

论文 NO. 2017 年 12

发表时间：2017 年 12 月 26 日

企业部门高杠杆趋势与政策路径

国家金融与发展实验室银行研究中心 曾刚

摘要： 刚刚结束的中央经济工作会议指出，要围绕推动高质量发展，做好 8 项重点工作，第一项就是深化供给侧结构性改革。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

2016 年以来，在供给侧结构性改革“三去一降一补”的五个主要任务中，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缓慢，尤其是企业部门的负债率仍居高不下，成为影响经济长期稳定增长的重要风险隐患。也正因为此，7 月份召开的全国金融工作会议再次强调企业降杠杆的迫切性，并指出“要把国有企业降杠杆作为重中之重”。

要有序地推进企业去杠杆，有必要对中国企业部门高杠杆问题的成因做一个简单的梳理。为避免混乱，我们将企业的杠杆率分为宏观杠杆率和微观杠杆率两个层面，宏观杠杆率是我们经常讨论的、也是控杠杆主要指向的目标，等于企业部门债务总量与 GDP 之比；微观杠杆则是企业财务分析所常用的，用于衡量企业静态债务负担水平的资产负债率。两个杠杆率在数量变化上有一定关联，但也存在差异。

一、企业杠杆率变化趋势

宏观杠杆率方面，根据国家金融与发展实验室的数据，中国非金融企业宏观杠杆率从 2011 年起快速上升，从 2011 年 9 月的 100% 上升至 2017 年一季度的 157.7%。2015 年的中央经济工作会议将 2016 年的经济工作重心转向供给侧改革，随着供给侧结构性改革的有效推进，通过去产能、去杠杆、降成本等多重措施，进入 2017 年后，非金融企业杠杆率开始出现下降。2017 年三季度，中国非金融企业杠杆率已下降至 154.8%。

微观杠杆率方面，上市公司资产负债率从 2014 年起已持续两年下降。根据上市公司数据，先于供给侧改革，2014 年起上市公司（非金融企业）资产负债率开始下降，2016 年底降至 59.91%，比 2014

年一季度的 61.55% 累计下降约 1.6 个百分点，2017 年一季度进一步下滑至 59.63%。非金融地产企业的资产负债率下降幅度更为明显，2016 年（57.29%）较 2014 年一季度（60.01%）累计下降约三个百分点，2017 年一季度降至 56.80%。从趋势上看，在供给侧结构性改革和市场自然出清的作用下，上市公司非金融企业资产负债率出现了长达两年的持续下降。

2017 年三季度上市公司负债率和负债增速出现了同比上升。2017 年下半年开始，非金融企业的资产负债率较去年同期再次出现上升，三季度末，上市公司非金融企业资产负债率（60.34%），比 2016 年同期上升约 0.4 个百分点。与资产负债率出现小幅上升相一致的是，2017 年三季度上市公司非金融企业负债增速也出现了上升。2017 年三季度末上市公司非金融企业负债增速 17.85%，负债增速在 6 月末出现下降后再度上升。

总体上看，企业部门的杠杆率（无论是宏观层面还是微观层面），先后出现了下降态势，尤其是为政策部门所关注的宏观杠杆率，在 2017 年也出现了小幅回落，反映供给侧结构性改革以及金融监管强化取得了明显的成效。但企业去杠杆的进展仍未结束，过剩产能行业短期偿债能力持续低位。上市公司负债增速在 2016 年下半年之后持续上升，资产负债率在 2017 年三季度也出现回升，需警惕盈利回升使得部分企业脱离困境后重新加杠杆。各项政策仍需保持定力。

二、未来的工作重点

从理论上分析，宏观杠杆率较高的成因源于负债与盈利两个方面，而微观杠杆率（资产负债率）的上升取决于负债与权益的变化，而权

益的变动又来自于利润和资本补充，所以负债率的上升则是源于利润和资本补充的上升速度低于负债的上升速度。从行业结构上看，主要是上游采矿业、房地产业、汽车制造业、建筑业、交通运输业等顺周期行业在逆周期加杠杆，而这些企业的资产负债率和资产回报率在供给侧改革后均有所改善，从所有制上看，高杠杆还是源于国有企业的负债水平高且逆周期上升。而逆周期加杠杆又源于国有企业预算软约束、国有企业的资本补充渠道不通畅、企业整体资产回报率下降等原因。此外，“僵尸企业”也抬高了企业整体负债率。在上述逻辑的基础上，要有序推进企业降杠杆，主要工作应集中在以下几个方面：

1、继续维持宏观调控政策定力。维持资金面的“紧平衡”是控制企业杠杆率的前提。2017年，通过实施稳健中性的货币政策，市场利率持续下行，对抑制企业宏观杠杆率的进一步上升起到了明显的效果。考虑到控杠杆并非一蹴而就，刚刚结束的中央经济工作会议指出，“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”。预计未来一段时间中，货币政策趋紧叠加金融强监管的状态仍将延续，以便为企业降杠杆创造良好的货币金融环境。

2、坚决处置“僵尸企业”。“僵尸企业”处置的阻力主要来自于地方政府和企业职工，而企业职工如何安置补偿的问题也是地方政府不愿意处置“僵尸企业”的主要原因。为减轻对社会的冲击，对“僵尸企业”应分类处置，按形成的途径、负债程度、经营前景等进行分类，对不同类企业有针对性地提出解决方法。同时，为避免分类处置导致处置因为制度而延缓，应对需要进行破产清算的“僵尸企业”

列出清单，坚决破产注销，不能再次采用“固化存量、优化增量”的做法进行拖延。同时，充分运用好国有资本预算，国有资本预算不应仅行使收取国企利润的权利，同时也应该履行解决国企负债问题的义务，应针对“僵尸企业”淘汰的职工补偿费用提前进行相应的财政预算安排。

3、推进混合所有制改革。混合所有制改革难度很大，但混合所有制改革有助于进一步完善产权制度和国企现代企业制度，让公有经济与非公有制经济的资源优势互补，以实现多赢。在确保国有资本控股的情况下，引入战略投资者或者实行职工持股、股权激励等方式都是混合所有制改革。对于改革涉及的国有资产管理问题、社会资本如何参与国有经济以及国有资本退出的问题，各利益相关方可在相关政府管理部门的指导下，遵循法治化市场化的原则，进行合理协商。

4、设立国有资本补充基金，完善国有企业资本补充渠道。相对于混合所有制改革，通过财政资助、国企出资以及社会出资等方式成立国有资本补充基金，完善国有企业资本补充渠道，对负债率较高但企业营收良好的国有企业进行必要的资本补充，降低企业资产负债率，使得企业在更安全的财务环境下更好的运营，是更容易也是更必要的方式。

5、金融助力产业结构升级，提高企业整体盈利能力。2016年以来企业盈利出现了整体改善，但主要集中在上游相关行业，上游行业受益于供给侧改革，产品价格出现了上升。而中下游制造业、服务业利润改善并不明显，甚至出现了下滑。从短期看，通过价格提高改善高负债企业盈利从而达到降杠杆的目的是有效的，但从中长期看，不

论是资产价格，还是商品价格，都不能“涨到天上去”。供给侧结构性改革的最终目的并不是提高价格改善上游企业盈利，而是“腾笼换鸟”，将低效无效资产淘汰、控制国有企业的资产负债率水平，目的是为了优化金融资源配置，将信贷资源更多的投向国民经济的重要领域、薄弱环节，投向正处于成长期、上升期的企业，投向“融资难融资贵”的科技创新类企业。相关金融管理部门可以通过设定相应指标进行激励考核等方式引导金融资源的优化配置，金融机构也应该更新授信技术，尽量做到各所有制统一标准，使得产业结构潜移默化的改善，降低高负债行业的比重，提高资产回报率正在上升的行业的比重，最终才是去杠杆最终应该达到的效果。