

徐奇渊

去谁的杠杆?¹

中国经济的杠杆率持续升高，已经成为一个棘手的问题。其中，企业部门的债务率更是严峻。根据国家金融与发展实验室的报告：2015年末，中国非金融企业部门的债务余额为105.6万亿元人民币，约为GDP的156.1%。

为了解决这个问题，中央提出了包括“三去一降一补”等举措的供给侧改革。近期，国务院正式出台的《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，更是为去杠杆开出了明确的药方。

谁在过度负债？

关于我国企业的负债问题，最近一项非常有意义的研究，是由钟宁桦等人（2016）完成的。这项研究发现，1998年至2013年期间，我国规模以上工业企业，在总体上呈现出了显著的、整体性的去杠杆趋势，平均负债率从1998年的65%持续下降到2013年的51%。

既然如此，为何“去杠杆”成为中国经济的一大挑战？该研究进一步揭示：在同一时期，有一批企业却在显著加杠杆，这些企业正是数千家大型、国有、上市企业。在2013年的35万家企业中，负债最多的前500家企业就超过了债务总量的1/4。在2015年上市公司中负债最多的50家企业竟累计

¹ 本文已发表于《澎湃》。

了 11 万亿负债，其中某 1 家大型国有企业，其负债就达到上万亿的量级。

如果镜头从上面火热的场景离开，那我们也会观察到冰冷的一面。同一时期，大量的中小企业、民营企业一直面临“融资难”、“融资难”——尽管在诸多讨论中，这个命题本身就面临争议，但是，这些企业面临更紧的信贷约束却是不争的事实。在此条件下，相对于大型、国有、上市企业而言，中小企业、民营企业就难以过度负债。事实结果正如开头所提到的，我国企业的总体负债率甚至在长期中表现为持续下降！

债转股成功靠什么成功？

2016 年 10 月 10 日，国务院出台《意见》，相关负责人明确指出：拒绝“僵尸企业”、避免成为“免费午餐”。但是我们知道，即使债转股在短期获得效果，对于过度负债的企业而言，债转股只有一次性的去杠杆效果。如果不能从体制上消除特定企业的软约束，不能从机制上打破银行系统对特定企业的信贷偏向，则债转股的最好效果就是多买了一段太平时光。

这里需要再次提及钟宁桦团队（2016）的研究。他们发现，2009 年之后，仅仅因为一个企业是国有的，它的负债率就要比私营企业平均高 6%。到 2013 年，这个偏向性更是达到了 8% 附近。这一结果说明，我国银行体系的信贷越来越偏向于国有企业。该项研究还有另一个发现：负利润的“僵尸”企业更容易得到贷款的现象在 2008 年之前可能就存在了，而 2008 年之后则更加显著。

回到现实中，现在的国有企业，还是那些国有企业，现在的民营企业，也依然还是那些民营企业，现在的银行也还是那些银行。在增量信贷中，如果这些银行仍然偏向于国有企业，如果负利润的“僵尸”企业仍旧更容易得到贷款，那债转股的效果就只能是一日之功。

《意见》出台后，相关负责人也表示：和上世纪 90 年代的债转股不同，本轮债转股的主要特点是市场化、法治化，而不是政府的直接干预。这个思路有必要进一步延伸到增量信贷当中。这种思路延伸到一个终极，就是国有企业改革。缺少国有企业改革，不打破政府的隐性担保和国有企业的预算软

约束，不梳理清楚政府和国有企业的关系——则债转股的故事终将陷入纠结。

主要参考文献：

钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林，《我国企业债务的结构性问题》，《经济研究》，2016年第7期。

免责声明：

本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所经济发展研究中心、国际经济与战略研究中心所有，未经本中心许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，我们保留法律追责权利。

联系邮箱：haobo.jin@hotmail.com