

警惕地方企业债务违约风险

董裕平

近一段时间以来,山东邹平、东营等一些地方大型民营企业接连出现了债务违约现象,如果不能及时应对处置,市场会形成悲观心理预期,银行金融业和商界将会更加收紧信用、加急催讨资金,形成连环违约,很可能造成债务危机和诱发新的区域性风险,乃至威胁整个金融体系的稳健运行。

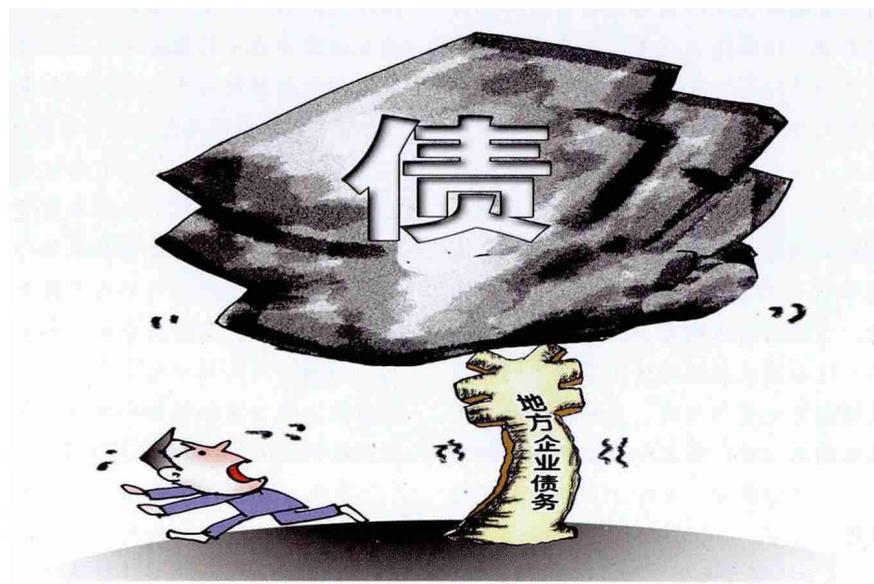
债务违约是市场经济的正常现象,体现了市场纪律的约束。一般而言,在经济周期下行阶段,企业大都面临去杠杆、去过剩产能和调整库存的压力,经营遇到较大困难,资金链紧张导致债务违约事件增加。近期我国一些地方企业债务违约风险有比较明显的上升,原因有多个方面。

其一,国内外宏观政策调整与环境变化,给企业经营发展带来了新的挑战与困难。一是反危机的超宽松宏观政策开始转向。宽松刺激政策虽然抑制了经济的深度衰退,暂时减缓了危机造成的痛

苦,但也弱化了市场纪律,不仅延迟对过剩产能和僵尸企业的清理,还可能给一些企业造成错觉和误判,在强力刺激政策作用下逆势扩大产能,或者搞低端的多元化扩张,而没有进行有实质意义的转型升级。然而,当美国经济龙头开始复苏,超宽松政策要恢复常态化,受此影响,其他国家也被迫跟随调整政策方向,我国偏宽松宏观政策也已接近尾声。在政策开始转折之际,流动性供给减少,银行金融机构信贷收紧,企业融资困难加大,资金链紧张,市场违约就逐渐增多,而且金融市场也可能反应过度出现超调。例如,近期暂停上市风险债券的数量和规模在不断增加,市场担忧情绪加重,可能促使投资者对信用债回售行权,若规模偏大,兑付违约就在所难免,而且还会传染给其他企业。二是世界经济仍然处于国际金融危机以来的深度调整阶段,一些国家贸易保护主义抬头,全球化势头受阻,使得我国企

业的外需市场增长困难。美国在2016年对我国发起贸易救济调查达到20起,案件数量和金额分别增长82%和131%,而且2017年初在多起对华贸易救济案件中作出对我国不利的裁决。特朗普总统竞选时公开主张贸易保护政策,且一上台就宣布退出TPP协议,又签发行行政令调查贸易赤字,要求重新梳理贸易关系,加强贸易执法,誓言为美国工人提供公平的贸易环境,促进美国制造业复苏。这会进一步加剧中美之间在钢铁、工程机械、汽车零部件等领域,尤其是在全球产能过剩和美国失业率较高行业的贸易摩擦。受此影响较大的国内企业违约概率可能会提高。

其二,我国影子银行业务快速发展导致大量资金滞留在金融体系内循环,不利于实体企业融资。中国的影子银行业务是在应对国际金融危机过程中快速发展起来的。从占主导的理财产品看,2009年末余额仅有1.7万亿元,到2016年6月末增加到了26.3万亿元。实际上,我国影子银行基本上由商业银行主导,在商业银行体系内进行创新重构,主要是为绕开资本金约束、超法定准备金率等监管政策以及清理地方融资平台等宏观调控措施,采取以非标信贷的方式进行扩张,没有复杂的证券化产品。通过影子银行创新,商业银行实现信贷资产和投资资产、表内和表外科目相互转换,弱化了货币政策信贷传导渠道效应,造成货币宽松,同时拉长了资金在金融体系内的循环链条。与传统信贷方式不同,一个典型的同业投资业务交易结构更加复杂,同时涉及多家商业银行和信托公司、证券公司、基金公司等SPV



管理人，层层嵌套推高资金成本，有的甚至超出了实体企业投资回报率，大量资金主要投向地方政府和房地产项目来维持价格泡沫，越来越“脱实向虚”，结果不断推高房产等资产价格，造成实体企业不仅融资更难，而且还要承受更高经营成本挤压。

其三，企业在治理与经营方面存在比较严重的问题，这是大多数债务违约最直接、最根本性的原因。从近期山东地区和受国际金融危机直接冲击的浙江地区的企业债务违约情况看，都不同程度上存在公司治理不完善、低端扩张的产能过剩、杠杆率过高和现金流量波动性过大、互联互通交易复杂、因银行融资受阻而卷入民间高利贷等缺陷。一是有的企业决策权高度集中于实际控制大股东，缺乏必要的监督，管理薄弱、模式落后，财务数据涉嫌造假而被市场质疑，如披露的业绩异常、成本不实以及隐藏关联方收购事项等，结果造成相关上市公司股票跌停或被停牌，后续融资受阻而影响正常生产经营。二是企业陷在复杂的互联互通交易圈中，担保引发连带责任容易导致连环违约和信用成片收缩。三是企业在低端多元化投资扩张过度，产能过剩比较严重，拖累资金链。金融危机以来，山东一些企业在铝产品加工和铜业的过剩产能没有得到调整，不得不依靠更多的负债融资来暂时平衡经营亏损，结果越陷越深，熬不到市场需求重振之时即告破产。四是高杠杆与高成本融资并举，企业利息负担过重，现金流紧绷，容易陷入“借债 - 加重财务成本 - 扩大借债 - 更加重财务成本”的恶性循环。

正常情况下，银行贷款资产中会有小比例的不良部分，债券市场也有不能刚兑的违约事件。但是，当某些地方企业资金链断裂，进而由于互联互通关系拖累而出现连环违约情况，地方政府与金融部门应该要予以重视。当前应该警惕确实存在驱动债务连环违约和风险蔓延的不利因素。

首先，宏观宽松政策发生转折导致市场流动性全面紧张的趋势将会持续。近期银行间市场拆借利率出现大幅飙升，大小银行普遍感到“钱荒”，依靠商业银行体系自身来平衡违约偏多的高风险区域将会更加困难。在有较多企业违约的地方，金融运行的脆弱性大大增加。

其次，目前债券市场的期限与品种结构也可能会加大流动性风险压力，制约企业继续发债融资来接续资金链。预期2017年债券市场的信用风险难以缓解，违约事件可能会继续增加。制造业企业面临非常大的还债压力，2017年将有14150亿元债券到期，其中单月待偿还额在1000亿元以上的有9个月，下半年更困难。而且在近三年市场还面临信用债回售的高峰期。据WIND统计，2017年共有698支信用债面临回售，发行规模达6321亿元，2018年和2019年面临回售的信用债发行规模分别达到13000亿元和17000亿元。在目前市场流动性收紧态势下，暂停上市风险债券的主体数量、债券数量以及债券规模都大量增加，市场担忧可能会促使投资者行使回售权，进而造成发债企业兑付压力。

再次，在宏观经济仍然处于下行探底或尚未企稳时，企业债务连环违约很容易导致市场悲观心理预期，这不仅严重制约银行金融机构增加信贷投放，而且也会造成企业从其他渠道获得融资更加困难，结果会出现类似于费雪所说的“债务紧缩”式灾难。在实践中，我们观察到当某企业可能或将要发生债务违约时，如果市场出现比较普遍的悲观心理预期，多家债权人为了避免共同代理的负面效应都会采取自我保护行动，非本地银行机构往往会加急或提前抽回贷款，当地银行机构也会上收信贷审批权限，这会造成其他即使正常经营的企业获得信贷也变得困难，民间借贷的资金成本明显上升，而且一般企业之间的商业信用也会收缩，实际上演变成区域性风险。

最后，在发生企业债务违约时，原来

普遍存在帮助企业获得融资的互联互通的关系结构，会反转成为金融风险传染与蔓延的主要渠道，从一家企业违约演变成多家乃至区域性的企业违约。从以往浙江地区和近期山东地区的情况看，一些地方龙头性大型企业都牵连进了复杂的互联互通交易圈。地方企业之间相互关联的情形包括法人关联、实际控股股东关联、投资关联、担保关联等多种。当债务融资链条中分量较重的环节绷紧断裂，再加上来自债权银行机构可能各自为战的自保压力，就会出现多米诺骨牌效应，发生区域性坍塌风险。以上不利性驱动因素可能在短期内集中交织，对高风险区域内的企业资金链带来非常严重的压力。

对于这种情况，笔者提出如下防范风险的政策建议。

首先，要在宏观政策方面保持定力，稳中求进深化供给侧结构性改革。即使面临地方企业债务连环违约预警，或者在处置已发生较大额违约事件时，也要坚守货币信用闸门。否则一再让中央银行提供额外流动性来兜底违约事件维稳，虽然能够免受局部的暂时之痛，但会滋长银行金融机构以及地方政府直接倒逼央行的道德风险，阻碍市场对僵尸企业的清理，无法真正推进去产能、降杠杆的结构调整，还会进一步加剧整体经济的高杠杆风险。因此，要在坚持稳健中性货币政策的前提下，平衡好短期的局部金融风险与中长期的整体金融稳健，某些地方就需要忍受痛苦的调整。

其次，应该充分依托市场机制来处置债务违约。地方政府和金融监管部门都应遵循市场原则而非直接使用行政手段来处置企业风险。对处在互联互通关系圈中的企业，宜按照企业间的关联机制，由相对质优的企业来实施托管或重整自救，银行金融机构和地方政府再对实施托管企业予以必要协助纾困。

再次，在违约风险可能集中多发的区域，要发挥地方政府综合协调优势，由其主导建立多方参与的协调机制，积

资产证券化需走出“小农经济”

郭杰群

由于中国经济体制的独特性，一些金融产品虽然原创于海外，但在国内实施时常有变化，这种变化可能是形态上的，也可能是实质上的。比如，我国的P2P与海外的P2P有别，我国的REITs也不同于海外的REITs。中国的资产证券化产品现状如何呢？全球最大的评级机构穆迪在一份报告中对比了中美信贷资产证券化产品，其报告的副标题是“两者相似仅限于名称”。的确，细看我国很多资产证券化产品，其在实质上更类似于企业债，而不是完全意义上的、基于基础资产所产生的未来现金流，与标准化资产证券化产品仍有一定距离。

资产证券化的发展依赖于三大基石：破产隔离、风险重组和信用增强。破产隔离的设立使得未来发行的资产证券化产品的风险与原始权益人相脱节，既可以保护投资者的利益，也使得原始权益人的利益得到保障。风险重组使得投资人在投资风险和收益方面达到合理匹配。对风险厌恶的投资人可以购买具有多重本息保障措施的高等级信用债券，但以低收益为代价；对风险偏好的投资



人可以购买高收益债券，但以低等级信用评级甚至无等级信用评级，即高风险为代价。信用增强使得信用较弱的融资主体能够通过基础资产未来现金流的偿付处理以较低成本融到资金。这对于信用等级不高的企业尤其具有意义。

但在当前，这三个基石在我国资产证券化产品业务中都面临一定的困境，由此引申出来不少问题，如产品结构、投

资人结构、资金来源结构等，使得现有产品与标准的资产证券化产品产生了很多重要区别。

那么，怎样突破才能促进资产证券化的健康发展并加强对实体经济发展的推动呢？

由于我国经济体制的特点，资产证券化行业的突破和发展必须来自监管。这里对监管的渴望不是说让监管机构来负

极应对和处置企业债务风险，避免风险大面积传染。地方政府牵头成立风险处置领导小组，负责统一领导与协调，有利于及时遏制风险扩散。一是牵头召开债权人、债务人联席会议，共同研究处置方案，支持银行等成立债权管理委员会，避免债权银行各自为战的自保行动造成合成谬误效应。二是综合协调财税、工商、审计、公安与金融等多个部门，摸清企业实际资产负债情况，提供

有效的决策支持，同时强化对企业监督，防止资产转移流失。三是对地方就业、税收、金融与社会稳定影响大、有市场需求但出现暂时性困难的企业，帮助其协调解决临时资金周转，恢复生产经营。对于基本认定为僵尸性的企业，协调有关部门和企业进行托管或剥离重组。

最后，加强金融监管协调，在地方层面建立对较大型民营企业风险监测预警体系，通过多种渠道收集、汇整和共享

关于地方企业的经营信息，强化监督，提高财务信息真实可靠度，做好风险预判，有利于维护好银行金融机构的整体利益。对于出现的苗头性问题，可以早介入、早处置，及时防止风险扩散，减少风险处置难度与综合成本。

作者系中国社会科学院投融资研究中心主任、研究员

(责任编辑 张晓哲)