

针对薄弱行业，遏制中国企业债务的继续增长

近年来，中国非金融企业债务（企业债）不断增长，目前升至历史高位。虽然高水平企业债不太可能在近期导致系统性危机，但这已成为一个持续令人关注的问题。

根据东盟与中日韩宏观经济研究办公室（AMRO）的估计，截止 2016 年底，中国企业债/GDP 比率高达 155%。自 2017 年初以来，企业债/GDP 比率的上升趋势放缓。这主要是由于近期名义 GDP 增长较快；同时，当局采取的去杠杆措施也逐步发挥效力。但总的来看，高水平企业债务带来的挑战依然存在。

AMRO 最近在题为《中国企业债务：宏观及行业风险评估》的研究报告中指出，从企业偿债能力的财务指标和不良贷款率来看，大部分行业的风险有限，而风险主要集中在以投资为主导增长模式的几个行业，如钢铁、采掘业、公用事业、交通运输，制造业中的国有企业及房地产和建筑业的私营企业。关于企业债务份额，制造业占企业债务总额的 20%，其次是房地产业（15%）、公用事业（14%），建筑业（12%）以及交通运输业（12%）。

什么原因推高了企业债务水平？

在全球金融危机爆发后，在信贷迅速扩张的推动下，中国经济尤其是国有企业快速增长，但投资效率和利润却有所下降。因此，国有企业和产能过剩行业又不得不更多依靠信贷支持，进而形成信贷扩张-低效增长的循环。另一方面，中国储蓄率高达 GDP 的 46%，在大型经济体中是最高的。高水平的储蓄可通过股权和债权方式进行投资。但是，由于中国股权融资发展滞后，储蓄投资股权的规模有限，更多的是通过银行放贷间接成为企业债权。另一个推高债务水平的因素是中国快速的城镇化。大量基础设施和房地产项目严重依赖债务融资。分析中国债务问题需了解这些中国特色的因素。

谁是薄弱行业的借款者？

尽管企业运营效率和偿债能力下降，但是一些金融机构仍按照“高风险、高回报”的原则放贷。当前银行贷款在企业融资中份额略有下降，但其仍是企业融资的主渠道。同时，企业通过债券和影子银行融资的份额在增长，特别是在采掘业、房地产和建筑等比较薄弱的部门更是如此。影子银行和债券融资在企业债务的份额在 2016 年分别升至 20% 和 16%。

虽然影子银行贷款利率较高，但由于其灵活性较高因此也很受借款者欢迎，而贷款者也乐于通过这些产品获得高收益。由于中小银行在扩张影子银行业务方面相对积极，所以其放贷不仅通过传统银行贷款，也很大程度上通过影子银行信贷。与大型银行相比，中小银行对高风险行业风险暴露更高。

呼吁改革

总的来看，成功遏制企业债务/GDP 比率的关键在于控制国有企业及薄弱行业的债务水平。当前应进一步推进全面的结构性改革，这有助于提高投资效率。国有企业改革应以

市场为导向；当局需关停“僵尸”企业，进一步推动去产能进程，这将有助于提高企业盈利能力，并能让市场在投资决策中发挥更重要的作用，从而遏制债务无序增长。应加快发展股权融资市场，使更多企业通过股权融资获得资金，减少对债务融资依赖。同时，债转股应基于市场化和法制化的原则实施，以有效盘活存量债务。

在行业政策方面，应继续对房地产行业采取宏观审慎措施，遏制其债务过快增长。在公用事业、交通和建筑领域，应大力发展政府和社会资本合作（PPP）的融资方式，使其成为债务融资的一个替代方案。为增强民营企业对 PPP 的信心，应提升地方政府融资的透明度，加强财务信息披露。另外，需配置充足财力帮助去杠杆化过程中受影响的职工。

对金融机构资产和负债端进行压力测试有助于识别其中的潜在损失。一些金融机构对薄弱行业信贷额大，资本金较少，为此应鼓励这些金融机构扩充资本金并加强流动性管理。同时，要严格监管和实施宏观审慎评估（MPA），控制银行通过表外活动的信贷扩张。另外，公司和金融部门也应加强数据汇总和披露，以更准确、全面监测和评估风险。

债务可持续性是企业健康的重要指标。作为全球第二大经济体，中国应采取果断的行动来遏制企业债务的过快上升，化解隐患，缓解市场和投资者对企业债务过快增长形成的顾虑。