

警惕全球企业债违约浪潮

2016 年年初以来，我国国内已经有 10 余只企业债违约，这一现象引发了广泛关注。然而，未来企业债违约加剧的风险并不止于中国国内。未来几年，全球范围内可能涌现一波企业债违约浪潮，对此我们应该事先保持警惕并着力防范。

2016 年 5 月，国际金融协会（IIF）发布的一份报告指出，全球企业债规模已经创下难以持续的新高，在某些方面的风险已经超过雷曼兄弟破产前的水平。一方面，新兴经济体企业债规模在过去 10 年内增长了 5 倍，达到 25 万亿美元。另一方面，当前美国与欧洲的垃圾债券规模也创下历史新高。

不容置疑的是，近年来全球企业债发行规模高涨，在很大程度上与极其宽松的全球货币环境有关。自美国次贷危机爆发后，以美国为代表的发达国家央行纷纷实施了零利率与量化宽松政策，这种集体性宽松货币政策有效地缓解了危机造成的流动性短缺与信贷紧缩，有助于稳定金融市场与提振实体经济。然而，这些政策也埋下了新的风险与隐患。

首先，对融资者而言，全球基准利率与风险溢价的下行显著压低了发债融资的成本，使得他们有动力通过发行债券来融资；其次，对投资者而言，全球基准利率下行

将会提高债券的市场价值，这使得他们愿意大量持有资产资产；再次，对金融中介而言，发债规模的上升意味着承销收入与通道收入的增加，他们会因此赚得盆满钵溢。

然而问题之一在于，虽然美国次贷危机过去了七八年时间，但全球经济依然没有摆脱长期性停滞的困扰。由于全球范围内有利可图的投资机会依然匮乏，造成很多企业发债的目的并非用于新增投资。例如，IIF 近期的报告表明，尽管美国企业在近年来大举发债，但美国企业资本开支从 2012 年至今却一直处于下降趋势。那么美国企业发债募集的资金用于何处了呢？大部分相应资金被用于支付红利、回购股票与并购交易了。

问题之二在于，目前企业债务的分布是苦乐不均的。对于各国大企业而言，由于通过发行股票与发行债券融资都比较容易，且发达国家股市与债市过去几年均为大牛市，导致发达国家大企业通常坐拥大量现金。然而另一方面，这些国家的中小企业则因为发债而积累了大量债务，且这些中小企业发行的债券多为收益率偏高的垃圾债券。

问题之三在于，流动性的盛宴不会永远持续下去。随着美国经济的持续复苏，美联储终将率先聚齐紧缩的大旗。而一旦美联储的紧缩行为赢来越来越多的支持者，全球基准利率将会上升，而这将会导致全球投资者风险偏好的变动，很可能导致风险溢价的上升。基准利率与风险溢价的上升将会刺破全球企业债市场的泡沫，导致一大批企业债违约。如果风险预警不及时、政府应对不恰当，企业债大举违约很可能引发可怕的资产负债表型衰退。

问题之四在于，过去几年由于发达国家央行集体实施宽松货币政策，导致发达国家货币的有效汇率普遍偏低，这就导致很多新兴市场经济体的企业选择发行以发达国家货币汇率计价的债券。未来随着发达国家货币政策的变动，上述外币债券将会面临显著的汇率风险。例如，未来美元指数的继续上行，很可能会造成一大批发行美元债券的新兴市场企业由于币种错配的加剧而违约。

总之，未来几年内，全球金融市场将会依然动荡。基准利率上升与汇率波动加剧可能交织在一起，引发全球企业债市场的新一波违约浪潮。对此我们应事先做好准备，这样才能更好地预警、应对与管理危机。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

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。