

中国债务

如何走出高杠杆陷阱

姚余栋 金海年◎主编



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

中国债务

如何走出高杠杆陷阱

姚余栋 金海年◎主编

图书在版编目 (CIP) 数据

中国债务：如何走出高杠杆陷阱 / 姚余栋，金海年

主编. -- 北京：中信出版社，2016. 8

ISBN 978-7-5086-6389-0

I. ①中… II. ①姚… ②金… III. ①企业债务—企
业融资—研究—中国 IV. ①F279. 23

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 145167 号

中国债务：如何走出高杠杆陷阱

主 编：姚余栋 金海年

策划推广：中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行：中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：880mm × 1230mm 1/32

版 次：2016 年 8 月第 1 版

广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-6389-0

定 价：49.00 元

印 张：7 字 数：170 千字

印 次：2016 年 8 月第 1 次印刷

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由销售部门负责退换。

服务热线：400-600-8099

投稿邮箱：author@citicpub.com

序 言

2016 年是中国“十三五”规划的开局之年，党中央、国务院将“去产能、去库存、去杠杆、降成本和补短板”作为新的发展阶段的重要任务提了出来，这是十分具有针对性的。杠杆率偏高确实已成为中国经济发展必须重点关注的问题。中国经济能否寻找到新动力，增速能否顺利换挡，去杠杆是事关紧要的一点。在这个关头，如何优化债务结构进而逐步降低我国经济运行中的杠杆率，不少经济理论研究者和实务操作者对此都很关注。姚余栋、金海年等同志编撰此书，对这些问题进行了认真的研究和比较深入的探讨，也可以说本书的推出恰逢其时。

去杠杆是一个很大的话题。我认为就我国目前的情况而言，主要是非金融企业的杠杆率应该尽快有一个明显的下降。而要降低企业的杠杆率需要多措并举，其中最根本的是要改变和调整我国金融市场长期以来以间接融资为主，直接融资为辅；以债务融资为主，股本融资为辅的不合理结构。当然，这不是一蹴而就的事情，需要一个过程。而为了解决当前一些企业因负债率过高而陷入困境的问题，作为多措并举中的一个措

施，有关部门正在研究对部分企业实施债转股。关于债转股问题，前不久我曾写过一篇文章。在此书出版过程中，姚余栋所长希望我能写一篇序，我感到那篇文章与此书的内容还算契合，就忝列此处权作为序吧。

关于债转股的几点思考

债转股是债务重组的一种特殊方式

通常的债务重组是债权人、债务人因种种原因在原借贷融资契约难以继续执行的情况下，对原定的借贷金额、借贷期限、借贷利率、借贷方式等做出调整和变动的一种行为。因此，债务重组必然涉及债权人和债务人各项基本权利和义务的调整。而较之一般的债务重组而言，债转股对债权人、债务人带来的变动更激烈，调整更深刻，它将原有的借贷关系变成了股权关系，这是一种根本性的变化。

债转股对债权人、债务人都是一个“痛苦”的过程

对债务人来说，债转股就是为自己引入了新的股东。如果转股金额与企业原有资本额相比数额较大，那更是等于为债务企业引入了相对控股乃至绝对控股的投资者。因此对债务人而言，不能简单地认为债转股可以降低自己的杠杆率，以为债转股后的最大好处就是无债一身轻，可以不必再支付贷款利息了。其实股本融资应该是一种比债务融资成本更高的融资方

式，股本不仅是需要回报的，而且其回报率（股权分红率）理应比借贷利率更高（否则是吸引不到投资者的）。同时，债务人还应该认识到，在引入新的股权所有者尤其是控股股东之后，按照规范的法人治理机制要求，企业的重大事项决策权就应该交付给新的“老板”了。这并不是一件简单的事情，也不会是一件令人“愉快”的事情。同样，对债权人而言，债转股意味着放弃了原有的债权固定收益（利息），放弃了对原有债权抵押担保的追索权，而由此换得的股本收益权能否真正得以保证，相当程度上取决于债转股后企业的经营管理状况能否有根本的改善，取决于自己的股东权利能否确保落实。若把握不当则很有可能陷入既不是债权人，又不像股权持有人的尴尬境地。应该看到这中间是存在着一系列不确定因素的。

因此，这是一个“痛苦”的过程。债权人和债务人都应该认识到这是一个面对现实不得已而为之的做法，所以各方对此都应该持一种谨慎的态度。如果在此过程中，有任何一方是趋之若鹜的（在 20 世纪 90 年代末的政策性债转股中曾出现过这种现象），我们就需要认真考虑这个债转股方案对原有债权债务的重组是否体现了公平、公正的原则，其做法是否符合市场化、法制化的要求。

对 20 世纪 90 年代末债转股的几点回顾

当年集中对 500 多户企业约 4000 亿元的银行贷款进行了债转股（后来还个案进行了一些委托债转股，在 21 世纪初对一些军工企业也进行了债转股），这在当时对部分国有企业的脱困确实发挥了不小的作用，为一些企业的后续发展包括改制

上市创造了条件。例如一汽、二汽、宝钢、鞍钢、武钢、首钢、西飞、西南铝、长安汽车等不少重点企业当年都进行过债转股。回顾当年的债转股操作，有些经验和教训值得认真汲取。一是当年的债转股虽然与剥离银行不良贷款同时操作的，但当时还是注意强调了债转股企业应该是产品具有市场前景，管理水平和技术水平较为先进，只是由于债务率较高而要设法降低其杠杆率的企业。尽管由于种种原因，这一要求在执行过程中落实得并不尽如人意，但当时倘若没有这一指导原则，债转股的效果想必会更不理想。这一点值得当前在进行有关债转股的政策设计时予以重视和借鉴。债转股作为一种特殊的债务重组方式，不能再用于那些复苏无望而应该退出市场的企业。这是当前在确定究竟要对哪些企业进行债转股时必须认真掂量和权衡的。要避免通过债转股保留了那些该压缩的产能和须淘汰的企业，否则势必会延缓整个结构调整的进程。二是企业债转股后的新股东，无论是银行还是资产管理公司等其他机构能否充分实施股权管理，企业的经营管理机制能否真正有所完善，这一点十分重要。当时囿于体制、理念和人力等原因，债转股后“股东”虽然向企业派出了一些董事、监事，但作用很小（多数企业当时尚未进行真正的股份制改造，只是为债转股而成立一个董事会、监事会）。股权所有者既放弃了债权人的权利，也无法真正享有股东的权利，在改善企业法人治理机制、提高经营管理水平方面也难以发挥应有的作用。当然，当时银行和资产管理公司是否有足够的人才和能力介入转股企业，事实上也存在着一系列问题。三是债转股后股权持有人（原债权人）的经济利益应得到充分保护，否则会加大

金融风险。由于种种原因，当时债转股后，不少企业在相当长的时间里一直没有给股东分红。而在银行和资产管理公司考虑如何对有关股权进行处置时，可供选择的方式又十分单一，主要就是企业回购（部分是原价回购，多数则是打折回购）。这样的结果是债转股不仅没有起到促进企业股权多元化、改善企业经营管理机制的作用，而且在企业回购股权时原债权人都普遍承担了一定的损失。这样的做法在当时债权人、债务人产权结构单一，都是国有独资的背景下，有其一定的合理性，也有其相应的可操作性，但在今天市场化程度已明显提高，债权人、债务人等各类市场主体的产权结构已经多元化，财政已难以再对有关损失“兜底”的情况下，对债转股操作的复杂性要有足够的认识，当年的一些做法现在已无法再简单地运用。此外，值得注意的是，至今几家资产管理公司手中仍持有一些当时债转股留下的股权未能处置变现，其中除了部分企业的股权质量尚好，资产管理公司对这些股权的进一步增值寄予希望之外，还有不少股权是难以处置、无人愿意接盘的。

实现债转股多元化目标之间的平衡难度不小

我们都希望通过债转股能达到一举多得的目的。例如既能降低企业的负债率，减轻企业的财务负担；又能减少银行的不不良贷款，化解金融风险；也能提高银行的资本充足率，缓解银行业的资本补充压力；还能调整直接融资与间接融资的比例，为一些企业和社会公众提供新的投资工具，等等。同时也希望在这一过程中能够坚持市场化运作，不增加财政负担。

其实，在这些多元化的目标之间是存在着不少矛盾和制约

关系的。若处理不好，则很有可能顾及了一头，忽略了另一头，结果事与愿违。就以减轻企业财务负担而言，债转股后的企业确实是不须再支付贷款利息了，但其必须对股权进行分红，这个压力并不小。若以“放水养鱼”为由，允许企业在较长时间内不分红，那又如何将投资者吸引到债转股的投资中来呢？除非他们能很“便宜”地从银行手中购得这些债权。若真是那样，银行将承受较大损失。且不说银行的股东们是否允许这样做，单就说希望达到化解金融风险的目标又该如何落实呢？如果为了避免银行债权转让中的损失，而让银行通过自己的子公司来操作债转股，那无异于银行将不良贷款直接转成了不良投资，谈不上真正地降低银行的不良资产率，况且银行直接持有企业股权的风险权重要大于一般贷款，须占用更多的资本，这就无法达到提升银行资本充足率水平的目的……

只有把这些关系厘清了，才能使债转股方案的思路更清晰，才能使各市场主体的责任和义务更明确，也才能在坚持市场化运作的前提下，进一步把握好政府政策支持的方向和力度。

目前推进债转股须注意的几个问题

第一，要注意选择好债转股的对象，不宜在那些应该退出市场的企业中搞债转股。否则既不利于压缩过剩产能和结构调整，也难以实现债转股后企业经营状况的真正改善。

第二，要坚持按市场化原则、法制化原则操作。债转股方案应经债权人、债务人各自的董事会、股东会批准；债转股后原债务人的法人治理架构应做出相应调整；如股东让渡了经营决策权就应该享有优先股的权益，要保证其能得到固定的股息

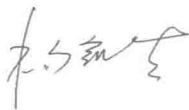
分红以及享有清偿顺序优先权。

第三，如由银行的理财计划或所属子公司操作债转股，则须注意银行不宜长期持有企业股权。转股后，银行应采用多种方式择机转让所持的有关股权，否则不利于建设健康的银企关系。在股权转让过程中应致力于促进资源的优化配置和混合所有制的发展。

第四，要及时修订《商业银行法》和《破产法》等法律，为债转股提供法律支撑和保障。《商业银行法》中关于银行不得投资于非金融实体的条款尽管设有可经国务院批准的除外条款，但如需逐案报经国务院审批，则其操作性恐怕有一定问题，如若进行一次性授权，则建议在授权时设置一系列明确的前置条件（如明确债转股对象的选择标准以及市场化操作的基本要求等），以避免具体实施过程中的操作变形，防止损失扩大和滋生道德风险。此外，应在《破产法》中关于破产重整和破产和解的表述中增加有关债权可转为股权的内容。

第五，要定期和不定期委托第三方检讨评估债转股后的经济效益和社会效益，以便为下一步的企业改制和金融改革积累经验，减少改革成本。

是为序。



中国工商银行原行长

2016年7月

前 言

中国经济进入新常态，改革的重心转向供给一侧。在2015年1月10日召开的中央财经领导小组第十一次会议上，习近平总书记提出了“供给侧结构性改革”概念：“在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。”2015年年底召开的中央经济工作会议，对“十三五”规划开局之年的经济工作进行了全面部署，强调要着力推进供给侧结构性改革，推动经济持续健康发展。因此，战略上要打好持久战，战术上打好歼灭战，主要是抓好去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板“五大重点任务”，其中具有世界性挑战难度的恐怕就是去杠杆，解决起来既需要有韧劲，也需要有狠劲。

适当的杠杆可以有效地促进经济的增长，但当杠杆过高时，其偿付债务的压力又有可能成为经济的负担。当前，中国居民部门和金融部门的杠杆率并不高，政府部门的杠杆率也处于正常水平，过高的是非金融企业的杠杆率。2016年5月，“权威人士”第三次接受《人民日报》专访问诊把脉、落地有声：高杠杆是“原罪”，是金融高风险的源头，在高杠杆背景

下，汇市、股市、债市、楼市、银行信贷风险等都会上升，处理不好，小事会变成大事。去杠杆是世界性难题，许多国家正在面临或曾经面临高杠杆问题，但能顺利完成去杠杆的并不多见。

本书力图及时系统地总结中国经济学界对中国非金融企业去杠杆之路的思考和探索，防止中国债务落入高杠杆陷阱，所选文章均为过去三年间我国经济学家和经济领域的专家和学者的研究成果和政策建议，因时间和能力所限，不一定涵盖完全，我们期望以此引发更多思考和实践，并在将来不断增补和修订。

本书荣幸地请到中国工商银行原行长杨凯生先生作序，特别由国家金融实验室理事长、中国社会科学院经济学部主任、社科院原副院长李扬教授，清华大学五道口金融学院院长、中国人民银行原副行长吴晓灵女士，以及孙冶方经济科学基金会理事长、清华大学国家金融研究院联席院长、中央汇金投资有限责任公司副董事长、中金公司原董事长李剑阁先生提供权威论述。其后包括四篇内容：第一篇由诺亚控股有限公司研究团队执笔，将中国的杠杆和债务状况进行了分析和国际比较，并对部分国家和地区去杠杆的经验和教训进行了总结；第二篇以发展中去杠杆为主线，针对增长中股权去杠杆和长钱去杠杆等进行了阐述；第三篇从债务优化角度出发，综合了吕琰、杨蓓、张蓓等人的文章，针对贷转债和债转优先股进行了阐述；第四篇综合了沈建光、周健男、商灏等人的文章，对去杠杆的供给侧改革基础和去杠杆的度的问题进行了分析。

本书是众多权威专家和学者的集体智慧成果。首先要感谢

国家金融实验室理事长李扬教授、清华大学五道口金融学院吴晓灵院长、孙冶方经济科学基金会李剑阁理事长和中国工商银行原行长杨凯生等前辈的指导与支持，在他们的权威论述的引领下，其后的去杠杆分析与研究框架得以展开；尤其感谢本书论文的主要作者大成基金党委书记周健男、瑞穗证券亚洲公司董事总经理兼首席经济学家沈建光、上海绿色协会副会长吕琰、中国人民银行研究局副局长杨婢、中国人民银行货币政策司调研员张蓓、《华夏时报》国际评论部主任商灏等专家和学者，在第二、三、四篇中分别从发展中股权去杠杆和长钱去杠杆、贷转债和债转优先股等债务优化去杠杆以及去杠杆的供给侧改革等方面进行了系统深入的阐述；还要感谢华夏新供给经济学研究院院长、中国新供给经济学 50 人论坛秘书长、财政部财政科学研究所原所长贾康老师，重阳投资合伙人、总裁、中国新供给经济学 50 人论坛成员王庆博士，以及中国民生银行研究院院长、中国新供给经济学 50 人论坛副秘书长黄剑辉先生的大力推荐；感谢中国新供给经济学 50 人论坛多次组织相关研讨；感谢诺亚控股有限公司研究与发展中心赵娜和贾文娟等研究人员撰写了第一篇文章；特别感谢中信出版社乔卫兵副总编和李亚婷等人在书稿审校等方面耐心细致的工作。

鉴于时间紧迫和水平有限，本书难以覆盖去杠杆的全部路径，纰漏之处在所难免，期望读者多多批评指正和深入交流。如有错误，则完全由编者承担。

姚余栋 金海年

2016 年 7 月

目 录

序 言 杨凯生 /005

前 言 姚余栋 金海年 /013

权威论述

去杠杆的路径与方法 李 扬 /003

用市场化思维和手段去杠杆 吴晓灵 /010

债转股的历史经验 李剑阁 /016

第一篇 杠杆问题的国际比较

1. 中国高杠杆时期的全球经济背景 /021

新常态中国经济雏形初现 /023

美国货币政策两难处境加深 /031

欧元区成员国经济分化严重 /033

日本“宽货币”持续加码 /034

2. 中国债务与杠杆问题的现状与趋势 /035

中国债务状况 /037

金融危机后杠杆率陡峭上行 /039

企业去杠杆刻不容缓 /041

地方政府杠杆率高企 /043

居民杠杆率低位抬升 /045

金融部门杠杆率逐年稳步上升 /047

3. 中国杠杆问题的国际比较 /049

中国实体经济杠杆率处于国际中游水平 /051

发达国家和地区去杠杆之路及其经验教训 /053

第二篇 去杠杆应在发展中实现

4. 新供给创造新增长是去杠杆的根本 /083

避免企业债务陷阱需要果断“空中加油” /085

经济增长来源于供给一侧 /101

5. 大力发展各类股权融资是去杠杆的积极之路 /107

资本市场与实体经济相辅相成 /109

长钱：第三支柱养老资金去杠杆 /114

第三篇 通过债务优化助力去杠杆

6. 企业信贷债务置换 /123

促进企业通过债券融资利国利民 /125

以企业信贷债务置换实现去杠杆 /130

7. 贷转优先股 /137

发展优先股的重要战略意义 /139

利用优先股进行“空中加油” /150

优先股是企业去杠杆的重要“砝码” /157

应尽快推出优先股交易 /161

公司债转股的法律问题 /163

第四篇 推动供给侧改革，防止明斯基时刻

8. 配合供给侧改革去杠杆 /171

债转股的正确实施应配合供给侧改革 /173

警惕明斯基时刻 /179

9. 积极稳妥实施去杠杆 /185

去杠杆不能过度使用凯恩斯主义刺激政策 /187

不宜过度压制杠杆率的自然上升 /192

突破去杠杆的思维局限 /193

权威论述