

# 以企业信贷债务置换实现去杠杆

□新供给经济学50人论坛成员 姚余栋 金海年

笔者在去年和今年相继针对中国非金融企业部门债务偏高的问题，提出了债务转为股权资产和银行债务转为优先股的中国式去杠杆的“空中加油”系列方案，在此继续提出将企业的银行贷款债务部分置换为具有灵活性的、直接融资的债券方案，形成中国式去杠杆的“空中加油三步曲”，即：通过出售债务变权益的去杠杆方案、对银行不良而非僵尸企业的贷款转为优先股的空间变时间的杠杆处置方案、对企业在银行的高成本信贷资产转为低成本高流动性的债券的杠杆优化方案三层体系。本文重点阐述企业在银行的信贷债务置换为债券的杠杆优化方案。

## 企业信贷债务置换的背景和思路

由于我国金融市场尚处于发展的初期，银行贷款仍是企业融资的主要来源。若要将我国企业偏高的杠杆率有效降低，更好地支撑经济的健康持续发展，首选是将企业债权融资形成的负债通过股权融资而减少，这是空中加油去杠杆的第一步方案；其次是针对新常态下危机后的债务放松的副作用和经济放缓的情况，将企业银行贷款中偿还压力较大的部分转化为优先股，为企业债务提供降杠杆的时间，这是空中加油的第二步方案；而后是企业通过发行债券，偿还银行贷款，将企业在银行较高成本的贷款逐步置换为债券直接融资方式，借鉴近期地方债置换的成功经验，可以有效降低债务利息压力，提高债务资产的流动性及标准化，通过直接融资提高融资效率、降低融资成本，同时亦可减轻银行的信贷风险和压力，让市场起更多的资源配置作用。

2015年3月-8月，财政部陆续推出地方债置换计划，将当年到期的3.2万亿元地方债置换为中长期债券，既为地方政府债务和城镇化建设债务提供了转化与解决的空间和时间，也节省了2%-3%的利息支出，预计节省约600-900亿元的财政支出。自2008年以来，企业的银行贷款从30万亿元迅速增加到2015年8月的91万亿元，其中超过33万亿为中长期贷款。若能将中长期贷款的30%即10万亿元转化为直接融资形式的

公司或企业债券，将有效提高银行的信贷空间，降低企业的融资成本，预计共节省利息2000亿元。因此，可以将这10万亿元银行贷款逐步转化为债券，如分5年实现，每年置换2万亿元，对银行体系和债券市场的影响不大，具有较高的操作性。

## 企业信贷债务置换的利弊

实现企业的银行贷款的债券置换，将有以下五点好处。

一是有效延长债务期限，缓解本金偿还压力。一般银行的贷款以1-3年为主，而债券可以是3、5、10年甚至更长，有效缓解了企业债务的偿还压力，为企业增长与发展提供了更多的空间和时间，在发展中优化杠杆，也可以说是通过发展以时间实现了去杠杆。

二是间接融资变为直接融资，提高融资效率，降低融资成本。银行贷款利率一般在5%-7%左右（可能由标准利率上浮），而债券利率将降至3%-5%，平均可为企业节省约1000亿元的利息支出成本，如果将这些节省的资金投入在企业研发创新等领域，可能产生超过十倍的乘数效应，大约拉动当年GDP约1.6个百分点。

三是将相对封闭、流动性差的银行贷款转化为标准化、流动性好的债券产品，有效实现信贷资产的证券化。银行贷款往往封闭在商业银行自身，而债券可以买卖转让，通过提高流动性让市场更好地发现资金资源的配置价值。企业的银行贷款债务置换为债券，不同于银行的信贷资产证券化，主要是将间接融资转化为直接融资，企业发行债券获得的资金偿还银行的贷款，可以有效降低企业的债务利息成本，而银行信贷资产证券化并不能解决这一问题。

四是为企业融资市场提供了信用体系的建设机遇与金融市场的升级发展的机遇。企业通过银行贷款往往需要资产抵押，虽然对银行来说一定程度上解决了风险敞口的问题，但并不能降低违约的概率。债券市场提供了第三方、市场可比的信用评价体系，将企业的债务的风险和收益很好的结合起来，风险大的信用等级低，债券利息就高，这对风险的管理和服务的发展有很大的促进作用，积极发展债券等直接融资体系，对金融市场与实体经济的有机结合有着非常积极的意义。

如果将债券发行的信用等级由目前的AA-扩大至A-，债券发行的等级分布将从原来的从AA-到AAA的四个等级扩展为A-到AAA的七个等级，变为相应的高收益债，既可以有效扩大可以获得融资的企业范围，又可增加市场价值发现的机会。

信贷债务置换为债券，对企业债务人具有一定的意义，而相对于银行债权人和债券市场的债权人，也有一定的挑战。

一是对银行体系的利润产生一定的影响。从银行的角度，对于好的信贷资产，银行没有置换的积极意愿，对于有一定风险的信贷资产，又不一定满足债券发行的信用条件。不过，2014年以来，由于经济的放缓和风险违约的常态化趋势，银行的利润已经受到了影响，如果将10万亿元中长期贷款分5年转化为债券，每年置换的2万亿元债务造成银行贷款业务减少利息收入约1000亿元左右，这些利息收入由银行体系向债券市场转移大约600-800亿元，对银行体系利润影响有限。

关于风险较低的情况，首先需要企业债务人与银行进行协商，由于企业具有良好的发展，新增的债务可以考虑更多通过债券市场融资，通过在发展中逐步减少银行融资、增加债券融资，在结构上实现债务置换，当然也可以在提前偿还与银行协商一致的情况下实现债务置换。关于风险较高的情况，建议债券市场放宽企业信用等级的准入，如从当前的AA级（大级别）放宽到A级（大级别），风险仍处于投资级，未到投机级，在收益率上增加市场调节的幅度，由专业投资者进行风险收益的判断，使得更多的企业可以进行直接融资，由市场识别风险，同时获得与风险相当的更高收益。

二是从债券市场的角度，需要更加科学规范地揭示和评估债务的风险，完善风险的市场定价机制，完善信息披露和风险处置的监管体系和法律制度支撑环境。

一方面，对债务人信息披露的完整性、真实性和及时性，应有更加明确的规定；另一方面，对风险评估与评级机构的评级结果和检验要有更加透明的公开体系，评级结果应能反映风险的状况，风险事件与评级结果的检验应定期公正公开的发布，不断完善信用风险评价体系，促进债券市场的健康发展；此外，应进一步完善根

据风险等级进行债券收益率定价的机制，在债券发行、转让和偿付、清算等环节进行定价、报价、做市等方式的创新尝试，完善一级市场的定价机制，增强二级市场的流动性，提高风险事件的应对能力。

## 企业信贷债务置换的具体措施

中国的债券市场自2007年以来有了较快的发展，但由于中国的股票市场IPO尚未恢复正常，债券市场成为企业除银行贷款外最重要的融资方式，而2015年也创记录的实现了16万亿元的发行规模，但去除其中的国债、地方政府债、金融债等，实体企业债券融资仅约8万亿元左右，2014年全年约10万亿元，远远不能满足企业的融资需求。综合本文的分析，关于企业银行债务置换的总体建议总结如下。

将企业在银行的中长期贷款中的30%左右（即约10万亿元）分5年逐步置换为债券，每年置换约2万亿元。可以优化银行信贷资产、降低企业融资成本、分散信贷资产风险、增加信贷资产流动性、改善信贷资产市场价值发现，最终优化企业总杠杆率。

将企业和公司债的发行级别从原来的AA-到AAA这四个级别扩展到A-到AAA共七个级别，增大直接融资的比重，扩大直接融资的主体范围，改善企业融资难的状况。

完善银行信贷资产与债券市场资源配置流动的机制，与股权融资共同构成多层次的企业融资体系。

提高信用评级体系的监管和行业自律水平，保证信用评级结果能够客观公正、科学有效、及时全面的反映债务人的风险水平，加强对评级过程与结果的信息公开与检验管理，促进市场对评级机构及其评级方法的良性选择。

完善风险的市场定价机制和处置机制，通过市场的价值发现和流动性实现风险与收益的平衡，建立对违约等风险事件的规范性和可行性的法治体系，发挥市场的优胜劣汰功能。

总之，建立全面涵盖股权融资、债券融资的多层次资本与融资体系，逐步替代目前以银行信贷为主的初级融资方式，打造股权融资、债券融资和银行信贷三大支柱支撑的企业融资市场，是解决中国高杠杆问题的长久之计。

## 缓解老龄化 还需政策配套

□中国金融四十人论坛青年研究员 李洪侠

十八届五中全会在提出全面放开二孩政策的同时，加上了一句“积极开展应对人口老龄化行动”，对二孩政策调整的目的进行界定。无疑，人口老龄化在我国正在变成突出问题。人口老龄化，用俗话说，就是有劳动能力的年轻人养活不了这个社会，因为消耗财富的老年人日益增加，财富创造和消耗之间出现了缺口。从这个角度看，人口老龄化的背后，仍然是经济发展问题。问题在于，应对老龄化，弥补这个财富缺口，就一定要通过增加人口生育方式解决吗？放开生育就一定能缩小财富缺口吗？增加人口就一定要通过本国人生产的增加吗？

社会财富是个人创造财富的加总。增加社会财富，既可以通过人口增加实现，也可以通过提高劳动生产率实现。增加人口是粗放的要素投入式增长，而提高劳动生产率才是集约型的效率改进式增长。“人口红利”的提法，在我国过去30多年中，主要是指前者。即年轻劳动力相对较多、成本偏低、国际竞争具有比较优势，支撑了国内财富积累和经济增长。如今，过去粗放的增长方式遭遇瓶颈，促进经济转型升级正在成为社会共识。只强调人口不仅与提高经济增长的质量和效益要求不吻合，而且还可能带来短期消费增加、推高房价、教育医疗资源紧张等问题。相反，如果以前一个年轻人只能养活自己和一个老人，现在生产效率提高到能够养活两个老人甚至更多，那么老龄化问题就不会在近期出现。可见，不顾人口素质的提升，只是通过放开生育增加人口来应对老龄化，还是值得商榷的。

放开二孩是否有利于缩小社会财富缺口，关键取决于新增人口质量和生育意愿。关于前者，人首先要养活自己，富余能力才能用来贡献他人。一般而言，知识水平和技术水平越高的，创造富余财富的能力越强。但是常识和事实往往，生活成本偏低的地区和家庭倾向多生，因为多生的边际成本很低。而生活成本低的地区往往教育、医疗等相对落后，新增人口将来受教育程度偏低，医疗、健康等基本需求无法保障，人口素质的提升并非必然结果。

关于后者，此前我国已经放开单独家庭二孩政策的实践证明，生育意愿总体偏低。2014年初单独家庭二孩放开以来，全国申请二胎的比例平均为8.25%，申请后实际生育比例约5%。随着经济水平和教育程度的提升，居民生育意愿会下降。类似情形在韩国和日本也曾发生。1996年韩国政府取消计划生育政策，但总和生育率仍然持续下降，10年下降了0.4，2006年采取财政补贴生育后，人口出生率才逐步企稳。日本一度实施40年的计划生育，总和生育率从3降到1.6左右。尽管此后陆续鼓励生育、补贴生育，但总和生育率长期低迷。我国全面二孩政策影响的总和生育妇女8000万人左右，政策实施第1年带来的新增人口大致为500万。此后逐年递减，未来5年共计约1500-2500万人。二孩政策短期加剧了劳动年龄人口的抚养压力，中期增加了低龄人口比重，但长期不会逆转老龄化趋势。研究预计，2030年我国65岁以上人口占比17%左右，比2014年增加7%。

退一步讲，真的需要增加年轻人数量解决老龄化，也不一定非要全部自己生。美国以不足3亿人口创造了世界第一的经济规模和经济实力，靠的不是人口数量而是人口质量。美国人口中有4400万人是移民，大致相当于总人口的八分之一。2010-2014年就有520万新移民进入美国，2014年当年新增移民超过100万。相比本国生育，移民形成生产力的周期更短，而且更便于掌控人口质量、人口增长节奏和人口结构。相反，本国生育即使增加了人口数量，也不一定能带来经济快速增长和缓解老龄化。1990-2012年，非洲人口从6亿增加到10亿，年均增加3300万人口，非洲国家的经济增长率平均为4.5%。表面看，人口增加支撑了经济增长，但与之相伴的是，非洲赤贫者实际上增加了1亿人，营养不良问题普遍。世界银行调查显示，经过20多年的经济快速增长，撒哈拉沙漠以南地区的约9亿人口仍有4.3%生活在贫困，他们每天靠不到1.9美元过日子。连自身都无法养活的新增人口又怎么能创造富余财富，供养其他老人？应对老龄化问题又从何谈起？

当前要尽快推出配套政策支撑，确保改革最大程度达到理想效果。解决人口老龄化，根本上是让年轻人能够养活老年人。为此，建议推出以下配套政策。

一是优先生育提升新增人口素质。

借鉴日韩

经验，奖励重点人群生育，把好新增人口整体素质的“出生”关。比如奖励城镇高收入个人和利税大户企业家、高学历家庭生育二孩，理由是这些家庭在社会贡献、收入水平和知识能力上具备养育高素质劳动力的条件。同时，在建立城乡统一的现代化的孕、育、护教育医疗保障体系。

二是改革科技教育体制，把好新增人口整体素质的“教育”关。未来社会和国家之间的竞争更加注重科技创新。没有现代知识、创造富余财富的高素质人口，放开二孩徒增社会负担，无助于老龄化问题缓解。因此，应该借鉴美国、法国和日本的教育科技管理体制，加快鼓励创新的教育科技制度改革步伐，大批量培养出创新型高素质人才。

三是实施大规模海外优秀华人归国计划。

过去出于种种原因，大批优秀年轻华人移居海外。客观上形成了“国内出成本，国外享收益”的结果。建议通过物质、精神奖励和制度文化完善，最大程度吸引和鼓励他们回国生活、工作和创新创业。他们自身的智力优势，加上国外经历掌握的丰富前沿知识理念，回国后能够创造提高劳动生产率的乘数效应。对国内新一代青年才俊也是一个示范。

四是加快制度变革，创造公平竞争、自由发展、开放包容社会环境和制度优势，首先留住本国新增优秀青年，其次吸引世界各地的优秀青年来华学习、工作和生活。同时，借鉴美国的成功经验，用移民政策筛选出适合我国需要的高质量人才，要比普遍生育的成本更低、效率更高。

# 以史为鉴 美加息后各类资产表现如何

□上海财经大学金融学院客座教授 刘文财

10月28日，美联储发布议息会议声明后，国际金融市场上，美元大漲、黄金下挫、原油飙升、基本金属犹豫不决、债券下跌、欧美股市大涨，各类资产已经开始对美联储加息进行了预演。那么，历史上美联储加息周期，各类资产表现如何呢？本文进行一一梳理。

## 股票市场

先来看美国股市。在过去三十年中，美国经历了五轮加息周期。驱动每一轮加息的原因各不相同，对股票市场的影响也有区别。一般来说，加息会对股票市场产生负面影响，但从历史上的加息影响来看，美国股市在加息后波动率的确上升了，但加息并没有终结牛市。在五次加息周期中，有四次股市在首次加息后的6-12个月内依然取得了正收益。

但令人寻味的是，在加息到顶点后，美国股市随后出现了巨幅的调整。如1987年9月结束加息，10月发生了史称“黑色星期一”的大崩盘；2000年5月结束加息，由于科技股泡沫破灭而引发2000年-2002年大熊市；而2006年6月结束加息后，2007年发生了次贷危机，进而引发了2008年全面金融危机，股市大跌。

再看新兴市场股市。从历史来看，美国货币政策的调整对新兴股票市场的短期影响总体是负面的，但不同国家、不同行业又有差别。1994年、1999年与2004年开始加息后的最初三个月

MSCI新兴市场指数平均下跌了5.4%，但是各个国家之间的差别是非常显著的，中国、印尼、墨西哥与波兰表现较差，而印度、南非、韩国相对较好。但从加息后1年的股市表现来看，除了中国与印尼之外，其他国家股市有了正收益，美国经济的增长效应开始传导到新兴市场，抵消了

不同品种债券对美联储加息的反应也有差别。1994年2月4日到1995年2月28日加息过程中，国库券上涨3.35%，短期公司债上涨4.05%，投资级公司债下跌0.04%，资产证券化债券上涨2.45%，高收益债下跌3.21%，全球债下跌2.38%，市政债下跌0.86%，优先级债下跌2.47%。在这期间，高收益债与优先级债由于股票市场的高波动性导致了负收益。在2004年6月1日到2006年6月30日加息过程中，国库券上涨2.69%，短期公司债上涨2.29%，投资级公司债上涨2.94%，资产证券化债券上涨3.43%，高收益债上涨8.21%，全球债上涨8.10%，市政债上涨4.5%，优先级债上涨3.91%。在这期间，由于加息是逐渐完成的，所有债券都取得了正收益。

毋庸置疑，新兴市场一定是美联储加息的受害者。2013年，美联储表示要停止量化宽松政策就已经引起了新兴市场的动荡，资本大量流出，货币大幅贬值。史上新兴市场发生几次大的债务、金融危机如拉美债务危机、亚洲金融危机等都跟联储加息，美元走强有关。

第一次石油危机后，受益于美国宽松的货币政策，拉美国家不断提高债务杠杆，债务规模的增速远高于GDP增速。第二次石油危机发生后，美国采取紧缩的货币政策，提高利率，美元走强，美元牛市开始。拉美国家资本流出愈加严重，同时美元走强带动大宗商品价格下跌，导致拉美国家出口收入减少，国际资本流入方向逆转和大宗商品价格下跌使得拉美国家遭遇经常账户与资本账户的双重冲击，债务危机爆发。

1990年后，美元利率持续保持低位，美元贬值，东南亚国家以美元计价的外债不断增加，多个国家的美元外债占GDP比重超过50%。在此期间，东南亚国家货币实行盯住美元的固定汇率制度，利率普遍高于美国，吸引大量国际资本流入。1994年美联储开始加息后，1995年开始，美元升值不仅提高了东

南亚国家的债务负担，同时由于固定汇率制度，东南亚国家相对日元升值，出口竞争力下降，经常项目逆差逐年扩大，国际收支恶化，最终导致货币大幅贬值，资金大规模外流，国内资产价格大幅下跌，大量企业破产，银行坏账率大幅上升，亚洲金融危机爆发。

据IMF研究结果，在历史上的加息周期中，美国政府10年期债券收益率对新兴市场的利率上升有显著影响。美国10年期债券收益率上升100bp，新兴市场利率上升80bp。在市场处于高风险厌恶时期（如金融危机期间），新兴市场利率上升380bp。

南亚国家的债务负担，同时由于固定汇率制度，东南亚国家相对日元升值，出口竞争力下降，经常项目逆差逐年扩大，国际收支恶化，最终导致货币大幅贬值，资金大规模外流，国内资产价格大幅下跌，大量企业破产，银行坏账率大幅上升，亚洲金融危机爆发。

据IMF研究结果，在历史上的加息周期中，美国政府10年期债券收益率对新兴市场的利率上升有显著影响。美国10年期债券收益率上升100bp，新兴市场利率上升80bp。在市场处于高风险厌恶时期（如金融危机期间），新兴市场利率上升380bp。

## 商品市场

在过去五轮加息周期中，大宗商品市场有四次取得了正回报，只有1994年加息周期例外。平均来看，在加息前3个月，大宗商品的收益为3.4%；加息3个月后，收益为8.7%；6个月后收益为10.4%；9个月后收益为21.1%；12个月后收益为26.7%。

不同于一般商品，从历史来看，黄金的价格更取决于美元实际利率。当实际利率为负时，黄金价格就会飙升。1994年开始加息时，黄金价格从每盎司388美元下跌到380美元。但在整个加息周期，黄金价格总体是上涨的。因为在1994年，美元是贬值的。在1999年的加息周期中，黄金价格大部分时间是下跌的，除了1999年10月黄金价格从每盎司270美元上涨到323美元，当时是因为15个欧洲银行决定联合限售黄金。在2004-2006年的加息周期中，黄金只在加息前3个月下跌了2%，并没有打断从2000年开始的黄金大牛市。

历史并不是简单重复，但却有规律可循。即将开始的美联储新一轮加息周期会对全球资产究竟会产生什么样的影响，我们将拭目以待。

# 欲海外购房先算笔账

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

近几年，中国人去国外购房金额越来越大。海外购房热的兴起，不仅反映了国内经济、楼市环境的明显变化，而且还说明国外少数城市楼市的吸引力超过了国内。事实上，有些国家房地产市场化已有上百年历史，有其自身的运行规律与特征。笔者将其总结为三点。

其一，进入成熟期。一国或一城的房地产市场，是具有生命周期的，这与经济发展阶段有关。经济增速放缓，比如欧美多为2%-3%；人口增长缓慢，进入老龄化阶段，其中日本和德国最为严重；住宅存量接近饱和，新房需求量小；城市建设告别高峰期，只是小修小补。

典型的景象是，二手房成交量远大于一手房成交量，比如美国二者的比例大概是9:1。政府部门、房屋买卖双方、房产中介机构、律师事务所等，都是围绕存量房进行工作或展开业

务。而在我国国内各方主要围着新房转，比如地方政府很重视土地出让金，而发达国家的地方政府离不开房屋持有税。再如发达国家有很多收购旧房装修翻新之后再出售或出租的机构，而中国比较少见。

其二，房价涨幅较小。2003-2010年间，我国房价持续上涨（除了2008年），很多人都习惯了年均两位数的涨幅。而发达国家的房价则非常温和，绝大部分年份涨幅都是一位数。比如，2015年二季度相比2002年初，英国房价指数上涨110%，年均上涨8.1%；2015年二季度相比2000年初，美国房价指数上涨72%，年均涨幅只有4.7%。如果回顾百年，则美国房价涨幅仅跑赢通胀1个百分点左右。

这样的房价涨幅，在中国人看来，实在没有什么竞争力。房地产市场步入成熟期后，房价涨幅就会变小，这是行业规律。在新房开发

热潮时期，市场需求旺盛，产品质量和小区环境不断提升，所以新房价格引领着房价快速上涨。而进入存量房时代之后，城市与社区成熟，没有大拆大建，缺少成片的新建小区，房价自然趋稳。