

如何解决中国企业债务问题

近年来中国企业债务问题愈加严重。全球金融危机之后的信贷繁荣推动投资大幅提高。然而，投资效率和企业的经营状况却在不断下滑，并影响到金融机构的资产质量。中国企业债务问题亟需一套综合性解决方案。这一积极的解决方案需要平衡对经济的短期负面影响和长期收益。该方案的核心包括：1.识别出现财务问题的公司；2.主动确认金融系统的损失；3.债务分担问题；4.企业重组与治理改革；5.强化预算约束；6.促进市场准入。

经历过企业债务问题的国家提供了很好的学习案例。首先，政府应该迅速做出应对，以防止其成为系统性问题。其次，需要对债务人与债权人的问题做全盘考虑。仅仅清除银行资产负债上的不良贷款，提高银行资本水平，或是允许公司破产而不考虑银行资本情况均不足以重振经济。最后，需要解决引起目前债务问题的企业和银行系统的治理问题以避免再次陷入不良贷款循环。

文章依次描述了中国债务现状并分析了中国的信贷增长；讨论了信贷快速增长的根本原因，强调了政策和市场扭曲在其中扮演的角色；给出了解决问题的方案；讨论了各种支持性政策，包括减轻交易成本的财政支持；展示了增长率不变模型和更具可持续性改革假设下的两种宏观场景；并总结。

中国经济正处于再平衡时期，信贷的快速增长成为焦点。全球金融危机以来，中国经常账户顺差下降，外部需求对 GDP 增长

的支撑有所减弱。国内需求已成为推动经济增长的新引擎，然而目前中国内需高度依赖于信贷扩张，并且信贷增速依然活跃。一些

“中国观察者”认为这种信贷增长是良性的，是将中国高储蓄转变为投资的表现，并且由于投资能够带来增长和盈利，因此目前的增长模式是可持续的。另外，他们认为信贷快速扩张与中国现阶段发展所需要的金融深化是一致的。另一些观察者则对此持怀疑态度，他们指出信贷膨胀给全国带来严重的经济后果，一些行业存在产能过剩，而公司部门盈利恶化。这些都意味着中国存在资本错配现象，目前的增长模式不可持续，并且中国将不得不面对严峻的债务积压问题。

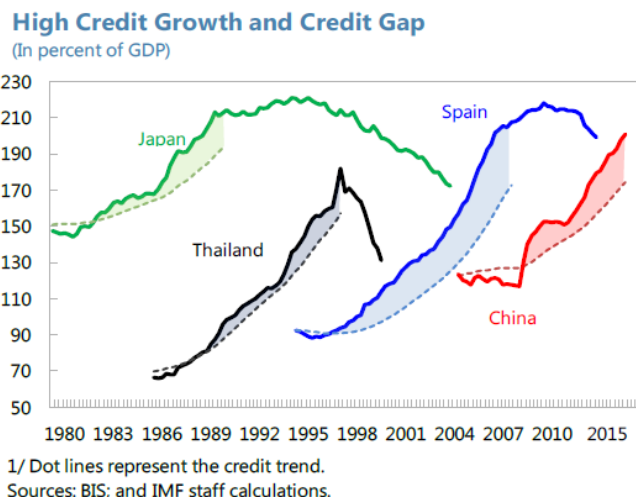
信贷快速扩张引起的风险正在积聚。信贷是增加企业投资的主要资金来源。投资会增加产能，但效率才是决定信贷扩张是否可持续的关键。在中国，信贷推动了建设潮，导致了房地产市场的过量库存和上游产业的产能过剩。从宏观层面看，投资和信贷的效率已然下降；从微观层面看，企业的财务状况在不断下滑，这将导致银行资产质量的恶化。从国际比较来看，中国的信贷增速也是非常快的。全国经验表明信贷快速扩张将增加破坏性调整的风险，调整可能是指银行业危机，或增长快速下滑，或两者兼具。

中国信贷问题的严重性

全球金融危机之后，为了应对贸易萎缩以及危机的溢出效应，中国制定了刺激内需的政策，造成中国信贷规模急剧攀升。2009至2015年间，中国信贷年均增速为20%，显著高于名义GDP增速以及历史信贷增长的趋势，私人非金融信贷（包括地方政府融资平台）占GDP的比例在这期间从约150%上升至200%以上。中国过快的信贷增长导致了巨大的“信贷缺口”（Credit Gap）¹。截

至2016年第一季度，中国“信贷缺口”高达30%，而西班牙、泰国和日本这些国家在其“信贷缺口”达到峰值后都经历了金融危机和去杠杆的阵痛（图1）。

图1 高信贷增速与信贷缺口



注：虚线为信贷与GDP比值的长期趋势，虚线与实现之间的阴影部分为信贷缺口。

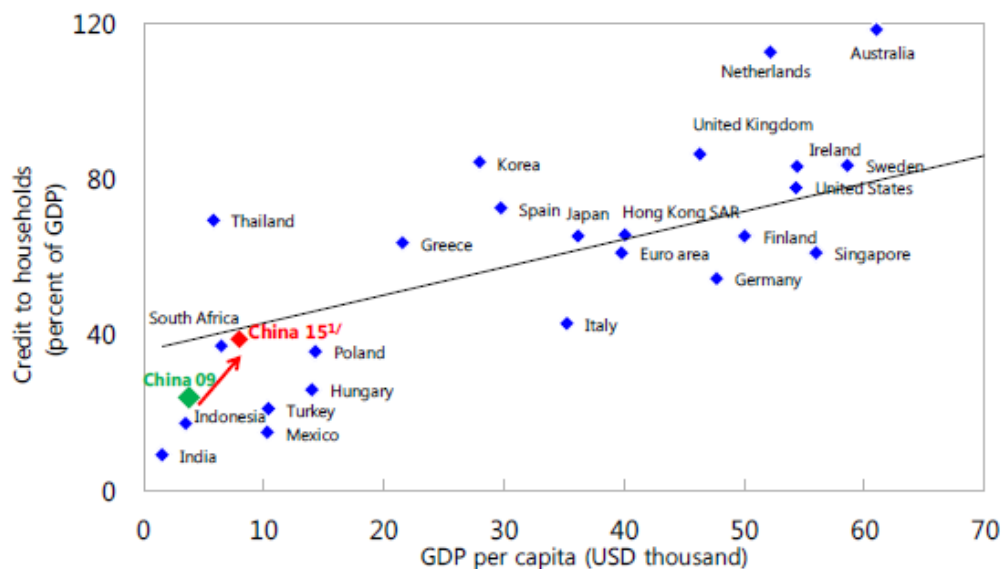
中国信贷规模占GDP的比例与其他处于相似发展阶段的国家相比要高出很多，这意味着中国的信贷增长超过了正常金融深化过程中应有的速度。中国的家庭信贷与处在同一发展阶段的国家保持一致（图2），而企业部门则是中国过量信用创造的主要驱动者。企业信贷占GDP比例远远高于其他新兴经济体，甚至超过发达国家的平均水平，并且仍在快速增长（图3）。

¹信贷缺口：国际清算银行（BIS）对于信贷占GDP比例与其长期趋势偏离程度的衡量。

图2 中国家庭信贷与类似发展阶段的国家保持一致

Credit to Households in Line with Peers

(Selected economies, 2014)



1/ Data is in 2015Q3.

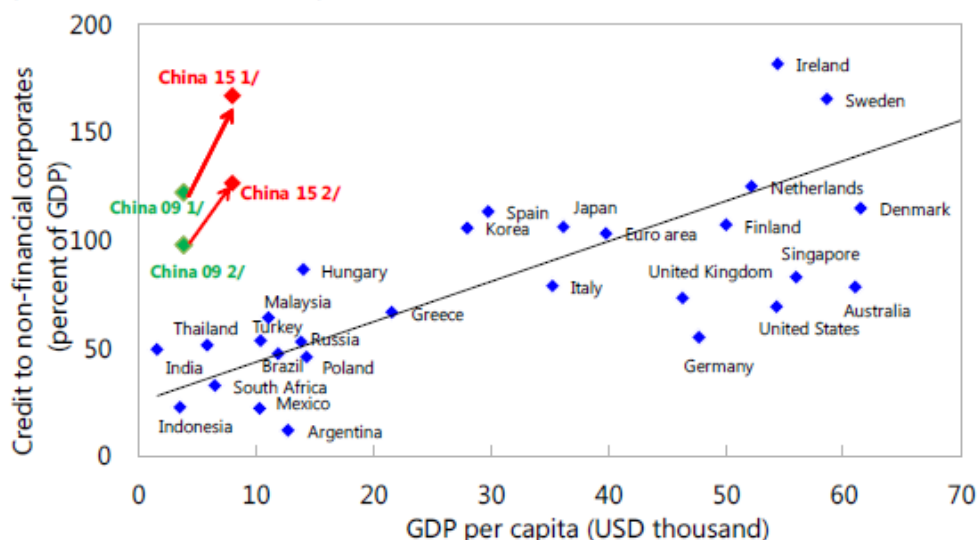
Sources: Bank for International Settlements (BIS); IMF *World Economic Outlook*; and IMF staff calculations.

注：横轴为人均 GDP（单位为千美元），纵轴为家庭信贷占 GDP 比例。

图3 中国非金融企业信贷远超其他国家

Credit to Nonfinancial Corporates much Higher

(Selected economies, 2014)



Sources: Bank for International Settlements (BIS); and IMF staff estimates.

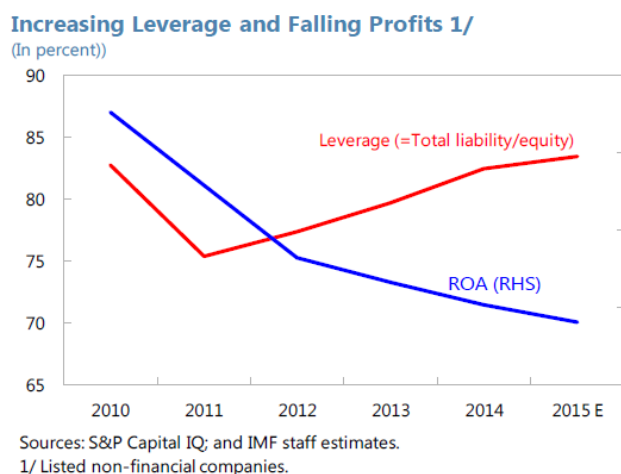
1/ Calculated as total social financing minus equity and household loans.

2/ Calculated as total social financing minus equity, LGFV borrowing and household loans.

注：横轴为人均 GDP（单位为千美元），纵轴为非金融企业信贷占 GDP 比例。

巨量信贷导致企业部门的财务状况不断恶化。在 2010 至 2011 年经历了短暂的去杠杆之后，企业部门的杠杆率逐渐攀升，与之伴随的则是企业盈利能力的下降（图 4）。两者叠加造成企业部门的偿债能力不断下滑，债务对息税前利润（EBIT）的倍数逐渐升高，而企业利息备付率（Interest Coverage Ratio，ICR=EBIT/利息）的下降则意味着企业利润对于债务利息的覆盖越来越勉强（图 5）。

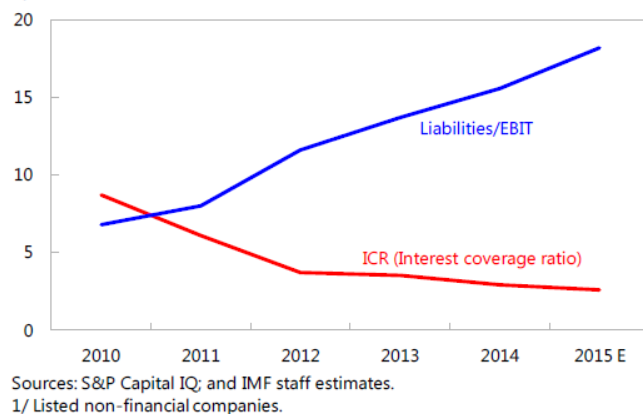
图 4 中国企业部门杠杆率上升、盈利能力下滑



注：基于上市非金融企业的数据，蓝线表示企业部门的盈利能力（右轴），红线表示企业部门的杠杆率（左轴）。

图 5 中国企业部门偿债能力下降

Deterioration in Debt-servicing Capacity 1/
(In percent)

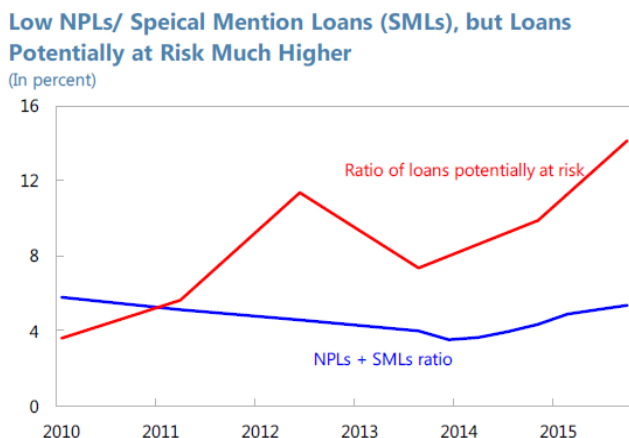


注：基于上市非金融企业的数据，红线表示企业部门的利息备付率的变动趋势，蓝线表示债务利润比的变动趋势。

银行的资产质量也在不断恶化。尽管统计数据显示不良贷款和关注类贷款只是小幅增加，但是通过估计所得的结果却显示情况要严重得多（图 6）：

- 截至 2015 年底，统计所得的不良贷款和关注类贷款占总贷款的比例上升至 5.5% 左右。
- 基于企业数据的估计显示，潜在风险贷款（Loans Potentially at Risk，利息备付率小于 1 的借款人的贷款总额）占商业银行向企业部门贷款总额的 15.5%。如果按照 60% 的亏损率推算，银行这部分贷款的潜在损失相当于 GDP 的 7%。
- 经历信贷危机的经济体样本显示，“信贷缺口”达到峰值后产生的大量潜在风险贷款约占 GDP 的 10.5%，后续贷款核销则达到 GDP 的 5%。

图 6 潜在风险贷款占贷款总额的比例
远高于不良贷款与关注类贷款



注：蓝线表示统计的不良贷款和关注类贷款总量的走势，红线表示潜在风险贷款的走势。

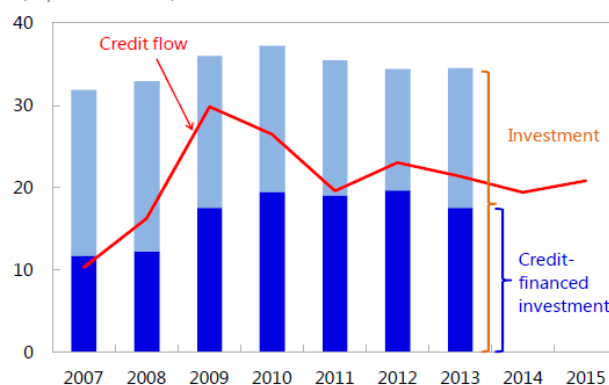
二、信贷飞速膨胀的原因

金融危机之后，政策刺激下的投资增长与企业利润增长并不匹配。由于利润下滑，企业从内部为投资进行融资的空间不断缩小，而中国的高居民储蓄则成为企业进行额外投资的资金来源。通过金融中介，资金从家庭流向企业并最终反映在持续增长的信贷增速上。

事实上，企业信贷的增幅甚至超过了投资所需的金额（图 7）。额外融资导致公司资产负债表进一步扩张，而其具体表现主要为持有更多的现金。虽然其中的缘由难以厘清，但企业对现金的更高需求似乎与长期应付账款的大幅增加同时发生（图 8）。

图 7 潜在风险贷款上升快于统计数据

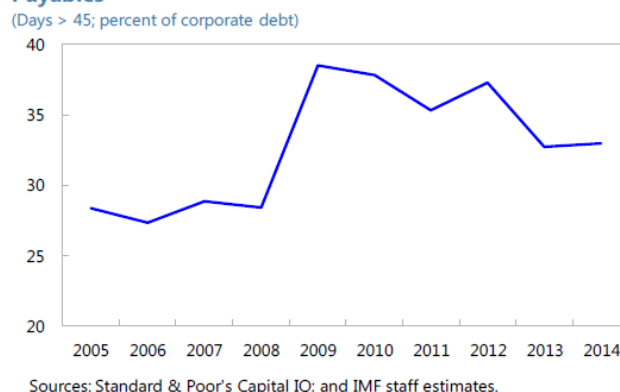
Corporate Credit and Investment
(In percent of GDP)



注：红线为信贷流量，深蓝色柱体为企业通过信贷融资的投资，两者之间的差值为企业额外融资。

图 8 企业对现金的更高需求与长期应付账款的大幅增加同时发生

Borrowing Coincided with the Jump in Long-term Payables

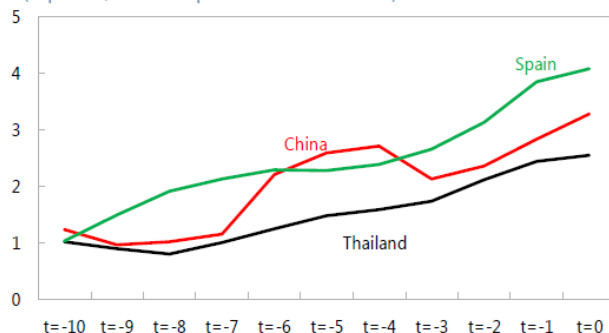


注：蓝线表示超过 45 天的应付账款占公司债务的比例

投资规模的大幅提升削弱了投资效率。从微观层面，这反映在企业日渐衰弱的盈利能力上，而在宏观层面，这反映在资本支出对于经济增长的推动作用在减弱，每单位 GDP 增长所需的新增信贷越来越多（图 9）。令人担忧的是，如西班牙、泰国等经历过债务危机的国家在危机爆发前也存在此类信贷规模与投资效率之间的联动关系。

图9 每单位GDP增长所需新增信贷越来越多

While Credit Intensity Has Increased 1/
(In percent, new credit per unit of additional GDP)



Sources: Bank for International Settlements (BIS); *World Economic Outlook (WEO)*; and IMF staff calculations.

Note: t=0 is the year of peak credit boom.

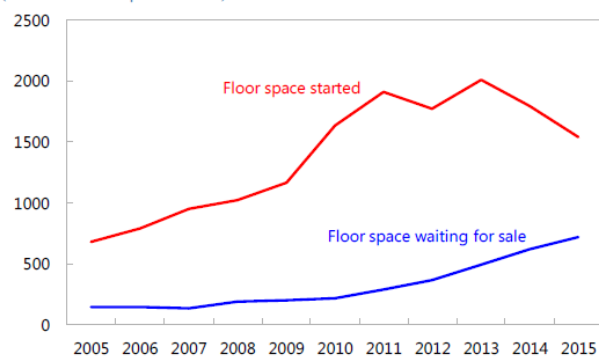
1/ Calculated on a 3-year window.

注：t=0 代表信贷扩张至顶峰的时期。

危机后不平衡的刺激政策导致了低效的信贷分配，基建和房地产投资是信用融资的主要去向。虽然房地产与基建相比更加商业化也因此更为高效，但其中非市场导向的国企或与地方政府紧密联系的企业可能产生过度建设和大量房地产库存积压的情况（图10）。受刺激驱动的建设热潮同样带动了上游产业如钢铁、水泥和煤炭等的迅猛发展。但随着建设活动逐渐放缓，这些产业都面临着产能过剩的问题（图11）。对企业而言，低效扩张的结果就是不得不承受高昂的债务负担，其中房地产、制造业、零售与批发、采矿业以及钢铁行业都是债务风险最大的几个部门。

图10 过度建设导致房产过剩

Booming Construction Has Left Real Estate with Overhang
(In thousand of square meters)

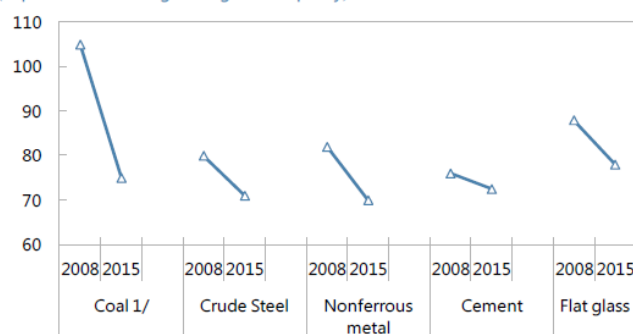


Source: CEIC Data Company Ltd.; and IMF staff calculations.

注：红线代表建筑开工面积，蓝线代表待售建筑面积，均以千平方米计算。

图11 各原材料的产能利用率下降

Capacity Utilization across Sectors
(In percent of total legal designated capacity)



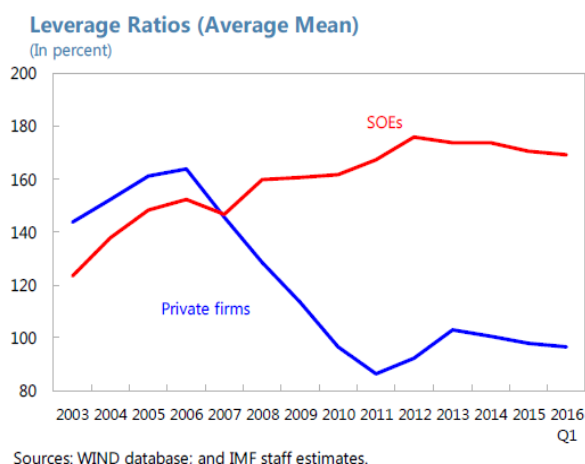
Sources: European Chamber of Commerce, Goldman Sachs, and staff estimates.

1/ Coal capacity exceed 100 percent because coal mines produced over legal designated capacity level in earlier years.

注：左起为煤炭、粗钢、有色金属、水泥、平板玻璃的产能利用率。

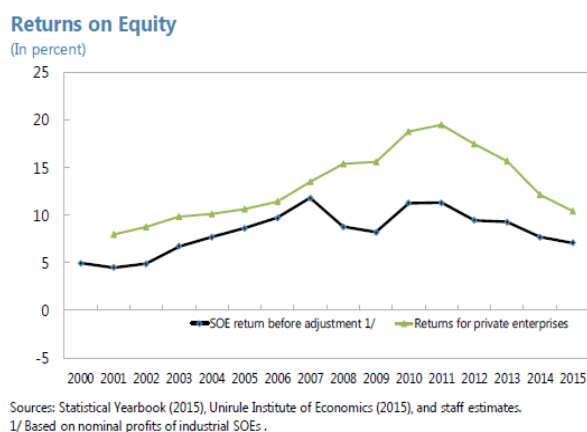
另外，危机后国有企业成为中央和地方政府用于应对增长放缓的关键政策工具。这些企业大多集中在资源密集型产业，并部分作为政策驱动投资的“导管”。相较于私营企业，国企的杠杆率更高而利润率更低（图12、13）。

图 12 私企的杠杆率低于国企



注：红线为国有企业杠杆率，蓝线为民营企业杠杆率。

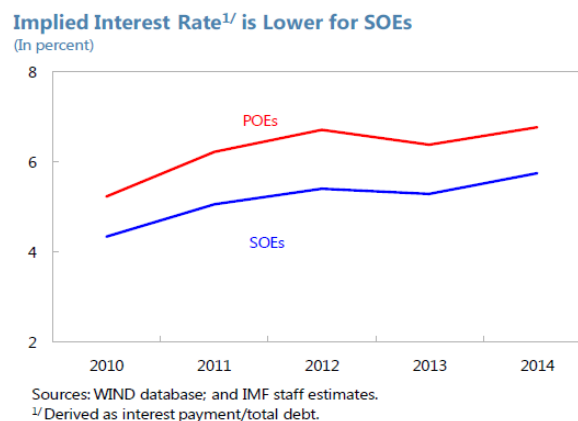
图 13 私企的股本回报率高于国企



注：蓝线为国企股本回报率，绿线为私企股本回报率。

企业的软预算约束与信贷资源的低效分配也有关系。国企在促进投资上的政策角色通过融资优先权被放大，而大量的土地抵押和政府隐性担保则进一步稳固了这种优先权。除了发展产业的政策目的之外，对社会与金融稳定的考量也导致政府延伸其隐形担保的范围，在战略上或社会上具有重要意义的大型私人企业也被包含其中。一旦拥有融资优先权和政府隐形担保，企业的信用评级就会上升 2-3 个等级，而借款成本下降

约 0.5-1 个百分点。与投资回报和风险不相匹配的借贷成本以及融资的便利性共同导致了资源分配的扭曲与低效（图 14）。

图 14 国企的隐含利率²低于私企

注：红线为私企隐含利率，蓝色为国企隐含利率。

三、信贷问题的出路

（一）、政府计划

中国政府已经充分意识到信贷问题的严重性，并在“十三五规划”中制定了一系列的解决方案。

中国政府宣布煤炭、钢铁去产能目标：未来 3-5 年减少现有产能的 10%-15%，建立规模为 1000 亿元人民币的转向奖补资金用于化解因去产能而受影响的 180 万职工安置。

国有资产监督管理委员会（SASAC）决定用三年时间基本完成 345 户大中型“僵尸企业”的市场出清。

2016 年，针对部分国有企业的十个试点计划已经启动。（包括落实董事会职权试点、市场化选聘经营管理者试点、推行职业经理人制度试点、企业薪酬分配差异化改革试点、国有资本投资运营公司试点、中央企业兼并

²隐含利率（Implied interest rate）：利息支付与总债务的比值（Interest payment/Total debt）。

重组试点、部分重要领域混合所有制改革试点、混合所有制企业员工持股试点、国有企业信息公开工作试点、剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题试点。)

然而这些措施忽视了以下三方面问题：首先，有选择性地进行业务重组是不够的。目前重组仅侧重于煤炭与钢铁，并未覆盖金融体系内的关联损失，也未覆盖实体经济中的其他部门。其次，国企改革并未均匀实施。由于中国政府层级关系复杂，央企的改革进展缓慢。改革是否会大幅改善资源配置也是个问题，因为改革既要加强市场纪律，又要保持国家对主要决策的领导权，当政府作为管理者却追逐非经济目的时，这两个目标是不一致的。最后，中国还未出台综合性方案以推动改善企业的财务纪律。企业债务的解决方案目前都是基于个案，逐案处理，这对促进企业重组的影响较小。此外，政府对国企可以随意干预，政府也尚未提供一个有效机制来强化国企的预算约束。

（二）、全面战略

中国在 90 年代的经验以及国际在金融危机后的经验都表明，解决系统性企业债务问题需要一套全面且前瞻性的战略方案。该方案需具备以下几大要素：

明确政府扮演的角色

快速而有效地防范企业债务变成系统性问题是至关重要的，因此高层决策应停止对低效且财务脆弱的企业注资，应致力于加强公司治理、减轻社会成本，并接受短期经济增长下滑的可能性。这些决策应充分反映在包括国有企业、地方政府、金融监管者在内所有相关公共机构的协调行动中。

在企业重组方面，政府所参与的程度取决于重组是由市场自行决定债务分担的性质、范围和条款等还是由政府统一安排。两者各有利弊，基于市场的方案容易出现协调

失灵的情况，而由政府统一安排则可能产生道德风险。就中国国情而言，折中的方案或更为适合，高层决策应当与市场力量相结合。政府可以通过配备人员精良的高级别小组并对其政策制定、决策机制以及市场沟通建立清晰的准则来发挥更积极的作用，同时应允许市场力量在公司和银行激励中起更多决定性因素。

区分财务困难公司

面临债务偿还困难的公司应该被分为“可维持”与“不可维持”两类：对前者进行重组，后者则应被清算。具体实施可以由银行或具有法律、政治效力的独立实体来执行。

通常情况下，银行是评估企业财务实力的最佳人选，但国有金融机构与国有企业之间千丝万缕的关系可能形成阻碍。通过建立一个拥有足够政治力量的独立实体，包含如中国人民银行（PBOC）、中国银行业监督管理委员会（CBRC）、中国证券监督管理委员会（CSRC）、国有资产监督管理委员会（SASAC）等监管机构的代表及债权人来执行分类，识别薄弱企业不失为好的选择。

识别损失，财务重组

监管部门应该敦促金融机构（包括非银行金融机构）主动识别、管理受损资产。损失确认后，可以使用诸如债转股、不良贷款证券化、出售给资产管理公司（AMC）等手段处理受损资产。

债务分担

完全确认受损资产可能导致巨大损失。决策者需要对不同银行、公司、投资者设立恰当的索赔等级，必要时可动用政府资金，并应充分考虑道德风险、偿还能力以及社会影响。

银行：2016 年 4 月 IMF 发布的《金融稳定报告》对企业贷款的潜在损失做出的估计约为 GDP 的 7%。在处理企业重组过程中

的潜在损失时，部分银行可能会动用公共资本进行资本重组。与过去向资产管理公司高价转移资产不同，公共支持应当公开透明，从而促进财务纪律。未来，需制定有效的职能决议框架来改善财务纪律。

企业部门：企业部门的损失分配同样应当透明以规避道德风险，但仍需考虑到国企履行社会、政治职能的成本（去除各种形式的支持，如隐性政府担保）。未来，这些职能应该被终止或从国企分离出去，并通过加强预算限制提高资源利用效率。

金融产品：金融产品（尤其是‘影子银行’产品）应取消隐性政府担保。虽然债券市场上出现的几个“接近”违约的案子最后都通过国家干预画上了句号，利差也依旧处于历史低位，但市场对此的反应已出现微妙变化。投资者不应该因为产品违约而获得纾困。

公司治理

公司治理改革至关重要。企业部门（尤其是国有企业）的投融资行为是其自身脆弱的主因。为防止信贷进一步错配、造成损失，改革势在必行。虽然公司治理改革已覆盖许多内容（所有权、披露、内部管理规则等），但如果不断加强预算约束，单凭治理改革是不够的。

此外，企业重组成功还需要额外的政策支持如：

1) 加强法律框架，改善处置破产程序

的相关法律制度和体制框架；

2) 减少对近期增长、就业的影响。企业重组会造成短期经济损失，但最终会产生新的经济活动与岗位，抵消损失。这一过程的顺利过渡需要支持性机制（如加强社会安全网、开展培训、减少居民迁徙限制等）；

3) 促进市场准入。通过降低潜在竞争对手的进入门槛，消除垄断，使市场更具竞争性；

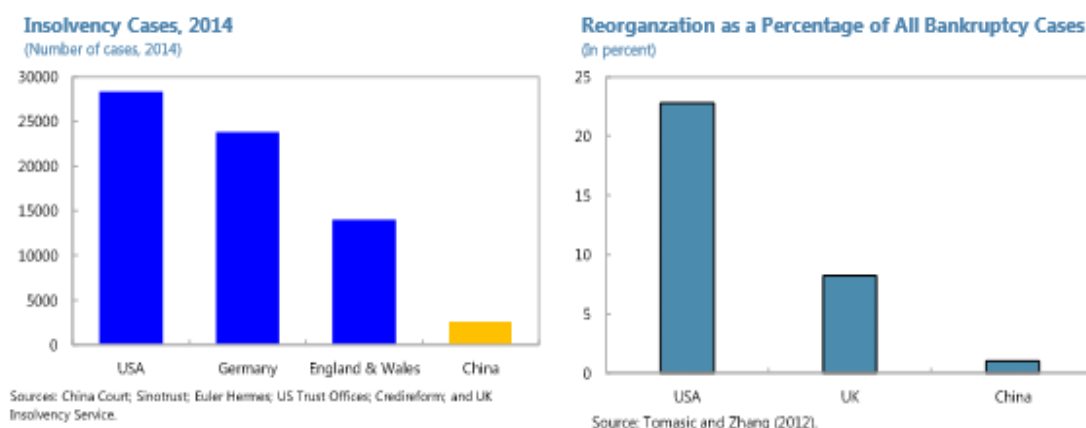
4) 改善地方政府财政纪律。地方政府进行预算外借款所用的地方政府融资工具名义上属于公司部门，但事实上属于公共部门。预算法需要对业务规则进行补充，并对政府间财政制度进行重新审查。而债券市场需要统一、透明、有效的监管，执行严格的财务报告和信息披露，以及更独立的信用风险评估。

四、解决债务问题的配套措施

（一）、完善法律框架

企业破产的法律框架没有明显偏离最佳国际惯例。破产程序导向清算或重组，它依赖法院的干预以及破产管理人（或由不同政府部门官员组成的“清算委员会”）。债权人在这一过程中发挥的作用相对较小，但法律规定破产程序的结果由债权人决定。

图 15 各国破产案例数量及重组占所有破产案件的百分比



然而，企业破产法的适用范围非常有限。对于中国经济的规模而言，破产案例数量极少（图 15）。自 2007 年法律生效以来，尽管经济条件恶化，此数据却一直下降，企业重组甚至更少。然而，另有 100-250 家企业预计停业，其中许多企业采取取消注册和营业执照的方式。破产程序的有限性受到多种因素影响：

对债务人的消极影响——破产程序可能会增加董事或官员的负担。此外，法院要求债务人提出为所有参与工人的情况提供解决办法的计划。为了避免这种情况，债务人拒绝提出破产申请或使用关联债权人启动破产程序。

债权人的障碍——关于破产开端标准的定义很宽松，并且很难证明企业是否有足够的资产偿还债务。更重要的是，债权人尤其是重要企业的债权人不愿提出破产申请。

法院的迟疑——法院常常无视破产申请。司法机构可能缺乏必要的独立性来采取行动。影响上市公司的破产案件需要最高人民法院的许可，相关省级政府和中国证监会的批准。

解决方案不一定符合法律——重组计划往往被很快地准备和采用，谈判计划经常在医院程序之外进行。内部人员可以投票和

决定是否采用重组计划和组成，而这会影响内部债权人和股东的收益。

机构能力薄弱——法院在破产制度中担任核心角色，但人民法院缺乏专业性、相关能力和独立性。此外，破产尚未专业化。法院和破产管理人在此过程中的决定往往承受着外部压力。

长期目标是改善处理破产的法律制度和体制框架。但在大规模和快速重组方面，现有框架仍需法院外的机制来补充。为了实现这一目标，需要在以下领域进行系统性改进：

进一步的法律变更——在许多条款中，特别在规范对内部人员影响的保障措施方面，法律将更加清晰和详细。法律应该分辨出可以快速确认先前谈判的重组计划的可能性。破产和债务重组的税收中立态度将有助于更有效的重组过程。

制度改革——建立一个强有力和独立的司法机构，专门从事商业事务。破产管理人需要发展成为一个更强有力的职业，并有一套明确的规则和行为准则。

庭外债务重组应与司法系统相关联，以提高其效力——重组协议可以由法院确认或提出质疑法律规定的原因。所有确认案件均可分配给少数法院，以此为法官的能力和

专业化建设提供更好的机会。

（二）、缓和过渡

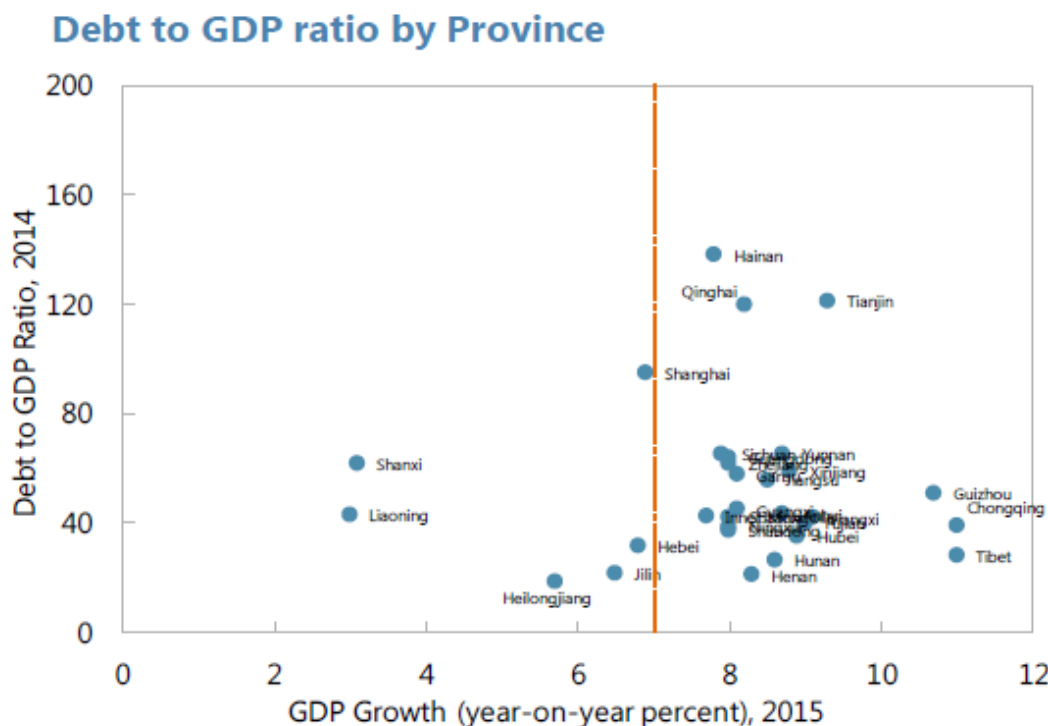
政府计划重组产能过剩行业里的亏损企业。由于高杠杆公司不成比例地存在于产能过剩部门，因此关闭企业和裁员可能需要成为全面战略的一部分。中国政府确定了钢铁，煤矿，水泥，造船，铝和平板玻璃六个部门亏损企业的份额占 20-40%。

公司重组的总成本很大，但尚可掌控（附录七）。所有亏损企业从风险部门退出将导致大约 800 万工人（占总就业人数的 1%）失业，其中 280 万工人来自六个产能过剩行业，500 万工人来自劳动密集型建筑行业。与企业退出相关的直接产出损失约为 GDP 的 1.9%；但考虑到部门间联系和对消费的第二轮影响，总体产出损失可能增加到

GDP 的 2.5%。但由于调整可能需要时间，流离失所的工人将逐渐被纳入新的部门，对经济的净影响将会逐年下降。据估算，GDP 在 2016 的损失约为 0.6%，2017 年为 0.2%，2018 年将接近零。

某些地区的经济成本特别高，各省的产出损失和就业减少分布不均，这恰恰反映了他们脆弱的产业结构。例如，大约三分之二的煤炭行业裁员发生在山西，陕西和内蒙古。对于山西省而言，由于煤炭和钢铁工业是支柱产业，与重组相关的产出损失将占省 GDP 的 33%。尽管 2015 年 GDP 总增长率已经降至 7% 以下，但许多省份的增长率仍然保持强劲势头（达到 8% 或更高，部分由于服务业的蓬勃发展）。

图 16 各省份债务占 GDP 比例



Sources: CEIC Data Company Ltd.; and IMF staff estimates.

总而言之，调整成本将小于上一轮重组

浪潮。在 1998 - 2002 年的重组和私有化浪

潮中，有 2200 万工人被解雇，50% 的银行贷款被核销。这轮结构调整是在经济放缓的背景下进行的。

对下岗职工的政策支持有助于减轻社会性担忧，并有利于进一步改善宏观经济环境：

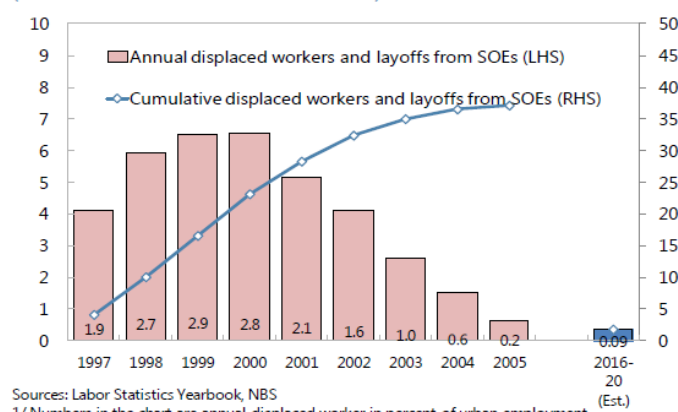
解决现有社会安全网的弱点——失业保险制度由市政府管理，这限制了其规模，并使之呈碎片化。这限制了该制度的保险功能，并阻碍了劳动力市场的运作（通过限制其流动性）。没有居留许可的移动型工人（2.75 亿人，约占 2014 年全国人口的 20%）通常不在保险范围之内。因此，保险对城市员工的覆盖率一直很低（约为 45%）。

劳动力调动基金（LRF）——LRF 可以为流离失所的工人提供过渡性收入支持，并通过重新部署，帮助那些有针对性的劳动力迅速恢复就业。政府也呼吁对 LRF 设计采用通用的多部门方法，以确保部门和区域之间的平等待遇，并降低成本。

支持流离失所的人员比支持其他类型的失业更昂贵——这些人员的失业时长平均为 17 个月，工资损失巨大。这些结果可用来估算支持流离失所人员的潜在财政成本：存在于产能过剩部门的流失员工达 280 万人，财政成本约为 3000 亿元人民币；如果包括下岗建筑工人在内，财政成本将上升到 8,500 亿元（占 GDP 的 1.2%）。

图 17 上世纪 90 年代末的国有企业改革裁员

Layoffs from the Previous SOE Reform in late 1990s
(in million of workers unless otherwise stated)



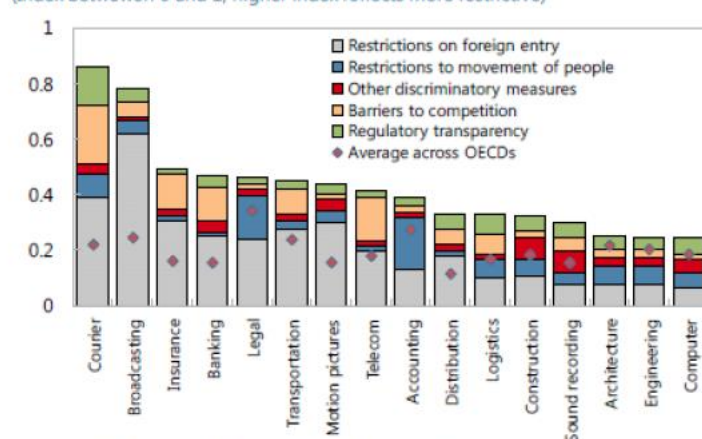
（三）、促进市场准入

成功的重组需要新的和效率更高的公司加入。国家主导的服务行业的市场准入比经合组织经济体（OECD）更加严格。通过减少市场准入障碍，削减除服务（特别是电信和医疗保健）和公用事业（电力，燃气和水）方面的垄断，市场会更具竞争性。允许打破行政垄断以及推动中小型企业的发展将促进竞争和增长。

图 18 开放服务业的空间

Room to Open up Services Sector

(Index between 0 and 1; higher index reflects more restrictive)



（四）、加强地方政府的财政纪律

实际上，企业贷款的一个重要部分是为

预算以外的财政支出提供资金。金融危机后，预算外的地方政府借款大幅度增加。由于地方政府明确不允许贷款，因此由地方政府的融资平台承担这些借款。这些贷款通常为基础设施项目提供资金，而偿还则依靠地方政府的未来款项支付（例如以服务费形式）。由于这种业务的财政属性，地方政府融资平台支出的“增加”赤字从约为 GDP 的 4%（2008 年之前）上升到 10%（2015 年）。

垂直性财政不平衡和对地方政府的激励驱动了贷款。1994 年的财政改革大幅减少了地方政府的财政收入，却没有任何关于支出责任的重大变化。金融危机之前，由此产生的财政缺口由中央政府转移支付。但自 2008-09 年以来，本地支出一直是转移支付，而资金匹配机制是额外的借款激励。中央政府转移支付（2015 年超过 40%）的大部分是以“专项转移支付”的形式存在，在地方政府提供配套资金的条件下提供部分融资。由于配套资金通常难以筹集，它通常由额外贷款资助。

图 19 地方政府收入与支出

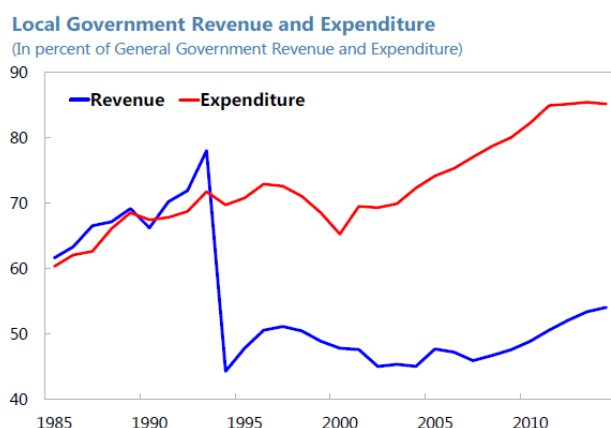
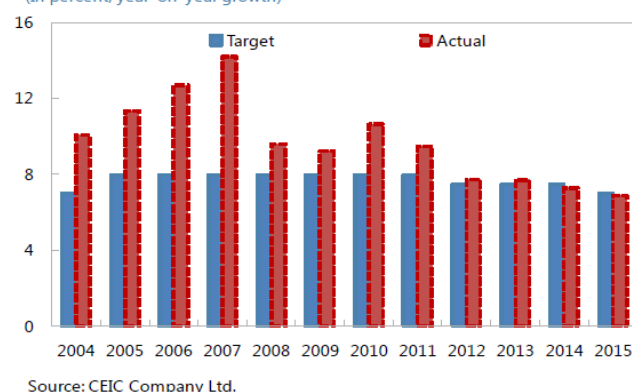
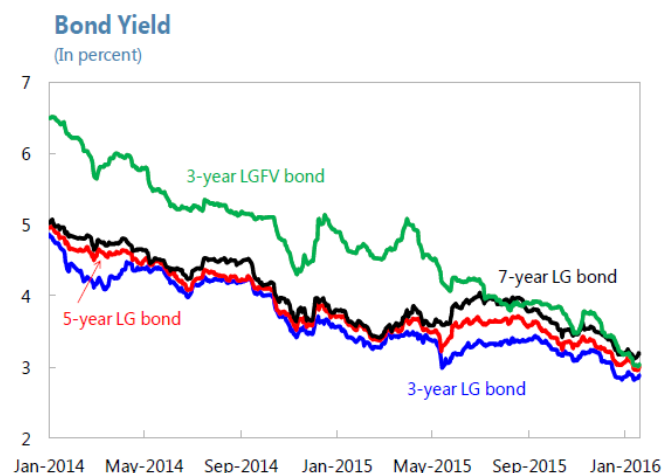


图 20 GDP 增长：目标与实际

GDP Growth: Target vs. Actual
(In percent, year-on-year growth)

为了解决债务存量问题，政府根据新预算法发起了债券互换计划。根据该计划，从 2015 年开始，各种现有地方政府负债（主要是地方平台贷款）将在 3 - 4 年内转为地方政府债券。约 14 万亿的现有地方政府融资借款已被确认为地方政府的明确债务，其中 3.2 万亿元已于 2015 年底转换为地方政府债券。这将降低融资成本并提高地方政府的透明度。

图 21 地方政府债券收益率下降



新的预算法还加强了对地方政府财政的监督。2015 年预算法允许所有省级政府发行地方政府债券，但必须由全国人民代表大会批准。这将使地方政府融资更为开放、标准化和透明。新预算法还为发行债券的政府

提供了预警系统和强制性信用评级，但它需要辅以处理地方破产的规则。2014 年 10 月，国务院发布的第 43 号文件要求：在违约的情况下划清地方政府和债权人的责任。这将推动地方政府对破产成本的预期，并将缓解地方贷款的低效性和道德风险。

当前的政府间财政制度也需要重新审查，特别是中国应该确保地方政府有足够的税收能力以及拥有稳定的税收来源来解决他们的巨额支出。理想的税收工具是基于价值的经常性财产税；市场和公众问责制（居民和纳税人应熟悉服务质量）将比从中央政府自上而下的传递更好地确保资源的最佳利用。

五、从情景比较看中国信贷问题发展

根据 IMF 的假设，中国非金融私人部门债务轨迹可分为两类：“旧增长”模型（old growth model）和“主动”情景（proactive scenario）。

旧增长模型

现有增长模型下，增长主要依靠大量投资和信贷，效率低下。软预算约束导致资源进一步错配。这种情景下，由于投资效率持续低下，增长在中期内呈缓和态势。通胀（尤其是产能过剩部门）保持低位。“常青贷款”（evergreening of loans）往往会取代债务核销（write-offs）。

这种模式不可持续。由于准公共部门投

资和信贷的高速增长，短期经济增长仍然很高。相较于主动情景，旧增长模型中的产出增长在短期内更高。但由于效率低下，同样的贷款所产生的增长会越来越少，全要素增长会进一步减缓。到 2021 年，增长会放缓至 5%，信贷/GDP 比会从 2015 年的 160% 上升至 2021 年的 210%。此外，这种情景下金融危机和破坏性调整的可能性会提高，增长会下降到 3%。

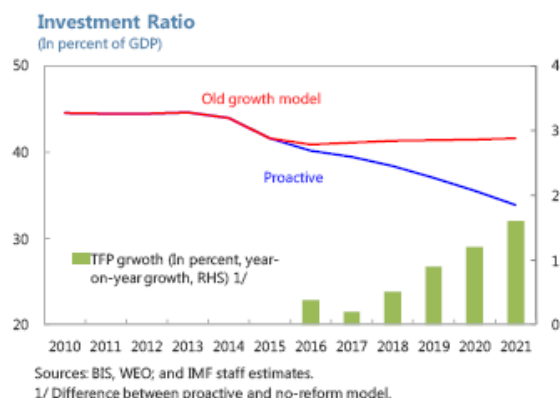
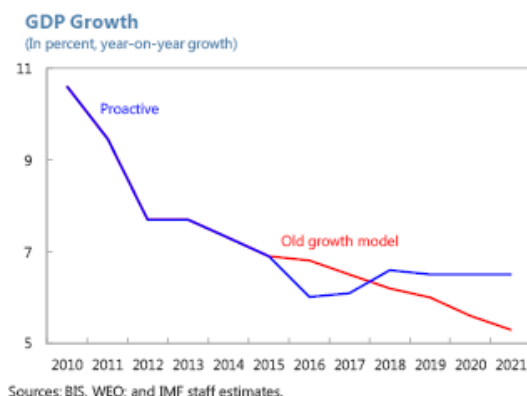
主动情景

此情景假定：企业债务全面重组，效率提高。债务核销和银行资本重组使得银行可以将贷款转移到更有利可图的部门。以企业重组为形式的结构改革和加强预算约束能改善财政资源被分配至低效部门的情况。如此一来，新贷款效率提升，信贷强度下降，增长将不再过于依赖信贷。

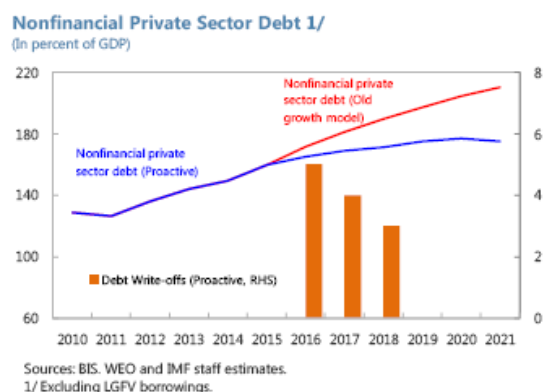
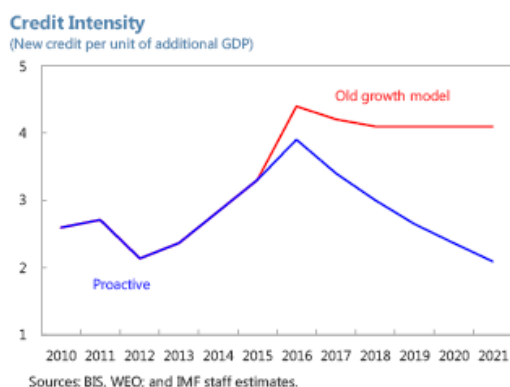
主动型策略的短期成本将被长期的获利抵消。短期成本包括员工下岗，消费受挫，投资下降。但长远来看，资产负债表会得到改善，投资分配效率提高，下岗员工能进入生产效率更高的部门，最终潜在增长被提升。模拟显示，主动情景下增长在 2017 年将暂时下降至 6%（如果排除一些假定是高质量的财政刺激，则会是 5.5%），但中期会回升至 6.5%。同时，信贷/GDP 比例在短期会趋于稳定，中期会逐渐下降到更可持续的水平（图 22）。

图 22 与旧增长模型相比，主动情景下各指数表现更优

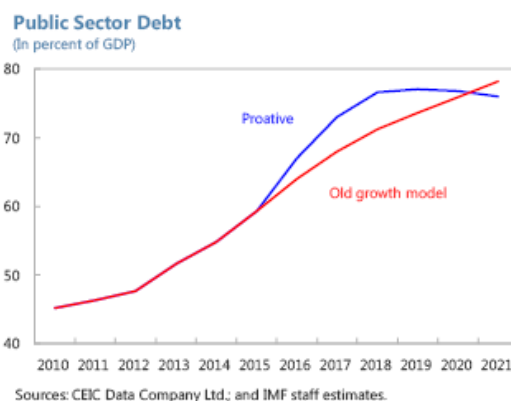
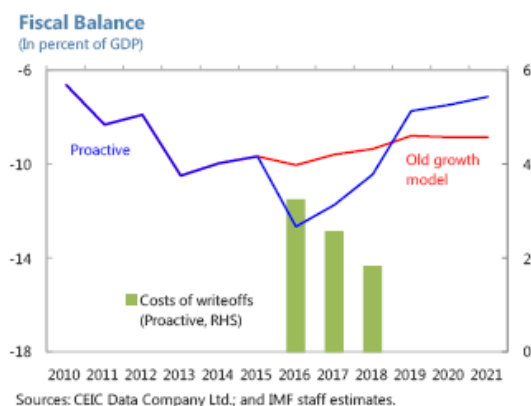
主动情景下：增长稳定在更强劲的水平，投资强度下滑



信贷强度更低，债务动态更稳定



财政平衡调整更迅速，公共部门债务更稳定



为防止无序调整，政策缓冲必不可少。比如，对银行进行资本重组；向下岗工人提供消费方面的社会保障。目前的财政空间足以承担这些政策所需的财政成本。而且，这种主动型策略会催生比旧增长模型更佳的债务结构。

六、结论

近年来，中国企业债增长迅速。国际经验表明，类似规模的信贷暴涨会导致增长放缓，并伴随破坏性调整的风险。金融危机后企业部门投资的大幅上升是中国信贷繁荣现状的主因。投资效率下降，企业财务状况进一步恶化，均影响了金融机构的资产质量。

据估算，截至 2015 年底，潜在的风险债务达到企业贷款组合总额的 15.5%，所造成的潜在损失约占 GDP 的 7%。

中国政府已经意识到上述问题的严重性，但仍然在寻求一套更综合的方案。当前的方法是选择性地处理产能过剩问题（没有涉及财政问题）。运营和财务重组似乎都依赖于兼并收购，但这不足以改善财务纪律。

如果处理及时，即便风险高，情况仍可掌控。问题是：中国的最佳应对时机稍纵即逝。我们认为主动且全面的方案依赖几个相互关联的要素：识别财务困难的公司；主动确认金融系统的损失；责任分担；企业重组与治理改革；强化预算约束。政策支持不可

或缺，包括加强法律和制度框架，支持下岗工人，促进市场准入，改革地方政府财政。如此，该战略将使得中国可以降低杠杆，控制脆弱性，并在中期内重返强劲且可持续的增长道路。

主动型策略是用短期经济阵痛换取更多的长期利益。短期增长放缓主要是由过度杠杆和产能过剩的行业的产出和就业削减导致。而且，银行的资本重组和对下岗员工的支持会增加短期的财政成本。随着劳动力再分配至高生产率部门（部分是服务业），产出和就业也会相应上升。

