

美元债急升的真相之二：基本面 HOLD 得住吗？*

在美元债系列研究的第一篇，我们看到了国企和非国企在美元债发行与使用中的巨大差异，相对非国企，国企在成本、评级和期限上均有优势。但不可否认，无论对于国企还是非国企，美元债作为一种新的融资方式，都为企业的融资安排提供了更多选择。

那么，随着这种新增融资渠道的出现，发债企业的杠杆率会不会提高？企业的微观财务基本面对发债是否有所支持？这是本篇希望回答的问题。

一、发债企业杠杆率高于危机时期

先看杠杆率。这里，杠杆率用财务杠杆，即发债企业的资产负债率来测量。中资企业集中、加速发行美元债是在 2008 年危机之后，从数据看，发债企业杠杆率相对于危机期间均有所提高——国企小幅上升，由 2008 年的 58.9% 上升到 2016 年的 60.6%；非国企则由 2008 年的 56.0% 上升到 2016 年的 66.6%，上升幅度较大。

杠杆率在一定程度上反映了企业的融资能力。杠杆率上升，表明企业的融资能力增强。较之 2008 年，发债企业的长期负债占比均上升了 10 个点

* 已发表于“澎湃新闻”

左右，表示企业融资来源更稳定，短期流动性压力较小。当然，发债企业融资能力增强不仅与美元债融资通畅有关，还和国内市场金融深度增强，境内公司债等产品供给增加有关。

从融资压力看，尽管发债企业的融资能力都提高了，但非国企面临的压力仍然高于国企。这可以从企业发债前一年的财务数据中清楚地看到——国企发债前一年的长期负债占比在 30%左右；非国企则在 10%左右，换句话说，非国企的流动负债占比接近 90%。显然，非国企的还款压力大于国企。

那么，在巨大的偿付压力下，解决流动性压力的需求就大于对融资成本的考量。这也就是为什么非国企会极力扩展融资渠道，即使发行美元债的成本远远高于国企，它们也会积极发债。这也从另一个角度验证了我们在上一篇提到的非国企的融资约束问题。

二、两类发债企业财务优势不同，潜在风险逻辑也不同

再看基本面。总的来说，发债企业的财务基本面相对于其他中资企业有优势。纵向比较，无论是国企还是非国企，负债上升都伴随着总资产规模的上升和营业收入的上升。横向比较，与发行境内公司债的企业对比，美元债发债企业在资产规模和资产收益率（ROA）上均有优势——美元债发债企业的平均 ROA 约为 2.25%，境内公司债发债企业约为 1.75%。可以说，美元债发债企业是境内最具规模优势的企业群体。

尽管如此，发债企业潜在的财务风险仍不可小视，毕竟佳兆业集团、滨海建投都曾发生美元债违约事件。具体而言，国企和非国企财务特征不同，所面临的偿债风险和压力也不同。

一般说来，国企有更大的规模、更高的固定资产占比和营业收入，这保障了其偿债能力。据统计，国企平均资产规模为 181 亿元人民币，远大于非国企的 7.9 亿元人民币；营业收入占资产比例平均为 56.1%，大于非国企的 45.6%；发债国企固定资产占比 29.3%，也大于发债非国企的 23.3%。

资产规模是包含企业实力、融资能力和偿债能力的综合指标，营业收入亦是企业重要的现金流来源，固定资产占比则是极端风险爆发时企业对债

权人可以提供的偿债保障。因此，国企的高资产、高营业收入和高固定资产占比既是融资优势，也是偿债保障。

不过，从盈利能力上看，国企表现不及非国企，其 ROA 均值及趋势发展均低于非国企。也就是说，**国企虽然占据了更多的资产、社会融资等资源，却并未因此获得更高的利润水平**，其资源占用的优势未能有效转化为利润优势。

此外，国企“轻资产”转型进展缓慢，产业升级的步伐不及非国企。在市场竞争压力下，我国企业向劳动密集型、轻资产化的方向转型，以确保市场优势。从企业整体财务指标来看，我们可以观察到固定资产占比的减少。总的说来，国企和非国企的固定资产占比都在下降——国企由 2008 年的 32.3% 下降到 2016 年的 28.4%，非国企则由 29.3% 下降到 16.6%。显然，前者的转型力度远不及后者，如果将存货考虑进来，则国企与非国企的分化更加明显——发债国企的有形资产占比仅由 2008 年的 92.6% 下降到 2016 年的 76.2%，非国企则由 96.5% 下降到 37.4%。

再看发债非国企，其优势在于盈利能力强、利润波动小，市值呈上升趋势。我们用利润指标考察企业的盈利能力。先看在 ROA 上的表现，非国企的均值为 2.3%，优于国企的 1.6%。动态地看，发债企业的利润指标都在下降，但非国企下降的幅度小于国企。再看经营风险，如果用利润总额、营业利润和息税前利润的波动性（标准差）来代表企业的经营风险，我们发现非国企的盈利波动性要小于国企。

总之，非国企的高利润率、低利润波动性，保障了未来现金流的稳定性，有效降低了企业的破产风险和违约概率，提高了企业获得外部资金的可能性。

此外，非国企的市值表现也要优于国企。在上文中，我们提到发债非国企的账面杠杆上升较快，但如果看市值杠杆 $\{总负债 / (总负债 + 市值)\}$ 的话，情况会有所不同。2008 年发债国企的市值杠杆为 37.2%，2016 年上升至 51.2%，上升了 14 个百分点；非国企则由 30.3% 上到 39.2%，上升了不到 9

个百分点。由于账面杠杆与市值杠杆的分子相同，均为企业的负债合计，因此区别主要来自分母——市值项。显然，市场对非国企市值的前景更加看好，使得非国企的市值表现要优于国企，进而为其偿债提供了重要保障。

但就像我们在上一篇谈到的，由于所有制歧视的存在，非国企的资源劣势依然明显，因而不得不面对融资难、融资贵的问题。换句话说，**发债企业需要面对的偿债成本更高、流动性压力也更大，这是非国企最大的潜在偿债风险。**

由此，我们可以得出以下结论：较之金融危机期间，美元债发行企业的整体杠杆率上升了；发债国企的问题在于，不能将规模优势和资源占有的优势转化为利润优势，这可能制约其未来偿债和再融资的能力；而非国企的问题则在于流动性压力，所有制歧视带来的政策不确定性、资源劣势和融资难度是其偿债风险所在。

（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。