

财政政策去杠杆研究报告

——基于中国现状的分析思考

组长：孙栩生

组员：陈太中

刘柏江

任咸龙

目 录

一、债务周期与杠杆理论	1
(一) Ray dalio 《how the economic machine works》	1
(二) 明斯基《稳定不稳定的经济》	3
二、中国目前杠杆现状.....	5
(一) 总指标	5
(二) 中央政府杠杆不高，地方政府杠杆高。	5
(三) 企业杠杆率较居民杠杆率高。	5
(四) 国企加杠杆，民企去杠杆现象明显。	5
(五) 从行业来划分，传统行业，制造业杠杆高。	6
(六) 我国实际情况：	6
(七) 总结：	6
三、中国去杠杆手段	7
(一) 降杠杆方式：	8
(二) 其他配套政策：	8
(三) 政策环境：	8
四、债转股实例	9
(一) 降低杠杆率十个点。	9
(二) 当前，整个钢铁行业正处于产能过剩的困难期。	9
参考文献.....	10

一、债务周期与杠杆理论

传统的宏观经济学研究去杠杆和债务周期的理论不多，我们查找资料以后，认为有如下理论对于债务周期具有较强的解释力，由于此领域确实没有权威理论，所以以下理论仅作参考，以提供一种分析思路。

（一）Ray Dalio: *How the Economic Machine Works*

Ray Dalio 作为世界上目前规模最大的宏观对冲基金 bridge water 的总裁，对宏观经济以另类框架描述，解释力较强，可以作为参考。

1.短期内，信贷最重要，生产率不太容易变，借债可以让消费超过产出，但必然会在未来还债，所以经济中的起伏主要是信贷！信贷如果是过度消费，这就是恶性信贷，如果是良性信贷，会提高资源配置效率。短期内央行可以通过利率来影响信贷的起伏，如果提高利率，会刺激借贷，如果降低利率，会紧缩信贷，从而造成了短期的信贷起伏，此周期大概是 5-8 年。

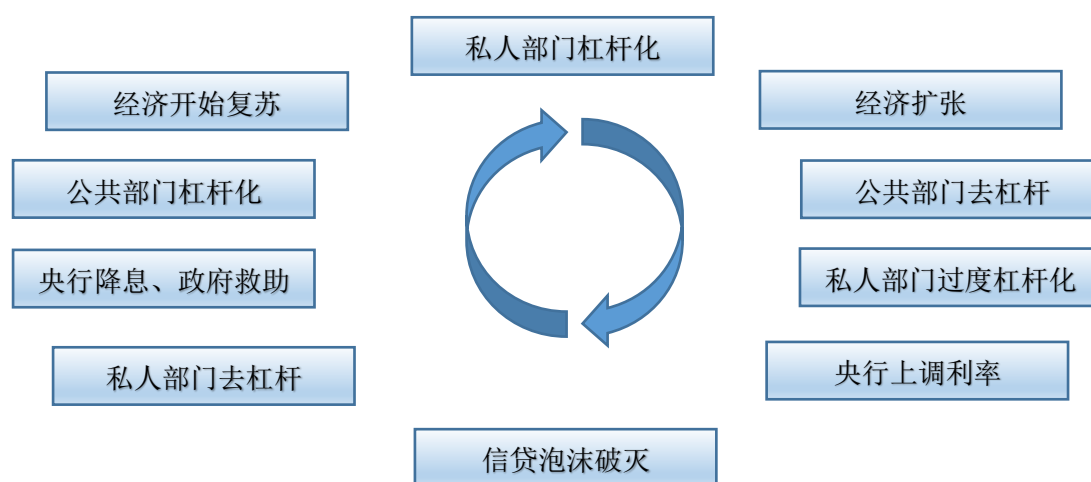


图 1：信贷周期循环示意图

2.长期内，总的来说人们喜欢借钱花钱而不喜欢还钱，所以这是人的天性，导致长期来看债务总量在上升，但是只要收入大于利息，人们就会觉得自己很富有，财务很健康，资产价格上升，人们信用很好，促进信贷的进一步膨胀，债务进一步上升，当债务负担过重时，人们开始削减支出用于还债，而一个人的收入是另一个人的支出，收入也会下降，资产价格下降，信用消失，螺旋式的下降导致经济活动的收缩，信贷枯竭，无法借钱来偿还债务，只能出售资产还款，资产价格暴跌，不动产市场一蹶不振，银行陷入困境，抵押物价值下跌，

进一步恶性循环，与衰退不同，利率已经降无可降，比如 08 年金融危机时。此周期大概 75-100 年。

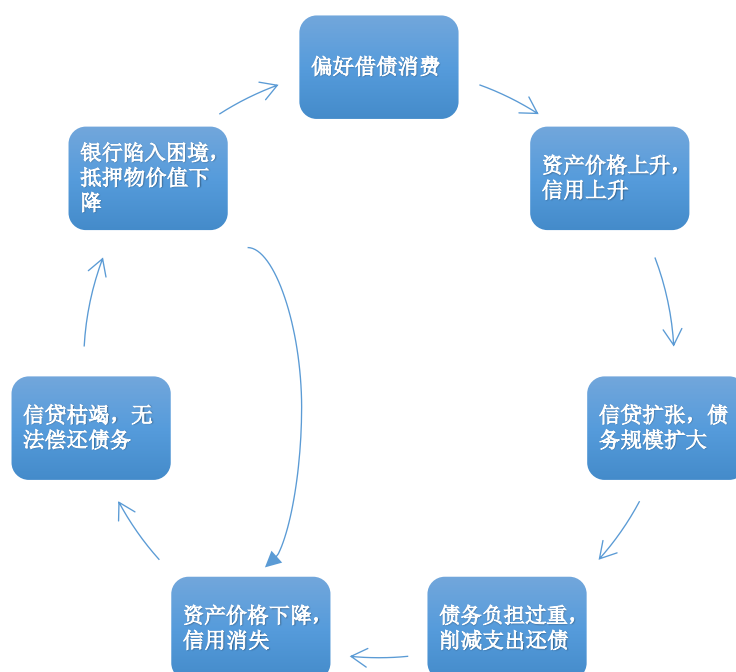


图 2：长期信贷恶性循环示意图

3.去杠杆的四种办法：

（1）支出减少，但支出是另一个人的收入下降，收入下降速度超过还债的速度导致债务负担更重，企业为了控制成本，失业率上升。

（2）必须减少债务，债务是贷款人的资产，借款人违约会引起银行挤兑，个人企业和银行出现债务违约，这就是萧条，人们发现很多以为自己的财富中很多都不存在，所以只能债务重组，这会减少贷款人的收入，导致收入下降和资产价值下跌。

（3）中央政府税收减少，失业率上升，储蓄率不足，需要刺激经济，中央政府需要预算赤字飙升，此时政府只能增加对富人的征税引起财富再分配，引起穷富对抗。

（4）信贷收缩广义货币量西江，但是央行可以发行货币，发行货币购买金融资产和政府债券，增加货币推升资产价格提高信用，但这仅仅有助于拥有金融资产的人，另一方面政府可以购买商品和服务，央行和政府必须合作，央行购买政府债券相当于融资给政府，平衡兼顾通货膨胀和通货紧缩的方法，和谐的去杠杆化。

4.和谐去杠杆的重要标志：收入债务比率适当平和，通胀通缩平衡，增发货币抵消信贷收缩，最重要的就是收入的增长率要大于债务的利率，但要注意恶性通胀。

5.可见：Ray Dalio 给出建议是合理搭配货币财政政策，保证 GDP 增速大于债务负担上升速度，这样即使经济增长缓慢，也不会引发危机。

（二）明斯基《稳定不稳定的经济》

经济学家明斯基在 08 年金融危机以后声名鹊起，虽然已经去世，现在对于明斯基的探讨却日渐火热，他深刻的提出“明斯基时刻”，为债务危机提供一种很有解释力的理论。

1. 明斯基的债务逻辑可以简要表述成下图。

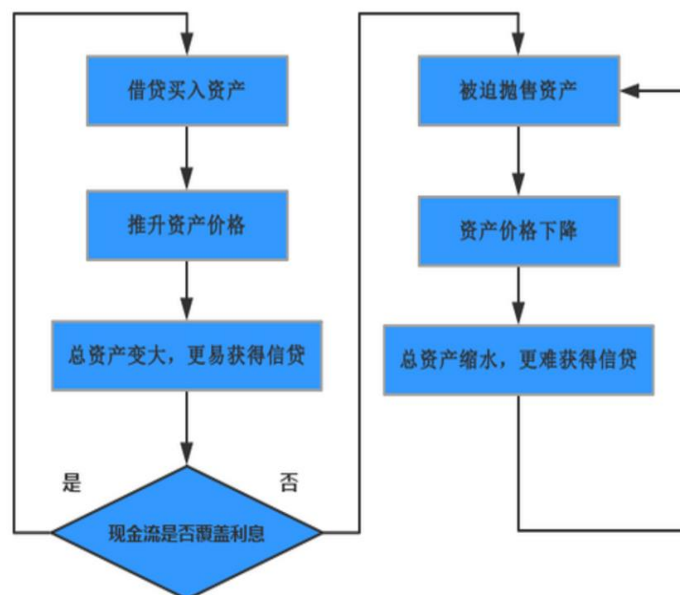


图 3：债务逻辑示意图

当使用杠杆的企业购入资产的同时，会推高资产价格，会导致信用的上升，然而为了维系资产价格就必须使用更过的现金流来推升资产价格，由于债务负担逐渐增加，需要使用借新还旧来覆盖现金支出，而变卖资产还债会导致资产价格的下降，所以陷入两难境地，最终价格下跌，资产缩水。

2. 左边和右边的两个自我加强的正反馈，速度是不一样的，资产崩溃的速度会远快于资产攀升的速度。这和资产种类无关，而是因为庞氏的结构决定的，庞氏融资的资金量需要的是指数级别的，难以维系。

3. 明斯基将债务划分为如下三种类型：

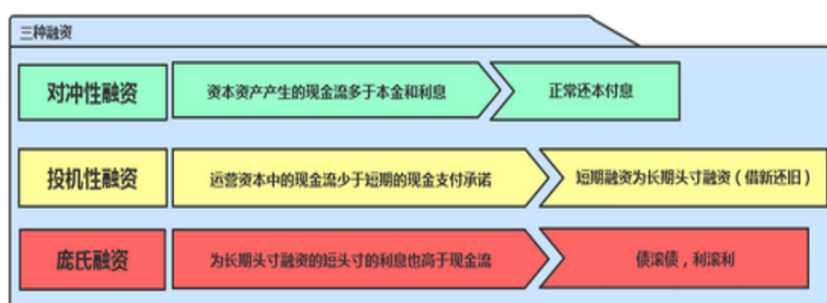


图 4：债务分类图

当一个社会庞氏融资和投机性融资的比重上升时，债务结构恶化，这也就是 Ray Dalio 所说的债务质量问题。

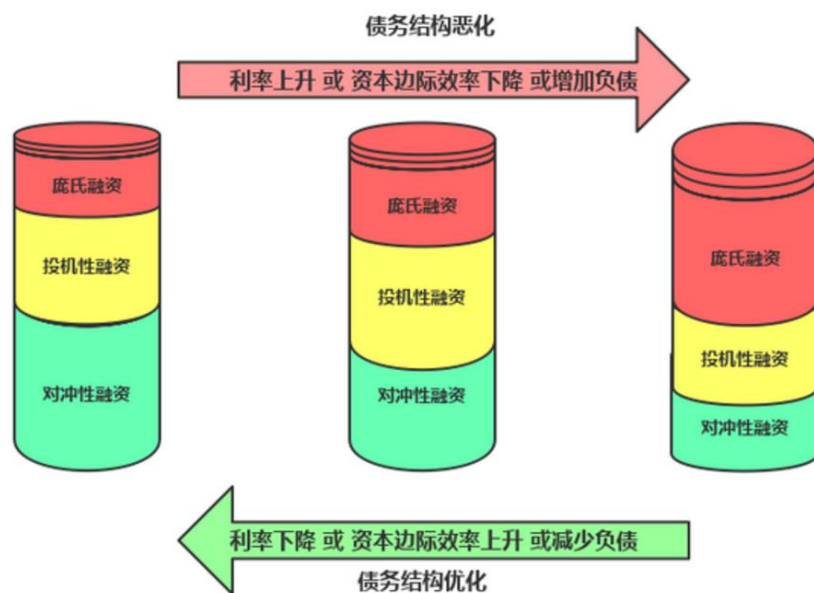


图 5：债务结构变化图

4.以上的论述中还没有考虑货币价格本身变动引起的通缩效应，在现实生活中，还有发生费雪通缩循环的可能。

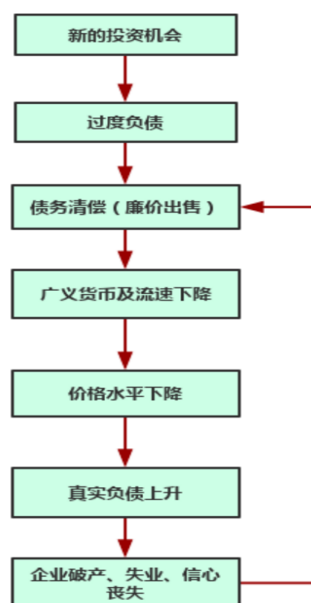


图 6：费雪通缩循环

二、中国目前杠杆现状

（一）总指标

谈到杠杆率，有几种不同的定义，虽有细节不同，但理念大同小异。国际比较中常用综合性指标是 M2/GDP。中国的负债率做一个简单的跨国比较可以看到，M2 占 GDP 比率已经达到 200%，美国是 80%。除了日本比我们高，再比我们高的已经不多。还有一个更常见的综合性指标是非金融负债与 GDP 之比，我国目前是 240% 左右，这个数字超过多数新兴市场经济的水平，但跟发达经济的水平相似。

（二）中央政府杠杆不高，地方政府杠杆高。

数据显示，2016 年末地方政府一般债务余额限额为 107072.40 亿元，专项债务余额限额 64801.90 亿元。因此，2016 年末地方政府债务余额限额约为 17.2 万亿元。但是这些都是基础设施建设，未来回报可以预期。目前中央正在集中处理地方债问题，加上中央政府还可以进行债务置换，所以地方政府杠杆不是主要矛盾。

（三）企业杠杆率较居民杠杆率高。

企业杠杆率比较高（160%）居民杠杆率不高（60%左右，与发达国家比不高，与新兴市场国家相比还是很高），所以企业杠杆是主要矛盾。

（四）国企加杠杆，民企去杠杆现象明显。

这种现象表明了内生的资本回报率的下降，国企加杠杆不少是因为经测算上市公司中僵尸企业数量比率约为 20%-25%。民企去杠杆表明了实体经济回报率确实不好，国企效率不高，私营部门效率高，但受高杠杆制约，投资意愿下降，经济增速下降面临巨大风险。

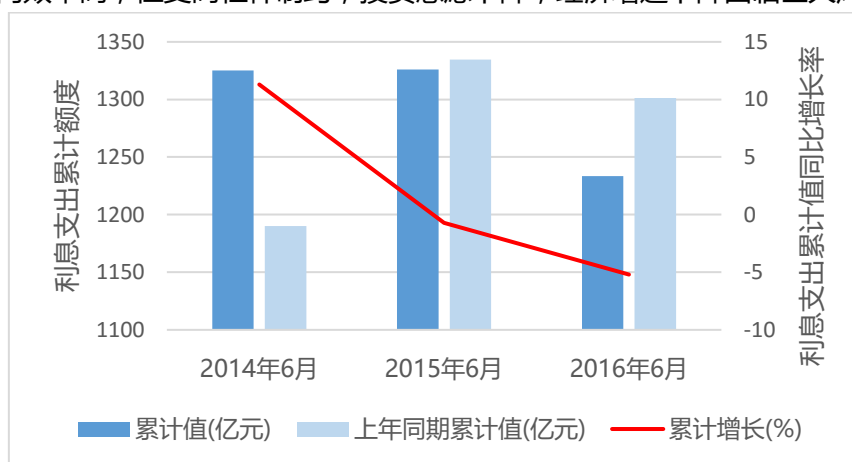


图 7：私营工业企业利息支出情况

（五）从行业来划分，传统行业，制造业杠杆高。

根据上市公司所公布的财务杠杆等数据，我们可以整理得到部分行业杠杆的表格。可以看到在具有较高偿付能力的上市公司中，传统行业，尤其是制造业的杠杆率较高。

表 1：上市公司行业平均杠杆率对比

上市公司行业类型	行业平均利息占 EBIT 的比重	上市公司行业类型	行业平均利息占 EBIT 的比重
煤炭开采和洗选业	194.40%	有色金属冶炼及压延加工业	3.88%
林业	120.00%	计算机、通信和其他电子设备制造业	3.55%
石油加工、焦炼及核原料加工业	89.50%	仪器仪表制造业	3.18%
石油和天然气开采业	70.00%	餐饮业	3.00%
皮革、毛皮、羽毛（绒）	53.72%	批发业	2.98%
木材加工及木竹藤棕草制造业	39.81%	广播、电视、电影和影视录音制作业	0.65%
电力、热力生产和供应业	39.13%	文化艺术业	0.46%
橡胶制品业	38.69%	货币金融服务	0.00%
黑色金属冶炼及压延加工业	34.20%	资本市场服务	0.00%
家具制造业	30.93%	保险业	0.00%
电信、广播电视和卫星传输服务	29.46%	教育	0.00%
道路运输业	28.79%	互联网和相关服务	-0.43%
住宿业	26.36%	文教体育用品制造业	-2.16%
其他制造业	21.97%	金属制品业	-2.61%
塑料制品业	21.70%	专用设备制造业	-6.98%
有色金属矿采选业	21.46%	新闻和出版业	-8.00%

（六）我国实际情况：

由于我国中央银行的货币百分之八十是以美元作为资产发行的，当今美联储缩表或者加息的行情下，面临外汇储备流失的风险，汇率波动也会造成这一进程的不可预料性，我国外汇储备已经从 4 万亿下降至如今的 3.2 万亿，我们认为在经济下行期间，保证资产价格是重中之重，也是打破费雪循环的必须，所以央行应该保证币值，适当增发货币弥补外汇储备流失，大量发行货币或者有可能继续推升资产价格，面临刺激经济与刺激泡沫的两难。

（七）总结：

我们认为去杠杆的重点在于企业温和的去杠杆，政策要货币财政政策配合，主要以货币政策稳定币值，财政政策营造良好的宏观环境，必要的时候使用扩张性的财政政策，二者一定要紧密配合。

三、中国去杠杆手段

我们认为：货币政策面临操作空间狭小的两难局面，财政政策是去杠杆中的良好手段，政策目的主要要通过减税或扩大赤字等方式保持经济稳定增长，减轻企业债务负担，达到 Ray dalio 所说的可以是收入覆盖利息的局面，达到温和的去杠杆。

10月10日，国务院正式出台了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，意见明确了降杠杆的总体思路，指出以市场化、法治化方式，积极稳妥降低企业杠杆率，其中也包括探索市场化银行债转股等方式。

降杠杆的总体思路是：全面贯彻党的十八大和十八届三中、四中、五中全会精神，认真落实中央经济工作会议和政府工作报告部署，坚持积极的财政政策和稳健的货币政策取向，以市场化、法治化方式，通过推进兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资，积极稳妥降低企业杠杆率，助推供给侧结构性改革，助推国有企业改革深化，助推经济转型升级和优化布局，为经济长期持续健康发展夯实基础。

在推进降杠杆过程中，要坚持以下基本原则：

市场化原则。充分发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用。债权人和债务人等市场主体依据自身需求开展或参与降杠杆，自主协商确定各类交易的价格与条件并自担风险、自享收益。政府通过制定引导政策，完善相关监管规则，维护公平竞争的市场秩序，做好必要的组织协调工作，保持社会稳定，为降杠杆营造良好环境。

法治化原则。依法依规开展降杠杆工作，政府与各市场主体都要严格依法行事，尤其要注重保护债权人、投资者和企业职工合法权益。加强社会信用体系建设，防范道德风险，严厉打击逃废债行为，防止应由市场主体承担的责任不合理地转嫁给政府或其他相关主体。明确政府责任范围，政府不承担损失的兜底责任。

有序开展原则。降杠杆要把握好稳增长、调结构、防风险的关系，注意防范和化解降杠杆过程中可能出现的各类风险。尊重经济规律，充分考虑不同类型行业和企业杠杆特征，分类施策，有扶有控，不搞“一刀切”，防止一哄而起，稳妥有序地予以推进。

统筹协调原则。降杠杆是一项时间跨度较长的系统工程。要立足当前、着眼长远，标本兼治、综合施策。要把建立规范现代企业制度、完善公司治理结构、强化自身约束机制作为降杠杆的根本途径。降杠杆要综合运用多种手段，与企业改组改制、降低实体经济企业成本、化解过剩产能、促进企业转型升级等工作有机结合、协同推进。

同时应该坚持积极的财政政策和稳健的货币政策，营造一个宽环境，在市场化、法制化原则的前提下，通过推进兼并重组、完善现代企业制度强化自我约束、盘活存量资产、优化债务结构、有序开展市场化银行债权转股权、依法破产、发展股权融资。

总之，降杠杆配套的财税减免和宽松的环境协助企业降杠杆，以市场化的力量开展债转股，M&A，同时辅以财税减免等等，宽松环境稳定经济，缓慢温和的去杠杆。

（一）降杠杆方式：

1.鼓励跨地区、跨所有制兼并重组，特别是打破地域，打破国有独大，出让国有股权引入民营资本，开放垄断行业。

2.推动重点行业兼并重组。去产能，重组兼并。

3.引导企业业务结构重组。

4.加大对企业兼并重组的金融支持：并购贷款、优先股、可转债、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等形式参与企业兼并重组；总体上，在并购领域，金融机构的空间巨大。

（二）其他配套政策：

1.强调企业制度及自我约束，建立完善的企业制度，强化国有企业降杠杆的考核机制，明确企业降杠杆的主体责任。

2.分类清理企业存量资产，采取多种方式盘活闲置资产，加大存量资产整合力度。有序开展企业资产证券化。

3.优化债务结构：推动企业开展债务清理和债务整合，清理三角债。

4.重点：银行债权转股权以市场化法治化方式开展债转股。主题是，政府不强制企业、银行及其他机构参与债转股，不搞拉郎配，以促进优胜劣汰为目的开展市场化债转股。严禁“僵尸企业”、失信企业和不符合国家产业政策的企业作为市场化债转股对象，鼓励多类型实施机构参与开展市场化债转股银行不得直接将债权转为股权。

5.企业破产：建立健全依法破产的体制机制，因企制宜实施企业破产清算、重整与和解。健全企业破产配套制度。

6.股权融资：加快健全和完善多层次股权市场，推动交易所市场平稳健康发展，创新和丰富股权融资工具，拓宽股权融资资金来源。

（三）政策环境：

落实和完善降杠杆财税支持政策，兼并重组、破产清算、资产证券化、债转股和银行不良资产核销等相关税收减免政策。提高银行不良资产核销和处置能力，加强市场主体信用约束，强化金融机构授信约束，政府债务不兜底。

四、债转股实例

第一单债转股落地：建行 240 亿“救援”武钢

10 月 11 日，媒体从建设银行获悉，近期该行与武汉钢铁(集团)公司(以下简称武钢集团)共同设立的武汉武钢转型发展基金(合伙制)出资到位，基金规模 120 亿元，这也是首单支持央企市场化去杠杆的落地项目。

(一) 降低杠杆率十个点。

本次债转股，国务院指导意见坚持“银行、实施机构和企业自主协商”的市场化方向，要求几个市场主体间自主决策、风险自担、收益自享的相互关系，与“政策性”债转股的差异体现为政府的“不强制”和“不兜底”。

(二) 当前，整个钢铁行业正处于产能过剩的困难期。

目前已有中钢等出现了债务危机，但是武钢的债务仍是正常的，不过也存在负债率较高的问题。今年 5 月，国家领导人考察武钢，提出要具体研究，想办法降低杠杆率，缓解债务压力。武钢集团此后便积极寻求市场化去杠杆解决路径建行表示，该行于 2016 年 8 月 18 日与武钢集团签订了去杠杆业务合作框架协议，明确通过分阶段设立两只总规模 240 亿元的转型发展基金，支持武钢集团降低资产负债率与转型升级。张明合表示，两期转型发展基金 240 亿元均募集到位后，预计可以帮助武钢集团降低杠杆率 10 个百分点。首期武钢转型发展基金是武钢建行联合发起设立的，出资比例为 1:5，即武钢集团出资 20 亿，建行募集社会化资金 100 亿。债转股资金主要以市场化方式筹集，这也是国务院指导意见中明确的。

参考文献及资料

1. 国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见，国发〔2016〕54号
2. Ray Dalio, 《how the economic machine works》
3. 凯恩斯,《货币, 就业与利息通论》
4. 费雪,《利息理论》
5. 明斯基,《稳定不稳定的经济》, 清华大学出版社
6. 何帆, “僵尸企业诊断报告” Rice 沙龙
7. 国泰安数据库
8. Wind 数据库