

# 有效化解债务风险 实现资产负债表再平衡

## ——“三去一降一补”系列分析之四

□国家信息中心宏观经济形势课题组

杠杆的使用在经济发展中具有重要的作用,适度的杠杆率不仅能够提高资金的配置效率,而且还能够促进经济增长,但是如果杠杆使用不当,则会造成信用违约频发、金融机构不良贷款陡升、资产价格崩溃并触发“明斯基时刻”,最终导致金融危机的全面爆发。目前,我国经济正处于“三期叠加”阶段,产能过剩依然未得到有效清除,房地产库存尚未化解,企业成本仍处于较高水平,有效供给尚在培育阶段,我国依然面临较高的风险。

“去杠杆”是中央经济工作会议提出的“三去一降一补”五大歼灭战之一。国际金融危机后,我国整体杠杆率虽然保持适中的水平,债务风险处于可控区间,但是杠杆率上升较快,结构性问题突出,非金融企业部门的杠杆率过高,其债务风险主要集中于产能过剩的国有企业,地方政府债务增长过快,而中央政府和居民部门杠杆率水平相对较低。建议深化国有企业改革,发展多层次资本市场,加大银行不良资产处置力度,推动产业结构调整,适度增加中央政府的杠杆率,规范发展地方政府融资平台等手段有效化解杠杆率的结构性问题。

### 一、全社会杠杆率适中 但系统性风险不断上升

杠杆率从一定程度上反映了债务偿还能力,如果以清算为基础,则可将杠杆率刻画为负债与资产之比;如果以债务的可持续性为基础,则可将杠杆率刻画为债务收入比,就全社会而言,可将GDP作为收入,从而全社会的杠杆率为各个部门的总债务之和与GDP的比值。因此,可按部门、按行业分别对我国杠杆率进行分析。

#### （一）我国全社会杠杆率适中,非金融企业部门杠杆率过高

根据麦肯锡的研究,2014年我国实体部门的杠杆率为217%,整体处于适中水平,低于大部分发达国家,如日本的杠杆率为400%,法国为280%,英国为238%,美国为233%,高于其他金砖国家及新兴经济体。分部门看,我国政府部门的杠杆率为55%,相较其他国家处于较低水平,其中中央政府的杠杆率为26%,地方政府的杠杆率为29%,地方政府债务总额已超过政府部门债务总额的一半,而且我国非金融企业部门债务与政府部门债务存在重叠的情况,考虑到此状况,政府部门的债务,特别是地方政府的杠杆率要高于现在的水平;我国非金融企业部门的杠杆率为125%,高于大部分国家,也远远超过90%的国际警戒线,如美国非金融企业部门的杠杆率仅为67%,英国非金融杠杆率为74%;我国居民部门的杠杆率为38%,处于较低水平。因此,我国全社会杠杆率虽然处于适中水平,但是非金融企业部门的杠杆率过高,从而导致我国杠杆率结构性问题突出。

#### （二）非金融企业部门杠杆率在金融危机后增速过快

从增长速度来看,2007年以来,我国全社会杠杆率增加了83个百分点,增速远快于其他国家,仅低于爱尔兰、新加坡、希腊和葡萄牙等国。其中政府部门的杠杆率增加了13个百分点,对全社会杠杆率增长的贡献为15.7%,地方政府债务增长迅速,以每年27%左右的速度增长,其增速要远快于中央政府;非金融企业部门的杠杆率增加了52个百分点,对全社会杠杆率增长的贡献为62.7%;居民部门的杠杆率增加了18个百分点,对全社会杠杆率增长的贡献为21.6%。由此可知,金融危机后,非金融企业部门杠杆率的快速攀升是造成我国全社会杠杆率上升的主要原因。在非金融企业部门中,国有企业的资产负债率由2007年的58.2%上升至2013年的66.7%,上升8.5个百分点,而非国有企业的资产负债率由51.2%上升至54.6%,上升3.4个百分点。因此,非金融企业部门的高杠杆率主要集中在国有企业。

#### （三）产能过剩行业出现加杠杆的现象

金融危机后,我国非金融企业的资产负债率显著上升,由2008年的52%上升至2014年的60%,其中,资本密集型的行业具有较高的资产负债率,特别是产能过剩行业的资产负债率上升速度更快,如煤炭开采和洗选业的资产负债率由2008年的59.0%上升至2014年的66.2%,黑色金属矿采选业由48.0%上升至57.0%,石油加工业、炼焦及核燃料加工业由61.9%上升至66.2%,有色金属冶炼及压延加工业由57.8%上升至63.7%。而非产能过剩行业的资产负债率大都出现去杠杆的现象,如食品制造业的资产负债率由53.0%下降至46.9%,纺织服装、鞋、帽制造业由54.3%下降至47.9%。

#### （四）房地产行业与我国债务关联较大

据研究,2014年我国实体经济部门约有45%的债务与房地产行业直接或间接相关。就居民部门而言,房地产在居民资产配置中的占比保持在60%左右,同时抵押贷款占居民总负债的47%左右;就非金融企业部门而言,房地产又与钢铁、水泥等行业具有高度的关联性,房地产行业的兴衰对相关行业产生较强的溢出效应;就政府部门而言,地方政府性负债对土地出让收入的依赖程度较高,约占37%左右。因此,土地和房地产从抵押品、资金需求和还款收入三方面影响债务的扩张,当房地产价格下跌时,经济增速会下滑,从而对各部门产生较大的债务偿还压力并助推杠杆率的进一步增长。

#### （五）通过影子银行筹资的规模不断扩大

虽然银行贷款仍然是各部门贷款的主要渠道,但是通过影子银行进行贷款的规模不断上升,占各部门未偿贷款总额的30%左右,并在2007—2014年内以每年36%的速度增长。其中,理财产品更是以每年86%的速度增长,其市场份额已达到非银行信贷总规模的20%左右;信托贷款虽然占比较小,但是也以每年59%的速度增长;以

小额信贷、P2P等方式为主的借贷占非银行信贷的规模最大,约为总规模的37%。银行系统通过银行间资产及表外项目直接或间接的参与非银行业务的融资过程,因此非银行金融中介的风险会对银行系统产生溢出效应,并使银行表外业务风险向表内传递,从而加剧银行所面临的风险。

#### （六）我国债务风险总体可控,但系统性风险不断上升

我国债务主要是国内债务,外部债务风险较低,2014年我国外债占GDP的比重仅为8.6%,同时我国有庞大的外汇储备资产,外债对外债的覆盖率为429%,外债的偿付能力高,偿债率为1.91%,远低于发展中国家25%的警戒线,也低于世界银行建议15%的安全线。而且,我国目前的投资率约为44%,储蓄率约为50%左右,表现为净储蓄国家,因此可以容忍较高的杠杆率。2014年我国住户存款余额为50.7万亿元,住户贷款余额为23.1万亿元,再加上居民部门所拥有的住房、汽车以及金融资产等,居民部门的债务偿还能力高,而国有企业虽然杠杆率较高、资产负债率上升较快,但是国有企业多年积累了庞大的资产规模。截至2014年末,我国国有企业资产总额为102.1万亿元,其中中央企业资产总额为53.7万亿元,地方国有企业资产总额为48.4万亿元,国有企业资产规模足以偿还现有的负债。同时,我国还拥有规模庞大的矿产资源以及丰富的海洋及森林等资源,其中2014年全国重要矿产总量预测项目组推算我国23个矿种的总价值就达到244.4万亿元,加上行政事业单位的资产和全国的基础设施建设等资产,政府部门也具有较高的偿债能力。此外,2014年我国银行业资本充足率达到13%,一级资本充足率近11%左右,核心一级资本充足率达到10.56%,高于巴塞尔协议7%的要求,表明银行业具有较强的抵御风险能力。综合判断,我国债务风险总体可控。

但是,也应注意到我国金融风险在不断上升,主要表现为以下几方面。第一,在非金融企业杠杆率增加的同时利润增速却逐年下降。2013年规模以上工业企业的利润总额同比增长12.2%,但是到2014年则同比仅增长3.3%,2015年更是同比下降2.3%,其中国有企业在2014年和2015年的利润分别下降5.7%和21.9%,利润逐年下降恶化了企业的偿债能力并增加了企业的经营风险,由于我国企业的间接融资比例较高,因此企业的经营风险会向银行系统转嫁。

第二,我国商业银行不良贷款余额和不良贷款率面临双升的态势。不良贷款余额由2011年的4279亿元迅速攀升至2015年的12744亿元,不良贷款规模增加了近3倍,不良贷款率也由2011年的1%上升至2015年的1.67%。随着我国“去产能”、“去库存”的逐步推进,商业银行的不良贷款余额和不良贷款率还会进一步增加。

第三,地方政府债务规模增速较快。截至2014年底,地方政府负有偿还责任的债务为15.4万亿元,或有债务为8.6万亿元,比2013年6月审计署公布的10.9万亿元和7万亿元分别增加4.5万亿元和1.6万亿元,分别增长41.3%和22.9%。与此同时,地方财政收入(含基金收入)增速明显下滑,2015年同比下降3.7%,其中地方本级政府性基金收入大幅减少,2015年同比下降了23.6%,主要是由于国有土地使用权出让收入减少所致,2015年减少8840亿元,同比下降21.4%,地方财政收入的减少也加大了地方政府债务偿还的压力。而且我国正处于债务偿还高峰期,2016年到期偿还债务为2.8万亿元,占负有偿还责任债务余额的18%,2017年到期2.4万亿元,占16%,2018年及以后年度到期6.2万亿元,占40%。在债务集中到期时,地方政府债务偿还存在期限错配引发的流动性风险,主要体现在借短期债务投资于中长期项目上。

第四,随着我国债券市场规模的不断增大债券市场违约案件频发。2014年有6只债券违约,而2015年违约债券上升至24只,债券市场违约的发行主体由民企发展到央企,违约产品品种由公司债发展到中期票据,如2015年发生的保定天威及中钢股份债务违约事件。特别是在“去产能”、“去库存”的背景下,债务违约概率将会增加,而债务大多通过银行发行,当企业不能兑现时,风险将转嫁至银行,从而使银行面临的兑付风险上升。

第五,互联网金融等领域风险激增。国内以P2P网贷行业为主的互联网金融发展迅速,其中P2P网贷行业累计成交量规模不断增大,P2P也成为理财市场上的主要投资品种,在行业迅猛发展的同时,出现了P2P跑路、坏账率攀升、信用贷款逾期率激增等问题。2015年全年问题平台数量达到896家,是2014年的3.26倍,问题平台数占行业的34.5%,金融创新速度过快发展导致金融制度及金融管理相脱节,由此造成特定领域的金融风险加大并逐步向其他领域扩散。

#### 2014年各国实体经济部门债务占GDP比重(单位:%)

国别	总债务占比	政府债务占比	非金融企业债务占比	居民债务占比
日本	400	234	101	65
新加坡	382	105	201	76
希腊	317	183	68	65
法国	280	104	121	56
意大利	259	139	77	43
英国	252	92	74	86
美国	233	89	67	77
韩国	231	44	105	81
加拿大	221	70	60	92
中国	217	55	125	38
澳大利亚	213	31	69	113
德国	188	80	54	54
南非	133	45	49	39
巴西	128	65	38	25
印度	120	66	45	9
俄罗斯	65	9	40	16

#### （一）高杠杆率产生的原因

1、为应对金融危机的冲击我国进入加杠杆周期

为应对2008年全球金融危机对我国经济的冲击,我国出台了大量刺激性政策,通过对基础设施的投资来拉动国内经济的增长,我国由此也进入了以高负债为主的加杠杆周期。基础设施投资的增加又带动了钢铁、水泥、化工项目的发展,其中政府及大型国有企业主要承担了这部分的投资,从而导致相关企业杠杆率不断增加。同时,房地产市场在此轮宽松的环境下也随之上涨,并导致房地产企业的杠杆率不断攀升。此外,地方政府通过地方融资平台等手段大量举债发展,以期进一步刺激当地经济,从而导致地方政府资金使用成本较高、效率低下并助推了地方政府及相关企业杠杆率的增长。这种刺激性政策直接或间接的增加了我国总体的债务规模,使我国总体债务规模不断增大。

2、内外部经济环境恶化进一步加剧杠杆率在2008年金融危机过后,主要发达经济体对其资产负债表进行修复并开始了缓慢的去杠杆过程,由此带来了对我国商品需求的减少,表现在我国出口的下降。此外,我国还面临着国内有效需求相对不足,相关行业存在产能过剩的现象,经济尚处于结构调整期,传统支柱产业受困,而新兴产业处于发展初期阶段,我国经济依然面临较大的下行压力。受国内外双方面的影响,我国企业财务成本不断增加,营业利润增速在下降,企业经营能力在恶化,造成企业偿债压力不断加大,投资边际收益迅速递减。因此,经济增速放缓,而总体债务规模增速提高导致我国杠杆率不断增加。

3、不完善的资本市场是杠杆率高企的技术因素

由于我国资本市场尚不完善,致使我国股

#### 2007—2014各国实体经济部门债务变化情况(单位:%)

	总债务变化	政府债务变化	非金融企业债务变化	居民债务变化
日本	64	63	2	-1
新加坡	129	22	92	15
希腊	103	70	13	20
法国	66	38	19	10
意大利	55	47	3	5
英国	30	50	-12	-8
美国	16	35	-2	-18
韩国	45	15	19	12
加拿大	39	18	6	15
中国	83	13	52	18
澳大利亚	33	23	-1	10
德国	8	17	-2	-6
南非	19	18	2	-2
巴西	27	3	15	9
印度	0	-5	6	-1
俄罗斯	19	3	9	7

数据来源:麦肯锡

### 二、高杠杆率产生的原因及影响

权融资发展严重滞后,也使得我国企业融资方式单一。到2014年底,我国非金融企业股权融资仅占社会融资规模的2.64%,企业发展过度依赖于债权融资,而债权融资更偏好于国企和大型企业,这就导致大量资金流向国有企业并推高了企业的杠杆率,特别是那些具有地方政府担保的企业。现有资本市场不能满足融资需求还助推了我国影子银行的快速发展,由于影子银行存在信息不对称和融资成本高等特点,从而加大了金融系统风险的不确定性。此外,我国债券市场存在刚性兑付的特点也有碍于债券市场化的发展,并从侧面进一步提高了企业的杠杆率。

#### （二）高杠杆率对经济的影响

1、引发金融资源错配,延缓经济转型升级  
杠杆率较高的企业往往集中在产能过剩的国有企业,这些企业通常缺乏主动“造血”的功能,仅仅依靠银行“输血”维持。而由于我国资本市场的直接融资能力相对不足,导致产能过剩企业主要通过银行进行间接融资,银行为了避免出现巨额的不良贷款,同时国有企业又有政府信用作担保,因此债权银行会继续为这些“僵尸企业”提供贷款,从而对导致产能过剩企业占用了大量的信贷资源。在经济下行压力较大的情况下,银行会出现惜贷的现象,此时银行更愿意把钱贷给大型企业,对中小企业和新兴企业会收紧信贷,从而对其造成信贷挤出,由此出现金融资源错配的现象。而目前我国正面临产业结构调整期,新兴行业正处于发展的初级阶段,如果对新兴行业的贷款减少,则会延缓我国产业升级的顺利进行。此外,随着我国“去产能”、“去库存”的逐步推进,银行业不良资产余额和不良贷款率将会进一步攀升,从而加剧了银行惜贷的情况。

2、债务负担过重,延缓经济增长

### 三、资产负债表修复有较大操作空间

融资在企业融资中的比例,改进资本市场产品结构,适度鼓励互联网直接融资的发展,深化创业板、新三板改革,加快完善全国中小企业股份转让系统,在清理整顿的基础上将区域性股权市场纳入多层次资本市场体系,从而健全多层次股权融资市场。进一步放宽对IPO的限制,平稳有序地推进注册制改革,完善注册制配套规则。

#### （三）加大银行不良资产处置力度,疏通货币向信用的传导渠道

随着我国去产能和去库存的逐步实施,银行业面临资产质量不断恶化的压力将逐步增大,为此需要加快银行不良资产处置权限的下放进程,适当给予银行一定的核销自主权,允许企业破产以偿还银行债务,实施债权转化为股权的操作,推进银行不良资产证券化,推动利率市场化改革,放开存贷款利率限制,加强我国信用体系建设,建立健全我国商业银行信贷管理体制,加快银行体系不良资产的剥离,必要时需对商业银行进行二次注资,从而打破银行惜贷的现象,疏通货币向信用传导的渠道。

#### （四）适度增加中央政府杠杆,规范发展地方政府融资平台

提高中央财政赤字率,扩大中央政府代偿还地方政府债规模,做好地方政府存量债务置换工作,深化财税体制改革,降低企业税费负担,增加转移支付力度,加大对新兴产

过高的杠杆率会加重企业的财务负担,在企业经营环境没有明显改善的情况下,企业偿债成本不断增加,其中国有企业2014年的财务费用同比增长19.2%,而2011年更是高达33.6%。同时,企业还具有过高的生产成本,致使企业利润不断缩减。此外,企业为了偿还债务时会出售资产,这就引发资产价格大幅下降以及企业价值出现缩水,并由此引发“债务—通缩”现象的发生,期间会造成企业贷款需求下降,企业的投资能力也将不断弱化。另外,银行的惜贷也会减少家庭和企业的贷款,导致消费需求和投资需求的下降,从而降低我国的总需求水平,总需求的下降将拖累我国经济增长的步伐。

3、加剧市场动荡,易引发金融风险

非金融企业部门较高的杠杆率也会使债务违约风险不断增加。为了偿还债务,企业会面临出售资产的情况,当大量企业均面临此情况时会造成资产价格的大幅下降,从而加剧了市场的动荡,情形严重时会导致资产价格的崩溃,即引发“明斯基时刻”。而且,企业之间还存在联合担保或相互担保的情况,当担保链的某一环节出现问题时,整个担保链上的企业风险均会上升,严重时会将加剧整个行业的风险,风险也会进一步向银行转移。由于我国企业主要通过间接融资的方式进行融资,且多数为抵押贷款,当资产价格大幅下跌时会导致银行面临的违约损失概率大幅增加,银行的风险敞口将显著上升。同时,银行系统还直接或间接参与非银行金融机构的融资过程,因此银行系统所面临的风险将会由表外向表内不断扩大。随着风险在银行体系中不断积聚,银行资产质量将不断恶化,引起全球投资者对我国经济下行的预期,从而导致金融市场的大幅波动,而且存款刚性支付缺口问题凸显,并易引发银行等金融机构的支付风险向金融风险的转变,加剧了经济系统的脆弱性。

业、城镇化及棚户区改造的支持。维持适度宽松的货币环境,适时降低存贷款基准利率和存款准备金率,保持人民币汇率在合理区间运行。改进地方政府债券发行办法,剥离融资平台公司的政府融资职能,放宽地方政府举债融资的权限,加快形成以政府债券为主体的地方政府举债融资机制,加强政府公共投资与民间投资合作,推动PPP投融资模式的发展,严格控制地方政府债务融资的增量,完善全口径政府债务管理,增强政府债务的公开透明程度,把政府性债务纳入政绩考核体系,同时要加强全方位监管,规范各类融资行为,完善金融创新所带来的制度性建设,丰富金融创新的管理手段。

#### （五）推动经济结构调整,保持经济稳定增长

除了对债务在不同部门间优化调整外,还需保持经济稳定增长,避免经济增速下滑引发的偿债危机,这就需要全面推进供给侧改革,加快传统行业的改造升级,积极引导资金进入新兴产业,降低企业经营成本,为企业营造良好的经营环境,激发企业创新活力,增强企业核心竞争力,打造我国经济发展的新高地,完善“僵尸企业”的退出机制,加强国际产能合作,鼓励优势产能走出去,发挥市场在资源配置中的主导作用。同时需要提高居民的消费意愿,增强居民消费能力,鼓励消费金融的发展,将消费培养成我国经济新的增长点。

（执笔:郭琼）