

找准杠杆率差异 化解实体企业融资困境

□中国银河证券首席经济学家、研究院院长 刘锋
中国银河证券研究院宏观研究员 张宸
中国银河证券研究院战略研究员 付延平

“

当前,降杠杆问题已经成为国内各界关注的热点,从决策层至市场都对这个问题十分关注。从去年至今年年中的政策实践中,以金融去杠杆为抓手促进实体部门去杠杆,成为政策实践的一个路径选择。究其原因,主要是源于全球金融危机以来,特别是2016年以前,我国宏观杠杆率明显上升,年均增幅在两位数以上,且各部门间结构分布不均衡,其中非金融企业部门上升较快,加大了债务风险。

值得注意的是,国际金融危机的发生及后续我国政策应对过程中,杠杆问题形成有着某种必然性。一方面,依赖于以投资为主要驱动力的旧有经济增长模式,必然要求大规模信贷扩张以支撑融资规模的上升,进而推动经济增长,同时也致使债务扩张;另一方面,资源低效率配置加剧了产能过剩及与之共生的企业部门负债高企。事实上,杠杆作为一种金融手段,其高低并无绝对的价值判断标准,关键在于其使用是否得当。

”

多措并举化解企业融资难题

为应对上述问题,化解高杠杆环境下实体企业的融资困难,笔者具体提出以下几点建议:

一是要推动市场化、法治化债转股。有意识地将本轮债转股与国企改革有机结合,切实保障转股股东权益,以转股为契机,深化相关企业的公司治理、完善现代企业制度改革。必须是有针对性地、法治化地选择拥有优质资产、对我国经济转型升级具有重要意义、经过改革整顿仍有良好发展前景的行业和企业开展市场化、法治化债转股。

二是对于国有企业当中的僵尸企业要坚决出清。尽快完善具体的僵尸企业出清的具体制度安排,破除依法破产实施障碍,建立地方行政部门参与其中的僵尸企业破产退出机制。通过出清一部分僵尸企业,盘活被无效、低效占用的金融资源及其他要素资源。

三是地方政府可以考虑为帮助部分中小企业应对债务危机,有选择性地建立中小企业债务问题救助基金。在明确救助原则及程序规制的前提下,以基金的形式置换部分企业债务,入股一些政府鼓励发展的行业企业。这个基金项目可以由政府主导,采取一些政策上的优惠措施鼓励组织民间投资共同建立平台。

四是积极推动企业实施兼并重组。深化产融合作,充分发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用,促使企业积极利用产权市场转让质量效益不高、与主业协同度低或非主业、亏损企业等相关资产,有效回收资金,提高企业整体资金利用效率。同时,按照“真实出售、破产隔离”原则,有序开展信贷和企业资产证券化。

五是加快推进利率、汇率市场化改革。利率作为资金价格,它的扭曲会使得金融资源大量低效配置,带来套利空间,为实体企业部门债务高企提供“温床”;汇率作为另一个重要的金融要素价格同样会显著影响国内经济均衡,深化汇率形成机制改革,行就市地增强人民币汇率形成机制的弹性,令其根据市场规律灵活调整,自发地向均衡汇率水平运动,避免人民币实际有效汇率的高估,增强企业外部市场竞争力,并借此对贸易盈余格局形成正面支撑,有利于企业增加现金收入,降低债务及其成本。作为大国经济体,国内经济平稳是一个比汇率稳定更重要的目标。

六是大力发展现代化、法治化的多层次资本市场。我国企业债务高企与金融模式一直以间接金融为主有着直接关联,大力发展直接融资是关键。需要从完善法制环境、市场化定价体系、跨期风险管理为目标的大类资产配置工具、金融科技,以及人才队伍建设等方面全面推进资本市场建设,为企业增加更多融资渠道。

债务融资是一把双刃剑

对于企业而言,债务融资是一把双刃剑。其正面作用显而易见,比如企业用于偿债的财务成本既定(本金与利息在债务初始时就可以确定,偿还期限和每期偿还资金也可以在最初确定),便于企业提前做好长期的资金使用规划。同时,运用债务杠杆经营所得,除用于偿还债务所需资金之外,剩余部分在扣除所得税后全部归股东所有。另外,债务融资成本还可以税前扣除,从而大大降低债务

融资的实际成本,这也是吸引企业进行债务融资的一个重要原因。只要企业能够保证未来偿债期间所需的稳定现金流,量力而行地使用杠杆,那么债权融资不失为一个合理安排企业经营的有效方法。

但债务融资的风险也同样是显而易见。首先,债务融资会加大企业未来的经营压力,换言之,企业必须要保证能够满足偿债压力的稳定正收益才能持续经营。同时,企业随着

债务杠杆使用的增加,会对利率浮动变化愈加敏感,宏观环境的变化,货币政策与金融监管的松紧均会对企业经营产生更大影响。企业运用债务杠杆并非越多越好,随着债务水平的上升,偿债压力与违约风险也水涨船高。因此,根据实际情况寻找企业自身的最优债务结构就成为关键。

债务融资主体是否存在过度举债?举债后形成的资本与负债之间是否匹配?债务期

限结构是否错配并影响企业的资产质量与现金流? 这些问题是判断企业财务健康状况和能否可持续发展的关键。杠杆率可以表示为总资产/权益资本,在总资产一定的条件下,权益资本越少,杠杆率就越高,经济主体最终可吸收或抵御风险的能力也就越弱。中国债务问题的关键在于许多主体所负担的债务性质与结构不健康,而非简单的债务规模过大或杠杆率过高的问题。

企业杠杆率呈明显结构差异

目前,如何实现杠杆率继续稳中有降,同时还要解决实体部门,特别是民营部门与中小企业部门融资困境的问题。这就需要对我国不同类型的情况进行具体而深入的分析。

一刀切地进行总量性的货币信贷紧缩,用金融去杠杆倒逼实体去杠杆可能副作用较大。目前民营经济部门解决了我国就业的90%以上,而其获取的金融资源与其对于国民经济的重要性而言不匹配。民营企业、中小企业不得不在现实中承担高昂的资金价格,其偿债压力(特别是短期化的高息负债压力)正显著挤压其盈利能力,这使得我国实体经济的活力受到制约。如果简单地运用紧缩货币信贷的方法去杠杆,这些总量性的金融紧缩会使得民营部门,特别是中小企业部门的融资压力越发沉重。

通过研究发现,我国非金融企业杠杆率在不同行业企业间差异显著。杠杆率高的行业,往往国有资产规模占比高,且固定资产投资完成额比重高。由国有企业主导进行固定资产投资拉动经济增长的发展模式,与部分行业非金融企业高杠杆率之间具有紧密关系。在国有资产规模占比较高的行业,大量融资使用政府信用,或政府“衍生信用”,使得市场的信用定价失效,占用了较多的金融资源,而对于GDP的贡献度低,行业偿债能力差。

总体来说,我国企业杠杆率呈现明显的结构差异,所有制上,是国有企业、政府背景的融资平台杠杆率高;规模上,是大企业高;行业分布上,是重化工、房地产行业高。

从非金融企业的房地产行业情况看,目前房地产行业的平均资产负债率高达78.56%,其绝对水平仅次于金融行业,高居非

金融企业之首。虽然房地产行业盈利能力强,但其债务规模增长速度显著超出其他行业,也超出自身盈利能力增长的程度,使得房地产行业偿债能力逐年下降,债务可持续性存在隐忧。从盈利能力衡量,房地产行业平均净资产收益率为12.20%,若扣除非经常性损益,则其净资产收益率为10.52%。从融资成本角度衡量,房地产行业平均融资成本为7.74%。由于有土地作为优质抵押品(在土地要素供给的稀缺性与房价上涨预期支撑下),短期内房地产企业目前仍可以便利地进行融资,因此其融资成本和短期债务(短期债务=短期借款+应付票据+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付短期债券+一年内到期的非流动负债。长期债务=长期借款+应付债券)占比均较低。如果考虑到政策层面依然对房地产企业的融资条件加以严格约束,房地产不再是政策导向所倚重的龙头产业,房地产企业未来一个时期的资产负债质量堪忧。

房地产行业目前高负债、高周转的策略后续预计难以维系。目前,房地产企业,特别是大型房地产企业几乎都处于高负债、高周转的模式当中。在严格政策调控的高压下,从房地产企业的资金到位情况观察,特别是利用信贷方面,难以令人乐观。1-7月份,房地产开发企业到位资金93308亿元,同比增长6.4%,其中,国内贷款14045亿元,下降6.9%;利用外资33亿元,下降70.1%;自筹资金30187亿元,增长10.4%;定金及预收款31013亿元,增长15.1%;个人按揭贷款13655亿元,下降1.4%,融资结构发生了很大变化。在房地产税等长效机制出台之前,预计调控政策难改高压态势,而随着刚需释放、棚改货币化退出,

购房需求反弹预计趋弱,同时拿地成本又难以降低,这些因素都将制约行业未来发展。

从传统行业国有大型企业的情况看,其债务增长渐趋稳定,但资本使用效率有待提高。在我国非金融企业部门杠杆问题的形成过程中,传统行业国有企业贡献颇多。但目前从资产负债率的绝对水平上看,传统行业大型国企的负债水平稳中有降(平均资产负债率为50.84%)。国有上市公司资产负债率略高于民营上市公司,传统大型国企资产周转率较好,利息保障倍数有所增加,长期偿债能力逐步增强。从短期偿债能力考查,A股传统行业大型国有企业,对比美股上市公司明显持有较多的现金及现金等价物,流动负债占比大于美股上市公司。从平均净资产收益率看,传统行业国有大型企业为7.80%,若扣除非经常性损益,则其净资产收益率为7.52%。平均融资成本为10.57%,短期债务占比为58.12%。

上述现象表明,我国传统行业大型国企获得金融资源能力较强,但资产负债有短期化现象,表明进入此类企业的金融资源一定程度上并没有转化为长期生产性资本,从而这部分资金支撑实体企业经营的效率偏低。制造业是重资本的行业,其生产周期、要素投入周期都很长,需要长期融资工具的支持。而目前这些企业的资产负债出现大面积短期化迹象,是需要引起高度关注的。

从中小型创新企业(文中创新企业包含电子、计算机、生物医药、传媒、休闲服务、通信等行业中净资产在行业平均值以下的企业。)的情况看,一些企业偏离主业寻觅风险回报倾向需高度警惕。总体看,中小创新企业资产负债率相对较低(平均资产负债率42.15%),但

其短期债务占比较大(高达77.86%)。为保证必要的流动性,此类企业一般持有较多的现金类资产。同时,中小企业偿债能力对于投资收益具有较强的依赖性。背负过多的高成本短期负债,将迫使企业形成大量的流动资产,从而挤压了资本的产出效率,抑制了资产收益率,从而使得企业在实际经营中难以维系,迫使企业最终进入背离主营业务,饮鸩止渴股通过滚动短期债务用其他渠道博弈高风险受益资本利得的副业。长此以往,整个经济体就无法避免金融资源脱实向虚。目前,中小创新企业的净资产收益率为4.42%,若扣除非经常性损益,中小创新企业的净资产收益率为2.67%,显著较其他类型企业为低。

从所有制角度看,今年1-7月,民营企业(中小创企业的主体所有制类型)的利润总额累计减少3946.5亿),超过全部工业企业利润总额逐月的变化(累计减少3443.1亿)。民营企业资产负债率明显上升,从52.2%上升至55.6%(同期国有企业资产负债率却从61.1%下降至59.4%)。

目前,中证500企业短债的比例是67%,创业板公司是82%,伴随着资产负债率的快速上升,相关中小创企业的利息开支不断加大。越是处于商业周期早期正在创业、研发的中小型创新企业,理论上应该使用更多的股权融资和长期债务。但是目前看来,这些企业大多借的是短期资金,不借(或难以借到)长期融资资金。如果不改变此类企业的融资结构和方式,我们的实体经济活力、创新动力将面临困境,创新服务业的发展也将会遇到较大阻力。因此,笔者建议下大力气完善金融体制,大力构建现代化、法治化的多层次资本市场,为民营部门中小型企业经营、融资服务。

防范欧美量化宽松政策负面影响

□中央财经大学经济学院 张苏 朱祎琳

欧美等国量化宽松政策增发的货币,尽管短时期内促进了经济总供给增加,但更重要的是,这些货币助推了金融市场的投机性,为通货膨胀、公共债务负担、企业与银行经营风险等一系列问题埋下隐患,可能导致西方国家的金融危机,并影响全球经济安全。

量化宽松是增加货币供给的过程,基本操作是,中央银行通过向金融机构购买中长期债券,间接地增加对市场的货币供给。这或许会鼓励民众进行贷款,将资金用于建造工厂、生产产品,等盈利后再偿还这部分贷款,由此促进经济增长。然而,美英等国实施量化宽松政策后,经济增长并不明显。

从美国商务部经济分析局公布的数据来看,从2015年至2017年,美国实际GDP的季度平均量化指数增长仅仅为五个百分点左右;而此间的投资指数仅仅增长了三个百分点。在经济与投资增长不明显的情况下,若供给能力和收入没有明显和持久的增长,则可能对物价等产生不利影响。在通货膨胀水平方面,美国PCE核心物价指标相对于2015年增长了2.4倍,可以看出通货膨胀问题日渐显著。

欧洲实体经济面临类似的困境。欧洲2017年实际GDP增长仅为1.96%。在供给方面,欧洲19国2017年3月至12月工业生产指数与2010年相比并无明显提高。在通货膨胀方面,欧洲调和

居民消费价格指数2017年相比于2010年上涨了十多个百分点。英格兰银行2017年报告称英国经济增长创历史新低,仅为一点五个百分点,而且中央银行非常担忧地表示,“这种经济增长更多依赖工作时间投入增多而不是生产效率提高。”

欧美均出现经济增长缓慢,生产水平提升速度慢,物价上涨等情况,或产生严重后果。剑桥方表明,当名义货币供给增加大于名义GDP时,说明在市场上流通的货币价值大于产出价值将产生通货膨胀,具体表现为价格上涨。

在银行的负债方面,货币供给远大于货币需求,使得公共债务负担严重,银行面临经营风险,对可持续财政造成威胁。截至2018年2月,美国银行储备金比货币需求数量高出近两千亿美元,在市场流通的债券、票据(作为一种货币供给)也数额巨大。

此外,美国公共债务总额2017年达到名义GDP的105.7%,未偿公债总额也在不断攀升。若债务融资被投入到生产中,由生产出的收入偿还,则不含有隐患;但如果负债逐年增加而资金未能流入到经济实体,那么债务会成为坏账,最终有可能影响生产系统的均衡运行。面对这个潜在的危机,美国采取了一些措施,比如将联邦基金利率和其它短期利率升高到正常水平,

以减少其证券持有量,增加其对就业与价格稳定的控制。不过,这并未消除长期负债和坏账带来的隐患。

公共负债负担严重不仅仅是美国之忧。许多欧盟国家的公共债务水平时下降或下降缓慢,仍接近历史最高。比利时,西班牙,法国,塞浦路斯等债务占GDP比率大约为100%;意大利,葡萄牙债务占GDP比率130%。欧盟有二十二个国家存在中等财政风险。欧盟报告称,自增长的债务比率中有三分之一的平均增长来自于集中在金融危机时期的股票流量调整,剩下的三分之二来自雪球效应。有必要让初级平衡与雪球效应相匹配,以使债务稳定。

最后,量化宽松带来的充裕游资在股票市场的投机比较严重。自2015年以来,道琼斯工业平均指数、纳斯达克指数整体呈增长趋势。在三年时间内,股价几乎翻了一倍。除此之外,股票市场资金投机还体现在短期期货2倍做多指标TVIX,因为其反映了投资者愿意付出多少成本去对冲投资风险。纳斯达克证券交易所显示,该指标在过去的一年中有持续走低趋势,说明公众在股市持续下降的低成本对冲投资风险。

经济风险弱、美国利率上调必将导致股价下跌。股价下跌将对试图进行股权融资,并不盈利甚至在破产边缘的企业是致命打击。企业破

产将致使银行产生大量违约金,导致银行经营困难。美国投资公司协会2017年公布报告称,美国注册的投资公司管理的资产近年来每年增加了一万亿美元左右,增幅巨大,而美国共同基金和交易所交易基金占到全球监管开放式基金资产的47%,是世界最大的,可见股权投资比例很大,一旦股价下跌,局面会难以控制。

如何有效疏导西方国家量化宽松政策带来的过剩资金,消除全球金融危机根源,在当前值得各方密切关注。面对西方量化宽松政策带来的隐患,笔者认为,我国应从以下三方面做好充分应对:

一是做好经济转型期的宏观经济政策制定工作。当今我国经济生力军从制造业转向服务业;经济推动力由出口转向家庭消费;由储蓄过剩转向了需要加大吸收存款力度。国家统计局公布的数据很好地证明了这一判断,数据显示:自2010年至2016年,我国国民生产总值的增长中,第一产业贡献率在3.6%至5.2%间波动;第二产业贡献率由57.4%下降至38.2%;第三产业增加值由39.0%上升至57.5%。在出口方面,由2010年至2014年有小幅上升,而到2015年以后,出现同比下降,每年两个百分点左右;居民消费情况,从2013年开始,年同比增长为8.4%至9.6%;储蓄方面,从2010年至2016年,我国总储蓄占GDP比重整体呈明显下降趋势,由

51.50%下降至46.05%。这三方面的经济转型,特别是推动我国经济增长的重要内生因素储蓄率的下降,值得高度关注、深入研究,制定与之相适应的宏观财政政策。

二是防范全球房价联动下跌风险。国际货币基金组织的研究表明,西方国家多年来的量化宽松政策,令全球房地产市场陷入了2008年金融危机之前一样的状态。墨尔本、温哥华、伦敦等地的房地产市场被量化宽松政策推高,已构成广义的系统性风险。而房地产市场的全局协同性将迅速放大贸易、金融冲击,一旦当前宽松的全球金融环境急剧逆转,将引发宏观经济动荡。因此,我国应当高度关注房地产市场价格波动;关注全球房价联动效应。要谨防家庭负债持续扩大以及抵押贷款的强劲扩张,谨防借款人家庭负债条件恶化,以及偿债风险能力脆弱化后高利率和收入下降带来的冲击。

三是谨防全球过剩的流动性从被高估的金融市场中蒸发后,引发的经济困难传导到国内。继2008年金融危机之后,全球贸易水平下降,一直在低水平徘徊。随着量化宽松货币政策带来的过剩流动性在股票市场蒸发,全球贸易困难、贸易争端可能进一步加剧,我国要提前做好应对,比如严防通货紧缩与通货膨胀的交替副作用叠加、维护资本市场和房地产市场的稳定、依法严格监管境外资本活动等。