

# 高度关注企业债务上升风险

张莱楠

作为一个新兴市场,中国债券市场正经历前所未有的高速增长时期,《亚洲债券监测》报告显示,中国已发行债券已占到新兴东亚市场债券规模的一半以上,而中国的企业债市场更是异常繁荣,然而,在繁荣的背后,风险也在一步步地临近。根据亚洲开发银行刚刚发布的《亚洲债券监测》报告,截至今年9月底,报告覆盖的地区本币债券市场规模达到6.2万亿美元,中国已发行债券3.7万亿美元,占到了新兴东亚地区总规模的50%以上,其中,政府债券为17万亿美元人民币(约2.7万亿美元),企业债为近6万亿美元人民币(约1万亿美元)。在最大的30家企业债发行机构中,23家为国有企业,其中前十大企业债发行机构均为国有企业,成为发债的主力。

从资产负债表的角来看,近十年

来中国全社会的债务率(杠杆率)已经上升了40个百分点,包括政府、居民、企业以及金融机构在内的不同部门债务率都处于上升阶段,而这其中企业债务率上升速度非常快,并构成了中国资产负债表的显著特色。

2008年中国出台了一系列经济刺激计划,随着银行信贷规模扩张以及投资加速,经济出现了强劲反弹,但由此引发的企业杠杆率(债务率)也开始持续上升,特别是今年以来,企业利润增速全面下滑,亏损面不断扩大导致企业账款拖欠现象严重、账款构成比例上升、账款周转率下降等风险开始显露。截至9月末,规模以上工业企业应收账款81595亿元,同比增长16.5%,应收账款回收和资金回笼困难,许多企业不得不通过增加负债来弥补资金缺口,这又使得企业债务率出现进一步上升。

根据GK Dragonomics数据统计,中国企业债务总量从去年占国内生

产总值(GDP)的108%上升至2012年的122%,创出近15年新高。而社科院发布的《中国主权资产负债表及其风险评估》中也表明,中国非金融企业整体负债率已经处于过高水平,企业负债占GDP的比例高达105%,不仅高于日本、美国、意大利,甚至接近于英国、法国,而经济合作与发展组织国家的经验显示,这一比例达到90%就会积聚较大的风险。

企业高负债率犹如在钢丝上行走,特别是在宏观经济波动时期,企业的偿债困难将导致银行不良资产出现问题,甚至波及整个金融体系和国民经济。根据Wind资讯的统计显示,第三季度上市公司实现营业收入约6万亿元,同比增长6.2%;实现净利润约4760.1亿元,同比下降2.6%。环比数据显示,净利润更是环比大幅下降8.2%。在全部2493家公司中,第三季度出现亏损的公司有423家,占比为17%,而去年同期这一比例为13.7%;出现业绩同比下降的公司有1165家,占比49.1%,比去年同期的36.7%上升了12.4个百分点。如果分行业看,房产企业的资产负债率大概是70%,五大电力集团的负债率现在超过80%,铁道部的负债率超过60%,光伏制造业企业负债率都超过90%。由于银行会计计提更多的坏账准备来应对企业可能收不回的应收账款,而其中一向为贷款大户的钢铁、电力、制造、地产相关产业恰恰是此次坏账准备增加的“重灾区”,这势必影响银行的资产质量和长期的拨备覆盖。事实上,

银监会数据已经显示,目前不良余额已较年初增加同比增长16.4%,不良贷款率出现扩散态势。

尽管当前我国企业负债风险还未到不可控制的边缘,但我们更需警示的是未来可能发生的风险隐患。央行数据显示,今年前10月社会融资规模为13.02万亿元人民币,比上年同期多出2.42万亿元,企业债券净融资2992亿元,同比多1353亿元,特别是国有企业资程度高、又往往是地方政府融资平台的先头部队,因此成为债务融资的主力。

然而,问题在于国有企业大部分上马的都是“失项目”、“失工程”,投资回报的周期相对较长,而银行信贷的期限较短,存在期限不匹配的问题,近两年快速增长的信贷,未来很快迎来偿债的高峰,部分高负债的企业可能面临资金链紧张甚至断裂的风险。此外,由于部分国企存在政府担保,这意味着一旦企业出现偿付问题就不可避免直接推升政府的实际债务水平。

我们必须认识到,债务的本质是对信用的过度透支,高债务无论对于哪一个国家都是跨不过去“悬崖”。因此,降低投资和信贷冲动,加快企业和产业转型,防控和规避各类金融风险变得尤为紧迫。

(作者为国家信息中心预测部副研究员)

## 什么样的刺激政策才是适当的(下)



黄小鹏

上一期,我们讨论了货币政策与财政政策的搭配问题。今天我们面对的种种刺激后遗症,重要原因之一在于当时完全倚赖货币大放水,而扩张财政缺位。眼下的困局可侧面证实这一判断。今年上半年以来,特别是进入第三季度后,为了应付经济回落,各地出台了五花八门且数目巨大的刺激计划,但绝大多数最终只是博个眼球,无法落实,其根本原因就在于此次货币政策一直没有大放松,卖地收入成了问题,而法律又不允许地方以赤字形式为这些项目融资,因此,地方政府不得不从企业身上以预收税、罚款的方式多弄钱,其结果是不唯刺激无法展开,反让企业经营愈发困难。

1998年~2002年、2009年~2010年及2012年,这三轮逆周期宏观政策的经验和教训反复提示合理搭配政策工具的重要性,它至少告诉我们两点:一、货币不能轻易乱放,否则后果很严重;二、建立规范的赤字制度非常重要。

回到中国的情况上来。道德风险的泛滥始终是中国资产泡沫多发的重要原因。股市的政策市思维、“炒股要跟党走”之类的废话就不是一个政府看跌期权”切实存在的绝佳例证吗?在2003年~2007年的第一轮房地产泡沫中,道德风险扮演了十分关键的角色,你可以从周围人的对话中发现这种风险泛滥到了何种程度!在房价成倍飙升之后仍然投机入市的人,几乎都相信政府不会让房地产崩盘,如果崩盘,政府一定会救市。更致命的是,如同股市政策市曾长时间有效一样,这个“看跌期权”最终确实是兑现了。经过几年持续上涨,到2008年中国的房地产泡沫已到了相当严重的程度,国际金融危机的到来,本来可以像历史上每次泡沫破裂时一样以标准的姿势爆开,但2008年9月开始以加大利率折扣、降低首付、降低交易税为内容的救市措施出台,很快就重新将泡沫再次吹起。为什么2009年的房价反弹如此之迅猛,并在此后不断创新高,以至于2009年底重新调控房价几乎没见到效果?除了通胀预期,最重要的一个原因就在于市场在与政府的博弈中,已经反复体验到了政府免费提供的“看跌期权”的巨大快乐!从2008年9月的放松到2009年12月的再度收紧,政策调头算是很快,力度也不可谓不大,但道德风险的植入,已到了使调控无法收效的程度。

除了道德风险,通胀预期是再次吹大泡沫的另一个原因。虽然各国央行对待资产价格意见不统一,但对通胀的态度却是一致的,即不能让通胀超过某个目标(如1.5%~3%)。由于通胀与资产价格之间有紧密的关系,所以,控制好通胀即有助于控制泡沫的发生和膨胀。这就是说,他们没明确承诺控制资产泡沫,但控制通胀的工作间接起到了部分抑制了泡沫的效果。不幸的是,我们的通胀预期在2009年~2010年刺激后很快高涨,形成了通胀与资产泡沫相互激荡、交相辉映的壮观局面。严重的通胀和资产泡沫,恶化了低收入民众的生活环境,扭曲了收入分配,其破坏性作用足以抵销十个收入分配方案的作用。同时,它还恶化了产业结构,增加了中国经济的中长期困难,其负面后果也许十年后人们还能感受得到。这一局面的形成原因固然是多方面的,但道德风险的泛滥,对泡沫的不当利用,恐怕难辞其咎。但愿我们能对此有深刻反思,不能让这代价白白。

### 舆情时评 | First Response |

## 彻查雷政富案件的三个期待

贾壮

从举报者网络曝光重庆市北碚区委书记雷政富“不雅照”,到重庆市委决定对其正式立案调查,只用了短短63个小时,重庆市相关部门的办事效率之高,让人不得不为其击节称赞。两天半时间就扳倒了一个涉嫌违纪的厅级干部,对于怀有殷切反腐之心的广大公众来说,也是不小的慰藉。

网络媒体曝光,传统媒体跟进,舆论施加压力,纪检部门介入,腐败官员落马,这是近年来出现的一种新的反腐路径,运行颇为奏效。腐败官员落马可以大快人心,但公众的诉求不会仅限于此。关于雷政富案件,我们还有三个方面的期待,希望能够得到回应。

雷政富的案件调查工作还只是刚刚开始,满城风雨之后,这个案件绝对不会不了了之,衷心希望纪检监察部门在坚持秉公执法原则的前提下,能够加快办案速度,尽快向公众公开一个公正的调查结果。在决定对雷政富立案调查后,重庆市委明确表态,市纪委调查组正深入开展工作,调查结果将及时公布。有此表态是进步,公众可以拭目以待。

根据目前已经曝光的材料,雷政富只是涉嫌违反纪律,同样需要重庆市相关部门的调查。有媒体近日报道称,网络爆料人透露,除了已经曝光的雷政富,重庆市还有5名厅级官员

涉不雅视频,其中4名仍然在位。不过,爆料人并没有向媒体记者提供确切的证据,重庆市对此消息也未作回应。

对于涉及官员腐败的举报,公众的态度通常都是宁信其有不信其无,既然爆料人再度抖出猛料,纪检部门就有义务和责任进行调查,并且尽快给出回应,有雷政富案件的先例,爆料人已经在公众当中建立了公信力,对其进一步的举报内容有必要给予重视。重庆市委在回应雷政富案件时也明确强调,对于领导干部的违法违纪问题,一定要查处一起,决不姑息”,既然如此表态,我们有理由期待,相关部门一定会明察秋毫,不冤枉一个好人,也不会放过一个坏人。

反腐倡廉是一项系统工程,需要做到德防并举,要惩治腐败于已然,更要预防腐败于未然。通过雷政富案件,外界可以看到反腐倡廉的决心,随着更多腐败案件查处和腐败官员的落马,应该可以起到一定程度的震慑作用。与此同时,还需要把更多的精力放到预防腐败上面来。雷政富长期主政重庆垫江,目前发现的违纪行为也是发生在垫江,当地舆论对于雷的评价不乏褒奖,说明他算得上是能够主事一方的能吏,政绩优异也助其任途畅通。需要反思的是,干部选拔过程中是否过于重视绩,而忽视对于德的考察。

网络反腐能够产生一种公众参与的欢愉效果,但这种办法不应也不能成为反腐的主流。物必先腐,而后虫生”,习近平总书记近日要求,各级党委要旗帜鲜明地反对腐败,更加科学有效地防治腐败。扳倒一个雷政富,公众会交口称赞,扳倒更多的雷政富,公众会拍手称快,但公众最为期待的应该是建立防止出现更多雷政富的体制机制,治理腐败应以防为主,减少腐败滋生的土壤。(作者系中国上市公司舆情中心观察员)

## 焦点评论



银行下班往后推,建言来自银监会。方便储户办业务,缓解银行排队。岂因规成而墨守,勿以善小而不为。建言虽好要落实,但愿并非想得美。

朱慧卿/漫画 孙勇/诗

## 警惕货币超发下的不当投资

刘锐

日本经济的衰退,与欧债危机一道,成为投射在全球经济东西两半球的阴霾。最近,有海外学者从宏观角度,分析了超宽松货币政策对日本经济造成的结构性伤害,认为日本的长期量化宽松养活了大批低效企业,牺牲了其他企业竞争力,称日本正在回归20世纪80年代泡沫期间的最坏习惯,整个经济体充满各种资源错配。论者认为,可能所有人都低估了日本潜在的增长减速,由于中国在全球金融海啸后大量注入流动性,导致投资过度,因此在日本发生的一切有可能同样发生在中国身上。

从上世纪90年代初期资产泡沫破灭后,日本经济开始经历“失去的10年”。在本世纪初,日本经济似乎有所好转,但是事后证明仍在持续放缓与不振之中。由于长期实行超低利率,货币宽松冻结了日本已有的工业结构。

于1990年破灭的日本泡沫造成了被奥地利学派称之为“不正当投资”(Malinvestments)的经济扭曲——实体资本在信贷驱动下进行不当投资,而在信贷泡沫破灭之时,这些投资被证明是亏损投资。这些不当投资决定造成的后果,将需要一段很长时间才能完全消化。而在泡沫期间为响应需求增长而大肆扩张的企业,最后则留下了过剩产能。

日本的经验当可镜鉴。央行大印钞票是我国经济多年来高速增长的法宝,特别是4万亿经济刺激计划祭出后,关于国内货币超发的议论更加热烈。2009年年初央行定下当年广义货币供应量(M2)增速目标是17%,而最终结果却达27.7%。虽然2010年和2011年M2余额同比分别增长19.7%和13.6%,但在庞大的基数上这一增幅仍然不算低。截至今年10月末,我国广义货币(M2)余额已达93.64万亿元。如果按照年初央行14%的目标来测算,今年

年末我国广义货币余额将突破97万亿元,在明年一季度末,该数据极有可能接近甚至超过100万亿元。而在2008年年末,该数据还不过47.52万亿元,仅用4年便实现了“倍增”。货币信贷大幅扩张,各类投资快马加鞭,或可解当时燃眉之急,让GDP的账面数字好看,一旦遭遇漫长的经济调整,总需求不能立马反转,某种程度上无异于饮鸩止渴,其一大后遗症即为产能过剩,并同时造成“绑架”地方政府和银行的恶果。不仅钢铁、电解铝、水泥等国内传统行业跳不出这个怪圈,就连光伏多晶硅这类所谓的战略新兴产业亦难幸免。今年以来国内光伏产业遭遇的寒冬引发各方思考,不少人将之归咎于欧美对其的双反调查,笔者认为这充其量只能算一根导火索,更深层次的原因当有其他。以江西赛维为例,该公司近年得以疯狂扩张受益于银行信贷大放水,去年底其负债总额高达60亿美元,以某政策性银行为首的七大银行、信托公司等金融机构成为主要的债权人。不妨设想,如

果这些金融机构面对当时的光伏热冷静一下、将信贷水龙头拧紧点,地方政府对其过分的呵护再少一些,这些利益相关者或可避今日之祸。

有学者曾做过统计,改革开放以来我国货币存量平均增长速度是31.5%,个别年份甚至超过40%!而从1990年至今,国内货币供应量几乎涨了60多倍,如此巨量货币供应,驱动着投资这驾马车高速前行。但人们直观的感受是,大多时候民营企业,中小微企业几乎享受不到货币扩张所带来的信贷盛宴,大量资本投向国有企业和垄断行业,以及少数与各级政府走得比较近的企业,但是,在政府存在相当管制的行业领域,道德风险所伴生的投资效率低下、资源配置不当等不同程度存在,这在某种程度上解释了改革开放33年来中国经济虽然创造出年均增长9.6%的世界奇迹,但发展质量不尽如人意的现实。从政府掌控资源程度这方面分析,与日本相比,中国货币超发情形下不当投资所致的经济扭曲可能更甚。