

2019 年一季度中资美元债研究报告

——发行量有所回暖，二级市场回报率大幅上升



2019 年 4 月 18 日

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

2019 年一季度中资美元债¹研究报告

——发行量有所回暖，二级市场回报率大幅上升

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

2019 年一季度，美联储持续转向“鸽派”使得美国各期限国债收益率快速回落，中美国债利差扭转了之前的收窄之势，境外融资相对于境内融资的成本优势再度显现，再加上人民币汇率止跌回升，中资美元债吸引力持续增强。另一方面，境外发债监管出现边际放松，备案登记程序进一步明确，为中资美元债发行创造了条件。

2019 年一季度，中资美元债发行量有所回暖，本季度共发行中资美元债 133 期，发行金额达到 471.21 亿美元，环比上升 4.78%，为近一年来的最高水平。具体来看，受境内发债受阻且再融资需求较大等因素影响，房地产企业境外发债增速明显，但城投美元债发行显著下滑；美联储持续转向“鸽派”带动中资美元债平均发行票息小幅回落，但发行票息在中高区间（4~8%）的发行金额占比有所上升，尤其是房地产行业的发债成本仍然较高，市场对浮息债券的偏好有所下降；发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，担保发行仍是首选的增信方式，直接发行占比显著降低；发行期限仍以 3~5 年期为主，但其发行金额占比明显下降，1 年期以内的发行金额占比则有所回升；评级缺失的现象有所改善，发行主体整体资质有所下降，高收益债券发行主体行业集中度进一步提升。从二级市场来看，美联储持续转向“鸽派”使得市场风险偏好有所提升，全球资金开始流入新兴市场债券，受此影响中资美元债回报率大幅回升，其中高收益债券表现尤为亮眼。

2019 年二季度，中美国债利差或将继续走扩，中资美元债的发行成本优势将得到进一步体现，人民币汇率在中美贸易磋商进展顺利的情况下有望逐步企稳，为中资美元债的发行提供支撑。另一方面，《跨国公司跨境资金集中运营管理规定》大幅简化了外债和境外放款手续，为中资美元债的发行提供极大的便利，而部分企业的境外债券发行配额有效期截止时间为 2019 年 6 月底，二季度将是本次有效期的最后时间窗口，预计中资美元债二季度的发行量有望较一季度进一步增加。此外，中资美元债将在二季度迎来兑付高峰，发行主体面临的再融资压力较大，低资质发行主体信用风险或将承压。

¹ 中资美元债又称“功夫债”，指在离岸债券市场由中资企业发行的美元计价债券。本文中资美元债是根据彭博“功夫债”板块数据，按发行币种为美元，风险涉及国家定义为中国（即主要业务在中国），排除 CD（银行同业存单）筛选。

一、 中资美元债发行市场环境

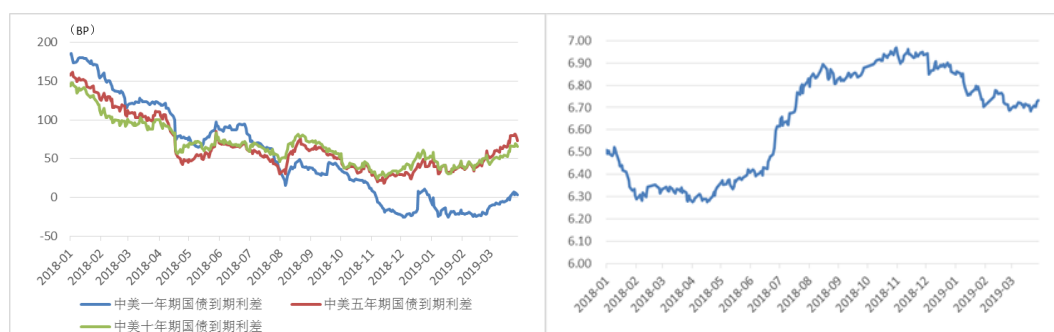
美联储持续转向“鸽派”，美债收益率快速回落，中资美元债发行成本有所降低；中美国债利差扭转收窄态势，人民币汇率止跌回升，中资美元债吸引力持续增强

在 2018 年连续四次加息后，美联储对待加息的态度在 2019 年一季度发生重大转变，在 1 月和 3 月召开的两次公开市场委员会会议上均表示暂不加息，进一步加息的可能性也持续降低。此外，美联储还计划从 2019 年 5 月起将每月缩减美国国债最高减持规模，并到 9 月末停止缩表。美联储持续转向“鸽派”使得美国各期限国债收益率在 2019 年一季度快速回落，这在一定程度上降低了中资美元债的发行成本。

从国内来看，继 2018 年四次降准后，中国央行于 2019 年 1 月再次下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，2019 年政府工作报告关于货币政策的描述也更注重“稳健”、“松紧适度”，不再提“保持中性”。中国货币政策的持续宽松也使得中国各期限国债收益率在 2019 年一季度总体呈下行之势，但下行幅度明显不及美国国债收益率，这也使得中美各期限国债利差扭转了之前的收窄之势，5 年期和 10 年期中美国国债利差分别扩大 27.11 和 14.49 个 BP，1 年期中美国国债利差则结束了持续多月的倒挂局面，境外融资相对于境内融资的成本优势再度显现，吸引了更多中资企业前往境外发债。

从人民币汇率走势来看，美联储持续转向“鸽派”使得美元不复 2018 年以来的强势，美元指数在 2019 年一季度呈震荡走弱态势，再加上中美贸易磋商进展顺利、3 月中国经济数据回暖等利好因素的支持，人民币汇率止跌回升，季度内对美元累计小幅升值 1.67%。人民币汇率的回稳有助于降低中资美元债发行的财务成本，进一步增强中资美元债的吸引力。

图 1 中美各期限国债利差（左图）及美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind

境外发债监管出现边际放松，为中资美元债发行创造了条件；房地产企业境内融资受阻且再融资需求较大，推动了房地产中资美元债的放量

2018 年，在严控金融风险 and 持续去杠杆的背景下，境外发债监管持续趋严，在一定程度上抑制了中资美元债的发行。2019 年以来，境外发债监管出现边际放松。1 月，国家发展与改革委员会（以下简称“国家发改委”）将近 90 家国内企业的境外债券发行配额有效期截止时间延长至 2019 年 6 月底，为这些企业境外发债创造了条件。2 月，发改委发布了《关于企业申请办理外债备案登记证明的指引》，对外债备案登记申请程序作了进一步的明确，取消了此前的外债规模切块试点政策，改由国家发改委统一受理和审核，有助于外债审批节奏的提速。

另一方面，房地产企业境内发债监管依然偏紧，迫使房地产企业转向境外融资，再加上前几年发行的境外债券将在 2019 年迎来兑付高峰，房地产企业面临较大的再融资压力，推动了房地产中资美元债在 2019 年一季度出现放量。

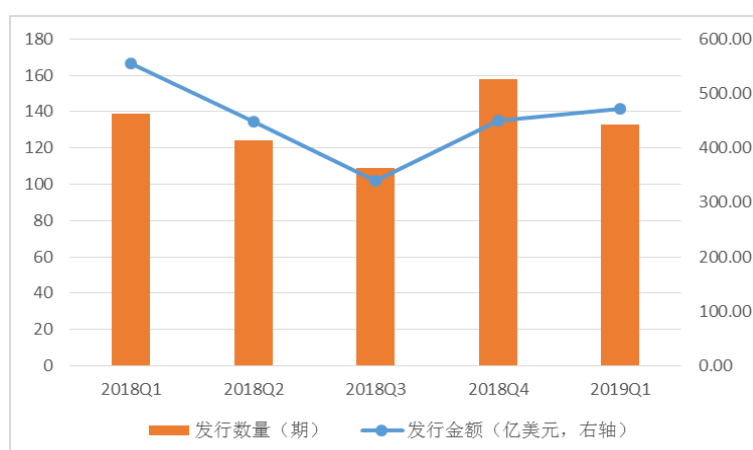
二、中资美元债一级市场发行情况²分析

2019 年一季度中资美元债发行量有所回暖，各月发行情况持续好转

2019 年一季度，中资美元债发行量有所回暖。本季度共发行中资美元债 133 期，环比下降 15.82%，但发行金额达到 471.21 亿美元，环比上升 4.78%，为近一年来的最高水平。同比来看，发行期数和发行金额分别下滑 4.32% 和 15.11%。

从单月情况看，1~3 月发行情况持续好转，各月分别发行 44 期、42 期和 57 期，发行金额分别为 139.64 亿美元、164.37 亿美元和 167.20 亿美元。

图 2 中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg

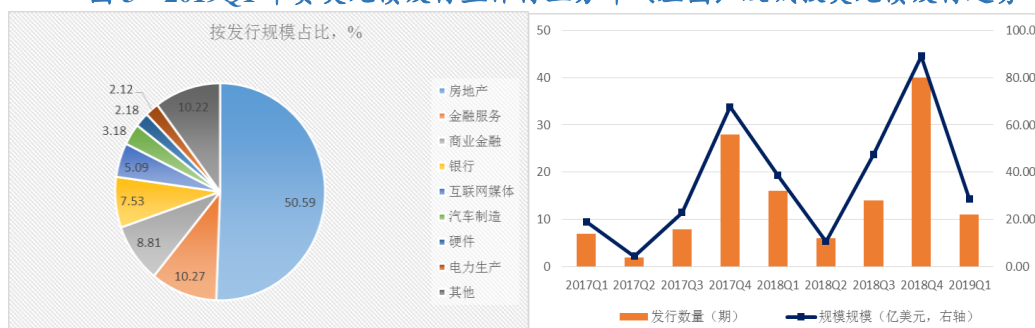
² 所有数据统计以发行日期为准。

发行主体行业集中度进一步上升，房地产企业发债增速明显，但城投美元债显著下滑

从发行主体行业分布³看，2019 年一季度，中资美元债发行主体仍以房地产企业和金融机构为主，且行业集中度进一步上升，两行业发行债券期数及金额占比合计分别达到 77.21% 和 79.70%，环比和同比均有所上升。具体来看，由于房地产企业境内发债境内监管依旧趋严，以及 2019 年将迎来房地产境外债券兑付高峰，本季度更多房地产企业选择境外融资，房地产企业发债增速明显，本季度共发行 58 期，发行金额为 238.40 亿美元，占发行总额的 50.59%，环比上升近 22 个百分点，同比大幅上升逾 30 个百分点。金融类中资美元债（包括银行、商业金融机构和金融服务机构发行的债券）本季度共发行 48 期，发行金额为 125.41 亿美元，占发行总额的 26.61%，环比和同比分别下降 1.18 和 2.59 个百分点。

此外，城投美元债发行在本季度出现明显下滑。本季度，城投美元债共发行 11 期，发行金额达 28.80 亿美元，占发行总额的 6.11%。环比来看，城投美元债大幅减少 29 期，发行金额大幅减少 67.65%，占发行总额下滑 13.69 个百分点；同比来看，城投美元债减少 5 期，发行金额减少 25.49%，占发行总额比重下滑 0.85 个百分点。

图 3 2019Q1 中资美元债发行主体行业分布（左图）及城投美元债发行趋势



资料来源：Bloomberg

平均发行票息小幅回落，但房地产行业发债成本仍然较高；市场对浮息债券偏好有所下降

2019 年一季度，美联储持续转向“鸽派”使得美国各期限国债收益率快速回落，中资美元债发行成本有所降低。本季度，中资美元债发行利率小幅下行，平均发行票息⁴为 6.66%，环比下降 3 个 BP，但受 2018 年美联储连续四次加息、中资美元债发行利率中枢大幅上移的影响，本季度的平均发行票息同比仍上升 132 个 BP。

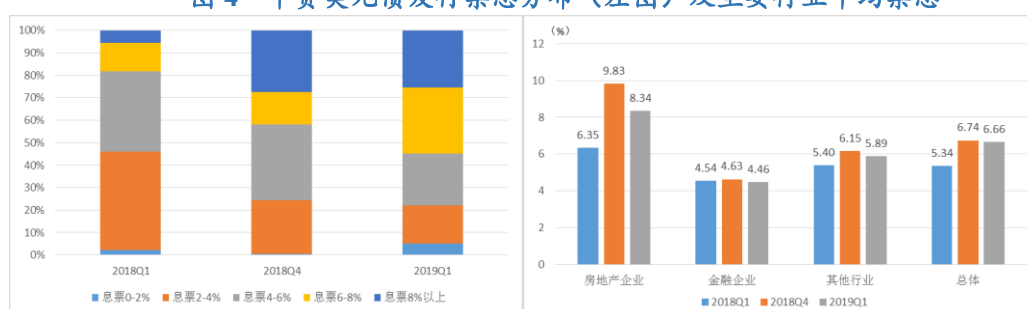
³ 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

⁴ 除浮息债券，下同。

从发行票息分布来看，2019 年一季度，发行票息在 0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8% 以上的发行金额占比分别为 5.11%、16.93%、23.02%、29.68% 和 25.26%，其中发行票息在中高区间 4-8% 的发行金额占比达 52.69%，环比和同比均上升逾 4 个百分点；0~4% 中低区间的发行金额占比则有所下降，占发行总额的比重为 22.04%，环比下降 2.48 个百分点，同比大幅下行约 24 个百分点。分行业来看，房地产行业发债成本仍然较高，本季度平均发行票息为 8.34%，环比下降 1.49 个百分点，同比上行近 2 个百分点。在发行利率处于 8% 以上高利率区间的债券中，除 1 期房屋建筑商行业债券外全部为房地产行业债券，其中国瑞置业和力高集团发行票息达 13.5%，景瑞控股、华南城、阳光开曼投资有限公司、佳兆业集团、弘阳地产、融信中国等地产企业发行票息也在 10% 以上。

从票息类型看，2019 年一季度，固定利率债券仍是最主要的发行票息类型，发行金额占发行总额的 84.14%，环比和同比均明显上行；在美联储持续转向“鸽派”的背景下，市场对于浮息债券偏好有所下降，浮息债券发行金额占发行总额的 4.28%，环比和同比均明显下降。

图 4 中资美元债发行票息分布（左图）及主要行业平均票息



资料来源：Bloomberg

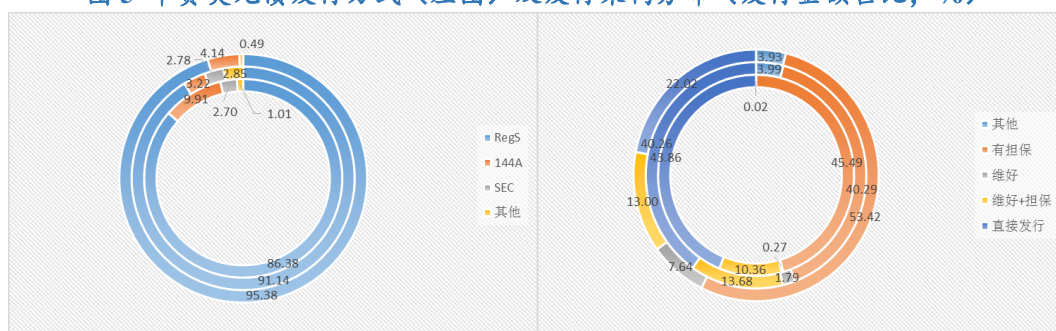
中资美元债发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，担保发行仍是首选的增信方式，直接发行占比显著降低

2019 年一季度，亚洲等地区的机构投资者仍被中资美元债发行主体视为主要的潜在客户。由于发行成本较低、流程较快，RegS⁵仍是中资美元债占比最大的发行方式，发行金额占发行总额的 95.38%，同比、环比均有所上升；本季度仅有 2 期中资美元债选择 144A 方式发行（发行主体为爱奇艺和蔚来汽车），发行金额占发行总额的 4.14%，环比小幅上升 0.91 个百分点，同比则下降 5.77 个百分点；此外，本季度无发行主体选择 SEC 公开发行业方式。

⁵ 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境内以外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

从发行架构⁶看，2019 年一季度，担保发行仍然是发行主体出于降低发行成本的考虑而首选的增信方式，在中资美元债各类发行方式中占比仍然最高，发行金额占发行总额的 53.42%，环比和同比分别上行 13.13 和 7.92 个百分点；受到 2018 年监管趋严的递延效应影响，本季度直接发行的中资美元债显著减少，发行金额占发行总额的 22.02%，环比和同比分别下降 18.24 和 21.85 个百分点；本季度采用维好协议增信的发行金额占发行总额的 7.64%，环比和同比分别上升逾 5.85 和 7.37 个百分点；采用担保+维好双重架构增信的发行金额占发行总额的 13.00%，环比小幅下滑，同比上升近 3 个百分点。

图 5 中资美元债发行方式（左图）及发行架构分布（发行金额占比，%）



资料来源：Bloomberg

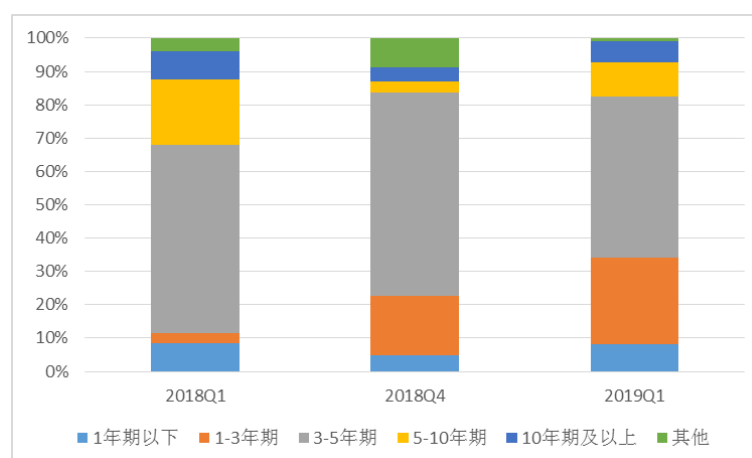
注：内、中、外圈分别代表 2018Q1、2018Q4 和 2019Q1 数据

发行期限仍以 3~5 年期为主，但发行金额占比明显下降，1 年期以内发行金额占比有所回升

2019 年一季度，中资美元债发行期限仍以 3~5 年期为主，其发行金额占比达到 48.31%，环比和同比分别下降 12.67 和 8.17 个百分点。由于从境外借入 1 年期以下资金无需向发改委备案，1 年期以内的中资美元债发行有所回升，本季度发行金额占比为 8.28%，环比增加 3.55 个百分点，同比基本持平。此外，10 年期及以上期限发行金额占比有所回升，本季度达到 6.26%，环比提高近 2 个百分点，但同比仍下降 2.16 个百分点。

⁶ 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构和维好协议发行等。

图 6 中资美元债发行期限分布（发行金额占比，%）



资料来源：Bloomberg

评级缺失的现象有所改善，发行主体整体资质有所下降，高收益债券发行主体行业集中度进一步提升

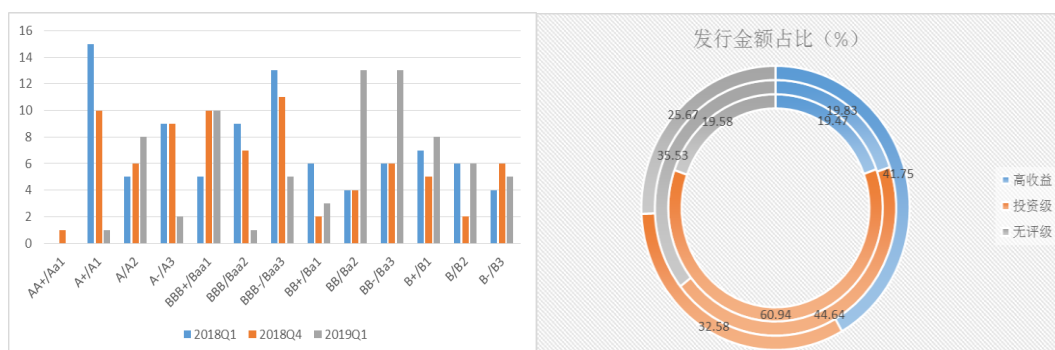
2019 年一季度，从中资美元债债项评级的角度看，无评级债券⁷占全部发行期数的比例为 43.91%，环比下降 6.09 个百分点，同比上升 7.94 个百分点；无评级债券发行金额占发行总额的 25.67%，环比下降近 10 个百分点，同比上升 6.09 个百分点。整体来看，评级缺失的现象虽有所改善，但仍广泛存在。

在有评级的中资美元债中，BBB-以下⁸高收益债券本季度发行量明显增加，发行金额占发行总额的 41.75%，环比和同比均大幅增加逾 20 个百分点；投资级债券发行金额占发行总额的 32.58%，环比和同比分别大幅下降 12.07 和 28.38 个百分点，发行主体整体资质状况有所下降。从行业分布来看，高收益债券发行主体主要集中在房地产企业，48 期高收益债券中有 41 期来自于房地产企业，行业集中度进一步提升；投资级债券发行行业相对较为分散，其中金融行业仍占半数。

⁷ “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

⁸ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

图 7 中资美元债债项级别分布



资料来源：Bloomberg

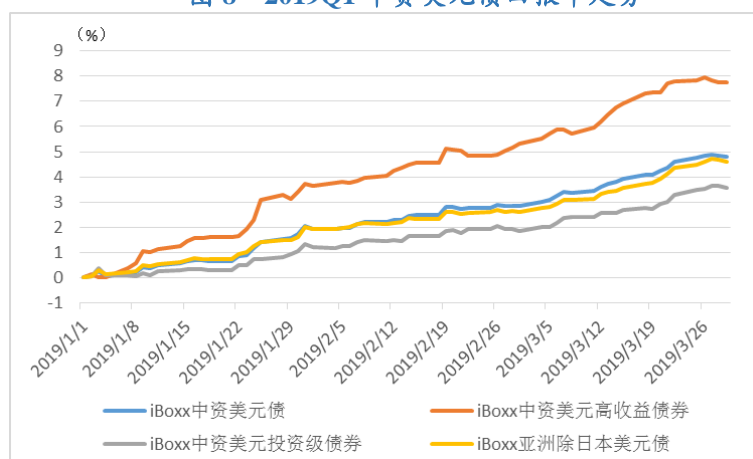
注：内、中、外圈分别代表 2018Q1、2018Q4 和 2019Q1 数据

三、中资美元债二级市场表现

一季度回报率大幅回升，高收益债券表现亮眼

2019 年一季度，美联储持续转向“鸽派”使得市场风险偏好有所提升，全球资金开始流入新兴市场债券，受此影响中资美元债回报率大幅回升，Markit iBoxx 中资美元债指数一季度总回报率为 4.80%，环比和同比分别上升 4.06 和 6.01 个百分点，略高于亚洲除日本美元债指数一季度总回报率（4.62%）。其中，高收益债券一季度回报率大幅上升至 7.76%，扭转了 2018 年四季度的负回报率态势，环比和同比分别大幅上升 8.86 和 8.36 个百分点；投资级债券三季度回报率升至 3.57%，环比和同比分别上升 2.19 和 4.87 个百分点。

图 8 2019Q1 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg

具体来看，2019 年一季度各行业回报率均有所回升，其中房地产行业回报率大幅回升至 7.36%，环比和同比分别上升 7.16 和 8.03 个百分点，主要得益于国内房地产市场小幅回暖、房地产美元债新发定价大幅下行、认购量显著提升等因素。受央行创设央行票据互换

（CBS）工具提升银行永续债流动性、支持银行发行永续债影响，金融机构一季度回报率回升至 4.62%，环比和同比分别上升 3.78 和 6.00 个百分点，表现仅次于房地产行业。非金融机构一季度回报率为 4.12%，环比和同比分别上升 3.12 和 5.80 个百分点。

表 1 中资美元债分行业回报率

	2018Q1	2018Q4	2019Q1
金融机构	-1.38%	0.84%	4.62%
金融机构-投资级	-0.70%	1.22%	3.47%
金融机构-高收益	-0.60%	-0.86%	8.05%
非金融机构	-1.68%	1.00%	4.12%
非金融机构-投资级	-1.80%	1.53%	3.66%
非金融机构-高收益	-0.58%	-1.82%	6.74%
房地产	-0.67%	0.20%	7.36%
房地产-投资级	-0.85%	1.02%	4.79%
房地产-高收益	-0.54%	-0.24%	8.68%

资料来源：Bloomberg

四、中资美元债市场展望

中美国债利差或将继续走扩，人民币汇率有望企稳，对中资美元债发行形成有力支撑

2019 年二季度，美联储继续维持基准利率不变的可能性较大，再加上美联储将从 5 月起将每月缩减美国国债最高减持规模从当前的 300 亿美元降至 150 亿美元，美国国债将得到进一步支撑，收益率仍有进一步下行的空间。另一方面，随着财税刺激措施密集出台，中国经济在 2019 年下半年大概率触底回升，再加上近期通货膨胀压力持续加大，中国国债收益率在二季度小幅走高的可能性较大。在此背景下，中美国债利差在二季度或将继续走扩，中资美元债的发行成本优势将得到进一步体现。

人民币汇率方面，中美双方经过了多轮贸易磋商之后有望达成协议，中美贸易逆差在未来一段时期内有望逐步缩减，再加上美元不复去年的强势，人民币汇率有望在二季度逐步企稳，为中资美元债的发行提供有力支撑。

境外发债便利度有望得到进一步提升，发行配额到期或将推动中资美元债在二季度进一步放量

3 月 18 日，国家外汇管理局发布了《跨国公司跨境资金集中运营管理规定》，重新规范了跨境资金池业务的开展，并明确了宏观审慎原则下的跨国公司资金池外债额度，大幅

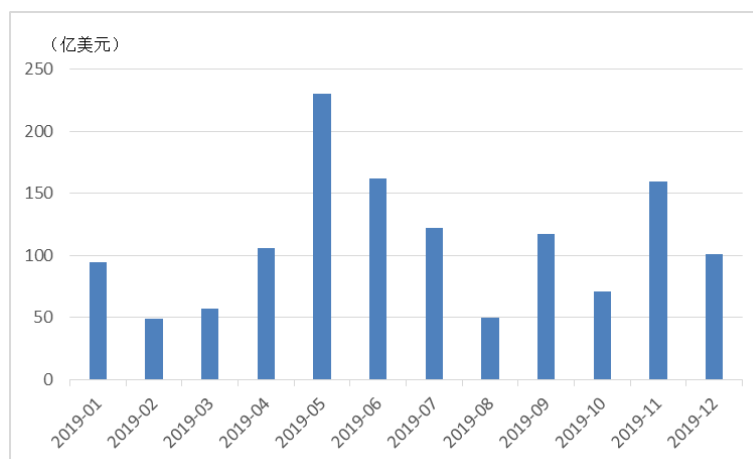
简化了外债和境外放款手续，有利于企业更好地统筹管理境内外集团资金，并利用境内外两个市场、两种资源，有效降低融资成本。由于中资美元债发行主体中有很大部分为跨国公司，这项新规的出台将为中资美元债的发行提供极大的便利。

另一方面，自 2018 年 10 月以来已经连续六个月没有企业获得发改委的境外债券发行备案，而部分企业的境外债券发行配额有效期截止时间为 2019 年 6 月底，对于其中那些未在一季度完成发行的企业而言，二季度将是本次有效期的最后时间窗口，因此我们预计中资美元债二季度的发行量有望较一季度进一步增加。

中资美元债将在二季度迎来兑付高峰，发行主体面临的再融资压力较大，低资质发行主体信用风险或将承压

2019 年二季度，中资美元债将迎来兑付高峰，到期量达到近 500 亿美元，占到全年到期量的近 40%，其中 5 月到期量达到 200 亿美元以上，中资美元债发行主体将面临较大的再融资压力。由于二季度是中资企业年报披露的密集期，再加上在 2018 年宏观经济下行的背景下企业经营和财务状况普遍承压，因此在二季度部分企业出现评级下调的可能性较大，资质较差的发行主体信用风险可能会进一步暴露。

图 9 2019 年各月中资美元债到期情况



资料来源：Bloomberg