

常殊昱

changshuyu@126.com

徐奇渊

xuqiy@163.com

美元债急升的真相之一：国企和非国企的不同游戏*

从起步至今，中资非金融机构美元债发行已近 20 年。不过直到 2010 年，才进入加速发展期。到 2014 年，中国已成为非金融部门发债量最大的新兴市场国家。虽在 2015、2016 两年年发债量出现回落，但依然是新兴市场首位。2017 年上半年，中资非金融机构美元债发债量再次激增，累积发债量已接近去年全年水平。

是什么驱动了 2010 年后企业发债量的大幅增长呢？这背后的原因很难一言以蔽之。一种常见的解释是套利动机，但平均来看，非国企在海外融资相对境内并无明显优势。另一种常见解释是套汇动机，但在 2015 和 2016 两年的人民币贬值预期下，中资国有企业的发债次数却呈上升趋势。

上述两个角度为何无力解释现实？究竟是其他什么原因起到了驱动作用？在当前国内外金融环境下，这种美元债发行量的激增意味着何种风险？我们应该如何来看待这种风险？

要回答这些问题，需要对发债主体进行区分。我们发现：金融机构与非

* 已发表于“澎湃新闻”

金融机构、国企与非国企都有各自不同发债逻辑与诉求，对应的资金流向、发债风险考虑也均有不同。我们将尝试用多篇专栏来回答上述问题。在本篇，我们暂时不涉及金融机构，主要关注以下问题：（1）国有企业和非国有企业海外发行美元债的动机有什么不同？（2）国有企业和非国有企业发行美元债的潜在风险点在哪里？具体回答如下：

第一，国企融资优势由境内延伸到了境外，而非国企借道海外缓解境内融资难。

2000年开始，中资非金融机构共发行了800多次美元债，高频发行集中于2010年后。这些数据显示：国企获得了更大的融资规模、更低的融资成本和更长的融资期限。政府隐性担保带来的高评级和投资者集中于亚洲区的特点支持了国企的融资优势。但如果仅从发债企业自身来看，并没有发现国企相对非国企在盈利能力、偿债能力上有优势。相反，在微观财务数据上，国企普遍弱于非国企。

高评级让国企可以发行低成本投资级美元债。从债项看，国企评级优势明显，获得投资级以上的国企美元债发行相当于非国企的三倍多。在全部投资级美元债发行中，国企占70%以上；而非国企的这个比例只有30%，更多以发行高收益债券为主。同时，中资美元债的投资者以亚洲投资者为主，对中国国情更了解，也对国企获得中国政府的隐性担保更有信心。因此，国企也更容易获得规模大、期限长的融资。规模上，从2000年开始，国企累积发行债务410次，发债量达3603.2亿美元；非国企发债360次，发行量为1942.9亿美元。期限上，国有企业的融资期限平均为7.6年；非国有企业的融资期限平均为4.5年。可见从规模和期限上，国企优势同样明显。

而对于非国企而言，发债的首要目标是缓解境内流动性压力。发债成本、规模和期限虽然也是发行决策的考虑因素，但均排在对融资紧迫性因素之后。境内的融资难、融资贵，甚至无法融资的金融环境，让非国企在美元债发行上难以全面顾及成本、期限问题。这一点体现在发债用途上非常明显：国企发债资金主要用于一般经营用途，而在非国企中，超过一半的债

项发行公布用途为债务偿还和再融资。从资金流向的差异可以看出，非国有企业的资金流动性压力要高于国有企业。这也解释了为什么在没有明显成本优势的情况下，非国企仍在追逐海外融资。一是现金流压力所迫，二是打开境外融资通道，作为对未来国内政策不确定性的预防措施。

所以，国有企业发美元债融资的行为更符合教科书上和学术论文中的传统套利假说。这些理论认为美元债在融资成本上的优势是驱动新兴市场企业发债的重要原因。国企由政府支持带来的评级优势激励了其海外融资行为。据调研，有发债机会的国企都更倾向用便宜的海外负债置换国内的人民币负债。而对于非国企的情况，海外融资成本优势相对境内并不及国企明显。**政策的易变性、准入和行政歧视带来的境内融资约束，才是驱动其海外发债的最关键因素。**

第二，国企美元债风险在于发行者的盈利能力和偿债能力，非国企美元债的风险是融资成本太高。

从风险角度，由于中国经济发展平稳，中资美元债爆发系统宏观性风险的可能性较低。但是，**依然要警惕外部环境的变化给国企、非国企的已有债务和未来发债带来的不确定性。**也应该认识到，二者的风险传播路径也有所不同。

从国企看，发债企业的盈利能力和偿债能力都不及非国企。政府的隐性担保是国企低成本融资的关键，这个结论非常重要，我们将在后续专栏中专门再展开分析。在政府背书的光环下，国企的债项评级主要分布在 Aa3 级和 Baa3 级之间，为投资级，融资成本在 3.1%到 4.8%之间，平均融资成本为 3.53%。若评级机构和投资者对中国政府的资信状况产生疑问，这将可能导致部分现有债项评级的下调，同时增加企业未来的融资成本。

以国企发行的投机债券为例，融资成本则位于 4.8%到 9%之间，平均成本为 6.8%，粗略看比投资级多了 3 个百分点。假设出现了整体信用评级调降的情况，在境外融资无优势后，国企需选择境内融资偿还境外债务，汇率风险敞口增加。如果叠加发债企业自身的盈利能力与偿债能力不足，则可

能引发进一步的偿付风险。穆迪此次调降多家企业信用评级就是一个警示。当然，本次调降对中资美元债市场影响十分有限，但清晰了解美元债的微观机制和潜在风险对于监管者来说还是十分必要的。

从非国企看，高收益债券发行占比更多，融资成本高。平均来看，非国企为 8%左右，比国企高出 3 个百分点以上。再进一步细化，投资级债券的发行中，非国企的平均融资成本为 4.1%，高于国企 0.2 个百分点；高收益债券中，非国企的平均融资成本为 9.1%，高于国 2.1 个百分点。高发债成本意味着中美利差缩小给非国企带来的边际财务压力更大。因此，利率因素、汇率因素的变化会使非国企的融资难度加大，融资成本提高。若叠加境内融资环境的不确定性、甚至是收紧恶化，则部分非国企将可能面临流动性风险，甚至出现局部债项违约。

（作者单位为中国社会科学院世界经济与政治研究所）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。