文章分享 | 全球疫情和美元荒背景下中资美元债风险

北京金融分析师协会 6天前

作者：
- 野村证券中国首席经济学家 陆挺，CFA
- 野村证券中国经济学家 王立升

随着新冠疫情在全球快速蔓延，众多行业瞬间停摆，全球经济正在面临二战以来最严重的衰退。金融和经济密不可分，全球金融体系也正遭遇雷曼危机以来的最大冲击，欧洲和美国股市已经分别暴跌40%和30%，但金融体系面临的真正挑战，是如何应对由于经济停摆所造成的流动性短缺、急剧上升的违约风险和对信贷资源的挤兑。过去两周，尽管包括美国在内的世界各国紧急推出了种种措施来缓解流动性危机，在大幅降息的同时快速开启量化宽松，但在恐慌情绪驱动下，各机构对作为全球最重要储备和交易货币的美元需求激增，纷纷抛弃各类资产来囤积美元，全球包括黄金、石油、股票甚至美国中长期国债等资产大幅下跌，造成新一轮美元荒，美元汇率急涨，全球美元流动性高度紧张。2008年雷曼危机造成美元荒时，中国手握巨额高流动性的外汇储备，经常项目盈余高达GDP的9%，而同时期外债几乎可以忽略不计，因此可以作壁上观。但今非昔比，过去十年尤其是过去五年我国中资美元债高速增长，最近两周高收益中资美元债价格暴跌，违约风险快速上升。客观说来，以我国庞大的外汇储备和综合国力，中资美元债的尚不足以成为系统性风险，但余额高达9000亿美金的中资美元债不能再野蛮生长，其所带来的风险已经不能忽视，应引起宏观调控和金融监管部门的高度警惕。

受全球疫情和美元荒冲击，过去两周高收益中资美元债价格已经大幅下跌，过去一周多数高收益房地产美元债的价格跌幅超过20%，投资级与高收益债券的加权平均到期收益率快速上升至3月18日的3.3%和13.5%，两者信用利差达到1019个基点。存量9000亿美金的中资美元债中，高收益债占比40%左右，投资级债券占比45%左右，无评级债券占比15%左右。根据彭博数据，目前年化收益率超过15%的中资美元债数量已经超过500亿美元，暴跌之后，这几天数家大型房地产公司的美元债年化收益率超过了20%。

如果疫情在国际进一步蔓延，国内复工复产不理想甚至出现疫情复发情况的话，中资美元债或将面临十年高速增长以来的第一次真正严峻的挑战。首先，从今年开始美元债到期的偿付压力明显加大，违约风险在快速上升。按当前已发行债券的信息，我们估算有中资企业海外美元债有1689亿美元在今年到期，远高于去年的1363亿美元。从季度数据来看，今年平均每个季度到期422亿美元，二季度和四季度是到期高峰，到期规模分别为471亿美元与479亿美元。中资美元债到期规模如按发行人来分，房地产企业全年到期规模为425亿美元，一季度和四季度达到高峰，分别为139亿美元和127亿美元。金融机构全年到期规模为555亿美元，高峰在二季度（170亿美元）和四季度（181亿美元）。地方政府融资平台全年到期规模为123亿美元，高峰在四季度，为61亿美元。其他一般类型企业（广泛覆盖消费、科技、工业和能源类等多个行业）海外美元债全年到期规模为586亿美元，高峰在二季度（212亿美元）。

中资美元债第一波违约高峰出现在2018年，全年违约19只债券，规模总计70亿美元。但在2019年，得益于国内宽松政策和美联储降息，违约规模明显下降至17亿美元。但今年一季度尚未结束，已有三笔海外美元债违约，共计9亿美元，是2018年三季度以来的季度最高值。考虑到疫情在全球范围内进一步蔓延，国内经济短期大幅下滑，企业经营与现金流明显承压，我们预计未来几个月债券违约规模将明显上升，部分受疫情冲击较为明显的企业，包括房地产企业，将明显承压。

其次，我国一些派驻香港的金融机构有较大的中资美元债头寸，这些头寸背后有高达三倍到十倍左右的杠杆，随着近期美元流动性的快速收紧，这些杠杆背后的融资有可能已经面临挤兑。未来几周不确定性还很高，不排除中资美元债市场再度出现恐慌抛售的可能。这些驻港金融机构以国有为主，通过杠杆提增收益的美元债投资是不少中资驻港金融机构的重要业务和收入来源，这个市场如果坍塌，对我国驻港金融机构的健康运行将会造成一定的影响。

最后，从宏观经济的角度来讲，中资美元债市场的动荡势必影响我国的国际收支、流动性和境内信贷供给。根据我们的估测，绝大多数非金融企业都会通过海外美元债券募集到的部分资金转移回国内，用来支持国内的投资与生产，这些入境的资金从而增加国内的信贷供给，一些机构则将部分美元资金留在境外。我们若假设75%的非金融机构海外美元债和30%的金融企业海外美元债的募集资金被转移回国内，中资美元债为国内市场带来的信贷存量由2013年初的411亿美元快速上升至2019年底的5800亿美元，其中2015-18年间净增加的融资规模为3300亿美元左右，约合2.3万亿元人民币，因此中资美元债已经成为我国金融体系一个不可忽视的信用来源。

如果当前的美元荒持续数月，在全球流动性收缩和本身借债企业经营状况恶化的背景之下，这些中资美元债的展期将很有可能面临较大的困难，新增融资难上加难。尤其是房地产企业，如果一二月新房销售暴跌的情况延续数月，尽管一二月房地产企业总共发行了202亿美元的美元债，但今后数月有些房地产企业将会面临境外融资不畅，被迫从国内向境外调出资金来偿付美元债本金的情况，这一方面有可能导致违约事件发生，另一方面对我国的国际收支也会产生一些负面影响。实际上，短期内我国由于出口暴跌，一二月份我国货物贸易出现71亿美元的逆差。而最近由于美元荒，境外投资从2月20日左右开始从大陆股市累计撤资约1000亿人民币。未来数月中国企业通过海外美元债市场的净融资可能会急剧下滑，甚至会被迫向境外调出资金来还本付息，令我国国际收支雪上加霜，拖累国内信贷供给与实体经济增长。

在指出风险的同时，我们也无需过度恐慌。尽管违约风险上升，我们认为中资企业海外美元债券大规模违约的可能性还是很小。我国的外汇储备仍保持在3.1万亿美元的水平，相当于中资企业海外美元债存量的3.5倍，今年到期规模的18.4倍。此外，中资银行和企业也有不少的境外资产，可部分缓解偿债压力。从政府层面，我们建议一方面我国宏观调控和金融监管机构可做一些预案，在境外通过我国主权基金和国有大型金融机构储备一定的资金，在中资美元债有可能出现违约时及时介入，避免出现系统性风险。但为保障国有资产，美元债的购入价格应该足够理想，这样也可避免过大的道德风险。境内外汇管理方面，全球疫情导致的美元荒背景下可适度更加灵活，避免因为外汇管制和外债额度而导致不必要的违约事件。

长远来看，中资企业海外借债的额度应该严格控制。适度外债有利于经济发展，但过多外债带来的风险绝不可忽视。新兴市场对国际资本流动一向爱恨交加。一国若能在发展过程中合理高效的使用外债，经济增长则能如虎添翼。但若不加节制，寅吃卯粮，投资效率低下，则可能会发生国际收支危机乃至系统性金融危机。自上世纪70年代以来，绝大部分新兴市场的金融危机都和外债密切相关。目前我国美元债存量已接近外汇储备的1/3，虽然总量可控，但增速之快足以引起政府重视。未来随着中国经济下行压力加大，经常项目顺差进一步收窄，偿付压力加大，中资美元债违约风险大概率会明显上行，因此金融监管机构必须未雨绸缪，加强对中资美元债的研究和跟踪，适时适度加强监管。从政府的逆周期调节的角度来讲，合理估算美元债融资规模有助于预判境内信用的扩张与收缩程度。从国际收支和汇率管理的角度来讲，对美元债的研究和调控有助于管理汇率波动，管制热钱进出，控制国际收支风险，避免发生金融危机。从国家利益角度来讲，在我国尚有经常项目盈余并累积巨额外汇储备之时，让本国地方政府融资平台和企业大举在海外以较高利率举债并不符合国家利益。当前我国外汇储备投资于美国的10年期国债的年利率也就是1.9%左右，但我国地方政府融资平台的美元债利率一般都在5%以上，而中央政府实质上还要为地方政府的美元债提供隐形担保，因此并不划算。

本文章仅代表作者个人观点，并不代表本协会赞同其观点和对其真实性负责，文章版权属于作者个人所有，如其他媒体、网站或个人擅自转载使用，请自负版权等法律责任。

CFA Society Beijing

CFA® 北京协会（CFA Society Beijing），即北京金融分析师协会，于 2013 年经北京市社会团体登记管理机关核准登记，是由 CFA 持证人发起成立的金融投资领域专业组织、非营利性社团法人，是中国大陆地区首家正式注册成立的 CFA 持证人地方协会。

CFA 北京协会秉承全球金融市场公认的道德操守、专业知识及职业标准，专注于为北京地区快速增长的 CFA 持证人和考生提供更好的服务。

CFA 北京协会积极推动国内金融行业加深对 CFA 资格认证以及 CFA Institute 倡导的国际化金融投资相关行业标准的认知，并延续了 CFA Institute为金融投资行业培养更多国际化、专业化人才的使命。

作为全球150 多家 CFA 持证人地方协会中的一员，CFA 北京协会依靠其独特的区位优势，积极推动与其他地方协会的跨区域合作，促进金融专业知识、职业机会和人才发展的交流互通；并为首都金融人才发展工作提供平台支持，通过汇聚高端金融人才，加强国际交流合作等方式，为首都加快建设具有国际影响力的金融中心城市贡献力量。