

2019 年二季度中资美元债研究报告

——发行量创季度新高，二级市场收益率转而走低



2019 年 7 月 31 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 年二季度中资美元债¹研究报告

——发行量创季度新高，二级市场收益率转而走低

联合资信评估有限公司 主权部

摘要

2019 年二季度，美联储进一步确认“鸽派”立场，美债收益率加速回落，中资美元债发行成本继续降低；中美国债利差持续扩大，人民币汇率总体保持平稳，中资美元债吸引力进一步增强，为中资美元债发行创造了较为有利的市场环境。

从一级市场发行情况来看，2019 年二季度，中资美元债的发行量保持了继续上升的趋势。本季度共发行中资美元债 192 期，环比上升 44.36%，发行规模共计 728.93 亿美元，环比大幅上升 54.69%，创下了季度新高。从发行主体行业分布来看，房地产企业和金融类机构（包括银行、商业金融机构和金融服务机构）依旧是中资美元债的主要发行主体，但在发改委境外债券发行座谈会后监管政策再度收紧的背景下，房地产企业中资美元债的发债节奏明显放缓。由于城投美元债在 2019 年二季度迎来到期高峰，城投发行主体“借新还旧”需求较大，导致城投美元债发行量在本季度出现明显回升。从发行票息来看，美联储持续转向“鸽派”使得中资美元债平均发行票息继续回落，但房地产行业发债成本继续走高。从发行方式来看，由于发行成本较低、流程较快，RegS 仍是二季度占比最大的发行方式。从发行架构看，直接发行和担保发行是本季度最主要的两种发行方式，且通过直接发行方式发行的中资美元债显著上升。从发行期限来看，发行期限以 3~5 年期为主，且 5 年期及以上债券的发行规模占比明显上升，1 年期以下债券的发行规模占比大幅下降。从中资美元债债项评级的角度看，二季度评级缺失的现象进一步改善且发行主体资质有所提升。从二级市场表现来看，二季度各行业回报率环比均有所下降，其中房地产行业的回报率下降幅度最大。

2019 年三季度，中美国债利差或将继续走扩，人民币汇率有望维持稳定，对中资美元债发行形成支撑。但“666 号文”对于城投公司的境外发债的影响将逐步显现，城投债的发行量或将开始下降，“778 号文”对房地产公司的类似限制措施也将导致房地产公司境外发债量出现下降。综合以上因素，预计三季度中资美元债的整体发行量出现回落的可能性较大。

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

美联储进一步确认“鸽派”立场，美债收益率加速回落，中资美元债发行成本继续降低；中美国债利差持续扩大，人民币汇率总体保持平稳，中资美元债吸引力增强

继一季度转向“鸽派”后，美联储在 5 月和 6 月召开的两次议息会议仍然决定维持基准利率不变。在 6 月的议息会议上，多数美联储委员认为，经济增速和通胀风险在会议前几周已发生了明显的变化，倾向于下行，如果即将公布的数据显示经济形势进一步恶化，降息可能是合适的，市场因此普遍预期美联储将在 7 月决定降息。二季度，美联储进一步确定“鸽派”立场的行动使得美国各期限国债收益率加速回落，导致中资美元债的相对发行成本继续降低。

从国内来看，6 月 25 日召开的中国人民银行货币政策委员会 2019 年第二季度例会和 6 月 26 日召开的国务院常务会议均传达了货币政策保持中性灵活的精神，并强调切实措施降低中小企业融资成本，显示了进一步定向宽松的趋势，加上近期通货膨胀率有所上升，中国各期限国债收益率在二季度总体出现小幅上升，使得中美各期限国债利差较一季度走扩，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债利差分别扩大 71.25 个、126.87 个和 122.87 个 BP，境外融资相对于境内融资的成本优势进一步显现，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，美联储进一步确认“鸽派”立场使得美元指数在二季度延续了一季度的走弱态势。但因为中美贸易磋商于 5 月初破裂，特朗普宣布对自中国进口的 2,000 亿商品加征关税，人民币汇率曾于 5 月一度快速下跌。此后，因中美双方同意在大阪 G20 峰会期间举行双边首脑会晤，继续磋商贸易纠纷事宜，市场对中美贸易冲突加剧的担忧有所缓解，人民币兑美元汇率转而趋于稳定，二季度内人民币对美元汇率仅累计小幅贬值 2.31%，未对中资美元债的发行成本造成重大影响。

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

监管边际放松以及外债和境外放款手续的简化的递延效应在二季度中资美元债发行中得到充分体现；受发债备案影响，房地产中资美元债的发行出现下降；发改委关于承担政府融资职能的地方国有企业发行外债仅限于用来偿还未来一年内到期的中长期外债的规定或将有助于降低城投公司债务风险

2019 年 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，有助于外债审批节奏的提速。3 月 18 日，国家外汇管理局印发了修订后的《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。上述监管边际放松以及外债和境外放款手续的简化的递延效应对于推动二季度中资美元债发行量的上升起到了重要作用。

二季度，监管机构对房地产企业境内发债的监管进一步收紧。5 月 17 日，银保监会发布了《关于开展“巩固治乱现象成果，促进合规建设”工作的通知》，要求信托公司不得向不达标的房地产项目提供融资，房地产企业境内融资渠道进一步收窄，但主要受 3 月底发改委境外债券发行座谈会后收紧房地产企业境外发债配额影响，二季度房地产企业境外发债规模不仅没有继续上升，反而出现了下降。

2019 年 6 月 6 日，国家发改委颁布了《关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（发改办外资[2019]666 号，以下简称“666 号文”），该文件对发行外债的企业，特别是地方国有企业提出了更进一步的要求，明确了承担政府融资职能的地方国有企业（含城投公司）发行外债仅限用于偿还未来一年内到期的中长期外债，且增加了地方国有企业发行外债需持续经营满三年的要求。该政策体现了监管机构对于近期城投公司发行外债趋势上升较快现象的关注，以及正在采取措施控制风险。

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

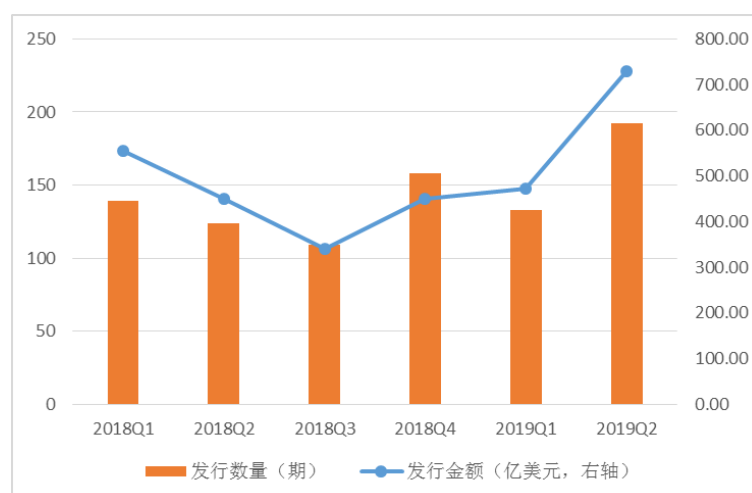
2019 年二季度中资美元债发行量创季度新高

2019 年二季度，中资美元债发行量继续上升。本季度共发行中资美元债 192 期，环比上升 44.36%，发行规模共计 728.93 亿美元，环比大幅上升 54.69%，创季度新高。同比来看，发行期数和发行规模分别同比增长 54.84% 和 62.35%。监管边际放松以及外债和境外放款手续的简化的递延效应在一定程度上推动了本季度中资美元债的进一步放量。

从单月情况看，4 月发行规模最大（311.59 亿美元），5 月发行期数和发行规模均遭遇了“腰斩”，6 月的发行期数和发行量又出现明显回升。

² 所有数据统计以公布日期为准。

图 2 中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg

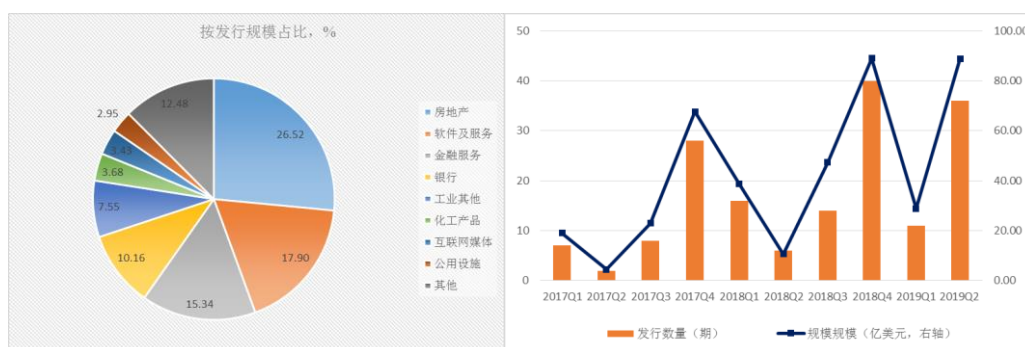
二季度房地产企业发债节奏出现放缓，但城投美元债发行出现明显回升

从发行主体行业分布³看，2019 年二季度，房地产企业和金融类机构（包括银行、商业金融机构和金融服务机构）依旧是中资美元债的主要发行主体。具体来看，在发改委境外债券发行座谈会后监管政策再度收紧的背景下，房地产企业中资美元债发债节奏明显放缓，本季度共发行 59 期，发行规模为 193.30 亿美元，占总发行规模的 26.52%，环比和同比分别下降 24.07 和 9.26 个百分点。金融类中资美元债本季度共发行 58 期，发行规模为 197.03 亿美元，占总发行规模的 27.03%，环比小幅上升了 0.41 个百分点，同比下降了 11.34 个百分点。

由于城投美元债在 2019 年二季度迎来到期高峰，城投发行主体“借新还旧”需求较大，城投美元债发行出现明显回升。本季度，城投美元债共发行 36 期，发行规模达 88.80 亿美元，占总发行规模的 12.18%。环比来看，城投美元债发行大幅增加 25 期，发行规模为一季度的 3 倍多，占总发行规模的比重上升了 6.07 个百分点；同比来看，城投美元债发行增加 30 期，发行规模为去年同期的 8 倍多，占总发行规模的比重上升了 9.80 个百分点。

³ 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

图 3 2019Q2 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

美联储持续转向“鸽派”使得中资美元债平均发行票息继续回落，但房地产行业发债成本继续走高

2019 年二季度，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 6.25%，环比继续下行 0.41 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 0.27 个 BP。

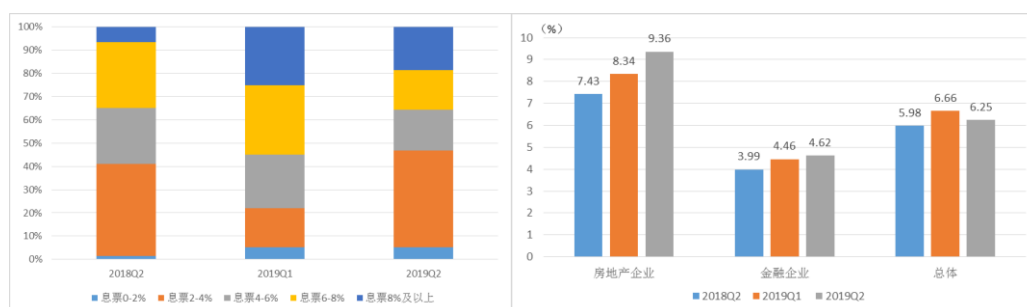
从发行票息分布来看，2019 年二季度，发行票息在 0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8% 及以上的发行规模占比分别为 5.13%、41.63%、17.64%、17.05% 和 18.55%。具体来看，发行票息在 0~4% 中低区间的债券发行规模占比有所上升，占总发行规模的 46.76%，环比和同比分别增加 24.72 和 5.66 个百分点。其中，发行票息在 2~4% 的发行规模占比明显升高，环比和同比分别上升 24.70 和 2.05 个百分点，成为 2019 年二季度发行规模占比最高的区间；发行票息在其他区间的债券规模占比则呈现不同程度的下降。

分行业来看，房地产依旧是发债成本最高的行业，本季度平均发行票息为 9.36%，环比和同比分别上升 1.02 和 1.93 个百分点。在发行利率处于 8% 及以上高利率区间的 45 期债券中，房地产行业债券有 39 期，其中泰禾集团全球有限公司的发行票息高达 15%，中国恒大、大发地产、阳光开曼投资有限公司、佳兆业集团、弘阳地产等地产企业发行票息也在 10% 以上。

从票息类型看，2019 年二季度，固定利率债券仍是最主要的发行票息类型，发行规模占总规模的 82.65%，环比小幅下降 1.49 个百分点，同比大幅上升 17.02 个百分点。

⁴ 除浮息债券，下同。

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；从发行架构看，直接发行占比大幅上升

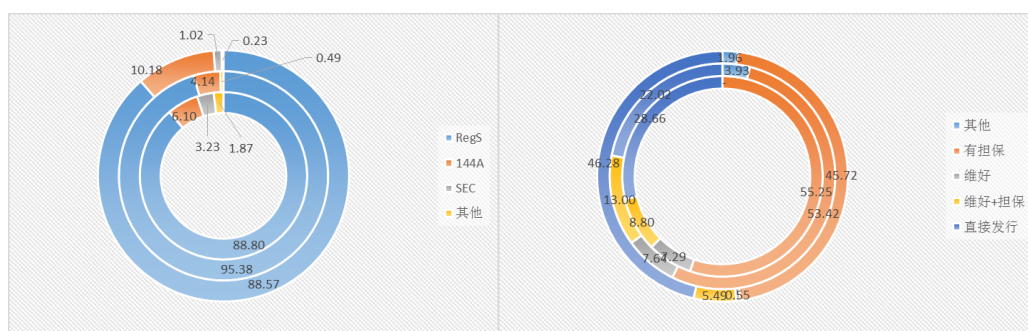
从发行方式来看，由于发行成本较低、流程较快，RegS⁵仍是二季度占比最大的发行方式，发行规模占总规模的 88.57%，但环比和同比均有不同程度下降；本季度仅有 1 期中资美元债选择 144A 方式发行，发行规模占总规模的 10.18%，环比和同比分别上升 6.04 和 4.08 个百分点；此外，本季度还有 1 期中资美元债选择 SEC 公开发行方式。

从发行架构⁶看，2019 年二季度，直接发行和担保发行是最主要的两种发行方式，且通过直接发行方式发行的中资美元债显著上升，占总发行规模的 46.28%，环比和同比分别大幅增加 24.26 和 17.61 个百分点；而通过担保发行方式增信的中资美元债规模占总发行规模的 45.72%，环比和同比分别下降 7.70 和 9.53 个 BP。本季度采用担保+维好双重架构增信的中资美元债发行规模占总发行规模的 5.49%，环比和同比分别下降 7.51 和 3.31 个百分点；采用维好协议增信的发行规模占总发行规模的 0.55%，环比和同比分别下降 7.09 和 6.74 个百分点。

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。

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 5 中资美元债发行方式（左图）及发行架构分布（发行规模占比，%）



资料来源：Bloomberg

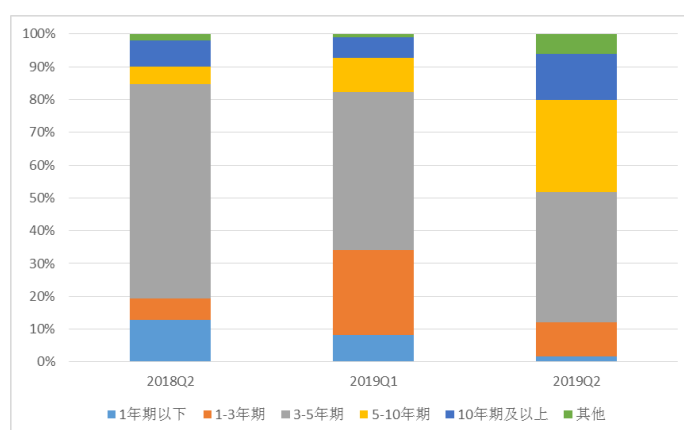
注：内、中、外圈分别代表 2018Q2、2019Q1 和 2019Q2 数据

发行期限以 3~5 年期为主，且 5 年期及以上债券的发行规模占比明显上升、1 年期以下债券的发行规模占比大幅下降

从发行期限来看，中资美元债发行期限仍以 3~5 年期为主，且 5 年期及以上债券的发行规模占比明显上升、1 年期以下债券的发行规模占比大幅下降。

2019 年二季度，3~5 年期中资美元债发行规模占比为 39.73%，环比和同比分别下降 8.58 和 25.67 个百分点；5~10 年期中资美元债的发行规模占比则出现明显上升，本季度为 28.02%，环比和同比分别上升了 17.72 和 22.67 个百分点；10 年期及以上的中资美元债发行规模占比同样呈现明显的上升趋势，本季度为 14.13%，环比和同比分别上升了 7.87 和 6.15 个百分点；1 年期以下的中资美元债发行规模则有所下行，本季度发行规模占比仅为 1.65%，环比和同比均出现明显下降。

图 6 中资美元债发行期限分布（发行规模占比，%）



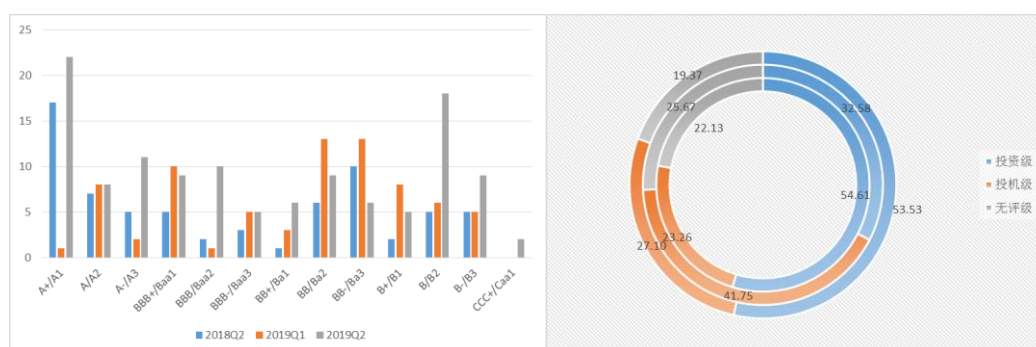
资料来源：Bloomberg

评级缺失的现象进一步改善且发行主体资质有所提升

从中资美元债债项评级的角度看，2019 年二季度共发行无评级债券 72 期，占全部发行期数的 37.50%，环比和同比分别下降了 6.11 和 7.66 个百分点；无评级债券发行规模占总发行规模的 19.37%，环比和同比也均出现不同幅度的下降。整体来看，评级缺失的现象进一步改善。

在有评级的中资美元债中，2019 年二季度，中资美元债的发行主体资质有所提升。具体来看，BBB-以下⁸高收益债券的发行规模占总发行规模的 27.10%，环比下降 14.65 个百分点，同比小幅增加 3.84 个百分点；投资级债券发行规模占总发行规模的 53.53%，环比上升 20.95 个百分点，同比小幅下降 1.08 个百分点。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，55 期高收益债券中有 44 期来自于房地产企业；投资级债券发行行业相对较为分散，其中金融行业和服务行业发行人共计发行 37 期，占总期数的 56.92%。

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 2018Q2、2019Q1 和 2019Q2 数据

三、中资美元债二级市场表现

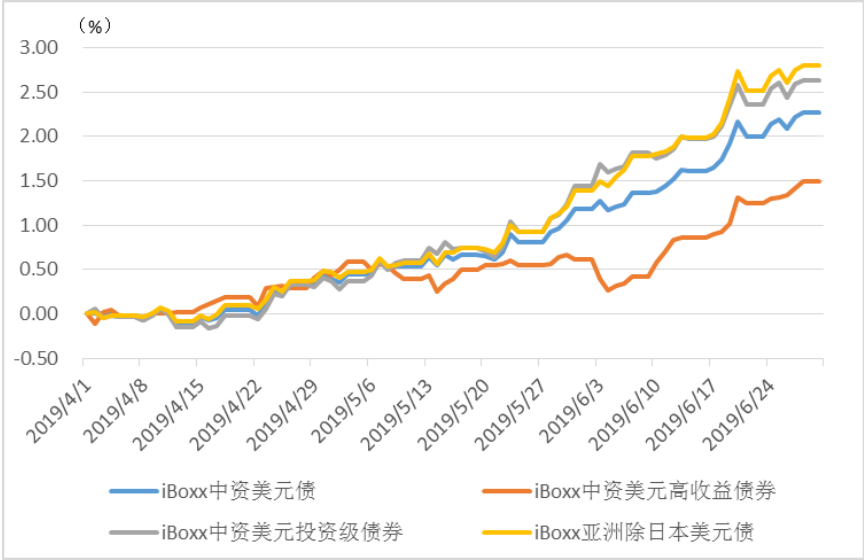
二季度回报率扭转了上季度大幅上升的趋势，出现明显下跌

2019 年二季度，Markit iBoxx 中资美元债指数二季度总回报率为 2.27%，环比下降 2.53 个百分点，同比上升 3.69 个百分点，略低于亚洲除日本美元债指数二季度总回报率（2.80%）。其中，高收益债券二季度回报率为 1.49%，环比下降 6.27 个百分点，同比上升 6.29 个百分点；投资级债券二季度回报率为 2.64%，环比小幅下降 0.94 个百分点，同比上升 2.85 个百分点。

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 8 2019Q2 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg

具体来看，2019 年二季度各行业回报率环比均有所下降。其中，房地产行业的回报率下降幅度最大，二季度为 2.18%，环比下降 5.18 个百分点。房地产高收益总回报指数的增幅明显较一季度放缓，且增幅小于投资级总回报指数。金融机构二季度回报率为 1.97%，环比下降 3.37 个百分点，表现仅次于房地产行业。非金融机构二季度回报率为 2.67%，环比下降 1.45 个百分点。

表 1 中资美元债分行业回报率 (%)

	2018Q2	2019Q1	2019Q2
金融机构	-1.37	5.34	1.97
金融机构-投资级	-0.08	3.47	2.39
金融机构-高收益	-3.84	8.05	1.46
非金融机构	-1.47	4.12	2.67
非金融机构-投资级	-0.34	3.66	2.85
非金融机构-高收益	-7.08	6.74	1.60
房地产	-3.46	7.36	2.18
房地产-投资级	-1.07	4.79	3.00
房地产-高收益	-4.63	8.68	1.82

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，人民币汇率有望维持稳定，对中资美元债发行形成支撑

2019 年三季度，美联储降息的可能性较大，再加上美联储将在 9 月底停止缩表，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加大，中国国债收益率在三季度继续小幅走高的可能性较大。在此背景下，中美国债利差在三季度或将继续走扩，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，因为美联储大概率在 7 月降息，美元指数下半年或将继续走弱，加上中国经济有可能在下半年触底，人民币维持稳定的可能性有所上升。中美贸易摩擦方面，虽然中美双方首脑在大阪 G20 峰会达成继续磋商共识，但鉴于双方谈判立场差距甚大，达成协议的不确定性仍然较高。考虑到美国经济出现走弱趋势，以及明年大选压力将逐步上升，中美贸易磋商即使难以达成协议，完全破裂的可能性也较小，人民币汇率有望在三季度，乃至整个下半年继续保持稳定，为中资美元债的发行提供一定支撑。

“666 号文”对于城投公司的境外发债的影响将逐步显现，城投债的发行量或将开始下降，近期对房地产公司的类似限制措施料将导致房地产公司境外发债量继续下降，对下半年中资美元债的发行有所抑制

今年以来，中国经济继续维持了相对较高的增长速度，上半年 GDP 的增速达到了 6.4%，但在大规模减税的背景下，财政收入增长较慢，财政赤字进一步扩大，地方国企，特别是各级城投公司海外发展的动力增强，并造成了二季度城投债债的大幅上升，为了控制风险，发改委于 6 月颁布了“666 号文”，对地方国企的海外发债进行了严格的限制，我们预期下半年，特别是四季度城投债的发行规模逆转下降的可能较大。

7 月 12 日，国家发改委又发布了《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（“778 号文”），要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，并提出了房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并需提交《企业发行外债真实性承诺函》，房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等要求，房地产企业海外发债进一步收紧，或将造成发行量持续下降。

受“666 号文”和“778 号文”的影响，未来一段时期内中资美元债的整体发行量出现回落的可能性较大。