少可導致企業資金流出現問題，甚或觸發裁員及倒閉。

除了疫情的發展，其他下行風險及不明朗因素亦籠罩全球經濟前景。尤其是貿易緊張局勢方面，雖然中美達成第一階段貿易協議後政策風險有所下降，但由於仍有許多棘手的結構性問題有待解決，後續談判可能困難重重。歐洲方面，歐盟與英國的貿易談判預期不會順利，從而令英國脫歐後的不明朗因素持續。另外，油價自3月以來急劇下跌，將對主要石油出口新興經濟體構成壓力。

東亞方面，由於全球需求低迷，2019年下半年的實體經濟活動仍然乏力。東亞地區對美國、歐洲經濟體及中國內地等各個主要目的地的出口在2019年下半年依然疲弱（圖2.5）。儘管有初步跡象顯示區內科技產品的下行週期正見底回升，包括有區內大型電子產品公司稱其2019年底的盈利有所改善⁶，不過區內科技產品出口是否出現實質反彈仍有待觀察。

圖 2.5
東亞：對主要目的地的商品出口

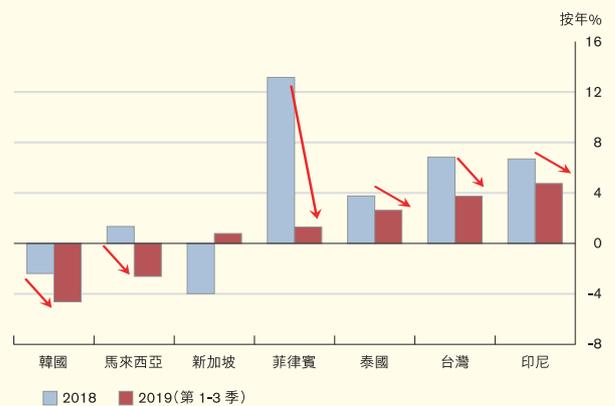


資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

⁶ 例如三星電子及台積電等區內主要科技企業的財務報告均顯示2019年第4季的盈利較預期為佳。

持續疲軟的經濟增長及貿易不明朗因素亦困擾著投資者情緒，大多數東亞經濟體的固定資本投資總額在2019年出現下跌（圖2.6），長遠而言可能影響區內潛在經濟增長。為了在溫和通脹的環境下支撐經濟增長，印尼、菲律賓及韓國央行在2019年上半年降息後，於下半年再度調低政策利率，而泰國銀行亦自2015年以來首次調低政策利率。

圖 2.6
東亞：固定資本形成總額



資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

冠狀病毒的爆發導致區內經濟體可能在增長持續疲軟的情況下進一步受壓的憂慮。由於區內多個經濟體對中國內地實施出入境限制，因此旅遊業首當其衝，尤其較依賴中國內地旅客及旅遊服務出口的經濟體在此次疫情中所受影響較大（圖2.7）。疫情持續並加劇亦會影響區內與中國內地密切相關的供應鍊。

圖 2.7
東亞：旅遊出口與中國遊客



註：截至2019年第3季數據。
資料來源：CEIC及金管局職員計算數字。

在短期內，此次疫情將會繼續影響經濟活動及投資者情緒。參考2003年沙士爆發的經驗，這些影響可能是短暫的，但實際情況將取決於疫情的嚴重程度、擴散範圍以及政府抑制疫情爆發的行動是否有效。與此同時，東亞各經濟體亦面臨多重阻力。

首先，儘管市場預期公司盈利會在短期內惡化（圖2.8），但全球寬鬆的貨幣狀況鼓勵追求收益率的活動，從而資產價格在沒有基本面支撐的情況被推高。因此，區內股市更容易受到投資者情緒轉變的影響。

圖 2.8
基準股票指數成份股的預期收益

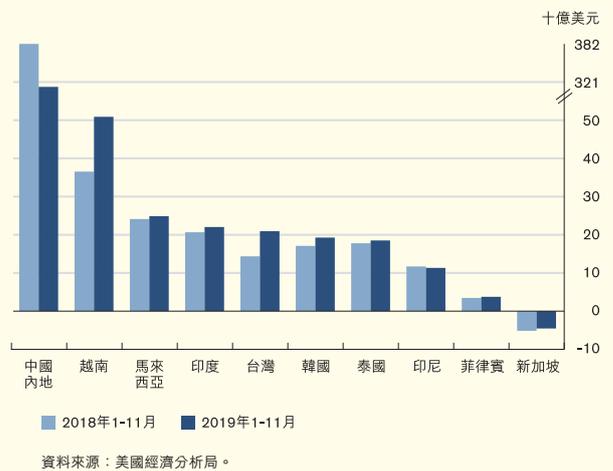


其次，公司盈利及經濟增長的疲軟可能導致區內的私人機構更難償還債務。雖然本地利率下降可以為負債的公司及家庭提供喘息空間，但亦可能埋下債務進一步累積的隱患。此外，如專題1所述，當有更多追蹤指數的資金流入區內金融市場，私人機構的債務積壓風險亦可能加劇，雖然這種影響有機會僅限於財務基礎較穩健的企業及其長期借款。

第三，就外圍因素而言，面對保護壁壘越趨強硬的美國貿易政策，東亞經濟體面對的風險亦可能會增加。儘管中美第一階段貿易協議近期取得進展，但由於兩國之間在貿易上的根本問題仍然存在，中美貿易緊張局勢仍然持續。由區內多個經濟體對美國的貿易順差

不斷增加（圖2.9）可見，跨國公司為規避關稅，可能會繼續在以中國為中心的供應鏈之外找尋更多供貨途徑。截至2019年11月，亞洲九個新興經濟體（不包括中國）對美國的累計貿易順差已增至約1,670億美元。如果對美國的貿易順差持續擴大，相關亞洲經濟體可能會成為貿易戰的下一個目標；例如美國政府已於2019年7月對越南的鋼鐵進口產品徵收高達456%的巨額關稅。⁷有鑒於此，儘管中美貿易休戰，區內貿易前景仍然極不明朗。

圖 2.9
對美國的貨物貿易順差



⁷ 詳情可參閱美國商務部於2019年7月2日及2019年12月16日發佈的新聞稿。

專題 1 指數推動投資對新興市場經濟體的影響

引言

過去十年，國際金融市場一體化加劇令全球跨境證券投資資金流顯著增加。最近一項研究顯示，這些跨境投資資金流中，高達七成的資金流是由指數推動基金所推動。⁸ 指數推動基金不僅包括密切追蹤投資指數的基金（通常稱為被動式基金），亦包括參考投資指數進行主動管理的基金。⁹ 透過引入相關經濟體原本無法吸引或接觸的海外投資者，這些基金有助推動新興市場經濟體的金融市場發展。因而，此類基金使新興市場經濟體實現投資者基礎多元化，有助市場的長期增長及穩定。

不過，天下真的有免費午餐嗎？就被動式債券基金而言，市場憂慮此類基金投資可能會削弱它所投資企業債券發行人的財政紀律從而導致相關企業槓桿水平高企。¹⁰ 此外，有意見認為近年指數推動基金的增長加劇了全球證券投資資金流的波動，令本來已對環球因素十分敏感以及受其他共同因素所影響的新興市場經濟體更為脆弱。¹¹ 本專題就這兩個命題，評估指數推動投資對金融穩定的影響。

被動式債券基金及企業槓桿¹²

按照基準指數內成分債券在指數中的權重，被動式債券基金將其投資資金分配給相關債券。因此，相對於

主動式管理債券基金，被動式債券基金所採取的機械式投資決策或會令指數成分債券的發行人缺乏從基金投資者利益的角度行事的動力。¹³ 更糟糕的是，從金融穩定的角度來看，這種行為或會助長過度借貸，為全球金融危機後槓桿比率急劇上升的新興市場經濟體企業部門帶來重大的信用及償債能力風險（圖B1.1）。

圖 B1.1
新興市場經濟體的企業槓桿



利用各新興市場經濟體企業在一隻追蹤新興市場經濟體企業債券的主流指數內的權重作為它們的債券受被動式債券基金投資的估算，¹⁴ 我們發現此類投資的增加將推高相關債券的企業發行人的長期（而非短期）槓桿比率。圖B1.2中的藍色實心柱表示估算的影響。除了推動新興市場經濟體企業債券市場的發展外，因被動式債券基金所擴大的長期債券投資者基礎亦有利於新興市場經濟體企業的發展。

⁸ Raddatz, Schmukler and Williams (2017) 「International asset allocations and capital flows: The benchmark effect」, *Journal of International Economics*, 108(C)。

⁹ 研究亦發現，主動式基金的投資組合經理傾向於盡可能嚴格地「緊貼」相關基準指數，以減低基金經理短期表現不佳的職業風險。見Miyajima and Shim (2014) 「Asset Managers in Emerging Market Economies」, 《BIS Quarterly Review》, 2014年9月。

¹⁰ Sushko and Turner (2018) 「The implication of passive investing for securities markets」, 《BIS Quarterly Review》, 2018年3月。

¹¹ 國際貨幣基金組織《Global Financial Stability Report》2019年4月版第1章「Vulnerabilities in a Maturing Credit Cycle」。

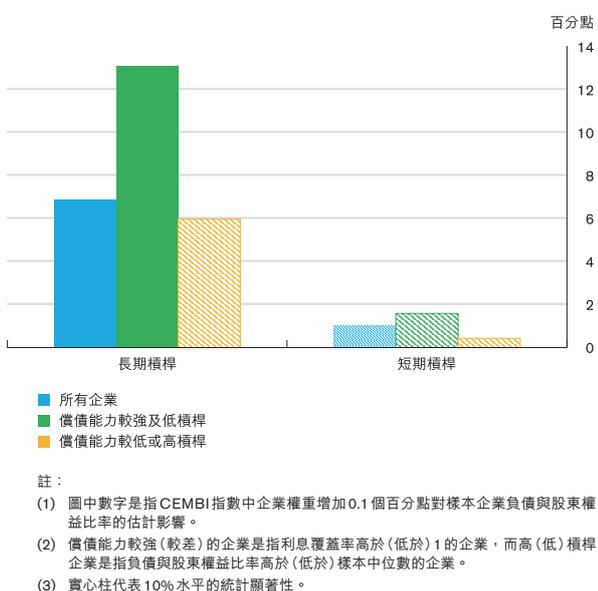
¹² Wu and Wong (2019), 「Does Passive Bond Investing Encourage Corporate Leverage in Emerging Market Economies?」《金管局研究備忘錄》, 2019/13。

¹³ 主動式管理基金的投資組合經理如果認為個別發行人過於進取，可以主動減持其發行的債券。

¹⁴ 這項研究選用摩根大通編制的新興市場公司債券多元分散指數 (CEMBI) 作分析。截至2017年底，CEMBI追蹤新興市場經濟體非金融企業發行的價值3,140億美元的美元計價債券，佔新興市場經濟體所有企業債券的49%。

我們同時發現上述的效應只對基本因素較穩健(尤其是償債能力較強及槓桿比率較低)的新興市場經濟體企業有著顯著的影響(圖B1.2中的綠色實心柱)。面對較高的財務困境成本,高槓桿或償債能力較差的企業似乎反而不會因被動式債券基金的投資而進一步陷入債務陷阱。總而言之,以上研究顯示被動式債券基金投資增長未必會大幅增加新興市場經濟體企業部門的償債能力風險。

圖 B1.2
被動式債券基金投資對企業槓桿的影響



指數推動基金及資金流¹⁵

為了解指數推動基金的增長是否會令新興市場經濟體的證券投資資金流更為波動,我們必須審視指數推動基金相對其他所有不受任何限制的基金而言對外國證券投資(FPI)總資金流的波動性有何影響。首先,利用15個新興市場經濟體的股票投資為焦點作估算,我們發現FPI總資金流中受指數推動部份的波動性普遍低於不受限制的部份。因此,指數推動基金的較快增長很可能是減少而非增加FPI總資金流的波動性。

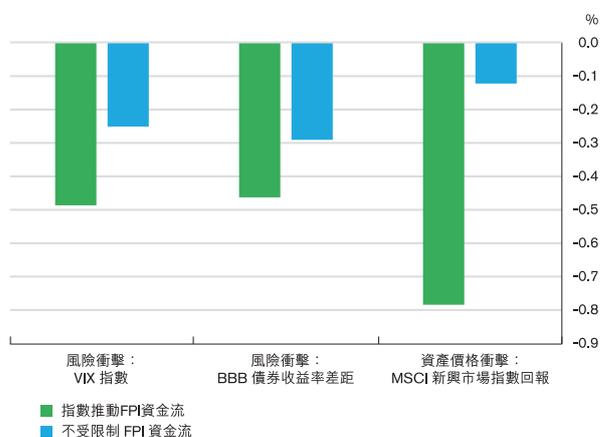
¹⁵ Lau, Sze and Wong (2020), 「Impacts of Benchmark-driven Investment on Volatility and Connectivity of Emerging Market Capital Flows」,《香港貨幣及金融研究中心工作論文》,03/2020。

不過,我們亦發現新興市場經濟體間,FPI總資金流中受指數推動部份的成對相關性通常遠高於不受限制的部份。這與吸收比率(用於衡量各經濟體風險承擔類似程度的統計指標)一致,其中前者的吸收比率遠高於後者,顯示受指數推動FPI資金流對比不受限制的更有可能具有共移性(圖B1.3)。事實上,受指數推動的FPI資金流估計對各種環球衝擊因素及新興市場經濟體常見的衝擊因素,例如VIX指數、BBB債券收益率差距和MSCI新興市場指數更為敏感(圖B1.4)。因此,儘管受指數推動的FPI資金流的波動性通常較低,其快速增長可能會令資金在市場極端不利環境下,突然大幅撤出新興市場經濟體(即所謂的「煞停」)的風險增加。

圖 B1.3
FPI資金流的吸收比率



圖 B1.4
FPI資金流對外部衝擊的敏感度



結論

指數推動基金在促進新興市場經濟體資本市場的發展發揮著越來越重要的作用。一方面，它們有助於投資者發掘新興市場經濟體快速增長所帶來豐厚回報的投資機會。另一方面，它們可用作新興市場經濟體尋找資金來源的有效機制。

對於決策者而言，這些基金的被動或機械性的投資行為有利亦有弊。其主要優點之一是可以普遍減低FPI資金流的波動性。不過，在經濟暢旺時期，這種行為往往會鼓勵企業過度借貸，並助長財政紀律寬鬆的企業借款人的增加。所幸的是，這種負面影響似乎僅限於財務基礎較穩健的企業及企業的長期借貸。¹⁶ 儘管如此，鑒於當前全球長期處於低息環境，許多新興市場經濟體的企業債務仍在不斷累積，尤其是FPI資金流可能在較以往更容易受到環球因素的衝擊下，指數推動投資對新興市場經濟體的影響值得密切留意。

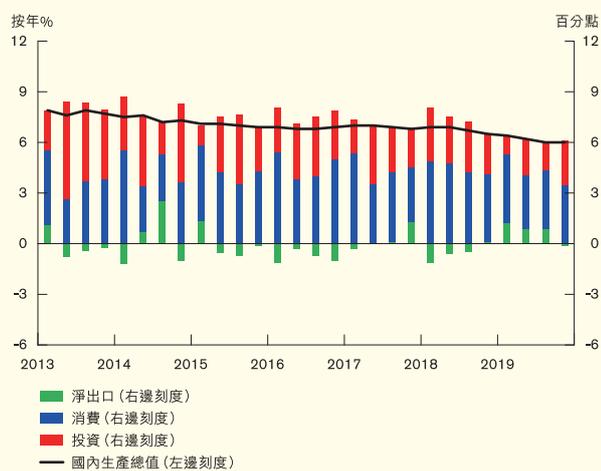
¹⁶ 為減少被動式債券基金的負面影響，越來越多的債券指數提供商採用替代加權方案，例如納入債券信用質素或期限風險等因素，而非只考慮債券的未償還總額作為其在指數中的權重。

2.2 中國內地

實體經濟

由於內需及外需疲弱，中國內地經濟增長於2019年下半年繼續放緩，實質國內生產總值按年增長率由第1季的6.4%及第2季的6.2%放緩至第3季及第4季的6.0%（圖2.10）。全年來看，實質經濟增長由2018年的6.7%放緩至2019年的6.1%，接近官方增長目標的下限。

圖 2.10
中國內地：各需求組成部份對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

在整體增長數字的背後，隨著消費者情緒轉弱，消費增長於下半年放緩。限額以上單位的零售銷售細分數據顯示，一些耐用品的銷售，特別是汽車及珠寶首飾，在下半年有所回落，而非耐用品的銷售情況則相對較好。¹⁷ 在主要細分行業普遍放緩的情況下，固定資產投資增長在下半年亦有所放緩。其中，房地產及基建投資在下半年顯著轉弱，儘管製造業投資在2019年最後幾個月隨著中美貿易談判取得進展而加速增長，但與上半年相比仍然疲軟（圖2.11）。鑑於中美達成初步貿易協議，進出口經歷前幾個季度收縮後於2019年年底反彈。然而，由於2019年年底的進

¹⁷ 限額以上單位包括主營業務收入為2,000萬元人民幣或以上的批發業企業、主營業務收入為500萬元人民幣或以上的零售業企業以及主營業務收入為200萬元人民幣或以上的住宿和餐飲業企業。

口增長速度遠高於出口增速，淨出口對整體增長的貢獻由前3季的正數轉為第4季的負數。

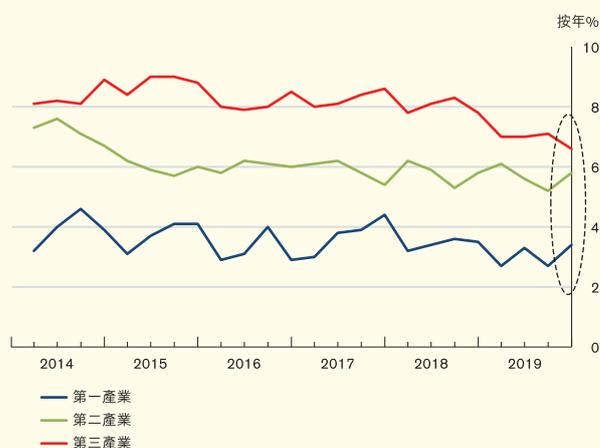
圖 2.11
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業在2019年下半年繼續表現良好，資訊科技及軟件等較高增加值細分行業穩健擴張，不過整體增長在年底亦有所放緩（圖2.12）。相比之下，製造業活動的業務擴張在第3季減慢，但在第4季有所回升，部分反映中美貿易談判取得進展。此外，高科技製造業在2019年下半年繼續保持良好增長。由於第三產業的增長進一步超過其他行業，第三產業在整體經濟增加值中的比重由2018年的53.3%小幅上升至53.9%。

圖 2.12
中國內地：按行業劃分的增加值增長



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

展望未來，雖然中美簽署第一階段貿易協議有助暫時減少內地經濟面臨的外部不明朗因素，但在持續的經濟再平衡及全球經濟放緩的影響下，經濟下行壓力仍然存在。冠狀病毒爆發亦令內地經濟進一步受壓。短期內服務業，尤其是零售業、娛樂業、餐飲酒店業、運輸業和旅遊業將直接受到打擊，而交通運輸和勞工市場中斷所造成的間接影響也很可能會波及整體經濟。

面對內部及外部的不利因素，2019年12月舉行的年度中央經濟工作會議將穩定經濟作為2020年的重點，重申當局將保持積極的財政政策立場，並且注重政策效果和效率。與此同時，當局將繼續保持審慎的貨幣政策立場，降低企業融資成本，尤其是民營企業和小微企業的融資成本，在控制金融風險與支持經濟發展之間取得平衡。

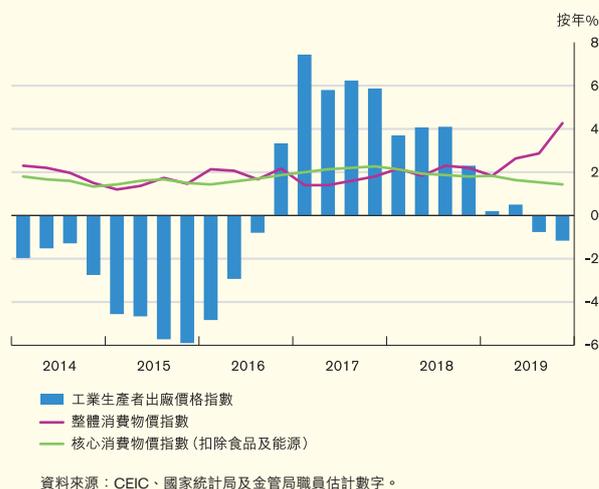
為減輕冠狀病毒爆發對經濟增長和金融穩定的潛在負面影響，中國人民銀行、中國銀保監會、財政部、中國證監會和國家外匯管理局等機構在2月初公布一系列措施，以增強市場信心並支持實體行業。主要措施包括保持銀行體系流動性合理充裕、為生產對抗冠狀病毒所需物資和設備的重點企業提供利息補助，以及鼓勵銀行向受疫情影響的企業，特別是小型企業，提供貸款支持。

大多數市場分析師預計，由於冠狀病毒爆發，中國內地今年第1季的經濟增長可能放緩，但對2020年全年經濟增長的負面影響則較為有限。最新的共識預測顯示，內地經濟增長將放緩至5.2%，較冠狀病毒爆發前下跌了0.7個百分點。

通脹壓力於回顧期內保持在溫和水平。整體消費物價按年通脹由2019年上半年的2.2%上升至下半年平均3.6%（圖2.13），主要原因是食品價格顯著上漲，特別是非洲豬瘟導致豬肉價格飆升。相比之下，在經濟疲弱的情況下，扣除食品及能源價格後的按年核心通脹由2019年上半年平均1.7%下降至下半年的1.5%。

至於生產方面，工業生產者出廠價格通脹於下半年錄得負值，平均按年通縮1.0%，反映工業活動疲弱。

圖 2.13
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹



資產市場

在未受2020年1月疫情打擊前，內地股市於2019年下半年穩步上揚。兩大主板在2019年下半年均錄得升幅，當中小型股表現優於大型股，上海A股指數上升2.4%，深圳A股指數上漲10.3%。此外，通常被稱為「中國納斯達克指數」的創業板指數更上漲了19%（圖2.14）。

圖 2.14
中國內地：內地股市指數及融資融券交易



股市暢旺，部分反映市場情緒在中美達成第一階段貿易協議後直到2019年年底有所改善，而MSCI指數提高A股權重亦令更多資金流入內地股票市場。此外，較高增加值製造商及服務供應商在近幾季的穩健擴張似乎亦為高科技企業及創新企業股價的上漲提供了支持。

隨著投資者風險胃納增加，融資融券餘額的規模（反映股市投資者槓桿的指標）到2019年年底達到一年高位。儘管如此，該規模仍然遠低於2015年年中市場震盪之前的高位。

然而，2020年1月冠狀病毒的爆發導致內地股市在年初大幅上落。上海A股指數於農曆新年假期後2月3日股市重開當天下跌了7.7%，抹平了半年的漲幅，但隨後快速反彈，截至2月底回升5%。

儘管市場情緒在2019年下半年有所改善，投資者仍對表現不佳的公司的潛在風險保持警惕。在債券市場方面，雖然公司發行人的整體融資成本在2019年下半年小幅下跌，但收益率在不同信貸質素的發行人之間仍存在較大差距，特別是經過幾輪存款準備金率下調之後，信用評級較佳的企業發行人繼續享有相對較低的融資成本（圖2.15）。相比之下，評級較低的公司債券收益率雖然有所下降，但仍維持在較高水平。持續的收益利差很可能反映投資者終究擔憂在經濟放緩的情況下，財務狀況較弱的公司的償債能力會下降。

圖2.15
中國內地：5年期公司債券收益率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

事實上，在2019年下半年內有多達51家公司發行人出現債券違約。相比之下，上半年有46家，而2018年全年則只有54家。¹⁸ 2019年的違約債券規模增加至1,790億元人民幣，較2018年增長16.3%（圖2.16）。儘管如此，違約債券相較於整個市場（即違約債券佔非金融債務證券整體餘額的比重）仍然較低，只是從2018年的0.8%微升至2019年的0.9%。進一步的分析表明，2019年下半年的違約個案主要為評級較低的私人發行人，特別是多元化控股公司、礦業公司和建築公司。

¹⁸ 數據來自Wind，包括企業及公司債券、中期票據、短期商業票據及私人配售票據。

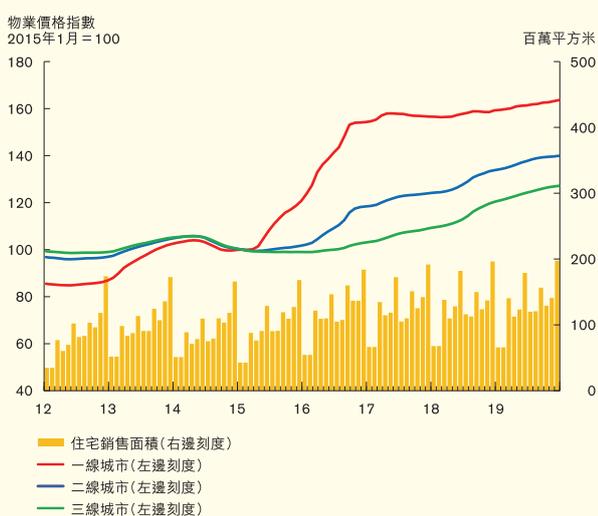
圖 2.16
中國內地：債券違約規模及比例



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

2019年下半年，內地房地產市場暢旺，內地樓價進一步小幅上漲（圖 2.17）。內地政府部門致力遏制與房地產市場相關的系統性風險，在全國各地尤其是主要城市繼續推行收緊措施，包括提高首付要求和限制房地產買賣。

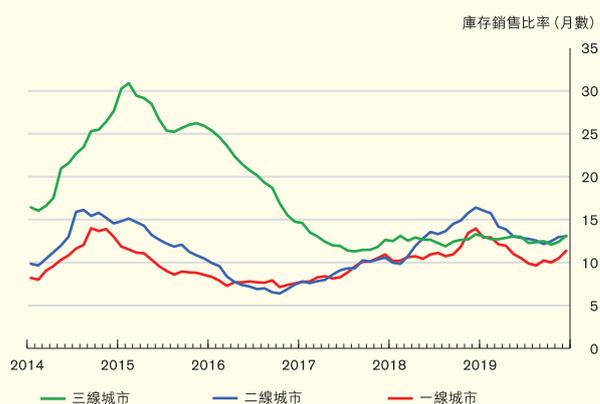
圖 2.17
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

在較低級別的城市，由於房地產市場活躍，住房供應過剩的問題在相當大的程度上繼續受到控制。截至2019年12月，三線城市的庫存銷售比率降至13個月的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖 2.18）。

圖 2.18
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



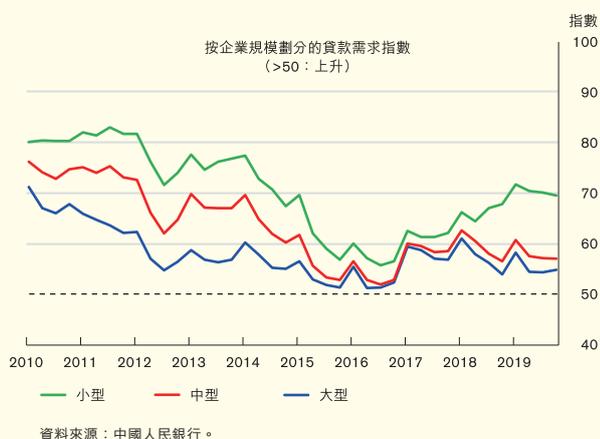
資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

短期內，遏制投機性需求的措施（例如提高首付要求）大概保持不變，尤其是主要城市。於2019年12月，中央經濟工作會議重申「房住不炒」的原則。不過，對於個別較低級別的城市，由於近期經濟放緩，有報導指當地政府放寬了一些限制措施，例如放寬針對外來人才的住房限購。在供應方面，政府除了承諾加快建設保障性住房外，亦同時加快發展租賃市場，以更靈活的方式增加土地供應。

信貸分配及銀行資產質素

在2019年下半年，內地不同規模企業的貸款需求差異有所收窄。其中，大型企業的貸款需求在第4季輕微回升。相反，伴隨政府鼓勵銀行向小型企業借款人提供貸款，小型企業的貸款需求小幅下跌（圖 2.19）。

圖 2.19
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數



儘管如此，小型企業對銀行貸款的需求仍然強勁，表明最近幾個季度的整體正規信貸供應仍然低於小型企業的需求，而同時小型企業從非正規渠道所取得的信貸供應轉差。事實上，在持續的金融去槓桿期間，銀行減少參與影子銀行活動及理財產品的發行後，信託貸款及證券公司的受託管理基金等影子銀行活動於2019年進一步收縮(圖2.20)。

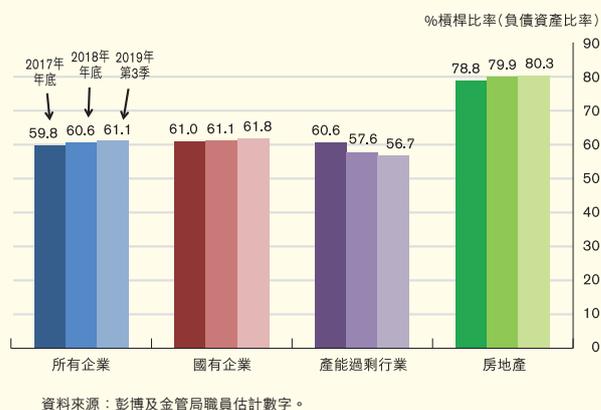
圖 2.20
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理基金的增長



為填補非正規信貸收緊所帶來的缺口，中國人民銀行去年多次降低存款準備金率，包括兩度針對合資格的小型銀行定向降準，以促進銀行向小微企業提供貸款(詳情請參閱財政及貨幣政策部份)。因此，授信額度低於1,000萬元的「最小型」公司的未償還銀行貸款在2019年增長了25%以上，而2018年為18%，2019年的增長幅度幾乎是整體貸款增幅的兩倍。反映貸款供應增加，「最小型」公司的平均借貸成本由2018年的7.39%降至2019年年底的6.70%。

雖然銀行對「最小型」公司的貸款增長進一步加速，但向企業部門批出的整體銀行貸款增長在2019年基本保持穩定，增幅約為11%。儘管除「最小型」公司之外無法取得關於其他不同規模企業的銀行信貸分布的進一步公開資料，根據對上市公司的數據分析，產能過剩行業在2019年首3季繼續去槓桿(圖2.21)，這或反映出銀行對償債能力較弱的企業借款人進一步收緊了貸款的審批標準。

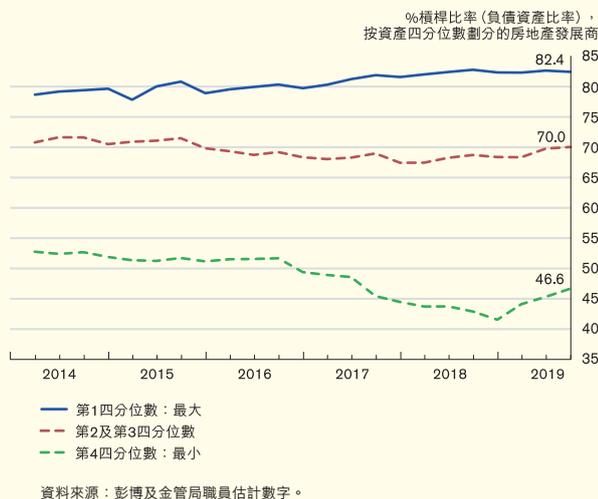
圖 2.21
中國內地：上市企業的槓桿比率



雖然產能過剩行業繼續去槓桿，但上市公司的整體槓桿比率仍維持在合理水平。這或反映到正在進行的結構性去槓桿舉措，相關舉措旨在維持經濟的整體槓桿比率，同時亦對諸如殭屍公司等效率較低的借款人去槓桿，並將財務資源重新分配予更高效率的市場實體。

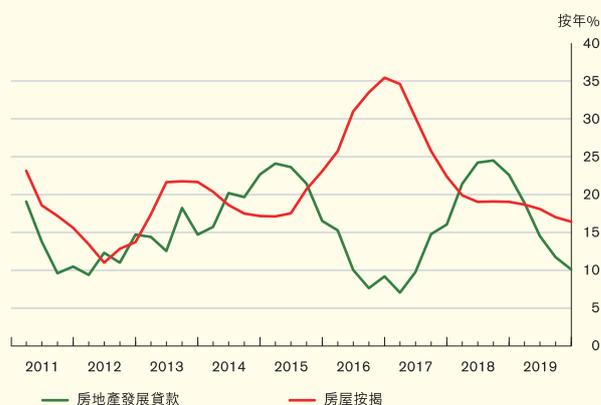
在高槓桿行業中，房地產與實體行業及金融行業環環相扣，因此對金融穩定性有重要意義。截至2019年第3季，房地產發展商的槓桿比率大致保持穩定（圖2.21）。進一步的分析表明，槓桿化主要集中在財務狀況通常較好的大型和中型發展商。小型發展商的槓桿比率仍相對較低，但由於小型發展商通常集中在較低級別的城市，而當地物業市場較為暢旺，因此小型發展商的槓桿比率自2018年年底以來反彈回升。鑒於小型發展商的財務狀況相對較弱，需要密切監控槓桿比率快速上升的情況（圖2.22）。

圖 2.22
中國內地：按企業規模劃分的房地產發展商的企業槓桿



儘管小型發展商的槓桿比率有所上升，整體房地產發展貸款的同比增長卻由2018年年底的22.6%進一步放緩至2019年12月的10.1%，主要原因是去年同期基數較高。按揭貸款增長率亦從2018年年底的19.0%放緩至2019年第4季的16.4%，可能反映有關的收緊措施（圖2.23）。銀行對於房地產市場的直接敞口風險，即房地產發展貸款及房屋按揭佔銀行貸款總額的合計比重，大致維持在28%左右的穩定水平。

圖 2.23
中國內地：房屋按揭及房地產發展貸款的增長



於回顧期內，銀行整體資產質素維持穩健。整體不良貸款率維持在2%以下，由2018年年底的1.83%微升至2019年第4季的1.86%。關注類貸款佔銀行貸款總額的比重於同期大致穩定，維持在3.0%左右的較低水平¹⁹（圖2.24）。

圖 2.24
中國內地：銀行的不良貸款率及關注類貸款比率

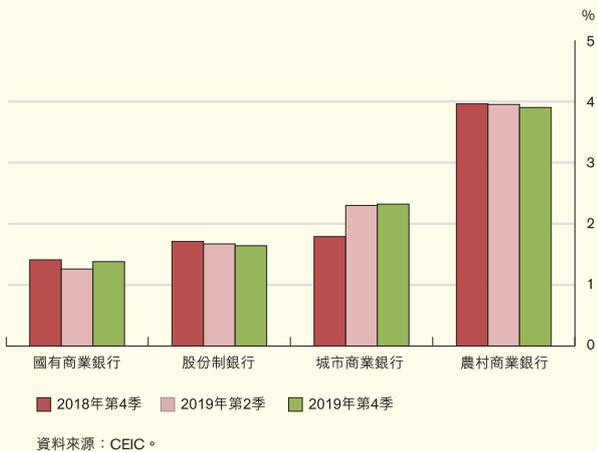


儘管如此，小型銀行似乎面臨一些壓力，部分原因是近期經濟放緩導致企業借款人特別是小型企業借款人的還債能力惡化。於回顧期內，農村商業銀行的不良

¹⁹ 根據中國銀行保險監督管理委員會的定義，關注類貸款是指儘管借款人目前有能力償還債務，但存在一些可能對償還產生不利影響因素的貸款。不良貸款包括被分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行亦因而會遭受不同程度的損失。

貸款率維持在比較高的4%左右。城市商業銀行的不良貸款率於2019年年底約為2.30%左右，與同年6月份的水平相近，部分由於回顧期內尤其是第4季加快處置壞賬所致（圖2.25）。

圖 2.25
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



為遏制銀行體系面臨的潛在系統性風險，內地當局建立「四道防線」機制，以加強對小型銀行的監管，並完善銀行的危機管理²⁰。因此，雖然在2019年裏有三家小型銀行出現違約，但對整個銀行業穩定的相關影響相當有限。當中，在包商銀行被接管之後，銀行同業市場資金成本（如短期回購利率和上海銀行間同業拆放利率）有所上升，但幅度並不特別大。在中國人民銀行注入流動性之後，銀行同業市場資金成本很快下降。相比之下，市場對錦州銀行和恆豐銀行出現違約的反應似乎並不大。

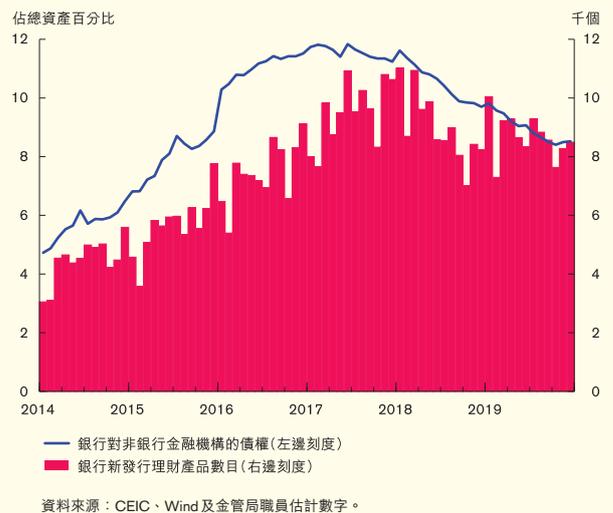
儘管小型銀行面對一定的資產質素壓力，內地銀行業的整體風險看來仍較為溫和。現時，內地銀行（尤其是具系統重要性銀行）的不良貸款率仍然維持在大致穩定的較低水平。此外，較高的撥備覆蓋率亦有助保護銀行免受日後的損失影響。截至2019年年末，銀行的撥備覆蓋率為186%，遠高於監管要求。儘管如

²⁰ 「四道防線」是指中國人民銀行所用的四種流動性管理工具，包括再貼現、流動性再貸款、常備借貸便利和存款準備金。這些工具有助於遏制小型銀行面臨的流動性風險並防止風險蔓延至整個銀行體系。

此，小型銀行仍需密切監督，主要是因為其借款人大多為容易受到冠狀病毒爆發不利影響的小型服務供應商及當地廠商。

於回顧期內，內地銀行業監管機構繼續限制銀行參與影子銀行業務，以遏制系統性風險。影子銀行活動於2019年下半年因此進一步收縮。其中，銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重到2019年年底已經連跌近八個季度（圖2.26）。隨著有關當局收緊影子銀行活動，銀行理財產品（影子銀行活動的主要資金來源）的發行於2019年下半年亦有所下降。

圖 2.26
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權佔銀行資產總額的比重及新發行的理財產品數目



匯率及跨境資本流動

在2019年前三季，鑑於市場憂慮中美貿易糾紛及經濟增長疲弱，在岸人民幣貶值了3.8%。然而，隨著中美兩國宣佈第一階段貿易協議，在岸人民幣匯率在最後一季上漲了2.7%，於2020年年初亦因為美國在1月中將中國剔除出匯率操縱國名單而進一步上升。不過，由於擔心冠狀病毒爆發會拖累中國經濟，美元兌人民幣匯率由1月17日的6.86跌至2月3日的7.02（圖2.27）。

圖 2.27
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣匯率



相較於在岸人民幣，離岸人民幣於回顧期內大部分時間有較大的波動。由於冠狀病毒爆發，彭博提供的最新 2020 年第 2 季美元兌人民幣匯率的共識預測大致保持在 7.0 左右。

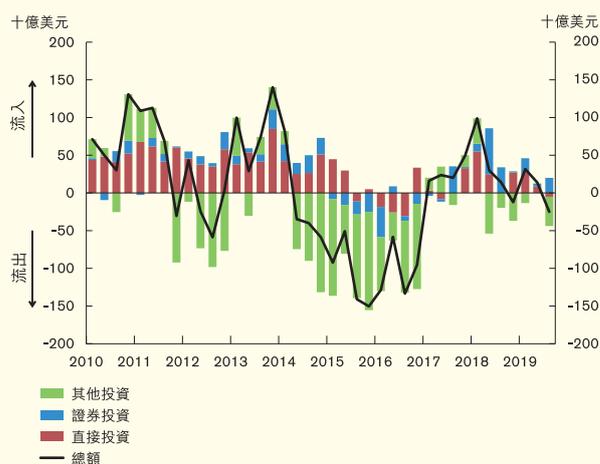
縱使 2019 年下半年外匯市場情緒有所改善，但仍有跡象表明資本外流有所增加，這或反映市場對經濟放緩的擔憂依然存在。剔除估值影響，2019 年的外匯儲備估算在上半年顯著增加，在下半年則稍微下降。人民銀行外匯佔款變動是衡量跨境資金流動的另一個常用指標，該指標亦顯示 2019 年上下半年有輕微的資本外流情況（圖 2.28）。儘管如此，與前幾年人民幣大幅貶值時相比，資本外流的壓力要小得多。2019 年全年來看，內地整體外匯儲備基本保持在 3 萬億美元以上。

圖 2.28
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



國際收支平衡最新統計資料亦顯示，第 3 季的資本外流處於溫和水平（圖 2.29）。當中，透過其他投資的資金淨流出在回顧期內有所增加，主要原因是居民償還境外貸款較多以及貿易信貸淨流出增加。此外，由於非居民對內地的投資出現停滯，直接投資在連續 8 個季度錄得淨流入之後首次錄得淨流出。相反，證券投資的資金流入仍然強勁，原因是居民減少購買海外股票以及國際投資者增持內地股票。

圖 2.29
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資金流動



展望未來，資本流動在短期內或持續波動。一方面，中美第一階段貿易協議有助增強市場信心。事實上，較為近期的高頻數據顯示，於2019年最後兩個月及2020年首月，股票市場錄得大額淨流入，逆轉了早前因貿易糾紛引發市場波動而出現的資本外流情況（圖2.30）。此外，隨著MSCI指數在2019年2月下旬宣佈提高A股權重，彭博全球綜合債券指數自2019年4月1日起逐漸納入中國債券，以及內地金融市場進一步開放，短期內這些利好因素將繼續支持資本流入²¹。儘管如此，在冠狀病毒疫情的蔓延、下一階段的貿易談判、全球經濟放緩以及潛在的地緣政治風險等眾多不確定因素下，投資者情緒仍然受到困擾。

圖 2.30
中國內地：流入內地股票及債券的資金



財政及貨幣政策

至於貨幣政策方面，中國人民銀行在採取審慎立場的同時，亦繼續提升貨幣政策的傳導效率，在經濟放緩及冠狀病毒爆發期間致力降低融資成本，尤其是對民營企業和小微企業。繼8月17日完善貸款市場報價利率形成機制後，中國人民銀行兩度在9月和11月分別下調1年期貸款市場報價利率5個基點。相應地，截至2019年年底的1年期貸款市場報價利率為

4.15%，較形成機制完善之前下降16個基點。於回顧期內，中國人民銀行亦宣佈幾輪降準，向銀行體系釋放更多流動性。其中，中國人民銀行在9月除了對主要服務當地企業的特定城市商業銀行定向下調存款準備金率100個基點，亦同時全面下調存款準備金率50個基點。2020年1月，中國人民銀行宣佈再次全面下調存款準備金率50個基點，以紓緩春節前的流動性壓力，並進一步促進銀行向企業提供貸款。因應冠狀病毒爆發，中國人民銀行亦於2月初透過公開市場操作向銀行體系淨投放5500億元人民幣，並將7天及14天逆回購利率以及1年期貸款市場報價利率一併下調10個基點。

自2019年下半年以來，中國內地已進行幾輪降息和降準，因此即使面對2019年小型銀行信貸事件及2020年冠狀病毒爆發，銀行體系的整體流動性仍基本保持穩定。於回顧期內，金融機構的7天銀行間質押式回購加權利率（R007）和10年期中央政府債券收益率均有所下降（圖2.31）。

圖 2.31
中國內地：主要市場利率



²¹ 國家外匯管理局亦於2019年9月取消合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者的投資額度限制，而中國證券監督管理委員會其後宣佈取消證券公司和基金管理公司的外資股比限制，自2020年起分階段實施。

由於銀行間融資成本下降，2019年下半年非金融部門的加權平均銀行貸款利率亦有所下降。儘管如此，企業貸款的風險溢價仍維持於高位，部份原因是近來經濟放緩及中美貿易局勢緊張有可能導致企業借款人的還款能力下降(圖2.32)。

圖 2.32
中國內地：向非金融部門提供的加權平均銀行貸款利率(僅限一般貸款)與1年期中央政府債券收益率的利差



註：一般貸款指剔除按揭及票據融資的銀行貸款，是企業貸款的代理指標。
資料來源：CEIC、中國人民銀行及金管局職員估計數字。

為推進利率市場化和進一步降低實體部門的融資成本，中國人民銀行於2019年12月指示內地金融機構自2020年起須將現有貸款的參考利率由原本的貸款基準利率逐步改為貸款市場報價利率。此舉有助加快利率市場化的進程，有望改善貨幣政策傳導並更好地向實體行業傳導降息的政策效果。

財政政策方面，政府繼續採取積極的政策立場。於2019年，政府對內地企業實施的減稅降費合共約2.3萬億元人民幣。在對抗冠狀病毒爆發方面，政府亦宣佈為對防疫提供重點支持的企業提供利息補助，以及為企業減稅降費，尤其是小微企業。政府整體稅收的按年增長率由2018年的8.3%下降至2019年的1.0%，反映政府減輕企業稅費負擔措施的效果顯著。

儘管稅收收入增長大幅放緩，公共支出的按年增長仍然高企，2019年按年增長率為8.1%，縱使相較於

2018年的8.8%略為放緩。在採取這些積極舉措後，政府一般公共預算和政府性基金的支出與收入之間12個月的累計缺口於2018年升至佔國內生產總值的4.7%後，於2019年更進一步擴闊至5.6%(圖2.33)。

圖 2.33
中國內地：政府支出與收入的缺口



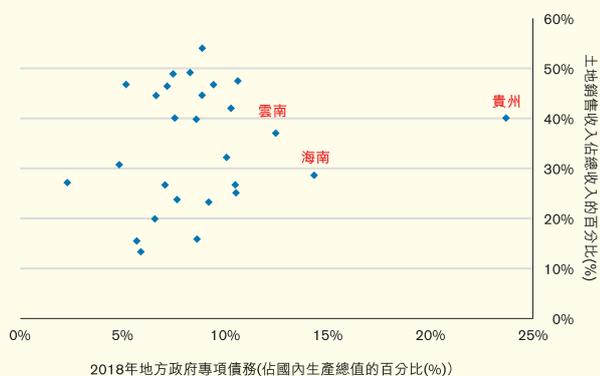
資料來源：Wind、財政部及金管局職員估計數字。

為填補資金缺口，地方政府加快專項債券的發行。其中，2019年新發行的專項債券達2.6萬億元人民幣，而2018年則為2萬億元人民幣。此外，財政部亦允許在2020年提前發行1萬億元人民幣的地方政府專項債券，以進一步推動公共支出。

在債券發行加速的情況下，地方政府債務餘額按年增加15%，於2019年年底達到21萬億元人民幣，而2018年的增長率則為12%。儘管如此，地方政府債務的整體風險仍然可控，因地方政府債務對國內生產總值的比率仍處於較低水平，雖然仍由2018年年底的20.4%輕微上升至2019年年底的21.5%。

然而，一些地方政府可能面臨融資壓力，因為作為地方政府主要收入來源的土地銷售收入的增長由2018年的25%大幅放緩至2019年的11%。事實上，我們的分析顯示一些地方政府，如貴州、海南和雲南可能對房地產市場變化較為敏感，因為其債務負擔相對較重且過往收入很大程度上倚賴土地銷售(圖2.34)。

圖 2.34
中國內地：2018 年土地銷售收入和地方政府專項債務



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

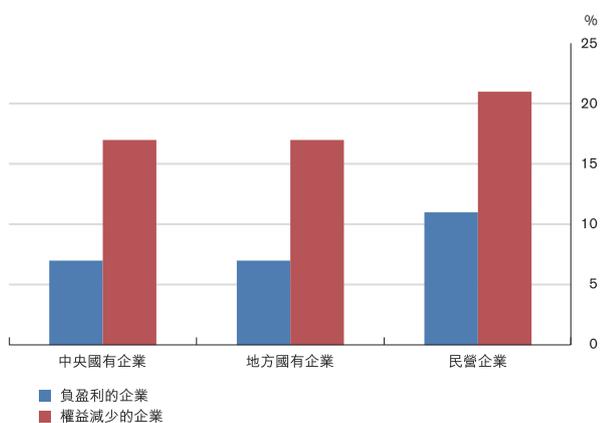
於回顧期內，內地當局繼續推出具針對性的貨幣及財政政策，以支持民營企業尤其是小型民營企業。但有媒體報導和市場分析師指出，儘管有上述舉措，民營工業企業或面臨股東權益下降的情況。專題2探討內地工業企業權益下降的原因，發現民營企業或小型企業並沒有在本質上更容易遭受規模縮減或「倒退」（詳情請參閱專題2）。

專題 2 內地企業權益下降背後的原因何在？

引言

許多人認為在政府推動企業部門去槓桿及中美貿易關係緊張的背景下，2018年對內地企業而言是較為困難的一年。即使是作為優秀企業代表的上市公司，亦面臨嚴峻形勢。據公司年度報告顯示，2018年有相當部分的公司出現虧損及權益減少²²（圖 B2.1）。

圖 B2.1
2018年虧損企業及權益減少企業所佔百分比



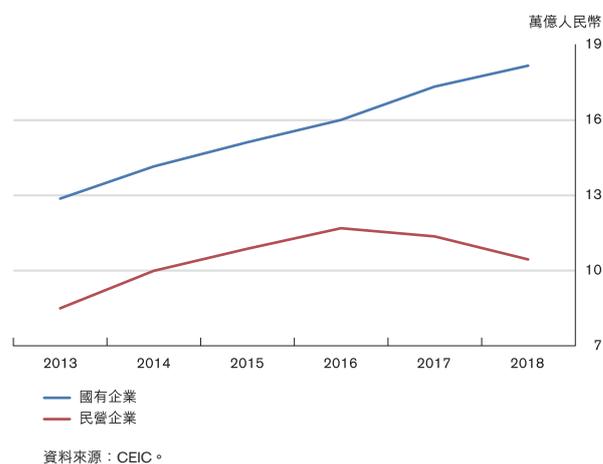
資料來源：Wind及金管局職員計算數字。

除了相當部分的企業出現虧損外，從圖 B2.1 亦可以觀察到兩個現象。首先，權益下降企業的數量明顯超過虧損企業的數量，表明應該有其他重要原因導致權益收縮。其次，平均而言，相較於國有企業，有更多的民營企業出現虧損及權益下降。這一發現似乎與使用匯總數據分析的一些研究結果相呼應，亦即自 2017 年以來，規模以上的民營工業企業的權益總額有所下降，而國有企業的權益總額卻繼續增加²³（圖 B2.2）。

²² 相比之下，2017 年的數目要小得多，對於民營企業而言尤其如是。具體而言，2017 年中央國有企業、地方國有企業及民營企業出現虧損的百分比分別為 6%、4% 及 3%，而出現權益減少的百分比則分別為 12%、12% 及 7%。

²³ 參見唐建偉 (2018) 和張曉晶 (2018) 等人的研究。這些研究指出，民營企業資產減少的速度高於負債減少的速度，導致民營企業的槓桿率在 2018 年被動地增加。

圖 B2.2
按公司類型劃分的所有者權益變化



資料來源：CEIC。

基於這些觀察，本研究嘗試回答以下問題：1) 內地企業權益下降，除了虧損外，還有甚麼其他原因？2) 出現權益下降的民營企業數量多於國有企業數量，這能否用所有制或企業規模去解釋？以及 3) 內地企業權益減少產生何種影響？

從會計角度看權益的構成

為回答上述問題，我們首先研究影響企業權益的構成要素。其中，根據內地企業會計準則 (PRC GAAP)，所有者權益的主要構成部分包括：

$$\text{權益總額} = \text{實收資本} + \text{資本公積} + \text{留存收益} + \text{其他綜合收益}$$

導致右邊構成部分發生變化的事項亦會導致權益改變²⁴。例如，企業盈利可以增加留存收益，從而提升所有者權益。實際上，影響權益總額的因素有很多，而盈虧只是其中之一。表 B2.1 中歸納出影響權益變動的主要事項。

²⁴ 嚴格來說，在內地企業會計準則之中，留存收益對應未分配利潤及盈餘公積兩個項目；在此為簡單起見，統稱為留存收益。

表 B2.1
影響權益構成部分的主要事項

	實收資本	資本公積	留存收益	其他綜合收益
發行新股	√	√		
股票回購	√	√		
盈虧			√	
股息分配			√	
同一控制下的併購		√		
可供出售的金融資產公允價值變動				√

表B2.1中所列出的前四個因素最為重要：新股發行、股票回購、當期損益及股息分配。已上市公司仍可透過在二級市場發行新股(增發)去增加實收資本和資本公積。回購的股票成為庫存股，會抵減所有者權益²⁵。本期出現淨盈利的話會令權益總額增加，出現淨虧損則會令權益總額減少。向股東分配股息會令權益總額減少。

其他事項雖然較不常見，但亦會影響權益總額。如果一間公司收購另一間公司，而收購方及被收購方都由同一第三方控制，則收購價格與被收購方可識別淨資產之間的差額將被計算入其他資本公積。在其他情況下，如果一間公司持有其他上市公司的股票並將相關股票歸類為可供出售的金融資產，則這些股票的市場價值增加將計入其他綜合收益，進而提升權益總額。

需要注意的是，該表格並未涵蓋所有影響權益變動的事項，特別是那些與此處所列的主要事項相比並不常見的事項²⁶。此外，表格並未列出可引致各權益構成部分重新分配但並不影響權益總額的事項。

²⁵ 企業可以出於不同目的而回購自身的股票，例如向員工提供股票獎勵，或者註銷相關股票以提升股價及投資者信心。無論最終目的是甚麼，回購的股票首先成為庫存股，令權益總額減少，然後企業再對庫存股採取進一步行動，以實現股票回購的最初目的。

²⁶ 其他事項包括股東捐贈、各類金融工具之間的重新分類、股份支付、將固定資產重新分類為投資物業、所投資公司的權益變動、發行永續債券或可轉換債券、以及外幣折算差額等。

驅動權益變動的因素：實證框架及結果

透過公司層面的同業比較分析，本文研究影響權益變動的相關事項對權益總額有何影響，以及所有制類型是否重要。本文研究採用2018年的上市工業企業資料。最終樣本²⁷包括2,158間企業，其中民營企業佔71%，中央國有企業佔11%，地方國有企業佔18%²⁸。回歸方程式如下所示：

$$\Delta \text{權益}_i = \beta_0 + \beta_1 * \text{所有制}_i + \beta_2 * \text{小型企業}_i + \beta_3 * \text{權益事項}_i + \beta_4 * \text{行業虛擬變數}_i + e_i$$

其中 $\Delta \text{權益} = (\text{權益}_{2018} - \text{權益}_{2017}) / \text{權益}_{2017} * 100$ 。所有制是一個向量，變數包括地方國有企業及民營企業虛擬變數。就此意義而言，參考群組是中央國有企業。小型企業是一個虛擬變數，對於小型企業²⁹等於1；之所以將其包括在內是因為小型企業往往被視為更脆弱，在不利條件下可能受到更大影響。權益事項是一個向量，變數在基準模型設定下包括四個主要因素(盈利、股息分配、增發及股票回購)，在替代模型設定下包括兩個其他因素(其他綜合收益及關聯方併購虛擬變數³⁰)。除關聯方併購虛擬變數外，所有影響權益變動的因素均以相對2017年年底權益總額的比例進行衡量。在全部模型設定中，行業固定效應均受到控制。

²⁷ 我們將ST(特別處理)股票排除在外，因為其指標數值往往異常並可能使結果偏斜。此外，數據以1%和99%的比率進行雙側縮尾處理，以盡量減少離群值的影響。

²⁸ 一小部分公司的所有制類型可能在期間發生變化。此處分類以2017年年底各公司的所有制類型為準。

²⁹ 小企業虛擬變數捕捉在所有企業中資產規模位於後25%的企業。

³⁰ 由於數據限制，此處採用關聯方併購作為同一控制下的併購的代理指標。

表 B2.2
影響權益變動的因素對權益總額的影響

	基準 – 完整樣本	附額外控制 – 完整樣本	附額外控制 – 權益減少之企業
小型企業虛擬變數	0.66 (1.37)	0.40 (0.85)	2.51*** (3.30)
地方國有企業虛擬變數	0.89 (1.13)	0.97 (1.27)	-0.14 (-0.12)
民營企業虛擬變數	1.24* (1.80)	0.87 (1.30)	-1.68 (-1.61)
盈利	1.03*** (58.90)	1.03*** (60.80)	0.83*** (40.38)
股息	-0.61*** (-9.48)	-0.64*** (-10.17)	-0.74*** (-7.12)
增發	0.71*** (56.69)	0.71*** (58.13)	0.09* (1.94)
股票回購	-0.89*** (-5.61)	-0.82*** (-5.32)	-0.46*** (-2.67)
其他綜合收益		1.65*** (8.89)	0.68*** (3.64)
關聯方併購		-3.57*** (-6.06)	-3.84*** (-4.85)
常數	-1.11 (-1.20)	-0.51 (-0.56)	-3.61** (-2.52)
樣本數目	2158	2158	435
調整後的 R 平方	0.787	0.799	0.830

註：括弧中為 t 統計量。
* p<0.1 ** p<0.05 *** p<0.01

主要回歸結果如表 B2.2 所示。小型企業及民營企業虛擬變數的係數在統計上不顯著或為正值，表明小型企業或民營企業的性質不會對權益總額產生負面影響。所有重大權益事項的係數在統計上均為顯著，並且具有預期符號。盈利及增發會令權益增加³¹，而分配股息及回購股票會令權益減少。其他因素（如其他綜合收益及關聯方併購）對權益變動亦有顯著影響。

圖 B2.3
主要權益事項的貢獻率——完整樣本

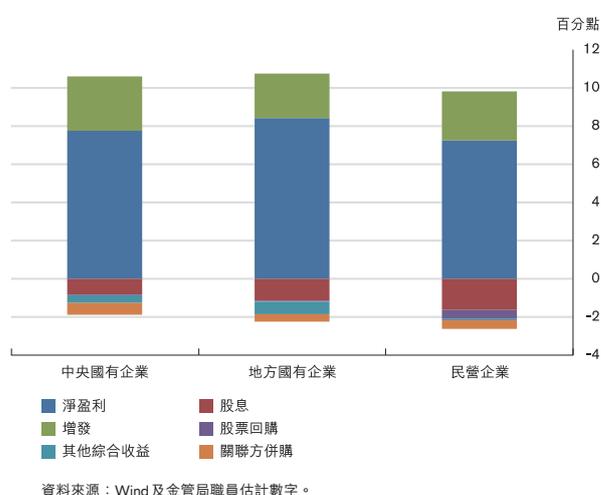
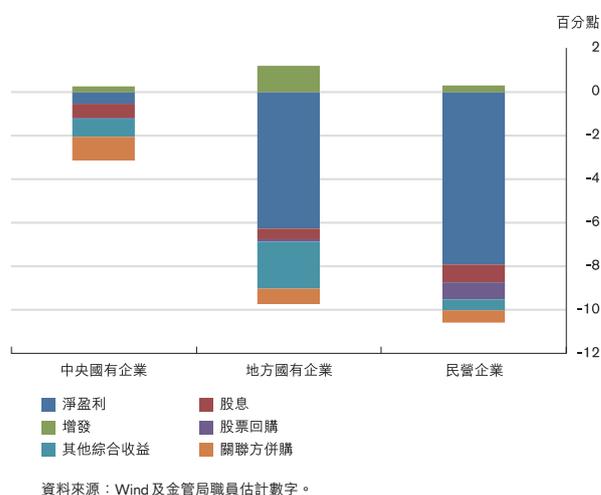


圖 B2.3 顯示基於完整樣本估計的（表 B2.2 第二欄）各個權益事項的平均貢獻率。該圖表明，對於所有三類企業，平均來說利潤是最大的權益影響因素，而增發的影響亦相當大。股息分配是造成權益減少的一個重要因素，而民營企業的股息分配在三類企業中似乎最多。研究亦發現，其他綜合收益會令權益減少，特別是就國有企業而言，這或表明國有企業的投資組合表現較差。相比之下，股票回購對民營企業的影響要大於國有企業，表明民營企業回購更多股票。其中一個可能原因是為了推高股價，假如民營企業將股票作為抵押以獲取外部資金。

圖 B2.4
重大權益事項的貢獻率——僅限權益減少企業



³¹ 確切地說，增發有三種方式：供股、公開招股和私人配售。此處回歸中的增發主要是私人配售，因為樣本中的公司很少採用其他兩種方式。

圖 B2.4 顯示權益因素對樣本的一個子群組的影響，相關樣本僅包括在 2018 年出現權益下降的企業（結果基於表 B2.2 第三欄）。整體而言，中央國有企業只有少量的權益減少，而負盈利亦只起輕微作用。相反，虧損是導致地方國有企業和民營企業權益下降的最大因素。除此之外，地方國有企業受其他綜合收益的負面影響更大，但增發獲得資金較多。相比之下，出現權益下降的民營企業從增發獲得的權益資金較少，而較多的股息分配及股票回購亦令權益下降。

結論

鑒於持續的國內結構性改革以及中美貿易糾紛，2018 年對中國內地企業而言是較為困難的一年。2018 年上市工業企業的數據顯示，內地上市公司整體繼續增長，但權益下降的企業所佔份額有所增加。透過探討影響企業權益變化的因素，兩個觀察結果得以顯現。

首先，上市公司的所有制或規模對企業權益下降並沒有顯著的邊際解釋力。這表明民營企業或小型企業並非如一些傳媒報導及市場分析師認為的在本質上更容易遭受規模縮減或「倒退」。

第二，這種權益減少對地方國有企業及民營企業的影響尤甚，而最主要因素是負盈利。儘管企業的盈利能力可能會因為政府推出的利率優惠或減稅降費等措施而有所改善，導致權益下降的較為結構性的因素亦不容忽視。例如，其他綜合收益的減少似乎是造成地方國有企業權益下降的第二重要原因，突顯投資於主營業務之外的企業的較低效率。相比之下，如果民營企業回購股票是為了推高股價從而維持股票抵押貸款，這亦可能令人關注。

需要注意的一點是，由於數據的限制，本研究僅包括上市公司樣本，而非上市公司的情況可能有所不同。例如，其他研究表明一些民營企業不再屬於規模以上

企業範圍³²，不排除當中原因可能是企業破產而非只是資產負債表收縮。因此，此處有關上市公司的研究結果可能無法推廣至內地所有工業企業。

參考文獻

丁安華。《招銀國際宏觀研究報告(2019年)》。

唐建偉。《如何看待中國企業槓桿率的新變化》。交通銀行金融研究中心。2018年(11月7日)。

張曉晶。《去槓桿政策轉向了嗎?》。國家金融與發展實驗室。2018年(11月1日)。

³² 例如，丁安華(2019)指出，自2017年以來，規模以上企業的數量減少，而被剔除出局的大多是民營企業。