**货币松楼市火 去“僵死”债转股**

**----2016年第3季度宏观经济分析**

中评网·天则所

张曙光 张弛

**货币松楼市火 去“僵死”债转股**

**----2016年第3季度宏观经济分析**

中评网·天则所 张曙光 张弛

内容提要：今年前三个季度，GDP增长均为6.7%，显示了经济运行短期趋稳的态势，使得实现政府的增长目标有了可靠保证，释缓了稳增长的压力，为调整转型腾出了空间。不过，依靠货币宽松和楼市狂涨的支撑，又加剧了经济运行的风险，也增加了调整转型的困难；其实，房地产也无法支撑中国经济的巨大体量。如果说煤钢去产能带有深厚的行政色彩，那么，以债转股为重点的去杠杆则具有市场化的特征。管资本是国企改革的一大进步，从形成平等竞争市场秩序和促进中国企业家成长出发，改革的另一个思路是，按照做积极所有者和消极所有者的模式分类推进。

**一、总量态势**

**1.经济增速前三季持平**

初步核算，前三季度国内生产总值529971亿元，按可比价格计算，同比增长6.7%。三个季度的增长率完全相同，真是稳定到家。分产业看，第一产业增加值40666亿元，同比增长3.5%；第二产业增加值209415亿元，增长6.1%；第三产业增加值279890亿元，增长7.6%。从环比看，三季度国内生产总值增长1.8%。

前三季度，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长6.0%，增速与上半年持平。分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长1.0%，集体企业增长0.7%，股份制企业增长6.9%，外商及港澳台商投资企业增长4.2%。分三大门类看，采矿业增加值同比下降0.4%，制造业增长6.9%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.3%。



**2.生产者价格止跌回升**

前三季度，居民消费价格同比上涨2.0%，涨幅比上半年回落0.1个百分点。其中，城市上涨2.0%，农村上涨1.8%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨4.1%，衣着上涨1.5%，居住上涨1.5%，生活用品及服务上涨0.5%，交通和通信下降1.8%，教育文化和娱乐上涨1.4%，医疗保健上涨3.6%，其他用品和服务上涨2.4%。在食品烟酒价格中，粮食价格上涨0.5%，猪肉价格上涨21.2%，鲜菜价格上涨12.3%。

前三季度，工业生产者出厂价格同比下降2.9%，降幅比上半年收窄1.0个百分点；9月份同比上涨0.1%，结束了同比连续54个月下降的态势，环比上涨0.5%。前三季度，工业生产者购进价格同比下降3.8%，9月份同比下降0.6%，环比上涨0.4%。



**3.城镇新增就业超过千万人**

今年前3个季度，城镇新增就业1067万人，保持了过去3年每年新增就业1300万人的势头。另据9月31日对31个城市的调查，城镇调查失业率低于5%，为近年来首次。

**4.外汇储备连续下降**

9月末，国家外汇储备余额为3.17万亿美元，创五年来新低。9月末，人民币汇率为1美元兑6.6778元人民币，比上年同期贬值3165个基点。

2016年前三季度，以人民币进行结算的跨境货物贸易、服务贸易及其他经常项目、对外直接投资、外商直接投资分别发生3.18万亿元、8496亿元、8340亿元、1.04万亿元。

**二、因素与结构**

**1.民间投资继续下滑 消费品零售增长稳定**

前三季度，全国固定资产投资（不含农户）426906亿元，同比名义增长8.2%（扣除价格因素实际增长9.5%），增速比上半年回落0.8个百分点，但7月、8月和9月当月投资分别增长3.9%、8.2%和9.0%，增速连续2个月加快。国有控股投资151617亿元，增长21.1%；民间投资261934亿元，增长2.5%，占全部投资的比重为61.4%。分产业看，第一产业投资13402亿元，同比增长21.8%；第二产业投资167497亿元，增长3.3%；第三产业投资246008亿元，增长11.1%，其中基础设施投资83245亿元，增长19.4%。

前三季度，社会消费品零售总额238482亿元，同比名义增长10.4%（扣除价格因素实际增长9.8%），增速比上半年加快0.1个百分点。其中，限额以上单位消费品零售额108344亿元，增长7.8%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额204940亿元，同比增长10.3%，乡村消费品零售额33542亿元，增长10.9%。

前三季度，全国网上零售额34651亿元，同比增长26.1%。其中，实物商品网上零售额27950亿元，增长25.1%，占社会消费品零售总额的比重为11.7%。



**2.进出口降幅收窄 对外直接投资大增**

前三季度，进出口总额175318亿元，同比下降1.9%，降幅比上半年收窄1.7个百分点；其中，出口100585亿元，下降1.6%，收窄1.1个百分点；进口74733亿元，下降2.3%，收窄2.4个百分点。进出口相抵，顺差25852亿元。

2016年1-8月，我国实现服务贸易进出口总额34714亿元人民币，同比增长24%。其中，服务出口11893亿元，同比增长11.2%；服务进口22821亿元，同比增长31.9%。



2016年1-9月,我国境内投资者共对全球160个国家和地区的6535家境外企业进行了非金融类直接投资，累计[对外直接投资](http://fec.mofcom.gov.cn/channel/tjzl.shtml)8827.8亿元人民币（折合1342.2亿美元），同比增长53.7%；对外承包工程新签合同额9722.9亿元人民币（折合1478.3亿美元），同比增长7.4%；9月末我在外各类劳务人员98.2万人。

**3.税收超过10万亿 预算支出大于收入**

1-9月累计，全国一般公共预算收入121400亿元，同比增长5.9%。其中，中央一般公共预算收入54628亿元，同比增长4.4%，同口径增长1.5%；地方一般公共预算本级收入66772亿元，同比增长7.2%，同口径增长9.8%。全国一般公共预算收入中的税收收入100881亿元，同比增长6.6%。

1-9月累计，全国一般公共预算支出135956亿元，同比增长12.5%；为年初预算的75.2%，超过序时进度（75%）。其中，中央一般公共预算本级支出19463亿元，同比增长5.4%；地方一般公共预算支出116493亿元，同比增长13.8%。

**4.本币贷款持续增长 M2和M1剪刀差扩大**

9月末，广义货币(M2)余额151.64万亿元,同比增长11.5%，增速比上月末高0.1个百分点，比去年同期低1.6个百分点；狭义货币(M1)余额45.43万亿元,同比增长24.7%，增速比上月末低0.6个百分点，比去年同期高13.3个百分点；流通中货币(M0)余额6.51万亿元,同比增长6.6%。前三季度净投放现金1852亿元。

9月末，本外币贷款余额109.49万亿元，同比增长12%。月末人民币贷款余额104.11万亿元，同比增长13%，增速与上月持平，比去年同期低2.4个百分点。前三季度人民币贷款增加10.16万亿元，同比多增2558亿元。9月末，外币贷款余额8045亿美元，同比下降9%。

9月末，本外币存款余额152.96万亿元，同比增长10.9%。月末人民币存款余额148.52万亿元，同比增长11.1%，增速比上月末高0.3个百分点，比去年同期低1.5个百分点。前三季度人民币存款增加12.81万亿元，同比少增1889亿元。9月末，外币存款余额6652亿美元，同比增长2%。

**5.银行间市场成交放量 货币市场利率有所上升**

前三季度银行间人民币市场以拆借、现券和回购方式合计成交630.31万亿元，日均成交3.35万亿元，比去年同期增长56.5%。其中，同业拆借、现券和质押式回购日均成交分别同比增长75.6%、61%和52.9%。

当月同业拆借加权平均利率为2.25%，分别比上月和去年同期高0.12个和0.2个百分点；质押式回购加权平均利率为2.28%，分别比上月和去年同期高0.16个和0.27个百分点。

**6.A股窄幅振荡 下行上涨无力**

2016年三季度，A股呈窄幅振荡。以上证指数为例，2016年三季度报收于3004.70点，季度涨幅2.56%。7月4日盘中录得最低2922.52点，8月16日3140.44点的季度高位，也是今年1月11日来最高点。

回顾近三个月的走势，外围影响因素有美联储议息、英国脱欧及MSCI等风险因素落地，但总体形势也不乐观。虽深港通蓄势待发，但总体经济下滑、房地产泡沫增加，在多种因素作用下，A股下跌压力不大，但也难有决心提振。



**三，政策效应**

1. 总体观察和判断

今年以来，三个季度的GDP增速均为6.7%，形成了经济短期趋稳的态势，为实现政府今年设定的6.5-7%的增长目标有了可靠保证。这样，稳增长的压力也可以得到释缓。有趣的是，与前两个季度预测低，实绩高不同，3季度普遍预测高，而公布的数据相对较低。也说明了未来是不确定的和测不准的，人们理性是有局限和不及的。

从具体情况看，有些因素支持这一增长实绩。消费增长10.4%，一直比较稳定，对GDP的贡献达71%，超过去年同期13.3个百分点，且节日购物和网上购物的狂热劲证明，消费增长是稳增长的重要力量。工业生产者价格指数同比下降2.9%，比上半年收窄1个百分点，9月份同比上升0.1%，环比上升0.5%，结束了同比连续54个月的下降态势。这一重要指标由负转正值得关注，它使人们对经济回升有了一点希望。与此有关，规模以上工业增加值的增长稳定在6%，其中，战略性新兴产业增长10.8%，意味工业生产结构有所改善。此外，用电量、货运量等先行指标的好转也是一个支撑，3季度各月的用电量出现了7%左右的增长，且水电、风电、核电、天然气等清洁能源占比达19.3%，同比提高1.7个百分点。不过，在电力消费增长超过GDP的情况下，GDP单位能耗下降了5.2%，似乎令人有点质疑。

应当看到，上述实绩也是在政府刺激政策的推动下实现的，得益于政府支出提振了基础设施投资，以及宽松的货币信贷环境和房地产市场的火爆。前3个季度，国有控股投资继续保持20%以上的速度增长，而民间投资的增速又比上半年下降了0.3个百分点，发改委在加紧批准基础设施投资项目的同时，与财政部大力推介PPP项目，分别达2万亿元和1.17万亿元。据统计局的资料，房地产业对经济增长的贡献为8%，而有人估计，包括家装等相关行业，贡献高达19%；金融业的贡献也不会小。这样做的结果虽然稳住了增长，但也阻碍和延缓了调整和转型的速度，不利于经济的长期发展。应当清醒地看到，中国这么大的经济体量，仅靠一个房地产业是不可能支撑的。今年的楼市调控政策，效应将在明年显现，如果不能弥补楼市回落的影响，加大调整转型的力度，明年的经济还会继续走低。这是不得不付的代价。

1. 房地产泡沫与货币政策两难

进入本世纪第二个十年以来，房地产的不振成为经济下行的一个因素。为了稳增长，2014年9月银监会发文为限贷松绑，到2015年第1季度，各部门各地方相继推出各种利好政策，包括调整公积金政策，废止2006年《国六条》提出的“90/70”政策，缩小和取消限购，允许开发商调整户型结构和商品房开发用地，调减房贷首付比例等。在一系列利好政策的推动下，中国的房地产业进入了新一轮上涨通道，今年则出现了一个持续火爆的局面。

首先是一线城市房价继续上涨及其带动。6月末，深圳房价同比上涨47.4%，居全国之首，其次是上海，上涨了29%。受其传导效应的影响，二线城市房价犹如脱缰野马，一路猛涨，厦门、南京、合肥三市，较去年同期分别上涨39.6%、34.9%和34%。其中，厦门房价的环比涨幅从3-7月份一直维持在4.7-5.5%之间，处在全国第一、二位。到了第3季度，尽管一些地方开始调控收紧，但仍继续上涨。据国家统计监测，8月与7月相比，70个大中城市中，新建商品住宅价格上涨的城市从51个增至64个，最高涨幅从4.4%提高到5.6%，平均涨幅高达1.26%，创下了近76个月的新高；13个城市涨幅超过3%，二手房均价涨幅达0.89%，刷新了单月上涨的历史记录。一、二、三线新建商品住宅价格同比上涨30.5%、10.3%和2.5%。据中国指数研究院的资料，9月份，100个最大的城市房价上涨的达81个，比上月增加13个，新房均价12617元/平方米，环比上涨了2.83%，高于上月的2.17%，同比上涨了16.6%，高于8月的13.75%。据《华尔街日报》报道，莱坊房地产经纪公司10月4日发布了全球150个主要城房价指数，深圳名列榜首，上海、南京、北京、广州和杭州纷纷挤身前10名。如果看看个别例子，更是吓人。北京一套266平方米的三室公寓价格3190万元，年平均收入85038元的北京人，工作375年才买得起；燕郊房价一年前8000元/平方米，现在涨到了“2万+”，涨幅超过100%。上海华侨城苏河湾11号楼，一联排别墅成交单价最高达34.49万元/平方米，创中国历史最高单价记录。合肥去年上半年房价1万元多点，现在涨到2-3万元。甚至地产大亨王健林也发出警告，中国房地产市场出现了“历史上最大的泡沫”。

在房价大涨的同时，地王不断涌现，以“高总价、高单价、高溢价率”为代表的“三高地块”遍布一、二线城市，并持续刺激着房地产市场。据中原地产研究部统计，一线城市住宅用地平均溢价率达94.6%，二线城市为65.23%，超过10亿元的地块达405宗，溢价率超过100%的地王211宗。11家闽系房企年内拿地金额高达1334亿元，已经抢到的地块中有48宗可以称为地王。8月16日，广州荔湾区一宗2万平方米的住宅用地以21.73亿元及配建2.7万平方米房成交，楼面价高达36773元/平方米。第3天，融信中国以110亿元拍下上海静安区一地块，楼面价100315元/平方米，溢价率139%，扣除商业配套及配建保障房，可售面积楼板价14.3万元/平方米，创下中国最贵单价地王记录，出现了“面粉贵于面包”的奇特现象。据业内人士保守估计，该地块房屋的售价将超过18万元/平方米，20万元/平方米甚至更高也有可能。

鉴于房价飞涨，政府又祭起了调控的大旗，限购、限贷、限价，无所不用。从9月30日-10月9日的10天内，北京、天津、苏州、成都、合肥、南京、深圳等22个城市先后发布楼市调控新政。业内人士估计，最后可能有30个城市加入调控行列，包括北京周围、上海周围、深圳周围，以及8、9月份房价上涨排名前30位的城市。所有限购、限贷都以户籍作为区分标准，这种老掉牙的歧视政策今天如此吃香，似乎非本市户籍居民就不是中国人。在这种情况下，房价开始回稳，有的出现下跌。苏州调控政策最严，二套房首付贷提高到八成，住房均价4天大跌9000元/平方米。真是其兴也勃，其衰也忽！

鉴于房价上涨和政府调控，一些地方出现恐慌性买房现象。9月18日，杭州宣布从第2天起在市区限购范围内，暂停向拥有1套以上住房的非本市户籍居民家庭出售住房，18日当天杭州新房和二手房成交量达5105套，创历史新高。当晚为了赶在限购前完成签约，开发商连夜组织购房者签约，致使网签系统一度瘫痪，甚至有开发商售楼人员拿着POS机赶到上海让客户刷卡。万科在北京郊区的一个项目，一夜之间卖光。更有甚者，随着房地产调控信息的不断放大，很多地方出现了离婚买房的现象。上海家庭首套房首付30%，二套房首付70%，未婚购房者不受此限，于是离婚买房进入了冲刺阶段。8月29日上午7点，协议离婚的人就在上海市徐汇区婚姻登记中心开始排队，这种现象在多个婚姻登记中心出现，协议离婚数量是往常的3倍，浦东和杨浦区一天各有近百对夫妻协议离婚。一个政策弄到夫妻离婚，家庭解体的地步，也就走到了荒谬的地步。

房市为什么火爆，房价为什么飞涨，地王为什么频现？只要看看什么人从中获益就不难明白。

首先得到好处的自然是开发商。据上市公司上半年报披露，中投证券选取A股123家房企，上半年共实现营业收入5726亿元，同比增长38.7%，归属于母公司的净利润495亿元，增长18.3%。万科以1901亿元居销售额霸主，千亿阵营新增恒大、碧桂园、绿地、保利4家。5家房企共实现销售额6784亿元，同比增长65%，销售面积6334万平方米，同比增长50%。首开、旭辉、新城、碧桂园、金地、融创等房企销售额同比增幅超过100%。上市房企预收款12830亿元，同比增长31%，超过2015年全年全行业营业收入。

其次是地方政府得利。地王频现和房价飞涨，让一、二线热点城市尽享土地财政的“盛宴”。据财政部公开的资料，今年前8个月，全国国有土地使用权出让收入2万亿元，同比增长14%；单月土地出让金超过100亿元的城市39个，多个城市土地出让金翻倍。地方财政对土地的依赖度急剧上升，苏州前8个月土地依赖指数高达82.6%，杭州、合肥、南京等超过了50%。但三四线城市土地财政难以为继。

再次对中央政府也有好处。房地产为是支柱产业，今年经济企稳楼市是重要支撑。加拿大皇家银行（RBC）环球资产管理公司首席经济学家埃里克拉塞尔斯说，“住房扮演着经济支点的角色，它对中国的银行、重工业、建筑业者和家庭有着重大影响”，“我们估计，楼市对中国经济产出的直接间接贡献高达19%”。

最后银行金融机构则是大盈家。宽松的货币政策，过分充足的流动性，资金大量流入房地产市场，是楼市火爆的重要原因。2016年上半年新增7.5万亿贷款中，个人住房贷款2.3万亿元，占新增贷款的31%。7月份，新增贷款9487亿元，个人住房按揭贷款5286亿元，占全部贷款的55.72%。8月份，又增加6755亿元。前3个季度个人住房贷款3.63万亿元，占全部贷款的35.73%，同比多增1.8万亿元。在连续两年5次降息之后，房贷利率已经达到阶段性低点，以天津为例，提供房贷业务的16家银行全部提供优惠利率，首套房贷款利率仅为4.11%。上半年上市房企银行贷款规模同比大增158%。因为银行都把个人房贷和开发贷款看作是好资产，“优先支持，优先发展”。值得注意的是，银行的表外资金也有相当一部分注入房地产企业。据中债登的数据，去年末，银行投入实体经济的15.88万亿元，有1.54万亿元投入房地产，占9.68%，今年上半年，银行理财资金流入房地产的新增5500亿元。8月底，上市公司中报披露落下帷幕，据同花顺数据统计，上半年银行业实现归属于母公司所有者的净利润7265.7亿元，占所有A股净利润的52.5%，上市银行是最赚钱的上市公司，而最赚钱的5家公司中，4家是银行，工行、建行、农行、中行和中国平安净利润分别为1502.17亿元、1334.1亿元、1056.48亿元、930.37亿元和407.76亿元，上半年最赚钱的20家上市公司中，上市银行占有14席。据报纸透露，上市银行楼市“私房钱”或超过6万亿元。

房企举债也是重要一项。Wind统计数据显示，前8个月上市房企债券发行990只，超过2015年全年总数。截至9月19日，发债规模突破9600亿元，为上年同期的3倍以上。上半年万科、保利、招商蛇口、碧桂园等65家房企有息债券总规模36350亿元，比上年末高出12%，大部分房企的负债都有不同程度的增长。

险企也“进军”房地产公司。今年上半年，中国平安已经超越中国建筑，成为A股投资性房地产金融最大的公司，投资金额334.29亿元。保险资金除在二级市场举牌A股房企外，甚至出手买房。据中国保险行业信披平台及险企年报不完全统计，截至8月底，险企控股房地产子公司93家，并通过增资、借款等形式，“输血”旗下房地产子公司。如前海人寿一次性为子公司新天地集团提供24.9878亿元贷款，并增资30多元，同时拟向子公司西安前海置业增资4.16亿元。

网贷资金急剧膨胀，部分流入楼市。1-9月，P2P平台融资1.411万亿元，增长1.4倍，通过网贷投入楼市1400亿元，同比增加1倍。

在正道支持的同时，大批资金通过邪门歪道涌入楼市，在叫停“首付贷”以后，一些中介利用新的杠杆暗渡陈仓，有“房抵贷”（即二次抵押贷款）、“经营贷”、“赎楼贷”，小贷公司与个人“联合炒房”，用月供贷转换首付款中的“过桥资金”等，五花八门 ，无奇不有。

金融机构广泛参与、深度卷入房地产投资，影响深远，意义重大，且有巨大的负面影响。据业内人士分析，首先，金融业做的是资本、资金生意，直接拿钱投入某类实体资产获取收益，说明这个资产回报远高于资本、资金生意的回报。近几十年来房地产投资高回报率证明，这是中国最好的生意。其次，金融机构资金雄厚，又有专门的研究、预测能力，普遍介入房地产投资具有指标和方向意义。它们与房地业休戚与共的商业利益，其一举一动对市场影响深远，突显了房地产作为金融投资品的属性。再次，新增贷款如此高比例地进入房地产业，完全出于商业银行的谋利动机，也符合商业逻辑，并在房价持续上涨过程中不断强化，进一步吸纳居民、企业加杠杆参与其中，说明辛辛苦苦做实业的回报远不如买套房。这自然会激发资金向着收益率最大化的方向流动，谁还愿意去做实业？于是很多人从实业中退出，把资金投入楼市。因此，金融机构是房地产泡沫的重要推手。这使我们想起了去年的股灾。其实，两者资金注入的方式、渠道、后果是一样的。

从以上的分析可以看出，虽然各个行为主体的行为都是理性的，甚至都面临着两难选择，但在现行体制下，其合成谬误是明显的和巨大的，共同推动了楼市泡沫的膨胀和金融风险的聚集。

1. 行政化去产能和市场化债转股

去产能、去杠杆是今年经济工作的两大任务，问题的关键在于怎么做。从目前的情况看，似乎不大一样。

去产能主要采取的是行政办法。据发改委的新闻发布，按照进度安排，前7个月，全国累计退出煤炭产能9500多万吨，完成全年任务的38%；累计退出钢铁产能2100多万吨，完成全年任务的47%。为了保证去产能任务的完成，发改委将督促各地和中央企业切实把确保完成任务的责任落到实处，将任务层层细化分解到具体企业、项目和责任人，把今年压减数量具体明确到每台设备、每个矿点，确保任务完整闭合。而且煤钢去产能部际联席会议组织了10个督查组赴各省区市开展实地督查。这样去产能很可能是按比例分摊，好坏企业都有份。为此还可提供佐证的是，发言人在举例分析去产能不理想的原因时说，比如思想认识不够到位，畏难情绪仍然存在，价格变化带来干扰。此论虽然不虚，但值得讨论。

今年以来，煤炭和钢铁价格都出现上涨。以煤炭为例，1-8月产煤21.66亿吨，同比下降9.9%，1-7月炼焦煤产量24738万吨，同比下降11.1%。由于钢价走强，上市钢企上半的净利润同比大增216%，高炉开工率保持在80%左右，粗钢产量居高不下，出现钢铁去产能但不减产的情况。于是，焦煤供应偏紧，缺口达2549万吨，导致8、9月份主要焦煤市场价格涨幅达45-49%，焦煤和焦碳期货也处于涨势。山东等主产区8月初掀起涨价潮，到9月下旬，涨幅在200元/吨，迫使焦企向下游钢企转移成本压力。不仅如此，国内缺口通过增加进口弥补，同期累计进口焦煤3149万吨，同比增长11.39%，加上气候因素，导致澳大利亚硬焦价格突破200美元/吨，较年初上涨150%。在这种情况下，发改委又多种手段调控煤炭市场，不得不为限产政策“松绑”。由此可见，市场力量是违背不了的，但在发改委官员眼中，不是要遵从市场规律，而是要排除价格的“干扰”。

如果说去产能的行政化色彩比较浓，那么，去杠杆却具有了市场化味道。10月10日，国务院正式公布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，提出了推进企业兼并重组等七大主要途径与相关政策环境支持措施。其中市场化债转股倍受关注。上一次债转股成立了四家资产管理公司，剥离了银行1.4万元不良资产，后来又为四大国有商业银行注资六、七百亿美元，使国有银行起死回生，垄断强化。与上一次政策性债转股不同，“市场化法治化是本次债转股的突出特征”。据发改委副主任连维良的介绍和解读，本次债转股有4个关键点，一是严禁“僵死企业”、失信企业和助长产能过剩的企业实行债转股；二是相关市场主体自主决策、自担风险、自享收益，政府不承担兜底责任，不是“免费午餐”；三是债转股资金主要以市场化方式筹集，支持符合条件的实施机构发行专项用于市场化债转股的金融债券，同时根据需要采取适当财政支持方式，激励引导开展市场化债转股；四是政府不干预市场化债转股的具体事务，不搞“拉郎配”。如果能够真正做到这几点，不仅会保证市场化债转股的方向，而且会取得成功。

据中国人民大学国家发展和战略研究院《中国僵死企业研究报告—现状、原因和对策》，2000年全国有规模以上僵死企业4万家，占当年规模以上企业的比例是27%，2005-2013年占比为7.51%。按此计算，目前的僵死企业在1万家以上。钢铁企业的僵死企业最多，占全部钢企的51.43%。僵死企业形成的原因有，一是产能过剩，2015年，工业产能利用率为74.3%，停产半停产的企业占比29%。二是外部需求冲击。三是地方政府与企业之间的政企合谋，不断给亏损企业“输血”，或给非“僵死企业”施加就业和产量扩张压力，再通过贴补和贷款来维持。四是地方政府之间和国企之间的恶性竞争。因此，要实行市场化债转股，首先要让这些“僵死企业”破产，进行清算或者重组，以便清除障碍，免得鱼目混珠。从具体实施来看，的确有所前进。拖了3个季度连续9次债务违约的东北特钢终于进入破产程序。广西有色连年亏损，从2012-2014年，利润总额分别为-5.97亿元、-0.66亿元、-16.25亿元，2015年曾经发布风险提示公告，中期票据“12桂有色MTN1”本息偿付存在不确定性，后又化险为夷。今年发生债务违约，未能兑付“13桂有色PPN002”债券，总发行额5亿元，票面利率5.56%，期限3年，4月23日到期。9月中，南宁中级法院发布公告，广西有色未能在法院裁定重整之日起6个月内提出重整计划草案，也未申请延期，该院裁定终止其重整程序并宣告破产。成为银行间债券市场第一家宣告破产清算的企业。其实，这样的企业不少。据Wind数据统计，按2016年A股上市公司的财务指标计算，目前资产负债率超过100%的有14家，超过80%的有161家。另据同花顺iFind的统计，2016年中报的34家钢企中资产负债率超过60%的24家，超过80%的8 家，超过90%的4家，＊ST八钢为106.83%。凡亏损增加，扭亏无望的僵死企业，都在破产清算和重组之列。

其次，央企首例债转股落地，中钢集团债务重组方案获批。截至2014且底，中钢集团及所属72家子公司债务总额逾1000亿元，其中金融机构债务近750亿元，涉及境内外80多家银行及一些信托、金融租赁公司。为了解决中钢集团的债务危机，在银监会、国资委的协调下，由中国银行牵头成立了债委会，与中钢集团共同制定了债务重组方案。按德勤审计的结果，中钢集团债转股方案中留债和转股各占一半。中钢方案的实施，对国企债转股将产生示范效应。不过，值得关注的是，指导意见指出，“除另有规定外，银行不得直接把债权转为股权”，银行应把债权卖给资产管理公司然后由后者转成股权；同时鼓励金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股，支持银行充分利用现有符合条件的所属机构或允许申请设立符合规定的新机构开展市场化债转股。如果承接债权的是银行内部的资产管理公司，等于全部风险和损失由银行体系承担。这样，银行必然谋求把责任推给国资旗下的资产管理公司，并谋求较好的转让价格，而后者又有挽救本地企业的强烈动机，或在博弈中让步，以牺牲公共资金为代价。不仅如此，不管是银行系统还是国资系统的资产管理公司，都不是管理钢铁行业的行家，因此债转股形成的股权多元化对转换国有企业的经营机制和改善企业的治理结构，并不能起到多大的积极作用。

与此密切相关，银监会发布了银行业实行投贷联动试点的指导意见，受到业界的重视和讨论。事实上，之前不少银行也尝试为企业提供股权和债权相结合的融资服务，如发挥银行综合化金融服务优势，开展股权质押贷款业务；与私募、风投等机构合作，为其推荐客户并提供财务顾问，或运用“跟贷”模式对风投机构授信等。指导意见明确规定，此次试点仅针对科创企业，而重点是如何对早期科创企业的价值以及成长性进行研判。由于投资和贷款业务的收益模式不同，两者的风险承受能力、风险偏好和风险控制理念也不相同，也与银行传统信贷中对企业稳定性进行评估存在较大差别。因此，如何构建与投贷联动业务相联系的风控体系就成为试点成功的关键。一方面银行可以建立“投”与“贷”的风险隔离体系，或分设机构专门从事某一方面的功能，以降低信贷风险，防止子公司投资风险向银行信贷风险蔓延；另一方面，可考虑为风险投资公司已经投资的企业或项目提供信贷支持，同时获得对方的担保和代偿。投贷联动是股权市场和债权市场相结合的融资模式，商业银行投资科创企业的目的不在长期持有股份，而在适当时机获利了结。因此，除了建立投贷后机制，重视监测所投企业的现金流以外，建立投贷联动的退出机制非常重要，在与科创企业签订投资协议时，应当明确项目退出的触发条件、退出价格、退出方式等条款，建立跟踪和止损机制，以便在企业上升期见好就收，在二级市场卖掉股权，收回本息，在下降到警戒线时止损退出。总之，投贷联动是金融创新，做得好，可以扩展银行的经营空间，做得不好，也会加大银行的风险。

**四，体制分析**

本节集中讨论国企改革问题，提出了另一种改革思路。

1. 国企改革的回顾

改革开放近40年来，国企改革一直是改革的重点主题，可以说是既有前进，也有倒退，既解决了一些问题，也存在不少问题。概括起来，重点集中于两大方面：一是利益分配和激励问题，二是产权和治理结构问题；大致经历了三个阶段。

第一个阶段以利改税和分税制以及承包制为中心，主要解决国家和企业的利益分配和经营者的激励问题。前进之处是把利润和税收分开了，结束了国有企业不纳税的历史，不足之处是租金与利润仍然混在一起，虚涨了国有企业的经营业绩，也扭曲了企业行为和股权激励制度。这个问题由于资源要素价格的政府管制至今仍未解决。

第二个阶段以抓大放小和国有资产重组以及股份制改革为中心，主要解决国有企业产权和治理结构以及布局问题。布局分散的问题得到了一定程度的解决和改善；产权改革有所推进，但并未解决，随着形势的改变和国企的强势扩张，出现了倒退；治理结构搞成了架床叠屋、人浮于事的扯皮体制。

第三个阶段是18大以来，提出以管资本为主，做大做优做强，实现保值增值。应当肯定，从管人、管事、管资产到管资本是一个进步，因为管人管事管资产，国企就不可能成为市场主体，管人使国企成为一个养人、且养懒人的地方，国企职工以国家的人自居，处于特殊地位；管事管资产仍然是传统实物经济的理念。管资本就是既不管人，也不管企业，但究竟怎么管则需要研究。做大做优做强三者并不一致，大并不一定优，更不一定强，做大易，做优、做强则难。现在，国企的规模的确不小，特别是央企，不少进入了世界500强，但名强实不强。实现保值增值更说不清楚，是保、增原始价值，还是保、增市场价值？保、增原始价值没有多大意义，而市场价值又是不断变化的，可能增加，也可能减少。总之，这也需要进一步讨论。

1. 当前的实际操作

从目前国企改革的实践来看，主要模式是重组整合。今年已经有约60家国企上市公司发布重大资产重组预案，其中包括16家央企，还有30多家国企启动了大股东股权转让。国资委决定，在2015年央企从112家缩减至107家的基础上，今年要整合到100家以内。如果说上半年主要是落实去年宣布的计划，那么，7月以后则有了新的发展，中国国旅并入中国港中旅，中国中纺集团公司整体并入中粮集团公司，最近，宝钢集团吸收合并武钢集团。从近2年的操作来看，主要有两大思路，一是以推进“一带一路”为目标，做大规模，在扩大国内垄断的同时，增强所谓全球竞争力，如南北车合并；二是围绕着去产能、去库存，推进结构调整，以宝钢和武钢重组为代表，据说此举可减少粗钢产能450万吨。但总的来看，还是以做大为主，能否做优做强，还有待观察。不仅如此，这种改革思路存在两个问题，一是与形成平等竞争的市场秩序相悖，二是没有把企业家放在中心位置。这两点是国企改革能否成功的关键，但似乎不是现有方案考虑的问题。

早在2014年，国资委选定中粮集团国投公司开展“国有资本投资公司试点”，今年7月扩围，增加了神华集团、宝钢、武钢、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团。今年初选定诚通集团、中国国新开展“国有资本运营公司试点”。前者集中关注产业战略规划，包括产业发展、产业整合、产业控制等，产业属性相对显明；后者则更关注资本流动，包括困难企业退出，僵死企业处置等。不知这种分工在实践中能否行得通。与此同时，7月22日，中国国新、诚通集团、中煤集团、神华集团出资组建国源煤炭资产管理有限公司，成为中央企业煤炭资产管理平台。8月18日，中国国有资本风险投资基金股份有限公司在京正式成立，由中国国新控股有限责任公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司和深圳市投资控股有限公司等共同出资，基金总规模3500亿元，注册资本金1310亿元。成为规模最大的国家级风险投资基金，目的在于推进国有资本的运作，落实国家创新驱动发展战略，发展混合所有制经济。

不论是国有资本投资公司，还是国有资本运营公司，不论是行业性的资产管理平台，还是国家级的风险投资基金，都是国有独资企业。如何解决产权和资本约束问题，既要负盈，又要负亏？管理者究竟是政府官员，还是企业家？如何解决公司治理问题，是党委和书记说了算，还是董事长和董事会决策？我们总想鱼和熊掌二者兼得，实际得到的往往最劣组合。由于这些问题没有解决，甚至没有一个清晰有效的思路，以前的国有企业改革没有搞好，90年代曾经通过下岗分流、债转股、重新注资进行重组整合，现在又出现了同样的问题，所谓去产能、去库存、去杠杆以及处理僵死企业等，主要还是国有企业的问题。如果民营企业存在这些问题，早就被市场淘汰了。

1. 另一种改革思路

改革思路设计不仅要考虑理论逻辑，更要考虑可行性。现在的改革方案不仅理念思路有问题，而且可操作性也很差。二者结合在一起，不是纸上谈兵，就是换汤不换药。

要管资本，首先得明白什么是资本？资本资源是异质的，不是同质的货币数量，资本品有多重专用性，必须结合起来使用，因而互补性对资本使用非常重要，但又不能以任意方式组合和配置，企业家对资本组合的决策是资本秩序的直接决定因素。如果说消费品是由消费者使用和评价的，那么，资本资源就是由企业家配置和操作的。所以，离开企业家来谈管资本是南辕北辙。资本在各个企业的不同配置形成社会的资本结构，而结构意味着功能，包括基于技术互补的计划结构，基于债务和权益之间可能有的各种关系模式，即公司资本高、低档位的控制结构，和基于人们资产偏好的投资组合结构。一方面，企业家将三种结构整合起来，就形成一种整体的资产结构，另一方面又通过一系列细化决策，将资本转化为具体的资产。这样，我们就能够理解企业家是什么和正在做什么。企业家要在平等竞争的市场环境中生存和成长，没有良好的市场环境，企业家就是离开水的鱼，必死无疑。而没有了企业家，资本投资和运营就是一句空话。

所谓管资本，说白了，就是当股东，扮演出资人或所有者的角色。按照国有资本在企业经营管理中的作用，股东可以分为消极所有者和积极所有者。前者是优先股股东，充当单纯的资本家，不参与企业的投资和发展决策，只关心资本分红，只要按时能够拿到足够的资本红利就可以了。后者是作普通股股东，且要做企业家，积极参与企业的投资和发展决策以及企业的管理和运营。

按照做积极股东还是消极股东把国有企业分为两类，凡做积极股东的企业都是国有资本独资企业，党委会和董事会合一，既管投资，又管运营。凡做消极股东的企业，都是混合所有制企业，党委会和董事会分设，党委会管党员和党的事务，经费由党费开支，不进入企业成本，董事会管企业投资和运营。董事会中要有一定的国有董事，可做监事长，但不能做董事长，董事长由非国有资本的董事担任。国有资本搭非国有资本的便车，坐收资本红利。即使经营失败，国有资本也可不承担责任。

应当指出，国企业改革应当有利于形成平等竞争的市场秩序，而不是相反，应当有利于中国企业的涌现和成长，而不是扼杀中国人的企业家才能。上述改革思路正是从这两个基点出发。然而，作为国企改革的目标，现有改革方案既未提及，也就不会有可行的举措。正因为如此，国企改革不少地方出现了倒退。我们曾经制定和实施过两个非公36条，结果都失败了，现在推进混合所有制和PPP，到目前为止，也不成功。已经搞成的混合所有制，非国有资本实际上是消极所有者，目的和结果在于分享国有企业的垄断利润。而PPP的规模不小，但社会资本的参与率很低，民资不参与，算什么PPP。为了真正搞好混合所有制和推进PPP，国有资本做消极所有者的思路可能是有利的和有效的，只有这样，社会资本才愿意进入。这样一来，除了做积极股东的国有企业，可以不分国企民企。这样，企业家就可以大展拳脚，平等竞争的市场秩序也可以逐步形成。

当然，我们提出的也只是一种可供操作的改革思路。如果按照这一思路，应当有一总体设计。可以设想，在全部国有资本中，积极股东不要超过1/3，主要是做消极股东。当然，开始时，消极股东可以少一些，随着改革的推进，逐渐增加，以至成为国有资本经营管理的主要模式和基本形态。

**五，趋势预测**

目前，世界经济复苏缓慢，下行压力加大，再加上各主要国家都实行极端宽松的货币政策，债务的增长高于生产能力，而通胀则低于目标。发达经济体稍有改善，新兴经济体恶化有所延续。发达经济体中，美国表现稍好，据美联储最新褐皮书显示，经济以温和或适度的方式扩张，商业和消费者贷款需求上升，质量稳定，物价和工薪微涨。欧洲经济受英国脱欧影响，相对疲软，欧元对美元下跌，英国央行行长表示，为了经济增长，可以容忍较高的通货膨胀。日本经济更差，美国财政甚至建议日本使用所有政策杠杆，提高近期增长和通胀水平，改善中期经济前景。

中国经济一方面企稳，另一方面风险加大，稳定增长和调整转型处于两难，后续的运行和发展仍然会在这种情况下进行。据此，多家国际机构调高了对中国经济的预测，而IMF仍然维持原来的预测不变，其依据也是由刺激政策支持的企稳，不利于经济的长期发展。考虑到实现今年的增长目标已无悬念，明年可适度调低增长目标，如6-6.5%，加快改革和调整，力争经济真正企稳，为经济的长期发展奠定基础。据此，我们对第4季度和全年的经济预测如下：

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
|  季度经济指标 | 2015年全年（实际） | 2016年前3季（实际） | 2016年4季度（预测） | 2016年全年（预测） |
| 增长（%） | 增长（%） | 增长（%） | 增长（%） |
| GDP | 6.9 | 6.7 | 6.4 | 6.5 |
| 工业增加值 | 6.1 | 6.0 | 5.8 | 5.9 |
| 固定资产投资 | 10.0 | 8.2 | 8.1 | 8.5 |
| 消费品零售额 | 10.7 | 10.4 | 10.4 | 10.4 |
| 出口 | －1.8 | －1.6 | －2.0 | －1.8 |
| 进口 | －13.2 | －2.3 | －2.5 | －2.4 |
| 消费物价 | 1.4 | 2.0 | 2.2 | 2.1 |

注：1.GDP和工业增加值增长速度按可比价格计算，其余指标按现价计算；

2.固定资产投资指全社会固定资产投资；

3.工业增加值为国有企业和产品销售收入在500万元以上的非国有企业的增加值。

　　　　　　　　　　　张曙光（北京天则经济研究所）

　　　　　　　　　　　张　弛（中国政法大学商学院）

2016－10－22，于北京