

选题（20%）	说理（60%）	文笔（20%）	总分

作者：徐海博

学号：1800015173

学校院系：北京大学国际关系学院

提交日期：2020 年 12 月 19 日

区域差异的微观基础：东北国企债务问题分析

近期，辽宁省属国企华晨集团债券违约，引发债券市场波动。几乎同时，城投子公司沈阳公用违约破产，由担保公司代偿。历史上，东北特钢、沈阳机床等东北国企债券违约，表明东北面临严重的国企债务问题。另一方面，东北国有企业在工业经济中占比较高。[□]理论上，国企是刚性储蓄者，国企带来的过剩储蓄将被输出到其他区域，可能引起其他区域而非其所在区域的债务风险。那么应当如何理解债务违约主体恰恰是“刚性储蓄者”自身？又应当如何理解东北国企比重高与国企自身的债务风险相伴而生？本文以微观分析为基础，试图指出东北国企债务问题的经济根源。

一、为何国企成为违约主体

国企高管的优化问题是分析国企债务问题的逻辑起点。首先，考虑任期制下国企高管的目标。假定国企高管为了个人仕途发展而完成上级下达的国有资本保值增值任务。[□]因为国企高管的仕途发展在他离任前决定，所以国企高管的目标是最大化离任前的资本存量。由于国企的盈利能力与偿债能力指标并非上级对国企高管的主要考评指标，因此本文假定盈利能力与偿债能力不进入国企高管的目标。

其次，考虑国企高管的融资行为。假定国企高管可以在债务融资、股权融资、不融资之间做出选择。由于融资有助于实现企业资本存量的增加，因此国企高管必然在债务融资与股权融资间做出选择。然而，股权融资虽然会增加企业资本存量，但不会增加其中的国有部分。而一旦进行债务融资，债务到期之前国家就可以支配更多的资本。至于还债问题，则与国企高管的最优化问题无关。因此，国企高管的最优选择是进行债务融资。可见，任期制造成的激励错配，将国企从“刚性储蓄者”变成了“刚性借贷者”。

最后，考虑国企高管的公司战略制定。假定国企高管可以在扩大产能、调整结构、维持现状之间做出选择。扩大产能必然以固定资产投资为基础，这将带来企业资本存量增加，契合国企高管的目标。所以，相比维持现状，国企高管倾向于扩大产能。而调整结构必然意味着放弃或改造部分原有业务，这与国企高管增加企业资本存量的目标相悖。因此，国企高管有激励扩大产能，但并没有激励调整结构。这造成国企对市场信号反应迟钝，难以依据市场需求调整生产结构，面临被市场淘汰的严重风险。尤其是在东北地区，由于大量国企属于重

工业或自然资源型企业，受市场价格波动影响大，盈利风险高，因而偿债风险高。

总之，国企生产结构刚性带来的风险与任期制带来的刚性借贷需求结合，导致国企本身面临高偿债风险，甚至成为违约主体。

二、为何东北国企违约更严重——国企比重高带来国企债务风险

依据上述分析，国企本身的发展模式很可能带来债务风险。然而，这并非东北地区的个性问题。例如，全国层面，城投公司 ROE 低于债券票息率，表明城投公司仅仅依靠自身经营成果很可能无法还债。[□]然而，东北的国企债务问题却比其他地区更为突出。那么应当如何理解东北国企更易违约的区域差异？

虽然国企可能难以仅靠自身经营成果还债，但如果政府将经济资源转入国企，国企的债务负担就能得到缓解。政府的经济资源，则可以来自国企经营活动的正外部性。例如，基础设施建设将提升周边土地的价值，而这部分价值最终归政府所有。又如，国企的经营活动如果带动产业聚集，则会增加政府的财政收入。然而，东北国企占比过高恰恰使得国企经营活动难以产生正外部性，从而导致东北国企的债务问题难以缓解。

第一，过高的国企占比扭曲了竞争环境，使得民营企业难以获得高利润率。国企的过剩储蓄导致了资本过剩，降低了所在区域的资本回报率。并且，东北地区处于重工业和资源型产业的国企很可能受惠于政府的补贴等政策支持，甚至成为区域性的政策性垄断者。这进一步加大了民营企业的进入壁垒，使得国企经营活动无法带来增强经济活力的正外部性。

第二，过高的国企占比扭曲了债券市场环境，使得民营企业难以获得融资。假定在同一地区，国企和民企通过经营活动能够支付的最高债券利率（即保留价格）均为 r_0 。但由于国企与政府、国有银行的联系，债券投资者一般认为国企债券违约的可能性更低。因此国企提供的利率被认为是低风险利率，民企提供的利率被认为是高风险利率。这里用风险溢价 r_1 刻画二者的差异，高风险利率 r_0 相当于低风险利率 $(r_0 - r_1)$ 。这样，国企占比的上升，将导致低风险利率 r_0 的债券供给上升。如果国企的债券供给达到或超过了低风险利率 r_0 下的债券需求，则均衡利率将从低风险利率 $(r_0 - r_1)$ 上升为低风险利率 r_0 ，从而导致民企无法发债融资。

基于以上两点，一个区域过高的国企占比将限制民营企业的盈利和融资，从而降低该地区对民营企业的吸引力。因此，如果国企在经济中占比过高，则国企的经营活动反而难以产生正外部性，使得政府也没有经济资源为国企“兜底”，从而造成国企自身的债务风险。由此可见，“投资不过山海关”的印象，虽然可能与当地政治生态有关，但根本原因在于国企占比过高的经济结构。总之，国企占比过高是导致东北地区国企债务风险的根源。

■

WORD 批量转 PDF 工具-未注册 注册码购买 QQ: 3049816538(注册后本文字和以下内容消失)

2000 字

[成都购房咨询, 大专本科成都落户咨询, 成都社保代缴咨询 QQ: 3049816538](#)

□ 笔者计算了各地区国有控股工业企业总资产与规模以上工业企业总资产比值，东北地区（辽宁：51.48%，吉林：50.97%，黑龙江：61.73%）显著高于全国平均水平（38.47%）。数据来源：国家统计局工业司：《中国工业统计年鉴-2017》，北京：中国统计出版社 2017 年版，第 252、258 页。

□ 国务院国有资产监督管理委员会令 40 号，《中央企业负责人经营业绩考核办法》，
<http://www.sasac.gov.cn/n2588030/n2588954/c10652592/content.html>。

□ 徐高：《宏观经济学二十五讲：中国视角》，北京：中国人民大学出版社 2019 年版，第 399-400 页。

2000 字