

中国再平衡：企业债务方面的国际经验
基金组织第一副总裁戴维·利普顿（David Lipton）
中国留美经济学会中国和世界可持续发展大会
2016年6月11日
中国，深圳

开场白

我谨感谢中国留美经济学会的热烈欢迎。今天，很荣幸能和各位一起，就“中国和世界的可持续发展”这一问题进行讨论。

深圳是讨论这个主题的最合适城市。这座城市是中国迅速崛起和繁荣的象征。在一代人的时间里，深圳从一片农田发展成为了金融中心，它身上体现了对现代化和发展机遇的冀望。

但深圳也为中国不断变化的经济和金融环境意味着什么提供了一面镜子。在过去一年里，深圳遭遇了不同寻常的不确定性。金融市场经历下跌，成本上升导致一些知名企业公民将业务转移至中国其他地方。这些发展态势突出表明，一个快速发展的城市要实现安全的未来，则必须解决一些关键挑战。

这一点对致力于实现持久和可持续发展的中国也同样适用。深圳所遭遇的相同的金融市场震荡使许多中国人开始质疑其对中国未来发展道路的确定性。现在，有人提出疑问，再平衡能够带来什么，以及企业债务高企和金融部门疲弱等问题是否会改变中国“新常态”的轨迹。

中国面临的挑战是可控的。但再平衡需要采取一系列行动，不仅仅为新来者让路，同时也需要对一切过时和过度开发的东西进行顺利缩减。如果中国要沿着理想的路径往前走，避免走危险的弯路，就需要及时做这些工作。我们在回顾经济转型历史或者全球金融危机的余波时都能发现，采取大胆和果断的行动能得到回报，而发生失误则会受到惩罚。

今天，我建议围绕三个主题来依次讨论债务问题：

- 首先，介绍基金组织对中国经济再平衡工作的看法；
- 其次，概述债务问题的规模；
- 第三，借鉴国际经验，分析解决企业债务问题的一些策略。

我在这里主要是提供一些基金组织的视角——基金组织曾经为那些在发展中面临可能与中国相关的问题的其他国家提出了一些政策建议，这些政策已被证明是有效的。我这么说的同时也承认，中国的情况是独一无二的，其再平衡工作的量级和利害关系是前所未有的。

再平衡问题对中国的未来以及世界经济都至关重要。我们在过去 20 年里不止一次地认识到，一国的经济和市场混乱将对全世界产生影响，如去年中国市场的突然动荡所产生的重大溢出效应。问题的关键是，关于可持续发展的任何讨论都必须考虑到一个系统重要性经济体所影响下的脆弱性，以及纠正这些脆弱性所需的措施。

对再平衡进行评估

我先讲一下经济再平衡工作，它是中国推进发展的蓝图即第十三个五年规划的核心。该战略基于的认识是，中国经济需要再平衡。这些工作目前的进展如何？

不管以何种标准衡量，中国的经济增长依然强劲，或许唯一的例外是其低于中国过去 25 年里的增长水平。中国仅去年的经济增量就相当于一个中等规模欧洲国家如瑞典的 GDP。因此，在这个变革的时代，保持正确的看问题的视角是很重要的。

中国在对外方面做出了实质性的调整。经常账户顺差已经从 2007 年占 GDP 的 10% 这个高峰下降至近年来的 2-3% 左右，净出口对经济增长的贡献一直在零上下波动，而过去它一直是增长的主要驱动力。去年的资本大量外流有所放缓，实际汇率一直保持基本稳定。关于中国取得进展的一个衡量标准是，在确定人民币为可自由使用的货币之后，基金组织去年决定将人民币纳入特别提款权的货币篮子。

与此同时，中国的国内经济再平衡结果则喜忧参半。在将经济从投资向消费转型方面有所进展，消费在 2015 年对经济增长贡献了三分之二。与过去相比，经济增长对重工业和出口的依赖减少，而更多地由用于家庭消费的服务和制造业所推动。这些都是重要的变化。

在企业债务及重组方面的进展非常有限，如何解决这个问题这是我今天想要深入探讨的。政府正在推出一项国有企业改革计划，并宣布了煤炭和钢铁行业去产能的目标。但是，随着 2015 年和 2016 年初信贷增长的迅速增加，以及投资率的居高不下，这个问题正变得日益困难。这是中国经济的一个主要薄弱环节。中国当然有能力解决这个问题。而且，重要的是中国要快速解决它。问题是如何才能做到最好。

中国的债务问题

为了更好地认识这个问题，让我们仔细分析一下中国的债务状况。总体而言，债务总额相当于 GDP 的 225% 左右。其中，政府债务约占 GDP 的 40%。同时，家庭债务约占 40%。按照国际标准来看，这两者都不是特别高。

而企业债务问题则是另一番景象：约占 GDP 的 145%，不管以何种标准来衡量都非常高。

根据基金组织的计算，国有企业约占企业债务的 55%。这个比例远远高于其占经济产出的比例——22%。这些企业的盈利能力也远远不及私营企业。在经济增长放缓的背景下，盈利下降，加上债务上升，严重削弱了这些企业在支付供应商以及偿还其贷款方面的能力。银行持有的不良贷款越来越多。去年的信贷热潮又进一步加重了这个问题。很多国有企业基本上已经是奄奄一息。

基金组织最新的《全球金融稳定报告》估计，中国银行业的企业贷款的潜在损失可能相当于 GDP 的 7% 左右。这还只是一个基于不良贷款回收率的某些假设的保守估计，其中还不包括“影子银行”体系的潜在问题暴露。

国际经验教训

尽管中国在许多方面是独一无二的，但它并不是第一个经历企业债务困难的国家。事实上，在发达国家、转型国家和新兴国家都有一系列国际经验可供借鉴。这些经验可提供三大经验教训：

- 首先，迅速采取有效行动，否则问题只会恶化。今天的企业债务问题可能成为明日的系统性债务问题。系统性债务问题可能会导致经济增长进一步放缓，或者出现银行业危机。或者两者都出现。
- 其次，在采取行动时，确保同时应对债权人和债务人。有些国家刚刚将不良贷款从银行资产负债表上移除，并对银行进行了资本重组。企业变得无利可图。其他一些国家则对企业规模进行缩减，或允许其破产。银行变得资本不足。这两个问题最好都能得到解决。
- 第三，在修复企业和银行的资产负债表时，解决企业和银行部门最初催生这个问题的治理问题。否则，缩小债务泡沫只会带来暂时的效果。如果不必要的借贷会死灰复燃，那么新的债务泡沫肯定会被重新吹大。

快速行动

第一个教训是快速行动，中国正日益认识到这一点。政府显然认识到必须解决这个问题。在《人民日报》最近的一次访谈中，一名据称是“权威人士”的官员强调要解决“僵尸企业”和“债务积压”的问题。

华融资产管理公司负责人曾一针见血地指出，政策方面的当务之急是立即对债务问题采取行动：“不良贷款就像冰激凌筒。如果你不处理它们，它们就会在你手里化掉，让你没有什么可以拿来卖。”

应对债权人和债务人

第二个教训是应对债权人和债务人的问题，这无法快速做到，因为它要求采取若干筹备性步骤。最近的危机表明，我们通常所说的“强化的框架”十分重要，它由政府主导，但依赖于专业人士的技术专长来进行评估和调解。换言之，这个过程必须由商业判断而不是政治主张所主导。

一个企业破产框架应能促进有生存能力的企业的复原和没有生存能力的企业的快速破产清算，这要视不同公司的具体情况而定。企业重组需要一个执行机制，使债权人能够以可预见的、公平和透明的方式强制执行其债权。这可能会要求同时运用胡萝卜和大棒来强制执行支付纪律。同时，银行在确认损失方面必须始终谨慎，并确保自己具有足够的损失吸收的能力。

在 1997-98 年的亚洲金融危机之后，该地区普遍采用了这种强化的破产解决框架形式。印度尼西亚、韩国、马来西亚和泰国均采用了这种制度框架。政府对重组进程提供了一些支持，但破产处置主要是在法庭之外进行的。

韩国是一个有趣的例子。主导韩国经济的一些财阀的控股股东因法院监督下的和庭外的重组而失去了权力。它们并没有破产，但是其从自己的银行大量借款的能力受到限制。

债转股和资产管理公司

在一些国家，债务-股权转换发挥了一定的作用。通过将债务转成股权，使企业的财务结构去杠杆化，银行的债权得到相应的重新调整。但只有当满足两个条件时，这种方法才有效。首先，银行需要能够主张债权人权利并进行分类，区分需要重组或关闭的没有生存能力的企业。否则，新的股权将没有价值。其次，银行需要具备能力管理其股权并维护股东权利，或者有能力将股权出售给能够维护权利的投资者。

在一些国家，这还不可能做到。更广泛而言，银行没有动力去维护其作为债权人的权利并对重组施压，原因要么是互相持股、利益冲突，或者是政治因素。在这种情况下，政府不得不介入，并迅速采取行动。在某些情况下，例如在印度尼西亚，情况恶化到了银行自身不得不进入重组程序，需要资本重组的地步。

近期欧洲的危机使现有的破产机制经受了巨大压力，导致政府需要采取行动并实施法律改革。在大多数这些情况下，由于欧洲竞争法的约束，政府的直接作用较为有限。许多国家如意大利、西班牙和葡萄牙的做法是通过鼓励进行庭外债务重组，尽量减少司法干预。

关于重组还需要指出一点：许多危机救助都采用了公共资产管理公司，包括东欧的一些转型国家。中国从早前努力解决不良贷款的过程中就熟悉了 this 机制。需要记住的是，资产

管理公司不应该是不良贷款的仓库。它必须被视为能使有需要的企业进行重组的训练房。这可以来自资产管理公司采取行动或者将资产出售给迫切要求进行重组的新所有人。

这些过程可能会比较缓慢，因为建立适当的资产估值体系、在清淡的市场出售资产都十分艰难的，并且，重组可能会遇到一些社会和政治压力。为了解决这些问题，必须制定基于商业原则的、强有力的治理安排。

一劳永逸地解决之

重组的第三个教训是治理。我要引用哲学家乔治·桑塔亚那句话：“忘记过去者必将重蹈覆辙”。

换言之，如果一个国家不把治理问题作为债务问题的核心解决掉，那么这个问题将不可避免地重演。我们看看中国的经验。在本世纪初，政府免除了大银行遗留下来的国有企业的不良贷款。但是，今天我们又一次在谈论国有企业债务所带来的威胁。

因此，一旦问题得到解决，必须采取步骤以确保它不会在未来重新出现。尽管解决问题很难，但它总是比之后的问题更加容易。部分的原因是，一旦危机有所缓和，改革起来就更加困难。

在一个不同的情况下，二十国集团的例子在这方面值得深思。在 2009 年，全球金融危机最严重的时候，政策制定者们面临巨大的压力，不得不采取行动。在那年春天举行的二十国集团伦敦峰会上，各国首脑采取了重要举措，力挽狂澜——包括，同意对世界经济实施大规模刺激计划，增加基金组织的资源，并且商定增强国家层面和全球层面的金融市场监管的措施。但是，还需要改进治理，实施具体的金融改革，预防危机再次出现。这需要更多工作，也需要花费更多时间来完成，但这是必须的。在美国，多德 - 弗兰克法案帮助加强了政府对金融机构的监督。在欧洲，建立银行业联盟的主要步骤稳步推进，尽管在加强银行方面仍有更多工作有待完成。而基金组织和金融稳定委员会则在其自己的领域将各国汇集到一起，帮助维护全球金融体系。

中国在过去几十年里的改革是彻底和广泛的。但这些改革更多的是放开了经济活动，形成了市场和自由竞争，而没有对借款人实施纪律和严厉的预算约束。简言之，需要加强治理。如果中国要避免再次出现信贷增长——负债沉重——企业重组的循环，需要吸取的经验教训就是要改善企业治理。

治理当然必须建立在强有力的法律框架基础之上：即，依据这类法规，能建立有效的破产和执行制度，形成支付纪律。但是改善治理还需要出台旨在加强对个人贷款层面风险进行适当评估和定价的监管政策。治理还意味着稳健的核算、贷款分类、贷款损失准备金计提，以及披露规则。改善治理还意味着要建设一个能避免道德风险的系统。

不仅仅是法律

但是，治理不仅仅是一个书本上的法律问题。它还涉及法律的贯彻执行。它需要营造公正性，以超越特殊利益和关系。它致力于从苗头上解决制度中的漏洞，而不是等到危机出现再来修补。它涉及到加强企业治理机构，特别是加强股东的权利并将公开披露作为优先事项。所有这些因素都能保护债权人，也能保护借款人，并确保金融系统的齿轮顺利运转。

在包含国有企业的制度中，适当的治理应能使这些企业量入为出，不再需要政府补贴，措施包括执行严厉的预算约束。波兰和其他中欧国家在 20 世纪 90 年代向市场经济转型过程中正是这么做的。这是一种有效的方法，帮助创造了令人印象深刻和持久的经济成功例子。

随着重组进程的推进，将所有国有企业归为一谈或许过于简单。相反，必须区分经营有方和经营不善的企业。债务可以帮助运作良好的企业。因此，必须知道企业将债务用在什么地方：掩盖损失？扩大产能，加剧全球过剩？他们对影子银行产品的风险暴露情况如何？

这些问题是任何国家在进行艰难的重组决定时所必须解决的。这些决定必须依据确凿的事实和适当的分析，而这些分析通常只能由在估值、重组和债务重组方面具有经验的独立专家可靠地提供。

这些问题也具有重要的社会影响。企业重组影响工作者及其家人的生活。因此，必须确保相关政策落实到位，以减轻重组带来的影响。中国的铁饭碗日子已经一去不复返，但仍然有义务确保饭碗是满的。从这个方面说，必须指出，政府建立了 1000 亿人民币的重组资金，用于吸收预计约 180 万受影响者的预期福利损失。

最后一点：让一个更强大的企业兼并一个弱小国有企业的诱惑一直存在。但是，如果只是让经营良好的企业当“有钱的叔叔”（用自己的利润去补贴其他企业的损失），那么这个问题并没有得到解决。这样做只是在破坏经营良好企业的盈利能力，并剥夺其他经济主体原本可以更好地利用资源的机会。这类并购战略若要发挥作用，强有力的国有企业必须有权利对亏损企业进行重组。否则，有时候让企业破产可能是最好的选择。

结论

综上所述，中国面临着非同寻常的挑战。经济增速放缓，但其速度仍然是任何发达国家所羡慕的。尽管如此，企业债务仍然是一个严重且不断恶化的问题，必须立即加以解决，并承诺实施重大的改革。

我今天想说的是，全球经济在企业重组方面有丰富的经验，基金组织也具有这方面的经验。我们有各种情形下总结得出的专业知识，包括从国有企业为主导向市场经济转型的经济体的经验。现在的问题是，在避免重蹈覆辙、实施能够重振经济增长的改革方面，国家是否已经做好了足够准备。

在过去的几十年里，中国已经展现出了出色的适应和变化能力。我们完全有理由相信，中国能够完成这个转型，确保中国经济的“新常态”是一种惠及中国和整个世界的可持续发展。