



專家指出，雙循環仍有堵塞，放水救活的產能可能面對過剩問題，大型企業資金和經營壓力很快會顯露出來。資料圖片

高槓桿擴張難為繼 違約風波蔓延國企

大企風險浮出水面 央行6招排雷



違約風波

自上月永城煤電違約引發的債市衝擊餘波未平，信用違約風險的重災區正由民企轉向國企，大型企業風險浮出水面。多位專家在接受香港文匯報訪問時提醒，內地經濟增速持續下行，高槓桿擴張難以為繼，未來一兩年大型企業風險可能集中爆發，已引起監管當局警惕並着手「排雷」。

文：香港文匯報記者 海巖 北京報道

河南國企永城煤電、清華校友紫光集團接連債券違約，老牌車企華晨汽車閃電破產，令大型企業風險成為近期市場關注點。在如是金融研究院首席研究員朱振鑫看來，當前大型企業風險頻爆，並非突發個案或短期現象，而是持續經濟下行帶來的「溫水煮青蛙」的影響。

實際上，2017年起內地「去槓桿」大潮下，高槓桿民企、中小企業已首當其衝慘烈出清。不過，大型企業尤其是大型國企，當時反而獲得了一些融資便利，推遲了風險爆發的時間。「前幾年放水低利率的時候發債太多，還款壓力增大，今年新冠疫情對各企業現金流造成衝擊，而下半年來貨幣供應趨向收緊，高槓桿擴張時累積的問題開始集中爆發，後面還會有。」朱振鑫說。

人行報告：272家大企負債逾70%

大型企業風險初現系統性特徵，引起監管部門重點關注，人民銀行在最新發布的《中國金融穩定報告2020》中對此進行專題討論。根據人行披露的監測信息，截至2019年底，內地約3萬家大型企業中，共有575家大型企業出現風險，涉及融資規模高達3.88萬億元（人民幣，下同），其中6,462億元已被納入不良資產，不良率達16.62%；另外，涉及擔保餘額1.6萬億，或有債務相當於融資總規模的四成。

央行監測發現，目前575家出現風險的大型企業中，272家的資產負債率超過70%、融資規模達到

2.60萬億元，其中97家企業嚴重資不抵債。中央財經大學金融學教授郭田勇分析說，大型企業涉及融資金額大，相關金融機構多，關聯企業眾多，股權關係錯綜複雜，而企業出現風險往往會引發多米諾骨牌效應，嚴重者影響區域經濟金融穩定，甚至引發系統性風險和社會震盪。

擴張激進、公司治理混亂和以貸養貸，是大型企業風險形成的主要原因。郭田勇舉例說，有些企業跨行業擴張和跨境業務布局較為激進，債務融資超出自身承受能力；有的公司治理和內部管理存在問題，比如普遍存在股東佔款、人事交叉、集團內部債務混同（互聯互保）、隱匿關聯交易、信息披露失真、股權重複質押等問題。這些問題在很多大型民營企業中較為普遍。

以貸養息大企 面臨破產重組

還有些企業以貸養貸、以貸養息，在經濟下行期間企業資金回流慢，依賴滾動貸款、而非營業收入作為還款來源，這在大型國企、融資平台問題較大。郭田勇說，高槓桿擴張鏈條一旦出現問題，就可能引發融資、經營等風險全面暴露。未來一段時

間，大型企業勢必將加快兼併重組乃至破產重組。如今，監管部門已着手「排雷」，多次提示未來不良貸款上升風險，要求金融機構通過核銷等方式「讓利」，近三年內地金融機構累計處置不良貸款達5.8萬億元。

人行促擴張過快企業瘦身

對於化解大型企業風險，人行提出多條路徑：擴張較為激進的企業要主動瘦身，主要針對大型民營企業；資金鏈緊張的企業要調整債務結構，加大資產處置力度，加快資金周轉，主要適用於有資產的房地產企業；前景好但暫時遇到困難的企業要通過引進戰略投資者、改革重組、市場化債轉股等方式化解債務風險，這主要針對國企。至於產能過剩行業，要加大兼併重組力度；殭屍企業要進行破產清算、實現市場出清。

從上述化解的方式可以看出，破產、兼併重組等市場出清處置方式的表述雖然較為隱晦，但卻是更明確的鼓勵方式，這就意味着對於出現風險的大型企業來說，債權人能夠寄予的期望不應過高，市場應做好充分的心理準備。

專家看法



人民銀行行長易綱預計，宏觀槓桿率還有可能上升，宏觀調控旨在平衡穩增長與防風險。



如是金融研究院執行院長朱振鑫稱，當前大型企業風險頻爆，是持續經濟下行帶來的「溫水煮青蛙」的影響。



中央財經大學金融學教授郭田勇預計，產能過剩領域的大型企業資金和經營壓力很快會顯露出來。



國家金融與發展實驗室主任張曉晶指，商銀今年普遍放鬆了風險監控，擴大信貸資產的風險敞口。

央行化解大型企業風險的方式

1. 擴張較為激進的企業（主要是民企）要主動瘦身。
2. 資金鏈緊張的企業（尤其是房地產企業）要調整債務結構，加大資產處置力度，加快資金周轉。
3. 前景好但暫時遇到困難企業（主要是國企）要通過引進戰略投資者、改革重組、市場化債轉股等方式化解債務風險。
4. 產能過剩行業要加大兼併重組力度，殭屍企業要進行破產清算、實現市場出清。
5. 豐富市場化違約處置機制，通過金融AMC、地方AMC、不良資產交易平台、拍賣平台等處置。
6. 發揮債委會和破產法庭作用，加快企業重組、清算進程。

大型企業風險情況

- 全國1,811萬家企業法人單位，約3萬家為大型企業法人單位，資產總額119.6萬億元（人民幣，下同）佔全部企業資產的22.9%。
- 2013年至2019年末，575家大型企業出現風險；其中，460家企業出現嚴重流動性困難（80%）；120家企業未兌付已發行債券（21%）；27家企業股權被凍結（4.7%）；67家企業申請破產重組（11.7%）。
- 575家出現風險企業融資規模為3.88萬億元，6,462億元已被納入不良資產，不良貸款率16.61%。
- 575家出現風險企業中，高負債（負債率超過70%）企業272家，佔比47%，融資規模2.6萬億元。
- 出現風險最多的三大行業：製造業（241家）、批發和零售業（87家）、交通運輸倉儲和郵政業（51家），融資規模分別為1.3萬億元、4,932億元和5,704億元。

資料來源：《中國金融穩定報告2020》，央行2013年至2019年末監測結果 製表：記者 海巖



今年猛放水 明年債務滾續壓力大

為緩解中美貿易戰及新冠疫情的雙重壓力，今年內地採取寬鬆政策，向市場注入流動性，給企業以資金支持，救活不少企業，甚至有不少企業更逆勢擴張彎道超車。「這些企業要小心明年翻車。」中央財經大學金融學教授郭田勇警告說，明年甚至後年會有大量債務到期壓力。特別是新一輪穩槓桿、降風險的政策背景下，激進擴張或債務壓力較大的企業，以及地方政府和融資平台，都會面臨較大的債務滾續壓力，進而可能通過違約、破產重組、兼併重組等市場化方式來釋放債務壓力。

雙循環未完善 經營仍艱

明年全球經濟仍在復甦，在外循環尚未完全打通、內循環依然存在不少堵點的情況下，今年救活的產能可能又會面臨過剩問題。郭田勇預計，產能過剩領域的大型企業資金和經營壓力很快會顯露出來。另外，未來幾年是內地產業鏈和供應鏈提升的關鍵階段，在資源整合、產業鏈重組的背景，處於低端產業鏈的一

些大型企業可能會退出。當然，大型房地產企業的風險及資金壓力一直比較大。

今年中央提出2020到2022年實施國企改革三年行動方案。專家指出，每一輪國企改革都會帶來新一輪國企兼併重組，相應的地方國企甚至中央企業可能退出歷史舞台，與此同時，國企兼併重組也往往伴隨一輪地方政府轉嫁風險而逃廢債的興起。

惡意逃廢債需嚴打

郭田勇分析，由於地方政府控制的國有企業存在預算軟約束，這些企業總認為背後有政府做擔保，就會大膽融資，能借多少借多少、能發多少債就發多少，而忽略投資項目有沒有收益、周期有多長、債券到期時有沒有足夠流動性準備等問題，使得這些企業暴露巨大風險。惡意逃廢債是指企業存在轉嫁風險的動力，本來企業可能不會違約，或者違約是小概率事件，但他們把它做大成大概率事件，這對市場的破壞力可能大於債務風險本身，需要當局嚴厲監管。

疫情來襲 「去槓桿成果」打回原形

為應對疫情衝擊，今年上半年貨幣財政「雙寬鬆」，導致宏觀槓桿率大幅攀升至近歷史高位。

槓桿率急升24.7個百分點

根據社科院國家金融與發展實驗室(NIFED)最新數據，今年第三季度宏觀槓桿率為270.1%，比去年底上升24.7個百分點，升幅創近年歷史紀錄；非金融企業部門和居民部門槓桿率均大幅攀升，今年前三季度分別上升12.7個和5.6個百分點，幾乎填平之前去槓桿的缺口。

隨着經濟恢復邁入正常軌道，宏觀政策重提「穩槓桿」、「降風險」。

「2008年國際金融危機後的一段時期，大量的新增債務被用於存量資產的交易，以及殭屍企業的借新還舊。這部分新增債務不能有效支持實體經濟活動，由此也導致宏觀槓桿率的快速攀升。直到2015年中

央提出供給側改革，槓桿率快速攀升的勢頭才得以緩解。」國家金融與發展實驗室主任張曉晶提出，2020年，由於疫情的外部衝擊，經濟活動有所停滯，為了完成金融支持實體經濟要求，商業銀行普遍放鬆了風險監控，擴大了信貸資產的風險敞口，部分貸款並非支持新增經濟活動，而僅僅是應對企業的流動性需求和對已有債務的還本付息。

「大量新增債務再次流入到存量資產的交易市場及用於補充流動性和借新還舊，金融與實體經濟的均衡再一次被打破，這是宏觀槓桿率在2020年快速攀升的內在原因。」張曉晶說，「雖然部分企業會受益於暫時的流動性支持而得以擴張發展，但也會導致一部分企業在未來貨幣政策正常化時期同樣面臨經營困難，從而轉化為商業銀行壞賬的情況出現。貸款利率下降增加了資金的投機需求，部分信貸資金違規

流入了房地產和資本市場。一旦出現資產價格的較大波動，這部分信貸資金的違約率可能會提高。」

易綱憂槓桿率未見頂

「穩槓桿」已重回央行貨幣政策的主線上，人民銀行行長易綱近日發表文章提到，「給定目前的發展階段，趨勢上看中國的宏觀槓桿率還有可能上升，宏觀調控的任務就是使槓桿率盡量保持穩定，從而在穩增長與防風險之間實現平衡，並為經濟保持長期持續增長留出空間。」

「下半年以來，央行停止降準等操作，釋放穩槓桿的信號，通過一系列公開市場操作微調流動性，市場預計這樣的方式在2021年將成為主體，讓市場流動性保持充裕，同時加強對金融市場、槓桿率等監管，防範並引發包括大型企業在內的風險平穩釋放。」