**债务问题和金融市场风险**

2016年5月17日，由中国发展研究基金会下属北京博智经济社会发展研究所主办，国泰君安证券公司协办的博智宏观论坛第八次月度例会召开。到场嘉宾来自政府部门、学术研究机构和金融市场机构。本月主要探讨短期经济形势，话题是近期**债务问题和金融市场风险**。国务院发展研究中心原副主任、中国发展研究基金会副理事长刘世锦担任会议主持。中国社科院党组成员、副院长李杨和北京穆迪投资者服务有限公司副总裁诸蜀宁受邀在本期主讲。现将讨论要点择要整理，供相关部门参考。

**一、当前债务去杠杆的现实挑战与可能对策**

**李杨认为，中国的债务问题日益突出，可能成为系统性金融风险的触发点。**最近几年，有两个问题尤其需要注意:一是整个经济的金融化。越来越多的金融活动在自我服务，例如大宗商品交易的买方和卖方都是金融机构。经济金融化以后，债务问题就会成为系统性风险；二是整个经济的互联网化。互联网与传统的层级结构不同，一点可以接触到其它所有的点。扁平化的结构使一个领域发生的事情迅速变成所有领域的事情。因此，金融问题的传导、它的规模和影响深度都前所未有，构成了系统性风险的格局。

**如果再通过债务加杠杆，当杠杆不能再继续，就会演变成非常大的灾难。**需要研究如何在高债务情况下，维持经济稳定增长，提高债务操作的艺术。

**此轮债转股的背景与98年债转股有四个不同：第一是实体经济不同。**上一次债转股以后迎来的是中国经济的高速增长。经济高速增长，不良资产都变成优良资产。**第二是上次债转股是债权人和债务人同时控股，银行和银行的贷款对象企业一起来算账，节约成本。**这一轮债转股是企业想赖银行的账，把优良资产转走，剩下一个空壳准备债转股，而且还不是按照市场公允价值来转。**第三是上一轮的债和不良资产基本上就是贷款，这一轮还要加上债券。**债券利率不清楚，规模又很大，风险是非常大。**第四是这一轮的企业和银行都是股份公司，是现代企业制度。**上一轮债转股的时候，大部分不是现代企业制度。在现代企业制度框架下解决棘手问题更加困难。

**李扬介绍了中国去杠杆、减债务的九条可能路径：第一，经济增长。**这是最健康的，但也最困难；**第二，通货膨胀。**但现在是货币供应过多，通货膨胀上不去；**第三，减债。**卖资产减债的途径理论上可行，但是当大家都出卖资产，价格就减为零；**第四，增加财富。**跟经济增长是同样思路，但也不容易做到；**第五，核销减记；**这种方法道德风险非常高。好不容易建立的市场规则会毁于一旦，而且是传染性的；**第六，通过金融资产价值评估来减资产。**这也是一个陷阱，参见去年的中国股市。以上六条算是经济手段。

**另外三条有一定中国特色**。**第七，中央银行以过去的央行票据抵换债务。**对应的就是货币发行。解决问题的效果显著，但可能存在长期风险；**第八，政府财政买。**也即债务替换，但是问题就是政府的钱从何而来；**第九，债转股。**这确实是一个办法，也不会有债务核销问题，但是如果企业不好，转的都是僵尸企业，就把今天的问题变成明天的问题，不能解决根本。**债转股一定要跟国企改革联系在一起，国企债转股了，这个企业必须改革。**

**中国银行首席经济学家曹远征对98年债转股特点和背景进行了补充:第一，当时的经济结构中国有企业比重非常高。**那次是强制性的结构调整，通过调整使国有企业的数目大大减少；**第二，在当时所有银行都是国有的，政府有操作空间。**主要两种模式，一是转成股份，另一种是会计上做一个科目，暂时不用还款，一直挂账。目前能做的是停息挂账，但股份公司难以停息挂账。只有让坏企业死掉，剩下债转股有可能变好，才可动用这个工具。这是跟98年最大的不同。**第三，当时债转股后通货膨胀率还是很高的，现在要较高的通胀很难。**

**曹远征分析了当前去杠杆的三个重点领域，提出了建议**。**第一是银行坏账上升问题。尽管**现在银行坏账率上升，但中国从2013年开始采取全球最高的2.5%拨备率，现在坏账率1.7%左右，同期要上升到3%以上，银行才会存在发生系统性风险的可能。如能控制住坏账率，待经济触底回升，才能够真正去杠杆，以时间换空间；**第二是影子银行违约问题。**可能的一种方式是资产证券化，出表并市场定价，垃圾债需要出现，不能因为担心违约风险的出现而把它包住；**第三是地方政府债务问题。**中国政府的债务占GDP的比重相对比较低，地方政府负债有一半左右是融资平台，属于投资，问题不严重。但是地方债务有两个非常严重的问题，一是期限错配非常严重，二是地方融资平台的负债主体太多，债务管理很困难。解决地方债务问题，有三个思路：一是财税体制改革，梳理中央和地方支出关系，纠正期限错配，用中央政府债换地方政府债；二是推动PPP，要在更高制度层面上讨论PPP的作用，通过用项目的现金流收入来覆盖债务问题；三是把已建成的项目推到市场上，让债务负担变成市场化的。**现在中国最大的风险是去杠杆和去产能同时发生。**建议把杠杆维持，腾出时间，把产能去掉。争取时间把产能去掉，价格回升，是真正的去杠杆时机。 此外，现在中国的居民负债率是非常低的，企业负债率非常高。如果把土地或国有企业的产权赋予老百姓，可增加居民的杠杆，降低企业的杠杆。此外，**债转股给银行增加了资产负债表调节的工具，对维持资产负债表的持续和稳定性有帮助，但绝对不能作为一种政策和行政命令。**

**诸蜀宁介绍了中国目前地方国企的债务情况。**按穆迪估计，国内债务是GDP的280%，其中，国企负债大概是GDP的120%，其中地方国企和央企大概各占一半。从数量、质量和国资委的监管来看，债务问题的重点应该是在地方国企。如果有风险，最可能爆发风险的就是地方国企。地方国企的利润在今年1-2月份达到最低水平。自去年下半年开始，地方国企的利润一直缓慢增长。今年1-2月进入萎缩降低的趋势。3月份有所反弹，但总体地方国企的经营趋势不是太好。与此同时，地方国企净资产的增长率一直保持在12-13%左右。尽管企业的经营情况不太好，利润在降低，但净资产依然保持双位数的增长，这或者是有注资行为，或者是有统计口径的问题。

**诸蜀宁总结了近期企业债务上出现的三个新趋势：第一，资质比较好的地方国企，在海外发债的比例越来越大，成为具有宏观意义的现象**。这些企业海外发债的成本要高于国内，背后可能有几个原因，如响应政府号召减缓资本流出、提升企业知名度、以及地方政府间在面子上的竞争；第二个趋势是地方国有企业的大规模整合重组。这些企业很多类似于僵尸企业，但是也有一定经济价值（如牌照和各种便利）没有释放。目前资产的重组、重新估价还没有那么快，整个市场还是混沌状况；第三个趋势是目前地方政府地方平台的投资冲动。专项金融贷去年是8000亿，据说今年是1.2万亿，都是用来作为项目资本金的。也即今年项目的债务融资将以1：3或者1：4的杠杆比例扩大。从微观单一项目角度出发，资本金的问题解决了，但从整个宏观系统来讲都是债，存在大批名股实债的形式。

**国务院发展研究中心金融研究所副所长陈道富认为，去杠杆的背后逻辑应该是追求更稳健的增长。**当前去杠杆要注意三个问题:第一，杠杆更多是一个显示指标，但不应该成为操作的指标；第二，经济下行期间杠杆率上升正常，但中国最核心的问题是有很多不合理的机制，隐性担保、单向兑付的问题，最终的风险承担者和获益者是不一致的。这种不合理的风险，有市场秩序的问题，有政府的隐性担保的问题；第三，现在非常严重的是金融系统自身杠杆，金融体系的自我膨胀。金融系统靠加杠杆来保证金融体系的自我循环，以至于货币投放越来越大，到实体经济的比例却很低，效率极低。

**北大国家发展研究院金融学教授徐建国补充提出，第一，去杠杆就是去僵尸。**因此去了杠杆之后，反而经济增长可以起来；第二，发达国家跟我国国情不一样。我国不是没有空间的问题，而是空间被憋死的问题。出清的事情还是要多做一点，否则资源僵化，难以对社会经济增长有所贡献；第三，未来还要增加市场显性的债券的比重，债务对企业有约束力，债务对企业的约束是提高经济增长的办法。

**二、近期中国金融市场风险和经济形势分析**

**刘世锦提出宏观经济中四点值得注意的现象：**第一，近年投资增长率和固定资本形成的差距越来越大。2010年以前基本上差不多，之后差距越来越大，差异的性质并不清楚；第二，政府管制的特许权产生的价值实际上并不存在，只是行政性垄断赋予价值。中国的供给侧改革得首先打破垄断；第三，不同产权对资本的运用强度不一样。解决去杠杆的问题，实际上是产权与资产负债率的问题；第四，一季度是短期的回升。一线城市的房价开始上涨，传染到了二三线城市。房地产的历史需求峰值已经到了，正常增长速度应该是逐步下降的。城市化现在在分化。一部分地区仍在衰落，包括东北的一线城市。但是，珠三角、长三角、京津冀这些核心城市，年轻人还在不断涌入，这也是造成房价上涨的因素。所以一季度还是房价的短暂回升带动的增长。

**富国基金首席经济分析师袁宜认为，从中期看，现在经济还没有见底，去杠杆处在两难的状态下。从中期来看，20%的基建增长速度意味着各级政府的资产负债率的上升是不可持续的。**当基建增长速度能够回到适当的水平，或许会达到中期增长的位置。如果目前需要采取逆周期的支撑经济的措施，最多能够做到的是债务杠杆的转移，要使杠杆率下降是几乎不可能的。如果不支撑经济，名义GDP增长速度大幅度下行，又一定会带来债务问题。所以，在中长期经济探底的情况下，去杠杆可能是比较好的选择。这个时间还没有到，目前的状态最多能够讲的是在杠杆率的此消彼涨，某些部门下降，另外一些部门上升的更快。除非现在确实遇到了某些企业的债务不可持续性、濒临危机的状态，做这样的债务的转移、杠杆的转移才是有必要性。

**敦和资产管理有限公司总经理张志洲认为，对当前经济的判断可以比市场乐观一些，今年可能会出现内需和外需叠加共振产生的周期性复苏。**他认为，如果增长比市场预期好，今年后两个季度是很好的去产能的时间窗口。乐观的主要逻辑除了基建、房地产的因素之外，还有一个原因是出口可能会出现若干个月的复苏。国外的经济领先指标显示，今年10月份之前，主要的发达经济体会出现一次共振式的周期性复苏。美国公布的消费数据大幅度超预期、二季度GDP增长预测为2.8%、美元走弱、原油价格可能回升至每桶60美元，这些复苏都会对中国出口产生支撑。根据敦和对股票、期货和外汇市场的价格监测，这些金融市场也传递了有利的信号。从今年4月份到现在，美国股市中已经连续跌了若干年的工业品板块持续跑赢了可选消费品，这是过去4年半以来第一次持续跑赢，而且跑赢的幅度非常大。大宗商品价格仍然较低，现在反弹了70%，未来仍有上涨空间。美元走弱也与全球PMI的筑底高度吻合。张志洲认为，当前存在的风险主要是金融市场波动性风险。目前全球的债券是史上最贵，美国的股票指数是历史最高位的。

**国泰君安证券研究所首席宏观分析师任泽平认为，2015年对宏观经济的三大拖累因素今年都有所好转。**首先，房地产投资继续改善。现在房地产企业的现金流非常充裕，二线城市的房市火爆，会带来房地产投资的大幅度改善。第二，PPI持续收窄，今年年底可能收窄到接近0，企业有补库要求。第三，出口改善。今年订单的情况比去年好，美国消费也转好。**但是今年经济增长利好也有代价。**首先是投资的挤出。今年1-4月份民间投资增长5.2%，去年同期是12.7%。民间投资占整个固定资产投资的62%，意味着投资结构是恶化的。**深层原因是融资结构的恶化，房地产和地方政府资金非常充裕，其它民间投资大幅度下滑**。其次，去杠杆都是打居民的主意，结果就是原来刺激股市，现在刺激房市。以致今年开年的消费下降了，除了跟房地产相关的消费不错之外，其它消费全部被挤出。高房价的挤出效应已经开始显现，这一轮经济L型的见底和回升是有代价的。

**博智宏观研判论坛是聚焦中国经济中长期发展的研究型论坛，旨在跟踪中国宏观经济走势，判断短期经济形势，预估中长期经济态势，对中国经济的重大战略性问题进行研判。通过连通政策、市场与学界的共同关切，为政府和市场机构做出决策参考**。

**博智宏观论坛以月度研判例会为主，同时还将结合对重大问题的长期跟踪和深入调研，以半年度视频会、年度研讨会等形式组织研讨。研讨成果和专题研究，以月度简报、季度专题报告和年度综合报告等形式，定期送论坛与会专家和相关单位参阅。**

**北京博智经济社会发展研究所是中国发展研究基金会下属研究单位，遵循基金会“支持政策研究、促进科学决策、服务中国发展”的宗旨，在社会治理和经济发展领域开展研究工作，组织社会实践，服务首都和全国发展。**

**博智宏观论坛**

**主办：北京博智经济社会发展研究所**

**协办：国泰君安证券有限公司研究所**

**召集人：国务院发展研究中心原副主任、中国发展研究基金会副理事长刘世锦**

**负责人：中国发展研究基金会秘书长、北京博智经济社会发展研究所理事长卢迈**

**中国发展研究基金会副秘书长、北京博智经济社会发展研究所所长方晋**

**协调人：许伟、俞建拖、郝景芳**

**项目组成员：陈浩、陈诚、张荆、李奇文、张纯**