

# 中国非金融企业杠杆率的结构性和特征及其演变趋势\*

谭小芬 徐慧伦 董兵兵

推进结构性去杠杆需要全面把握中国企业杠杆率的分布情况。本文通过分析中国非金融上市公司数据,发现金融危机后高杠杆企业的主要特征为规模较大,位于房地产,建筑业,电力、热力、燃气及水生产和供应业,交通运输、仓储和邮政业以及制造业,且多为国有企业。此外,近些年去杠杆使信贷配置效率有所优化,但高杠杆企业偿债能力依然较弱,且2017年以来企业偿债能力有所恶化,部分民营企业和中小企业融资难度增大,杠杆率被动上升。中国企业杠杆率所表现的结构性特征和潜在风险与企业特征差异、资产价格和宏观经济政策环境演变有关。未来推进结构性去杠杆应强化国企预算约束,构建竞争中性的市场环境,加快僵尸企业处置,推进市场化债转股和多层次资本市场建设,以因城施策原则进行房地产调控,完善针对中小企业的金融服务体系,注重宏观经济政策协调。

关键词: 杠杆率 结构性去杠杆 信贷资源配置 资产价格

在目前的研究中,企业部门的杠杆率通常分为宏观杠杆率(债务/GDP)和

谭小芬系中央财经大学金融学院教授, Email: xiaofent@163.com; 徐慧伦系中央财经大学金融学院博士研究生; 董兵兵系中央财经大学金融学院助理教授。

\* 本文是国家自然科学基金应急管理项目“汇率市场变化、跨境资本流动与金融风险防范”(项目编号: 71850005)、教育部哲学社会科学研究后期资助项目“中国非金融企业杠杆率的分化与结构性去杠杆研究”(项目编号: 18JHQ010)、中央财经大学全球经济与可持续发展研究中心“杠杆率分化、金融风险与高质量增长”项目、中央财经大学青蓝科研团队“国际资本流动管理: 政策效果评估及国际协作”、中央高校基本科研业务费专项资金和中央财经大学科研创新团队支持计划的阶段性成果。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见, 当然文责自负。

微观杠杆率（负债/资产）。中国非金融企业部门宏观杠杆率在2008—2015年呈现大幅攀升的趋势，进而引起各方关注。面对企业杠杆率高企的现象，中国政府对企业债务风险做出积极应对，相继推出一系列去杠杆的政策，该方面的政策演变可以分为三个阶段。

第一个阶段为一般性去杠杆，该阶段内，中国的杠杆率问题得到重视，但去杠杆政策的实施对象尚不明确。

2015年10月党的十八届五中全会提出降低杠杆率的要求，同年12月中央经济工作会议将“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”作为供给侧结构性改革的核心任务。

第二个阶段为企业去杠杆，该阶段内确立了企业去杠杆的基本要求和具体路径。2016年10月国务院颁发《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，该意见指出，稳妥降低企业杠杆率应坚持市场化、法治化、有序开展和统筹协调的基本原则，通过兼并重组、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、发展股权融资等途径而展开，12月中央经济工作会议和2017年《政府工作报告》均要求在控制总杠杆率的前提下，将降低企业杠杆率作为重中之重。

第三个阶段为结构性去杠杆，该阶段内去杠杆的目标对象进一步被明确，企业部门去杠杆的重点转移至国有企业。

2017年7月全国金融工作会议上国有企业去杠杆成为经济去杠杆的重中之重。在宏观杠杆率涨幅收窄、工业企业资产负债率连续下降的背景下，2018年4月中央财经委员会第一次会议首次提出结构性去杠杆，目标是尽快降低地方政府和企业特别是国有企业杠杆率，使宏观杠杆率趋稳并逐步下降。

2018年8月由国家发改委、人民银行、财政部、银保监会和国资委联合下发的《2018年降低企业杠杆率工作要点》进一步细化了去杠杆的具体措施。

近些年去杠杆工作已取得一定成效，国家资产负债表研究中心（CNBS）和国际清算银行（BIS）公布的数据均表明（见图1），宏观杠杆率在经过2009—2015年的快速上升后，2016—2019年在去杠杆政策的作用下宏观杠杆率趋稳。2015年年末“去杠杆”这一改革任务提出后，2017年第二季度宏观杠杆率开始下降。但由于2019年以来国内外经济形势严峻，在经济下行和银行信贷增加的共同影响下，2019年宏观杠杆率有所反弹。这也体现了政策层在当前结构性去杠杆过程中面临的防风险与稳增长之间的权衡问题。

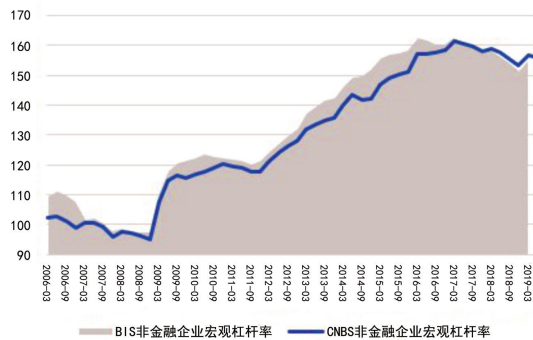


图1 非金融企业宏观杠杆率 (%)

数据来源：BIS，CNBS。

此外，随着去杠杆的逐步推进，政策层、学界和业界均在一定程度上认识到宏观杠杆率不能充分反映企业部门微观杠杆率的结构性问题，不同类型企业的微观杠杆水平存在显著差异，并且表现出明显的分化趋势。一刀切式地、全面地去杠杆不仅与稳增长的前提相矛盾，而且会将一些优质民企从信贷市场挤出，加剧其“融资难、融资贵”的问题。因此，中国的去杠杆工作由单一地抑制企业部门债务规模调整为优化企业信贷资源配置。面对国内外经济形势的变化，下一阶段，如何在保证经济持续健康发展的同时继续推进结构性去杠杆，是有待深入思考的问题。而回答这一问题的关键在于厘清中国企业部门宏微观杠杆率的结构特点及演变过程，即企业杠杆率分化的现象，深入分析企业杠杆率分化的潜在风险和形成机制，以期对后续结构性去杠杆的推进提供基本思路。

已有研究从多个层面对企业杠杆率决定因素进行探究，主要包括企业、行业和宏观环境三个层面。首先，企业层面的理论和实证研究非常丰富，比较重要的企业特征包括规模、盈利能力、有形资产和所有制属性等。<sup>[1]</sup>由于研究的样本数据和检验的理论不同，该方面的研究结论具有一定复杂性。上述因素中所有制属性是中国学者讨论较多的企业特征，其探讨的主要问题是企业所有制属性差异是如何导致国企和非国企杠杆率分化的。<sup>[2]</sup>其次，行业特征也会对企业杠杆率产生

[1] Frank, M. Z., Goyal V. K., “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important”, *Financial Management*, 38(1): 1-37, 2009; Prime, P. B., Qi L., “Determinants of Firm Leverage: Further Evidence from China”, *Chinese Economy*, 46(2): 74-106, 2013.

[2] 钟宁桦、刘志阔、何嘉鑫、苏楚林：“我国企业债务的结构性问题”，《经济研究》，2016年第7期，第102~117页。

影响，例如行业对政策变化的敏感度、行业杠杆中值水平、行业动态变化、行业集中度和行业成长空间等。<sup>[1]</sup>王朝阳等指出，行业异质性使得企业属性存在差异，其融资需求和资本结构对政策变化冲击响应的敏感程度不同。<sup>[2]</sup>最后，宏观经济环境也对企业杠杆率和资本结构具有重要影响，相关的宏观因素包括经济政策不确定性、资产价格、货币政策和政府债务等多个方面。<sup>[3]</sup>通过梳理已有研究可知，分析中国企业杠杆率的结构特征，不仅需要关注企业自身特征，还需立足中国行业和宏观经济环境的基本特点，进行全面综合的分析，以便在下一阶段进一步深入推进结构性去杠杆。

本文将基于非金融上市公司的数据，总结中国非金融企业杠杆率的结构特征及其演变趋势，并从债务风险和信贷效率的角度分析其潜在问题，然后探讨中国杠杆率分化现象的形成原因，最后对未来结构性去杠杆的政策方向做出展望。

## 中国非金融企业杠杆率的结构特征及其潜在问题

金融危机之后，中国非金融企业部门宏观杠杆率快速攀升，微观企业杠杆率呈现出分化趋势，仅关注宏观杠杆率不能充分把握企业杠杆率的结构特征。因此，本文利用 Wind 资讯的 A 股市场非金融上市公司数据<sup>[4]</sup>，总结近些年来企业部门杠杆率的结构特征及其变化趋势，并分析与该结构性特征相关的债务风险和信贷效率问题。

### （一）企业杠杆率的结构特征

首先，非金融上市公司负债分布情况表明（见图 2），制造业，房地产，建筑业，电力、热力、燃气及水生产和供应业以及采矿业是企业债务集中分布的五

[1] 王朝阳、张雪兰、包慧娜：“经济政策不确定性与企业资本结构动态调整及稳杠杆”，《中国工业经济》，2018 年第 12 期，第 134~151 页；Frank, M. Z., Goyal V. K., “Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important”, *Financial Management*, 38(1): 1-37, 2009; Kayo, E. K., Kimura H., “Hierarchical Determinants of Capital Structure”, *Journal of Banking and Finance*, 35(2): 358-371, 2011.

[2] 王朝阳、张雪兰、包慧娜：“经济政策不确定性与企业资本结构动态调整及稳杠杆”，《中国工业经济》，2018 年第 12 期，第 134~151 页。

[3] 纪洋、王旭、谭语嫣、黄益平：“经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化”，《经济学（季刊）》，2018 年第 2 期，第 449~470 页；刘莉亚、刘冲、陈垠帆、周峰、李明辉：“僵尸企业与货币政策降杠杆”，《经济研究》，2019 年第 9 期，第 73~89 页；Liang, Y., Shi K., Wang L., Xu J., “Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China”, *Asian Economic Policy Review*, 12(2): 210-232, 2017.

[4] 若未特别注明，本文的数据均来自 Wind 资讯。

大行业。其中制造业的负债占比最大，截至2019年第一季度，制造业负债占非金融上市公司总负债的30.4%，而房地产和建筑业二者负债比例之和为38.2%，其他行业的负债比例相近。从时间维度上看，建筑业和房地产的负债比例分别是2006年和2007年起逐步上升的，并于2016年超过制造业的负债规模，达到80207.7亿元人民币，占非金融上市公司总负债的33.64%，说明2006年之后房地产和建筑行业的债务规模明显扩张。从所有制属性的角度来看，2002—2019年，国企（包括中央国企和地方国企）在非金融上市公司中的负债占比始终高于60%，2010年增加至84.5%。2011年起民营企业负债占比逐渐上升，2019年第一季度其负债占非金融上市公司总负债的24%。但在上述企业债务集中分布的行业中，国企的负债规模始终明显高于非国企，即使在民企为主的制造业中也是如此。并且随着去杠杆政策的力度增大，2017年之后民企的负债增速明显放缓。

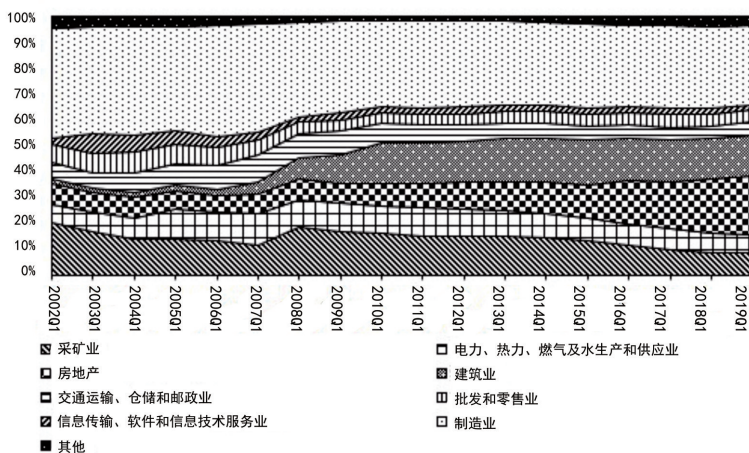


图2 非金融上市公司负债的主要行业分布

数据来源：Wind及作者计算。

其次，结合上述债务分布情况分析上市公司杠杆率的结构特征。先从公司规模的角度展开分析，将非金融上市公司按照规模由小到大排序，等分为五组后计算各组的总资产负债率（见图3）。从图3可以看出，2009年之前，各组企业的杠杆率均上升，且规模最小的企业的杠杆水平相对更高。而2009—2017年第一季度，企业杠杆率呈明显分化的状态。前60%规模较小的上市公司处于去杠杆阶段，0%~20%、20%~40%以及40%~60%三个分位区间杠杆率依次下降24%、17%和13%，并且表现出明显的周期性。而80%~100%分位区间中规模最大的上市公司，其杠杆率反而是稳步上升的。“去杠杆”政策推出后，2017—2018年各

分位区间的杠杆率均上升，其中规模最小的两组上市公司加杠杆的幅度最大，且80%~100%分位区间的上市公司杠杆率未明显下降。

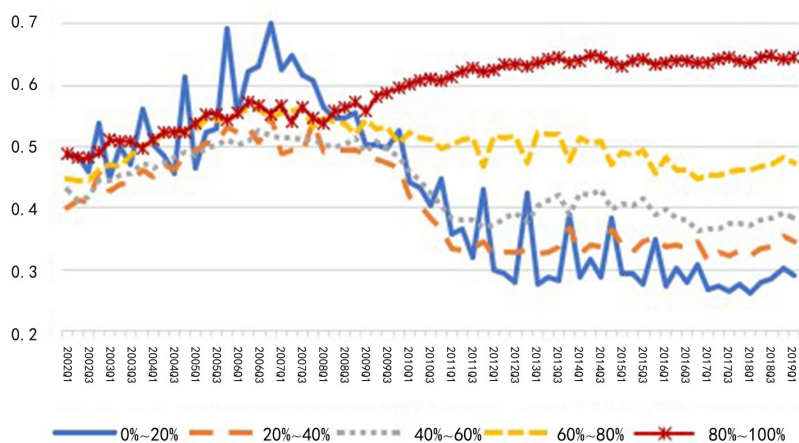


图3 不同企业规模分位区间的上市公司杠杆率

数据来源：Wind及作者计算。

为了进一步明确上述按照企业规模划分的五个分位区间中企业的所有制属性特点，本文对图3中五个分位区间内国企和民企的数量进行统计。2002—2018年接近60%的国企属于企业规模最大前两个分位区间（80%~100%和60%~80%），而只有近20%民企分布于这两个分位区间，大多数民企均属于小规模企业。因此，与学界和业界广泛提及的杠杆率“国进民退”的特点稍有不同，长期以来，除大型国企外，加杠杆的企业还包括大型民企，而中小型国企以及大部分民企在2016年之前在不断去杠杆，直至2017年杠杆率开始回升。

从行业的角度来看，图2和图4表明，房地产，建筑业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业以及制造业既是企业债务规模较大的行业，同时也位于2019年第一季度杠杆率最高的前十个行业之中。2007—2011年，这十个行业中加杠杆的行业有房地产，建筑业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，住宿和餐饮业，交通运输、仓储和邮政业以及制造业。其中，房地产，建筑业，电力、热力、燃气及水生产和供应业三个行业加杠杆的力度较大；2011—2015年，住宿和餐饮业杠杆率大幅上升，共增长27.8%；租赁和商务服务业，房地产和教育行业杠杆率也明显提高；2015—2019年随着政府对环保和教育的投入力度加大，水利、环境和公共设施管理业及教育行业的杠杆率有所上升；此外房地产企业的杠杆率也是上升的。而受经济周期和“三去一降一补”结

结构性改革影响，前十个行业中其他行业的杠杆率在2015—2019年表现出不同程度的下降，如制造业的杠杆率下降了2.6%。因此，2019年第一季度杠杆率最高的前十个行业中，只有房地产行业的杠杆率呈持续上升的趋势，2007—2019年第一季度房地产杠杆率上升了18.1%。

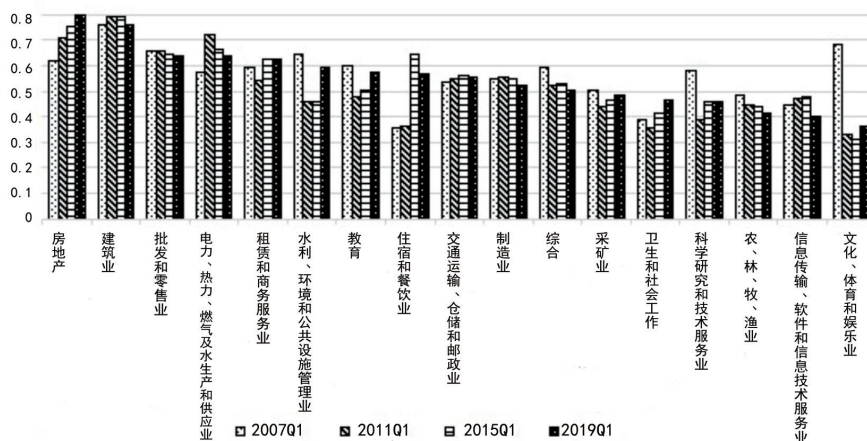


图4 各行业非金融上市公司杠杆率

注：由于居民服务、修理和其他服务业样本过小，未纳入在该图中。

数据来源：Wind及作者计算。

接下来将行业分布与企业规模进一步结合起来展开分析，即按照企业规模从小到大排序等分为五组后，考察各组内的行业分布，进而明确各行业内部的杠杆率变化情况。表1中列出了2018年第四季度五个分位区间中各主要行业的企业数量。第一，从数量上看，五个分位区间中制造业都是主导行业，约50%以上的企业属于制造业，而企业规模越小的分位区间中制造业企业数量相对越多。例如80%~100%分位区间中制造业企业为316家，其他行业企业的总和为360家。而0%~20%分位区间中制造业企业为513家，其他行业企业加总仅162家。第二，表1中房地产，批发和零售业，交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，采矿业和建筑业这些债务集中、杠杆较高的行业中，大规模的企业相对更多。第三，图2和图4中，相比于其他行业，信息传输、软件和信息技术服务业具有负债规模整体处于中等水平而杠杆水平较低的特点。而表1显示，该行业企业的规模较小，多位于0%~20%、20%~40%和40%~60%三个分位区间。

表1 2018年第四季度企业规模分位区间中行业分布情况（单位：家）

企业规模分位区间	制造业	房地产	批发和零售	交通运输、仓储和邮政	电力、热力、燃气及水生产和供应	采矿业	建筑业	信息传输、软件和信息技术服务
80%~100%	316	75	48	47	46	38	35	22
60%~80%	404	24	46	24	27	13	22	55
40%~60%	466	7	21	10	17	10	17	49
20%~40%	490	6	27	12	7	7	7	65
0%~20%	513	5	17	6	4	4	5	72

数据来源：Wind及作者计算。

因此，非金融上市公司杠杆率的结构性特征如下：2009年起大规模企业的杠杆率整体平稳上升，小规模企业则处于去杠杆的阶段，且企业规模越小，去杠杆的程度越大，杠杆率的周期性也越明显，但2017年开始中小企业的杠杆率有所回升。而具体来看，上述大规模企业主要由国企和少量民企构成，且集中于房地产，批发和零售业，交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，建筑业和制造业。

## （二）企业杠杆率结构性特征背后的潜在问题

在分析企业杠杆率时，不能仅根据其水平高低来衡量债务负担和偿债能力，还需进一步探究企业债务资金的配置情况和资产质量。若企业加杠杆后过多持有投资收益较低的资产，或者债务期限较短，但所投资的项目大部分期限较长，这两种情况将使企业进一步陷入借新还旧和资产负债表恶化的恶性循环中。<sup>[1]</sup>因此，本文进一步从风险和效率的角度剖析与企业杠杆率结构性特征相关的潜在问题。

首先，从企业流动负债和流动资产的比例和结构来看，中小型企业主要依赖于短期债务，对流动性的需求更高。本文以流动负债在总负债中的占比来考察非金融上市公司流动性风险，流动负债占比越高时，企业对于流动性的需求越大，短期内的偿债压力也越大。经测算，中国非金融上市公司流动负债占比偏高，该

[1] 刘晓光、刘元春：“杠杆率重估与债务风险再探讨”，《金融研究》，2018年第8期，第33-50页。

指标在总样本中的中值水平为89.8%，说明短期负债是企业负债的主要组成部分。通过分组比较发现，大规模企业以及国有企业的流动负债比例低于中小型企业 and 民营企业，并且这些依靠短期债务资金维持经营的企业主要分布于制造业、批发和零售业以及建筑业，而房地产，交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水生产和供应业以及采矿业企业的流动负债比例整体较低，进而间接说明这些高杠杆企业在获取长期借款方面更具有优势，而中小型企业 and 民企杠杆率较低，但该部分主要通过借入短期资金来维持生产经营。

与此同时，将企业的流动资产与流动负债结合起来可发现，中小型企业 and 民企流动资产与流动负债的比值明显高于大型企业和国企。2017年年末民企流动资产与流动负债的比值达到2.03的峰值，2018年稍降至1.83，而国企方面该比值水平较低且稳定在1.1至1.4之间，2017年为1.36。2018年以来在利润未有所改善的情况下，处于中下游的私营工业企业由于流动资产中应收账款增加，导致应付账款相应上升，进而出现私营企业被动加杠杆的现象。<sup>[1]</sup>上市公司的数据同样能够支持该观点，2018年民企应收账款在流动资产中的比例由2017年的28.8%上升至29.9%，2017—2018年间中小型企业 and 民企确实处于加杠杆的阶段。因此，在应收和应付账款双双增加的背景下，中小型企业 and 民企的流动性风险应得到进一步重视。

其次，高杠杆企业的长期偿债能力较弱，且近两年大部分企业的偿债能力有所恶化。本文比较了不同类型企业的利息保障倍数（息税前利润/利息费用），进而考察企业偿付利息的能力差异。从水平上看，利息保障倍数同样表现出异质性，杠杆率较高的大型企业和国企其利息保障倍数整体低于中小型企业 and 民企。而债务规模较大的行业中，以民企为主的制造业其利息保障倍数的中值水平自2013年以来始终高于其他行业。因此，从长期偿付能力上看，受债务规模的影响，中国的高杠杆企业面临较大的偿债压力，结构性去杠杆将有利于其缓解债务存量形成的负担。

此外，值得关注的是，2017年和2018年大部分企业的利息保障倍数出现不同程度下滑。该问题在中小型企业、民企以及制造业企业间表现得尤为明显，并且与2017—2018年中小型企业杠杆率回升的现象相呼应。例如2016年年末民企利息保障倍数的中值水平为12.04，显著高于国企的利息保障倍数中值3.83；

[1] 何帆：“私营企业的杠杆率为什么会提高？”，[https://money.163.com/18/1002/20/DT4VJM73002580S6.html#from=keyscan\[2019-07-20\]](https://money.163.com/18/1002/20/DT4VJM73002580S6.html#from=keyscan[2019-07-20])。

2018年年末民企利息保障倍数中值为6.64，虽然仍高于国企利息保障倍数4.23，但在2017—2018年内大幅下降。为明确该期间内企业偿债能力恶化的原因，本文进一步考察了非金融上市公司的息税前利润和财务费用情况，发现企业偿债能力恶化可以分为两个阶段。第一个阶段是企业融资成本上升。2017年中国着重推进“去杠杆”，但由于其“一刀切”的特点，中小型企业、民企以及制造业企业的融资受到抑制，财务成本大幅上升，例如2017年第四季度制造业企业财务费用中值是2016年第四季度的3.63倍。第二阶段是企业经营状况恶化。2018年中国推出结构性去杠杆并开始重视中小企业融资难、融资贵的问题，企业财务成本压力有所缓解，2018年第四季度民企和制造业企业财务费用中值同比下降了29%和35%。但由于物价水平低迷和中美贸易摩擦，国内外需求疲软带来的负面冲击，企业盈利能力恶化，利润增速下滑，其偿债能力进一步减弱。

再次，由于中国融资模式的特点，企业杠杆水平与资产价格紧密相关，容易受到资产价格波动的影响。对于中国而言，抵押贷款是较为普遍的银行贷款方式。而受限于抵押物要求，融资约束较强的民营企业则选择股权质押来满足其流动性需求。<sup>[1]</sup>这两种融资模式虽然不同，但均将资产价格变动和企业杠杆水平紧密关联起来。曾海舰的研究表明，2003—2009年间，上市公司持有的房屋建筑物市价每提高1元，在抵押担保渠道的传导下其负债增加0.04至0.09元。<sup>[2]</sup>因此在资产价格尤其是房价处于上行阶段时，企业持有的抵押物价值上升，融资能力得到改善，进而可能催生过度加杠杆的行为。而一旦资产价格进入到下行阶段，抵押品价值缩水不仅会造成企业融资约束增强和债务压力过大，也会增加银行业危机的概率。对于质押股权缓解流动性紧张的民企而言，股权质押将股价与企业杠杆紧密联系起来。股价过度下跌将导致企业被迫强制平仓，暴露在较大的控制权风险之下，损害企业价值，进而造成其资产负债情况的恶化。

最后，除风险因素外，当前杠杆率的结构特征所对应的信贷配置效率如何是另一个值得关注的问题，本文从企业资产报酬率（ROA）的角度加以分析。本文将非金融上市公司按照资产报酬率由低到高排序后等分为五组，这五个盈利能力区间的杠杆率和债务分布具有两方面特点。一方面，高盈利能力的企业杠杆水

[1] 杜丽贞、马越、陆通：“中国民营上市公司股权质押动因及纾解策略研究”，《宏观经济研究》，2019年第7期，第148~160页。

[2] 曾海舰：“房产价值与公司投融资变动——抵押担保渠道效应的中国经验证据”，《管理世界》，2012年第5期，第125~136页。

平较低。2003年之后80%~100%盈利能力分位区间的企业杠杆率中值比60%~80%分位区间的杠杆率中值低3%~10%，而60%~80%盈利能力分位区间的企业杠杆率也明显低于其他三个分位区间的杠杆水平。已有研究能够支持企业盈利能力与杠杆率之间的负相关关系，由于盈利能力较高的企业内部资金较为充足，对外源融资的依赖性较低，其杠杆水平也相对较低。<sup>[1]</sup>这一研究结论可以解释中国低盈利企业杠杆率较高的现象。但是2007—2018年，60%~80%和80%~100%高盈利能力分位区间的企业去杠杆速度是最快的，这两个分位区间的企业杠杆率年均下降1.3%和1.1%。这说明金融危机后盈利情况较好的企业在持续去杠杆，低盈利能力的企业反而保持着较为稳定的杠杆水平，也反映了中国信贷资源配置和利用过程中存在一定的效率损失。

另一方面，相比于去杠杆之前，各行业中信贷资源的配置情况有所改善，但还存在较大的优化空间。由于非金融上市公司的负债主要分布于制造业、房地产等八个行业，本文比较了2013年和2018年这些行业的企业负债在五个盈利能力区间中的分布情况（见图5）。

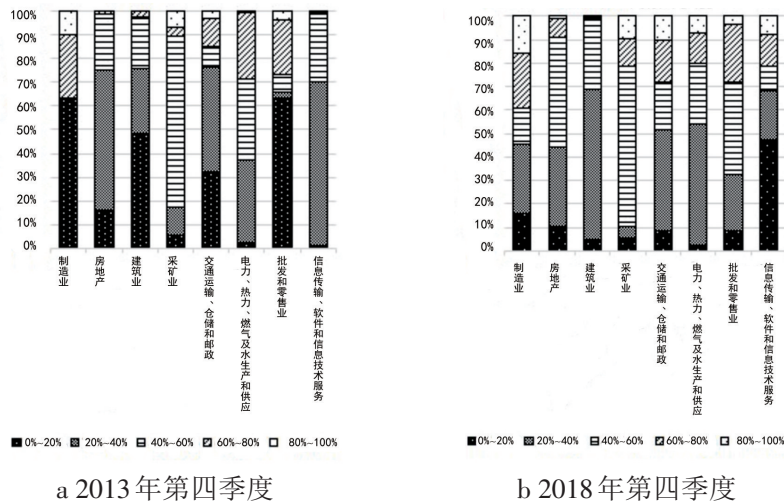


图5 高负债行业在不同盈利能力分位区间的企业负债分布情况

数据来源：Wind及作者计算。

结果发现：第一，除信息传输、软件和信息技术服务业外，2018年其他行业

[1] Jarmuzek, M., Rozenov R., “Excessive Private Sector Leverage and Its Drivers: Evidence from Advanced Economics”, *Applied Economics*, 51(34): 3787-3803, 2019.

0%~20%盈利能力分位区间企业的债务比例下降，即这些行业中低效率企业的债务占比减少，例如制造业0%~20%盈利能力分位区间的企业负债比例由2013年的62.9%减少至2018年的15.5%。第二，2018年，信息传输、软件和信息技术服务业，采矿业，交通运输、仓储和邮政业，制造业，房地产以及批发和零售业中，位于60%~80%和80%~100%两个盈利能力分位区间的企业获得的信贷资金相对更多。因此，在图5这些负债规模较大的行业中，大部分行业的信贷资金配置更趋合理，即低效率企业的负债在行业负债中的占比有所下降，或中高盈利水平企业的负债比例有所提高。但2018年这些行业60%以上的负债仍属于中低效率的企业，即位于0%~20%、20%~40%和40%~60%盈利能力区间内，而房地产行业 and 建筑业90%以上的负债属于中低效率企业，各个行业内部企业信贷资源的分配还具有较大的优化空间。

## 中国企业杠杆率分化的形成原因

企业杠杆率的结构性特征及其潜在风险本质上和中国信贷资金使用效率密切相关，已有文献大多是从宏观或微观的某个角度对该现象做出部分解释。而本部分将从中国企业自身特征、资产价格变化、宏观政策调整以及特定经济体制背景等多个方面来综合阐述企业杠杆率结构性特征的形成原因。

### （一）企业特征差异

上文从企业规模、所有制属性和行业分布三个方面综合概括了企业杠杆率的结构性特征及其演变趋势。考虑到中国金融体系是间接金融为主导的，银行贷款是企业外源融资的主要方式，这些企业特征差异将会影响银行的贷款对象选择，催生信贷配给问题，从根本上决定了微观企业杠杆率具有结构性差异。

首先，长期以来，企业的所有制属性被认为是影响银行信贷决策的重要因素之一。<sup>[1]</sup>随着中国金融市场化改革的推进，由所有制属性而产生的信贷歧视问题已经有所缓解。但国有银行在金融体系中仍处于主体地位，信贷资金配置表现出一定的所有制偏向性，国有企业更容易获得低息、大额的信贷资金。这种融资优势主要与以下几方面特征有关：第一，政治联系。宋增基等人的研究将国有股权视作企业与政府之间的关联纽带，这种政企关联有利于企业获得各种政策优惠，

[1] Song, Z., Storesletten K., Zilibotti F., "Growing Like China", *American Economic Review*, 101(1): 196-233, 2011.

也将企业利益与国有股东利益关联起来，从而传递出政府认可与支持企业的信号，能够有效消除银行所面临的信息不对称问题，这种政治关联对于民营企业尤为重要。<sup>[1]</sup>第二，预算软约束。由于国企所有制属性的特殊性，其承担的社会责任更大，当国企经营出现问题，政府更可能出面协调并调动资源帮助其解决问题，因此国企预算的约束作用较弱，公众对于其债务存在刚性兑付的预期。<sup>[2]</sup>在经济下行压力较大的时期，例如2008年全球金融危机，考虑到企业经营风险和预算软约束，在国企和非国企中，银行更倾向于优先为前者提供贷款。

其次，随着中国市场化改革的推进，政府干预减弱，银行和企业的信贷决策更遵循市场化原则，制度环境得到改善，所有制因素在信贷活动中的作用有所削弱，企业自身禀赋的影响相对增强。苟琴等人的研究从两种角度对信贷配给问题加以分析：一是银行拒绝企业贷款申请或仅满足其部分贷款需求；二是企业存在消极意愿而形成自我配给。研究结果表明企业规模对信贷资金供需双方的决策均具有显著影响，与大型企业相比，中小型企业更可能受到以上两方面的信贷配给，但国企和非国企在银行配给和自我配给上没有显著差异。<sup>[3]</sup>规模歧视型的信贷配给能够为图3中2002—2019年大型企业杠杆率持续上升的现象提供解释，大型企业在财务信息质量和抵押物数量方面具有更明显的优势，所面临的信贷配给问题较弱。因此，在金融危机时期中小型企业杠杆率持续下行的阶段，大型企业杠杆率仍逐渐上行并稳定于较高的水平上。

再次，除规模歧视外，部分观点认为银行的信贷决策与行业的关系更加密切，行业偏好比所有制偏好更适合解释中国以投资驱动的经济事实。从1996年开始，中国大量流动性注入重工业企业中，以推动基础设施和基础工业建设快速发展，加之抵押品要求在中国银行信贷活动中起到重要作用，重工业企业在信贷资源方面对轻工业企业产生挤出作用。而行业角度比所有制角度更合理地解释中国企业间信贷配置差异的原因在于，“抓大放小”的国企改革过程中，一些小规模的、劳动密集型的国企被私有化。2000年之后国企固定投资份额逐渐降低，其趋势与中国投资驱动的发展模式呈现出不一致的特征。而重工业企业同时囊括

[1] 宋增基、冯莉茗、谭兴民：“国有股权、民营企业参政与企业融资便利性——来自中国民营控股上市公司的经验证据”，《金融研究》，2014年第12期，第133~147页。

[2] 姚洋、范保群：“我国有能力解决国有企业杠杆率偏高问题”，《人民日报》，2016年11月25日。

[3] 苟琴、黄益平、刘晓光：“银行信贷配置真的存在所有制歧视吗？”，《管理世界》，2014年第1期，第16~26页。

国企和私企，且大型私企的数量逐渐增多，因此在信贷资源配置方面，行业差异也对中国企业部门杠杆率的变化特点起到重要影响。<sup>[1]</sup>

## （二）资产价格变化

银行为企业提供贷款的主要形式是抵押贷款，需要一定的抵押品或担保品。图6显示的上市银行披露的贷款余额中，仅有20%~30%为信用贷款，其余均为担保贷款，即保证贷款、抵押贷款和质押贷款的综合。土地、房产和股票等资产是企业贷款的主要担保品，其价值变动不仅会影响企业本身的资产价值，同时也会作用于企业的融资能力，从而带来企业杠杆率的变化。微观企业个体在资产持有方面的情况比较复杂，进而也使得不同种类的资产价格变动对企业杠杆率的影响存在较大差异，相应产生杠杆率分化的现象。

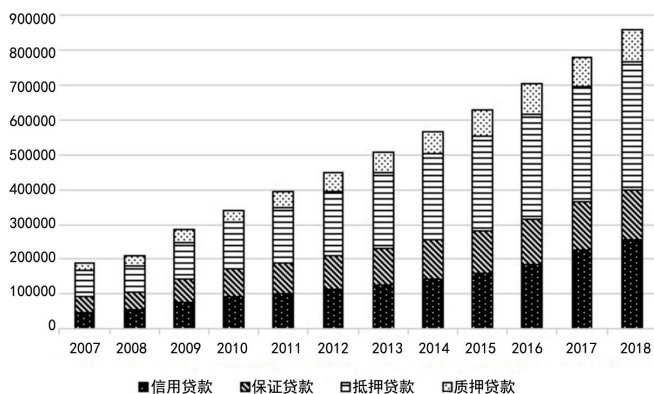


图6 上市银行贷款余额结构（亿元）

数据来源：Wind及作者计算。

根据已有研究测算，2007年之前，除金融业、房地产以及建筑业外，其他行业的上市公司所进行的土地投资比例非常小。而2007年之后这部分上市公司的土地投资迅速扩张，其中大部分为商服用地。2010年商服用地投资在企业净投资中占比达到30%，2012年开始有所下降，但仍然保持一定的比例。<sup>[2]</sup>土地价格主要通过三种渠道影响到企业部门内的资源配置。第一，抵押品效应。作为贷款

[1] Chang, C., Chen K., Waggoner D. F., Zha T., “Trends and Cycles in China’s Macroeconomy”, NBER Macroeconomics Annual, 30(1): 1–84, 2016.

[2] Chen, T., Liu L. X., Xiong W., Zhou L., “Real Estate Boom and Misallocation of Capital in China”, Working Paper, 2017, [https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=CICF2018&paper\\_id=915\[2020-03-05\]](https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=CICF2018&paper_id=915[2020-03-05]); Liu, C., Xiong, W., “China’s Real Estate Market”, NBER Working Paper, No. 25297, 2018.

的抵押品，持有土地的企业更容易从银行获得贷款进而扩大企业的投资规模，且商服用地作为贷款抵押品对企业投资产生的刺激作用强于住宅用地和工矿仓储用地，工矿仓储用地的抵押品效应是最弱的。第二，投机动机。基于房地产价格的升值预期，企业将迅速扩张房产土地方面的投资，以追逐这种投机行为所带来的高收益。但在扩张房产投资时，企业会缩减研发和专利申请方面的支出，该研究的结果表明持有土地的企业其托宾Q值和全要素生产率均低于未持有土地的企业。第三，挤出效应。由于持有土地的企业在银行贷款方面具有明显优势，能够抬高信贷市场的资金成本，将未持有土地或者抵押品数量较少的企业从信贷市场挤出，<sup>[1]</sup>从而削弱该部分企业的投资和创新活动，形成资源错配，产生效率损失。据已有研究估计，商服用地价格每上升1单位，全要素生产率将总体下降9%，而2000—2015年商服用地出现近6倍的价格增长。<sup>[2]</sup>在房地产繁荣背景下，房地产行业 and 建筑业的企业债务规模比例持续增大（见图2），2007—2019年第一季度各行业中只有房地产业的杠杆率持续上升（见图4），信贷资源配置效率受到较大影响。因此，房产、土地作为贷款抵押品，其价值变动不仅会影响企业生产经营决策，而且会改变信贷资源在企业间的配置状况，导致不同类别的企业在杠杆率和负债规模上相应表现出明显差异。

除房产、土地的抵押品效应外，股票也同样发挥着抵押品的作用。企业可以通过股权质押的方式来补充流动性，使得股价与企业杠杆紧密联系起来。以资产价格上升为例，当企业资产价格提升时，在资产负债表渠道下，企业净值提升，融资能力增强，企业杠杆率的变化方向取决于资产和负债扩张的相对速度，因此企业杠杆率上升不能片面理解为是企业债务规模增大而导致的，也可能是企业资产缩水使得企业偿债压力增大。以2018年为例，据Wind统计，截至2018年7月1日，A股市场中98.6%的非金融上市公司参与了股权质押合约，共3235家企业。参加股权质押的企业48.2%来自于中小板和创业板。另外总共114家上市公司股权质押比例高于50%，95家企业为民营企业。股权质押是中小企业、民营企业补充流动性的重要方式，但由于2018年多数股票价格大幅下跌，为避免触及

---

[1] 董兵兵、徐慧伦、谭小芬：“稳增长下的货币政策与结构性去杠杆——基于动态随机一般均衡模型的分析”，中国世界经济学会2019年国际金融论坛会议论文。

[2] Chen, T., Liu L. X., Xiong W., Zhou L., “Real Estate Boom and Misallocation of Capital in China”, Working Paper, 2017, [https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db\\_name=CICF2018&paper\\_id=915\[2020-03-05\]](https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=CICF2018&paper_id=915[2020-03-05]).

股权质押合约的平仓线，股东补仓以及强制平仓的过程促使股票质押比例和股价形成负向联动机制，民营企业面临股价缩水和融资困难的双重压力。因此测算结果显示，2018年民营上市公司债务增速明显放缓，但杠杆率大幅攀升，由第一季度的53.3%升至第四季度的55.9%。这种杠杆率走高的现象是由流动性紧张和企业资产价格的不利变动共同导致的，而并非民营企业过度扩张债务。

### （三）宏观经济政策与外部经济环境

全球金融危机后企业杠杆率的分化现象更加明显。但企业自身特征的变化具有渐进性，难以在金融危机之后产生较大突变，因此除企业特征差异与资产价格调整外，杠杆率分化现象的显现与全球金融危机之后宏观经济政策与外部经济环境整体变化是有关的。首先，从货币政策的角度来看，货币政策会通过信贷渠道和资产价格渠道调整信贷资金和资产价格，进而影响企业杠杆率。当央行放松货币政策时，一方面，在银行信贷渠道下，企业的融资成本下降，可贷资金增加，债务规模随之上升；另一方面，在资产负债表渠道下，企业净资产价值上升，融资能力上升，因此企业杠杆率将上升。伍戈通过分析历史数据发现，央行收紧货币政策时，利率上升，企业杠杆率会相应下降，但持续地收紧货币政策对产出造成不利影响，不具有可持续性，反而将使企业杠杆率上升。<sup>[1]</sup>而在中国金融市场还不完善的情况下，货币政策收紧将使企业转而采取成本较高的替代性融资，例如商业信用和委托贷款，从而满足其流动性需求。因此，当央行紧缩货币政策时，企业能够通过其他替代性融资方式来补充信贷资金，并且货币政策紧缩程度越高，替代性融资方式的优势越明显。货币政策对企业债务规模未起到有效的抑制作用，加之企业资产价值会随货币政策收紧而降低，企业杠杆率将呈现上升趋势。综合来看，货币政策过于宽松或紧缩，都将导致杠杆率上升。<sup>[2]</sup>此外，替代性融资方式中，委托贷款具有逆信贷周期的属性，在正规信贷收缩时委托贷款的规模是扩张的，起到补充正规信贷缺口的作用，且其资金流向主要是由国企到非国企，国企在其中起到金融中介的作用。已有研究指出2009—2015年，75.33%房地产行业的委托贷款用于补充非国企的流动性，因此说明国企以及非国企信贷

[1] 伍戈：“持续紧货币在现实中并不具有可行性”，[http://www.sohu.com/a/240392303\\_257448](http://www.sohu.com/a/240392303_257448) [2019-07-20]。

[2] 谭小芬、李源、徐慧伦：“紧缩性货币政策有助于非金融企业‘去杠杆’吗？——基于我国上市非金融企业的经验分析”，第八届“宏观经济政策与微观企业行为交叉研究”学术研讨会（2019）会议论文。

资金的来源以及充裕程度均不同，对货币政策的反应程度也表现出显著差异，非国企杠杆率会对货币政策的调整做出更敏感的反应。<sup>[1]</sup>

其次，在财政分权的体制下，地方政府干预行为也是影响信贷资源配置情况的重要因素。中国自1994年起实行分税制，将不同税种划分为中央财政收入和地方财政收入。地方政府财政收入大幅下降，但需要负责行政、科教文卫及公共投资等各项支出，掌握着地方经济的自主决策权，具有较强的行政干预能力。在地方政府竞争、官员晋升激励、地方财政压力等多重因素的共同叠加作用下，地方政府通过多种直接或间接手段干预企业及金融体系的正常运营，以满足其短期经济绩效的要求。例如地方政府以低价出让工业用地以吸引企业，企业将廉价获得的土地作为抵押物能够从银行申请额度更高的贷款；<sup>[2]</sup>而对于商服、住宅用地则放任其价格上涨，以此来增加预算外收入；<sup>[3]</sup>或者运用财政补贴、税收优惠、金融管制等权力，来引导当地企业生产经营的方向；将资源配置在周期短、风险低、见效快的项目上；或者通过任命地方国企高管形成政企关联，参与到企业生产经营决策的过程中。<sup>[4]</sup>此外，地方政府的融资行为本身会对国企和非国企杠杆分别产生挤入和挤出效应。<sup>[5]</sup>因此，地方政府的干预行为使得信贷资源配置更多地向房地产、建筑业以及基础设施建设行业倾斜。而2008年全球金融危机爆发后四万亿财政刺激计划的推出，地方政府在产业政策和企业引导方面干预作用进一步凸显，企业间的杠杆率分化现象更加明显。

再次，一些研究将该现象的原因归结为经济政策不确定性的上升。经济政策不确定性是指经济主体对未来经济政策调整情况以及调整时间的不确定性。由于企业在进行投融资决策时会将未来经济政策考虑进来，因此其杠杆率和现金持有也会随经济政策的不确定性而变化。金融危机发生后，宏观经济政策的变数增大，企业未来现金流的不确定性增加，企业将相应增加当期现金持有量，杠杆率

[1] Chen, K., Ren J., Zha T., "The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China", *American Economic Review*, 108(12): 3891-3936, 2018; 钱雪松、徐建利、杜立：“中国委托贷款弥补了正规信贷不足吗？”，《金融研究》，2018年第5期，第82~100页。

[2] 黄健柏、徐震、徐珊：“土地价格扭曲、企业属性与过度投资——基于中国工业企业数据和城市地价数据的实证研究”，《中国工业经济》，2015年第3期，第57~69页。

[3] 雷潇雨、龚六堂：“基于土地出让的工业化与城镇化”，《管理世界》，2014年第9期，第29~41页。

[4] 吴延兵：“中国式分权下的偏向性投资”，《经济研究》，2017年第6期，第137~152页。

[5] Liang, Y., Shi K., Wang L., Xu J., "Local Government Debt and Firm Leverage: Evidence from China", *Asian Economic Policy Review*, 12(2): 210-232, 2017.

显著降低。特别是融资可得性较差的中小型企业而非国企，其杠杆水平下降得更多；同时，为规避经营风险，保证贷款能够按时收回，作为信贷供给方的银行也更愿意将资金借给享有政府隐性担保的国企。<sup>[1]</sup>因此，大规模企业以及国企杠杆率是上升的。

最后，结构性改革政策和防范金融风险相关措施的有效配合能够改善信贷资金在企业层面的使用效率。上文图5显示，在负债规模较大的行业内信贷资金逐渐由低效率企业向中高效率企业转移。这种信贷配置情况的改善与两个方面的政策环境变化有关。一是中国持续推进的僵尸企业出清工作。根据2018年4月国家发改委出台的《关于做好2018年重点领域化解过剩产能工作的通知》，“僵尸企业”的特征可概括为长期停工停产、连年亏损、资不抵债，没有生存能力和发展潜力。在僵尸企业出清工作的持续推进下，2018年末纳入专项工作范围的僵尸特困企业比2017年减亏增利373亿元，比2015年减亏增利2007亿元，完成处置工作的僵尸特困企业超过1900户。<sup>[2]</sup>因此，在处置低效率、高杠杆的僵尸企业后，各个行业中低盈利能力企业的债务比例明显下降。二是金融监管收紧，企业金融化程度下降，经济“脱虚向实”得到有效推进。在非金融企业“脱实向虚”的背景下，国企、上市公司以及大型企业在获得银行贷款后，会充当信用中介将资金转借给中小企业以及非上市企业，或者成立子公司专门从事该业务。<sup>[3]</sup>该融资模式拉长了资金链条，最终处于资金链末端的中小企业、非上市企业以及回报率较高的企业获得的资金较少。而随着2018年4月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》落地，多层嵌套业务受限，企业金融化程度减弱，信贷资金的分布结构得到改善。

### 未来结构性去杠杆的政策重点

中国已由“一刀切”式去杠杆进入到结构性去杠杆的阶段，但是目前去杠杆

[1] 张成思、刘贯春：“中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角”，《经济研究》，2018年第12期，第51-67页；纪洋、王旭、谭语嫣、黄益平：“经济政策不确定性、政府隐性担保与企业杠杆率分化”，《经济学（季刊）》，2018年第2期，第449-470页。

[2] 数据来源：《人民日报：加大力度妥善处置“僵尸企业”》，<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588139/c10379257/content.html>[2019-07-20]。

[3] 王永钦、刘紫寒、李嫦、杜巨澜：“识别中国非金融企业的影子银行活动——来自合并资产负债表证据”，《管理世界》，2015年第12期，第24-40页。

政策的结构性效果还有待进一步凸显。虽然信贷资金在低盈利企业中的分配比例相对下降，但部分行业企业的杠杆率和债务规模仍未得到有效控制，例如房地产行业 and 建筑业。而且2017年之后，由于流动性收紧以及资产价值缩水，民营企业以及中小企业杠杆率被动上升，并伴随债务风险增大，融资难融资贵的问题未得到有效解决。针对未来结构性去杠杆工作，应从企业经营环境、企业债务处置、房地产调控、货币政策和财政政策体系五个方面发力。

#### （一）强化国企预算约束，构建竞争中性的经营环境

杠杆率结构性特征对应的潜在问题是信贷配置的低效率，而针对该效率问题，结构性去杠杆需要从企业内部和市场环境同时着手加以改进。从企业内部来看，国企的融资优势与其预算软约束有密切关联，而化解国企预算软约束就是要强化国企资产负债约束的作用，需要企业自我约束和外部约束的共同作用。一方面，明确国企始终是其资产负债管理的首要责任主体，促使国企充分重视2018年9月《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》中提及的资产负债率基准水平和预警水平，综合市场环境和资金成本，保持合理的资本结构，一旦当企业出现财务风险时，应主动与债权人协商并及时开展债务处置工作。此外，国企应将质量和效益置于企业经营管理的核心地位，通过提高资产回报率和盈利能力扩大其内源资本。另一方面，有关监管部门应依据国企资产负债率的基准水平和预警水平，持续关注国企的债务情况，对于债务风险偏高的国企，应在市场化原则的基础上推动其通过业务重组、债转股等方式妥善处置债务。而金融机构应发挥协同约束的作用，促进机构间的信息共享，从国企的信用风险出发设置客观合理的贷款条件，对于高债务风险的国企，应谨慎对待甚至停止为其提供新增贷款资金。

营造公平竞争的企业经营环境是结构性去杠杆的外部前提。竞争中性意味着政府及金融机构需要以市场化的原则来审视国企和非国企、大型企业和中小企业，消除部分企业在经营过程中的非正当优势。构建竞争中性市场环境的关键在于处理好政府和市场的关系，以往政府主导的硬性产业政策已不再符合公平竞争的市场环境要求。市场化手段在经济运行中应逐渐发挥其主导作用，而政府则应在法律体系和市场监管方面予以支持。例如通过区分企业和股东个人财产、加大民企的刑事保护力度等，实现各类企业的平等保护，健全知识产权保护制度和侵权赔偿制度。而针对拖欠民企账款导致其被动加杠杆的问题，政府应通过立法监督企业依照合同履行付款期限，推进相关惩戒措施的出台和信用体系的构建，提

高拖欠成本。

(二) 加快僵尸企业出清，以市场化债转股和发展资本化解债务存量

企业偿债能力下降同样也是杠杆率结构性特征背后的潜在问题，而出清扭亏无望的僵尸企业，推动市场化债转股，通过发展资本市场拓宽企业股权融资渠道可以有效减轻企业的债务压力。首先，加快僵尸企业出清作为结构性去杠杆的重要环节，能够优化资金使用效率，但需要政府、银行和企业的三方配合。政府方面，要做好僵尸企业的分类工作，对扭亏无望以及仍具有一定发展前景的企业加以分类处理，督促已位于处置清单的企业及时退出，保证信息公开，防止企业以资产转移等方式逃废债务，防止形成“大而不能倒”的预期。此外，政府要协调好失业员工的再就业工作，为雇佣失业人员的企业提供适当补贴，在开展僵尸企业的处置工作同时提供稳定的社会环境。银行方面，则需要清查不良贷款，并通过多种渠道加以妥善处置，例如出售至资产管理公司或打包成资产证券化产品，避免采取过桥贷款、借新还旧等短视行为，为维系企业存续而掩盖不良贷款的实际情况。同时，关注银行资本金情况并及时补充，避免因资本金减少而影响正常业务经营。企业方面，按照自身所处的僵尸企业类别，积极配合政府和银行办理并购重组、股权转让以及破产清算等工作，充分盘活有效资产，进行偿还债务的自救工作，改进管理模式，提高自身经营效率，切实解决过剩产能的问题，并承接好失业人员的安置工作。

其次，市场化债转股和发展资本市场同样可以在化解债务存量、缓解偿债压力方面发挥重要作用，二者也分列于2019年7月出台的《2019年降低企业杠杆率工作要点》。下一阶段债转股工作应围绕以下两个重点展开，一是扩宽企业覆盖面，提高债转股质量。早期的债转股企业主要集中于能源、煤炭、钢铁、有色金属等周期性较强的行业，且以国企为主体，<sup>[1]</sup>进而导致公众形成政府对国企予以政策支持预期。未来的债转股对象将进一步覆盖优质企业和民企，优质企业涵盖品牌知名度高、市场竞争力强、经营运转正常的高杠杆优质企业或企业集团内优质子公司及业务板块。该做法有利于提高债转股的市场化程度，做到对待国企和民企一视同仁。二是债转股工作需要与多层次的资本市场相配合，从而完善健全股权退出机制，提高股权流动性和交易活跃程度。而且发展多层次资本市场，如新三板和科创板，促进其发挥股权融资功能，实现投资主体多元化，能够使社

[1] 李广子、谢作翰：“市场化债转股的实施进展”，《中国金融》，2018年第17期，第72~74页。

会资本在市场机制的作用下配置在不同企业间并形成股权资本，有助于结构性去杠杆的有效开展。

### （三）按照因城施策稳定房价，完善中小企业和民企金融服务体系

由于抵押品优势，房地产和建筑业成为非金融企业部门中杠杆率偏高的行业，债务规模扩张速度也较快，并且这两个行业中90%以上的债务分布于中低盈利的企业（见图5）。由于土地和房产具有抵押品的作用，其价格过度波动不仅将影响房地产、建筑业等相关行业，还将导致其他行业企业的资产价值以及杠杆率的不利变化。因此，有效控制房价对于兼顾稳增长和防风险具有重要意义。由于不同地区的房地产市场所处的周期阶段不同，一刀切的调控政策效力有限。2016年推出的因城施策房地产调控同时实现了抑制一线和二线城市房地产需求，并推进三线和四线城市房产去库存，而未来因城施策仍然是保证房地产市场稳定的有效手段。建立长效管理机制，稳定公众对于土地房产的价格预期，不仅要避免房地产成为短期刺激的手段，而且要在房产和土地价格基本稳定的情况下完成去库存工作，以配合结构性去杠杆的推进。

此外，对于企业而言，土地、房产等抵押物具有重要意义的原因在于当存在信息不对称问题时，银行会优先将资金贷给抵押物充足、经营风险较小的企业，该抵押约束渠道也体现在上文企业杠杆率结构性特征的形成原因中。因此，针对抵押物不足的中小企业和民企，解决其融资难、融资贵问题的着手点是弱化信息不对称的影响。降低中小企业和民企信息不对称程度，一方面要促进银行在中长期内与企业建立起较为稳定的银企关系，同时培育与中小企业和民企经济结构相适的中小金融机构，形成针对中小企业和民企的服务体系；另一方面，规范企业的财务报表，提高其财务信息质量，鼓励其加强信用管理和守法经营意识，发展针对中小企业和民企的市场化融资增信服务体系，规范企业以动产申请抵质押融资的登记和公示流程，从而降低中小企业和民企融资的综合成本。

### （四）深化利率市场化改革，切实降低企业贷款成本

中国前期去杠杆政策“一刀切”的特点以及2018年金融去杠杆力度加大导致国内有效需求不足和民企融资成本走高。作为应对措施，虽然央行基础货币投放增加，但金融去杠杆背景下信用条件收紧，货币政策机制传导不畅，基础货币难以派生信用并注入实体经济中，民企流动性匮乏的问题仍然存在，货币政策并未推动结构性去杠杆取得实质性进展。因此，针对结构性去杠杆，宽货币和宽信

用的组合更为适用，<sup>[1]</sup>即央行应当大力疏通货币政策传导机制，将流动性有效注入至实体部门，保证政策利率调整充分地传导至信贷市场中，降低中小企业以及民企的融资成本，化解金融去杠杆所带来的紧信用问题。此外，针对金融去杠杆将对影子银行业务产生的限制作用，央行可以通过加强结构性货币政策工具的创新和完善进一步协调货币政策与金融去杠杆，及时为中小企业和民企补充流动性，避免在金融去杠杆的过程中挤出该部分企业，阻碍结构性去杠杆的推进。

在宽货币和宽信用的政策组合中，货币政策的传导机制畅通与否起到重要作用。目前中国已通过改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，增进市场利率和贷款利率间的传导效率，企业贷款成本相应下行。但中国利率市场化改革进程还处于不断深化的阶段，LPR 报价机制还需要进一步细化，例如5年以上的期限品种和具体定价方式还有待明确。此外，其他国家常规的货币政策传导机制主要表现为央行通过调整银行间市场的短期政策利率，进而传导至其他期限的市场利率以及贷款利率。与此不同，中国央行是通过调控中期借贷便利（MLF）利率进而影响LPR和贷款利率，该机制为中国货币政策的利率机制提供了一条较为畅通的途径。但MLF仍是由央行确定的，更多地反映央行的意愿，市场化程度偏弱，中国货币政策的利率并轨以及利率市场化改革还存在继续推进的空间。

#### （五）理顺中央与地方政府的财政关系，明确政府债务与企业债务边界

由于地方政府干预行为以及地方发债均会加剧企业杠杆率的分化，使得信贷资源更多地向房地产、建筑业以及基础设施建设行业企业以及国企倾斜，中小企业以及民企被迫去杠杆。而理解中国地方政府行为的关键在于长期以来中央和地方政府关系始终未理顺，具体表现为地方政府政绩考核不合理以及财权与事权不统一。针对此问题，首先应当完善地方政府政绩考核体系。政绩考核指标体系的选择会对地方政府行为起到激励作用。以往的指标体系过于强调GDP目标，导致地方政府将资源引导至周期短、创新性低和见效快的企业，以自身偏好干预企业的市场化经营。因此，考核地方政府时应当淡化GDP目标，明确地方政府在经济中的行政权力和干预权限，并借助人大、政协和媒体公众加以横向监督，制约其对短期绩效的追逐。其次，协调地方政府财权与事权的关系，建立针对地方政府债务的有效管理机制。由于财权与事权不匹配，地方政府对土地出让的依赖程度较高，同时也更有动机介入金融部门影响信贷资源的分配，造成多方效率损

[1] 徐高：“去杠杆应有新思路”，<http://opinion.caixin.com/2019-02-16/101380424.html>[2019-07-20]。

失。建立高效的转移支付制度，合理规划中央及地方政府财政支出责任，从激励相容和外部性角度出发，适当增加地方财政的独立性，弱化中央政府对其债务的行政性约束。但是也要构建更为有效的地方政府硬约束机制，例如参考联邦制国家的政府破产制度，在避免乱作为的同时要使有能力、有资金需求的地方政府具有一定自主权，这是从根源上避免地方政府对企业信贷配置的干预行为。

此外，在厘清中央与地方财政关系的基础上，由上至下来看，地方政府和企业二者的债务边界需要进一步划分清楚。地方政府经由国企部门，以企业债务变相开展债务融资的行为需要严令禁止。而对于地方政府已经形成的、以企业债务存在的隐性债务可以通过盘活资产等方式灵活化解其债务存量，但要避免债务处理过速对资产价格形成下行压力。同时，也要进一步避免强制要求国企承担社会责任。而当国企对国家和地方的发展战略予以配合时，应得到完善的权益保护，使国企始终能够将追求质量和效益放在企业经营的首位，这也是解决国企预算软约束、构建竞争中性市场环境的重要前提。■

（责任编辑：崔秀梅）