



去杠杆路径与影响分析

彭文生

二〇一六年九月



上一轮去杠杆



上一轮的宏观背景

■ 经济转轨

- 国企和银行都是政府的，“父子兄弟”的产权纽带未变
- 试图通过“拨改贷”等硬化国企预算约束

■ 金融周期尚未形成

- 住房实物分配尚未结束，房地产业尚未崛起
- 实体为主的经济结构，不易形成资产泡沫

■ 潜在增长率在上升轨道

- 改革：WTO，国企、金融、与财税改革
- 人口：人口红利开始释放



国企高负债及其成因

■ 国企负债过高

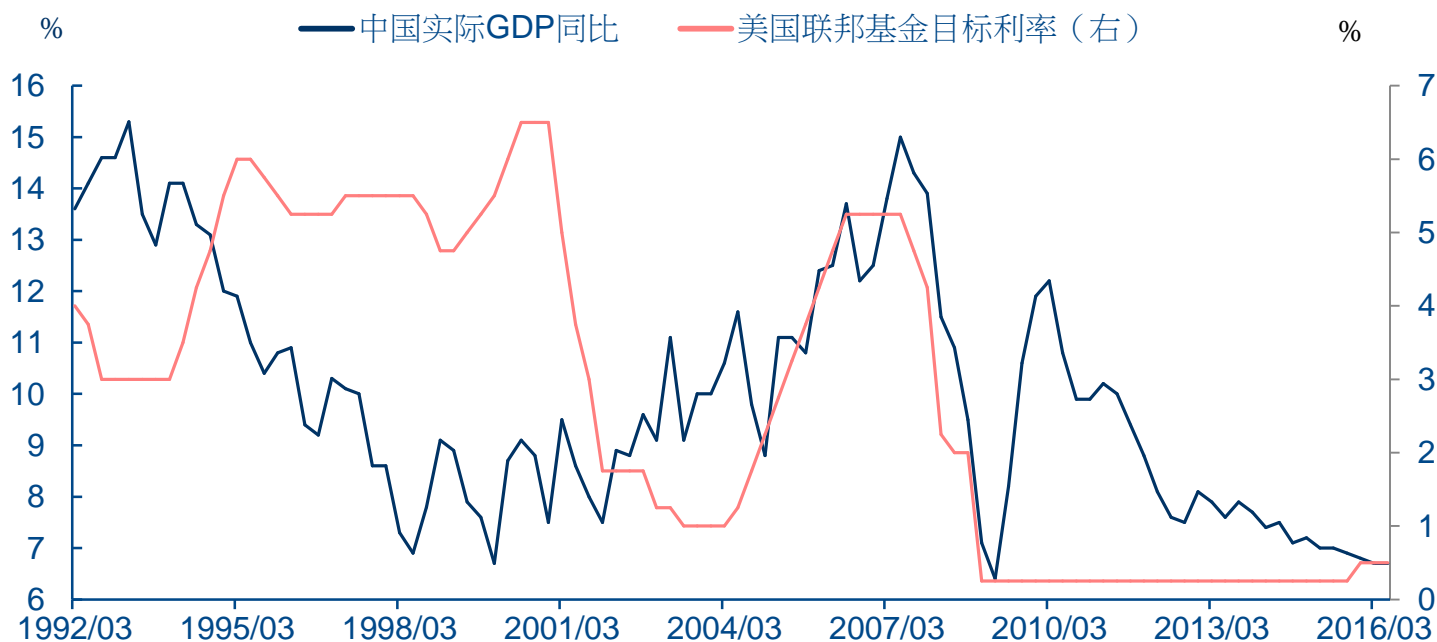
- 1994 年末，国务院清产核资结果：帐面资产负债率约75 %，其中约有27% 的国有企业负债总额超过了帐面资产总额，另有22% 的企业若以挂帐损失冲抵所有者权益，将成为空壳
- 同期，其他类型企业50-70%，发达国家50-60%

■ 高负债成因

- 拨改贷：1979年开始试点，1980年扩大范围，1985年推广全国
- 负担重：实际税负高、折旧提取低、社会负担重
- 经营效率低：地方政府干预、激励机制不合理

亚洲金融危机暴露国企高负债问题

- 美国进入加息周期，引发其他国家资本外流与货币贬值压力
 - 1994年初，美国进入加息周期，短短一年内连续加息6次
 - 1997年中，亚洲金融危机爆发
- 应对亚洲金融危机：国企三年脱困目标

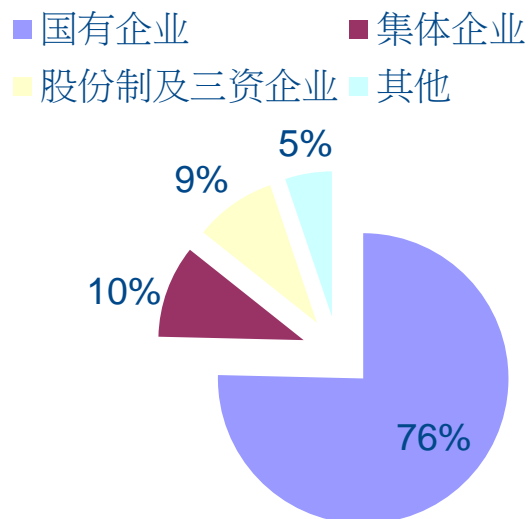




一枚硬币的两面：国企高负债与银行高不良

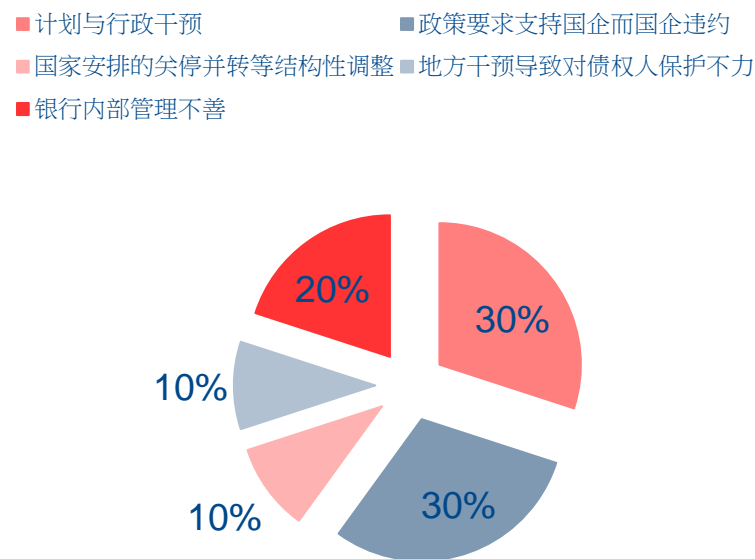
■ 1996年，90%的信贷由四大行投放，四大行90%的信贷投放给国企

信达接收不良资产分布



资料来源：信达不良资产接收工作报告

银行不良资产形成原因



资料来源：周小川《完善法律制度，改进金融生态》



成立四大资产管理公司

■ 银行难以自己消化的不良

- 国际通常提取比例：正常，0-5%；关注，5%；次级，20%；可疑，50%；损失，100%
- 呆账准备金最高占贷款余额的1%，1997年仅有450亿呆账准备金，坏账数以万亿计

■ 财政注资成立四大资产管理公司

- 财政部为四大资产管理公司各注资100亿
- 以财政为担保，向央行再贷款6000亿，向商业银行借贷8000亿
- 1999-2000年，1:1收购银行1.4万亿不良资产，占1998年贷款余额的20%



去杠杆的约束与债转股的选择

■ 目标：国企三年脱困

- 1980年，企业利息支出与利润比为0.033:1
- 1990年，两者之比为1:1；1995年，升至1.73:1

■ 有助于银行重生

- 银行不良资产集中在国企，银行重生的关键是国企脱困，需要去杠杆

■ 国企脱困第一位，银行重生第二位

- 纺织业是改革脱困突破口，加杠杆是激励纺织业脱困的重要手段
- 每压一万锭，银行贴息贷款200万元

■ 债转股的选择

- 国企和银行都是政府的，父子兄弟的产权关系决定了银行不良不能通过破产追偿的方式解决，债转股有助于同时缓解国企和银行的压力
- 拨改贷意味着，很多银行信贷是本应财政投入的信贷化，是银行在替财力不足的政府承担对国企投入的“义务”，债转股是合理选择
- 债转股能够改变国企原有的产权结构，通过引进外部股东改变原有国企的治理机制，提高运行效率



上一轮债转股的特点

■ 债转股是三大杀手锏之一

- “债转股”、财政支持企业技术改造、国企上市融资
- 国家经贸委推荐601户国有大型企业进行4600亿债转股，占不良资产的三分之一，最终实际债转股约3600亿
- 效果显著：债转股后，相关国企资产负债率由73%下降至50%，80%以上当年实现扭亏为盈

■ 政府主导

- 中央确定债转股的范围和条件
- 经贸委协调各部位、各省政府以及银行、国企，确定候选名单
- 政府独资的资产管理公司对候选名单进行评审确认

■ 转股必备条件

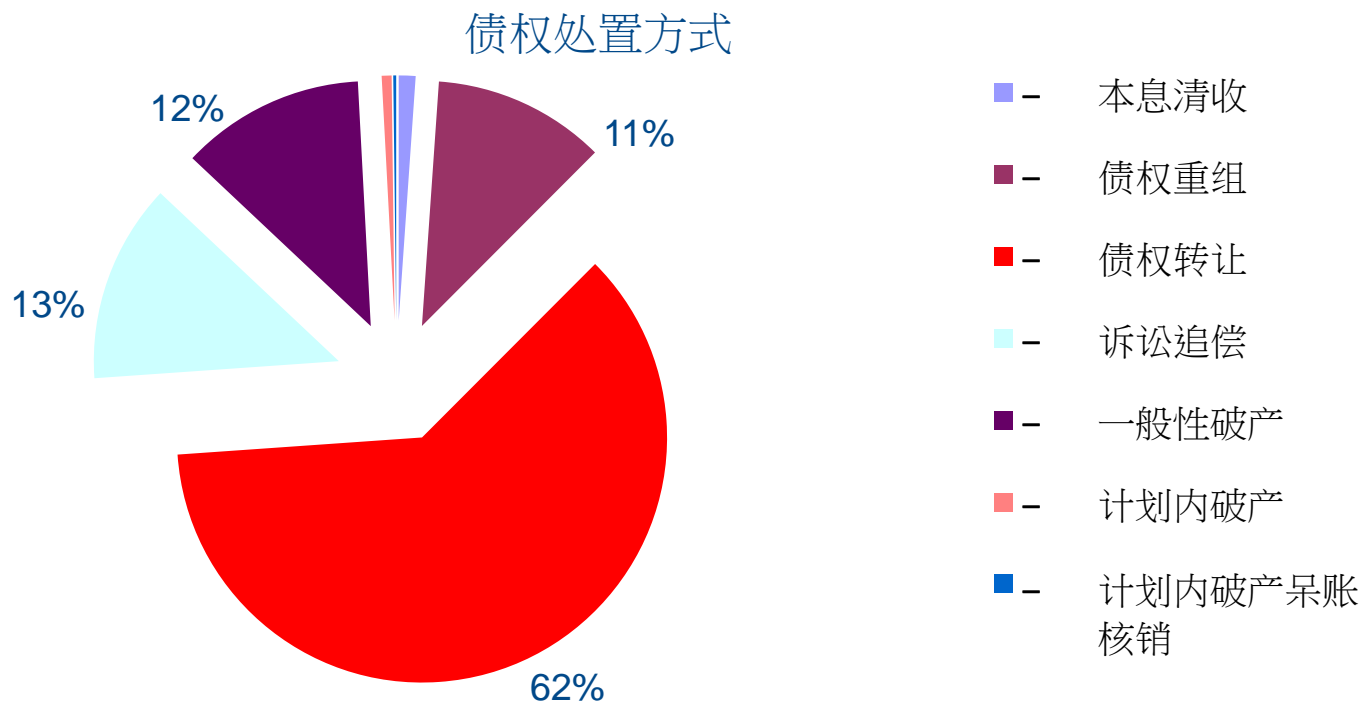
- 产品适销对路；工艺装备为国内、国际先进水平，生产符合环保要求
- 转换经营机制的方案符合现代企业制度要求，减员增效、下岗分流的任务落实并得到地方政府确认



债转股之外的不良债权处置方式

■ 2006年基本完成不良债权处置

- 2006 年底，四家AMC处置债权资产约1.1万亿，资产处置率95%
- 收回现金 约2000亿，完成核定回收目标任务的 133.4%



资料来源：资产管理公司统计分析年报（2006）



与上一轮的同与不同



宏观背景不同

■ 金融周期是本轮去杠杆的宏观背景

- 1998年停止住房实物分配，之后房地产业迅速发展
- 信贷直接或间接地与房地产泡沫相关

■ 潜在增长率在下降通道

- 人口红利消退

■ 财政最终买单的合理性下降

- 绝大多数国企和银行已经成为股权多元化的公众公司
- 企业负债与银行放贷更多是企业和银行的自主决策

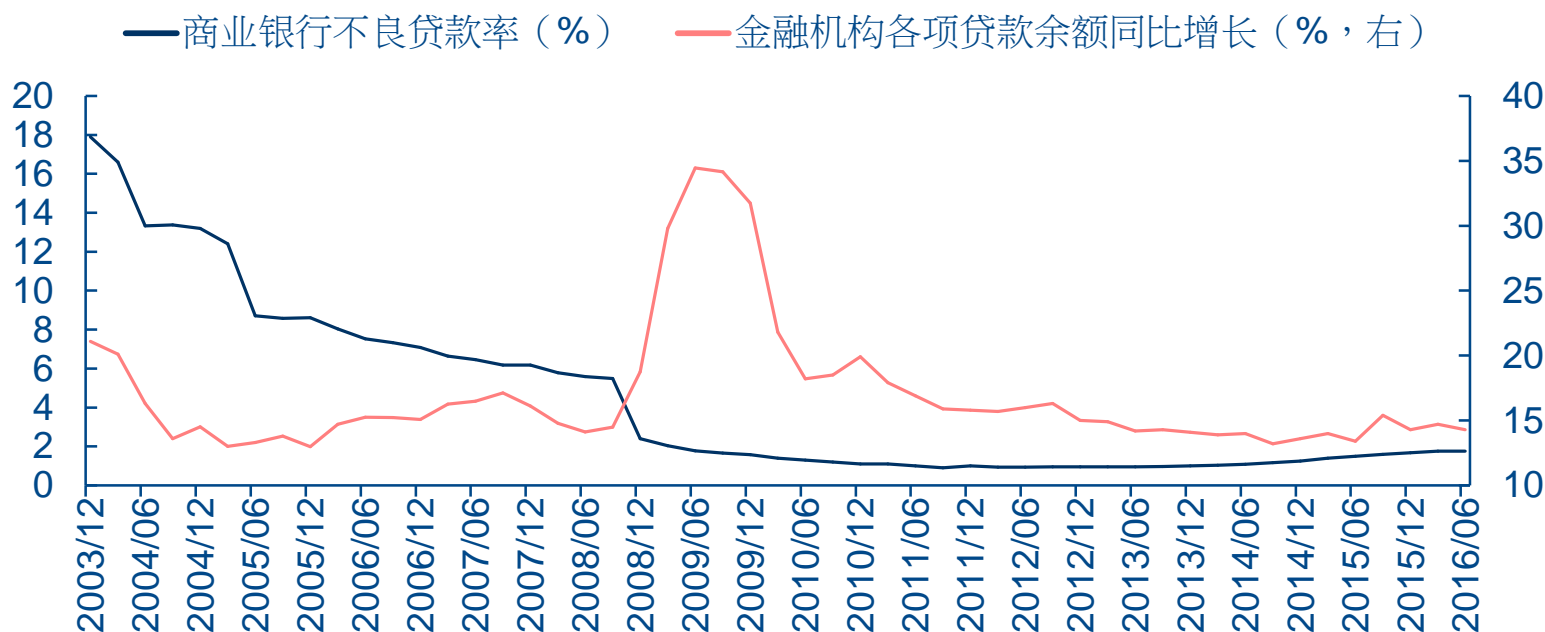
■ 地方政府债务置换与上一轮的债转股必要性类似

- 企业替政府承担支出责任而形成的债务集中在地方政府平台，债务置换明晰了债务主体责任



不良债权尚未充分暴露

- 上一轮去杠杆，银行不良率在20%以上，不良债权暴露较充分
- 金融周期下资产价格与信贷相互促进，房地产泡沫掩盖不良债权





相同之处：关键是改革

- 上一轮去杠杆与国企改革、金融改革和财税改革
 - 国企治理机制改善，包括上市，提高了国企运营效率
 - 金融改革使得市场在银行信贷配置中的作用增加
 - 财税改革加强了中央统筹，增加了财政政策逆周期调控的能力

- 这一轮去杠杆仍需与国企改革、金融改革与财税改革相配合
 - 国企改革：混合所有制经济、兼并重组减少同质竞争等
 - 金融改革：加强宏观审慎监管、稳健推进金融创新、发展直接融资
 - 财税改革：财政预算机制规范、降低间接税/增加直接税、推动地方政府发债市场化