

“去杠杆”：范畴界定、操作重心和可选之策^{*}

王国刚

内容提要：以债务总额/GDP的方法计算杠杆率并不科学，可能给“去杠杆”实践以误导。从内在机理上说，计量杠杆率的合理公式应为资产负债率。实体企业在经营运作过程中，由于商业往来和金融交易，必然发生负债，因此，“去杠杆”的含义不在于使实体企业的负债率降低为0，而应是把杠杆率降低到有效防范风险的阈值内，以避免因杠杆率过高导致财务风险集中发生。对实体企业而言，关键在于调整债务结构，即减少流动负债、增加中长期负债。实体企业的债务结构主要由金融结构决定，由此，要改善实体企业的债务结构就必须调整金融结构，提高直接金融比重。通过银行体系内的股债结合，以投贷联动、市场化债转股等操作，只是降低实体企业杠杆率的一条可探索之路；从发挥资本市场功能来看，应加大中长期公司债券和优先股的发行力度，限制非金融上市公司将资金转为金融运作的行为和上市公司股东集中减持套现行为，鼓励股权投资机构加大对实体企业的股权投资，进一步扩展股市的融资功能等都是可选之策。

关键词：杠杆率 资产负债率 债务结构 金融结构

2008年美国金融危机之后，“去杠杆”成为世界各国（地区）普遍关注的经济金融问题。个中原因在于，各方均认为“高杠杆”是引致此轮金融危机的一个主要成因。2015年12月，我国推出了供给侧结构性改革，“去杠杆”成为“三去一降一补”中的重要内容。2016年10月10日，国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》；2016年10月28日，中央政治局在分析当前经济形势和部署经济工作指出，“去杠杆新举措开始实施”；2016年12月，中央经济工作会议指出，“去杠杆方面，要在控制总杠杆率的前提下，把降低企业杠杆率作为重中之重”。“去杠杆”是一项复杂艰巨且长期的工作，其中有一系列理论和实践的问题需要深入探讨和进一步厘清。笔者不揣鄙陋，就三个问题提出点滴粗浅之见。

一、杠杆率的范畴界定：债务总额/GDP和资产负债率

“去杠杆”首先需要弄清楚何为“杠杆”和“杠杆率”？“杠杆”一词来源于几何学，它的原本含义是指，在某个固定支点上通过利用直杆（或曲杆）来撬动另一重物的现象。2000多年前，古希腊科学家阿基米德在《论平面图形的平衡》一书中就已提出杠杆原理，他的名言“给我一个支点和一根足够长的杠杆，我就能撬起整个地球”流传至今。在杠杆原理中有三个要点：支点、施力点和受力点，平衡式为“动力×动力臂=阻力×阻力臂”。经济金融领域中的“杠杆”一词借用于几何学，它指的是某一经济主体在某个时点以某一经济指标所承担的负债总额；与此对应，“杠杆率”是指这一负债总额与这一经济指标的比率。在经济金融领域，从不同角度出发，选择不同的分母和分子，可以得出含义不同的杠杆率指标。例如，资产负债率=负债总额/资产总额，资本负债率=负债总额/资本总额^①，资产流动负债率=流动负债余额/资产总额，资本充足率=资本余额/贷款余额^②，财政债务率=政府部门债务余额/政府部门综合财力^③等等。不难看出，“杠杆”和“杠杆率”是一个内涵丰富的范畴，针对不同的对象和不同目的，可选择适合的指标予以具体分析和探讨，因此，过于笼统地讲“杠杆率”缺乏实践意义，在理论上也容易因对象和含义

* 王国刚，中国社会科学院金融研究所，邮政编码：100028，电子邮箱：wgg3806@sina.com。

的差别引致误导。

1. 用“负债总额/GDP”计算杠杆率的不足。2008年美国金融危机之后,在计算杠杆率的过程中,负债总额与GDP之比成为对比各国和地区间杠杆率高低的一种流行公式。国际清算银行等国际机构常依此展开各国和地区的杠杆率对比,一些人更是将这一比率运用到了一个国家中的工业企业层面、实体企业层面和金融层面等^④。从表面看,这一公式能够比较直接地反映出对比国(或地区)的负债率高低,从而有利于衡量和把握债务风险的高低;但实则把“杠杆原理”搞乱了,既不利于弄清楚“债务”在经济金融运行中的机制和效应,还可能给“去杠杆”以严重误导,不利于这一政策落到实处。主要理由有五:

第一,存量与流量的直接对比缺乏合理性。对任一经济主体而言,债务是多年累积的存量,GDP是当年(或某个时点,如月、季等)的流量,以债务存量为分子、以GDP流量为分母进行直接对比,既缺乏最基本的经济金融机理,也难以说清经济金融运行中的相关问题。从杠杆原理上看,流水不能作为杠杆的固定支点;同理,在经济金融运行中,作为流量的GDP也不可能成为债务的“固定支点”。具体来看,虽然一些国际机构(或学者)以年为单位计量了相关国家和地区的“债务率”,但如果将时点前移到1月1日,则可发现此时或者因作为分母的“GDP”为零而债务率为零或者因作为分母的“GDP”极小从而债务率近乎无穷大,因此,要准确计算和把握债务率是极为困难的。与此对应,在一年的时间延续中,由于债务总额的增长速度低于作为流量的GDP创造速度,债务总额/GDP的比率呈现快速下行走势。

毫无疑问,在财务指标中,也有流量与存量对比的指标,如资产利润率、资本利润率等,但这些指标均以存量为分母、流量为分子,且有着明确的指标概念。债务总量/GDP比率的名称可用“GDP债务率”予以标识,其直接含义是创造单位GDP所耗费的债务数量。但这样一来,问题就发生了。因为影响GDP创造的资产,除了债务性资产外,还有资本性资产(即净资产),并且在资产总额确定的条件下,资本性资产和债务性资产之间有着此消彼长的机制关系,由此,将债务总额与GDP直接对比并且用“债务率”(或“杠杆率”)如此综合的范畴予以标识,就失去了必要的经济金融意义。

第二,债务总额和GDP之间缺乏直接的因果关系。在经济金融运行中,GDP通常是指一个国家或地区在一定时期内(如1年)所生产出的全部最终产品和劳务的价值。它的大小受到诸多因素的制约,即便舍去技术进步、经济结构、产能效率、价格变化、对外贸易等诸多因素的影响,仅就资产规模而言,一个国家或地区的GDP大小也不是由债务规模及其变化的单方面因素直接决定的。债务规模大、债务比率高的国家或地区不一定GDP就大,债务规模小、债务比率低的国家或地区也不一定GDP就小;反过来,GDP的增加不见得能够减小债务规模,GDP的减少也不见得必然增大债务规模。可见,将两个缺乏直接因果关系的经济指标放在一起比较,说明不了什么问题,是不符合经济金融原理的。

第三,缺乏实践的适用性。GDP属于宏观经济的总量范畴且以最终产品和劳务价值计算。对具体的工业企业、金融机构和服务业企业等来说,在经营运作过程中,很难运用财务机制直接计算出它们各自创造的GDP数额,这决定了很难用“债务总额/GDP”公式具体地计算微观主体中的某家实体企业、某个金融机构和某个居民家庭等的杠杆率高低,从而,也很难用这一公式来计算明示和导向这些经济主体的“去杠杆”时机以及相关举措。另一方面,政府部门(包括中央政府和地方政府)本身并不创造价值,也就不直接创造GDP,但却有着多种负债。如果以债务总额/GDP的方式来计算政府部门的杠杆率,则政府部门的杠杆率数值无穷大。鉴于此,在相关研究分析中,人们只好转而选择马约标准或政府资产负债率来研讨政府部门的负债率^⑤。这充分说明了“债务总额/GDP”在实践中的缺陷。

第四,无法指明偿付债务的能力。弄清杠杆率高低只是“去杠杆”中的一个方面问题,从防范和化解债务风险来说,更重要的问题是,相关经济主体能否有效清偿到期债务从而降低债务率。从理论上讲,在“债务总额/GDP”公式中,债务总额与GDP之间不存在函数关系,即债务总额不是GDP的构成部分,不可能通过GDP总额的变化来削减债务总额;从实践上看,对任何经济主体而言,在任何条件下,到期债务数额都不是用当年新创造的GDP数额予以偿付的,由此,不论“债务总额/GDP”高低都无法有效透明偿付到期债务的可能性和潜在能力,也无法指明降低“债务总额/GDP”的可选择举措。

第五,难以表明杠杆率高低与经济金融危机的直接关联性。从宏观调控角度看,计算杠杆率高低的一

个主要目的在于,预测和分析引发经济金融危机的可能程度,提早选择防范和化解债务风险的举措。但债务总额与GDP之间缺乏直接关联,决定了“债务总额/GDP”缺乏这方面的基本功能。李扬等(2015)计算了2014年中国与主要发达国家的“债务总额/GDP”数值,结果是中国为217.3%,低于美国的231%、日本的400%、英国的252%、西班牙的313%、法国的259%等等;马建堂等(2016)做了同类计算,结果是中国的总杠杆率为241%,低于美国的279%、日本的512%、英国的507%、法国的346%、西班牙的363%等等。2008年金融危机由美国引致,但它的杠杆率明显低于日本、英国、法国等诸多发达国家,由此,依据“债务总额/GDP”的高低通过国际对比来预测和分析债务危机(从而经济危机或金融危机)可能性是缺乏可靠性的。

2. 用“债务总额/资产总额”计算杠杆率的优点。在经济运行中,如果说债务数额(“总额”或“余额”)是“杠杆”的话,那么,作为固定支点的就应是“资本总额”(或净资产总额);资本总额通过撬动负债总额形成了资产总额。这种资产总额=资本总额+负债总额的关系,即可以通过资产负债表反映出来,也可以通过资产负债率反映出来。因此,从内在机理上说,计算杠杆率的合理公式应为“债务总额/资产总额”,即资产负债率。具体来看:

第一,资产总额与负债总额同属存量范畴。不论是一国(或地区)还是实体企业、金融机构或是居民家庭,“资产”和“负债”都是在时间延续中累积而成的。虽然在具体年份中有着与“增量”所对应的流量,但在下年中,上年的“增量”又以“存量”的方式进入营运之中,因此,债务总额与资产总额可以直接对比。负债与资产的这种存量关系决定了,在经济金融运行的任何一个时点(如月、季和年)都可以对相关主体的资产负债水平进行计算,并依此选择应对措施。

第二,资产总额与债务总额之间有着内在的因果关系。资产负债表的恒等式是:资产总额=负债总额+所有者权益(即净资产总额)。在所有者权益数额不变的条件下,负债总额的增减直接引致资产总额的增减;在所有者权益数额减少的条件下,负债数额的增加大于所有者权益减少的数额,也将引致资产数额的增加,因此,债务是自变量,资产是因变量,二者之间存在着明显的函数关系。从杠杆原理上说,负债总额由资本总额撬动,即债权人总是要根据债务人的资本总额(从而偿付债务能力)来界定借贷给债务人的债务数量边界。在无负债条件下,相关经济主体运作的资产总额=资本总额;在资本撬动负债的条件下,他们运作的资产总额=资本总额+负债总额。因此,通过资产负债机制,既可以了解到相关经济主体所运作的资产总规模,也可以了解到在总资产中资本与负债的比例关系,从而准确地把握由资产负债率走势变化引致的各种风险效应。

第三,有着普遍的实践适用性。资产负债表制度的实施已有100多年的历史^⑥(在此之前,复式会计制度的实施已有400多年的历史),已为世界各国和地区的财务人员所熟知^⑦。在资产负债表基础上,发展了利润表、现金流量表、股东权益变动表等一整套表格,并且定期编制和披露(对上市公司而言,这些财务表格的数据披露是法定义务)。如今,企业内部的财务活动围绕资产负债表而展开,企业的经营运作、资产结构、负债结构、资金借入、债务偿付、营业收入、投资收入、缴纳税收、利润变化等诸多财务指标都通过以资产负债表为基础的各项表格反映;企业之间的商业往来、资金借贷、证券发行(如股票和债券等)也都以资产负债表等数据为基础条件。不仅如此,在各方的努力之下,资产负债表制度已拓展到了事业单位和政府部门,中国也已开始尝试编制国家资产负债表。这些事实说明,资产负债表制度有着广泛的经济社会基础,以它为计算杠杆率的方法,符合经济金融机理,容易为各方所接受,相关举措也容易落到实处。

第四,容易明示偿付债务的能力。在资产负债关系中,经济主体借入的债务形成了对应的资产。通过资本=(资产-负债)的计算,就可直接弄清楚它的资本数额,从而,可直观地把握用于担保债务偿付的资本能力。通过对资产负债表中相关科目的分析,可以弄清楚它的资产结构、负债结构、经营运作状况以及对应的现金流状况,从而把握它的资产负债匹配状况、资产效率和偿债能力。如果“货币资产”持续增加,可判断它的资产效率不高(即缺乏运用货币资产的业务空间),它继续扩大负债的可能性较小;如果“应收账款”持续且大幅增加,可判断它的经营运作可能面临资金回流不足的难题;如果“库存”持续且大幅增加,可判断它的产品销售不畅,现金流将面临困难;如此等等。此外,通过将资产负债表的数据与利润表、现金流量表等的数

相连接,可判断出它的“营业收入”现金流、证券出售现金流、借款现金流、利润现金流等等,从而,评估它到期偿付债务本息的能力^⑥。不难看出,在实践中,只要对以资产负债表为基础的财务数据进行分析就可弄清楚经济主体的偿债能力。与债务总额/GDP的方法相比,这既明晰又简洁。

第五,有利于透明杠杆率高低与经济金融危机的直接关联性。2008年美国金融危机爆发引起了世界各国和地区对系统性金融风险的高度关注。梳理此轮金融危机的内在机理,可以发现,这种系统性金融风险主要是指建立在高杠杆和脱实向虚基础上的金融交易通过资产——债务联动机制和扩散传染机制在金融市场价格持续下行条件下所引发的有毒资产多米诺骨牌效应和金融危机,其中,资产——负债联动机制是触发危机的基本条件。正因如此,在金融危机期间和金融危机之后,人们对高杠杆引起了严重警惕,提出了“去杠杆”的政策主张。所谓的资产——负债联动机制,是指任何1家企业(包括金融机构)所得到的负债(资金和实物等),总是另外1家或几家企业的资产,由此,通过债务链机制,各家企业的资产——负债就形成了一个联动机制。1家企业不能偿付到期债务,就将影响到直接关联的其他几家企业不能偿付到期债务,后者又将以涟漪方式在更大规模上引致债务违约圈的扩展。不能偿付到期债务的直接表现就是资产负债表恶化,如果这种情形得以延续,就将引致资产负债表的衰退。由此,要有效防范和化解系统性金融风险,就必须着力“去杠杆”,减弱各家企业之间的资产——负债联动机制,防范资产负债表的恶化乃至衰退。显而易见,资产负债机制与系统性金融风险、金融危机有着密切的内在联系,从“债务总额/资产总额”的机制入手来研讨“去杠杆”的实践面举措,是符合“去杠杆”的意图的,也是比较容易实施的。

一些人认为:“在宏观上,‘杠杆率’可以用国家的总负债/总资产来计算,也可以用总债务/GDP来计算”^⑦。如果说,这两种计算方法相差无几,那么,替换着运用也许无妨。但如上所分析,这两种方法有着诸多差别,“债务总量/GDP”的方法不易把握,那么,舍简从繁就缺乏最基本的必要性了。

二、“去杠杆”的操作重心:债务结构和金融结构

1. 企业债务形成机制。“去杠杆”一词虽为流行,但其中的含义并未深究。在英文中,“Deleverage”一词中“De”的含义为离开、除去、否定等;在中文里,“去”有着消除、除掉等含义。将这些含义带入,“去杠杆”的含义就成为消除债务、除掉债务、离开债务等等。由此,提出了一个基本问题,在主观意愿上,“去杠杆”的含义是要求一个国家或地区内实体企业、金融机构和政府部门将债务总额降低到(或减少到)“0”吗?在客观机制上,对任何一个国家或地区来说,实体企业、金融机构和政府财政等在总体上和发展趋势上,债务可能减少到“0”?要弄清这一问题,就需要弄清债务是如何发生的。

以实体企业为例,它们经营运作中的债务主要由两个机制引发:第一,商业往来。实体企业间的商业交易,并不像人们在农贸市场上购物可以实现钱货同时两讫,在绝大多数场合,交易双方总要发生诸如买家先付款卖家后供货或者卖家先供货买家后付款之类的情形^⑧,也会发生卖家多次供货、买家一次结账,或者买家多次付款、卖家一次供货的情形。在这些场合,买家先付款或卖家先供货都必然引致交易对手方的债务形成,交易规模越大则债务数额就越大。如果交易双方都要求对方实行钱货同时两讫的方式交易,则交易通常无法实现,实体企业也就不可能正常经营运作,市场经济也就不存在。从这个意义上说,实体企业间的债务形成是市场经济内在机制所决定的。第二,资金借贷。在经营运作过程中,由于各种原因,总会有一些实体企业处于资金周转不灵的状态中,也总会有一些实体企业处于一部分资金暂时闲置的状态中,由此,前者向后者借入资金的现象必然发生。这种资金借贷在长期发展中形成了金融机制,借贷方式也随着市场发展而不断增加,出现了存贷款、债券、信托、租赁、典当、担保等诸多机制。现代金融市场就建立在这一系列运作基础上。从这个意义上说,没有各种债权债务工具就没有金融。从表1可见,1998—2016的18年间,中国规模以上工业企业“应收账款”数额从12612.73亿元到了126000亿元,大约增长了9倍。这些数额的负债大致属于企业间商业往来所形成的债务。对规模以上工业企业来说,“应收账款”占负债总额的比重大约为20%(2016年为21.14%)。如果规模以上工业企业没有“应缴税款”“拖欠工薪”等方面的负债,那么,“负债总额”减去“应收账款”的剩余部分就可视为由它们的金融借款所构成,由此,金融借款占负债总额的比重大约为80%。如果不是着眼于这些负债的数额大小或比例高低,而是就这些负债的来源和性质而言,那么,对规模以上工业企业的正常经营运作来说,它们是不可或缺的。不仅如此,适当的负债是规模以上工

业企业增加利润的一个重要机制。内在机理是,在资产利润率不变的条件下,由于借贷资金利息率低于资产利润率,由此,通过适当增加负债,实体企业经营运作的资产总规模随之扩大,可增加其利润规模。从这个意义上说,适当负债有着积极效应。此外,债务资金还是实体企业资产重组、公司并购和扭亏为盈等的重要机制,也是经济结构调整的重要机制,因此,不可简单地将承担债务和债务率高低以负面效应予以评价。

表1 规模以上工业企业主要资产负债指标(亿元、%)

年份	资产总计	负债总计	资产负债率	流动负债	流动负债占 负债总额比重	应收账款	应收账款占 负债总额比重
1998	108821.87	69363.79	63.74	46600.87	67.18	12612.73	18.18
2000	126211.24	76743.84	60.80	54338.15	70.80	14789.80	19.27
2005	244784.25	141509.84	57.81	111031.41	78.46	26646.18	18.82
2006	291214.51	167322.23	57.45	132310.12	79.07	31692.21	18.94
2007	353037.37	202913.68	57.47	163259.62	80.45	38690.58	19.06
2008	431305.55	248899.38	57.70	195681.75	78.61	43933.82	17.65
2009	493692.86	285732.81	57.87	223038.68	78.05	51399.82	17.98
2010	592881.89	340396.39	57.41	279227.32	82.03	61441.25	18.04
2011	675796.86	392644.64	58.10	327778.65	83.47	70502.00	17.95
2012	768421.20	445371.75	57.95	368200.71	82.67	84043.14	18.87
2013	870751.07	505694.32	58.07	413490.92	81.76	97402.73	19.26
2014	956777.20	547031.43	57.17	445742.36	81.48	107436.99	19.64
2015	1023398.12	579310.47	56.60	469207.26	80.99	117246.31	20.23
2016	1068000	596000	55.80	—	—	126000	21.14

资料来源:国家统计局。

2.“去杠杆”的科学内涵。如果“去杠杆”意味着要将债务率降低到0,那么,对规模以上工业企业来说,就是要将负债所形成的资产“去掉”,由此,2016年在总资产106.8万亿元中减去59.6万亿元,其结果将是规模以上工业企业的经营运作规模缩减55.8%。这不仅将对应地影响到规模以上工业企业创造的工业增加值(从而它们创造的GDP数额)和就业规模等诸多方面,而且将对应地影响到相关金融机构(如商业银行的贷款余额规模)和与它们有着产业关联的其他实体企业的经营运作规模。这实际上意味着经济运行秩序的混乱乃至经济崩溃。毋庸赘述,“去杠杆”绝不意味着要将规模以上工业企业的杠杆率降低为0。与此对应,“去杠杆”也不意味着要将其他实体产业部门的杠杆率降低到0。

“去杠杆”的真实含义应当是把杠杆率降低到有效防范风险的阈值内。对实体企业而言,就是要避免因杠杆率过高引致财务风险集中发生。从表1中,规模以上工业企业的资产负债率在2013—2016年的4年间处于下行走势,从58.07%降低到了55.08%,减少了3个百分点左右。这一负债水平,与发达国家的工业企业相比也不算高,由此,风险总体可控。在此背景下,“要在控制总杠杆率的前提下,把降低企业杠杆率作为重中之重”的内在含义就集中到了企业负债结构方面。在深化供给侧结构性改革过程中,它的要点有三:一是应着力降低与去产能、去库存直接相关的产业部门及其企业的负债率。尤其是要降低钢铁、煤炭、电解铝、水泥、平板玻璃和造船等产业部门的负债率。二是应着力去掉“僵尸企业”的负债率,即对那些技术落后、效能低下、产品缺乏市场销路且长期经营运作亏损的实体企业,不仅不应继续通过增加债务资金予以“输血”,而且应当通过破产处置或公司并购等路径去除它们的债务。三是应着力降低乃至去除那些严重污染环境且长期治理无效的实体企业的杠杆率,以推进绿色经济的发展。与此同时,对那些技术领先、产品销路较好、盈利水平较高的实体企业,不仅不应减少债务性资金供给,而且应当及时满足它们的借款需求。

3. 实体企业债务结构。实体企业的负债可分为流动负债和中长期负债(即非流动负债,下同)。这两类

负债对经营运作的影响不尽相同。从表 1 可见,虽然 2011 年以后,规模以上工业企业流动负债占总负债的比例有所降低(从 83.47%降低到 80.99%),但依然处于高位。流动负债是实体企业当年需要偿付本息的债务,它对于支持实体企业的经营运作有着积极重要的作用。但流动负债比例过高也直接意味着实体企业经营运作承受着严重的流动性风险,一旦产品销售不畅(从而资金回流困难)、难以借新债还旧债、缺乏新的投资者提供增量资金等等,就可能面临财务危机的挑战。从表 1 看,2015 年规模以上工业企业总资产 102.34 万亿元中,流动负债高达 46.92 万亿元。这不仅严重影响着这些企业经营运作的稳定程度,而且使它们几乎每日都处于四处寻求新资金来补充现金流以防范财务风险的境地。与海外企业相比,中资实体企业在负债率方面的真正难题就在于流动负债占比过高,换句话说,海外企业的资产负债率并不比中资企业低,但它们流动负债占比较低,中长期负债占比较高。在资产负债表右列的一级科目中,“中长期负债”位于“流动负债”和“所有者权益”之间,既具有债务性质又具有准资本功能。从债务性质上说,中长期债务也是债务,是需要到期还本付息的,因此,它统计在债务范畴内。从准资本功能上说,中长期债务有利于稳定实体企业经营运作的资产规模,推进它们中长期发展;同时,这些债务不是当年需要偿付本息,有利于缓解实体企业的流动性风险,不至于引致当年的财务危机。在中长期债务由债券发行形成的条件下,基于中长期债务的特点,实体企业还可依此向商业银行等金融机构借入一定数额的一年期贷款^①。从这个角度看,“去杠杆”的重心应当是降低实体企业的流动性负债比例,提高它们的中长期债务占比,即调整债务期限结构。

除了由商业往来引致外,实体企业的债务主要由金融借款所形成,由此,金融结构决定了实体企业的债务结构。从表 2 中可见,截止到 2017 年 3 月底,社会融资存量规模达到了 162.82 万亿元,但其中属于资本性资金的“非金融企业境内股票”仅为 6.07 万亿元,占社会融资存量规模的 3.72%。这反映了由金融机制提供给实体企业的资金绝大多数均为债务性资金。在此背景下,表 1 中反映的规模以上工业企业资产负债率仅为 55.08%(2016 年)实属不易。这同时说明了,要切实降低实体企业的杠杆率,就必须大力推进社会融资存量规模的结构调整,即降低债务性融资规模占比、提高资本性融资占比。因此,以实体企业为重心的“去杠杆”只有深入到调整金融结构(即资金的供给结构)才能落到实处。

4. 我国金融发展特征。我国金融以间接金融为主,商业银行等金融机构在配置金融资源中起着决定性作用。从表 3 可见,第一,银行业金融机构的资产总额和负债总额均高于同期的社会融资存量规模数额。这意味着,银行业金融机构配置金融资源的规模超出了社会融资存量规模的统计范畴。第二,银行业金融机构的资产增长率和负债增长率均明显高于同期 GDP 增长率。这意味着,全社会有着更多的资金向银行业金融机构集中并通过银行业金融机构展开配置。第三,由于银行业金融机构以存贷款为主营业务,通过这一机制流出的资金只能是债务性资金,尤其是《商业银行法》第 43 条规定:商业银行“不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资”,更是将它们投放出的资金限定到了借贷方面。在金融资源主要由银行业金融机构配置且银行业金融机构放出的资金只能是债务性资金的条件下,实体企业在总体上要降低资产负债率是非常困难的。内在机理是,只有在资本性资金增长率超过借贷性资金增长率的趋势中,实体企业持续获得经营运作所需的足够数额的资本性资金,才有可能在满足它们经营扩展所需资金量的同时降低它们总体上的资产负债率。但在间接金融体系中,这种趋势很难有效形成。显然,要将降低实体企业杠杆率落到实处并将其控制在合理的范围内,仅在实体企业范围内采取措施是远为不够的,更重要的还在于深化金融体系改

表 2 社会融资存量规模(万亿元)

年份	社会融资规模存量	人民币贷款	外币贷款 (折合人民币)	委托贷款	信托贷款	未贴现银行 承兑汇票	企业债券	非金融企业 境内股票
2014	122.86	81.43	3.47	9.33	5.35	6.76	11.69	3.80
2015	138.28	92.75	3.02	11.01	5.45	5.85	14.63	4.53
2016	155.99	105.19	2.63	13.20	6.31	3.90	17.92	5.77
2017.03	162.82	109.69	2.69	13.83	7.01	4.58	17.86	6.07

资料来源:中国人民银行网站。

表3 银行业金融机构资产——负债总额

(亿元、%)

年份	资产总额	资产增长率	负债总额	负债增长率
2004	315989.8	14.0	303252.5	13.8
2005	374696.6	18.6	358070.4	18.1
2006	439499.7	17.3	417105.9	16.5
2007	525982.5	19.7	495675.4	18.8
2008	623912.9	18.6	586015.6	18.2
2009	797690.5	26.3	743348.6	26.8
2010	942584.6	19.7	884379.8	19.0
2011	1132873	18.9	1060779	18.6
2012	1336224	17.95	1249515	17.79
2013	1513547	13.27	1411830	12.99
2014	1723355	13.87	1600222	13.35
2015	1993454	15.67	1841401	15.07
2016	2232532	15.80	2148228	16.40

资料来源：中国银监会网站。

革,大力发展资本市场,提高直接金融比重,给实体企业提供源源不断的数量足够的资本性资金和准资本性资金。由此来看,实体企业“去杠杆”的操作重心在于深化金融体系改革。

三、“去杠杆”的对策选择:银行体系和资本市场

1. 投贷联动与市场化债转股:特点与风险。“十三五规划纲要”在“健全金融市场体系”中强调:要“积极培育公开透明、健康发展的资本市场,提高直接融资比重,降低杠杆率”,“稳妥推进债券产品创新,推进高收益债券及股债相结合的融资方式”。进入2016年以后,国务院和有关部门先后推出了一些“股债结合”的新举措,以助于实体企业降杠杆。2016年4月15日,中国银监会、科技部和中国人民银行联合出台了《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》,指出“投贷联动是指银行业金融机构以‘信贷投放’与本集团设立的具有投资功能的子公司‘股权投资’相结合的方式,通过相关制度安排,由投资收益抵补信贷风险,实现科创企业信贷风险和收益的匹配,为科创企业提供持续资金支持的融资模式”,并对投贷联动的指导思想、基本原则、试点目标、试点范围和条件、试点机构的组织架构设置、业务管理与机制建设、试点实施和监测等做出了详尽规定。同时,公布了5个试点地区和10家试点商业银行。10月10日,国务院公布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》和附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》,指出要“以市场化、法治化方式,通过推进兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资,积极稳妥降低企业杠杆率,助推供给侧结构性改革,助推国有企业改革深化,助推经济转型升级和优化布局,为经济长期持续健康发展夯实基础”。目前,投贷联动、市场化债转股等还在进行前期准备工作和创造实施条件的过程中。

投贷联动、市场化债转股等有三个特点:第一,这些操作均以试点商业银行为主,并不触及间接金融为主的金融体系重构。在投贷联动中,试点商业银行的业务操作突破了原有的存贷款限制,扩展到了投资运作等方面;在市场化债转股中,试点商业银行已有的贷款类资产可以通过“转股”而形成股权类资产,由此,在不修改《商业银行法》相关规定的条件下,使得它们的业务拓展到了投资范畴。第二,这些操作均以进入试点的商业银行设立子公司为前提条件。在投贷联动中,试点范围内的商业银行可以设立直接投资类的子公司,自行直接投资的职能;在市场化债转股中,试点商业银行可以设立独资的资产管理公司,自行信贷资产转为股份的职能。由此,在试点商业银行及其子公司之间形成了以母子关系为纽带的业务机制。第三,对进入试点的商业银行来说,这些操作的一个重要目标是股权的市场化退出。由此,除了经营业务拓展到了投资类运作外,它们还期待着能够获得高于生息业务的股权投资收益。

投贷联动、市场化债转股等操作方式存在着五个方面的风险：

第一，信贷风险。按照资本充足率规定，商业银行用于直接投资（从而形成股权）的资产不能计入资本范畴，由此，试点商业银行用于设立直投公司和资产管理公司的资本数额应从信贷资产的资本充足率中减除。假定信贷的资本充足率为10%，设立直投公司的注册资本为100亿元，则它意味着试点商业银行将减少1000亿元的信贷能力。在投贷联动和市场化债转股中，试点商业银行设立的直投公司和资产管理公司可能在15家左右，由此影响到的信贷能力可能在1万亿元以上。如果这些试点商业银行既要拓展投资功能又要保持信贷能力增长，就必须通过增资扩股来增加资本性资金，这又将引致新的风险。

第二，道德风险。投资市场是一个完全竞争市场，有着数以万计的各类投资机构，在“资产荒”的背景下，众多投资机构都在寻求最适合自己投资取向和价格意向的投资对象。虽然直投公司借助试点商业银行的贷款支持可以在一定程度上占有优势，但股权投资是一项长期的操作，面对众多的可选择投资项目和众多投资竞争者，直投公司有限的资本可能在几年内投完，同时也难保所投项目均为前景看好的优良项目。由此，在直投子公司面临困境的场合，作为母公司的商业银行就可能伸出援救之手。既然母公司的救援是迟早之事，那么，直投子公司就可放手大胆地展开投资运作（更何况还有“交学费”等诸多理由），结果有可能是直投子公司躺在母公司的怀里过日子，把投资的不良后果让母公司承担。此类现象在市场化债转股场合也可能发生。

第三，“母爱”风险。市场机制强调公开公平原则，但试点商业银行与其子公司之间的股权纽带机制，在一些重要场合，妨碍着这种公开公平原则的贯彻。例如，在资产管理子公司运作展开遇到困难时，试点商业银行可能为了业绩，将一些质量较高的信贷资产降级（如将“次级”下调为“可疑”）给子公司进行市场化债转股，由此，既显示了母公司的支持力度又可为债转股价格的谈判提供有利条件。在投贷联动场合，通过母公司的信贷安排（包括数额、期限、便利和利率等）同样可以体现出母爱的支持。但在这些场合，市场机制的公平性和公开性都将受到挑战。

第四，关联交易风险。在直投子公司投资于科创企业之后，作为试点商业银行可以给被投资的科创企业发放贷款，由此形成了该商业银行贷款与子公司投资之间的关联交易。尽管相关文件规定，直投子公司“不得使用负债资金、代理资金、受托资金以及其他任何形式的非自有资金”投资于科创企业，但因它们背后有着试点商业银行贷款跟随，所以，“贷款”与“股权”之间的价格、数量乃至机制等安排所形成的关联交易还是可能发生。从价格关联看，因有着后期的贷款支持，直投子公司进入科创企业的股份价格可能较低。虽然贷款和投资分属不同渠道，也同时展开，但这种较低价格购买的科创企业股份实际上以贷款价格较低或其他条件放松为交易对价。因此，关联交易的直接结果是，一方面直投子公司以较低价格投资于科创企业，获得了股份权益上的便宜；另一方面，其他投资机构因缺乏后期贷款支持，与商业银行的直投子公司相比，在向科创企业投资入股中处于劣势，使得市场竞争的公平程度发生变化。从数量关联看，直投子公司向科创企业的投资入股数额与后期商业银行贷款数额将形成一定的比例（联动）关系。对一些科创企业来说，只要能够有效保证后期贷款数量满足经营发展的需要，直投子公司占有的股份多点或少点是不重要的；但对直投子公司来说，在其他条件相同的场合，占有股份的多少直接关系到未来股份溢价收入的多少，所以利用贷款优势争取股份的特殊地位和特殊权利可能成为这种数量关联的落脚点。与此对应，其他跟投的PE机构也乐于借助直投子公司的优势通过搭“顺风车”获得自己的利益。由此，通过数量关联，直投子公司对科创企业的有关决策影响力大为增强，甚至可能成为实际控制人的一部分。从机制关联看，直投子公司的财务投资目的在于，加快科创企业的发股上市（包括新三板等，下同）进程，获得股份的溢价收入。由此，在投贷联动之后，不论是直投子公司还是作为母公司的商业银行都将利用各种资源来尽力争取被投贷联动的科创企业早日发股上市。在这个过程中某些不规范的操作，不仅将形成接受投贷联动的科创企业与未接受投贷联动的科创企业之间的不公平竞争，而且也会给投贷联动带来意想不到的风险。对市场化债转股来说，类似的关联交易风险也可能以相似的方式或其他不同的方式表现出来。

第五，收益风险。不论是投贷联动还是市场化债转股，试点商业银行所属子公司持有的实体企业（包括科创企业）的股权都期待着在上市交易（或股权转让）中实现溢价收益。由此，试点商业银行可以获得高于利率的表外收益，改善利润来源结构。由于试点商业银行有着信贷优势的支持，在市场竞争中，它们的子公司选择的投资对象可能好于一般的投资公司和PE机构，所以获得股权溢价收益的期待不是毫无根据的。但

是,这种谋算只是计算了一笔账,忽略了其他角度的计算。其一,如果子公司的注册资本为100亿元,对应的缩减信贷规模1000亿元,在存贷款利差为2.5%左右的条件下,试点商业银行每年为此实际少得利息收入25亿元左右。如果子公司投资对象需要3年时间才可能发股上市,则试点商业银行少得利息收入达到75亿元左右。其二,由于子公司持有的实体企业股份相当有限(作为财务投资者通常持有5%左右的股份;持股超过10%就将进入前10位股东范畴,公司上市后的股份减持将受到比较严格的限制),所以,即便是被投资的实体企业发股上市了,按照股市交易价格可减持的股份也相当有限,与此对应的售股溢价收益是否能够如愿还是一个不确定的结果。更不用说,受各种因素制约,如果投资对象中有一部分长期难以发股上市或股份难以转让,则风险更大。

2. 多渠道降低实体企业杠杆率。在银行体系内展开股债结合,通过投贷联动、市场化债转股等方式,增强试点商业银行的投资功能,是降低实体企业杠杆率的一条可探索之路,但不是唯一之路。国务院《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》中提出的降低实体企业杠杆率的措施包括积极推进企业兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、多措并举盘活企业存量资产、多方式优化企业债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法依规实施企业破产、积极发展股权融资等7个方面。

从发挥资本市场功能来降低实体企业的资产负债率看,它既可以从负债结构入手也可以从增加资本性资金入手。到2017年4月,“住户存款”余额已达62.3652万亿元,“非金融企业存款”余额50.4219万亿元。在这些资金中,如果有10%的资金可以转为资本性资金或中长期债务资金,则其对推进实体企业的杠杆率降低就将有实质性意义。推进实体企业杠杆率降低的可选择举措包括:

第一,加大发行中长期公司债券的力度。中长期公司债券(尤其是长期公司债券)的发行,既有利于降低相关实体企业的资产流动负债率,提高长期性资产在经营运作中的比重,缓解短期负债引致的财务流动性压力,也有利于推进投资者长期投资行为的扩展和债券市场健康发展。从目前条件看,可以先鼓励大型央企、上市公司和大型民企等发行中长期债券,为提高债券市场的信用能力创造条件,同时,改善这些企业的债务资金来源结构,改变它们过多依赖商业银行贷款的状况。对那些希望通过增发新股来募集资金的上市公司来说,可鼓励它们先通过发行中长期公司债券来募集资金,将增发新股所引致的股市扩容规模“让渡”给拟上市公司,以推进上市公司数量的增加。

第二,加大优先股的发行力度。优先股是介于普通股和债券之间的证券产品,既有着债券的特点又具有普通股的特点。优先股募集的资金可计入实体企业的资本性资金,扩大优先股的发行规模将增加相关实体企业的资本性资金。2014年3月,中国证监会出台了《优先股试点管理办法》,对上市公司和非上市公司发行优先股的条件、程序、优先股类型、优先股股东权益和优先股入市交易等做出了明确规定。几年来,优先股有了一定程度的发展,但依然有着较大扩展空间。

第三,限制非金融上市公司将资金转为金融运作的行为。近年来,一些非金融上市公司将经营运作的视野拓展到了金融领域,将巨额资金用于购买各种理财产品,加重了实体企业资金的脱实向虚。据Wind金融数据统计,仅2016年就有767家上市公司投入了7268.76亿元资金,购买银行理财、结构性存款等各类存款产品,证券公司理财产品,以及私募、信托、基金专户和逆回购等理财产品。超过了当年股市融资额的50%。上市公司募股资金属于资本性资金,它本应用于实体业务的发展,可一旦用于购买理财等金融产品,这些资本性资金又通过金融机制转变成了债务性资金,同时,削弱了它们实体业务的扩展能力。因此,需要强化对上市公司资金“脱实向虚”的金融操作的监管。

第四,限制上市公司股东集中减持套现行为。在股票全流通条件下,出售股份是上市公司股东的合法权益。但一些上市公司股东利用这一机制,巨额集中套现,并在套现后将资金转为金融运作,既引致了股市大量资金流失和加重了股市波动,又引致资金脱实向虚。2017年5月27日,中国证监会出台了《上市公司大股东、董监高减持股份的若干规定》,对上市公司股东减持股份做出了新的规范。有效落实这一规定,对抑制股市资金流失、推进股市脱虚向实具有重要意义。据统计,2017年5月27日到年底,解禁的定增股份按照市值计算达到8300亿元左右^①。如果解禁后,这些股份卖出,则对股市而言,又是一笔不小的资金流失。

第五,鼓励股权投资机构加大对实体企业的股权投资。我国现有股权投资机构数以万计,它们手中拥有的投资资金高达数万亿元,却苦于难以找到(在入股价格、投资规模、股权流通等方面)如意的投资对象。这

些投资资金是推进实体企业资产负债结构调整的重要力量,有效发挥它们的作用,对改变脱实向虚的状况有着实质性效应。要鼓励股权投资机构向实体企业投入资本性资金:一方面需要加快多层次股票市场的建设,给股份流通和转让交易以更加宽松的市场条件;另一方面,需要加强产业政策、行政公开和财税政策等的引导。

第六,进一步扩展股市的融资功能。多层次股票市场依交易规则不同而划分。但我国迄今的主板市场、中小板市场和创业板市场贯彻的只是 A 股交易规则,实则为一个层次的股票市场。一个层次的交易规则难以满足在性质、结构、价格、规模和发展等方面差异甚大的众多实体企业的需求,也很难推进各家股市组织管理者在竞争中持续完善股市机制。虽然在 2014 年以后设立了“新三板”,但在行政机制协调下,它的基本定位以不与沪深股市竞争为前提,使得“新三板”引入美国纳斯达克机制遥遥无期。要将城乡居民每年消费剩余资金有效地转化为资本性资金(而不是通过存款转化为债务性资金),就必须加快我国股市的改革深化步伐,真正形成多层次股票市场体系,并通过各层次股市之间的竞争拓展融资功能。

发展资本市场是降低实体企业负债率的基础性条件,也是银行体系中投贷联动、市场化债转股等落到实处的基础性条件,从这个意义上说,要切实有效地“去杠杆”,根本路径还在于加快资本市场发展和相关体系建设。

注:

- ①韩国企业较多选择资本负债率指标反映企业的负债率水平和动向。
- ②2015 年 1 月 30 日,中国银监会出台的《商业银行杠杆率管理办法(修订)》第三条中规定:“本办法所称杠杆率,是指商业银行持有的、符合有关规定的一级资本净额与商业银行调整后的表内外资产余额的比率”。
- ③1991 年 12 月,欧共体国家首脑在荷兰小城马斯特里赫特签订了《欧洲联盟条约》,其中对欧共体国家的财政状况做出了赤字率和债务率的界定,即欧共体成员国的财政赤字率(赤字余额/当年 GDP) $\leq 3\%$,财政债务率(政府债务余额/当年 GDP) $\leq 60\%$ 。这个马约标准后来被称为“政府财政负担的国际警戒线”或“政府财政负担的国际安全线”。
- ④⑤参见李扬等:《中国国家资产负债表 2015》,中国社会科学出版社 2015 年版。
- ⑥“在 19 世纪 90 年代,美国经济生活中还有另外一个巨大进步,那就是现代会计制度的出现……事实上,华尔街的银行和经纪人是推动现代会计职业产生,以及在美国上市公司中强制实施公认会计准则的主要力量”。引自约翰·S·戈登:《伟大的博弈》,中信出版社 2005 年版,第 196 页。
- ⑦于此对比,GDP 的统计方法(包括价格平减指数等)几乎不为财务人员所知晓。
- ⑧值得一提的是,对任何一家企业来说,债务本息的偿付能力由“现金流”大小决定,而不是由“利润”多少决定的。
- ⑨引自马建堂等:《中国的杠杆率与系统性金融风险防范》,《财贸经济》,2016 年第 1 期。
- ⑩在资产负债表中,“买家先付款”在卖家负债方记为“预收账款”,“卖家先供货”在买家负债方记为“应付账款”。
- ⑪一个典型的例子是,按照巴塞尔协议规定,商业银行发行 5 年期以上债券所获得的资金可以充当“附属资本”,计入资本充足率中的“资本”范畴。
- ⑫参见《减持新规威力几何》,《上海证券报》2017 年 5 月 31 日。

参考文献:

马建堂等,2016:《中国的杠杆率与系统性金融风险防范》,《财贸经济》第 1 期。
 荀文军 袁鹰 漆鑫,2016:《债务杠杆与系统性风险传染机制》,《金融研究》第 3 期。
 李扬等,2015:《中国国家资产负债表 2015》,中国社会科学出版社。
 王国刚,2014:《资本市场导论(第二版)》,社会科学文献出版社。
 约翰·S·戈登,2005:《伟大的博弈》(中译本),中信出版社。

(责任编辑:杨新铭)

(校对:何伟)