

企业部门美元债务“临考”

当前企业部门外债期限结构以长期负债为主，海外收入逐年上升，管理汇率风险的意识也大为增强。因此，市场再次出现类似于2015、2016年集中归还外债的可能性比较低。

文/常殊昱 编辑/王亚亚

从历史经验看，当人民币存在升值预期时，美元借贷成本较低，国内企业部门美元债务发行规模会显著上升。当人民币转向贬值时，国内企业的美元债务也会随之收缩。6月起始，人民币汇率波动骤然加大，国内企业如何调整海外债务成为金融市场关注的焦点。对比2010至2014年的企业部门美元加杠杆行为，2016年下半年伊始的此轮美元加杠杆，在市场主体、行业分布、债务期限结构上都与上一轮有所不同。面对近期人民币汇率的大幅波动，此轮企业部门面对美元债务压力应不会再次出现2015—2016年的集中去外债行为。

企业部门美元债务剖析

我国企业部门的美元债务主要集中在美元公司债和美元借款。美元公司债由中国企业在中国香港、新加坡等离岸债券市场发行，投资人为境外资产管理公司、基金管理公司和商业银行、投资银行等金融机构。美元借款有境内、境外两种融资渠道，既包括境内企业从境内外银行部门获得外汇贷款，也包括企业通过境外子公司从境外商业银行获得贷款。企业部门的美元债务在2010年后快速累积，并于2014年达到阶段性顶点。其中的原因主要有两方面：一是美、欧、日等国超宽松的货币政策使国际债券市场流动性宽裕，融资成本低；二是中国资本账户管制的放松，也为企业大规模跨境融资提供了可能。这

个时期活跃的企业大多是离岸市场融资的新手，加上当时外汇市场掉期、远期等外汇衍生品的成本较高，因此多数企业并未对汇率波动风险进行充分对冲。据高盛估计，2010至2014年间，企业融资中，采用对冲汇率波动风险的举债数量，不及总外债数量的15%。这为2015—2016年的集中降杠杆埋下了隐患。

2014年年底，人民币结束单边升值走势，转为贬值，中国企业部门开始大量偿还前期美元负债，造成短期资本持续大规模外流，进而导致了外储快速下降。2016年下半年至2018年年初，人民币汇率趋于稳定，企业部门美元负债再次快速增加（见图1）。然而，这一轮的美元加杠杆与上一轮则有明显不同。

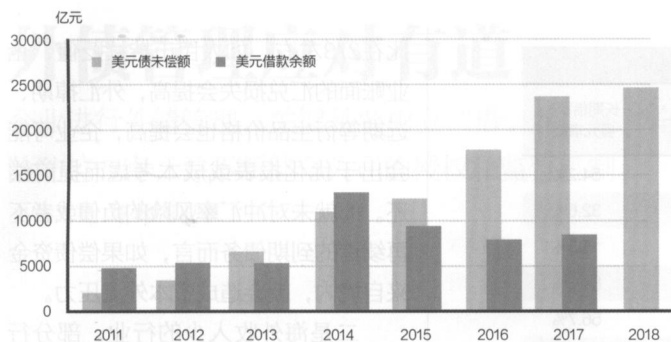
一是长期美元负债占比高。2016年下半年以来的美元负债增加以长期负债为主（见图2）。截至2018年上半年，中国公司美元债未偿债余额约折合2.47万亿元人民币（下文所有美元债均按折合为人民币计，不再加以说明），其中绝大部分为长期债务。2017—2018年上半年，部分企业为规避监管备案发行了一些短期美元债务，规模约800亿元人民币，占全部未偿债比例较低。2017年，企业部门的美元借款的余额约8770亿元人民币，其中短期美元借款占比为52%。将两部分加总，在企业部门的全部未偿还债务中，短期债

务占比仅为20%。但若考虑非上市部门的短期美元债务，实际的短期负债占比可能要高于这个数字，不过占比仍远低于长期负债。

2015—2016年的企业部门去杠杆的经验看，短期美元负债的波动性更大，更易造成资本的大进大出。根据Dealogic数据库和企业发布的提前偿债公告估算，2011—2014年，中国企业的美元借款由4720亿元人民币增加至12900亿元人民币。其中，短期负债的增加贡献了全部美元负债增加的62%。2015—2016年，企业部门的美元借款存量下降了5040亿元人民币，其中短期负债占下降总额67%。再看借款期限较长的美元公司债产品，在2011—2014年同样经历了加速上升，但2015—2016年企业提前偿债规模相对较小，约1950亿元人民币。可见，在人民币贬值预期下，企业更倾向于优先偿还短期负债。持有长期负债虽然会造成汇兑损失上升、账面浮亏，但不会产生实际的货币转换损失。

二是本轮美元加杠杆由民营企业主导。2016年年底以来的企业美元债务上涨，主要体现在非国企部门，以民营企业为主（见图3）。由于当前境内融资对民营企业的各种限制，本轮去杠杆过程中，企业提前偿债的可能性要小于国企。

上一轮的美元加杠杆和去杠杆，均由国有企业主导。国有企业美元借款



注：本文的美元借款数据来自A股上市非金融公司的报表附注。由于受到数据限制，其中不包括非上市公司的美元借款业务。

图1 中国企业部门美元债余额及美元借款余额
数据来源：WIND资讯，Dealogic，作者计算结果

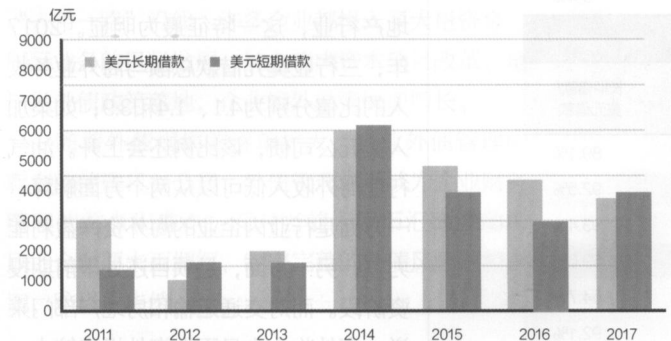


图2 企业部门的美元借款
数据来源：WIND资讯，作者计算结果

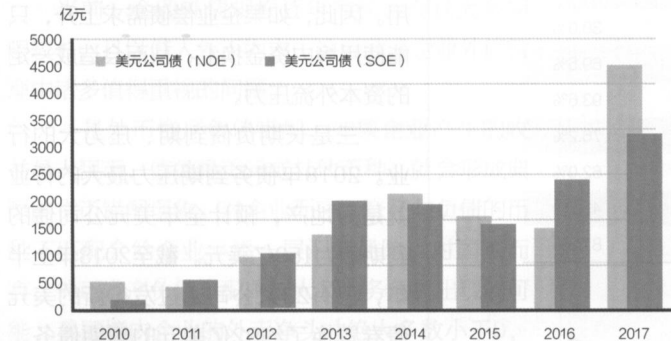


图3 国企与非国企的美元借款
数据来源：WIND资讯，作者计算结果

和美元公司债在2011—2014年期间，分别增长了6767亿元人民币和5545亿元人民币，分别占全部美元借款和美元公司债增量的82%和50%。随后，由于人民币汇率下跌，加之美联储加息和中国央行降息使中美利差收窄，国企转而更多选择境内融资。国有企业美元借款余额持续下降，2017年总量已降至4960亿元人民币，占企业部门全部美元借款的61%，相比2014年的占比下降了27%。从美元公司债也可以看到类似的变化：2017年，国有企业全年共发行3200亿元人民币公司债，占全部债券发行量的42%，占比首次低于非国有企业。

与国有企业不同，民营企业在2015—2016年美元负债降幅小，并在汇率预期稳定后迅速回升。房地产、计算机与电子行业在人民币贬值期间甚至还在增加外币负债，而化工、航空等行业也在汇率波动趋稳后积极增加外币负债。除2015年短暂下降外，2016和2017年，非国企美元贷款余额和美元债发行额同比增长分别为11%和197%。从资产负债表数据看，民营企业的流动性压力普遍大于国企：民企多行业的流动负债占全部负债的比例都接近或超过90%，而国有企业这一指标大约在70%—80%。在融资来源受限的情况下，民营企业主动去杠杆的动力不足。

三是企业部门海外收入普遍上升。近期，企业部门海外收入逐年上升，降低了企业货币错配的风险。2014后，中国企业加大了境外投资力度，2014—2016年企业对外直接投资额度不断上升，海外资产带来的海外收入也在不断上升。2017年，A股上市公司的海外收入合计为3亿6000万元人民币，相对于2016年上涨了35.5%，相当于2014年的1.5倍。海外收入的增加扩大了企业的外汇来源，如果企业希望提前偿还债务，可以直接使用外币收入偿还。这使得以偿债为目的资本外流压力得以降低。其中，国企部门中的航空、建筑，民企部门中的计算机与电、钢铁、汽车、电气设备、制药和纺织行业海外收入的上升趋势最为显著。这些行业的美元债务存量普遍较高，但由于海外收入的增加，企业在应对汇率波动风险时有了更多的选择。

四是企业对冲汇率风险的意识显著上升。在2011—2014年的人民币单边升值预期中，企业管理汇率风险的意识较差。经历贬值风险后，中国企业的风险管理意识明显提升。在2015年后，多数举债企业都通过与银行签订汇率掉期协议、购买远期等衍生品，对借款的部分或全部还本付息现金流进行了汇率风险锁定。

高风险行业“排雷”

从上述对此轮企业部门美元加杠杆的产

高美元负债部门的美元借款结构

国企部门				
行业	美元借款/ 海外收入	美元借款/ 借款合计	短期借款/ 美元借款	长期借款/ 美元借款
油气	408.2%	19.2%	45.9%	54.2%
航空	22.4%	21.7%	67.4%	32.6%
钢铁	37.1%	9.9%	84.6%	15.5%
交通运输	137.7%	8.3%	15.3%	84.7%
公共事业与能源	36.4%	1.7%	43.3%	56.7%
建筑	11.0%	4.1%	20.7%	79.2%
计算机与电子	48.7%	34.2%	19.0%	81.1%
机械	11.2%	6.8%	93.7%	6.2%
家庭耐用消费品	16.8%	26.0%	99.5%	0.4%
民营部门				
行业	美元借款/ 海外收入	美元借款/ 借款合计	短期借款/ 美元借款	长期借款/ 美元借款
化工	200%	12.2%	11.0%	89.1%
计算机与电子	97%	11.2%	7.5%	92.5%
航空	238%	25.7%	6.8%	93.4%
钢铁	179%	9.7%	30.2%	69.6%
汽车	119%	6.2%	45.2%	54.7%
机械	101%	3.1%	7.8%	92.1%
家庭耐用消费品	39%	10.5%	7.3%	92.7%
房地产	26744%	1.5%	16.3%	83.7%
电信	97%	18.5%	69.1%	30.6%
食品	326%	3.0%	30.5%	69.5%
油气	389%	7.4%	6.3%	93.6%
电气设备	250%	2.9%	23.8%	76.2%
林业和纸业	815%	8.6%	38.0%	62.0%
制药	276%	4.8%	57.9%	42.2%
纺织品服装奢侈品	216%	3.8%	18.8%	81.3%

品结构、举债主体和抗风险能力分析可以看出,本轮企业部门集中大规模去外债的压力要小于上一轮。但是,对以下短期资本外流压力相对大的企业和行业,仍需给予重点关注。

一是美元短期负债占比高的行业。短期负债的偿付需求是造成2015—2016年短期资本外流、外储迅速下降的重要原因之一。附表列示了美元负债量较大的国企和民企所在行业2017年美元借款占总借款的比重,及

美元借款中的长期、短期借款的占比情况:从国有部门看,短期美元借款占比最高的行业为钢铁、机械和家庭耐用消费品,美元短期借款占比达80%以上,油气、航空、公共事业与能源的短期借款也相对集中,占比均超过40%;从民营部门看,汽车、通讯、食品、制药行业中,美元短期借款占比也均超过40%。上述短期美元借款较为集中的行业(包括国企和民企),短期借款规模大约在3100亿元人民币,其中国企占

比在2/3左右。如人民币持续贬值,企业账面的汇兑损失会提高,外汇掉期、远期等衍生品价格也会提高,企业可能会出于优化报表或成本考虑而提前偿还。而就未对冲汇率风险的负债或者不再续借的到期债务而言,如果偿债资金来自境内,就会造成资本外流压力。

二是海外收入少的行业。部分行业的海外收入增长速度显著慢于美元债务的上升速度。其中,国有部门中的油气行业、交通运输,民营部门中的房地产行业,这一特征最为明显。2017年,三行业美元借款总额与海外业务收入的比值分别为4.1、1.4和3.9;如果加入美元公司债,该比例还会上升。油气行业海外收入低可以从两个方面解释:一方面是行业内企业的海外资产盈利能力差;另一方面,是项目还处于前期投资阶段。而对交通运输和房地产部门来说,海外收入少是因为海外投资较少,主要借款都通过各种途径汇回境内使用。因此,如果企业偿债需求上升,只能使用境内资金换汇,从而会造成一定的资本外流压力。

三是长期负债到期、压力大的行业。2018年债务到期压力最大的行业就是房地产,预计全年美元公司债的到期额为153亿美元。截至2018年上半年,已有23家公司通过发行新的美元债券置换了约92亿美元的到期债务,占全部到期量的62%。房地产行业也是2018年上半年发债量最大的非金融行业,延续了2017年外债的增长势头。对于尚未置换债务的房地产公司来说,有可能出于贬值预期而选择偿还到期债务。这也可能会隐含一定的集中去外债的压力。

作者单位:中国社会科学院

世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室