

上市资讯

2017年6月号（总第12期）

发行上市中心

2017年6月5日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

杨浦区副区长携拟上市企业走进上交所

株洲市领导干部及拟上市企业走进上交所

金华市领导干部及拟上市企业走进上交所

【案例分析】

沪市上市公司转型升级十大案例之青岛海尔

【市场前沿】

并购估值、市场反应与公司业绩

【课题研究】

为何去杠杆已成中国经济当务之急

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1. 股票发行融资情况

截至6月2日，今年上交所IPO上市企业105家，募集资金665亿元，股票再融资企业58家，募集资金2031亿元。

2. 在会审核企业情况

截至6月2日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计571家。其中，上交所在审企业261家，深交所在审企业310家（中小板91家、创业板219家）。

3. 新增IPO申报情况

截至6月2日，今年新增IPO申报企业共计114家，其中，上交所44家，深交所70家（中小板11家、创业板59家）。

■ 债券发行上市信息

1. 公司债发行情况

截至5月31日，上交所2017年已完成公司债公开发行379只，发行金额5052亿元。

2. 资产支持证券发行情况

截至5月31日，上交所2017年已完成资产支持证券发行92只，发行金额1286亿元。

3. 债券上市情况

截至5月31日，上交所各类债券挂牌数量已达8722只，比去年底增加2975只，增幅52%；债券托管金额已达66312亿元，比去年底增加2.17万亿元，增幅49%。

【交流动态】

1. 2017年5月16日，杨浦区区委常委、副区长丁欢欢带领区内拟上市企业代表团一行20余人，赴上交所交流学习。上交所副理事长张冬科参加活动并与代表团座谈交流。张副理事长要求，上交所要主动帮扶杨浦区拟上市企业，使其能尽早在上交所上市。丁副区长希望区内众多优质拟上市企业干好实业、做好主业，力争早日登陆上交所。座谈会后，上交所安排专人为拟上市企业作了专题培训。（供稿人：王新苗）

2. 2017年5月9日-12日，株洲市委常委、副市长田卫军带领地方政府干部及拟上市企业一行20余人，赴上交所、苏州学习考察。在上海，上交所总经理黄红元就上交所发展情况及如何服务地方经济发展进行了深入阐述。发行上市中心总监助理彭义刚介绍了发行上市最新形势、要求与策略，一行人还观摩了铁流股份、寿仙谷上市仪式，走访了上海本地领军企业。在苏州，苏州常务副市长王翔会见了考察团一行，并进行了座谈交流，同时也走访了苏州本地领军企业。（供稿人：陆海生）

3、2017年5月10日，金华市副市长陈晓带领政府干部及拟上市企业一行50余人，赴上交所交流学习，并观摩了寿仙谷上市仪式。上交所副总经理刘绍统介绍了资本市场对企业发展的重要性，并表达了上交所持续服务的决心；发行上市中心副总监官万炎介绍了发行上市的最新形势、要求与策略；债券业务中心总监助理金永军介绍了上交所债券市场。（供稿人：葛托）

【案例分析】

沪市上市公司转型升级十大案例之青岛海尔¹

上交所资本市场研究所 潘妙丽 程娅昊

一、转型升级背景

（一）行业背景

随着生活品质不断提升，家电市场已从产品普及期转入消费升级期，数字化、智能化家电成为消费者主要关注的家电品类，未来，高端家电、厨卫、生活电器的增速将远高于传统家电，传统家电企业面临产品升级换代、向高端制造转型的挑战。

近年来，全球家电市场大型并购频出，如博世收购西门子持有的博西家电、惠而浦收购意黛喜等，家电巨头纷纷将海外并购作为其巩固市场份额、强化竞争力的途径。据统计，2015年全球前十大家电公司家电业务收入 1.1 万亿，约占全球家电市场收入规模 60%。中国家电企业已跨越出口代工阶段，开始用品牌和技术提高全球竞争力，但从目前看，海外市场的品牌认知度及渠道影响力依然不高。因此，除产品创新以外，海外并购也成为新形势下我国传统家电企业国际化的路径之一。

（二）海尔集团概况

海尔集团创立于 1984 年，由一家资不抵债、濒临倒闭的集体小厂，逐渐发展成全球最大的家用电器制造商之一，海尔品

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

牌也成为世界白色家电第一品牌。2017年1月，欧睿国际发布数据称，海尔已连续八年蝉联全球销量最大的家用电器品牌，冰箱、洗衣机、酒柜、冷柜分别以大幅度领先第二名的品牌零售量继续蝉联全球第一。海尔近十年来收入复合增长率达6.1%，利润复合增长率达30.6%。2016年，海尔全球营业额预计实现2016亿，利润实现203亿。海尔集团旗下两家控股上市公司青岛海尔（600690.SH）和海尔电器（1169.HK），截至2016年底，2家上市公司总市值合计943亿人民币。

但在国内白电市场存量更新为主、宏观经济压力依然较大的格局下，未来白电行业将难以复制以往的高增长。面对国内消费疲软、价格竞争激烈、与国外主流品牌差距较大、国际市场难以开拓等问题，海尔亦面临转型升级的需求。

二、转型升级举措

海尔近年来战略扩张的主方向是，结合技术升级与海外并购，立足国内市场并布局海外市场，通过海外并购加速全球家电业务整合，提升业务规模与企业竞争力。2011年，海尔集团以100亿日元收购三洋电机白电业务；2012年，海尔集团收购新西兰国宝级家电品牌斐雪派克；2015年，青岛海尔收购海尔集团旗下海外白电资产，海尔集团全球战略布局不断加速。

2016年1月15日，海尔集团宣布与美国通用电气（GE）在全球范围内合作，由上市公司青岛海尔整合GE旗下家电业务，GE将从海尔获得54亿美元现金对价。6月7日，青岛海

尔和 GE 共同宣布，双方已就青岛海尔整合 GE 家电公司的交易签署所需交易交割文件，GE 家电正式成为青岛海尔一员。

GE 家电属 GE 集团，是北美领先的家用电器公司，拥有世界一流的物流和分销能力及美国市场强大的零售网络关系。2014 年，GE 家电和照明业务营收为 84 亿美元，占 GE 集团总收入约 7.6%。凭借在大型家电市场高达 15.4% 的品牌占有率，GE 家电未来将充分受益于美国家电市场的巨大潜力。

青岛海尔和 GE 家电此次强强联合，战略意义重大。未来，海尔将在美国市场实行 Haier、GE 两个品牌相对独立运作，GE 家电总部仍将保持独立运营。

三、转型升级效果

海尔此次收购 GE 家电无疑是其全球战略布局的延续，从并购效果上看，也将带来“1+1>2”的效应。

一是从品牌优势看，由于白电技术更新缓慢，品牌竞争优势突出。目前，海尔在美国市场主要以缝隙产品为主，如果仅依赖公司自主建设，很难达到目前 GE 家电所拥有的市场地位和品牌影响。借助 GE 家电资产收购，将有助于海尔向美国主流产品转型，搭建全球采购、研发和供应链平台，大幅提升海外整体运营能力。

二是从成本协同来看，海尔已建立全球采购资源池，收购 GE 家电后，双方将共享供应商匹配价格和供应条款，实现对 GE 品类进行集中采购和全球采购，优化产品成本。通过采购平

台化、配件通用、研发共用等方式节约成本，预计将产生超过 10 亿的成本节约协同，预计三年内逐步释放。

三是从市场协同看，GE 家电 90%的收入来自美国，同时在加拿大及南美洲的巴西、墨西哥等国都拥有较大业务量和分销渠道，GE 家电将成为海尔全球化布局的美洲基地。一方面，完善海尔在全球家电市场的布局，另一方面还可通过北美和中国的渠道共享、拓展细分市场，甚至可在中国引入 GE 强势的厨房电器产品增强海尔在国内竞争力，实现收入端的协同效应。

四是从盈利能力来看，GE 家电业务整体负债率仅为 45%，毛利率高达 32.3%，净利润率高达 3.6%，此项优质资产注入海尔，将增厚青岛海尔未来盈利。

目前，青岛海尔收购 GE 的效应已逐步在财务报告上有所体现。青岛海尔 2016 年三季报显示，受益于收购 GE 家电，青岛海尔前三季度实现营利双增，前三季度实现营收 842.71 亿，同比增长 18.78%，归属于上市公司股东净利润 38.23 亿，同比增长 6.49%。GE 家电 1-9 月收入增速为 2.9%，表现稳健，并表以来为公司贡献营收 143.5 亿，归母净利润 3.17 亿。此外，青岛海尔已成立研发企划合作团队、共享销售渠道、对压缩机厂商进行统一采购等，未来，随着采购、研发、供应链等进一步融合，海尔海外的整体运营能力将大幅提升。（摘编：张冯彬）

并购估值、市场反应与公司业绩²

上交所资本市场研究所 付鹏

近年来，我国上市公司并购重组屡现“高估值，高承诺”现象。本文以2008-2015年间大股东资产注入型定向增发行为作为研究样本，考察了并购估值的市场反应及其对公司业绩的影响。实证表明，大股东资产注入型定向增发行为具有显著为正的短期公告效应。并且，高估值的股价效应更明显。另外，由于“三年期”业绩承诺的存在，高估值对公司业绩的支撑作用只有三年，即并购完成当年、并购完成第一年和并购完成第二年。然而，三年后，高估值对公司业绩的支撑作用迅速消失。这说明，大股东在资产注入上市公司的过程中，可能存在利益输送行为。进一步，本文针对上述问题提出了相应的政策建议。

一、研究背景

在英美资本市场，定向增发的主要目的是解决公司的融资问题。而在中国，定向增发除用于企业融资外，还可用于收购大股东资产，以实现大股东优质资产注入。从本质上讲，上市公司通过定向增发收购大股东资产是一种“双重”关联交易。然而，在我国，诸多制度安排使大股东普遍拥有上市公司绝对或相对控制权。关联交易可能成为大股东进行利益输送的渠道。

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

目前，我国上市公司并购重组“高估值”现象日益突出。所谓“高估值”，是指在并购重组中，上市公司购买的标的资产的交易价格远高于其账面价值。据统计，我国A股市场重组标的的估值率逐年上升。2012年到2015年的平均增值率分别为201%、515%、527%、737%。由于会计核算中，人力资源、品牌价值、研发能力等要素均未计入公司资产，资产估值出现一定的增值实属正常。但是，过高的增值率可能引发利益输送等问题，严重损害中小投资者权益。

为规范并购重组行为，提高上市公司质量，保护中小投资者利益，证监会发布了一系列关于“业绩承诺”的法律法规及常见问题解答，作为防范资产估值虚高的重要制度安排。所谓“业绩承诺”，是指被并购公司的原股东就标的公司未来一定期限内的经营业绩向并购方作出承诺。若承诺期满，标的公司实际经营业绩未达承诺业绩标准，则由承诺股东向并购方补偿。

监管层希望通过业绩承诺与业绩补偿“证明”估值合理性及标的公司的持续盈利能力，从而实现对中小投资者利益的保护。然而，在定向增发收购大股东资产过程中，仍可能存在大股东虚增注入资产价值进行利益输送的现象。大股东通过虚增注入资产价值实现了对中小股东的财富掠夺效应，从而导致上市公司资源配置效率、公司价值、声誉和后续融资能力的下降。

基于上述分析，本文利用2008-2015年间的大股东资产注入型定向增发行为作为研究样本，考察了并购估值的市场反应

及其对公司业绩的影响。

二、研究方法

本文主要采用事件研究法（Event Study）来考察上市公司通过定向增发收购大股东资产预案宣告日的短期市场反应。

具体而言：（1）事件窗口的选择。本文以预案宣告日为事件日，选取 $[-5, 5]$ 的时间窗口作为事件窗口。（2）估计窗口的选择。本文选取 $[-155, -6]$ 一共 150 个交易日作为估计窗口。（3）正常收益率估计模型的选择。本文正常收益率的估计模型主要采用以下 6 种：平均收益不变模型、市场调整模型、市场模型、CAPM 模型、三因素模型和四因素模型。其中，日个股收益率是考虑了现金、红利和再投资的日个股回报率；对于市场指数收益率是考虑了现金、红利和再投资的综合日市场回报率（总市值加权平均法）。

三、研究结论

（一）短期公告效应显著为正

上市公司通过定向增发收购大股东资产的过程中，即使大股东注入的资产存在“高估值”现象，大股东也会在定向增发公告中宣称，通过向上市公司注入优质资产，有利于解决母公司和子公司之间的同业竞争和关联交易等问题，未来将会提升上市公司的经营业绩和盈利能力。

此外，由于目前我国投资者的结构不合理，散户居多，机构投资者较少，投资者很难识别大股东注入上市公司的资产质

量。再加之，受证券分析师大力宣传和鼓吹，短期内，投资者会竭力追捧宣告定向增发收购大股东资产的上市公司。

因此从短期看，无论注入资产是否“高估值”，上市公司通过定增收购大股东资产均会引起显著为正的市场反应。

研究数据也表明，大股东资产注入上市公司时，会引起显著为正的市场反应。以市场模型为例，预案公告期的平均累积超额收益率为 17.24%。

（二）高估值的股价效应更为明显

实践中，“高估值”通常有业绩承诺的支撑。所以，中小投资者往往会忽视“高估值”背后所蕴含的投资风险。他们会认为标的资产所在行业发展趋势乐观向好，标的资产具有明显的竞争优势，其各项业务未来可以保持较高的增长率，因而使得资产评估结果较账面值增值较大。

另外，在公司重要事件期间，企业有强烈的动机进行市值管理以获取额外收益。同样地，在定向增发收购大股东资产的过程中，上市公司也有极强的动机进行市值管理获取额外收益。并购估值越高，大股东对中小股东的利益侵害程度就越大，其控制权的私人收益就越多，大股东进行市值管理的动机就越强烈。特别地，在媒体大肆炒作之下，投资者（尤其是中小投资者）缺乏理性、盲目跟风、忽视风险、贸然买进，从而使股票价格在短期内骤然上升。

一方面，由于高估值有业绩承诺的支撑；另一方面，对于

高估值的并购重组，上市公司进行市值管理的动机强烈。这样，大股东资产注入型定向增发行为的短期累积超额收益与并购估值显著正相关，即高估值的股价效应更为明显。

（三）高估值对公司的业绩支撑作用只有三年

证监会在制定业绩承诺制度中，对业绩承诺期限进行了明确规定，即“业绩补偿期限一般为重组实施完毕后三年，对拟购买资产作价较账面值溢价过高的，视情况延长补偿期限”。

然而，在使用收益法进行资产评估过程中，评估报告通常假设被评估单位评估基准日之后永续经营，相应的收益期为无限期。其实，这种假设造成了一种“期限错配”现象。即资产评估以无限期盈利来计算，而业绩承诺期仅为三年。只要三年期的业绩承诺满足，大股东就等于逃避了三年之后的所有责任。

因而，大股东会想尽办法去实现标的资产三年期的业绩承诺，从而满足监管层对并购重组业绩承诺的要求。三年以内，并购重组“高估值”可能对上市公司业绩产生促进作用；而三年以后，并购重组“高估值”对上市公司业绩的促进作用可能就没那么明显。也就是说，并购重组实施三年内，“高估值”对上市公司业绩的促进作用，可能来自于大股东为满足监管要求而做出的“努力”，而非并购重组的协同效应所导致。

四、研究建议

本文研究发现，大股东在向上市公司注入资产的过程中，可能存在利益输送行为。其中，标的资产定价公允性是非常重

要的影响因素。从本质上讲，大股东通过定向增发将资产注入上市公司是一种“双重”关联交易。关联交易问题的核心在于其定价是否公允。如果定价公允，则关联交易与市场交易没有任何区别；如果定价不公允，则关联交易会涉及利益输送。

在我国的市场环境下，信用体系的缺失会加大资产评估和资产交易中的“道德风险”和“逆向选择”问题。特别是，我国资产评估机构众多且规模较小，使得评估业务对评估机构极其重要，从而降低了评估机构的独立性，加大了评估机构舞弊的可能性，提高了评估机构的机会主义倾向。

为更好地保护中小投资者合法权益，本文建议针对上市公司并购重组行为，制定标的资产行业评估标准，抑制标的资产高估值行为。我国监管部门应该规定不同行业标的资产评估增值率的最高限制。如果并购预案中，标的资产评估增值率高于监管部门制定的最高限制，则并购预案不予以通过。

实际操作中，在每个会计年度期末，根据证监会对所有上市公司的行业分类，监管部门可以计算行业整体的市盈率。然后，行业整体市盈率的一定百分比则可作为标的资产评估增值率的最高限制（一定百分比可由监管部门统一裁量决定）。最后，由监管部门向社会统一发布上述最高限制标准。这样，标的资产评估增值率的最高限制既考虑了标的资产的行业差异，又考虑了我国二级市场的估值状况。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

为何去杠杆已成中国经济当务之急³

上交所资本市场研究所 施东辉

自 2008 年以来，为应对国际金融危机冲击和内部需求的疲弱，中国开启了信用扩张和加杠杆刺激经济的进程。今年 3 月底以来，中国金融监管机构连续发文落实金融去杠杆的要求。中央政治局近期就维护国家金融安全进行集体学习，凸显了决策层对经济去杠杆问题的高度关注及应对这一问题的紧迫性。

一、四维透视中国债务问题

诺贝尔经济学奖得主托宾（1989）曾将“过度举债”称为现代经济的“阿喀琉斯之踵”。那么，中国目前的债务问题到底如何？我们可以从规模、结构、增长速度和债务成本四个维度来分析这一问题。

从规模总量来看，中国实体经济部门的杠杆率并不高。截至 2016 年末，中国对内债务总额 192 万亿，与 GDP 比值为 258.1%。根据国际清算银行（BIS）的统计，这一数字略高于全球平均 246% 的债务杠杆率，但略低于发达国家平均 279% 的杠杆率。从具体国别比较来看，中国目前的债务杠杆率与美国接近，但远低于日本、希腊、西班牙等深受债务问题困扰的国家。

从债务结构来看，中国非金融企业部门的杠杆率高企。在

³ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

“出口导向、投资拉动”型经济增长模式下，大量企业陷入通过大量举债维持产能和库存的恶性循环。近年来，非金融企业部门杠杆率大幅提高，与 GDP 比值高达 165.3%。从国际比较看，中国债务问题的结构性矛盾较突出，政府部门的杠杆率为 48.4%，家庭部门的杠杆率为 44.5%，均大幅低于国际平均水平，而非金融企业部门的杠杆率不但显著高于新兴市场 105.9% 的平均水平，也显著高于发达经济体 88.9% 的平均水平，在全球主要经济体中仅低于卢森堡和爱尔兰等离岸金融中心国家。

实体企业的加杠杆往往通过金融体系的加杠杆得以实现。2013 年以来，传统存贷息差的稳定性发生下滑，商业银行开始通过同业存单和同业负债进行表内扩张，以同业理财的方式进行表外扩张，在“同业存单 - 同业理财 - 委外投资”的资金链中，资金层层嵌套、套利链条拉长。据统计，目前同业存单规模超 7 万亿，银行理财产品余额约 30 万亿，非银行金融机构资产管理规模逾 60 万亿，通过表内投向非银和表外投向理财的形式为实体部门输送资金逾 30 万亿。处杠杆之巅的金融市场对信用状况的变化极度敏感，导致金融体系内部脆弱性不断增加。

从债务增速来看，企业和家庭部门的债务增速较高。美国次贷危机和欧洲债务危机爆发后，各国央行的持续宽松政策使得全球债务不断累积。中国的债务水平在过去十年中也快速增长，总杠杆率从 131.3% 增加到 258.1%，特别是企业和家庭部门的总体债务额增加逾 120 万亿人民币，杠杆率从 109.2% 猛增

至 210.0%，增长近一倍。这种增速使国内银行系统面临沉重压力，为金融体系和经济的稳健运行埋下了隐患。

从债务成本来看，实体部门的利息支出仍然居高不下。通过将居民、非金融企业、中央政府和地方政府所支付利息加总，就得到整个经济实体部门的债务水平和利息支出。据中国社科院国家金融重点实验室的测算，尽管近年来通过地方政府债务置换、企业债转股和降杠杆等措施使整体的利息支出有所降低，但 2016 年实体部门的利息支出仍高达 8.2 万亿，占 GDP 的比例为 11.1%，这一比例在全球主要经济体中仅低于巴西。

从流量角度分析，利息负担达到增量 GDP 的 1.4 倍，占社会融资总额 46.3%，过高的利息负担已成经济前行的重负。从增长趋势看，若未来几年要保持 6.5% 的经济增速，货币信用和债务就必须保持在两倍以上增速，届时利息负担将更沉重。

由上观之，中国经济的总体杠杆率虽然不断上升，但规模水平并不极端，问题出在结构性的矛盾上，实体部门杠杆与金融市场杠杆齐飞，企业债务负担和金融体系脆弱性并存，中国债务问题陷入结构性矛盾和困境之中。

二、中国债务问题会引发系统性金融风险吗

经济学家莱因哈特和罗格夫在《这次不一样：八百年金融危机史》中回顾了人类 800 年历史长河中发生的金融危机，指出几乎所有的金融危机都有一个共同的主题，那就是过度举债。许多喧嚣一时的经济增长和资产价格繁荣在事后看来不过是一

场信用周期的故事，当信用狂潮（Credit Boom）结束进入信用紧缩时，经济往往陷入债务通缩和资产负债表衰退的困境。那么，中国债务问题会引发系统性金融风险吗？

有关债务危机的诸多研究表明，与债务水平和结构相比，企业和家庭部门债务的增长轨迹对金融危机的预警作用更为显著。摩根士丹利资产管理公司的首席宏观策略分析师舍尔·萨默在《国家的崛起与衰落》一书中对1600年至今的经济数据进行了分析，发现如果一国非金融私人部门债务与GDP的比值在5年内增幅超40%的话，这个国家在接下来的5年中将会有很大可能陷入危机。日本在私人非金融部门负债占GDP的比值超过200%的时候爆发了1990年平成危机；西班牙在超过200%的时候房地产泡沫崩盘；美国在达到170%的时候爆发了次贷危机。从2009年至今，中国企业和家庭部门债务与GDP的比值增长了90%，目前已越过了200%的警戒线。

预警债务危机的另一个指标是企业和家庭部门债务与GDP比值的缺口（Credit-to-GDP Gap），即这一比值与历史趋势线的偏离度。当偏离度超过10%时，一般认为进入风险区域。历史上，日本、西班牙和美国在偏离度达到24%、44%和12%时无一例外地发生了严重的金融危机和经济衰退，中国私人部门债务-GDP偏离度在2011年首次突破10%后，目前已逾越30%的水平，达到了可能引发金融危机的临界点。

因此，如果用传统的预警指标来分析，中国债务问题早已

进入高风险区域，但传说中债务崩溃的“明斯基时刻”（Minsky Moment）并未如期而至，其原因何在？

首先，在分析债务问题时，区分外债和内债十分重要。亚洲金融危机和欧元区主权债务危机均由外部债务引发；而日本经济泡沫和美国次贷危机则由内部债务引发。中国债务的 95% 是内债，最终债权人正是本国的家庭部门。目前，中国居民储蓄率保持在 30% 左右，仍然全球领先，只要居民部门的超额储蓄继续为企业和政府部门的存量债务和新增债务融资，债务问题就很难演变为系统性危机，但会表现为内需不足、通缩风险上升，因为债务的本质是对未来消费的透支。

其次，分析债务问题不能只看债务水平，还应关注资产负债表的稳健程度。数据显示，在 2000 - 2015 年期间，中国政府拥有的资产净值显著上升，从 16.5 万亿上升到 102.9 万亿，这些资产主要由外汇储备、黄金等贵金属储备，以及在全球主要资本市场上市的中国企业股份等高流动性资产构成。这意味着目前来看，政府仍有较强的应对债务风险的能力。

由于中国的债务主要为内部债务，再加上居民高储蓄率、政府部门高净资产、长期经常账户盈余及 3 万多亿美元的外汇储备支撑，再加上中央银行具有充足的流动性调控工具，在可预见的将来中国发生系统性债务危机的概率极低。然而，信用拉动型经济自身内含着扩张和收缩机制，随着信用扩张，信用资金的边际投资效率将会递减。2007 年时，1.5 个单位的新增

债务就可拉动 1 个单位的名义 GDP；而到 2016 年，6.5 个单位的新增债务才能拉动 1 个单位的名义 GDP。所以，中国经济迟早要经历一个去杠杆的过程。

三、中国经济去杠杆必须坚守四个原则

必须承认，去杠杆在某些方面已错过了最佳时间窗口期，目前中国经济不仅面临着“利率 - 汇率 - 国际化”的“三元悖论”，也面临着“经济稳定 - 资产泡沫 - 去杠杆”的“新三元悖论”，因此必须充分认识当下中国经济所处的历史方位，更加综合性、系统性地思考去杠杆的战略路径。

一是以流动性收缩和结构性改革为政策组合，倒逼负债主体去杠杆。

在经济史上，去杠杆有四种路径，分别是：经济紧缩、高通胀、大规模违约和在增长中消化债务。经济紧缩是最常见的路径，美国 1933 - 1937 年的大萧条，以及 1997 年亚洲金融危机后的韩国和马来西亚即为典型案例。高通胀是通过债务货币化和名义 GDP 的大幅增长来降低经济的杠杆率，如 1976 - 1980 年的智利。大规模违约通常伴随着货币危机，典型如 2002 - 2008 年期间的阿根廷和 1982 - 1992 年期间的墨西哥。

过去 20 年里中国曾经历过两次去杠杆。1992 - 1997 年间通过流动性紧缩及国有企业与国有银行的结构性重组解决了债务问题，2003 - 2007 年间则依托新一轮经济周期的高速增长实施了去杠杆，降低了经济对债务的依赖。中国经济目前在产能

过剩、企业债务高企等方面与当时具有相似性，但当下的复杂性在于，新的经济增长动能尚未涌现，房地产市场泡沫化日益凸显。金融体系内的道德风险和“大而不倒”博弈不断强化，为了在经济稳增长、缓慢释放资产泡沫和去杠杆三个目标之间取得某种平衡，去杠杆必须以适度紧缩和增长中消化的组合方式进行，即：一方面保持流动性的收缩态势，容忍 GDP 增速的适当下调，通过融资成本的上升加大对负债主体的压力，因为在宽松时代经济主体是不可能主动去杠杆的；另一方面出台必要的结构性改革以促进民营部门投资和就业增长，释放出源自民营部门和新兴产业的巨大增长动力。

二是以金融去杠杆为先导，带动实体去杠杆。

自 2015 年底中央经济工作会议提出“去杠杆”思路以来，实体经济部门通过地方政府债务置换、债转股试点、资产证券化探索、PPP 项目实践、居民部门买房加杠杆等多种措施，使债务成本有所下降，但杠杆率没有停止继续上升的趋势，债务压力并没充分释放。其原因在于，实体杠杆和金融杠杆是相互依存的，实体去杠杆和金融去杠杆本就是一枚硬币的两面，在实体去杠杆的同时金融体系仍在加杠杆，从而延缓了实体经济去杠杆的进程。

为了给实体经济发展创造良好的金融发展环境，疏通金融进入实体经济的渠道，应选择以金融去杠杆为先导，带动信用利差扩大和融资成本的提升，迫使企业主动进行信用收缩。同

时，金融去杠杆也可以改变货币资金脱实向虚，在金融体系内部空转的现状，将货币资金从金融市场内部释放，使之回归实体经济，从而有利于实现实体经济渐进去杠杆的目标。

三是以直接融资发展为根本，改善企业资本结构。

在银行为主导的金融体系下，非金融企业的高债务杠杆具有一定的天然性。在信用宽松的环境下，由于道德风险的原因，银行对高收益的追求不可避免地导致信贷标准降低，而中国经济仍存在着大量对利率不敏感的“僵尸”企业和预算软约束融资主体，从而导致银行的过度借贷行为。另一方面，银行信贷的供应数量受制于自身的资本金和融资主体的抵押物价值，当经济繁荣和资产价格上升时，银行将会扩张资产负债表和信贷总量，导致资产价格进一步上升，从而产生正反馈效应，反之则产生负反馈效应。美联储前主席伯南克将这种资产价格和信贷供应之间的放大机制称为“金融加速器”。各国的经验数据也显示，银行体系间接融资金额的波动性要远高于股票市场的直接融资金额，而且随着经济发展上升到一定阶段，资本市场的直接融资在支持创新企业和产业升级方面的作用更为突出。

中国经济正处于结构调整转型的关键时期，在金融去杠杆抑制银行体系的信用创造冲动后，通过资本市场发展来提高直接融资比例，改变非金融企业具有的“高杠杆基因”，是直接改善企业资本结构的根本手段。当前，迫切需要从以下五个方面（简称为 IDEAS 改革）突破制约资本市场有效运行和发展的各

种制度、体制与机制性障碍，将中国资本市场的改革、创新和开放推进到一个新的高度。

一是完善制度 (Institution)，以保护投资者利益为核心，尽快完善退市制度、集体诉讼制度、损害赔偿制度和“吹哨人”制度等，大幅提高股市的违法成本，以此来提高投资者的信心。二是拓展市场深度 (Depth)，积极创造条件，引导长期资金广泛参与资本市场，拓展市场深度，促进长期资本不断形成。三是提高市场定价效率 (Efficiency)，建立起基于市场正常供求和各类金融产品无套利基础上的市场化定价机制。四是放开准入 (Access)，改革新股发行条件，淡化盈利审核，重点关注企业的市场地位和持续经营能力，使大量优质的拟上市公司能成功对接本土资本市场。五是保持市场的稳定性 (Stability)，保持监管政策的前瞻性、预见性及相机调节性，探索建立资本市场的逆周期调节机制，使市场稳定运行。

四是以救助流动性短缺和市场失灵为底线，确保不发生系统性金融风险。

在信用扩张的时代，资产价格高歌猛进，杠杆收益，道德风险居高不下，以至于市场都认为这一切都将永恒。与之相反，去杠杆则是一个漫长而痛苦的过程。国际经验显示，去杠杆的进程一般要持续 5-7 年，信用扩张速度也从以前的年均 17% 降到 4% 左右。当前，不管是推动金融稳步去杠杆的举措，还是加强市场监管的系列规定，都将对金融市场带来不同层面的冲

击。一是情绪，市场的风险偏好将受到影响；二是资金，去杠杆导致金融体系的货币创造能力大为收缩；三是经济，实体经济因利率攀升的滞后效应而受到冲击，进而影响市场。可以确定的是，去杠杆的过程将始终伴随着流动性的冲击，债务违约事件也将不时出现，而杠杆之巅的金融市场对于信用状况的变化极度敏感，市场波动风险凸显。

在上述情景下，监管当局应加强政策协调，对结构性的流动性压力和阶段性的干扰变量保持战略定力，管理和引导好市场预期，在市场因系统性流动性枯竭而失灵时进行干预，确保不出现对资产价格周期和整体系统性风险产生巨大影响的市场冲击。近年来金融市场杠杆盛行的根本原因在于刚性兑付和对“死给你看、央妈必救”的信念，要彻底规范杠杆和套利行为，就需要打破刚性兑付，放开债券违约乃至中小金融机构的破产，使风险定价正常化，唯有如此才能有效降低金融杠杆。

中国债务问题的本质在于资源配置失效，是中国经济深层次体制和结构问题的体现。可以预见，中国将采用一贯的循序渐进式的方法来解决债务问题，去杠杆之路也将一波三折，道阻且长。在稳住存量，控制增量的前提下，在国际经济环境趋于复苏的大背景下，必须加大金融改革、国企改革、行业准入制度改革等结构性改革的力度，改变产生高债务融资的制度基础，走上去杠杆的标本兼治之路。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：20120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构