

去杠杆的重要工作:一是推动国有企业的去杠杆;二是适度调整货币政策态势;三是强化金融监管,重点放在压缩监管套利空间和防范交叉金融风险

供给侧改革需有序去杠杆

曾刚

从2016年的主要经济数据来看,稳增长和促改革方面均有不错的表现。全年GDP增速6.7%,尽管结构性减速趋势未改,但仍保持在中高速水平,远高于其他主要经济体。更为重要的是,随着供给侧结构性改革的推进,经济结构得到了进一步优化。2016年,产业结构方面,第三产业增加值占GDP的比重为51.6%,高于第二产业11.8个百分点。在第二产业内部,高技术产业增加值比2015年增长10.8%,增速比规模以上工业高4.8个百分点,占规模以上工业比重为12.4%;总需求结构方面,最终消费支出对GDP增长的贡献率为64.6%,而传统的动力——投资与出口,分别为42.2%与-6.8%。消费对经济增长的贡献持续上升,总需求结构进一步优化。

总体来看,在深化供给侧结构性改革“三去一降一补”的主要任务中,去产能、去库存、降成本和补短板都已取得

明显成效,但去杠杆方面的情况则稍显复杂。工业企业负债率虽有改善迹象,但居民部门、地方政府加杠杆较为明显。这种杠杆置换,相当于用新的规模更大的债务替代了旧的债务,短期内虽有利于去企业库存,但可能引发新的失衡,并埋下更大的风险隐患。此外,除之前关注的非金融部门高杠杆问题外,金融自由化背景下资金“脱实向虚”加剧,部分机构为追求短期利润,过度使用杠杆,造成市场风险和流动性风险突出,极端情形下,甚至波及整个金融系统的稳定。因此,如何在稳增长和防风险的前提下,有序推进去杠杆的工作,将成为未来一段时间供给侧结构性改革的重心。

去杠杆形势变化

“三去一降一补”中的去杠杆,更

多关注的是企业部门,政策也大体围绕这个核心展开。但过去几年中,随着实体经济调整和金融结构快速变化,债务总量和结构出现了一些新的变化和特征。

非金融部门总体债务水平继续稳步上升

根据国际清算银行(BIS)的统计,2016年第二季度末,中国非金融部门债务总量与GDP之比达到254.9%,比2015年末提高8.6个百分点,仍呈稳步上升态势,不过增幅较以往年份有所减缓。横向比较,中国经济总体的杠杆率明显高于发展中国家平均值(188.1%),并迅速接近发达国家平均水平(281.4%)。考虑自身的经济增长潜力,在全球货币政策极度宽松的环境下,对比主要经济体,中国经济整体的杠杆率问题不算太高,仍在可承受范围。

企业部门去杠杆出现分化,居民部门

别和管理企业风险转变,进而向具有效率优势但无充分抵押的民营企业贷款,改善资金配置效率,释放经济中全要素生产率的潜力,促进经济转型升级。

三是市场化债转股有助于建立多层次资本市场,优化宏观融资结构。债转股新政策规定债转股所需资金由实施机构充分利用各种市场化方式和渠道筹集,特别是可用于股本投资的资金。经过实施机构市场化筛选对象企业、股权债权市场化对价,实施机构依照市场化法治化原则对对象企业进行改组改造后,企

业未来股权价值可能会明显提升,在当前我国股权融资产品种类有待增加的背景下,市场化债转股的股权无疑将是一种新的投资渠道,有助于通过市场化方式有序将储蓄转化为股权投资,从而提高股权融资的融资比重,优化我国宏观融资结构。(本文为作者个人观点,不代表供职单位意见) ■

作者单位:国家发展和改革委员会经济研究所

(责任编辑 许小萍)

行评估,这无疑会提高银行识别企业经营风险的能力,增强全方位评价企业风险的水平,促使银行以企业价值最大化而非抵押物和政府隐性担保的程度来对企业进行甄别。与此同时,债权转为股权后,银行将“被迫”通过子公司管理对象企业的股权,深度参与企业公司治理,对企业进行重组改造,改善公司治理结构,提升经营效率和效益。这无疑将提高银行对企业风险管理的水平,促进控制信贷风险方式的转变,从过度依赖政府隐性担保和重资产抵押向依靠识

迅速加杠杆

尽管整体杠杆率不算高，但从结构上看，企业部门的债务负担明显高于可比国家。根据BIS的统计，截至2016年第二季度末，我国企业部门债务与GDP之比为167.6%，远高于其他国家的平均水平，发展中国家均值为96.8%，发达国家均值为89.5%。企业部门债务负担过高，不仅拖累投资支出，导致总需求不足，还会加剧信用风险，危及金融体系稳定。也正因如此，降低企业负债率成为去杠杆的重点所在。从2016年的情况看，工业企业资产负债率水平略有下降，11月末数据为56.1%，从2015年以来一直小幅回落。但不同类型企业情况差异较大，其中，民营企业主动降杠杆趋势明显，2016年11月末的资产负债率已降至51.1%，低于工业企业平均水平。而国有企业（包括中央企业和地方国企）的资产负债率仍在继续稳步上升，11月末分别为68.24%和64.37%。从某种意义上讲，国有企业的去杠杆工作还未实质性开启，有待进一步的改革加以推进。

政府债务方面，根据BIS的数据，2016年第二季度末，我国政府部门杠杆率约为45.6%，与发展中国家均值（46%）大致持平，远低于发达国家水平（平均115.5%）。同期主要经济体中，美国为103.5%，英国为115.5%，欧元区均值为107%，日本则高达232.8%。虽然总体水平不高，但政府债务增长较快，据有关方面测算，2016年政府债务同比增速为23.9%，年中一度高达32.3%。这种增速的可持续性值得关注。

居民部门债务方面，根据BIS的数据，截至2016年第二季度末，我国居民部门的杠杆率为41.8%，高于发展中国家均值（32.2%），明显低于发达国家均值（76.4%）。同期主要经济体中，日本为65.9%，英国为87.6%，美国为78.8%（危机前最高曾达到97.9%，显示危机以来美国居民部门去杠杆较为明显）。横向比较，中国居民部门负债率整体不高，仍有上升空间。不过，由于中国居

民部门负债集中在按揭贷款，需要对此做进一步的分析。

截至2016年9月末，我国商业银行按揭贷款余额估计在18万亿元（6月末为16.55万亿元），加上4万亿元上下的公积金贷款（2015年末，公积金贷款余额为3.3万亿元），居民部门的按揭贷款存量大概在22万亿元左右，占全社会未清偿债务（社会融资存量扣除股权类融资）的比重约为15%。再看实际的风险暴露情况，截至2015年底，我国住房按揭违约率仅为0.39%，房地产业贷款违约率为0.81%，均远低于银行整体的不良水平。短期内，住房按揭以及房地产业贷款风险暴露不大，预计银行未来仍然有一定的信贷投放动力。但需要强调的是，尽管短期风险不显著，对按揭贷款的过快增长（2016年全年增速高达86.4%，上半年更是达到了110%）以及房地产价格的快速上涨仍需高度警惕。毕竟从全球范围经验来看，房地产价格波动对金融体系稳定有着至关重要的影响。

金融与实体经济出现背离，潜在金融风险加大

除实体部门杠杆情况的变化外，过去几年中，金融部门信用膨胀明显超过了实体经济需要，由此所引发的资产泡沫和潜在金融风险也开始逐步显现。根据BIS的统计，2016年第二季度末，中国“信用—GDP缺口”（信用与GDP比率与趋势值之差）为28.8%，略低于第一季度末的29.6%。在该指标上，中国明显高于其他主要经济体，同期，日本为2.5%、美国为-8.8%、欧元区为-9.1%。从实证研究结论来看，“信用—GDP缺口”一般对应着两种情况，一种可能是因为经济增长更为强劲；一种则可能预示着潜在金融风险显著上升。BIS更关注后者，认为“信用—GDP缺口”是比较好的银行业早期风险预警指标，并建议各国监管机构将其作为制定逆周期缓冲资本要求的参考。

抛开其他问题不谈，“信用—GDP缺口”的扩大意味着信用扩张与实体经

济增速之间的背离愈发明显。结合当下的情况，原因可能有二：一是新增信贷主要集中于房地产按揭，而相当部分的房地产交易对当期GDP的直接贡献不大；二是金融部门之间的同业交易继续扩张。在实践中，金融机构通过同业资金来源（同业负债、同业存单）与同业资金运用（以各类资管计划、同业理财为代表的各类同业投资）的匹配，实现了跨市场、跨行业的资金运作。在捕捉市场套利机会的同时，降低监管成本、规避监管投向的约束。截至2016年第三季度末，商业银行的总资产（不含对中央银行债权）中，对银行同业和其他金融机构（非银行金融机构）债权占比达到了32%（远高于个人部门债权占比，19%）。其中，对非银行金融机构的债权增长尤为迅速，从2012年末的3万亿元急速增加到2016年第三季度末的25万亿元，不到四年的时间，飙升了8倍多。商业银行的这类资产运用中，有相当部分与实体经济并无直接关联，但同样会造成信用扩张和风险（主要是市场风险和流动性）的积聚。2016年末的债市波动就是相关风险的一次体现。

应对建议

从前文分析可以看到，供给侧结构性改革下一步的重点将越来越集中于去杠杆工作。而且，在新的发展趋势下，去杠杆不再是简单地降低企业的负债率和债务成本，还需要在更广的范围内兼顾资产泡沫以及金融风险等各方面的因素。这是一个系统性的工作，所涉及的政策也非常庞杂，在这里，我们只简单列举最重要的几个方面：一是通过改革推动国有企业的去杠杆；二是适度调整货币政策态势，为抑制资产泡沫创造良好的外部环境；三是强化金融监管，重点放在压缩监管套利空间和防范交叉金融风险。

推动国有企业去杠杆

在企业去杠杆方面，2016年10月，



工商银行与山东黄金集团签署框架协议开展百亿元债转股

国务院印发了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，对积极稳妥降低企业杠杆率工作进行了系统的部署，提出了积极稳妥降低企业杠杆率的主要途径：一是积极推进企业兼并重组，提高资源整合与使用效率；二是完善现代企业制度强化自我约束，形成降低企业杠杆率的长效机制；三是多措并举盘活企业存量资产；四是多方式优化企业债务结构，降低企业财务负担；五是有序开展市场化银行债权转股权，帮助发展前景良好但遇到暂时困难的优质企业渡过难关；六是依法依规实施企业破产，因企制宜实施企业破产清算、重整与和解；七是积极发展股权融资，形成合理的融资结构；等等。

之后，为配合去杠杆工作的有效开展，国务院同意建立由国家发展和改革委员会牵头的积极稳妥降低企业杠杆率的部级联席会议，指导和推动债转股等试点工作。截至目前，部分银行积极参与债转股试点，并先后宣布发起成立资产管理子公司专门从事债转股工作。预计在子公司成立之后，债转股规模将会有效扩大，并加快国有企业去杠杆工作的实质性开展。

调整货币政策立场

随着信贷膨胀和资产价格持续上行，金融风险不断积聚，应将货币政策从单一目标（稳增长），转向多目标（稳增长和防风险）。货币政策的立场也从相对宽松逐步转向稳健中性状态，并根据实体经济和价格变化情况做进一步的调整。当然，调整过程应该渐进有序，尽量降低对金融体系的冲击，并确保金融对实体经济发展的支持。从长期来看，稳增长和防风险两个目标之间并不冲突。资金之所以“脱实向虚”，主要还是因为实体经济缺乏明确的方向，有效信贷需求不足，难以形成对资金的吸纳，以致形成实体经济与金融的背离。加快推进供给侧改革，在长期内会有助于缓解这种背离。

强化金融监管

从国际经验来看，利率市场化伴随着银行信贷膨胀和资产泡沫的情况，在很多国家都出现过。背后的原因不难理解，即利率市场化导致利差收窄，以存贷款利差为主要收入来源的传统银行模式受到严重冲击。通过加快资产扩张来“以量补价”以及通过综合化经营来拓展收入来源，是各国银行业在利率市场化阶段的显著特征。

面对这一趋势，政策上对银行信贷规模进行控制以抑制可能的资产泡沫，从出发点讲可能有充分的道理。但在市场化的环境下，金融机构出于利润最大化的本能，必然会用各种新的方法进行规避，调控政策的实际效果由此大打折扣。结果就形成了实践中，监管政策不断加码、银行创新不断加速的恶性循环。如何缓解这种矛盾？简单的数量控制恐怕不够，应该考虑疏堵结合的方法，引导金融机构经营理念和行为模式的调整。

一是适度放松对银行表内信贷的数量控制。一方面，可以推动部分因为数量控制而转向同业投资或表外项目的准信贷业务回到正常的信贷科目；另一方面，也可以为银行开展差异化竞争创造更好的外部条件。二是加强对非信贷业务监管。对于表内的非信贷资产业务，抓紧研究制定专门的监管指引，明确非信贷资产对接非标的比率上限，在资金流向上，也需要和现有的信贷投向政策保持一致。此外，应按实质重于形式的原则，细化风险五级分类的具体标准，规范非信贷资产拨备计提、风险资本计算和清收处置的方法和流程，尽快改变目前监管指引缺失、监管要求零散模糊的现状，使银行业的非信贷资产风险管理能够统一标准、有章可循。

对表外业务（主要是理财资管）的监管。除约束表外业务增长规模外，还应根据市场的变化情况，尽快出台新的监管政策，进一步明确理财资管业务的性质以及银行风险承担范围，全面规范理财业务的运作模式和流程，并积极推动银行表外业务管理体制变革，时机成熟时，可以考虑推动成立独立的资管公司，以实现表内外业务的风险隔离。■

作者系国家金融与发展实验室银行研究中心主任

（责任编辑 许小萍）