

2018 年中资美元债市场回顾及 2019 年展望



2019 年 1 月 29 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

2018 年中资美元债¹市场回顾及 2019 年展望

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

在严控金融风险和持续去杠杆的背景下，2018 年境外发债监管趋严，对部分行业 and 低资质主体境外发债提出更高要求，境外发债监管再度升级在一定程度上抑制了中资美元债的发行。中美两国货币政策“背道而驰”使得两国国债利差持续缩窄，“贸易战”等一系列政经事件使市场避险情绪有所升温、人民币兑美元贬值加剧，从而增加了企业发行成本，降低了部分中资企业发行美元债的意愿。此外，2018 年中国境内外债券市场出现违约高潮，信用风险事件频发、违约风险增大，使得企业再融资环境有所恶化，部分较低资质的企业再融资难度和成本明显上升。

2018 年，中资美元债发行规模从高位回落，全年共发行中资美元债 529 期，总发行规模 1793.33 亿美元，发行期数较 2017 年增长了 10.67%，但发行规模则较 2017 年峰值下滑了 23.12%。整体看，发行行业仍以房地产行业 and 银行业为主，但监管趋于收紧以及市场需求弱化导致其发债量出现下降；美联储年内 4 次加息带动中资美元债发行利率中枢出现上移，发行票息在中高区间（4% 及以上）的规模占比高达 62.90%，较 2017 年（43.38%）大幅上升 19.52 个百分点，固定利率债券依旧是最主要的发行票息类型，但浮息债券发行规模占比大幅上升；发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，面向美国及全球投资者的发行方式继续遇冷；发行架构以担保发行为主，但受政策影响直接发行占比较 2017 年明显上升；发行期限仍以 3~5 年期为主，除 5~10 年期发行规模占比有所下降外，其他期限均有所上行；评级缺失现象更加显著，发行债项整体资质有所提高。

2019 年，中美两国货币政策或将继续分化，从而在一定程度上抑制美元债的发行，但在国内持续去杠杆的背景下，受宏观调控政策影响较大或境外债券到期压力较大的企业，如房地产企业、城投公司等可能将继续不惜以高利率在境外融资，预计 2019 年中资企业美元债券发行量可能继续呈现小幅萎缩或基本持平的态势。此外，2019 年在中国经济仍存在下行压力、境内外债券市场信用风险加剧的背景下，市场风险偏好或将继续下降，预计 2019 年中资美元债发行人资质有望进一步提高。

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

在严控金融风险 and 持续去杠杆的背景下，2018 年境外发债监管趋严，对部分行业和低资质主体境外发债提出更高要求

为合理控制外债总量规模、优化外债结构、切实有效防范外债风险，守住不发生系统风险的底线。2018 年 6 月，国家发展改革委、财政部联合印发了《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》（以下简称《通知》），规定拟举借中长期外债的企业（含金融机构）需充分论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性，同时依托自身资信状况制定外债本息偿付计划，落实偿债保障措施；要求拟举借外债企业应建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，拥有的资产应当质量优良、权属清晰；引导规范房地产企业境外发债资金投向，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金等，并要求企业提交资金用途承诺。境外发债监管再度升级在一定程度上抑制了中资美元债的发行。

中美两国货币政策“背道而驰”使得两国国债利差持续缩窄；“贸易战”等一系列政经事件使市场避险情绪有所升温，人民币贬值加剧

进入 2018 年以来，美联储连续 4 次加息，不断收紧货币政策，使得美国国债收益率明显走高；而出于经济“稳增长”的需要，自 2018 年 2 季度起，中国央行多次定向降准，并扩大了公开市场流动性操作的力度，相对宽松的货币环境助推债券收益率快速下行。中美两国货币政策“背道而驰”导致两国国债收益率利差大幅收窄。2018 年，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债平均利差分别收窄了 139.57、87.48 和 53.40 个 BP。2018 年 11 月，1 年期中美国债收益率利差出现十余年来首次倒挂，10 年期国债利率也一度收窄至 24 个基点，创下 8 年多新低，外币债券融资的低成本优势逐步丧失。

此外，中美“贸易战”不断升级以及美联储加息等一系列政治经济事件导致金融市场动荡、风险规避情绪上升，加剧了中国等新兴经济体的资本外流压力。2018 年，人民币兑美元汇率出现新一轮贬值，全年贬值 5% 左右。由于境内发行主体收入多为人民币计价，人民币贬值增加了企业的发行成本，降低了部分中资企业发行美元债的意愿。

图 1 2018 年中美国债利差（左图）及美元兑人民币汇率走势



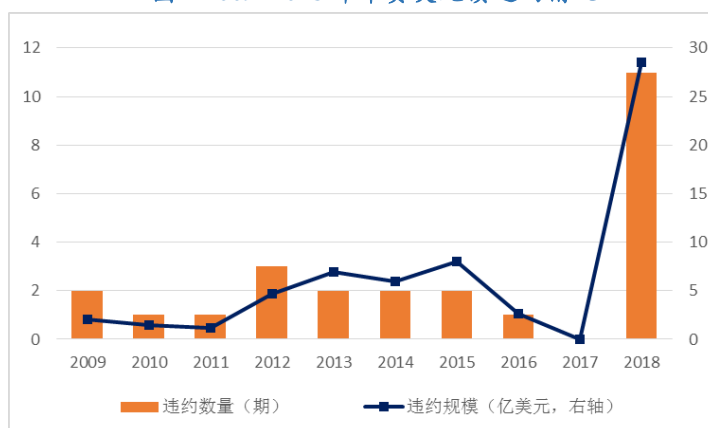
资料来源：Wind

信用风险上升导致境外投资者对中资企业违约风险担忧加大，增加了企业海外再融资成本及难度

2018 年，在中国经济出现放缓，国内去杠杆、严监管等宏观政策持续实施的背景下，中资企业境内外债券违约数量和规模均达到历史高峰期。2018 年，中国境内债券市场违约规模高达 1000 多亿元，为 2017 年违约规模的 3 倍多，其中新增违约发行人 40 家，涉及违约债券 106 期，涉及违约规模合计约 864.85 亿元。境外中资美元债违约规模也达到约 30 亿美元，违约主体以能源行业发行人人居多，这与 2018 年 10 月份以来国际油价大幅下滑有关。

在境内外市场联动加强的背景下，境内信用风险会快速传导至境外，加大境外投资者对中资企业违约风险的担忧。信用风险事件频发、违约风险增大，使得企业再融资环境有所恶化，部分较低资质的企业再融资难度和成本明显上升。

图 2 2009~2018 年中资美元债违约情况



资料来源：Bloomberg

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

监管趋严、境外融资的低成本优势逐步丧失以及违约风险上升等因素使得 2018 年中资美元债发行规模从高位回落

2018 年全年共发行中资美元债 530 期，总发行规模 1793.33 亿美元，发行期数较 2017 年增长了 10.88%，而发行规模则较 2017 年峰值下滑了 23.12%。从月度数据来看，2018 年 1 月~5 月，中资美元债发行规模相对较高，受监管趋严影响，6 月~8 月的发行量出现大幅收缩，之后又略微回升。究其原因，进入 2018 年以来，虽然中资机构融资需求依然旺盛，但受境外发债监管升级、境外融资成本增加以及违约风险上升等因素的影响，全年中资美元债发行量出现下降。

图 3 2009~2018 年中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg

整体看，发行行业仍以房地产行业 and 银行业为主，但监管趋于收紧以及市场需求弱化导致发债量出现下降

从发行主体行业分布³看，2018 年，中资美元债仍以房地产行业 and 银行业为主。具体来看，2018 年，中央对房地产行业实施持续调控，房地产企业的境内外融资政策原则以借新还旧、控制新增为主，外加市场对于房地产行业再融资风险担忧有所增加，导致市场需求较为疲弱，2018 年全年，中资房地产企业美元债的发行规模为 485.79 亿美元，较 2017 年下降了 2.27%，占总发行规模的 27.09%，依旧是发行规模最大的行业。银行业 2018 年发行规模为 264.03 亿美元，较 2017 年下降了逾 40%，占总发行规模的 14.72%。

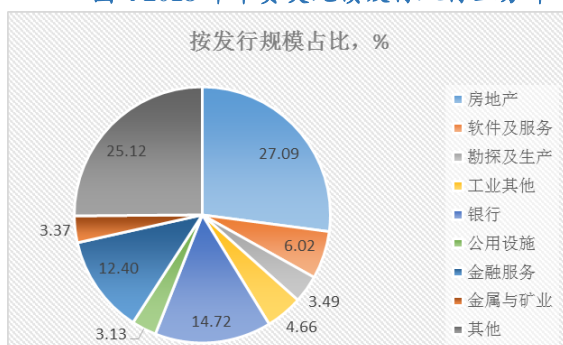
² 所有数据统计以发布公告日期为准。

³ 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

从发行人主体类型⁴看，2018 年，公司及政府相关类发行人仍是中资美元债发行的绝对主力。从发行规模口径看，2018 年公司类发行人共发行中资美元债 1073.38 亿美元，占总发行规模的 59.85%，较 2017 年增加 4.82 个百分点；政府相关类发行人共发行中资美元债 677.76 亿美元，占总发行规模的 37.79%，较 2017 年下降 6.87 个百分点。

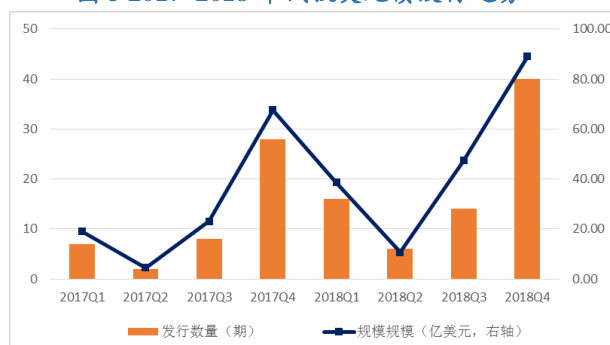
从发债主体性质看，得益于政策利好，下半年开始城投美元债发行出现明显反弹。2018 年全年，城投平台共发行 76 期城投债，发行规模达 185.78 亿美元，占本年度发行总额的 10.36%。与 2017 年相比，发行期数和发行规模均大幅上升了逾 60%。

图 4 2018 年中资美元债发行人行业分布



资料来源：Bloomberg

图 5 2017~2018 年城投美元债发行趋势



资料来源：Bloomberg

美联储加息带动中资美元债发行利率中枢出现上移；固定利率债券依旧是最主要的发行票息类型，但浮息债券发行规模占比大幅上升

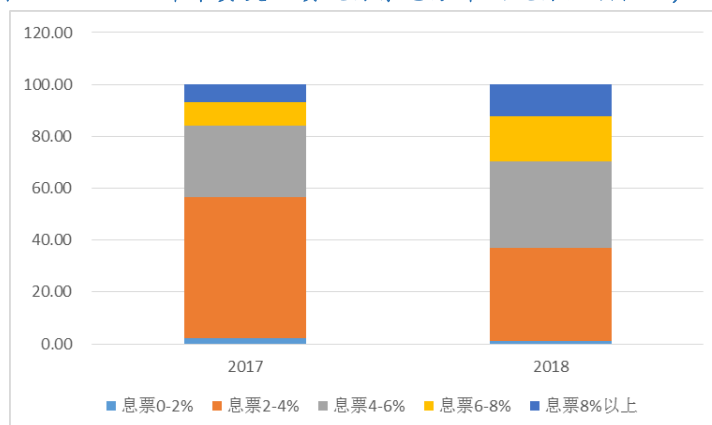
2018 年以来，美联储连续 4 次上调联邦基金利率至 2.25%-2.50% 区间，货币政策不断收紧。跟随市场环境和风险溢价需求，中资美元债发行利率继续上行，平均发行票息为 5.99%，较 2017 年（4.72%）上升了 1.27 个百分点。

具体来看，发行票息在 0-2%、2-4%、4-6%、6-8%、8% 以上的规模占比分别为 1.22%、35.87%、33.36%、17.21% 和 12.33%，以中高利率为主。其中，发行票息在中高区间（4% 及以上）的规模占比高达 62.90%，较 2017 年（43.38%）大幅上升 19.52 个百分点，发行利率中枢有所上移。从前三大发行主体行业分布来看，房地产行业发行利率最高，全年平均发行票息为 7.94%，较 2017 年（6.24%）上升了 1.70 个百分点，其中当代置业、花样年控股等地产企业的发行票息都在 15% 以上。

从票息类型看，2018 年，固定利率债券依旧是最主要的发行票息类型，占总发行规模的 73.14%，基本与 2017 年（72.64%）持平。随着美联储不断加息，市场对于浮息债券需求有所增加，进而推升浮息债券发行规模，2018 年浮息债券发行规模占比为 19.37%，较 2017 年上升了 8.28 个百分点。

⁴ 按彭博 BClass1 级统计，下同。

图 6 2017/2018 年中资美元债发行票息分布（发行金额占比，%）

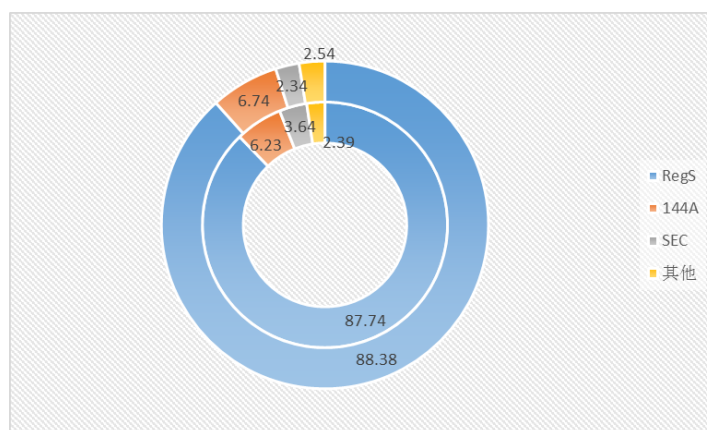


资料来源：Bloomberg

主要面向亚洲地区投资者，发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主

2018 年，亚洲等地区的机构投资者仍为中资发行人的最主要潜在客户。鉴于发行方式成本较低、流程较短，RegS⁵仍是中资美元债最主要的发行方式，2018 年共有 473 支中资美元债选择此方式发行，发行规模为 1584.91 亿美元，占总发行规模的 87.74%，虽较去年（88.38%）小幅下降，但占比依然遥遥领先；其次是 144A 方式，发行规模为 120.90 亿美元（14 支），占总发行规模的 6.74%，同比上升 0.51 个百分点；选择 SEC 公开发行方式的中资美元债有所减少，发行规模为 42.00 亿美元（6 支），占总发行规模的 2.34%，较 2017 年下降 1.30 个百分点。

图 7 2017/2018 年中资美元债发行方式（发行金额占比，%）



资料来源：Bloomberg；注：内圈、和外圈分别代表 2017 年和 2018 年数据。

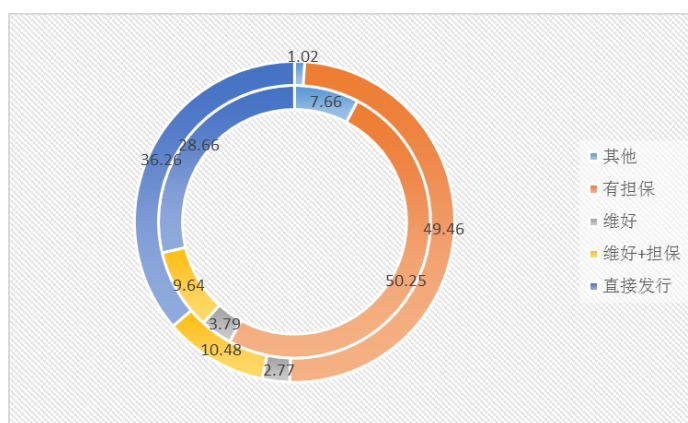
⁵ 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式。而 RegS 和 144A 属于非公开发行方式。从严格程度看，SEC 公开发行对信息披露的要求最为严格；而 RegS 和 144A 两种属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国以外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行，因此 144A 的信息披露要求比 RegS 更加严格。

发行架构仍以担保发行为主，但受政策影响，直接发行比例明显上升

从发行架构⁶看，2018 年，担保发行仍然是发行人出于降低发行利率的考虑而首选的增信方式，在中资美元债各发行方式中占比最高，占总发行规模的 49.46%，较 2017 年下降 0.79 个百分点。自 2044 号文出台后，国家发改委放开了境内企业直接发债的监管，直接发行的中资美元债占比持续增加；2018 年 2 月，国家发改委发布的《境外投资敏感行业目录(2018 年版)》，对借壳设立离岸公司的间接发行方式或形成限制，使得更多企业选择直接发行方式发行中资美元债。2018 年，直接发行金额占总规模的 36.26%，较 2017 年同比上升 7.61 个百分点，为 2018 年发行金额占比第二、上升最快的发行方式。

2018 年采用维好协议增信的发行金额占总发行规模比重为 2.77%，同比下降 1.02 个百分点；采用担保+维好双重架构增信的发行规模占总额的 10.48%，同比小幅上升 0.84 个百分点。

图 8 2017/2018 中资美元债发行架构（发行金额占比，%）



资料来源：Bloomberg；注：内、外圈分别代表 2017 年和 2018 年数据。

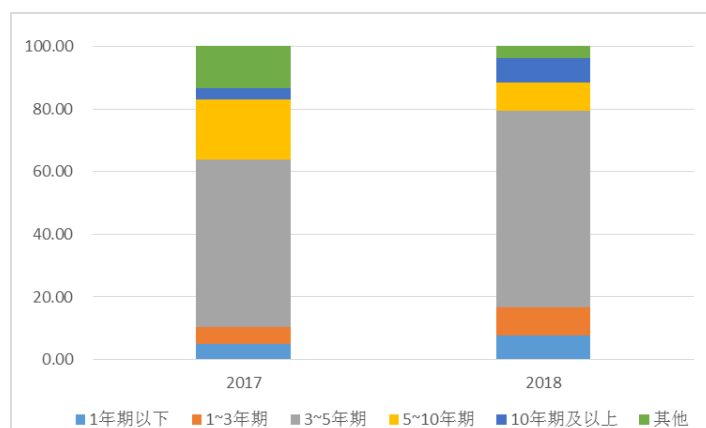
中资美元债发行期限仍以 3~5 年期为主，除 5~10 年期发行规模占比有所下降外，其他期限均有所上行

由于从境外借入 1 年期以下资金不需要向发改委备案，在境内融资环境趋紧的背景下，2018 年，1 年期以下中资美元债发行规模在总发行规模中的占比继续上升，达到 7.59%，较 2017 年上升了 2.58 个百分点。1~3（不含 3 年期）年期中资美元债发行规模占比也有所走高，达到 9.12%。

同时，3~5（不含 5 年期）年期依旧是最主要的发行期限，虽然在 2018 年的发行有所缩量，但依旧是发行规模占比最高的期限，达 62.64%，较 2017 年大幅上升了 9.25 个百分点；其次为 5~10（不含 10 年期）年期，发行规模占比为 9.18%，较 2017 年大幅下降了 9.89 个百分点。10 年期及以上期限发行规模占比有所上升，2018 年为 7.59%，同比增加 3.77 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 9 2017/2018 中资美元债各发行期限占比（发行金额占比，%）



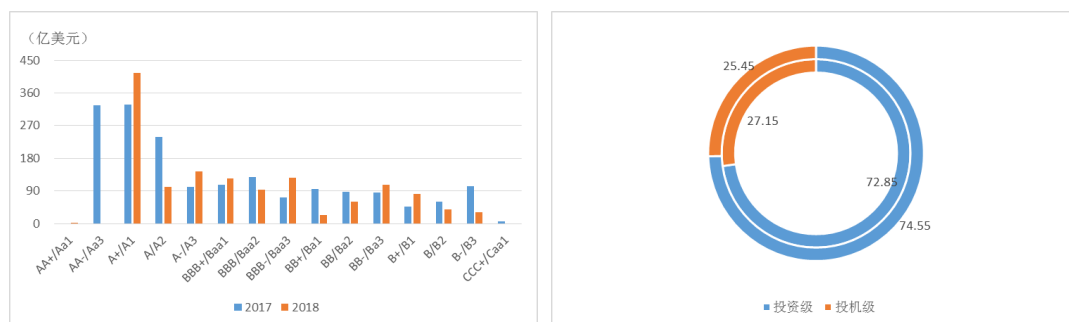
资料来源：Bloomberg

评级缺失现象更加显著，发行债项整体资质有所提高

2018 年，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 43.96%，同比上升 5.88 个百分点，评级缺失的现象较 2017 年更加明显。

从发行债项资质看，2018 年境外发债监管再度升级，中央对拟举借外债企业资质提出更高要求，带动整体中资美元债债项资质有所提高。从发行规模统计，BBB-及以上的投资级⁸债券发行量占总发行规模的 74.55%，较 2017 年上升 1.70 个百分点；投机级高收益债券发行量占总发行规模的 25.45%。从行业分布来看，投资级债券发行人主要集中在金融服务行业和房地产行业，而投机级债券发行人所涉及行业则相对较为分散。

图 10 2017/2018 中资美元债债项级别分布（发行金额占比，%）



资料来源：Bloomberg；注：内、外圈分别为 2017 年和 2018 年数据。

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。

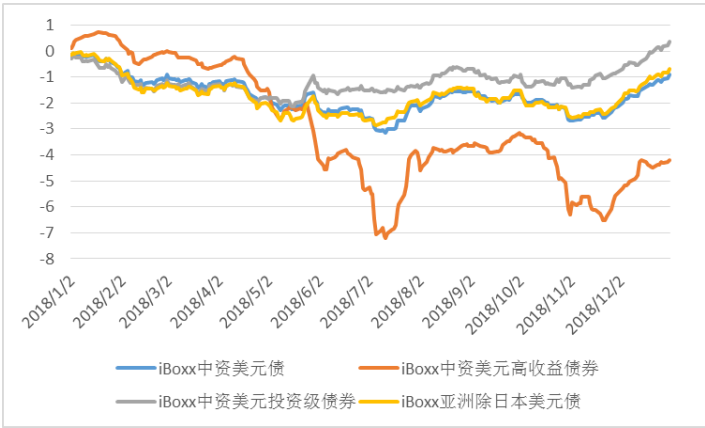
⁸ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

三、中资美元债二级市场表现

市场震荡明显，收益率下跌为负

2018 年，中资美元债市场整体表现不佳，收益率显著下降，结束了长达 4 年的上涨行情，仅有投资级债券年收益率为正，其余年收益率全部转负。2018 年，宏观环境多变，不确定性显著增加，国内债券市场信用事件频发，导致市场避险情绪显著升温，债券持有者避险抛售，债券市场波动性增大。Markit iBoxx 中资美元债指数 2018 年总回报率为-0.92%，同比下降 5.87 个百分点，低于亚洲除日本美元债指数 2018 年总回报率（-0.69%）。其中，高收益债券 2018 年回报率为-4.22%，同比大幅下降 11.37 个百分点；投资级债券 2018 年回报率为 0.37%，同比下降 4.08 个百分点。

图 11 2018 年中资美元债回报率走势（%）



资料来源：Bloomberg

具体来看，2018 年各行业债券回报率均有明显下降，其中房地产行业收缩最为明显，2018 年回报率降至-2.25%，同比大幅下降 8.91 个百分点；金融机构 2018 年回报率为-0.44%，同比下降 5.09 个百分点；非金融机构 2018 年回报率为-1.39%，同比下降 6.63 个百分点。

表 1 2017/2018 中资美元债分行业回报率

	2017 年	2018 年
金融机构	4.65%	-0.44%
金融机构-投资级	3.82%	0.99%
金融机构-高收益	7.02%	-3.05%
非金融机构	5.24%	-1.39%
非金融机构-投资级	4.95%	-0.15%
非金融机构-高收益	7.49%	-7.13%

房地产	6.66%	-2.25%
房地产-投资级	51.46%	-0.24%
房地产-高收益	6.93%	-3.22%

资料来源：Bloomberg

四、2019 年中资美元债市场展望

中美两国货币政策或将继续分化，中资美元债券发行量可能继续呈现小幅萎缩或基本持平的态势

2019 年，中美两国货币政策或将继续分化：由于美国本轮经济周期或将进入拐点，2019 年美联储可能将根据美国经济增长状况放缓加息进程，但仍预计年内将加息 1~2 次，从而达到 3% 左右的中性利率区间水平；而为进一步支持实体经济发展、优化流动性结构、降低融资成本，2019 年 1 月 4 日，中国央行宣布下调金融机构存款准备金率 1 个百分点置换部分中期借贷便利，净释放约 8000 亿元长期增量资金，国内再融资环境有所改善。两国货币政策继续分化或将在一定程度上继续抑制美元债的发行。2019 年，在国内持续去杠杆的背景下，受宏观调控政策影响较大或境外债券到期压力较大的企业，如房地产企业、城投公司等可能将继续不惜以高利率在境外融资，预计 2019 年中资企业美元债券发行量可能继续呈现小幅萎缩或基本持平的态势。

由于监管趋严以及市场风险偏好下降，2019 年中资美元债主体及债项资质有望进一步提高

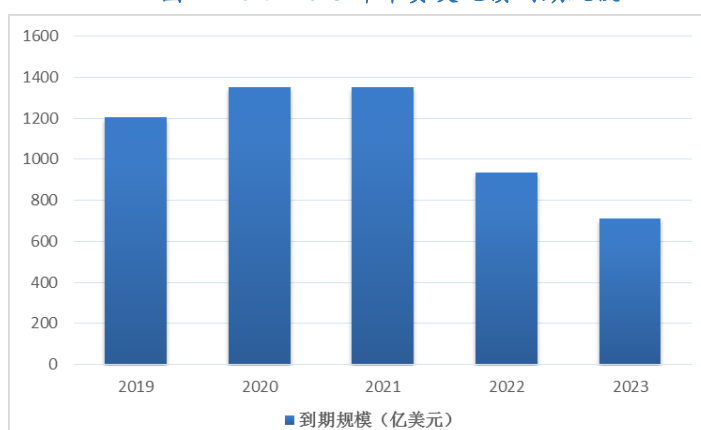
为严控外债风险，《通知》对拟举债企业资质提出了更高的要求：拟举借中长期外债企业要建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度；申报企业拥有的资产应当质量优良、权属清晰，严禁将公立学校、公立医院、公共文化设施、公园、公共广场、机关事业单位办公楼、市政道路、非收费桥梁、非经营性水利设施、非收费管网设施等公益性资产及储备土地使用权计入企业资产。要紧密围绕推进供给侧结构性改革的方向，着力支持综合经济实力强、国际化经营水平高、风险防控机制健全的大型企业赴境外市场化融资，募集资金重点用于支持创新发展、绿色发展、战略性新兴产业、高端装备制造业以及“一带一路”建设和国际产能合作等。此外，2019 年，在中国经济仍存在下行压力、境内外债券市场信用风险加剧的背景下，市场风险偏好或将继续下降。预计 2019 年中资美元债发行人资质有望进一步提高。

在大规模债务集中到期的背景下，信用风险可能进一步暴露

受近两年美元债扩容放量影响，2019~2021 年，中资美元债将迎来偿债高峰期。2019 年到期规模逾 1200 亿美元，2020 和 2021 年债务到期规模也均在 1300 亿美元以上，中资美元债发行主体面临较大的存续压力。随着中国经济继续面临下行压力，企业盈利和流动性压力或将继续凸显，也抬升了企业违约风险。

从行业分布来看，2019 年，房地产行业将面临大量境内和境外债务集中到期，其中，2019 年到期的中资房地产企业美元债规模为 217.80 亿美元，且以无评级和投机级债券为主，占房地产行业总到期规模的 96% 以上。由于房地产行业仍将面临较为严格的调控政策，融资渠道也较为受限，房地产行业由再融资引发的信用风险不容忽视。此外，2019 年，在美国原油产量持续增长以及 OPEC+ 减产不及预期的背景下，全球原油供应过剩局面仍将存在，国际原油价格下行压力并未消失。持续低迷的油价或将抬升能源行业违约风险。

图 12 2019~2023 年中资美元债到期规模



资料来源：Bloomberg