

企业部门杠杆率与风险分析季报

曾刚 栾稀 时间：2018-06-10 来源：BRI 金融观察

2017 年，非金融企业去杠杆取得了一定的成效。非金融上市公司的平均资产负债率、短期偿债能力和盈利能力均有所改善，国有企业去杠杆也取得了一些进展。本报告根据 A 股上市公司数据，从资本结构、短期偿债能力、盈利能力、“僵尸企业”四个维度出发，从非金融企业整体、行业、所有制多个角度，考察企业杠杆率的整体变化和内部结构转移情况。

一、资本结构：负债率大幅下降，结构未见明显优化

根据国家金融与发展实验室的数据，2017 年末非金融企业部门杠杆率从 3 季度末的 154.8% 下降到年末的 152.7%，下降了 2.1 个百分点。全年来看，非金融企业杠杆率下降了 2.4 个百分点，四个季度的百分点贡献分别为 2.6、-1.4、-1.5 和 -2.1。非金融企业部门继续表现出稳定的去杠杆态势，企业投资意愿下降以及银行信用收缩共同促使企业去杠杆。



图 1 非金融企业部门杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind；国家资产负债表研究中心。

（一）非金融企业资产负债率大幅下降

2017 年，非金融地产上市公司的资产负债率大幅下降。2014 年起 A 股上市公司（非金融企业）的资产负债率开始下降。随着供给侧改革的深入推进以及融资成本的略有提升，2017 年非金融 A 股上市公司的资产负债率进一步明显下滑。2017 年底，A 股非金融上市公司资产负债率为 60.07%，较 2016 年底（60.42%）下降了近 0.4 个百分点；2017 年底，非金融地产上市公司资产负债率为 56.79%，较 2016 年底（57.91%）下降了近一个百分点。（因为 A 股不断有新的上市公司，新上市公司过去三年的财务数据也会纳入统计，因此指标具体数值与此前的略有出入，但总体趋势不变）。

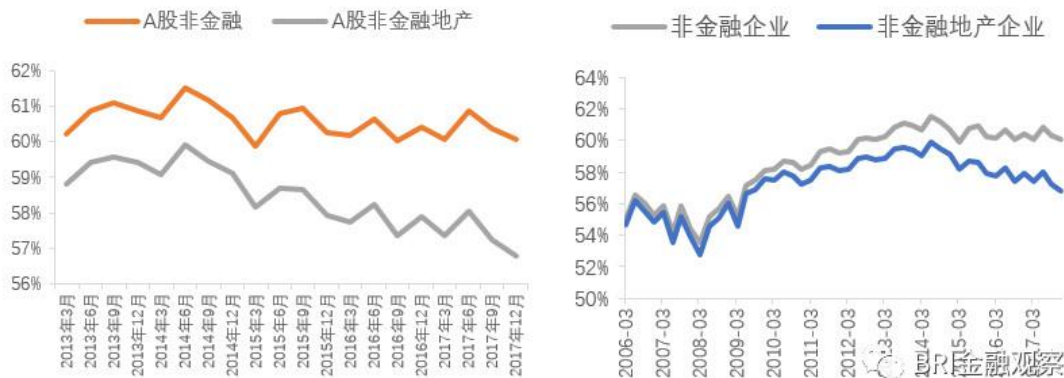


图 2：非金融企业资产负债率（A 股） 数据来源：wind

（二）行业

2017 年，农业、采矿业、房地产、公共设施、文化娱乐等行业资产负债率上升，制造业、交运、餐饮、信息技术服务业等行业的资产负债率下降。具体来看，农林牧渔业、电力热力燃气及水生产和供应业、房地产业、租赁和商务服务业、水利环境和公共设施管理业、文化体育和娱乐业的资产负债率上升幅度较大，分别较 2016 年底上升 4.18 百分点、1.60 百分点、1.75 百分点、3.39 百分点、2.77 百分点及 2.10 个百分点。其中，房地产、租赁和商务服务业、文化体育娱乐业已保持了多年的上升势头。制造业、交通运输仓储和邮政业、住宿和餐饮业、信息传输软件及信息技术服务业、科学研究及技术服务、教育的资产负债率下降幅度较大，均在 3 个百分点左右及以上。其中，制造业、信息传输软件及信息技术服务业、科学研究及技术服务、教育的平均资产负债率各自分别较 2016 年下降了 2.58 个百分点、5.4 个百分点、3.83 个百分点及 3.73 个

百分点，并且信息传输软件及信息技术服务业、科学研究及技术服务业的资产负债率的下降趋势已持续三年以上。

从行业上看，尽管上市公司整体的平均资产负债率出现了下降，但行业结构并没有显著优化。采矿业、房地产、文化娱乐等非实体经济领域的资产负债率不降反升，部分甚至持续上升多年，而制造业、信息传输软件及信息技术服务业、科学研究及技术服务业、教育等更符合经济转型方向、更需要信贷支持的行业的资产负债率却明显下降。这种错配一方面是源于银行信贷资源配置调整力度不够，但从后文各行业的资本收益率和“僵尸企业”数量上可以看出，另一方面也是源于部分行业确实经营和盈利能力欠佳。



图 3：上市公司各行业资产负债率变化 数据来源：wind

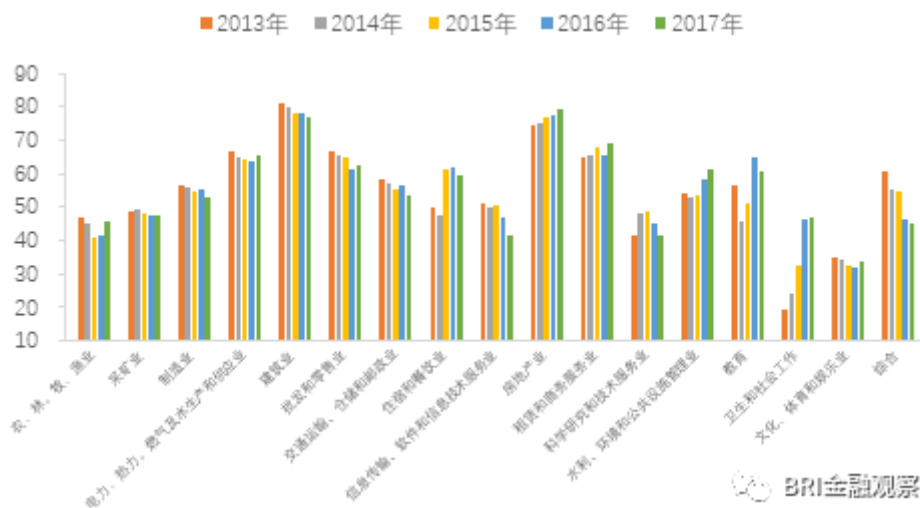


图4：上市公司各行业资产负债率 数据来源：wind

（三）所有制

横向看，国有企业的资产负债率明显高于民营企业。2017年12月，上市公司中中央国有企业的平均资产负债率为61.91%，地方国有企业的平均资产负债率为60.14%，集体企业的平均资产负债率为65.22%，而民营企业的平均资产负债率为54.13%、外资企业的平均资产负债率为53.22%，明显低于国有企业和集体企业。

纵向看，2017年国有上市公司的资产负债率较2016年略有下降，民营企业资产负债率上升。在全国金融工作会议中，习近平总书记特别指出，“要把国有企业降杠杆作为重中之重”。2018年5月11日，中央深改组通过了《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》。在中央对于国有企业降杠杆的重视下，国有企业的资产负债率出现了小幅下降。2017年，中央国有企业平均资产负债率较2016年下降0.4个百分点，地方国有企业平均资产负债率较2016

年下降 0.1 个百分点。但在 PPI 的回升、企业盈利预期好转的背景下，2017 年民营企业的平均资产负债率出现了一定程度的上升，较 2016 年上升 1.4 个百分点；公众企业的平均资产负债率也上升明显，上升了接近 2 个百分点。

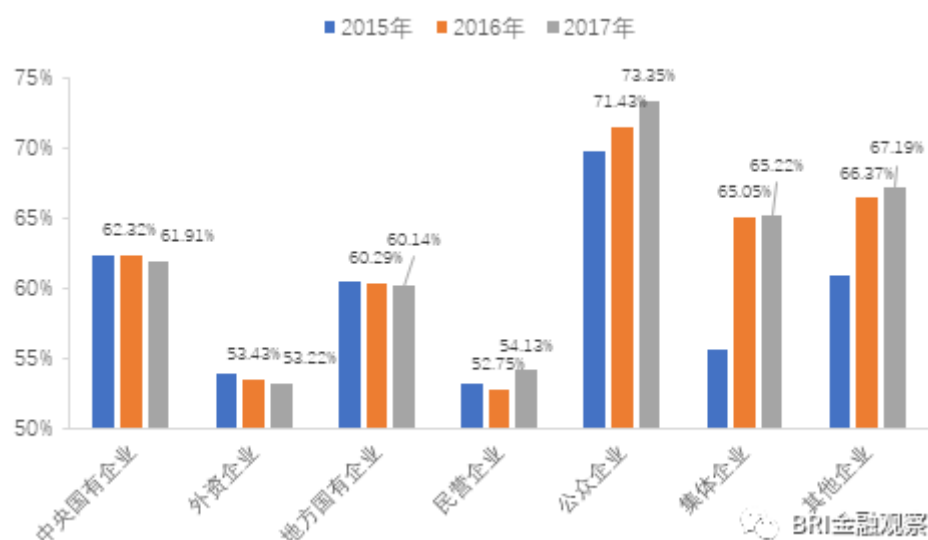


图 5：2017 年各所有制资产负债率较 2016 年同期的变化 数据来源：wind

二、短期偿债能力：需关注房地产业、民营企业

本文用速动比率（速动资产比流动负债的比率）反映企业的短期偿债能力。速动资产包括货币资金、短期投资、应收票据、应收账款及其他应收款等能够短期变现的资产，流动负债包括将在一年内偿还的各类短期负债及在一年内到期的长期负债。一般经验下，该比例维持在 1 左右比较正常，大于 1 代表企业短期偿债能力较强，小于 1 说明企业短期偿债能力较弱，部分特殊行业除外。

企业短期偿债能力有所改善。2014 年以来，A 股上市公司速动比率持续上升，预示着上市公司短期偿债能力正在逐渐改善。2017

年上市公司平均速动比率为 0.7976，整体上升速度变慢，较 2016 年底上升了 0.0031。



图 6：A 股上市公司平均速动比率 数据来源：wind

从行业上看，2017 年，住宿和餐饮业、教育的速动比率大幅提高，较 2016 年分别提高了 0.5 和 0.4 左右，这和这两个行业资产负债率大幅下滑也是相吻合的。制造业、租赁和商务服务、科学研究和技术服务业、卫生和社会工作、文化教育和娱乐业的短期偿债能力持续较强，常年在 1 左右及以上。电力热力燃气及水生产和供应业、房地产业、采矿业、建筑业、水利环境和公共设施管理业、交通运输仓储和邮政业的速动比率整体较低，其中，房地产业、电力热力燃气及水生产和供应业近三年的速动比率仅徘徊在 0.5 左右。

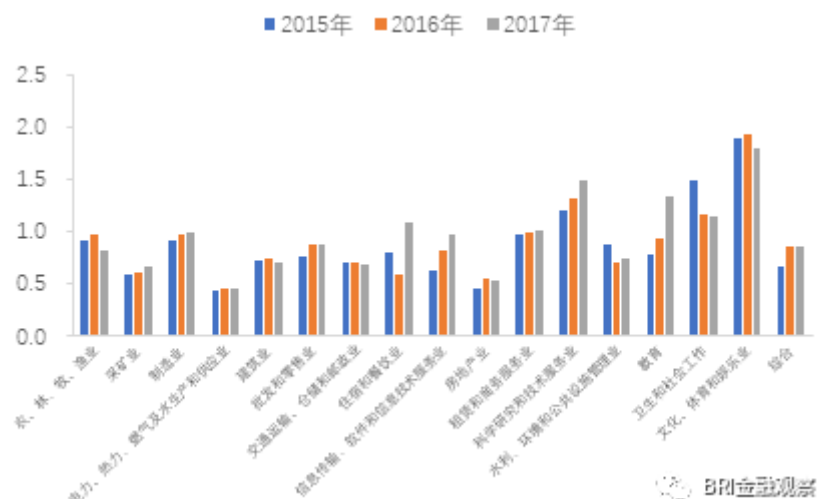


图 7：各行业上市公司平均速动比率 数据来源：wind

2017 年，在速动比率小于 1 的上市公司中，制造业的数量最多，共 650 家，这是因为上市公司中制造业的数量最多。从各行业速动比率小于 1 的公司占各行业公司总数的占比看，房地产业、电力热力燃气水生产及供应业、采矿业、水利环境和公共设施管理业的占比较高，分别达到 77.95%、68.52%、51.35%和 51.11%，即这些行业中有超过一半的上市公司的短期偿债能力不够优秀。超过四分之三的房地产上市公司的速动比率小于 1。

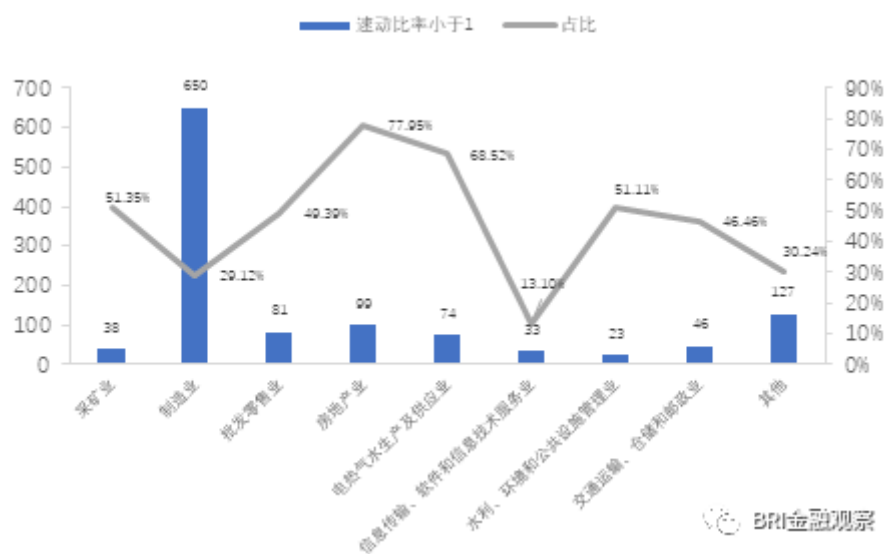


图 8：速动比率小于 1 的上市公司行业分布 数据来源：wind

从所有制上看，共有 163 家中央国有企业、356 家地方国有企业、545 家民营企业的速动比率小于 1，占各所有制上市公司的比例分别为 45.53%、53.53%、25.25%。从数量上看，民营企业数量较多，从比例上看，国有企业短期偿债能力欠佳的比例约一半，明显高于民营企业。近年来，尽管民营企业的资产负债率、短期偿债指标平均高于民营企业，但民营企业的违约数量明显高于国有企业，除了两者面临的融资约束不同外，民营企业的数量较多也是一个原因。

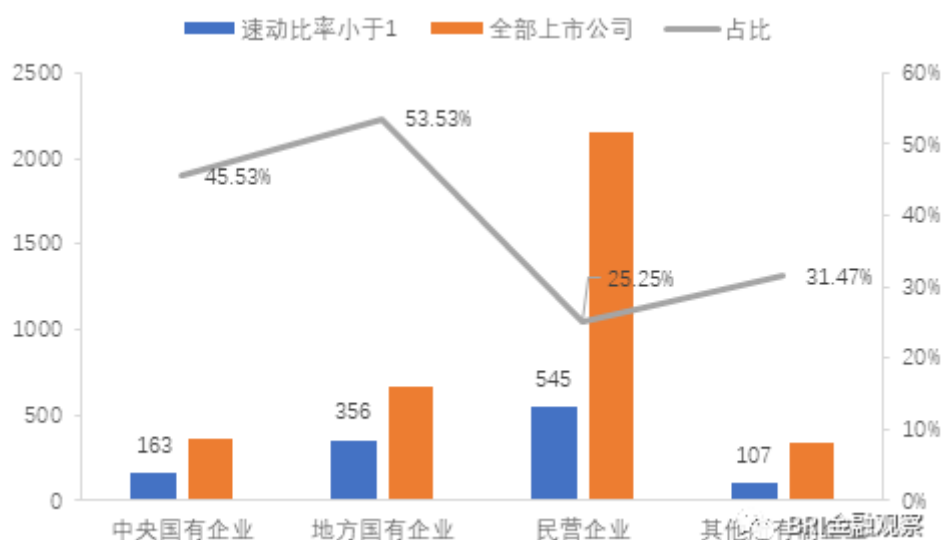


图 9：速动比率小于 1 的上市公司所有制分布 数据来源：wind

三、盈利能力：总体好转，民营企业下降

2016 年、2017 年，A 股非金融业上市公司的平均资本收益率连续明显上升。2017 年，A 股非金融业上市公司的平均资本收益率为 8.8%，较 2016 年上升了 1.33 个百分点；非金融地产业上市公司的平均资本收益率为 8.52%，较 2016 年上升了 1.4 个百分点。

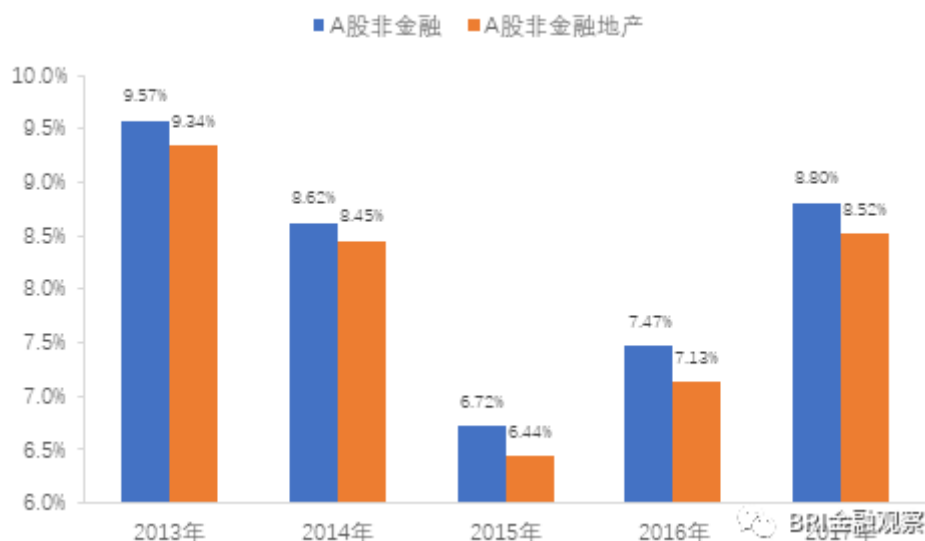


图 10：A 股非金融企业平均资本收益率 数据来源：wind

采矿业、制造业、住宿餐饮业盈利能力上升，信息、卫生社会工作行业盈利下滑明显。从各行业上市公司资本收益率的变化看，采矿业、制造业、交通运输仓储邮政业、住宿和餐饮业、科研和技术服务业、水利环境和公共设施管理业的资本收益率在 2017 年有所上升，分布上升 3.59 个百分点、1.97 个百分点、3.05 个百分点、3.23 个百分点、1.43 个百分点及 1.02 个百分点。农林牧渔业、电力热力燃气及水供应和服务业、信息传输、软件及信息技术服务业、租赁和商务服务业、教育、卫生和社会工作、文化体育娱乐业的资本收益率均出现了下降，分别下降了 8.48 个百分点、2.75 个百分点、3.31 个百分点、2.82 个百分点、2.41 个百分点、10.36 个百分点及 0.34 个百分点。

横向比较，本文以制造业的资本收益率为对标，房地产、建筑业、水利环境及公共设施、卫生和社会工作、教育、文化体育娱乐业的资本收益率在近五年来均明显高于制造业。

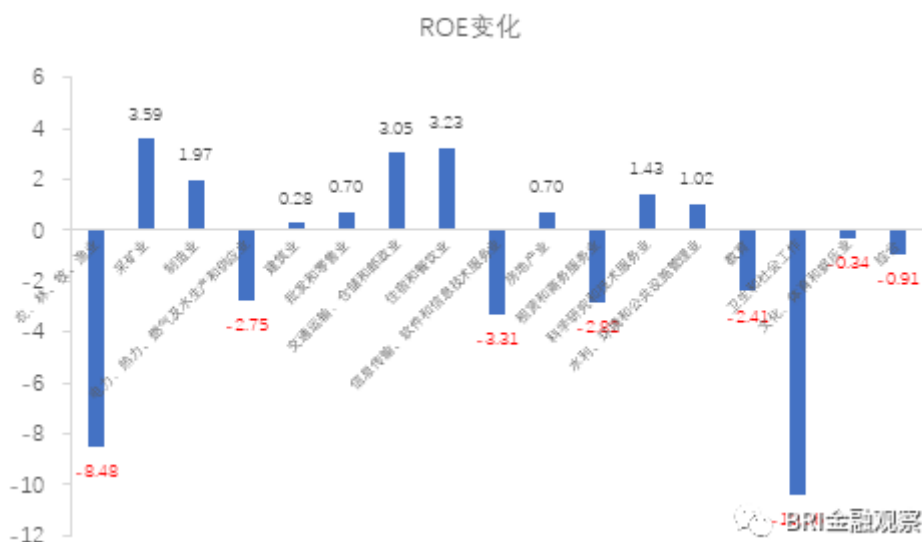


图 11：各行业资本收益率变化 数据来源：wind

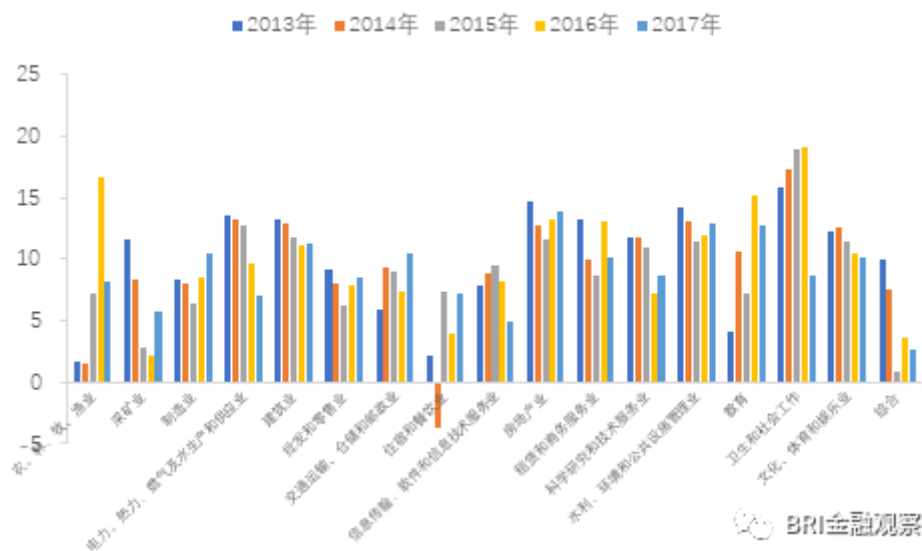


图 12：上市公司各行业资本收益率 数据来源：wind

国有企业盈利改善，民营企业盈利略下滑。从各所有制看，2017年，除民营企业外，中央国有企业、地方国有企业、公众企业、集体企业、外资企业等各所有制上市公司的资本收益率均有约 1 个百

分点及以上的提高，其中，地方国有企业和公众企业的盈利能力改善明显，分别较 2016 年提高了 2.4 个百分点和 2.7 个百分点。2017 年，民营企业的资本收益率为 8.9%，较 2016 年（9.32%）有所下降。

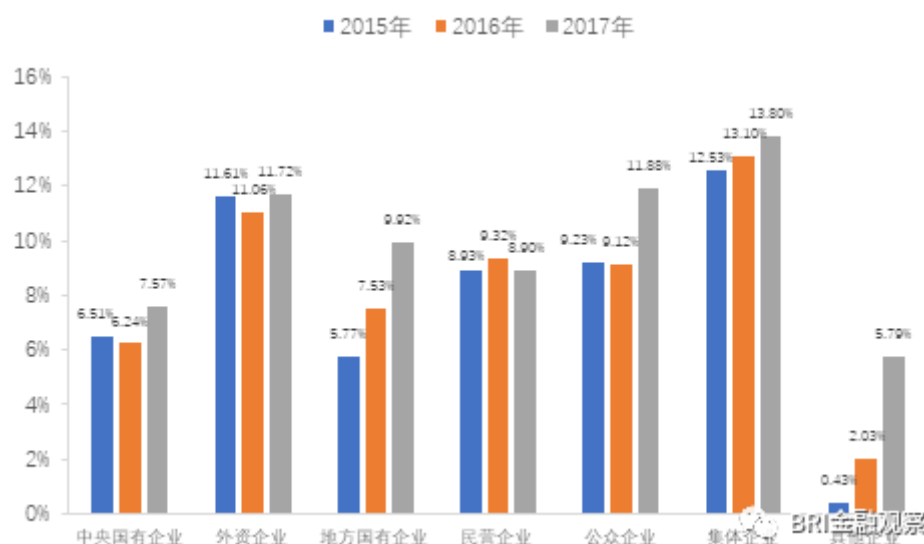


图 13：各所有制上市公司平均资本收益率 数据来源：wind

小结

根据 A 股上市公司数据，综合资产负债率和资本收益率，我们按照 ROE 和资产负债率的变动方向按行业和所有制分别做了统计。从统计结果中可以看出，2017 年，采矿业、批发零售业、房地产业等行业趁 ROE 上升之际加杠杆提高负债率，制造业、交运行业、住宿餐饮业、科研技术服务业在 ROE 上升时顺势去杠杆降低负债率。还有部分行业在资本收益率下滑时资产负债率仍在上升，分别是农林牧渔业、电力热力燃气及水供应和服务业、租赁和商务服务业、卫生和社会工作、文化体育娱乐业。

表 1：行业、所有制及 ROE、资产负债率变动

ROE 和资产负债率变动。	行业。	所有制。
ROE 上升、资产负债率下降。	制造业、交通运输仓储邮政业、住宿和餐饮业、科研和技术服务业。	中央国有企业、地方国有企业、外资企业。
ROE 上升、资产负债率上升。	采矿业、批发零售、水利环境及公共设施管理业、房地产业。	公众企业、集体企业。
ROE 下降、资产负债率下降。	信息传输、软件及信息技术服务业、教育。	
ROE 下降、资产负债率上升。	农林牧渔业、电力热力燃气及水供应和服务业、租赁和商务服务业、卫生和社会工作、文化体育娱乐业。	民营企业。

 BRI金融观察

四、僵尸企业：制造业数量较多

本文用净利润减去政府补贴和税收返还、减免计算上市公司中“僵尸企业”的数量，计算后的数值小于或等于 0，则该上市公司被我们纳入“僵尸企业”考察。根据 2017 年各上市公司的年报，约有 342 家上市公司可能是“僵尸企业”，占上市公司总数的 10% 左右。与 2016 年（372 家）相比，“僵尸企业”数量略有减少。

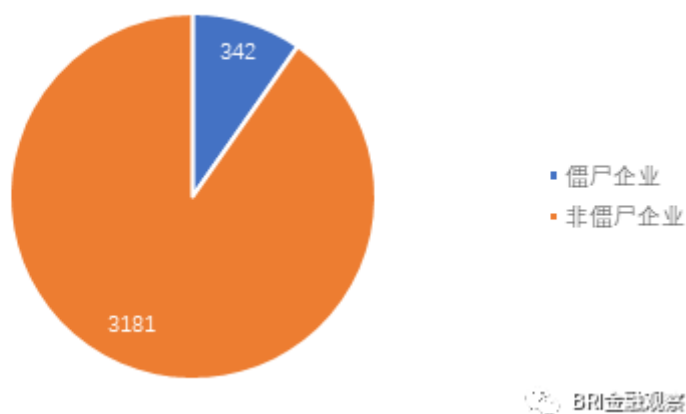


图 14：上市公司中“僵尸企业”数量

民营企业“僵尸企业”数量最多，地方国有企业“僵尸企业”占比最高。从所有制上看，“僵尸企业”中民营企业数量最多，有172家，中央国有企业有42家，地方国有企业有88家，但从各所有制“僵尸企业”数量占各所有制上市公司数量的比例看，约有13.23%的地方国有企业存在“僵尸企业”的可能性，中央国有企业和民营企业这一比例分别为11.73%、7.97%。

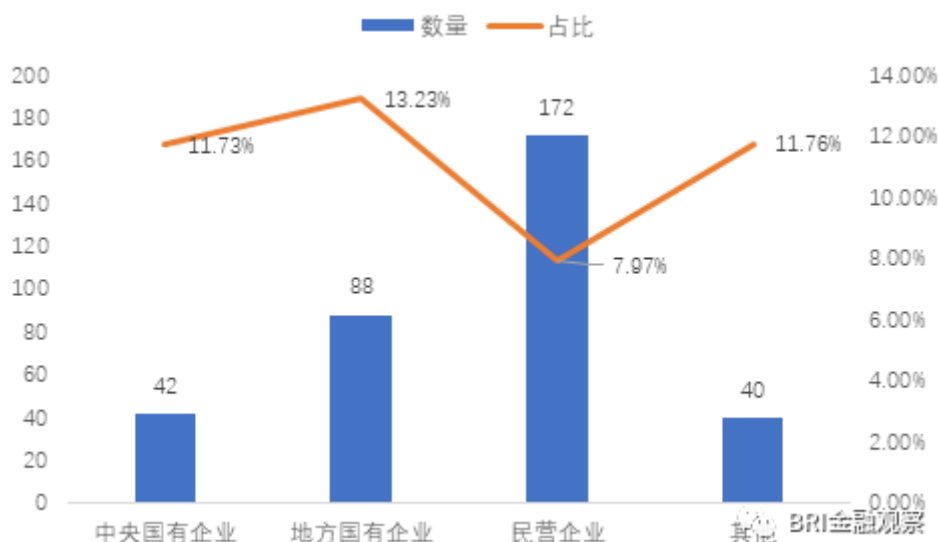


图 15：“僵尸企业”所有制分布 数据来源：wind

从行业看，“僵尸企业”中制造业最多，有 227 家，其次是信息传输、软件和信息技术服务业（21 家），其余行业的“僵尸企业”数量均在 10 家左右及以下。从“僵尸企业”数量占各行业数量的比例看，采矿业占比最高，达到 16.22%，其次是电力、热力、燃气及水生产和供应业、科学研究和技术服务业、制造业，“僵尸企业”占比达 12.04%、10.63%、10.17%。

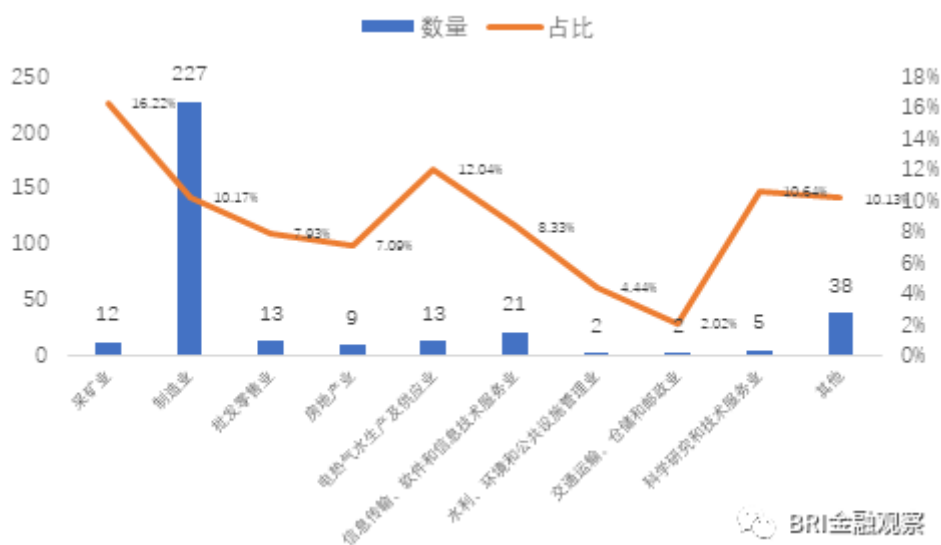


图 16：“僵尸企业”行业分布 数据来源：wind

制造业“僵尸企业”中新兴制造业的数量较多。由于制造业数量较多，本文对制造业“僵尸企业”上市公司的二级子行业进行了统计分类。统计结果表明：传统制造业（上游原材料加工业、纺织业等）中，除了非金融矿物制造业的“僵尸企业”数量达到 15 家以外，其他传统行业的“僵尸企业”数量并不多，均在 10 家以下；制造业中“僵尸企业”数量较多的反而集中在新兴制造业，如计算机、通信和其他电子设备制造业中“僵尸企业”数量达到 47 家，

电气机械及器材制造业、专用设备制造业、通用设备制造业、汽车制造业中“僵尸企业”的数量分别为 24 家、25 家、16 家、10 家。

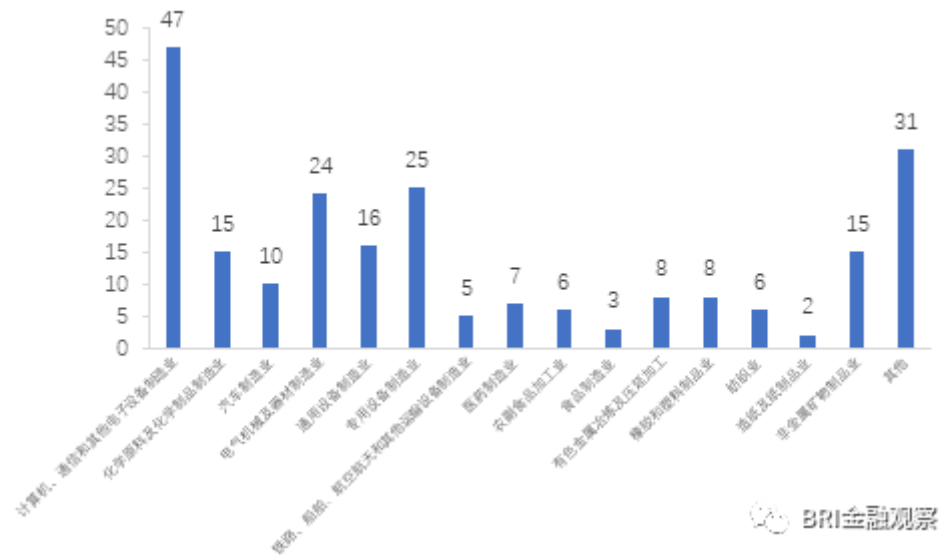


图 17：制造业“僵尸企业”子行业分布 数据来源：wind

五、结语

2017 年，企业去杠杆取得一定成效，非金融上市公司的平均资产负债率、短期偿债能力和盈利能力均有所改善，国有企业去杠杆也取得了一些进展。但企业去杠杆是手段、不是目的，去杠杆应该产生的一个正的外部性是给符合经济转型方向的新兴产业、高技术附加值的产业以合理利用信贷资源进行发展腾挪出资源和空间。但当前去杠杆在行业和所有制上出现的分化可能并非所预期，信贷资源的“腾笼换鸟”未见明显迹象。

行业上，趁盈利改善加杠杆的上市公司主要集中在采矿业、房地产、文化娱乐等行业，而符合转型方向的制造业、信息技术服务业的负债率水平却现下降；“僵尸企业”中制造业数量最多，且有

很多新兴制造业企业。这一现象产生的原因是多方面、深层次的，其中一个比较明显的原因是当前制造业的资本收益率水平明显低于房地产、文化娱乐业等非实体经济行业，一些中高端制造业在扣除政府补贴后净利润为 0 或者负。一方面，可能存在个别企业骗补贴的现象，对于企业利用政府补贴进行予以一定的监督和考核，长期依靠政府补贴的企业应立即停补，以免财政资源的无效浪费；另一方面，也应该认识到，新兴产业的培育需要时间，应予以其一定的发展时间和空间。

所有制上，在国有企业盈利改善、负债率下滑的同时，民营企业的盈利略有下滑、资产负债率上升；尽管国有企业的平均负债水平高于民营企业，但短期偿债能力欠佳和“僵尸企业”中的民营企业数量最多，这与现阶段信用债违约事件多数为民营企业也是相吻合的。由于民营企业本身数量较多且面临的融资约束更紧，因此如果从风险防范化解角度出发，民营企业也值得重视。