去杠杆进入深水区

■ 任泽平

“防范化解重大风险”是未来3年三大攻坚战之首。2017年12月8日中央政治局会议指出:“防范化解重大风险要使宏观杠杆率得到有效控制”;2018年4月2日中央财经委员会第一次会议进一步明确:“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”;2018年7月31日中央政治局会议再度要求:“坚定做好去杠杆工作,把握好力度和节奏,协调好各项政策出台时机”。

今年上半年中美贸易摩擦、财政整顿、资管新规、房地产调控等内外需因素叠加,给经济带来一定下行压力;监管加强与融资条件持续收紧也导致部分企业出现经营困难和信用风险暴露;这表明去杠杆正进入深水区。目前市场上对于是应该“宽松去杠杆”还是“紧缩去杠杆”存在广泛争论,对政策措施和决心存在普遍疑虑,对短痛还是长痛面临重大抉择。这些都考验政策定力和智慧。而此次中央政治局会议表明,去杠杆工作仍将持续,仅是力度和节奏适当微调,政策边际放松,并非全面转向。

本文将梳理中国结构性杠杆的现状,分析问题背后深层次的形成机制,进而探寻有效去化杠杆的正确路径。

一、谁在加杠杆:结构性杠杆

中国经济中存在普遍的结构性问题,经济主体、区域、所有制以及行业等等的不同均会导致微观和中观层面上的多元结构或分层效应,因此最终加总到宏观层面上时常常会发生“合成谬误”,从而对问题的判断和解决造成严重误导。中国的宏观杠杆率便存在显著的结构性特征。

(一)三大加杠杆主体:地方政府、国有企业和房地产部门

2008年全球金融危机之后中国宏观杠杆率大幅上升。分部门来看,主要受非金融企业部门快速加杠杆所驱动,其在非金融部门总杠杆率中的占比和贡献率均在60%以上,而且绝对水平在世界主要经济体中位居第一。尽管政府部门和居民部门的杠杆率横向比较来看绝对水平不高,但是过快的增速也大大压缩了未来的增长空间,并导致风险的局部积聚。

如果进一步细分,可以发现中国宏观杠杆率的大幅上升主要来自于三大加杠杆主体:地方政府、国有企业和房地产部门。这三大主体存在刚性的债务依赖,杠杆易上难下,一方面快速推高宏观杠杆率,另一方面又使得整体杠杆无法有效去化,甚至被迫继续上升。

1.地方政府:举债发展、违约风险

地方政府是中国宏观杠杆率快速上升的主要推动力之一,尤其是2008年后其债务规模迅猛攀升。2010年末地方政府债务余额为10.7万亿,相较于2008年末的5.5万亿几乎翻了一番。2012年地方政府债务继续大幅增加,当年年末债务余额跃升至15.9万亿,而到了2013年6月底则已高达17.9万亿。

为了规范地方政府融资行为,防范化解地方政府债务风险,中央对地方政府债务存量进行清理甄别,并制定和实施新《预算法》,严控地方政府债务增量。全国人大审议认定2014年末全国地方政府债务余额为15.4万亿,规定自2015年起发行地方政府债券是地方政府举借债务的唯一合法形式,此前非政府债券形式的存量政府债务将通过债务置换的方式进行清理。截至2018年6月底,全国地方政府债务余额为16.80万亿,近几年发展势头趋于平缓。

中国区域间经济发展不平衡,从而导致不同省市之间的地方政府债务风险存在差异。国际上用于衡量政府性债务负担状况的常用指标有两个:1)负债率:债务/GDP,通常以《马斯特里赫特条约》规定的60%为阈值;2)债务率:债务/综合财力,国际货币基金组织以90-150%为阈值,中国则将100%的水平作为地方政府债务的整体风险警戒线。

截至2017年底,在31个省市自治区当中,仅有贵州的负债率(债务/GDP)超过了60%的警戒线,青海也较为接近,其他省市的负债率基本都在40%以下。

截至2017年底,在31个省市自治区中,贵州、内蒙古、辽宁、云南、青海和陕西的债务率(债务/综合财力)均超过了100%的警戒线,尤其贵州更是超过了150%的国际警戒区间的上限。

综合负债率和债务率可知,排在前列的均为贵州、青海、云南、内蒙古和辽宁等欠发达地区,这些地区的地方政府债务需要重点关注和警惕。就中央认定的地方政府显性债务而言,除了少数地区以外,整体风险处于可控范围之内。

但是市场对于地方政府债务风险的担忧主要来自于隐性债务方面。地方政府通常通过地方政府融资平台或地方国有企业进行违规举债,并且对其债务具有担保和救助责任。尽管《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》规定:“明确政府和企业的责任,政府债务不得通过企业举借,企业债务不得推给政府偿还,切实做到谁借谁还、风险自担”,但是这些隐性债务所对应的资产最终往往还是地方政府的负债,例如政府购买服务和委托贷款等等,地方政府无法真正做到与其相分离。

地方政府的隐性债务难以统计,城投债是其中的重要一块。从根本上来说,城投债的偿付还是要依赖于地方政府的财政资金,因此同样通过债务率(债务/综合财力)来考察各地区的隐性债务风险。可以发现部分地区的政府显性债务率不高,但是隐性债务率却很高,例如天津和江苏;部分地区则无论显性还是隐性债务率均较高,例如湖南和贵州。

地方政府显性债务整体可控,但是若加上隐性债务,则杠杆率较高,风险较大,这还是未计入银行贷款等其他隐性债务的情况下。而且地方政府债务基本对应的都是公益性或者低盈利能力的资产,自身偿还债务的能力偏弱,尤其是其中还存在一些重复建设的浪费行为。

2.国有企业:产能过剩、僵尸企业

中国非金融企业部门存在显著的“二元结构”特征:国有企业和民营企业。资源配置(尤其是信贷资源)中存在的“所有制歧视”使得国有企业相对于民营企业具备不公平的竞争优势。表现在企业杠杆率的变化上便是:在经济增速下滑的背景下,国有企业整体大幅逆周期加杠杆,而民营企业则整体市场化去杠杆。

全国非金融类国有及国有控股企业的资产负债率由2007年的58.3%一路上升至2017年的65.7%,尤其是2007-2011年间快速提高了近6个百分点。其中2007年国有企业资产负债率的大幅减少源于当年实施新会计准则所导致的所有者权益大幅增加。

由于缺乏民营企业整体的资产负债统计,因此以规模以上工业企业为样本来观察国有企业和民营企业在杠杆方面的不同。2007-2013年间,规模以上工业企业中国有企业持续加杠杆,民营企业持续去杠杆,二者出现显著分化。2013年后国有企业资产负债率在规模以上工业企业和全国总体中呈现不同走势,可能源于“幸存者偏差”,杠杆高、业绩差的国有企业被剔除,从而拉低了统计数据。2014年下半年起国有工业企业的利润增速相比于整体的工业企业显著恶化,无法支撑资产负债率的下降。

国有企业盲目加杠杆导致产能过剩,并产生大量僵尸企业。过剩产能压低产品价格,企业盈利下降甚至亏损;刚性债务难以出清,僵尸企业借新还旧,债务不断累积。国有企业资产负债率持续上行,快速推高非金融企业部门杠杆率。民营企业市场化去杠杆,并且遭到国有企业的进一步挤出。国有僵尸企业的过剩产能导致PPI自2012年3月起经历了长达54个月的通缩,对信贷资金的无效占用更是加剧了民营企业的融资难融资贵问题,可能造成民营企业的过快和过度去杠杆。

3.房地产部门:大幅扩张、杠杆高企

房地产部门是中国宏观杠杆率快速上升的另一个重要来源。广义的房地产部门除了房地产行业以外,还包括钢铁、建筑等上游产业链相关行业以及最终购房的居民部门。房地产部门体量庞大,对经济具有举足轻重的影响,因此2008年之后,一旦经济增速出现明显下滑,政府便会通过刺激房地产市场来进行托底。房地产部门的大幅加杠杆对冲了经济的下行压力,但是也导致了风险累积以及民生问题。

房地产部门中的相关行业通常是高杠杆运营的重资产行业,债务存量在经济中占比较高。房地产价格、贷款和投资在2008年后经历了三轮较大的周期,逐步推高了相关行业的杠杆率,将在后文进行详述。杠杆率的进一步上升使得债务规模大幅增加,不仅加剧本行业的债务风险,还导致宏观杠杆率显著上升,加大系统性风险。

居民部门的加杠杆也与房地产紧密相关。中国居民的储蓄率较高,金融可获得性较低,因此此前整体杠杆率并不高。但是在对住房的刚性需求或投资性需求的推动下,居民开始大规模贷款买房;同时房贷又属于优质资产,因此商业银行也乐于放贷。房贷的大幅增加快速推高了居民部门杠杆率,而“首付贷”等违规信贷产品的出现加重了期限错配和杠杆风险。

(二)高杠杆行业:基建、地产建筑和上游周期性行业

地方政府、国有企业和房地产部门等三大主体的大规模加杠杆使得相关行业的杠杆率显著上升,其中行业层面,最主要的便是基建、地产建筑以及上游周期性行业。

1.基建行业:稳增长托底经济

投资的高速增长是此前中国经济增长奇迹的主要原因之一,因此当2008年经济增速面临显著下行压力时,政府出台了“四万亿投资”刺激计划以托底经济。政府部门尤其是地方政府能够直接控制的便是基础设施建设投资,全国各地“铁公机”等基建项目大规模上马。同时基建行业又以国有企业为主,一方面缺乏独立性,承担了稳增长保就业等社会公共职责,另一方面存在预算软约束等问题,具有盲目扩张的投资冲动。

2009年基建投资增速高达42.16%,地方政府债务增长61.92%,拉动GDP增速强劲反弹。2013年后基建投资增速仍然显著高于整体的固定资产投资,避免了经济增速出现过快下滑。但是过度的投资扩张也导致基建行业杠杆率的快速攀升,相关行业的资产负债率上升幅度均在10个百分点以上。

2.地产建筑行业:高房价刺激扩张

房地产部门是三大加杠杆主体之一,最直接相关的便是房地产和建筑行业。在高房价及刚性的上涨预期的驱动下,在高企的预期收益率的刺激下,房地产企业加杠杆扩张,房地产投资和销售数据持续高增。房地产市场的火热也带动了建筑行业的快速发展。

房地产行业在加杠杆扩张过程中也曾面临巨大风险,区域性的供需不平衡导致三四线城市的房地产库存高企,部分房企出现资金周转困难。随着上一轮楼市热潮由一二线城市向三四线城市外溢,以及“棚户区改造货币化安置”政策的出台,去库存任务才得以基本完成。

3.上游周期性行业:主被动加杠杆

煤炭、钢铁、有色等上游周期性行业的杠杆率同样显著上升。一方面受基建和房地产等中下游行业的需求扩张刺激,另一方面国有企业在行业中的占比较高,具有加杠杆稳增长的职责和冲动。随着新建产能投产扩张,叠加全球经济低迷,国内外需求回落,导致产能严重过剩,产品价格下跌,库存高企,大量企业出现亏损。国有僵尸企业难以市场化出清,杠杆率被迫继续上升。2008年后钢铁有色行业的资产负债率快速攀升,规模以上工业企业中相关行业的资产负债率也普遍上升。

上市公司中也呈现出上述行业特征:2008年后,申银万国行业分类中的采掘、钢铁、有色和房地产行业的资产负债率均显著上升,建筑行业的资产负债率也一直维持在高位。而剔除了上述房地产和周期性行业之后的非金融上市公司的资产负债率则出现下行趋势。

二、为何加杠杆:深层次机制

为何地方政府、国有企业和房地产部门会成为加杠杆的三大主体?为何在其他行业收缩和修复资产负债表、市场化去杠杆的同时,基建、地产建筑和上游周期性行业仍然能够扩张或维持资产负债表、逆周期加杠杆?最直接的原因是市场上存在两个根深蒂固的信仰:“地方政府和国有企业债务刚性兑付”以及“房价永远涨”。而潜藏在背后的更深层次的机制则是中国经济中存在的财政和金融体制问题。

(一)财政或准财政主体的稳增长职责

地方政府面临财权事权不匹配的困境。地方政府承担着逆周期调控的职责,当经济面临下行压力时,需要实施积极的财政政策,扩大财政支出,避免出现经济衰退和失业增加。即使在经济繁荣时期,地方政府也要履行社会公共服务职能,需要在文化、教育、卫生、城市维护和建设等方面进行巨大投入。刚性支出责任所对应的却是有限的地方财力。1994年分税制改革之后,大量的事权下放地方,而财权却向中央集中,加重了地方政府的负担。地方政府收不抵支,同时1995年实施的旧《预算法》又限制其直接举债,由此导致地方政府融资平台的大量组建和负债。

国有企业由于其所有制特性,在一定程度上扮演了准财政的角色。当经济低迷,其他所有制企业收缩资产负债表和去杠杆时,国有企业却由于承担稳增长保就业的职责而不得不逆周期加杠杆扩张。2009年四万亿投资期间,大批煤炭、钢铁新项目上马,导致产能严重过剩,大批国有企业出现亏损。而即使经济效益恶化,为了维护社会稳定,避免大规模失业,国有企业也往往无法裁员减产,只能借新债还旧债继续维持,形成僵尸企业,杠杆率被动上升。

尽管房地产部门是非财政主体,但是由于其对财政收入以及经济的巨大拉动作用,政府多次刺激房地产市场。土地出让金及相关税费收入是地方政府的重要财政收入来源,房地产投资和销售则有力地拉动上下游产业。房地产部门加杠杆同样为稳增长做出了重要贡献。

(二)委托-代理问题下的激励扭曲:主动举债

地方政府和国有企业的领导干部在激励约束不对称下存在严重的委托-代理问题,激励扭曲导致地方政府和国有企业具有突出的主动举债的投资冲动。

此前地方政府官员的晋升考核机制主要是“GDP锦标赛”,经济增长是地方官员的首要目标。在全国各地集中精力谋发展的努力下,中国经济取得了卓越的发展,人民生活水平显著提高。但是片面强调经济增长,也带来了许多问题,比如生态环境恶化、教育医疗等公共服务发展落后。任期轮换制度使得地方官员更加短视,只关注任期内的政绩,把未来可能出现的烂摊子留给下一任。因此,中国经济中存在显著的“政治周期”,地方政府官员换届之后,往往会迎来大干快上的投资热潮。

国有企业由于其特殊的所有制性质,一方面存在所有者缺位问题,缺乏监管;另一方面要承担许多社会公共职责,非市场化运营,多重任务之间相互冲突。“做大”而非“做强”成为了国有企业领导干部的主要激励目标,在决策中并不以利润最大化为导向,新项目盲目上马,过剩产能难以淘汰。

(三)预算软约束:融资需求过旺与信贷资源错配

地方政府和国有企业均为预算软约束部门,从而导致了过度的融资需求以及信贷资源错配。

地方政府和国有企业作为财政或准财政主体,在土地和金融等方面存在公权力的资源支配,同时其债务享有政府的隐性担保或兜底保证。因此二者在信贷市场上具备显著优势,金融机构给予的贷款额度充裕且利率相对较低。

硬性的预算约束缺失、充裕而低廉的资金供应,导致地方政府和国有企业的融资需求过于旺盛。融资规模大、违约风险小、利率敏感度低等特点使得地方政府和国有企业成为金融机构的优质客户,信贷资源向其大规模倾斜,对民营企业产生挤出效应。信贷资源未能有效配置,低效率的国有企业占用了大量资金,而高效率的民营企业的融资需求却得不到充分满足,融资难融资贵问题十分突出。

(四)缺乏长效机制:房地产市场过热

房地产市场长期以来存在的高额收益率和上涨预期是相关主体杠杆率持续攀升的主要原因。

房地产市场有四大参与主体:地方政府、居民、房地产企业以及金融机构。地方政府通过土地出让金和相关税费筹集地方建设资金;居民拥有对住房的刚性需求和投资性需求;房地产企业拿地贷款建房以获取利润;金融机构为地方政府、居民和房地产企业提供融资服务。在这四大主体和多重因素的共同作用下,房地产市场过热,房价快速上涨。

而此前政府的房地产调控政策往往重抑制需求轻增加供给、重行政手段轻经济手段、重短期调控轻长效机制,调控效果不够理想,使得房价上涨预期进一步强化,相关主体的杠杆率继续上升。

(五)货币宽松:影子银行快速扩张

与2009年“四万亿投资”相配合的是货币政策和金融监管的全面放松,充裕的流动性以及各种金融创新为地方政府、国有企业和房地产部门的加杠杆提供了条件。货币增速和社融增速长期保持高位,宏观杠杆率节节攀升。

尽管后期中央严控地方政府、产能过剩行业和房地产行业的债务和融资,但是金融机构在利益的驱动下,通过各式金融创新绕过监管,为这些部门提供资金支持。随着中国融资渠道的逐渐多样化,2003年后全口径的私营非金融部门杠杆率与银行口径的缺口逐渐扩大,但是2009年后这一步伐大幅加快,背后是影子银行的快速扩张。

三、如何去杠杆:防化重大风险

中国宏观杠杆率偏高并不单单只是一个总量性问题,更关键的还是结构性以及背后的体制性问题。如果对结构性杠杆的现状和成因没有足够清晰的认识,仅采用总量性政策进行调控,往往会陷入“一刀切”或“治标不治本”的困境。

(一)推进财政金融体制改革,结构性去杠杆长治久安

要想真正实现宏观杠杆率的有效去化,就必须大力推进财政金融体制改革,通过结构性去杠杆实现长治久安。

第一,推进财税体制和国有企业改革,使地方政府财权事权相匹配,国有企业市场化运营。要使中央和地方政府的权、责、利相统一,明确划分中央与地方财政的事权和支出责任,消除模糊地带,防止职责的重叠与缺位,推进国家治理体系的现代化,提高基本公共服务供给效率。要努力实现政企分开,减少政府对国企的行政干预,减轻企业负担,提高经营效益,真正做大做强。

第二,完善地方政府和国有企业考核机制,实现激励相容。要建立地方官员离任审计、终身问责制度,加强地方人大监督作用,树立正确政绩观,避免片面追求GDP和盲目举债。国有企业要建立现代企业制度,完善公司治理,选用职业经理人,让董事会管决策、经营层管经营、监事会管监督、党委管政治,划清所有权和经营权的界限,权责分明。

第三,硬化软约束主体的预算约束,实现信贷资源优化配置。严控地方政府和国有企业债务规模,加强审计,打破刚兑,债务自担,严禁违法违规举债,营造公平的市场融资环境,防止低效国企凭借融资优势淘汰高效民企,促进公平竞争、优胜劣汰和结构优化。

第四,推动住房制度改革和长效机制建立,使市场预期回归理性。要从供给着手,从短期调控政策过渡到长效机制建设、从行政手段过渡到经济手段、从商品属性为主过渡到构建强调居住属性的住房制度。

第五,货币政策与宏观审慎双支柱,健全多层次资本市场体系。坚持实施稳健的货币政策,加强宏观审慎监管,防止金融机构监管套利,严控影子银行无序扩张。健全多层次资本市场体系,提高股权性融资比重,各项融资行为均应遵循收益与风险相匹配的原则,减轻高额债务风险的累积和集中。

(二)保持政策定力,将改革推进至深水区

“后发优势”使得中国经济在改革开放后经历了30年的高速发展,然而2008年的全球金融危机打断了这一进程,“后发劣势”开始展现,增长中枢逐渐下移。中国经济“帕累托改进”的空间逐渐消失,“卡尔多-希克斯改进”被提上日程,若要增进整体福利,则必须损害部分既得利益主体。在后发优势时期,总量性宏观调控能够实现帕累托改进;而在后发劣势时期,只有结构性改革才能实现卡尔多-希克斯改进。不能用总量性宏观调控替代结构性改革。

此前市场上曾就应该是“宽松去杠杆”还是“紧缩去杠杆”进行了激烈讨论,但是仍然没有跳出总量性宏观调控的窠臼。货币政策属于总量性政策,即使是定向降准或者窗口指导等结构性工具,由于金融机构是逐利的,资金是自由流动的,最终效果也要大打折扣。

中国信贷市场中存在显著的所有制歧视或者流动性分层,地方政府和国有企业由于存在政府隐性担保,相比民营企业收益风险比更高,更受金融机构青睐,因此其融资需求得到优先满足,然后再外溢至大中型民营企业,最后才到小微企业。而一旦流动性收紧,首先受到冲击的便是最外层的小微企业,然后是大中型民营企业,最后才是地方政府和国有企业。如果采取“宽松去杠杆”,地方政府和国有企业并没有压力和动力减少债务,去杠杆无从谈起;而如果采取“紧缩去杠杆”,民营企业尤其是小微企业将受到不必要的波及,融资成本和信用风险均会显著上升。因此总量性政策陷入两难境地,对解决结构性杠杆问题效果有限。

不应将目光局限于总量性政策,而应探寻更有效的政策组合。首先,再度“放水”是重走过去错误的老路,只会继续激化风险;其次,流动性也不能过紧,否则容易误伤健康的民营企业,损害实体经济。因此一方面要坚持稳健的货币政策,限制地方政府和国有企业继续加杠杆,同时防止出现流动性危机,避免民营企业融资成本和信用风险大幅上升;另一方面要大力推进前文提及的各项财政金融体制改革,抑制地方政府和国有企业的举债冲动,降低流动性边际收紧对民营企业的冲击,提升资源配置效率和经济增长潜力。

小微企业融资难融资贵问题是世界性难题,不是中国独有。商业银行是理性的经济主体,放贷业务的收益要能够覆盖所承担的风险,因此抵押物少、信用资质差的小微企业自然会遭受歧视。即使中央出台各项鼓励措施,如果无法足额弥补商业银行可能出现的损失,银行也很难有动力去真正推行,反而依然会绕过各项监管向地方政府、国有企业和房地产等部门提供资金支持。若想真正鼓励和支持小微企业的发展,相比于信贷支持,大力度减税才是最直接最有效的政策手段。

当前政府要保持政策定力,容忍经济转型过程中的短期阵痛,将改革切实推进至深水区。为了解决1970年代的“滞胀”,时任美联储主席沃尔克坚持收紧货币,联邦基金利率一度攀升至近20%,美国经济在1980年第一季度和1981年第三季度两次经历衰退,但是仍然得到卡特总统和里根总统的大力支持。在坚定的紧缩政策作用下,恶性通胀得到彻底根治,美联储赢得公众信任,居民通胀预期长期保持稳定,美国经济也在此后不久进入低通胀高增长的“大稳定”时期。在改革开放四十周年之际,再次大力推进改革是最好的纪念,也是引领中国经济走出阴霾的曙光之路。

(**作者简介**:恒大集团首席经济学家,恒大经济研究院院长。曾担任国务院发展研究中心宏观部研究室副主任、国泰君安证券研究所董事总经理、首席宏观分析师。)