



债转股是麻药， 改革才是动手术

市场化的债转股方式，将会帮助降低企业杠杆率、改善银行资产结构，最终高负债率会通过经济的发展得到化解，而改革正是激发经济增长的关键。

文 | 本刊记者 张琴琴 苏慧婷

对于债转股，悲观者有之，乐观者亦有之。《英大金融》杂志独家专访到的银河证券首席经济学家潘向东先生显然属于乐观派。他说，要相信市场的选择，债转股将经历多次博弈取得良好的效果，当然，债转股是麻药，改革才是做手术，必须依靠改革规范市场秩序，激发创新动能，提升潜在增速。

《英大金融》：近期，债务违约事件频发，债券市场信用风险的爆发成为市场普遍的担

忧，标普和穆迪也相继将中国的长期主权债务评级由“稳定”下调至“负面”。当前我国的债务风险主要聚集在哪个部门，政府、居民还是企业？

潘向东：主要是在企业部门。我们根据财政部、审计署和人大常委会的公开数据进行测算得到，截至 2015 年年末，中央政府债务约 13.3 万亿元，地方政府债务约 26.4 万亿元，整个政府部门负债 39.7 万亿元，占 GDP 的比重为 58.7%，低于《马斯特里赫特条约》规定的



60%的国家债务安全线，表示政府部门的债务风险相对可控。但从2007年到2014年，政府部门债务规模增加了一倍以上，还是要引起足够的重视。

而根据央行、社科院和国际清算银行的公开数据进行测算，截至2015年末，居民部门债务规模是27万亿元，占GDP比重为40%，低于《债务影响报告（BIS工作报告NO.352）》中85%的居民部门杠杆警戒线。

非金融企业部门债务，由银行传统信贷、金融市场债务工具发行以及影子银行的信用融资构成，约112.5万亿元，占GDP的比重为166.3%，远高于《债务影响报告》中90%的企业部门杠杆率警戒线。非金融企业部门杠杆率在2011年以后迅速攀升，成为目前我国债务

风险的主要来源。

《英大金融》：正是基于对企业部门高杠杆的担忧，从政府到业界，都多次提到要用市场化债转股的方式降低企业的杠杆率。您对债转股怎么看？

潘向东：企业部门负债率如此之高，债转股是肯定会做的事情，一旦方案出来，很快就会进入实施阶段。一方面，通过债转股的方式，将债权转为股权，企业的负债可以慢慢降下去，资产负债表就盘活了；另一方面，对银行来讲，企业负债率高企也是一种压力，因为企业债务到期未偿还，就会形成坏账，所以将债权转为股权，银行在处理可能的坏账时能够多一种选择，资产负债表也会变得漂亮许多。

改革是化解债务困境的关键

《英大金融》：将债权转为股权，企业负债的问题从表面的数据上看，是好了不少，但本质问题并没有解决。在实施债转股的同时，还应当采取哪些措施，从根本上化解企业的高负债率问题？

潘向东：从债务/GDP这个指标出发，可以从两个方面来降低杠杆率。一方面是从减小分子着手，抑制负债总额过快增长，但这个过程中对企业来讲会很痛苦，经济也会经历一个下行阶段。另一方面是从增大分母着手，通过提高生产效率，做大经济增长蛋糕的规模，在这一过程中逐步消化杠杆。举例来说，1996年某县政府当时的财政收入水平为6000万元，向银行借贷一笔5000万元的款项，偿债压力很大，但后来随着经济的快速发展，该县的财政收入达到数亿规模，5000万元的负债也就基本不造成压力了。这就说明，只要经济持续发展，债务问题就能够迎刃而解。

《英大金融》：也就是说，要动态地考虑债务与经济发展的关系？

潘向东：是的。去杠杆的合理路径就是要

同时考虑分子上的债务和分母上的 GDP，两者不可偏废，否则就可能适得其反。例如，从挤压债务规模的角度而言，货币政策应该适度从紧。但同时，过紧的货币政策可能带来经济增长失速，如此，会使得处在分母位置的经济增速比处在分子上的债务下降得更快，最终杠杆水平反而会走高。

《英大金融》：那么在此轮经济运行周期当中，是否还需要政府一定程度的干预？

潘向东：经济发展通常具有一定周期性，在新一轮周期形成的过程中，的确需要政府出手干预，否则，如果经济震荡幅度过大，可能会导致过度下跌，那样的话，即使是优质企业也有可能受到大环境的牵连而抵挡不住。政府出手干预，相当于给宏观经济打了一剂麻药，以减轻新一轮经济周期形成所产生的经济震荡。

《英大金融》：债转股就是这剂麻药？

潘向东：没错，债转股也好，宽松的货币政策以及积极的财政政策也好，其实都是麻药。当然，经济要发展，只打麻药还不行，还要动手术，也就是要推进改革，改革才是经济中长期发展的动力。新一轮增长周期的开始，必须依靠改革规范市场秩序，激发创新动能，提升潜在增速。包括依靠要素市场的改革来进一步释放“斯密增长”的空间，依靠经济、社会等一系列的改革来激发创新动能，释放“熊皮特增长”的空间。

相信市场选择

《英大金融》：此轮债转股，“市场化”是关键词，您认为债转股的市场化会如何体现？

潘向东：与上一轮政府主导的债转股不同，这一轮债转股的主角将是银行和企业，它们之间会经历博弈的过程。对于是否参与到债转股中，银行与企业之间可以进行相互选择。至于

债转股普通股还是优先股，银行对董事会的控制能力几何，就要取决于银行与企业的谈判结果，资质越差的企业，议价能力也会越低。要相信市场的选择。

《英大金融》：在债转股的过程中有没有可能出现道德风险，比如一些僵尸企业混迹其中？

潘向东：这种情况不会出现。作为债权人的银行也有自己的利益诉求，且不说它在前期放贷的时候对企业已经有过调查评估，在债转股时，也会对企业有一个考量。

资质太差的企业，破产的可能性较大，债权人索赔顺序排在股东前，银行会更愿意做债权人；资质较好、只是出现暂时性困难的企业，银行会有动力将债权转为股权，担任财务投资人的角色，因为持有股权的回报率会更高。当然，资质良好但出现暂时困难的企业，也不一定会选择债转股，还可以通过发行企业债的方式来解决当下的困境，因为现在央企发债的利率也是很低的。

《英大金融》：此次债转股，对银行来说是否也是一次转型的契机？

潘向东：由于还存在种种局限，这点并不好确定，但可以肯定的是，银行会有很大的动力参与此次债转股。倘若企业发展得好，股权远比债权有吸引力。据我所知，目前很多银行已经成立了投资银行部，或将在债转股过程当中发挥积极作用。

《英大金融》：看来您很看好此次债转股，这是基于什么样的判断？

潘向东：对，我很看好，主要还是基于对宏观经济的判断。不能仅仅盯着债务问题看，还要看到经济的发展形势。我对经济发展的整体趋势还是比较乐观的，因为，以如此巨大的人口规模为基础，医疗、教育、文娱等服务业，就始终面对着巨量级市场，都可能是经济增长的动力所在。☑

从债务/GDP这个指标出发，可以从两个方面来降低杠杆率：一方面是从减小分子着手，另一方面是从增大分母着手，通过提高生产效率，做大经济增长蛋糕的规模，在这一过程中逐步消化杠杆。

TIPS

斯密增长



“斯密增长”是指主要依靠资本投入来实现经济增长，“熊彼特增长”主要是指通过科技进步和创新提高效率来实现增长。