



# 王涵：90年代去杠杆经验



文/新浪财经意见领袖专栏作家 王涵等



## 投资要点

当前债务问题背景下，90年代国企去杠杆的成功经验有一定参考意义。我们在《进入关注信用风险的时间窗口》中指出，下半年如果金融监管回到“处置金融风险”的主线上，信用风险上升、如何化解存量债务是需要关注的问题。90年代的债务问题主要集中在国有企业，因此其化解手段也以“自上而下”+“行政化手段”为主导。而本轮高债务主体的企业性质多样，因此最终的化解方法可能也会多样化。尽管当前情况与90年代有诸多不同，但90年代作为中国历史上一次成功去杠杆，仍有一定的参考意义。

90年代国企去杠杆的摸索阶段（90年代初-1998年）：90年代初成效甚微，但政策框架雏形已现。在这一时期，国企改革的具体措施并未明晰，但在“政策出台—效果不显著或出现此前未预料的问题—政策调整”中，实际上国企改革大部分的政策雏形已基本确立。

90年代国企去杠杆的执行阶段（1998-2001年）：三年国企脱困计划。相比于90年代初期的试水，1997年后中央把“三年国企脱困计划”放于首要工作位置，自上而下推进改革，国企改革在1998-2001年快速推进。具体而言：

处置债务问题：剥离坏账、债转股、补充银行资本金。90年代初，中央已为银行多次注资，为企业破产做准备。90年代末，中央成立四大资产管理公司，从银行剥离坏账，并通过“行政化”债转股、发行特别国债补充银行资本金，将不良资产阶段性转移至非周期性部门（资管公司），缓解国企、银行的压力。

就业安置：再就业、社会保障体系、高校扩招。为缓解国企破产所带来的下岗问题，国家 1) 组建再就业服务中心，实行财政、社保、企业三方负担资金；2) 将公费医疗制度转为医疗保险制度；3) 高校扩招缓解就业冲击。

政策配合：积极的财政政策+稳健的货币政策+寻找新经济增长点。为国企改革营造良好环境，1998年开启积极的财政政策，在货币政策方面采取降息操作，但信贷整体稳健。同时，为了刺激新的经济增长点，大幅提

高了出口退税率，并启动了房改。

风险提示：国内外经济复苏及政策调整超预期。

正文

下半年信用风险上升值得关注

我们在上一篇文章指出，下半年信用风险上升仍是需要关注的问题。我们在债务系列报告的第一篇《进入关注信用风险的时间窗口》中指出，目前，中国正经历新一轮的经济转型，尤其是十九大之后中国经济逐步摆脱投资、信用扩张依赖，这使得以往依赖投资驱动部门面临压力。传统部门自身造血能力不足，意味着其对债务滚动诉求较高。在此背景下，下半年如果金融监管回到“处置金融风险”的主线上，信用风险上升是需要关注的问题。

除了关注信用风险上升可能带来的市场扰动以外，如何化解当前的债务问题也是值得关注的问题。尽管当前的情况与 90 年代有很多不同之处，如我们在《进入关注信用风险的时间窗口》中所阐述的，90 年代的债务问题主要集中在国有企业，因此其化解手段也以“自上而下”+“行政化手段”为主导。而本轮中国经济经过多年的市场经济高速发展，本轮高债务主体的企业性质多样，因此最终的化解方法可能也会多样化。但 90 年代作为中国历史上一次成功去杠杆经验，仍然非常有借鉴意义。

90 年代去杠杆的摸索阶段：

90 年代初，效果甚微

在 90 年代初期，关于国有企业破产的一些政策导向陆续出台，包括企业破产机制、破产后资金首先用于安置职工、“抓大放小”等。但由于缺乏中央层面的直接领导，部分资金到位问题也未完全明确等，这一阶段的国企改革仍主要以探索为主，而实际成效甚微。

十四届三中全会后，国企改革开始进入探索“建立现代企业制度”阶段，配套法律法规陆续出台。1978 年 12 月的十一届三中全会至 1993 年 11 月十四届三中全会这段时期，是中国国有企业改革的早期探索时期，这一阶段的改革目标是让企业有更多的经营管理自主权，实行经济责任制、两步“利改税”、推行承包经营责任制等措施<sup>1</sup>。

直至 1993 年 11 月，十四届三中全会审议并通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，提出建立现代企业制度是我国国有企业改革的方向，指出现代企业制度的特征是“产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学”。随后一些基础性质的法律法规陆续落地，1993 年 12 月，《中华人民共和国公司法》正式颁布。

这一阶段，国企改革效果甚微，呈现从“无人破产”到“乱破产”。具体来看，可以分为以下三个阶段：

1993 年底~1995 年初：“无人破产”阶段。实际上，在 1993 年底的全国经济工作会议上，政策已在鼓励企业破产，同时为了保障银行，政

策导向破产清算后无法偿还的款项经过批准可以用呆账准备金冲掉。但从结果来看，直至 1995 年初，各地方担心影响社会稳定，因此基本没有企业破产。

“要真实实行《企业破产法（试行）》。据一些地方的同志反映，银行怕企业破产后冲掉它的债权。现在我们在预算里打了 70 亿元作为呆账准备金，用于破产的国有企业。企业破产后，把它的资产拍卖或兼并，留一些钱安置职工，其他的用于偿还税款、债务，确实偿还不了的，经过批准用呆账准备金冲掉 2”。“去年我们计划冲掉 70 亿元银行债务，可实际上一个钱也没有冲掉，谁也不敢破产。今年我们准备再拿 70 亿元，共 140 亿元。我看也没有几个城市真正敢让企业破产，还是担心会影响社会稳定 3”。

1994 年底~1995 年：开始破产试点。1994 年 9 月召开的十四届四中全会，江泽民主席指出，要把深化国有企业改革作为经济体制改革的重点。同年 11 月，国务院下发《关于在若干城市试行国有企业破产有关问题的通知》，决定在 18 个城市进行企业优化资本结构试点工作。

这一期间有三个比较重要的变化：

1) 重新确立了破产清算后资金安排要将“职工安置”先于“还债”。此前国有企业破产要求遵循《企业破产法》，即企业破产清算后剩余资金必须首先用于清偿债务，这也使得职工安置问题存在巨大困难。1994 年 11 月的《关于在若干城市试行国有企业破产有关问题的通知》指出，“企业宣布破产后，其所有的财产拍卖所得，首先要用于妥善安置破产企业职工，

保持社会稳定。安置好职工以后，再按照《企业破产法（试行）》所规定的顺序来偿还债务”。这一资金安排的重大变化也是 1998 年之后国企改革过程中始终遵循的原则。

2) 由“拨改贷”变为“贷改投”。1994 年 11 月，在全国建立现代企业制度试点工作会议上，提出由“拨改贷”变为“贷改投”，即由“国家预算内基本建设投资由财政拨款改为银行贷款”改为“把国有企业‘拨改贷’债务的本息余额转为国家资本金”，这也是后续债转股的雏形。

3) 开始实行“抓大放小”的改革战略。1995 年 9 月，十四届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展“九五”计划和 2010 年远景目标的建议》，对国有企业改革提出了新的思路：实行“抓大放小”的改革战略 4。“抓大”是指国家在关系国民经济命脉的重要行业和关键领域，培育一批大型企业和企业集团，主要抓了 1000 家国有大企业的资金落实 5。1996 年，国家为各行业、各领域起主导作用的 300 户大企业明确了主办银行，落实生产经营资金 6，1997 年进一步扩大到 512 户。“放小”是指“发挥船小好掉头的优势，采取改组、联合、兼并、租赁、承包经营、股份合作制、出售等形式进行改组”，把一批小企业直接推向市场。

4) 1996 年~1998 年，“假破产、真逃债”问题出现。朱镕基总理在 1996 年 8 月 7 指出“近两年来出现了‘假破产、真逃债’的问题”，对此做出指示，明确三个要点：1) 如果不能保障职工问题，不能破产；2) 首先鼓励强势企业兼并弱势企业，难以兼并再考虑破产；3) 只有试点城市可

以享有冲销债务的政策。

在这一时期，国企改革的具体措施并未明晰，但在“政策出台—效果不显著或出现此前未预料的问题—政策调整”中，实际上国企改革大部分的政策雏形在这一阶段已基本确立。如 1) 资金首先要用于安置下岗职工；2) “抓大放小”；3) 首先鼓励兼并，难以兼并的再考虑破产，但破产必须得到中央层面的审批；4) 破产不能全面铺开，只能限制在试点城市；5) 银行贷款的损失由中央进行补贴，补充银行资本金。

90 年代去杠杆的执行阶段：

三年国企脱困计划

90 年代初，关于国有企业破产已有了政策雏形，但政策推进仍然较为缓慢。1997 年金融危机加剧了国有企业亏损问题，同时也加快了国企改革的步伐。相比于 90 年代初期的改革试水，1997 年后中央把“三年国企脱困计划”放于首要工作位置，并自上而下地推进改革，因此国企改革在 1998-2001 年取得较快的进展。

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_34079](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34079)

