



金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

国家金融与发展实验室

2017 年 4 月 19 日

金融与发展论坛

管理结构性减速期间的金融风险

蔡真

国家金融与发展实验室

高级研究员

蔡真：

由于时间关系，我稍微短一点，今天是给我的任务是报告企业杠杆问题。先做一点小小的吐槽。刚刚接到这个任务的时候，我们做了一些准备工作，就是发现像连老师说企业的杠杆太高了，但是我们发现统计局公布的数据，说我们企业是在降杠杆的，这个我们就很头疼。因为我是对统计局数据是存疑的，不是说不对应，只是说方法有一些不同。比如看统计局公布房价数据，早些年月度的环比也就百分之零点几，一年下来甚至才就1%、2%。所以在这样一个情况下，我是带着疑问去做这个课题，到底是企业的杠杆到底是下降了还是上升了。

我们是以一个信息比较准的上市公司来做的，刚才高总也讲到了他们是以上市公司来做这个数据。再讲之前我先抖一个包袱。统计局的杠杆率是下降的，宏观杠杆率是上升的，我们自己又做出来一个杠杆率也是上升的。这三者它不一致，不一致到底是谁对谁错，或者说在目前这个阶段，我们企业杠杆到底是上升还是下降了，这个问题谁对谁错，或者是有没有一个统一逻辑把这三者都包括在内，我们就回答这个问题。

整体我起的题目是“为什么企业回报下降，杠杆还在上升”，最后板子是打在统计局身上，还是财政部算的国有企业宏观上面，这后面是有一个结论。副标题是讨论这几层之间关系背离。我们把它叫做宏微观杠杆

两层背离。我演讲大概三个部分，第一部分展现一下我们以上市公司算出来资产回报率 ROA 情况，然后展示杠杆情况。展示出来结果我们就要分析，分析这个结果原因是什么。第三部分讨论一下宏微观杠杆两层背离，大概是这么一个逻辑。

这个图展示是我们基于上市公司计算的资产回报率的一个情况。整体而言，左边这个图是下降的态势，右图区分第二产业和第三产业，这个跟刚才李老师说的我们的转型，这个做出来也是完全符合的。第二产业是一个趋势性下降，第三产业是一个趋势性上升。这里面我要特别强调一下，我们看到第三产业 ROA 非常低，都不到 1%，这个是金融业我们也统计在里头，当然我们书当中还有分行业情况，分行业情况我们看到就是相对比较清晰一些，金融业剔除以后，我们看到下面两个图，有医疗养老这些也不是很低，在 4%到 8%之间这么一个数据。还有像软件和互联网这些，这里主要数据解释一下数据。

现在整体的一个情况，或者说一个概象是，整体企业资产回报从上市公司数据来看是一个下降的过程，第二产业是整体下降的，第三产业是整体上升的，整体上升是因为第三产业占比还是比较低，我们统计下来第三产业按资产算大概 20%到 30%，具体数有一点记不清了，第二产业是大概 70%到 80%的情况。然后这张图是杠杆的情况，杠杆的情况整体而言从 2000 年来数据一直到 2015 年是一个上升的结果，注意这里面是微观杠杆，就是算资产负债率就是负债除以资产情况。下面的情况是二产和三产一个情况，基本上二产和三产都是一个加杠杆的过程。现在就有一个问题，就是所谓理论逻辑与现实行为的不一致。我们知道，根据杜邦财务体系分析，加杠杆是会稀释我们资产的回报，因为你做的是负债这一部分的情况。你可能会所说因为加了杠杆，资产回报率才下降。我觉得这不是问题的答案。因为我们企业实际上在决策的时候是已经看到资产回报下降的趋势，潜在 GDP 也在下降。从各种基本面因素来看，我们的要素价格在上升，我们的人口红利在消失，在这样一种情况下，为什么非金融企业部门还要加杠杆。就是怎么样来解释理论逻辑和现实行为不一致，怎么去分析。我们做了两个切入口，一个是按所有制找谁在加杠杆，第二是理论上从产业集中度的角度做了一些情况的分析。谁在加杠杆？很简单我们把上市公司按国

有和民营做了一个简单的区分。一个明显的现象是，我们的国有企业杠杆是从40%多一直上升到66.1%，然后民营企业的杠杆是从54%一直下降到50%，图中间还有一个跳跃过程。我们右边是一个拟合图，所有制比例越高它的杠杆越高。其实刚才比如说高总谈到国有企业的杠杆情况，包括张老师也说到我们政府手上有掌握很多资源。我们再来看一些相关文献，如何解释国有企业加杠杆这件事。其实理论上解释，国有企业加杠杆是一个中国特有模式，就是我们的GDP竞赛这种方式。我们要的是什么，我们要的是规模，在这样一种情况下，企业的行为，尤其是国有企业行为，就会异化，不是以利润最大化为目标，而且通过掌握资源可以扭曲要素的价格，尤其是土地的价格，最后达到做大规模的目标。在这样一种情况下，它对各种经济的变量，包括货币，包括资本的回报本身是不敏感的。现在当宏观经济进出拐点，进入下行通道的时候，企业盈利不能覆盖债务利息的时候，国有企业反而会加杠杆，因为它的目标是不一样的，它会采取展期，银行债借新还旧方式，来进行一些滚动的再融资行为。这种行为危如累卵。因为你在刚开始的时候看着没有危险，到最后的时候总会有一个最后的疯狂，会有一个总的爆发。当然像张老师说的，从政府的角度看这些资源是很有用的资源，对于政府来说是一个应对债务风险很好的解决问题的方式。我是站在企业角度以市场行为角度去看，我觉得可能过分的加杠杆到最后可能会有一个总的爆发。当然这个东西在中国这样一种特有环境下不是没有解决的办法。就像李老师说，中国是一个特殊的体制，或者在一个更高视角上面来说，这两个问题可能是左口袋、右口袋的问题，我们或许不用太担心。但是单从企业角度看，我们的结论是明确的，国有企业从微观上来看是明确加杠杆的。

还有一个是我们做了一些从传统的经济理论分析，企业规模越大，它的杠杆是越高的，因为规模越大信息越透明，我们讲静态的理论就是MM定理，拓展到有摩擦的环境，就是大企业更容易获得融资，动态的就是讲金融加速器。

下面我们做了一些统计的分析，就是统计资产回报率跟产业集中度的关系，又统计了微观的杠杆率与资本集中度的关系。我们看到有一个很明显的变化节点，就是07、08年我们的资产回报率现在跟产业集中率的关系是负相关的，

什么含义，就是资产回报趋势性下降，产业集中度在提高，提高就是做兼并重组。

后面我们还做了一个杠杆的情况，明显也是在这个时点，07、08 年之后负债率与产业集中度关系就转为正向了，如果再把前面结合起来，就得到一个理论逻辑。规模越大，为什么规模大，是因为回报低，我们要做重组，做重组之后同时也能带动杠杆。当然这个跟我的主题，从演讲的角度来说主题的关联不是很大，当然实际上后面因为统计关系，不光是国有和民营区分，还有一些公众企业在这里面。公众企业大部分是很大的规模占比。这个上面所有的分析都是基于上市公司，上市公司是一个很好的样本，从结构的角度来说比较丰富，从样本的量上面来说也是比较大的，已经找到了一些行为的特质，行为的特质是什么，就是国有企业是在这种情况是与理论不相符的在加杠杆。

这里面有一个图，我们做的这个上市公司的杠杆是在上升的。统计局的资产负债率是下降的，这就是第一层背离。怎么解释这个现象：我们就去从主体去找，市场上各种主体的分布情况，可以很好解释这个现象。我们可以看到左边下面这个饼图，就是我们上市公司资产分布。公众企业加央企大概是 85% 的份额，就是说市场主体大量是大企业或者是国有，从上文的分析看到，它们的行为是加杠杆。统计局统计对象主体分布情况，我们就把有限责任公司和私有企业加在一起，是大概 50% 多，主要是小企业。所以这个主体不一样，导致最终宏观上面看的结果是不一样的。现在的结论就是说，统计局也没有错，其实我们的数据也没有错，财政部数据国有企业加杠杆也没有错，只是对象不同。大家记住一个结论，我们的工业企业部门，实际上从微观角度已经在降杠杆，但是宏观杠杆，也就是债务和 GDP 之间的比却在上升。这是第二层背离，需要解释。

解释第二层背离，需要把宏观杠杆和微观杠杆之间搭一个桥梁，怎么搭，就是宏观杠杆总债务除以 GDP，微观杠杆是总债务除以总资产。如果我们把微观杠杆写在最左边的话，就是总债务除以总资产，然后把 GDP 放进第二个括号里，就是 GDP 除以总资产，它表示一个经济它的资产所能产生收益的能力，如果你把 GDP 想像成利润的话。这样的话我们就可以在微观杠杆和宏观杠杆之间架起

一个桥梁，宏观杠杆是等于微观杠杆除以资产收益率的。下面解释为什么会出现背离，出现背离的第一个情况，就是资产的回报下的比微观杠杆下得更快，那就导致宏观杠杆上升的。这里面还展示不同阶段宏观跟微观杠杆的变化，其中有两个阶段是偏离的情况，这个是我们引用的央行的一个课题组情况，时间关系我就不太详细去解释了。

还有一层解释我们要做一个简单假设，如果你的 GDP 是不变的话，但是所有者权益增幅大于资产增幅，就可以出现资产负债率下降，因为你的权益增多了；你的资产回报率也下降，就是说你整个资产做大了，主要是因为权益做大了，但是你的 GDP 或者是利润不变，结果资产回报率也就是微观杠杆下降。但是你的宏观部分杠杆是没有变的，不变是因为债务和 GDP 保持不变。再做一点扩展：如果负债增幅是小幅增加，但是没有股权权益增加来得快，也可以出现上述同样的结果。这里就有一个暗示，就是我们的宏观杠杆上升，除了资产收益率掉得快比微观去杠杆快，还有一些我们在统计上面看出来是好像是权益在增多，但实际上是泡沫的东西，这最终使得宏观杠杆在上升。比如说房地产，当然房地产在企业行为当中持有还不是很多，估值也不是那么平滑。像 2015 年的股市是比较明确的，还有我们统计一些上市公司持有理财情况，这些量都是非常大的。

整个讲完故事的逻辑已经很清楚了，我们的宏观杠杆为什么上升，有泡沫的因素。第二个是什么？就是企业是在降杠杆，我们大部分企业都在降杠杆，民营企业在降杠杆，但是降的速度还不如资产回报率下降的快，这个反映了什么呢？反映了我们背后潜在产出面临更加严峻的形式。还有在大盘子里面谁是在跟我们“三去一降一补”的行动不一致，国有企业。国有企业还有一个保增长的任务在里头，他的行为可能会在实际当中会有一些偏差。

面对这么多相互矛盾的数据，我们进行了解释，最后“杠杆到底是升了还是降了”这个故事就说圆了。对策下来相对简单一些，按照层层剥离的顺序，首先是泡沫化的问题要解决，金融去杠杆，房地产市场杠杆，还有金融过度创新要治理。再有一个就是国有企业，国有企业的改革我们必须做。第三个，还是结合今天的主题，不能光从负债看杠杆，要从资产的角度，收益的角度看杠

杆。我们在前面做的一些统计，表明尽管第三产业劳动生产率比较低，但是毕竟它的趋势是向上的，转型的趋势在这边，有一些具体行业，TMT、医疗、大消费行业，这些都是未来发展的方向，是重点。

我的演讲到这儿，谢谢。