

分报告二

如何走出企业部门高债务困局

企业部门高债务是困扰中国经济转型升级，走出本轮下行周期的难题之一。从宏观经济的角度看，高债务叠加通缩压力已经让中国经济站在费雪“债务—通缩”恶性循环的边缘，从微观角度看，高债务压力不仅影响企业部门自身的经营，还让大量持有这些债务的金融机构资产负债表风险积聚，威胁金融稳定性，而金融系统的稳定运转对于整个经济的重要性不言而喻，因此让企业自身和金融机构双双走出这一困局对于经济的企稳尤为重要。正如我们在此前的文章中提到的观点^①，宽松的货币政策是降低企业融资压力、对抗通缩的必要条件。但对于最终化解风险，改善实体经济的经营状况，宽货币必须要有积极的财政政策两相配合。在这样一个风险高度聚集的特殊时期，短期内需要政策托底，拓宽企业融资渠道、避免债务的大面积违约，降低金融机构资产端的风险、增加违约风险管理工具，从而稳定经济；但从长期来看，只有加快转变投资驱动的增长方式，让企业部门提高自身竞争力，充分释放国内的消费需求，才是让中国经济进入新一轮上升通道的根本路径。

本文从各部门的债务水平入手，指出企业部门高债务是中国债务问题的核心，

^① 张英杰等，《中国式QE：“债务—通缩”循环与非常规货币政策选择》，中国宏观经济论坛2015年三季度，在此文中有关于较为详细的论述。文章部分内容刊载于《中国经济报告》2015年11期，50—52页。

进而分析了企业当前的偿债压力阻碍经济企稳以及持有债权的金融机构资产端风险上升对经济的负面影响；接着从积极的财政政策、推进金融市场改革等角度论述短期内如何避免债务违约风险爆发，稳定经济；最后论述从长期角度看，中国经济继续健康发展的根本是转变增长方式，让消费代替投资成为经济增长的动力之源。

一、中国债务问题核心——企业部门高债务困局

2008—2010 年期间，为应对国际金融危机对国内经济造成的冲击，中国政府实施了大规模的刺激政策，通过大幅提升投资规模，弥补外需下滑带来的缺口，以避免经济出现快速回落。这使得社会总产能迅速扩张，总供给与总需求进一步失衡。为了平衡这种失衡，政府不得不进一步启动各种“微刺激”，利用信贷投放来增加新投资，利用新投资来填补旧投资带来的产能与供给扩张，中国经济增长模式转向了“信贷—投资驱动模式”^①，这直接导致国内债务规模迅速增加，债务风险不断累积。其中企业部门的高债务困局尤其值得警惕。本部分在描述了居民部门、政府部门以及企业部门债务现状后，指出中国债务风险集中在非金融企业部门，并在此基础上，从债务人及债权人两个角度分析了企业部门高债务对经济的负面冲击。

1.1 失衡的中国债务结构：信贷—投资增长模式下企业部门积聚了较高的债务风险

数据显示，2008 年银行贷款余额^②、债券存量^③及非标类债务规模^④分别为 32 万亿、11 万亿和 5 万亿元，而截止 2015 年三季度末，这三类债务规模分别攀升至 97.8 万亿、43.6 万亿和 38.6 万亿元，以上述三类债务规模之和来估算中国的总债务规模，可以看出 2008 年以来中国债务规模以年均超过 20% 的增长率逐年上涨，债务率也由 2008 年的 152% 升至 2014 年的 247%，预计 2015 年债务率更是能达到 265%。

^① 刘元春，毛振华，杨瑞龙.《步入“新常态”攻坚期的中国宏观经济》.中国宏观经济论坛 2014 年四季度

^② 包括本外币贷款余额

^③ 不含央票、国际机构债、可转债、分离债

^④ 包括信托规模、委托贷款、信托贷款以及未贴现票据融资

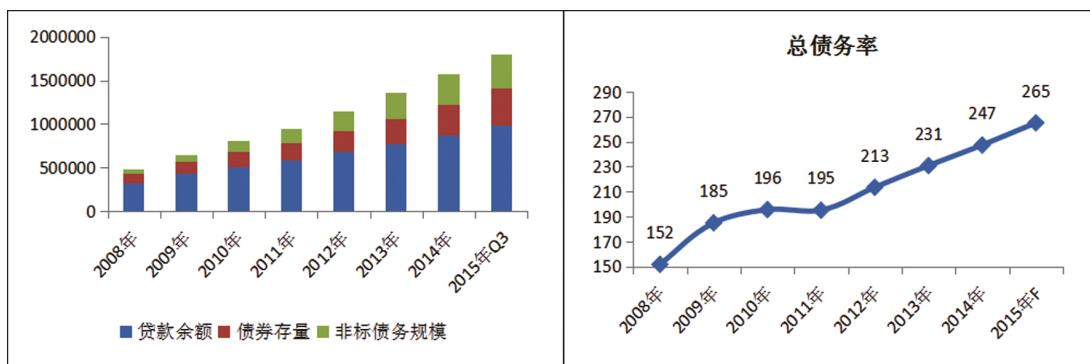


图1 信贷—投资驱动模式下债务规模迅速扩张 图2 总债务率不断攀升,债务风险不断累积

资料来源:中诚信国际整理

1.1.1 居民部门债务规模相对较小,适当加杠杆有利于促进消费增长,改善企业收入

分部门来看,居民部门的债务规模相对较小,根据中诚信国际的统计,截止2014年底,居民部门的债务余额^①分别为23.2万亿元,债务率为36.4%,与发达国家普遍高于50%的债务率相比,中国居民部门债务率处于相对较低水平。2015年前三季度,居民部门债务规模进一步增加至26.15万亿元,规模仍然相对较小,在总债务中的占比也不大,仅为15%。总体来看,居民部门的债务风险较小,仍具有一定的加杠杆空间。

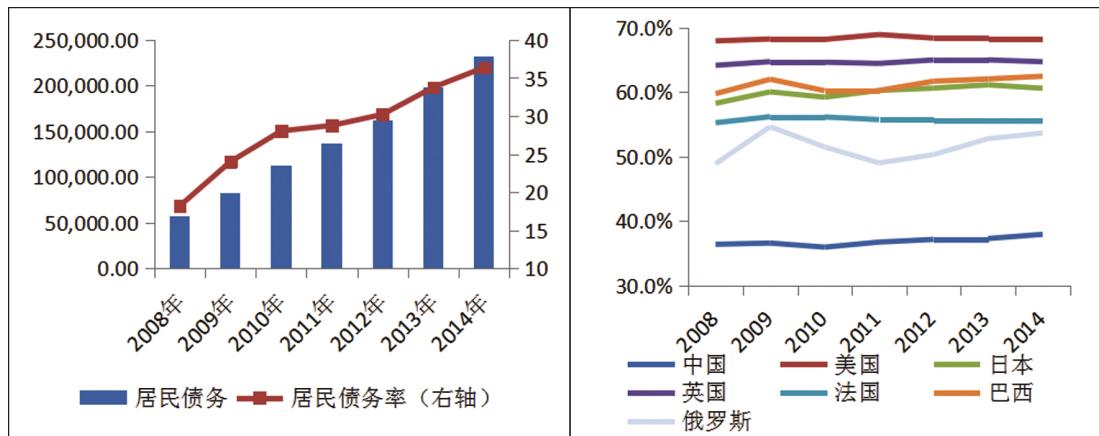


图3 居民部门债务率不超过40%

资料来源:中诚信国际整理

图4 中国居民消费占GDP比例较低

^① 居民部门债务主要由住户贷款构成,金融部门债务主要是由金融机构发行的债券构成,包括政策性银行债、商业银行债、其他金融机构债、证券公司短期债、证券公司短融等

长期以来,投资和内需仍然是拉动经济的主要力量,但原有的投资结构需要改变。在投资方面,需要调整投资的主体结构,改变原来的主要依赖国企和国有部门的投资通道的局面,丰富民营投资主体。在需求方面需要形成有收入支撑的消费能力,一是在制度层面改革,需要在初次分配和二次分配兼顾公平和效率问题。二是微观层面发展消费信贷,增加居民部门的杠杆水平,进而增加企业收入,增加居民消费对中国GDP的贡献。数据显示,随着居民收入水平的提高,近年来居民消费占GDP比例有所提高,但这一比例提升较为缓慢,2014年居民消费占中国GDP比例为37.9%,仅较2008年上升1.5个百分点,且与其他主要国家50%到70%间的居民消费占比相比,中国居民部门消费在国民生产总值中的占比较低。因此,以消费促增长在中国具有较大的发展潜力。美国是典型的消费拉动增长国家,约三分之二的GDP由居民消费贡献,这在很大程度上得益于其发达的消费信贷市场。考虑到中国国内居民债务水平相对较低,发展消费信贷,适当增加居民部门杠杆水平,有利于刺激消费,带动经济增长。除此之外,消费水平的增加,还有利于提高企业产品需求,增加企业收入,提高其偿债能力。

1.1.2 政府部门债务规模适中,地方政府发债置换托底融资平台类企业债务风险

政府部门的债务由中央政府债务及地方政府债务组成。如果仅以利率债及政府支持机构债规模来衡量政府债务,可以看出虽然自2008年以来,政府部门债务规模有了较大幅度增长,但债务规模并不高,债务率也较低。

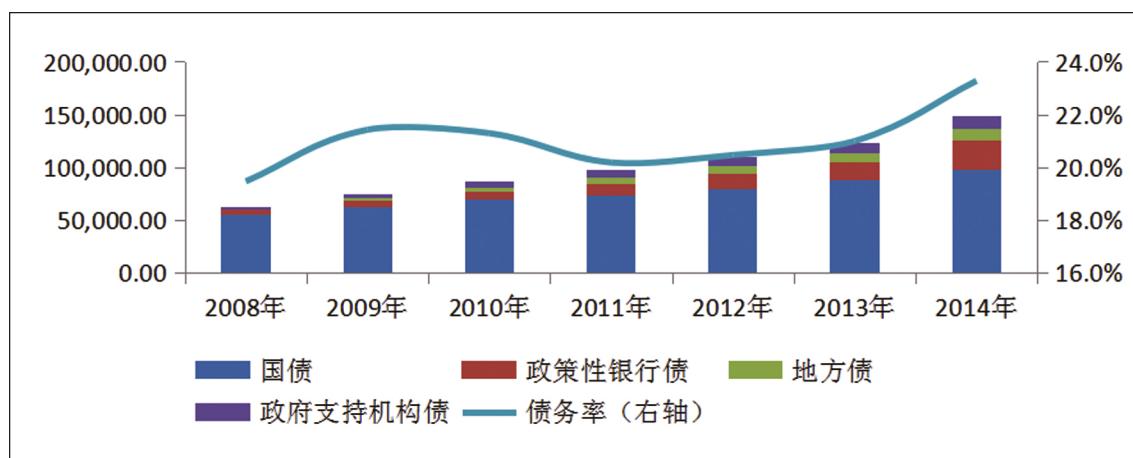


图5 窄口径下的政府债务规模及债务率相对较低

资料来源:中诚信国际整理

然而,就中国的实际情况而言,政府部门的债务要远比上述情形复杂,除了政

府或政府支持性机构直接负有偿还义务的国债、地方债、政策性银行债、铁道债等，还包括部分事业单位、融资平台债务以及通过BT、融资租赁、垫资施工等方式的项目融资类债务等等。考虑到这些因素，则政府实际承担的债务负担可能并不低。这尤其体现在地方政府性债务规模上。在分税制财政管理体制下，地方的财政收入并不足以完成相应的支出责任。特别是金融危机以来，以地方政府为主导的投资扩张更是使得地方政府的资金缺口越来越大。而过去受制于地方政府不得列赤字、直接向银行借款或发行地方政府债券的法律规定，地方政府便通过建立融资平台公司等途径间接举借债务，如此既混淆了地方政府与融资平台的信用，又进一步加大其债务的不透明性，与此同时，这些融资工具成本较高，进一步加重了地方政府的债务负担。从已经披露的地方政府债务数据来看，2012年底地方政府负有偿还责任的债务余额为9.6万亿元，负有担保责任的债务余额为2.5万亿元，可能承担救助责任的债务余额为3.8万亿元，到2013年6月底，上述三项债务余额分别为10.9万亿元、2.8万亿元和4.3万亿元，而截止到2014年底，仅地方政府负有偿还责任的债务就达到15.4万亿元^①，虽然总规模相对可控，但扩张速度较快。加上地方政府的财政信息披露较不完善，又存在债务风险沿着“融资平台——地方政府——中央政府”的链条向上层层传导，透支国家信用，威胁经济整体稳定的系统性风险，近年来地方政府债务风险越来越引起重视。

表 1 地方政府债务规模快速膨胀

地方政府债务(单位亿元)			
	负有偿还责任债务	负有担保责任债务	可能承担救助责任债务
2012年底	96281.87	24871.29	37705.16
2013年6月底	108859.17	26655.77	43393.72
2014年底	154000	—	—

资料来源：中诚信国际整理

为解决地方政府债务风险问题，监管部门已经出台了不少政策，包括阶段性审计、控制地方政府融资平台贷款风险、企业债发行分类管理以及允许地方政府“借新还旧”等等。除此之外，以剥离地方政府与融资平台之间信用为核心的地方政府

^① 2015年地方政府债务总限额16万亿元扣除2015年批准新增的6000亿元债务后，其余的15.4亿元即为2014年末地方政府负有偿还责任的债务15.4万亿元。

债务改革也正在进行。一方面,针对存量地方政府性债务,通过债务置换方式将短期高息存量债替换成长期低息地方债。2015年政府工作报告中首次提到安排地方列财政赤字,至今已经陆续推出三批总计3.2万亿元的地方政府置换债券,预计未来几年还将继续通过发行地方政府债券,推进地方政府债务置换;另一方面,针对地方政府新增债务,则逐步规范地方政府融资制度,明确政府与企业信用的边界,同时推出地方政府债务限额管理制度,以促使地方政府举债规模、结构、使用和偿还等信息更加透明化。这些措施有利于加强对地方政府债务风险的管理,暂时缓解了地方政府债务风险,预计短期内政府部门的债务风险相对可控。而考虑到在地方政府允许发债之前,其债务形式主要表现为融资平台类债务,这些举措实际也是缓释融资平台类企业债务风险。

1.1.3 非金融企业部门债务规模高企,继续大规模加杠杆可能威胁宏观经济稳定

中国国内债务风险主要集中在非金融企业部门^①。这既与中国的金融体系结构相关,也在一定程度上是政府为应对2008年金融危机冲击实施的大规模刺激政策留下的后遗症。在国内,股权市场相对不发达,企业外部融资主要依靠贷款或发行债券等债务形式,其中贷款更是占据了较大比例,因此商业银行信贷的松紧在很大程度上左右了企业债务规模的扩张情况。金融危机后,中国快速出台大规模经济刺激计划,形成了“中央财政资金先期进入,地方财政资金立即配套,商业银行贷款大幅跟进”的资金配置模式,导致信贷大规模扩张,直接造成非金融企业部门债务规模的快速增长。由此可见,与美国通过政府和货币当局的资产负债表扩张来对冲企业和居民部门去杠杆所造成的总需求萎缩不同,在金融危机后,中国的企业不仅没有进行资产负债表修复,反而是以特有的机制参与了由政府主导的反危机调控,快速扩张了自身的负债。2008年以来中国企业部门债务规模及债务率迅速攀升,远远高于其它部门。数据显示,2008年企业部门的债务规模^②约为32.7万亿,债务率刚刚超过100%,到2014年底,该部门的债务率已经超过170%。截止2015年9月末,企业部门债务规模达到116.8万亿元,预计2015年全年企业部门债务率能够达到175%。这一债务率水平不仅远远超过90%的国际警戒线,同时

^① 以下简称企业部门

^② 以存量信用债、非金融性公司及其他部门贷款以及非标债务加总得到,其中信用债包括中期票据、短期融资券、公司债、企业债、中小企业集合债、中小企业集合票据、PPN、中小企业私募债等,非金融性公司及其他部门贷款数据取自央行金融机构信贷收支平衡表

也大大高于其他国家同部门的债务率水平。

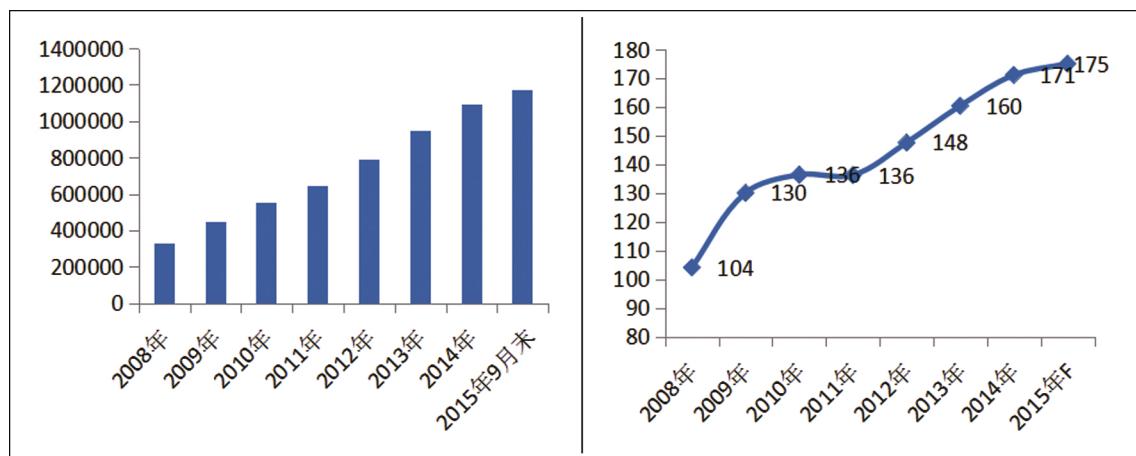


图 6 非金融企业部门债务规模快速增长

图 7 企业部门债务率远远超过 90% 警戒线

资料来源：中诚信国际整理

在企业部门债务规模不断扩大，债务率快速攀升的同时，国内资本市场却长期维持着刚性兑付。在信贷市场上，一部分债务人通过贷款展期或借新还旧保证原有债务持续滚动，而在债券市场上，2014 年“11 超日债”违约以前，当发行人无力偿还所发行债券时，或由担保公司代偿，或在政府主导下，由银行或承销商替企业偿付，或者通过财政拨款的形式偿还，最终也保持着“零违约”的神话。如此，债务风险未能及时释放，反而不断累积，成为威胁企业和宏观经济发展的不稳定因素。如果继续大规模加杠杆，任由企业部门债务规模继续膨胀，一旦资金面出现变化，或者经济增长赶不上偿债速度，则债务风险可能大面积爆发，威胁系统性经济金融安全。

1.2 高债务负担影响企业经营，限制新增投资，拖累宏观经济陷入“债务—通缩”循环

近年来，随着经济进入“新常态”，GDP 增速持续下滑，实体经济越来越难以承受体量过大的债务规模。企业部门积聚的债务风险对企业发展乃至宏观经济的负面影响已经有所体现。

1.2.1 投资回报率下降，财务杠杆理论失效；工业绩效指标持续恶化，部分行业资产负债率高企，行业风险显著上升

财务杠杆理论认为，由于企业所得税的存在，债务资本的优势是借款的利息可

以作为费用在税前扣除,因而企业可以少交一部分部分所得税,这部分由于利息费用的存在而减少的支出就会使企业的价值增加,即企业的债务数越大,利息费用在企业总费用中所占的比例也就越大,可以在税前抵扣的费用越多,由于税盾价值的增加,企业的价值也随之增大。因此,现代企业可以利用负债的杠杆作用获取节税利益,进而增加企业价值。然而随着负债的增加,企业的财务风险也会越来越大,一旦投资回报率小于负债利率,债务杠杆就会产生负效应,导致利润难以覆盖利息,甚至出现财务危机。

从中国国内情况来看,金融危机以来的刺激政策使得投资边际收益大幅下降。2008年金融危机前,中国资本形成总额与GDP之比平均达到37%,其中,2001—2007年中国资本形成总额与GDP之比为40%,远高于全球平均水平。2008—2012年,政府采取了大规模刺激政策以后,这个比率进一步提高到47%。资本形成与GDP之比上升,同时伴随GDP增速的显著下降,结果是每增加1单位产出需要的新增投资(边际资本产出比,简称ICOR)迅速上升。从国际标准看,ICOR一般在3左右,中国金融危机之前是3.5—4之间,金融危机之后陡然上升,2012年以来已经超过6。金融危机以后中国每增加1单位产出所需要的新增资本大幅增加,意味着投资回报很低。对于存量债务较高的企业来说,这将大大降低企业的偿债能力。

高负债对企业带来的经营压力已经有所体现。一方面,高负债加大了企业的再融资风险。伴随着经济下行压力持续加大、市场信用风险整体抬升,银行等金融机构风险偏好下降,对企业的资金支持明显收紧,这使得企业经营雪上加霜,偿债能力进一步恶化。2014年以来已经出现较多企业因银行抽贷而导致资金链断裂,经营难以为继。另一方面,大规模债务加重企业利息支付负担,压缩企业经营利润,绩效指标持续恶化。据估算,企业支付的债务利息占GDP比重已经从2011年的9.03%提高到了2015年的12.53%,进一步计算可以发现2015年企业需要支付的债务利息就高达8.5万亿元(陈彦斌,陈小亮,2015)。伴随着偿债负担的加重以及投资收益的下降,越来越多的企业利润大幅下滑,出现亏损甚至破产。规模以上工业企业利润明显下滑,与此同时,工业企业的亏损面在不断扩大,亏损企业的个数持续增加,且亏损总额增速更快。其中,国有企业的亏损总额变化剧烈。民营企业破产数据虽然没有官方统计,但破产事件屡屡发生。根据民营经济发达的浙江省统计数据显示^①,2014年浙江省高级人民法院受理企业破产案件346件,审结269件,同比分别上升145.07%和265.79%。破产企业债务总额达到1595亿余元,

^① <http://news.hexun.com/2015-03-23/174297599.html>

比 2012 年的 243 亿元增长了近 6 倍。除了浙江省,全国经济发达的其他省市,民营企业倒闭的数量也日渐增多。

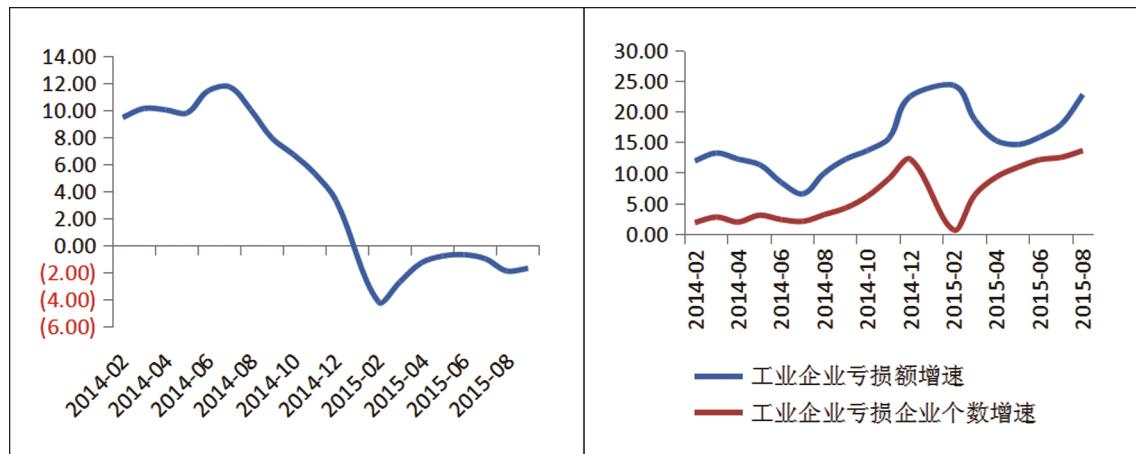


图 8 工业企业利润增速持续下滑并由正转负 图 9 亏损企业个数与亏损额增速逐步增长
资料来源:中诚信国际整理

从行业上看,煤炭、钢铁、光伏、船舶、有色金属等产能过剩行业的资产负债率持续上升,已经接近或超过 70%,高负债经营下,这些行业的利润增长率或大幅下滑,或剧烈波动,行业风险日益加重。

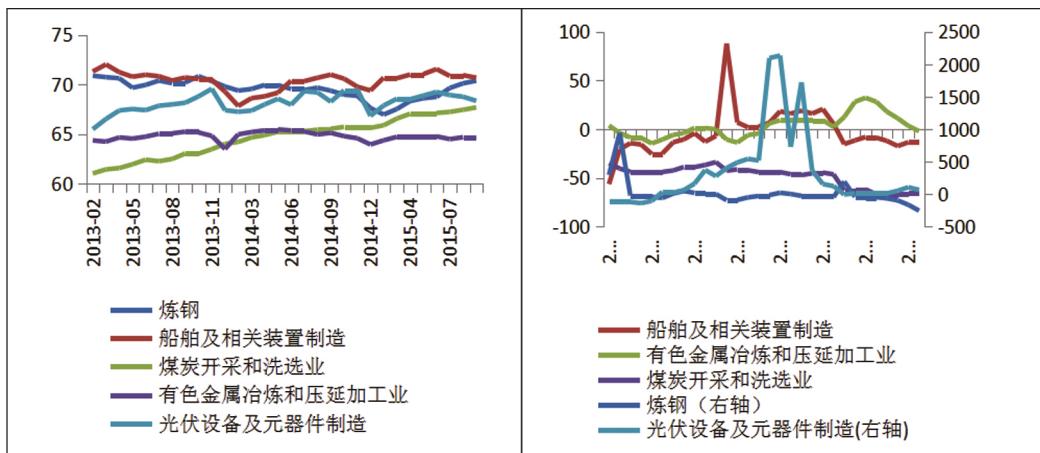


图 10 产能过剩行业资产负债率高企 图 11 产能过剩行业利润率大幅下滑或剧烈波动
资料来源:中诚信国际整理

1.2.2 存量债务循环挤占金融资源,抑制新增投资

债务规模高企意味着每年将有大量资金用于还本付息。以债券市场为例，2008年以来，在信用债不断攀升的同时，每年用于还本付息的资金量也在逐渐增加，且在新发债中的占比有扩大趋势。2008年，信用债还本付息规模在总发行规模中的占比为42%，而2015年前9个月，这一比例已经上升至63%。大量新增资金用于借新还旧以维持债务不违约，使得用于新投资的资金相对减少。与此同时，对于新增融资，由于企业的偿债能力弱化，加上金融市场融资条件限制，实际融资成本也不断提高。企业债务负担过重不仅给企业带来巨大的财务成本，而且可能会消耗企业大量的自有资本，在这种情况下，企业即使面临良好的投资机会，也只能望而却步，影响企业的正常经营和发展。

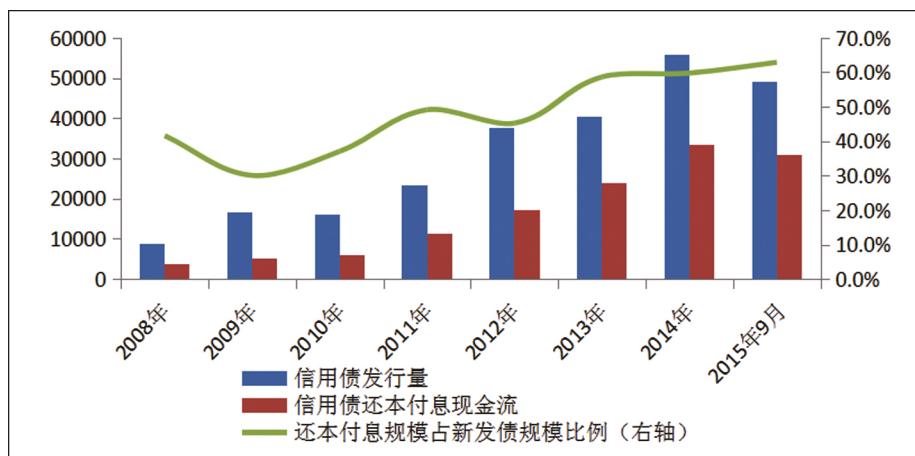


图 12 大量资金用于已有债务的付息

资料来源：中诚信国际整理

1.2.3 生产领域通缩叠加企业沉重债务负担，宏观经济可能陷入“债务一通缩”循环

根据经济增长理论，实际利率与经济增长率之间应该是正相关。在宏观经济增速放缓的背景下，出于对经济的悲观预期，市场上的投资行为相对谨慎，投资需求减少，资金需求相对于资金供给的收缩就会使市场均衡利率降低。而利率的降低又会刺激投资需求，从而带动经济恢复增长。然而，当宏观经济同时面临高债务与通货紧缩风险之时，上述经济的自动稳定器机制就会失灵，经济容易陷入费雪所提出的“债务一通缩”恶性循环。在债务一通缩的恶性循环机制中，过度负债是经济盛极而衰的转折点。当经济体债务存量累积到一定程度后，债务的“泡沫”破灭，债务人将面临债务清算，表现形式为银行遭遇挤兑或无法再融资，企业与个

人无法实现债务展期,此时往往只能通过大幅抛售资产来偿还债务。这会导致银行收紧信贷,企业减少投资,家庭缩减消费,进一步引起货币流通速度与价格水平的下降,进而导致需求下滑,利润下降,产出与就业减少。严重时,会发生大规模破产,经济整体的信心崩溃,并陷入“生产者价格(PPI)收缩—实际利率上升—负债恶化—经济进一步收缩”的恶性循环,将经济拖入萧条。

高债务率和通货紧缩目前在中国经济中均有所体现,一方面,企业部门债务率已经远远超过警戒线,另一方面,自2012年3月以来,中国PPI同比增速已经连续43个月负增长,且自2014年7月以来降幅逐步扩大,生产领域的通缩风险持续上升。尽管债务违约尚未大面积爆发,经济也尚未陷入“债务—通缩”恶性循环,但如果债务规模继续膨胀,债务风险继续累积,通货紧缩趋势也未能及时扭转,则一旦偿债速度赶不上物价下跌速度,此前形成的债务泡沫将不可避免地破灭,并使经济陷入恶性循环。由此来看,企业部门降杠杆和遏制生产领域的持续通缩都是现阶段中国经济从宏观层面需要解决的重要问题。



图 13 PPI 持续负增长,生产领域通缩风险逐步加大

资料来源:中诚信国际整理

1.3 债务风险由下向上逐步传导,金融机构持有资产风险飙升

经济处在“债务—通缩”循环的边缘,企业部门日益恶化的经营环境加大了企业债务的违约风险,而债权人的资产风险恰与作为债务人的企业的违约风险息息相关,一旦债务人的资金链断裂,债权人也可能面临资产损失。在我国,大部分债权人是商业银行或其他非银行金融机构,随着债务风险在债务链条上由下向上的

逐步传导,金融机构持有资产的风险也一路飙升,这会对整个金融体系的稳定性造成威胁。由于企业债务主要来源于银行贷款、债券融资以及各种非标类债务,从债权人的角度来看,高负债企业的偿债风险的传导则主要表现为三个方面:企业贷款逾期推升商业银行不良贷款率、未有效隔离的违约债券风险向债权人直接传递以及信托类产品违约带来信用风险交叉传导。

1.3.1 企业银行贷款逾期率较高,推升商业银行不良贷款率

商业银行贷款是企业资金尤其是中小企业资金的重要来源,尽管近年来银行贷款占企业债务的比重逐渐下降,但截至 2014 年末,银行贷款占比仍接近 60%。商业银行为企业经营投入大量资金,一方面是为适应监管部门对于银行业支持实体经济发展、加大对特定行业以及中小企业的扶持力度的要求,另一方面也是商业银行自身业务发展的需要。在这样的背景下,企业经营困难所带来的大量贷款逾期拉低了银行资产质量,导致了不良贷款率的快速上升。目前不良贷款的重灾区集中于制造业企业、批发零售业企业以及其他各个行业的中小企业。据银监会数据显示,商业银行不良贷款率从 2012 年开始逐步上升,2013 年第四季度开始增速明显加快。截至 2015 年二季度末,全国商业银行不良贷款率为 1.5%,较一季度末高出 0.11 个百分点,较 2014 年末高出 0.25 个百分点。分机构来看,受企业经营困境影响最大的是各地的农商行,一般情况下,农商行的贷款利率会普遍高于其他类型的银行,能够在一定程度上弥补不良贷款率,但是在经济下行压力下,农商行所服务的小微或“三农”企业经济效益快速下降,导致农商行贷款质量水平明显降低。截至 2015 年二季度末,农商行不良贷款率高达 2.2%,而国有商业银行、股份制商业银行和外资银行的不良贷款率分别为 1.48%、1.35% 和 1.16%。另外,从不良贷款的先行指标来看,2015 年二季度末关注类贷款较年初增加 26%,预计年内不良贷款率上升的压力仍然较大,银行业资产风险或持续上升。

1.3.2 违约债券退出机制仍待完善,债权人利益未得到有效保障

2014 年“11 超日债”的违约彻底打破了债市“零违约”的神话,自此之后债券市场信用风险陆续暴露。2015 年以来偿债危机事件进一步增多,公募债市场上出现实质性违约的债券已经有 3 只,另外面临兑付困难的企业及其所发行债券的信用风险也亟待释放,债项级别和主体级别下调次数均较此前明显增多,其中不乏一些大型央企及地方国有企业。从债权人的角度来看,债务人违约可能在资金链引发连锁反应,进一步加大债权人所负担债务的偿付风险。一方面,尽管有大部分债券在发行时有特定的资产抵押或第三方担保,但这些保障措施也很有可能失效。

目前债券市场已发生过债券到期后担保方不代偿的情况,如15年初中小企业私募债“12东飞债”的担保方对担保责任予以否认,今年暴露兑付危机的公司债“12中富01”和去年违约的中小企业私募债“13中森债”也均在有担保的情况下最终由发行人自己完成清偿。另一方面,从当前违约债券的偿付方式上看,债券市场违约退出机制仍不够完善,部分债券到期后采取降低利息以及延期支付的方式,这已经给债权人带来实际的损失,如“12苏飞达”下调未回售部分债券利率以及“10中钢债”延长回售登记期,即便这些违约债券最终得到兑付,债权人也并未按照原有协议获得全额清偿,债权人的利益未得到有效保障,增加了其资产损失的风险。

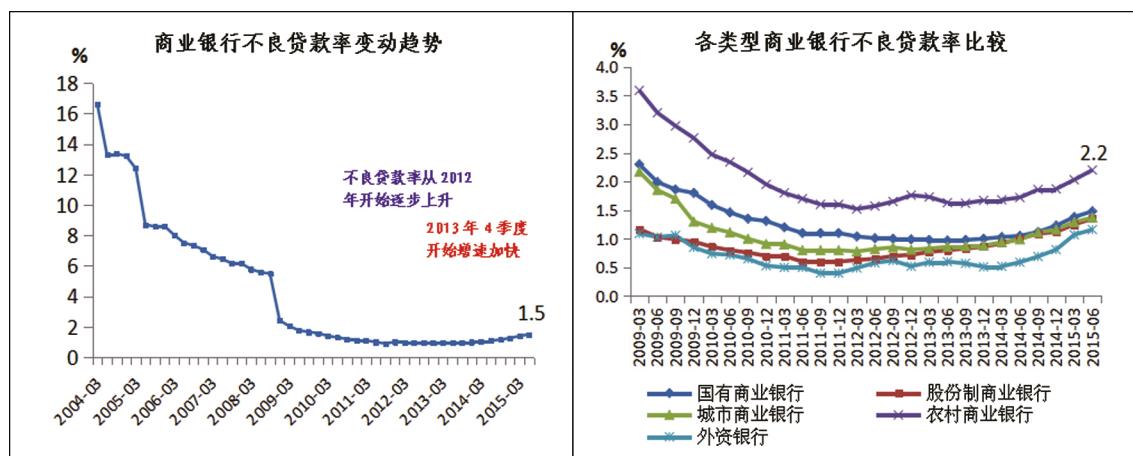


图14 近几年全国商业银行不良贷款率逐步上升 图15 农村商业银行不良贷款率较高

资料来源:中诚信国际整理 资料来源:中诚信国际整理

1.3.3 实体经济低迷叠加伞形信托清理,信托类产品兑付危机频现

2014年开始,信托市场迎来集中兑付的高峰期,信托产品兑付风险事件和违约事件屡屡发生。信托业信用风险的陆续暴露主要是受到实体经济持续低迷和监管政策改革的影响。一方面,从信托资产的投向上看,信托业资金主要流向了五大领域:工商企业、基础产业、证券投资、金融机构和房地产业,其中工商企业、基础产业以及房地产业三类实体经济部门所占比重一直较大,2015年二季度合计占比超过信托资产总量的50%,因而在经济下行周期中,向实体产业的信托类产品收益正在走低,必然会推升信托业所面临的风险。另一方面,由于信托产品设计复杂、信用链条较长,其风险监管的难度较大。2015年2月份证监会打击场外配资,对伞形信托进行清理,这导致众多信托产品提前清盘,给投资者造成损失。从投资者的角度来看,当前信托业杠杆积累过高,信托公司的杠杆率远超安全支付能力,并

且信托产品涉及的投资者范围较广,一旦发生违约,将会导致信用风险的交叉传导,更多投资者持有的信托资产将遭受损失。

总的来看,企业部门作为经济活动的重要主体,其高债务的现状不仅影响其自身的正常经营和业务发展从而让经济复苏举步维艰,还可能叠加通缩风险拖累宏观经济整体陷入“债务—通缩”的恶性循环直至萧条,更可能由于债务逾期和违约的风险逐渐加大让持有其债务的金融机构的资产质量迅速下降,不良率大幅上升,出现坏账的可能性增加,致使金融机构在利率市场化的大背景下面临资产和总利润的损失。不难看出,金融机构在企业债务风险上升的情况下,为了降低坏账,风险偏好降低,更有收缩信贷的动力,反过来继续减少企业可能获得的偿债现金流,进一步推升债务风险。如此往复金融系统运行可能失灵,企业更难以为继,经济增长则可能面临深度探底的风险。因此,解决企业部门高债务问题毫无疑问应是当前经济工作的核心之一。

二、当前应对困局的具体措施——宏观政策支持下的金融改革与创新

在企业部门债务规模高企的情况下,采取一定的措施降低杠杆率,收窄债务规模是理性的选择。然而,在总需求疲软的宏观背景下,简单地通过削减企业支出或降低企业债务融资的方式来进行大规模去杠杆,将会使有效需求不足问题更为严重,加大宏观经济断崖式下跌风险。2013年监管部门就是通过上述方式对企业部门进行去杠杆。一方面通过对银行表外业务的清理收窄企业融资渠道,另一方面维持稳中偏紧的资金环境,抬高利率水平,倒逼企业自主降低融资规模。这在一定程度上推动社会融资规模和货币供应速度加速回落,金融内生性收缩现象明显,并在某种程度上导致2014年一季度GDP增速由上年的7.7%快速回落至7.3%,对经济的负面冲击较大。正因为认识到强行去杠杆可能引起的经济断崖式下跌,2014年以来货币政策又逐渐放松,债券市场融资门槛也有所降低。对于地方融资平台,2014年四季度开始在地方政府债务改革推动下,城投企业融资渠道也曾明显收紧,引起基建投资增速同步下滑。而为了防范由此引发系统性风险,2015年一季度以后政府又陆续出台了一些过渡期政策,包括推出存量债务置换以及放宽再融资政策等等。可见大规模去杠杆和强制的市场出清带来金融市场剧烈震荡、企业的大面积倒闭和经济的大幅下滑是不容易承受的。因而在当前经济环境下,处理企业部门债务问题面临两难选择:一方面,企业部门高企的债务规模及债务

率,需要控制其债务增速,稳定其债务杠杆水平;另一方面,为了防范在结构调整过程经济出现断崖式下跌,仍需要对实体经济进行资金支持,以确保经济增长稳定在一定水平。

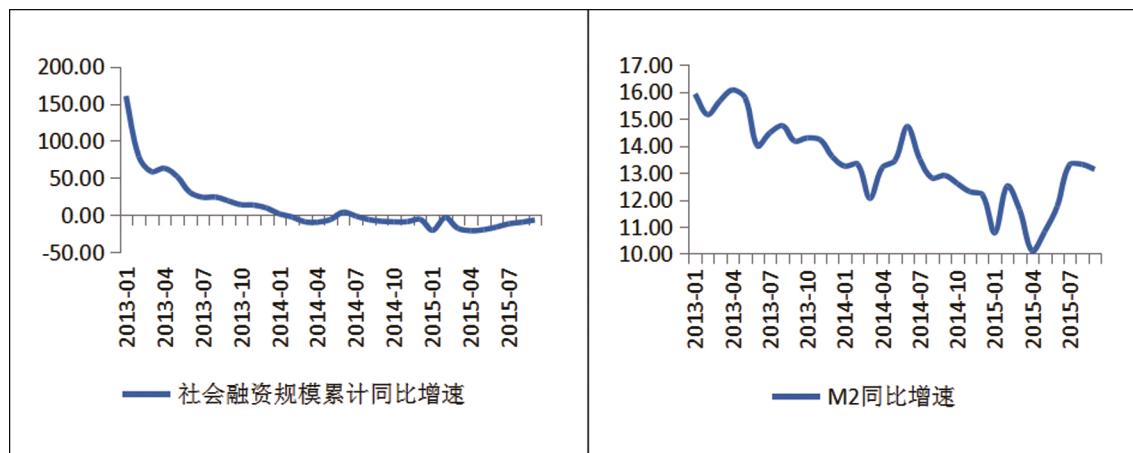


图 16 社会融资规模增速下滑

图 17:M2 增速回落

资料来源:中诚信国际整理

2.1 财税、货币政策托底,避免大规模违约、营造良好经营环境

在当前的经济环境下,局部的风险释放不可避免,尽管如此,对于大面积的企业违约、倒闭可能带来的经济的断崖式下跌和社会的不稳定仍然要采取措施,竭力避免。首先就要在宏观经济整体下行的大背景下,努力创造更加有利于企业持续经营的市场环境。这意味着货币政策要提供一个低利率、宽货币的资金环境;财政政策一方面要扩大财政赤字,增加政府支出来拉动需求,增加企业收入,甚至直接承担一部分债务的偿付,另一方面要减税降费,降低企业的经营成本。

在此前的报告中,我们已经详细论述了货币政策取向应该由“稳健”转向“宽松”,本文中不再重复讨论。从财政政策的角度出发,扩大财政赤字和减税降费是当前避免大规模违约爆发,给企业创造有利的生存条件的必要手段。2014 年我国的财政赤字率是 2.1%,2015 年提高到 2.3%,其中地方财政赤字的首次出现实现了通过发行地方政府债券置换原有政府性债务,从一定程度上已经避免了地方融资平台出现大面积违约的情况发生。但是近两年地方财政在偿债压力上升,土地出让金收入大幅下降等各种压力下,对于大规模企业债务的救助能力有限。在这一方面,应考虑由中央财政发挥更大的作用,通过发行国债注资企业部门,在兼顾

行业发展可持续性和系统重要性的前提下,让企业部门杠杆转移到政府部门,尤其是中央政府。这同时还让居民和机构的储蓄转移为政府债券的投资,有助于提高存款的使用效率。与此同时,继续用政府投资稳定需求的增长,从基建、养老、医疗、教育等仍需要大量投入的产业入手增加投资需求,给企业带来可持续性收入;继续减税降费,降低企业的经营负担,让企业部门能够正常的经营和运转。在符合国家经济结构调整方向的产业上,政府应予以多种政策的支持和鼓励,部分降低企业在开拓新业务过程中的风险。

通过宏观经济政策的支持,避免大规模违约和企业倒闭出现,稳定经济增长,是给最终实现经济结构调整,从根本上解决债务问题争取时间。然而需要注意的是,政府对企业债务的救助只是在特殊时期避免风险爆发的短期政策,并不能作为一个长期的手段。由于救助的资金来源与政府债务,这意味着随着债务的到期,经济的好转和企业正常经营的恢复,政府的资金就要适时退出。

2.2 加快资本市场改革,创新企业融资工具,拓宽企业融资渠道

企业融资的啄序理论认为,由于信息不对称的存在,企业融资从成本高低的角度考虑具有优先顺序,即首选内部融资,次选外部融资,而外部融资中则优先使用债权融资,其次为混合资本融资工具,最后才是股权融资。从中国目前面临的经济环境来看,大多数企业的自有资金无法满足其资金需求,在经济下行、企业经营形势严峻的外部条件下更是如此。研究表明,由于我国股权市场发展的落后,资本市场有效性不高,企业的债权融资成本实际高于股权融资(王志亮、牛如海,2006)。这样的成本倒挂,进一步加剧了企业债务融资成本的扭曲,如果继续扩大债务规模,则将面临较高的债务风险。在这样的情况下,加快股权融资制度改革,发展混合资本工具就对企业去杠杆具有重要意义。应加快国内企业融资从债权融资转向股权融资或者混合资本融资工具。

2.2.1“债转股”有利于企业降低债务率,但需完善股票市场发行、交易等全方面制度设计

增加股权融资是降低企业杠杆的一个重要手段。在企业经营的过程中,负债经营较为普遍,想要从分子出发降低杠杆实际较为困难,而从分母出发增加股权融资比例则是改善企业债务水平的重要办法。鼓励企业的资本扩充行为从长期来看更有利于企业的持续经营,降低企业财务成本,避免债务危机发生。同时,增加资金入股企业的比例让投资者直接分享企业的收益,可以降低企业受债务制约的程度。

度,激发企业的活力,对于经济复苏和结构转型都更为有利。

自 2014 年下半年开始,政府企图通过“宏观债转股”实现降低中国债务率和杠杆率的目标,并在政策上大力推动股票市场融资,不仅重启了 IPO,还加快推动新三板、地方股权交易中心等更多层次的市场建设,对于推行注册制的脚步也逐渐加快。从 2014 年底开始半年的牛市助推了股票市场发展的又一轮大行情。2014 年 A 股市场累计融资约 7600 亿元,是 2013 年的约 2 倍。其中 IPO 约 600 亿元,增发和配股融资约 7000 亿元。而 2015 年 1—5 月的 IPO 就达到 824 亿元,定增融资达到 3425 亿元。这就是说,今年 1—5 月份股市融资高达 4249 亿元,已经占到去年全年股市融资的 56%,这对于降低企业财务杠杆起到了关键性的作用。

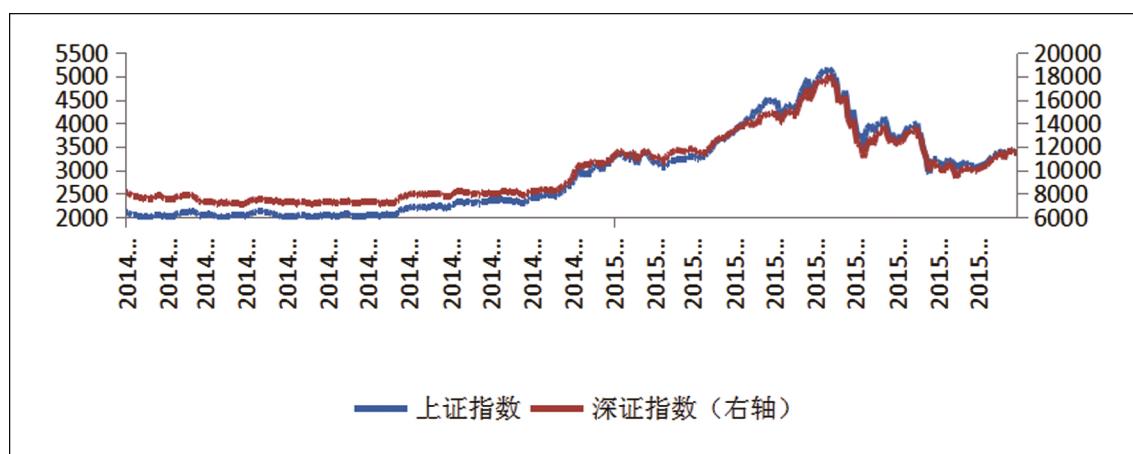


图 18 股票市场冲高回落,大幅震荡

资料来源:中诚信国际整理

然而,看似劲头十足的大牛市却在 6 月戛然而止。6 月中下旬至 8 月末,A 股市场一改去年下半年以来的单边上涨行情,转为连续单边下跌。上证指数从 6 月中旬最高点 5166.35 跌至 8 月末 2900 点左右,深证指数从 18000 点上下跌至 9700 点左右,在短短两个多月的时间内股票指数累计跌幅超过 40%。股市行情的快速回落对宏观经济的冲击大大超越以往的水平。首先,这使得企业股权融资计划踏空,数据显示,新增非金融企业境内股票融资额在 6 月创下新高值 1051 亿元后,7 月、8 月、9 月股票融资额持续快速回落,分别仅为 615 亿元、479 亿元和 379 亿元;其次,6 月末至 7 月初,股票市场持续大幅下跌,为配合“救市”,证监会不得不自 7 月上旬再次暂停 IPO,股票市场注册制改革也因此暂缓推进;股票市场的剧烈波动,也使得三季度金融业增加值累计同比增速较上半年有所回落,从而在某种程度

上对三季度 GDP 增速下滑也产生了一定影响。

下半年以来股票市场的剧烈波动以及由此形成的对宏观经济的负面冲击并不意味着宏观“债转股”改革的错误。相反，打开企业的股权融资渠道不仅是解决企业债务问题的有效办法，也是鼓励创新、推动经济发展的有利措施，但这是建立在完善的市场制度以及健康的市场运行基础之上。股票市场的连续暴跌实际反映出国内股票市场存在的问题不止存在于过于严格地准入要求，更在于监管机构对市场制度的设计不完善、对衍生工具的风险把握不到位、对各类市场运行机制可能带来的后果没有充分预估。因此，发展股权市场融资，首先应完善股票市场发行、交易等全方面制度设计。从最新的政策来看，随着 10 月以来股票市场的逐渐企稳，证监会已经于 11 月初宣布重启 IPO，同时围绕巨额资金打新、监管发行条件、加大投资者合法权益保护等事项，提出了改善新股发行的措施，这也再次表明监管层并没有放弃“债转股”改革战略。未来完善股权市场制度，推进企业股权市场融资仍是资本市场改革的大方向，也是解决企业高债务率问题的重要措施。

2.2.2 大力发展混合资本工具：优先股、永续债务

(1) 优先股

作为一种特殊的证券形式，优先股兼具股票与债券的特点，是企业传统融资工具之外的补充，发行优先股可作为解决我国企业目前融资困难的一种创新方式。所谓优先股是依据《公司法》，在一般规定的普通种类股份之外，另行规定的其他种类股份，其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制。相较于普通股，优先股的优先权主要体现在两个方面：第一，股息分配优先。优先股一般有固定的股息，并可以先于普通股股东领取股息。当公司有未分配利润可供分配时，必须先分给优先股，再分给普通股。如果优先股的股东没有得到规定的股息，那么普通股一律不得分红。第二，清偿顺序优先。当公司解散或破产时，如果清偿债务后仍有剩余财产，则优先股的清偿顺序优于普通股。但优先股股东一般没有表决权，不能借助表决权参加公司的经营管理。相较于债券，公司发行优先股没有到期还本的压力，但优先股股息率通常会高过负债利息率。

在企业债务风险高企的条件下，发行优先股可以使企业在获得类似于债权融资一样的杠杆效应时，同时降低企业财务风险。优先股再融资使企业获得杠杆效应。与普通股股东收益上升幅度是与企业收益上升幅度一致的情形不同，在优先股融资的情形下，由于优先股股东的股息率通常是固定的，这就使得在企业收益大

幅度上升时,普通股股东的收益将超过企业收益的上涨幅度。如此,企业就可以通过优先股融资获得类似于债权融资一样的杠杆效应。与此同时,优先股作为一种股权融资方式,不会增加企业的负债,且能充实企业的权益资金比例,可以降低企业的资产负债率以及财务风险,提高资金充足率。此外,在优先股融资的情形下,由于优先股股东通常无表决权或表决权受到限制,从而使企业的表决权仍集中在普通股股东手中,也就是说,优先股融资可以在获得长期权益资金却不会稀释股东权益,保持了股东利益平衡和企业控制权的稳定。优先股推进有利于新股发行制度改革。建立优先股制度,可在一定程度上弥补现行新股发行制度的缺陷,缓解市场扩容恐惧症,并为破解供需失衡困局提供有效的路径选择。

国务院在 2013 年 11 月 30 日印发了《关于开展优先股试点的指导意见》,支持实体经济发展。2014 年 3 月 21 日证监会发布了《优先股试点管理办法》,之后又公布了发行优先股相关信息披露的文件,对优先股的发行和管理作进一步规范。2014 年 4 月 24 日上市公司广汇能源率先公布优先股发行的预案,成为了 A 股首家开展优先股试点企业;浦发银行在 4 月 29 日发布优先股发行的预案,成为了国内首家银行股试点优先股。截至 2015 年 10 月底,有 14 家上市公司审核通过优先股发行,其中银行股有 8 家。

总体来看,目前中国优先股融资市场还处于前期市场摸索阶段。当前发展优先股仍面临政策法规不确定性的问题。由于国内现有税务政策法规尚无明确规定优先股股息在税前抵扣还是来源于税后利润,国家财政、税务部门也尚未对支付优先股股息的税务处理做出明确的具体操作指引。随着优先股的全面实施,国家将对其税收方面进行相应的制定,但若优先股股息无抵税效果,较于债券筹资在利率相同情况下,企业发行优先股筹资的成本要高,显然企业将面临资金成本提高的压力。

(2)永续债务

永续债券就是没有明确到期日或期限长达 30—50 年以上的债券。“债券之名,权益之实”是永续债产品的灵魂。持有人不能像普通债券持有者那样要求发行人偿还本金,但可以按期取得利息。按照权利义务的关系来看,永续债券的持有人是公司的债权人。永续债类似于股票中的优先股,同时具备了权益和债权两个部分,兼顾了债券和股票的两种属性,因此也被归类为混合资本证券。目前国内永续债务分为交易商协会主管的永续票据以及发改委审批的可续期企业债。

永续债务不同于普通债券的发行条款满足了特定供需双方的要求:对发行方

而言,自主选择赎回还是存续的条款,缓解了企业的再融资风险,递延支付利息的权力则避免了定期偿付利息的固定风险,而且部分永续票据可以计入权益,降低了企业资产负债率,改善了企业的财务状况,这些发行条款对于还款付息压力较大、财务杠杆水平已经很高并难以通过有很大的吸引力;对投资方而言,永续票据的发行利率普遍高于同期同等级普通债券发行利率约 100bp 左右,而在利率重置期若发行人选择不行使赎回权,则票面利率将进一步跳升 300bp,这实际提高了发行人行使赎回权利的意愿,对投资人而言,就相当于以相同本金在相同期限里获得了更高的回报,满足了部分风险偏好相对较高投资者的资产配置需求。

近两年监管部门对永续债务的鼓励政策使得此类债务工具快速发展,其中发行条件较为宽松、发行周期较短的永续票据自 2014 年四季度以来快速发展,不仅规模大幅增加,而且发行人范围明显扩展。截止 9 月底,2015 年累计已有 100 只规模合计 1909.5 亿元的永续票据发行上市,远远超过了去年全年的发行水平。发行人也逐渐从信用水平良好的大型央企向省市级国有企业、城投公司扩展,甚至一些民营企业也成功发行了永续票据,发行人信用等级下沉现象较为明显,主体级别为 AA+、AA 等级的永续票据只数占比由 2014 年的 10% 和 4%,上升至 2015 年前三季度的 31% 和 10%。与之形成鲜明对比,发改委主管的永续债,虽然具有与永续票据相似的特征,但因为审批周期较强,且发行限制较多而发展缓慢,前三季度仅发行 4 只,其中三只主体与债项级别全部为 AAA,剩下一只主体与债项级别均为 AA。目前发改委已经发文简化企业债发行流程,预计在此项政策的刺激下,未来永续债也将会有一定发展。

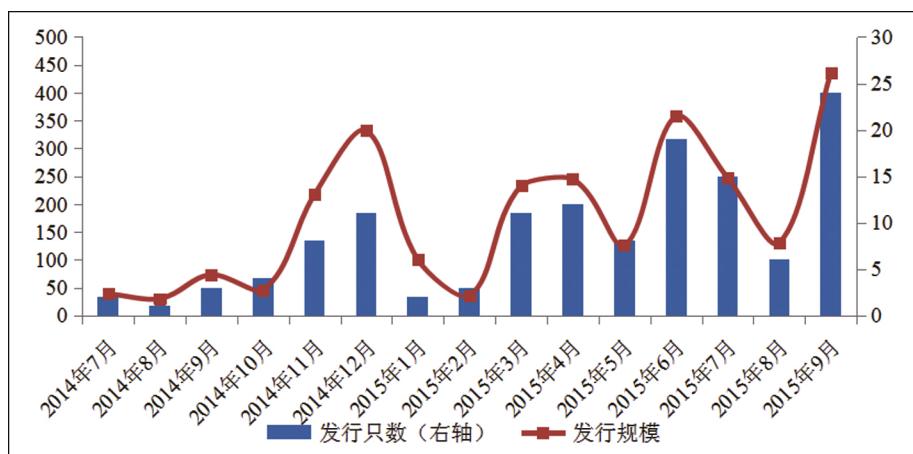


图 19 永续票据发行规模迅速扩张

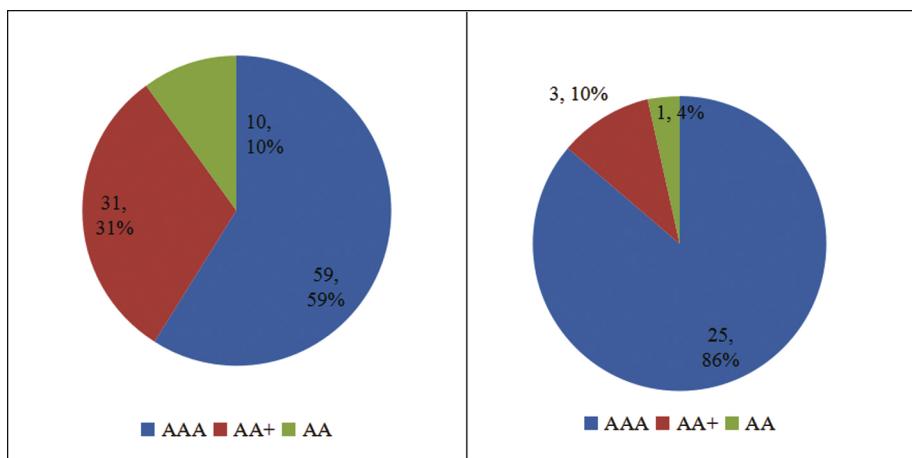


图 20 永续票据发行人等级下沉现象明显

资料来源：中诚信国际整理

与优先股发展面临的问题类似，永续债务同样面临会计政策不确定性的政策障碍。如果永续债务不能计入企业的权益资本中，则发行永续债务并不能降低发行主体的资产负债率。而由于永续债务往往比同等级普通债券发行利率高很多，发行永续债务反而加重了发行人承担的利息支付负担，抬高财务费用。另一方面，永续债券的持有人是发行人的债权人，这意味着即使发行人不用在特定期限偿还债务本金，仍需要定期支付利息，对于投资人而言，仍面临利息无法按时收到的违约风险，特别是在交易商协会的发行政策中，允许永续债务发行人利息延期支付的条款，实际加大了投资人承受的信用的风险。

2.2.3 继续扩大债券市场发行人范围，增加企业直接融资占比

在大力发展企业股权融资和混合资本工具的同时，推进现有债券市场的进一步完善也有益于提高企业直接融资占比，降低企业资金链断裂风险。自 2015 年以来，监管机构已经明确地方融资平台可以借新还旧，以保证对在建项目的资金支持。而随着证监会、交易商协会和发改委对各自监管的债券发行门槛的降低，企业的再融资风险也有所缓解。但是在这一过程中，监管机构始终保持着对发行人信用等级的要求，这虽然理论上可能降低整个市场的风险，但实际上对于债券的风险定价，期限结构的建立都存在制约，同时也代替投资者拒绝了部分企业的债券融资需求。我国的债券市场的投资者群体实际是以机构为主，这意味着他们比个人投资者具有更高的风险识别和管理能力。观察国际成熟债券市场的案例可以看到，高收益债券市场与国债和其他投资级债券一样繁荣，机构投资者具备风险定价能力。而我国由于监管机构对发行人信用等级的要求始终存在，一方面让债券市场

的风险定价体系始终处于不完整的状态,另一方面也抑制了投资机构提高对高风险资产的定价和管理能力,同时更让部分企业就此失去了成本相对较低的债券直接融资渠道,转向成本更高的民间借贷,加剧了企业的债务风险。因而,监管应考虑取消对发行人的信用等级要求,而是让市场通过信用评级对发行人进行准确的风险定价来完善债券市场的融资功能,培养投资人主动管理风险的能力,满足不同层次发行人和投资者的需要。

2.3 发展违约风险对冲工具,提高债权人违约风险管理能力

在2014年以前,“刚性兑付”一直是主导资本市场的潜规则,在这样的背景下,债务的收益与风险长期相背离,债权人也往往抱有侥幸心理,疏于采取债务风控措施对违约风险进行管理。为削弱信用风险事件对于市场的冲击,切实有效地隔离违约风险,债权人应对债务风险采取主动管理,采取更多方式构建多层次的金融市场。

2.3.1 信用风险逐步暴露,债权人应对违约方式有别

2014年对于资本市场是一个重要的转折点,从公募到私募,从银行贷款到信托产品,多笔债务兑付风险集中暴露,为资本市场敲响了警钟。针对这些债务兑付危机事件,债权人主要采取了转让不良资产、等待企业重整以及破产清算等方式进行处理。

(1)信贷市场:不良资产打包转让

商业银行作为企业资金的来源方之一,其持有的不良资产规模随着企业债务风险的增加而持续扩大。在计划经济向市场经济过渡的时期,为收购国有银行的不良贷款,我国成立了四大资产管理公司。2007年开始,四大资产管理公司开始商业化运作,不再局限于收购国有银行的不良资产,将其他商业银行业的不良资产也包括在内。2015年,财政部下发文件,放开华融、长城和东方三家国有资产管理公司的业务许可,允许其收购、处置非金融机构不良资产。从具体操作上看,商业银行剥离不良资产的具体操作过程是银行将持有的不良资产打包转让给资产管理公司,资产管理公司接收不良资产后,将依然有价值的资产,通过债务重整以及追加投资、债转股或借壳上市等方式实现保值、增值和退出。银行出售不良贷款的方式直接降低了银行已经或者即将面临的资产损失,并以资产管理公司为平台帮助面临债务危机的企业脱困,从债权人和债务人两个角度最大限度地降低了债务风险对市场的冲击。

(2) 债券市场：企业重整、破产清算

企业重整和破产清算都是通过直接对债务人的资产或债务进行重整、处置以实现债务清偿的方式，本质上均是法律行为，需要依照特定的法定程序来操作。随着企业债务刚性兑付被打破，企业采取重整或破产清算的方式清偿债务已不足为奇。国内首例违约的公募债发行人超日太阳就是通过重整的方式实现了重新上市，“11超日债”因此得到了百分之百的清偿率。除此之外，保定天威集团、二重集团及子公司二重重装也因无力偿还债务已主动申请或者由债权人向法院申请了重整，目前已经进入重整程序。以上企业均是通过重整的方式来帮助企业渡过难关。与此相比，破产清算则是企业在走投无路时才会采取的最坏方式。一般来讲，破产清算通过牺牲债务人来保障债权人的利益，对于有特定财产担保的债权可能得到优先清偿，但无担保债权只能在清算过程中申请普通债权，难以得到足额清偿。在国务院推动国有企业兼并重组的政策指引下，未来国有企业将更可能采取企业兼并重组的方式避免国企违约事件的发生，而民营企业由于经营更加市场化，可能将更多采用重整或破产清算方式解决违约问题。

从以上分析可以看出，采取出售不良资产以及等待企业重整、破产清算的方式确实在现实中缓释了债权人承担的企业债务违约风险，债务回收率普遍较高，尽可能地保全了债权人的利益。但是采取以上三种办法仅仅是被动地对违约债务进行事后补救，并没有在事前或事中主动对信用风险进行防范，未有效隔离债务违约风险。另外，企业重整和破产清算往往要经历冗长的司法程序，并且在股东及关联人对重整方案和清算方案投票表决时容易产生不一致的意见，很难达到统一，如“11华锐01”在债券回售到期日之前向债权人提出债务重整方案，以期望在相关债务减免的同时避免出现回售危机，但该方案未能获得债券持有人大会通过，最终发行人通过出售应收账款以及通过资本金转增股本、由引入的战略投资者出资偿付，这大大降低了解决债务问题的效率。

2.3.2 应对刚兑打破趋势，重启不良资产证券化，发展信用衍生品市场，提前应对违约风险

尽管在宏观政策的支撑下，大规模的违约事件发生的概率较小，但局部的风险释放仍然会不时出现。随着债务违约事件的逐步常态化，仅采取以上方式对违约债务进行事后处理的做法使债权人处于较为被动的地位，为进一步加强信用风险管理，债权人还应~~对~~对债务风险采取主动管理，通过不良贷款证券化、开展多种信用衍生工具等渠道提前化解违约风险。

(1)重启不良贷款证券化,降低银行业资产风险

早在 2006 年和 2008 年我国已有过不良资产证券化的实践,信达资管、东方资管以及中国建设银行均发行了不良资产证券化产品。2008 年后,受金融危机的影响,信贷资产证券化业务被迫暂停,不良资产证券化也随之停止。随着当前商业银行不良贷款规模快速上升,商业银行亟需快速提升自身的资产质量,而现阶段银行业不良资产处置方式较为单一,主要为资产保全和呆坏帐核销。虽然商业银行也可以将不良贷款打包处置给资产管理公司,但由于其处置对象主要针对个案,因此专业的资产管理公司也无法很好地满足快速和批量处置巨额不良资产的要求。而资产证券化作为一种批量交易的方式,由于其能在短期内同时转让大量不良资产的所有权或收益权,提前将现金收回进而将风险转移出去,达到快速处置不良资产的目的。因此,不良资产证券化不仅可以使作为发起机构的商业银行将缺乏流动性的不良资产转变为现金收入,同时还可以拓展投资者的投资渠道,取得预期收益。随着我国资产证券化市场的发展,开展商业银行不良贷款资产证券化,有助于拓展商业银行处置不良贷款的渠道,提高商业银行不良资产处置的速度,提升商业银行的资产质量。

从不良资产证券化的发展历程来看,不良资产证券化最早出现于美国,之后其他国家纷纷效仿,总体上看美国、意大利、日本和韩国不良资产证券化实践取得的成效较为突出。以韩国为例,在亚洲金融危机爆发后,韩国借鉴欧美不良资产证券化的经验,一方面加快不良资产证券化的法律制度建设,另一方面成立了韩国资产管理公司作为不良资产证券化的实践主体。由于韩国资本市场容量较小,为提高不良资产证券化的效率,韩国将其证券化产品在卢森堡和美国上市交易,引入国外投资者,并聘请国外中介机构对资产证券化产品提供服务,增加其产品在国际市场上的影响力,在处置不良资产方面得到了很好的效果。韩国的实践经验表明,完善的法律制度、设立不良资产处置机构以及从自身国情出发设计的产品方案是不良资产证券化实践成功的必要条件。

由于此前我国已有过不良资产证券化的实践,相关法律框架以及资产管理机构已有一定的基础,并且目前国内资产证券化产品的市场认可度也较高,无论从发行还是从需求的角度来看,我国已具备不良资产证券化重启的基本条件,但若要进一步提高不良资产的处置效率,相关法律制度还需进一步完善。目前我国关于不良贷款转让的法律规定是 2012 年下发的《金融企业不良资产批量转让管理办法》,其中对于不良资产的批量转让仍存在着严格的规定,金融企业批量准让(10

户/项以上)不良资产为只能定向转让给资产管理公司,为推动不良资产证券化业务的顺利开展,监管层应考虑放宽批量转让不良资产的限制,加快不良资产证券化的效率^①。

从不良资产证券化的作用来看,与打包出售不良贷款相比,不良资产的证券化能够达到快速处置不良资产的目的。打包转让不良资产后资产管理公司只能针对个案具体问题具体分析,依次进行处置,效率较低,不良资产证券化可以实现不良贷款的批量处置,在短时间内同时转让大量不良资产。与此同时,不良资产证券化还将不同风险偏好的投资者引入到不良资产处置领域,有效分散银行业的资产风险。目前商业银行对不良资产证券化有迫切的需求,市场内外部环境以及投资者认可等条件已经具备,在各类机构共同推进的作用下,一旦监管条件放开,不良资产证券化业务将得到快速发展,银行业整体资产风险将得到大大降低。

(2)发展信用衍生品市场,缓释潜在信用风险

信用衍生品是分离和转移信用风险的各种工具和技术的统称,本质上是一种场外金融合约,用来提供与信用有关的损失保险,其最早出现于 1992 年的美国纽约互换市场。经过 20 余年的发展,信用衍生产品交易由北美扩展到欧洲、拉美和亚洲。目前欧洲、美国的信用衍生产品市场份额较大,其发展已经较为成熟。而我国信用衍生品市场在 2010 年才正式起步,目前仍处于发展初期。当前我国企业深陷高债务困局,银行等各类金融机构资产质量快速下降,金融体系内部信用风险亟待释放,这样的背景下,进一步丰富信用衍生品工具、扩大信用衍生品市场非常必要。

目前我国信用衍生工具种类较为单一,仅在 2010 年推出了信用风险缓释工具(CRM)的试点业务。信用风险缓释工具(CRM)包括信用风险缓释合约(CRMA)和信用风险缓释凭证(CRMW),CRMA 是信用保护买方(银行)向信用保护卖方定期支付费用、信用保护卖方就约定的标的债务向买方提供信用风险保护的合约,CRMW 则是为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的、可交易流通的有价凭证。与国外信用衍生品自发的场外交易相比,我国的信用衍生品从一开始就具有“官办”的色彩。国内 CRM 由银行间市场交易商协会所主导,其参与者主要是国有商业银行和股份制商业银行,信用风险也仅是在少数银行间转移,CRM 的市场存量和流动性表现均不佳。

^① 详细内容参见:闫衍,《我国商业银行不良资产证券化模式与展望》,刊登于《财经》2015 年第 28 期,82 页—85 页。

当前发展信用衍生品市场能够契合金融市场的规律。此前 CRM 交易遇冷,与刚性兑付的潜规则下债务违约事件难以发生有一定的关系。随着企业兑付危机和银行等金融机构资产风险等问题愈加严峻,当下继续推出信用衍生工具对于缓释信用风险将会有诸多帮助。从企业的角度来看,信用衍生工具在流通性较好的情况下可以将信用风险转移,相当于为企业债券提供了信用增级,在缓解企业融资难的同时对债券违约风险进一步分散。与此同时,银行等金融机构作为债权人,其持有的债权资产的风险随着信用衍生工具的流通而转移,降低了不良资产的损失压力,此时若对不良资产进行转让或资产证券化,将大大提高不良资产的处置效率。

发展国内信用衍生产品市场,一方面要丰富信用衍生工具的品种。目前国际上信用衍生工具以信用违约互换(CDS)为主,其他品种诸如总收益互换(TRS)、信用联系票据(CLN)和信用利差期权(CSO)也占有着一定的市场份额。信用衍生工具的丰富有助于满足不同类型投资者的需求,增加信用衍生品市场的活力。另一方面,信用衍生工具的参与主体范围仍需要扩大,目前我国参与 CRM 交易的只有少数银行,这也是信用衍生品市场发展缓慢的重要原因,除商业银行之外,其他主体包括企业部门以及非银行金融机构都需要涉足信用衍生品市场,真正发挥信用衍生工具对于金融体系内部信用风险的缓释作用。

总结走出企业高债务困局的办法,一是通过宏观政策支持避免出现大规模违约,给企业恢复活力创造条件,给更长期的经济结构调整争取时间;二是通过金融市场的改革和创新让拓宽企业的融资渠道和空间,改善企业的杠杆率,减轻企业的债务负担;三是创新违约风险管理工具,提高债权人,特别是银行等金融机构主动管理违约风险的能力,降低企业债务违约给其带来的损失和冲击。

三、转变经济增长方式是走出企业部门高债务困局的根本

无论是政策对暴露的风险进行托底,还是持续给企业提供再融资的条件,或是给债权人提供处理风险资产的工具,实际上都是短期内应对债务危机负面影响的办法。从长期来看,债务危机产生的根本原因是在应对上一轮金融危机的过程中经济刺激政策用力过猛导致的低效率投资快速规模化,占经济的比重庞大以至于难以消化,更难以带动经济进入新一轮增长。从 2012 年以后几次“微刺激”政策的实施效果来看,通过投资驱动经济增长的作用明显递减,作用效果逐渐下降,有效

时间也逐渐缩短。因此改变投资驱动的经济增长模式是一个必然的选择。

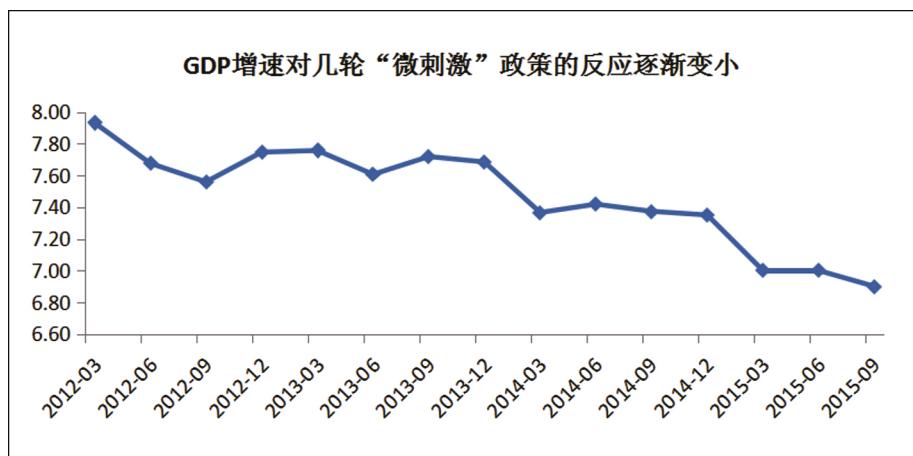


图 21 “微刺激”政策效果逐渐减弱

资料来源：中国人民大学宏观经济论坛课题组

通过第一部分中与世界其他发达经济体相比较，可以看出在我国消费对经济增长的贡献率明显低于其他经济体。这与我国应对 2008 年金融危机的策略有关，也可能与之前我国所处的工业化社会发展阶段和人均收入的水平相关。但这也意味着随着我国逐渐进入工业化社会后期，直至后工业社会，居民收入水平逐渐提高，人均 GDP 达到 8000 美元以上^①，消费占经济的比重也应该逐渐上升。由投资驱动转为消费驱动是经济结构调整的方向。而从债务问题的角度出发，可以想象投资驱动经济增长天然会累积企业杠杆或者政府杠杆，对于股权融资不发达的中国市场则尤其明显，而消费驱动则恰恰是降低储蓄率，提高居民部门杠杆水平的过程。同时配合以资本市场的改革，理论上将鼓励居民储蓄转移到对企业的股权投资中去，又适时地给企业去杠杆创造了条件。由此可见，伴随着经济结构的调整，杠杆从企业部门转移到居民部门，与企业债务问题的解决高度契合。

从数据上看，我国的经济结构调整已经取得了一定的成绩，2010 年以后，投资贡献率高位回落，而消费的贡献率则明显上升，并在 2011 年、2012 年和 2014 年都超过了投资的贡献率。如果从三次产业增加值的数据看，也能看出 2015 年前三季度以服务业为主的第三产业的增加值已经稳定高于第二产业增加值 2 个百分点左右。这些数据都表明经济结构正向着更加发达的经济体，更加适合新的发展阶段

^① IMF 预计 2015 年中国人均 GDP 将达到 8280 美元。

和从根本上解决企业高债务问题的方向发展。

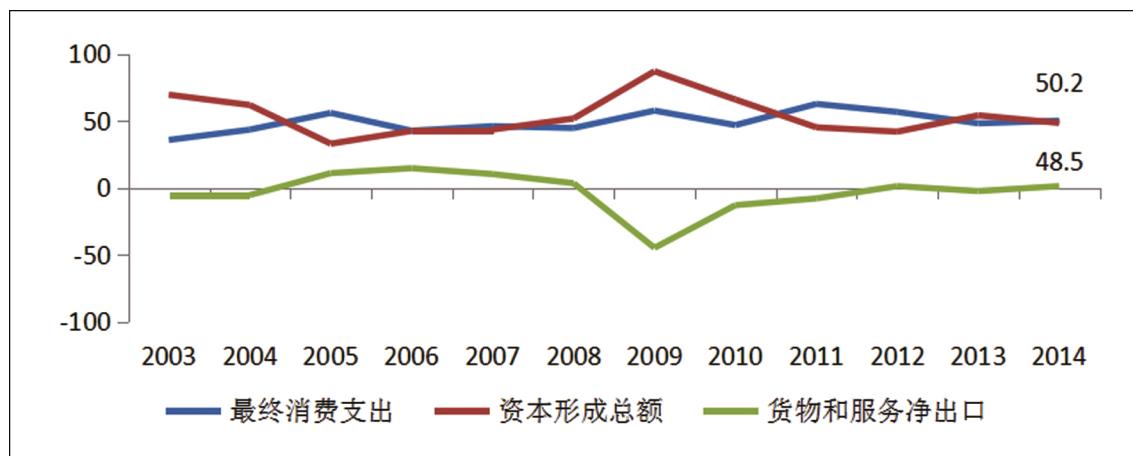


图 22 最近 5 年消费对经济的贡献率与投资不相上下,2014 年超过投资贡献率

资料来源:中诚信国际整理

不过,就目前来看经济结构调整的过程中仍然有许多问题有待解决。这既包括第二部分所提到的金融市场的改革,还包括诸如建立科技创新、成果转化的市场化运作模式,进一步保护知识产权,建立鼓励企业诚信经营、失信惩戒的社会信用体系,增强企业在国际市场上的竞争力,进一步增加政府对居民养老、医疗、教育等民生基础设施的投入从而转变中国人的消费习惯等等方面问题的逐步解决。由此可见,经济结构调整的过程复杂而又需要较长的时间,只有短期内通过一系列办法缓解企业高债务给经济带来的压力,维持经济和社会稳定,才能为从根本上解决企业的高债务问题赢得时间。而只有坚持让经济结构向更加先进和适应新的发展要求的方向调整,中国经济才能进入新的增长周期。

参考文献

- [1]陈浩,王国俊. 国内外优先股融资研究:文献回顾与研究展望[J].学海.2015(04)
- [2]陈彦斌,陈小亮.2015:《通缩、高债务和货币政策财政政策协调》,中国宏观经济论坛
2015 年第三季度分报告
- [3]范利民,张辉锋,谢鸿华. 关于我国发行优先股融资的相关探讨[J].商业研究.2014
(02)
- [4]李妍.上市公司筹资优化研究[J]. 时代金融. 2013(06)
- [5]刘元春.2015:《低迷与繁荣、萧条与泡沫并存的中国宏观经济》,中国宏观经济论坛
2015 年第二季度主报告
- [6]王志亮,牛如海.“啄序理论”的资本成本视角[J].财会研究.2006(03)
- [7]闫衍.我国商业银行不良资产证券化模式与展望[J] .财经.2015(28)
- [8]杨艳,陈收.我国上市公司融资啄序的实证分析[J]. 财经理论与实践. 2009(02)
- [9]张茉楠.非金融部门去杠杆的路径[J].经济观察.2014(12)
- [10]张英杰,李诗,郭静静,余璐,谭畅.2015:《中国式 QE:“债务一通缩”循环与非常规货
币政策选择》,中国宏观经济论坛 2015 年第三季度分报告
- [11]张英杰,李诗,余璐,谭畅.2015:《中国债务问题解决思路梳理及其影响分析》,中国宏
观经济论坛 2015 年第二季度分报告
- [12]邹逸君.我国企业高负债与系统性金融风险分析[D].浙江大学 2015