

“去杠杆”重在改善债务结构和金融结构

□中国社科院学部委员 中国人民大学财金学院 王国刚



十九大报告指出,建设现代化经济体系,必须把发展经济的着力点放在实体经济上,把提高供给体系质量作为主攻方向,显著增强我国经济质量优势。

实体企业在经营运作过程中,由于商业往来和金融交易,必然发生负债,因此,“去杠杆”的含义不在于使实体企业的负债率降低为0,而应是把杠杆率降低到有效防范风险的阈值内,以避免因杠杆率过高引致财务风险集中发生。对实体企业而言,关键问题在于调整债务结构,即减少流动负债、增加中长期负债。十九大报告还指出,要健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险底线。实体企业的债务结构主要由金融结构决定,由此,要改善实体企业的债务结构就必须调整金融结构,提高直接金融比重。

企业债务如何形成

“去杠杆”一词虽为流行,但其中的含义并未深究。在英文中,“Deleverage”一词中“De”的含义为离开、除去、否定等;在中文里,“去”有着消除、除掉等含义。将这些含义带入,“去杠杆”的含义就成为消除债务、除掉债务、离开债务等。由此提出一个基本问题:在主观意愿上,“去杠杆”的含义是要求一个国家或地区内实体企业、金融机构和政府部门将债务总额降低到(或减少到)“0”吗?在客观机制上,对任何一个国家或地区来说,实体企业、金融机构和政府财政等在总体上和发展趋势上,债务可能减少到“0”?要弄清这一问题,就需要弄清债务是如何发生的。

以实体企业为例,它们经营运作中的债务主要由两个机制引发:第一,商业往来。实体企业间

的商业交易,并不像人们在农贸市场上购物可以实现钱货同时两讫,在绝大多数场合,交易双方总要发生诸如买家先付款卖家后供货,或者卖家先供货买家后付款之类的情形,也会发生卖家多次供货、买家一次结账,或者买家多次付款、卖家一次供货的情形。在这些场合,买家先付款或卖家先供货都必然引致交易对手方的债务形成,交易规模越大则债务数额就越大。如果交易双方都要求对方实行钱货同时两讫的方式交易,则交易通常无法实现,实体企业也就不可能正常经营运作,市场经济也就不存在。从这个意义上说,实体企业间的债务形成是市场经济内在机制所决定的。第二,资金借贷。在经营运作过程中,由于各种原因,总会有一些实体企业处于资金周转不灵的状态中,也总会有一些实体企业处于一部分资

金暂时闲置的状态中,前者向后者借入资金的现象必然发生。这种资金借贷在长期发展中形成了金融机制,借贷方式也随着市场发展而不断增加,出现了存贷款、债券、信托、租赁、典当、担保等诸多机制。现代金融市场就建立在这一系列运作基础上。从这个意义上说,没有各种债权债务工具就没有金融。

1998年-2016年的18年间,中国规模以上工业企业“应收账款”数额从12612.73亿元到了126000亿元,大约增长了9倍。这些数额的负债大致属于企业间商业往来所形成的债务。对规模以上工业企业来说,“应收账款”占负债总额的比重大约为20%(2016年为21.14%)。如果规模以上工业企业没有“应缴税款”、“拖欠工资”等方面负债,那么,“负债总额”减去“应收账款”的

剩余部分就可视为由它们的金融借款所构成,由此,金融借款占负债总额的比重大约为80%。如果不是着眼于这些负债的数额大小或比例高低,而是就这些负债的来源和性质而言,那么,对规模以上工业企业的正常经营运作来说,它们是不可或缺的。不仅如此,适当的负债是规模以上工业企业增加利润的一个重要机制。内在机理是,在资产利润率不变的条件下,由于借贷资金利息率低于资产利润率,通过适当增加负债,实体企业经营运作的资产总规模随之扩大,由此,可增加其利润规模。从这个意义上说,适当负债有着积极效应。此外,债务资金还是实体企业资产重组、公司并购和扭亏为盈等的重要机制,也是经济结构调整的重要机制,因此,不可简单地将承担债务和债务率高低以负面效应予以评价。

改善企业债务结构

2013-2016年的4年间处于下行走势,从58.07%降低到了55.08%,减少了3个百分点左右。这一负债水平,与发达国家的工业企业相比也不过高,由此风险总体可控。在此背景下,“要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重”的内在含义就集中到了企业负债结构方面。在深化供给侧结构性改革过程中,它的要点有三:一是应着力降低与去产能去库存直接相关的产业部门及其企业的负债率。尤其是,要降低钢铁、煤炭、电解铝、水泥、平板玻璃和造船等产业部门的负债率。二是应着力去掉“僵尸企业”的负债率,即对那些技术落后、效能低下、产品缺乏市场销路且长期经营运作亏损的实体企业,不仅不应继续通过增加债务资金予以“输血”,而且应当通过破产处置或公司并购等路径去除它们的债务。三是应着力降低乃至去除那些严重污染环境且长期治理无效的实体企业的杠杆率,以推进绿色经济的发展。与此同时,对那些技术领先、产品销路较好、盈利水平较高的

实体企业,不仅不应减少债务性资金供给,而且应当及时满足它们的借款需求。

实体企业的负债可分为流动负债和中长期负债(即非流动负债,下同)。这两类负债对经营运作的影响不尽相同。虽然2011年以后,规模以上工业企业流动负债占总负债的比例有所降低(从83.47%降低到80.99%),但依然处于高位。流动负债是实体企业当年需要偿付本息的债务,它对于支持实体企业的经营运作有着积极重要的作用。但流动负债比例过高也直接意味着实体企业经营运作承受着严重的流动性风险,一旦产品销售不畅(从而资金回流困难)、难以借新债还旧债、缺乏新的投资者提供增量资金等等,就可能面临财务危机的挑战。2015年规模以上工业企业总资产102.34万亿元中,流动负债高达46.92万亿元。这不仅严重影响着这些企业经营运作的稳定程度,而且使它们几乎每日都处于四处寻求新资金来补充现金流以防范财务风险的境地。与海外企业相比,中资实体企

业在负债率方面的真正难题就在于流动负债占比过高,换句话说,海外企业的资产负债率并不比中资企业低,但它们流动负债占比低,中长期负债占比高。在资产负债表右列的一级科目中,“中长期负债”位于“流动负债”和“所有者权益”之间,既具有债务性质又具有准资本功能。从债务性质上说,中长期债务也是债务,是需要到期还本付息的,因此,它统计在债务范畴内。从准资本功能上说,中长期债务有利于稳定实体企业经营运作的资产规模,推进它们中长期发展;同时,这些债务不是当年需要偿付本息的资金,有利于缓解实体企业的流动性风险,不至于引致当年的财务危机。在中长期债务由债券发行形成的条件下,基于中长期债务的特点,实体企业还可借此向商业银行等金融机构借入一定数额的一年期贷款。从这个角度看,“去杠杆”的重心应当是降低实体企业的流动性负债比例,提高它们的中长期债务占比,即调整债务期限结构。

深入调整金融结构

除了由商业往来引致外,实体企业的债务主要由金融借款所形成,由此,金融结构决定了实体企业的债务结构。截至2017年3月底,社会融资存量规模达到了162.82万亿元,但其中属于资本性资金的“非金融企业境内股票”仅为6.07万亿元,占社会融资存量规模的3.72%。这反映了由金融机制提供给实体企业的资金绝大多数均为债务性资金。在此背景下,规模以上工业企业资产负债率仅为55.08%(2016年)实属不易。这同时说明了要确实降低实体企业的杠杆率,就必须大力推进社会融资存量规模的结构调整,即降低债务性融资规模占比、提高资本性融资占比。因此,以实体企业为重心的“去杠杆”只有深入到调整金融结构(即资金的供给结构)才能落到实处。

中国金融以间接金融为主,商业银行等金融机构在配置金融资源中起着决定性作用。第一,银行业金融机构的资产总额和负债总额均高于同期的社会融资存量规模数额。这意味着,银行业金融机构配置金融资源的规模超出了社会融资存量规模的统计范畴。第二,银行业金融机构的资产增长率和负债增长率均明显高于同期GDP增长率。这意味着,全社会有着更多的资金向银行业金融机构集中并通过

银行业金融机构展开配置。第三,由于银行业金融机构以存贷款为主营业务,通过这一机制流出的资金只能是债务性资金,尤其是《商业银行法》第43条规定:商业银行“不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”,更是将它们投放出的资金限定到了借贷方面。

在金融资源主要由银行业金融机构配置且银行业金融机构放出的资金只能是债务性资金的条件下,实体企业在总体上要降低资产负债率是非常困难的。内在机理是,只有在资本性资金增长率超过借债性资金增长率的趋势中,实

体企业持续获得经营运作所需的足够数额的资本性资金,才有可能在满足它们经营扩展所需资金量的同时降低它们总体上的资产负债率。但在间接金融体系中,这种趋势很难有效形成。显然,要将降低实体企业杠杆率落到实处并将其控制在合理的范围内,仅在实体企业范围内采取措施是远为不够的,更重要的还在深化金融体系改革,大力发展资本市场,提高直接金融比重,给实体企业提供源源不断的数量足够的资本性资金和准资本性资金。由此来看,实体企业“去杠杆”的操作重心在于深化金融体系改革。

高度市场化机制助力美股吐故纳新

即着眼于审核上市公司“是否披露了所有投资者关心的信息”。美国各州审核的差异给全国范围内发行的股票上市交易造成很大麻烦。为此1996年美国颁布《国家证券市场改进法》,规定某些在全国发行的证券不受各州监管。而交易所属私营机构,其上市审核标准根据自身品牌竞争战略而定。

美国新股发审机制有助于吸引创新型企业发展。以2017年5月全球市值排名第10的阿里巴巴为例,其联合创始人马云仅持有公司8.9%股份,而雅虎和软银则分别持股22.6%和34.4%。纽交所和纳斯达克却接受其股权结构,称其合伙机制“完全符合上市规定”。2014年9月19日,阿里巴巴在纽交所正式上市,开盘价68美元,当日收盘98美元,整体市值达2314亿美元。

退市机制推动上市公司腾笼换鸟

美国股市退市机制的最大特点是交易所决定,SEC备案,投资者说了算。

从美国股市的退市标准与规模速度看,与上市发审“双标准”大体对称,退市标准同样采用了包括总资产、净资产、净利润等财务标准和股东人数、股价、市值、公众持股等市场化标准。

上世纪90年代后期的全球大牛市,将美国股市推向顶峰。1997年底,美国NYSE、NASDAQ、AMEX三大股市上市公司达8884家,创出历史新高纪录。从1998年起,美股上市公司进入负增长。当年新增IPO共585家,退市1079家,净减少494家。1995年至2005年间,美国股市从极盛走向平稳,其间经历了2000年前后网络泡沫破灭及2001年“9·11”恐怖袭击事件,美股共

9273家公司退市,其中NYSE退市1906家,NASDAQ退市6257家,AMEX退市1010家。1997年至2001年间,美国三大股市年均退市1000家左右,创下股市发展史上的退市纪录之最。

上述9000多家公司退市原因大体分三类:一是因并购或私有化自动、自主退市;二是因达不到持续挂牌的财务标准或市场化标准而被迫、被动退市;三是因法人过失或违法行为被处罚退市。

每年NASDAQ的数据中,主动与被动退市各占一半,NYSE的比例大约为3:1。在被动、被迫退市公司中,NYSE的前三位主因是:市值退市、股价退市、破产退市。NASDAQ的前三位主因是:股价退市、净资产或净利润退市、破产退市。

尤其值得关注的是,“1美元退市标准”所导致的被迫退市约占总数的一半。即NYSE的349家和NASDAQ的2096家按规则退市公司中,共约1200家公司系触及“1美元股价”而被迫退市。这种高度市场化机制将退市决定权交由投资者“用脚投票”,直接决定是否将垃圾股赶出股市。

从美国股市的退市程序看,NASDAQ由上市资格审查部负责确认应退市公司,通知其原因并发布决定书和公开谴责信。如其服从决定则立即生效;不服从可在收到决定书后7个工作日内向NASDAQ听证委员会提出上诉;如不服听证委员会决定还可向上市和听证审查委员会以至董事会上诉,最终裁决报SEC备案。拟退市企业45天内须提交整改计划,到期未达标将立即摘牌,如企业上诉则延期最长不超过180天。

NYSE规定只要其工作人员认为某只股票达

不到继续挂牌标准,就通知其退市并同时向市场公告。上市公司接到退市通知书后10天内有权书面请求董事会下属的董事协商委员审查上述决定,并支付2万美元申诉费。如未递交则将暂停交易,发布新闻公告并向美国证券交易委员会备案。如递交了审查请求则进入审查程序,审查委员会有权决定审查进度。审查期间停牌。

退市后还可以“东山再起”。如中国民办教育整合开创者安博教育2010年在NYSE上市,市值一度超10亿美元,股价最高逾14美元。但次年被起诉涉嫌欺诈,股价暴跌逾90%。系列打击令其2014年退市至OTCBB场外市场。今年8月再次递交招股书申请恢复上市,有望成为首只“起死回生”的中概股。

近年来,NYSE每年上市和退市同时都有约100至300家公司,NASDAQ则每年上市和退市同时都有约300至500家公司。NYSE和NASDAQ上市公司分别保持在3000家和2000家左右。这也许是成熟股市的适度规模。而截至2017年3月30日,NYSE与NASDAQ股票总市值分别为27.87万亿和10.39万亿美元。美国股市依托适度规模一次又一次刷新总市值。

正是凭借不断加盟绩优股,随时清扫垃圾股,成熟的市场化机制令美国股市不停吐故纳新“垃圾换黄金”,有效保障了上市公司数量相对稳定但质量节节攀升。一大批世界知名伟大企业如苹果、Alphabet、微软、英特尔、IBM、亚马逊、英特尔、思科、特斯拉等群星璀璨,一大批非美本土高科技企业如腾讯、阿里、百度、新浪、搜狐等比肩接踵,也造就了彼得·林奇、沃伦·巴菲特等传奇投资人。

电动汽车 补贴方式亟待转变

□厦门大学中国能源政策研究院院长 林伯强

财政部、科技部、工信部、发改委联合发布的《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》已从2017年1月1日起实施。2017年新能源汽车补贴政策中对地方补贴也有了进一步的明文规定,规定地方财政对单车的补贴上限不得超过中央财政单车补贴额的50%。截至2017年7月,北京、深圳、广州、重庆等13个省市出台了2017年新能源汽车补贴政策。除成都、柳州、广元、江西、宿迁补贴标准低于中央补助标准的50%外,其余省市均按照中央补助的50%执行。

与之前的补贴制度相比,地方财政对单车的补贴上限从中央财政单车补贴额的100%下降到了50%,但从已经出台的省市补贴政策看,为了推广电动汽车发展,大多数地方政府都将补贴额度调到了中央规定的上限。

2016年中国新能源汽车销售量约50.7万辆,保有量达到109万辆,占世界新能源汽车保有量的一半以上。对于中国来说,电动汽车发展应该注重电动汽车的“质”而不是“量”。同传统燃油车相比,如何让电动汽车具有核心竞争力才是产业发展的实质性问题。一般来说,消费端补贴是临时性的并且是不可持续的,简单地说,量大了,补贴就一定跟不上。

逐渐减少甚至取消电动汽车消费端的补贴主要是基于两个方面:一是大额消费端补贴必要性逐渐减弱;二是消费端补贴会对电动汽车发展带来消极影响。

随着电动汽车成本的不断下降,从整个使用周期来看,电动汽车的成本劣势不明显。与2011年相比,目前的电池单位能源密度已经提高了一倍,同时制造成本降低了50%。随着技术进步,未来电池成本会比较快的继续下降。并且从电动汽车和燃油汽车的燃料成本比较,目前电动汽车的成本劣势并没有想象的那么大,电动汽车大额消费端补贴的边际效应逐步减弱。

更为重要的是,大中型城市会逐渐实施汽车限购政策,获得燃油汽车牌照中签概率非常低或者需要付出很高成本,如果配合电动汽车的牌照政策,电动汽车的需求可以扩大。例如北京目前实行的新能源汽车轮候制度。2017年北京小客车的总体指标为15万辆,其中燃油车为9万辆,新能源车为6万辆。这6万辆指标采用“先到先得”的轮候配置方式获取,超出部分按申请时间明年优先配置。目前每年15万辆的指标中,新能源汽车已经占到了40%。基于北京的汽车限购情况,传统燃油汽车中签概率已经下降到725:1,只有0.14%的概率,而电动汽车轮候,通过不参与摇号调动电动汽车需求,对北京电动汽车推广的促进作用比政府补贴可能更为显著和直接。

目前全国已经有北京、上海、广州、贵阳、石家庄、天津、杭州、深圳、八个城市实施了汽车限购政策,随着汽车普及率的提高和汽车存量增长,汽车限购将是大中型城市的趋势。因此,在此背景下,电动汽车轮候制度显得非常重要,可以作为一种替代和大幅降低补贴的措施。一方面,轮候制度保证了消费者对电动汽车的购买热情;另一方面,通过调节传统燃油汽车和电动汽车的配额比例,可以有效的调节和推动城市车辆结构。

对电动汽车消费端补贴带来的消极影响至少有两个方面:一是消费端补贴会导致生产企业利益短视,“骗补”现象层出不穷。消费端高额补贴很难避免“骗补”现象发生,因为政策制定过程中难以对补贴产品进行分类和定义,给“骗补”留下空间。比如补贴政策按续航里程(客车按照长度)来分类,但是单纯的续航里程无法反映电动汽车的质量和生产成本。利益短视的生产企业就有激励去生产续航里程突出、但是其他方面低质量甚至无法达标的车辆。只有把这一环节交给市场,才能催生出真正有质量的产品。二是若补贴没有数量上的限制,将使电动汽车生产商将补贴更多用于扩大产能,而不是提高电动车的质量,这既是国家资源的浪费,也是对整个产业的伤害。

笔者倡议政府转变补贴方式,可以从两个角度进行。第一,如果现阶段还需要消费端补贴,可以学习美国的经验,每家生产车企给予固定电动汽车数量的补贴配额,车辆配额用完为止。以特斯拉为例。按照目前特斯拉的销售和预定数量,补贴配额可能将在2018年用完,之后不再享受政府补贴。这样的政策一方面有效防止企业的“骗补”行为,另一方面可以倒逼企业,必须在一定的时间内,提高自身的电动汽车的核心竞争力,在“质量”上下功夫,而不是急着走量。只有拥有核心技术竞争力的企业群,才能形成真正有“质”的电动汽车产业。

第二,补贴应当从消费端向上游过渡。政府资金主要支持电池等技术的研发和创新,以占据国际电动汽车产业前沿为目标。作为目前全球最大的汽车增量市场,商业潜力有足够吸引力。因此,对于中国电动汽车而言,技术是核心问题。具体说,补贴转向上游可以推动车企和电池厂家在技术方面不断突破,争取国际领先,并迫使在补贴政策下涌现的一大批既缺乏先进技术创新,而且生产标准落后的企业退出市场。

中国电动汽车需要实现从“量”到“质”的观念上的突破,降低甚至取消目前消费端补贴,并且转变补贴方式,是发展的重要途径。对大中型城市来说,可以逐步减少甚至取消对电动汽车消费端的补贴,转变补贴方式。

□华泰期货 刘奥南

今年以来,美国股市连创历史新高。至11月3日道指今年已55次创出历史新高;标普500则再次追平2013年7月的“8连阳”连涨纪录,第51次创历史新高报收2575.26点,三大指数中表现最差的纳斯达克也火爆“9连阳”,于11月1日收报6727.67点历史新高。

美国股市持续走牛,不仅得益于经济稳定增长、税改预期利好企业降成本增利润、金融全球战略不断调度国际资本回流推升美股等因素,但美国股市自身的高度市场化运行机制也有利于市场长期平稳增长。

IPO机制适应创新型企业

美国新股发审的最大特点是注册制——门槛低、窗户大、监管主体多。美国证监会(SEC)终审全国所有申请上市的股票和证券,各州监管部门负责审核本州申请上市的股票和证券,纽约证券交易所(NYSE主板)和纳斯达克证券交易所(NASDAQ创业板)分别负责审核在本交易所申请上市的股票。

SEC原则上不对公司的盈利、规模、管理等实质性内容设置门槛,也不负责核查申报内容是否属实,故IPO排队时间较短。如申请纳斯达克上市最快半年甚至4个月内完成,能尽快满足投资方上市后获利退出的需求。但SEC规定如事后发现信息造假,上市公司要负全部责任,承销商和独立审计公司也要为尽职调查中未发现问题而承担相应责任。

SEC审核发行的主要依据是“披露原则”,