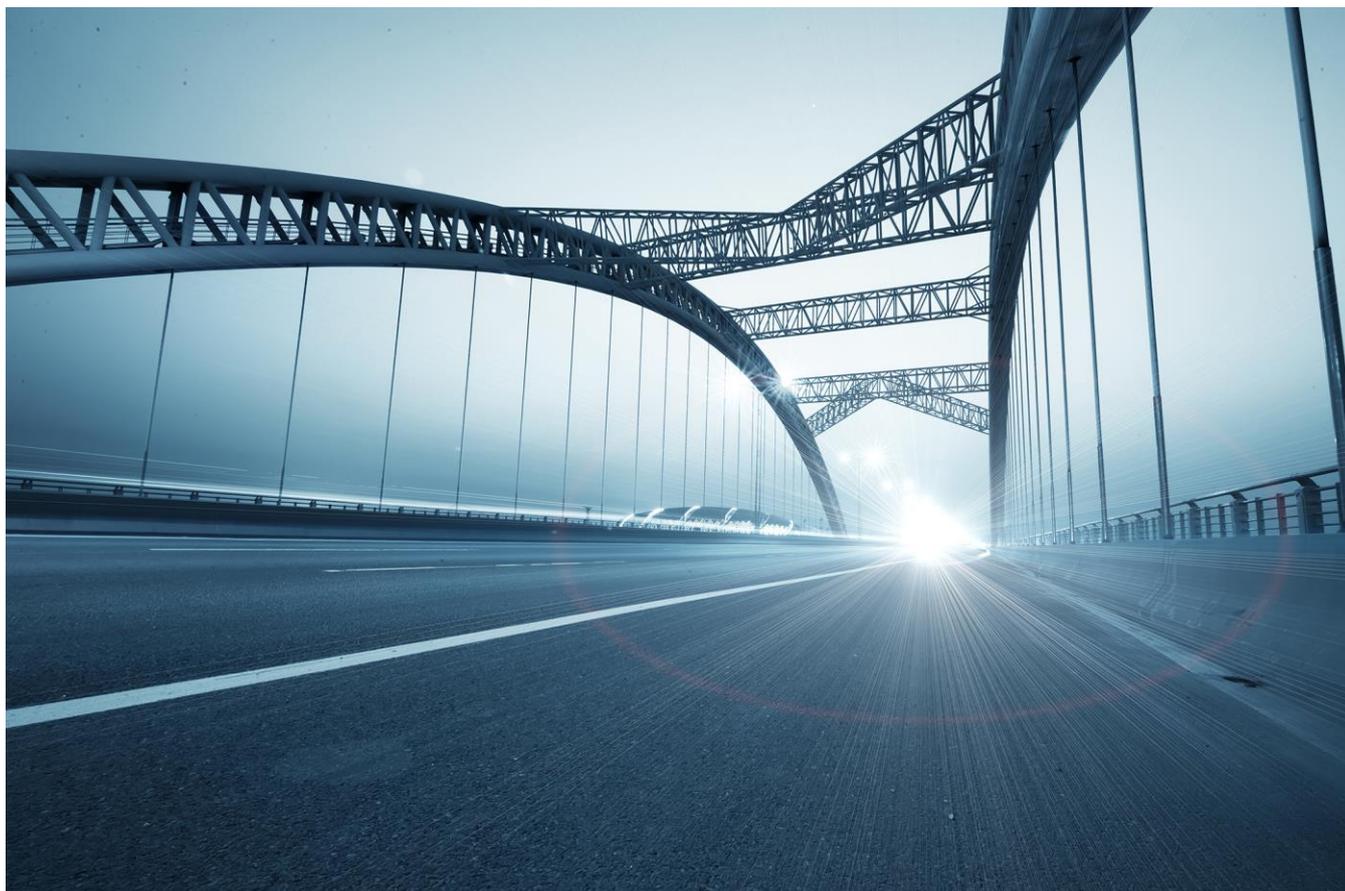


实体经济去杠杆需标本兼治

2017年8月3日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大 邮箱：lianhe@lhratings.com

街2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

实体经济去杠杆需标本兼治

联合资信评估有限公司 李振宇 刘艳 林青 郝帅

2015年党的十八届五中全会提出“降低杠杆率”，2017年7月14至15日全国金融工作会议上，习近平总书记重申稳妥推进去杠杆。习近平指出，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。去杠杆、防风险仍是未来较长一段时间的重要任务之一。

一、杠杆率的含义与高杠杆的风险

在经济学范畴中，杠杆率在宏观和微观层面的含义不尽相同。在微观层面，杠杆率一般指经营杠杆和财务杠杆。经营杠杆是指在某一固定成本比重的作用下，销售量变动对利润产生的作用，一般用息税前利润变动率相当于产销量变动率的倍数来衡量。财务杠杆是指经济主体（企业或家庭）通过负债实现以较小的资本控制较大的资产规模的比例，通常情况下，负债与资产之比（资产负债率）、所有者权益与资产之比（权益比率）、所有者权益与负债之比以及上述指标的倒数，都可用于衡量杠杆率。

在宏观层面，由于缺少各部门（政府、非金融企业、居民/家庭、金融机构）完整的资产负债表，导致上述指标难以计算，需要考虑其他指标作为替代，负债率（指年末债务余额与当年GDP的比率）和债务率（指年末债务余额与当年政府综合财力的比率）是国际上常用的两个衡量指标。

高杠杆是产生系统性金融风险的重要原因，对宏观经济稳定影响巨大。根据国际清算银行（BIS）统计，2011年以来，我国非金融企业负债率已由181.10%升至2016年的257.00%。高企的杠杆率会给企业形成大量的债务利息

支出，降低企业盈利能力，引发企业债务偿还风险，导致银行不良贷款率不断上升，增大金融行业的系统性风险。与此同时，我国企业间相互担保和循环担保现象比较普遍，债务风险在担保链中的传递，可能加剧区域性金融风险。高杠杆是金融高风险的源头，只有从根本上切实履行去杠杆工作，才能有效防范系统性金融风险的发生。

二、去杠杆取得初步成效，但仍存在一定问题

1. 地方政府隐性债务加大经济杠杆

近年来，随着债务规模的持续迅速增长，地方政府的债务风险不断积累，国家相继出台了《国务院关于加强地方政府债务管理的意见》、《关于对地方政府债务实行限额管理的实施意见》、《地方政府性债务风险应急处置预案》等规定，对地方政府债务风险管控逐步加强，弱化了地方政府信用与城投企业的关联性。根据财政部公布的数据¹，截至 2016 年底，全国地方政府债务余额 15.32 万亿元，控制在年度地方政府债务限额 17.19 万亿元以内，且较 2015 年地方政府债务余额（14.76 万亿元）增长 0.56 万亿元，增幅较小。地方政府债务负债率为 20.89%，较 2015 年下降 2.3 个百分点²，这一指标远低于主要市场经济国家水平，风险总体可控且呈现下降趋势。

但上述统计并没有纳入地方政府负有隐性担保的城投债和地方政府基金等债务，这些隐性债务规模无法准确估计。一方面，地方政府对于城投企业因承担基础设施建设项目的一部分投入仍承担很大偿还责任，二者仍具有不可割裂的关系，在一定程度上加大了地方政府的杠杆水平。另一方面，近年来，政府产业引导基金项目快速增长，但部分地方存在借产业基金变相融资、承诺回购，借道地方政府购买服务、PPP 项目“明股实债”变相融资，形成大量地方政府隐性负债，导致政府真实的负债情况很难从宏观数据中体现出来，加大地方政府债务风险。

¹ 财政部公布的《关于 2016 年中央和地方预算执行情况与 2017 年中央和地方预算草案的报告》

² 杠杆率用地方政府债务余额/GDP 衡量，2015 年和 2016 年的 GDP 分别为 68.91 万亿元，74.41 万亿元

2017 年以来，财政部等部门先后发布多项政策，禁止地方政府违规担保，严禁地方利用 PPP、产业基金等变相举债，不得以任何方式向社会资本方承诺回购投资本金、承担投资本金损失、承诺最低收益，以及不得对有限合伙基金等任何股权投资方式附加额外条款变相举债等要求，进一步规范了地方政府举债融资行为，有助于防范地方政府隐性债务风险。但存量债务或历史遗留问题仍值得关注。

2. 国有企业是经济去杠杆的重中之重

受到经济下行压力与产能过剩的影响，我国国有企业杠杆率居高不下，债务负担不断加重，尤其是“僵尸企业”，其运营主要依靠信贷和财政资金，债务风险较大。截至 2016 末，我国国有企业负债总额达 87.04 万亿元³，负债率高达 116.97%，较 2014 年末（103.35%）有明显增长。资产负债率和负债与所有者权益的比值也分别从 2014 年末的 65.17% 和 1.87 倍，上升至 66.08% 和 1.95 倍。高企的杠杆率一方面体现出我国实体经济的投资效率较低，产业结构较不完善，另一方面加大企业债务风险，银行不良资产不断增加，严重影响着系统性金融安全。

为降低企业杠杆，《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》提出了市场化债转股政策，这是降低企业杠杆率的重要举措之一，银行相继开始实质性推进债转股的市场化进程。需要特别关注的是，通过债转股形式降低企业杠杆率很容易在资产负债表中得到体现，但商业银行出于流动性考虑，可能在实际操作中设定回购条款，要求企业在 5-7 年后回购所持股权，本质仍然是“明股实债”，实质上并未起到帮助企业降低杠杆的作用，其可能累积的风险需要关注。对于一些“僵尸”企业，需要妥善处理，出清债务。

3. 谨慎对待金融创新性工具的隐性杠杆效应

在经济转型艰难推进的过程中，为解决企业融资难的问题，我国不断推出金融创新工具，如永续债、投资基金和双创债等，但这些创新工具如果不能得

³ 财政部公布的《2016 年 1-12 月全国国有及国有控股企业经济运行情况》

到严格监管，辅以完善的配套政策，很可能会变相加大我国隐性杠杆效应，提高我国债务风险。

永续债应进一步规范。截至 2017 年 2 月，我国公开市场发行的非金融企业永续债券共 443 只，总规模达 7297.98 亿元，涉及发行人 271 家。现有的永续债券基本未设置次级条款，偿还次序与普通优先债券相同，债的属性很强，但在实际操作中永续债基本均记为权益。因此，永续债的发行使企业名义上的杠杆率有所下降，但却加大了我国企业的隐性杠杆水平，提升了潜在债务风险。建议完善永续债发行规定，凡是作为资本的永续债，必须规定其偿还顺序劣后于普通债权。

国家发展基金需要完善。2015 年 8 月，国家开发银行和中国农业发展银行分别设立国开发展基金和农发建设基金，规模合计 1.2 万亿元。不同于银行通过贷款的方式帮助企业融资，国开基金和农发基金直接通过入股的方式为企业提供资金支持，但不参与企业的经营管理活动，且被参股企业股东承诺在未来一定年限内以约定的收益率回购股份，对于企业是一种“明股实债”的专项债。国开基金和农发基金以较少的资金撬动较大的社会资金，虽然在一定程度上降低了企业的融资成本，推动了基础设施建设，但其带来的企业隐性债务风险较大。按照企业资产负债率为 50% 估算，计为资本的基金可以拉动等额的企业债权融资，再加上基金实质上是债务，企业实际杠杆率显著增加，债务风险较大。这些投资对于部分企业发展有较大的推动作用，但应逐步减少有关规模，且在一定时间范围内要逐步将其从权益改记为债务，以更客观反映其杠杆水平。

双创债要谨慎。我国在 2016 年推出了创新创业的“双创债”，其发行主体除了双创企业还包括为双创企业提供直接融资服务的创投企业，创投企业募集资金必须专司于投资双创企业股权。由于这些债券到期需要偿还，对于被私募基金投资的双创企业，其计入股权的投资资金实质上是一种债权，这种“明股实债”的现象导致双创企业隐性杠杆的上升。

4. 房地产行业影响全国经济，联动杠杆效应明显

我国房地产行业杠杆较高，风险较大。在房地产价格不断上涨的预期效应下，房地产企业大多资产负债率较高，部分企业达到 80% 以上，甚至出现拿地资金全部来自于银行的现象。由于 2016 年债券发行利率不断下行，上市房企为降低融资成本大规模发行债券，2016 年房地产行业企业共发行 1.12 万亿元⁴的债券，较 2015 年增长近一倍，进一步推高房企杠杆。

近年来很多企业所有者权益、利润的增长依赖房地产的增值评估，这在房价较高的背景下风险尚不显著，但一旦房价有所波动，就会严重影响企业经营利润和所有者权益，债务压力加大，联动杠杆效应凸显。因此，巨大的房地产市场体量下，我国房地产行业负债规模不断膨胀及房地产价格上涨所带来的杠杆风险逐渐增加，累积的风险效应不容忽视。

5. 被动杠杆应及时关注

现阶段我国经济下行压力较大，部分企业利润持续收缩，一方面对企业净资产产生冲击，资产负债率随之上升；另一方面加大企业资金压力，企业需通过债权融资保证流动性和维持经营，企业债务负担不断攀升。经济下行所带来的企业杠杆被动上升将会影响整体经济的稳定性和抗风险能力，因此在经济下行背景下，被动杠杆需获得及时关注。

三、促进金融脱虚向实，深化经济去杠杆

经济去杠杆对我国实体经济发展意义重大，也是防范系统性金融风险的重要举措。根据目前我国经济去杠杆中存在的实际问题，我国应注重从以下几个方面着力推进去杠杆工作，标本兼治，及时发现与化解风险：

第一，保持宏观经济稳定。应高度重视保持经济增长稳定的重要性，为企业经营创造稳定良好的经济环境，促进企业经营效率和盈利的稳步提升。同时，加强和改善房地产市场调控，保持调控政策的稳定性与持续性，防止房地产市场价格泡沫破裂所可能引发的连锁危机。

⁴ 数据来源于 Wind 资讯

第二，完善多层次股权市场，加大股权融资力度。融资方式上，在进一步壮大主板市场的同时，促进中小企业板和创业板发展，完善中小企业股份转让系统，大力发展私募股权基金，为更多的企业提供股权融资的渠道和机会。同时适当开展债转股和员工持股计划，通过改善企业的融资结构、负债结构，降低其对于债务性融资的依赖，直接降低财务杠杆。

第三，金融创新回归本源，早识别和早防范有关风险。在不断推动金融创新的同时，监管机构应加强对金融创新产品的监管，明确金融创新产品的资本属性，防范隐形杠杆的产生。针对新兴的金融工具，如永续债、明股实债等新型的投融资工具，应进一步明确规定其应承担资本义务，如偿还顺序要劣后于普通债权，在破产清算时要承担资本义务；会计审计机构应当根据金融产品的实际条款判断其债权或股权的属性，避免出现将债权计入股权的问题，向市场真实揭示杠杆风险。

第四，破除刚性兑付，淘汰僵尸企业。刚性兑付扭曲了投资收益和风险的关系，导致杠杆不断攀升。只有打破刚性兑付，我国去杠杆才能有效实现。另外，对于“僵尸企业”或扭亏无望的国有企业，采取破产重整等方式，有效出清市场，同时完善企业违约处置机制，提高资金的投资利用效率，维护投资者利益。这将进一步促进违约常态化，健全市场风险意识，破除市场泡沫，助力金融市场的健康发展。