

保持去杠杆与促投资紧平衡关系

张跃文

国家金融与发展实验室资本市场与公司金融研究中心 主任

我国经济主动去杠杆开展近三年以来，已经取得了明显成果，企业部门债务率迅速上升的势头得到有效扼制，去杠杆的重点领域和路径更加明晰，重大债务风险正在得到控制。与此同时，受经济增速下行和融资条件收紧影响，制造业有效投资仍在低位徘徊，企业研发投入增长相对缓慢，一定程度上拖累了产业结构升级步伐。笔者认为，当前需要抓住去杠杆与促投资的结构特征，综合施策妥善处理好二者的紧平衡关系。

一、结构性去杠杆

国内外大量理论研究和实践表明，企业债务规模和对外投资规模呈正相关关系。对外投资增加，会导致相应债务增长；而如果债务规模受控，则企业可投资资金也会缩减。在经济增速放缓期，去杠杆将明显影响企业投资能力和积极性。在传统的宏观经济理论中，需求不振、去杠杆和经济萧条存在共生关系，属于经济周期性现象。但基于总量研究的宏观经济理论无法解决新兴经济体所遇到的结构性问题。

新兴经济体往往会遇到去杠杆和经济转型的双重挑战。即需要在控制总体债务风险的同时，通过结构性地增加生产性投资和研发投入，尽快实现产业结构升级，步入发达经济体行列。如果不能很好地平衡

债务与投资的关系，就很可能像历史上少数南美国家那样，逐步失去长期增长动力和国际产业优势，经济停滞不前。事实证明保持二者间的紧平衡关系是很难的。今年上半年，我国制造业投资同比增长6.8%，达到2016年以来最好水平，民间投资也出现了明显的恢复性增长。从去杠杆与生产性投资的实际表现来看，我国在处理二者关系上可以说取得了初步成功。

同2008年以后部分成熟国家所经历的去杠杆相比，我国的去杠杆局面具有明显特点。一是企业债务分布不均衡。大约60%的债务属于中央和地方国有企业，仅有40%的债务属于以民营企业为主体的非国有企业。二是政府在去杠杆过程中的积极作用。由于政府代行国有企业出资人职能，使得政府对于国有经济降杠杆可以发挥更大作用。特别是在采矿、钢铁、建材等过剩产能和负债比较集中的部门，国有企业占比较大，政府有条件综合运用多种政策手段促使这些企业平稳降杠杆。三是高新技术产业去杠杆负担不重。作为我国创新型国家战略领头羊的高新技术产业，总体负债率不高，营业收入和利润增长较快，并不是主要的去杠杆产业部门，这为高新技术产业轻装上阵担当产业升级主力军提供了条件。

关于去杠杆，今年4月中央财经委员会第一次会议提出要以结构性去杠杆为基本思路，分部门、分债务类型提出不同要求，地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来，努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降。这是去杠杆进入下半场的明确信号。

对于去杠杆，我国开始更加注重研究解决自身结构性问题，并拿出更有针对性的解决方案。从短期来看，首要的是实现杠杆率稳定，这一点我们已经初步做到。在此基础上，如果条件具备再推动宏观杠杆率逐步下降，杠杆率降到合理程度所需要的时间，可能比预想的要更长一些。

其次，在摸清家底的基础上，提出结构性去杠杆，根据不同产业部门和债务类型，分出轻重缓急，而不是一刀切地要求去杠杆，这为宏观杠杆结构的内部调整留下空间。对于高杠杆、高风险的传统产业部门，要采取果断措施去杠杆，对于杠杆率合理且债务风险较低的新兴产业部门和高技术产业部门，首要任务是加快发展，减少投资和研发投入方面的限制，为此甚至可以适当提高杠杆率，以此来加快产业升级和促进经济稳定增长。

最后，明确去杠杆的重点是地方政府和国有企业。非国有企业、家庭以及中央政府不是去杠杆的重点。其中民营企业和中央政府仍有加杠杆的空间，这为债务风险的转移和分散创造了条件，从而有可能稳定和降低宏观杠杆率。

二、把握好紧平衡关系

从去杠杆到结构性去杠杆，对相同问题的认识又深入一步，相应地就要对现行去杠杆政策进行调整。笔者认为，要继续把握好去杠杆与促投资的紧平衡关系，不单纯为去杠杆而去杠杆，而是将结构性去杠杆与促进有效投资更好地结合起来。为此，必须对以下几个问题有

清醒认识。

首先，需要对去杠杆形势有清醒认识。尽管我们已经初步稳定了宏观杠杆率，并且企业杠杆率也有明显下降，但目前没有更多证据可以证明这一趋势会长期持续。地方政府和国有企业是去杠杆重点，对于地方政府而言，当前的模糊处理方式不至于让真实信息冲击市场底线，似乎很符合各方面利益，但毕竟只是权宜之计。至于国有企业，由于牵涉到产业安全、民生就业等诸多领域，其债务问题更是难破解。这突出表现在僵尸企业和部分地方困难国企身上。地方政府和国有企业债务处置的高难度，预示着结构性去杠杆政策将会是“啃骨头”政策。顺利啃下这两块“骨头”，去杠杆将会取得明显进展。

其次，需要认识到目前尚未建立明确的去杠杆损失补偿机制。在去杠杆政策下，地方政府和国有企业难以融入债务性资金，甚至无法发新还旧，可能导致二者的实质性违约。在不能以市场化法制化手段处置二者违约问题的情况下，有关银行和其他债权人会被迫承担由此产生的损失。这类损失并非仅是商业范畴内的损失，而是受政策变化影响而产生的政策性质损失。如果没有损失补偿机制，银行因承担过多损失而被消耗的资本金就无法得到弥补，可能出现资本金不足的情况，进而诱发更严重的系统性风险。依目前的市场状况，大规模的银行资本性证券发行会遇到较大困难。因此，需要建立政策性的去杠杆损失补偿机制，包括国家注资、债转股、资产置换、补充抵押品和追加担保等多种补偿方式。该机制需要明确每种补偿方式的实施范围、

条件、方式和期限等等，让债权人可以据此形成明确预期。

再次，需要充分估计维持去杠杆与促投资紧平衡的困难程度。现行的去杠杆政策主要通过货币、信贷、财政和国资四条政策渠道来传递。四条渠道各有侧重：货币政策管住市场流动性，信贷政策把握总体信贷增量，财政政策影响总需求和地方政府债务，国资管理政策控制国有企业债务规模。目前来看，四条渠道对于经济去杠杆都发挥了积极作用。市场流动性中性偏紧，企业信贷增幅受限，地方政府债务和国有企业债务成为财政及国资部门监察重点，债务规模增长受到严密控制。可以说去杠杆政策是卓有成效的。

但从另一个方面来看，这些政策对于促进投资也产生了一定的影响。一是企业融资成本提高，信贷规模紧张。二是以往作为主力的国有企业投资增速放缓，今年上半年全社会投资增速为 6%，但国有企业仅 3%，如果现行政策不发生变化，这一局面短期内很难改观。三是民间企业投资不稳定。2016 年民营企业投资增速突然下降，近期又逐步恢复，但仍未达到 2015 年的水平，民间投资的不稳定性对于整体投资的影响可能扩大。四是高新技术产业投资增速未达到预期，由于占比较小，其对于产业结构升级的带动作用还不明显。笔者认为，高新技术产业投资和研发投入增速目前应至少维持在 20%左右，且需要传统产业一定的技术改造投资增长相配合，才有可能较好实现工业化与信息化相融化共同推动产业升级的目标。五是外商直接投资增速明显放缓，大型投资项目减少。

最后，在去杠杆条件下努力促进投资更有效率地增长，维持好二者的紧平衡关系，还需要对于促投资的目标有清楚认识。尽管近年来我国固定资产投资增速已经明显回落，但从相对投资规模上仍然明显高于发达国家。美国和日本的年投资额占 GDP 比重大约在 15%左右，而我国目前仍然高达 40%以上。因此，长期来看，固定资产投资增速将低于 GDP 增速。但投资的内部结构上会有较大变化，生产性投资和民间投资的比重增加，地方基础设施投资、国有部门投资和房地产投资会受到更多控制。同时，我国科技研发投入仍然偏低。2017 年我国研发投入占 GDP 比重为 2.1%，低于世界平均水平，发达国家该指标一般在 2.5%到 3.2%之间。为实现创新国家战略，各方面政策仍然需要在促进企业研发投入方面发挥更大作用。

三、当前的政策着力点

笔者认为，为有效管控风险和顺利实现经济转型，继续维持去杠杆和促投资的紧平衡关系仍然十分必要。目前的关键是落实中央关于结构性去杠杆的总体部署，分部门、分债务类型提出不同要求，分出轻重缓急，为企业的生产性投资和研发投入提供必要的资金来源和持续性金融支持。货币、信贷、财政和国资政策都有必要做出进一步调整。

第一，稳健中性的货币政策仍然不宜放松。以往经验表明，过于宽松的货币政策导致市场利率下行，是导致实体经济加杠杆的重要原因之一。而且增加市场流动性除了抬高资产价格，并不能够降低风险

溢价，对于改善民营企业融资条件没有实质性帮助。

第二，信贷政策应更多体现结构化特征。监管机构的信贷政策和窗口指导需要更多关注地方政府与国有企业的去杠杆任务，提防针对二者的多种形式的变相加杠杆操作。主要商业银行的信贷政策需要努力体现对国有企业与民营企业的公平待遇，进一步细化行业信贷政策，对传统行业的重要细分领域给予必要支持，适当放宽对高新技术企业的贷款条件特别是抵押品要求。

第三，积极财政政策的执行思路需要有所调整。在目前减税降费的基础上，一方面将去杠杆补偿机制列入财政政策考虑范畴，适度降低对国有金融机构的盈利和分红要求，通过设立去杠杆基金补充金融机构因处置不良资产而损失的资本金，并强化对非国有企业的财政支持；另一方面，加快中央和地方财政体制改革，严控地方政府债务规模，健全统计和问责机制，完善地方财政信息披露制度。

第四，国资管理政策要把国有企业管好管活。将去杠杆政策更好地与国企回归主业和推进混合所有制改革相结合。在控制债务规模的前提下，积极推动国有企业调整资产结构，加快资产出售和债务重组，大幅度提高全要素生产率，支持国有企业做强做专。