

## 2019 年中资美元债市场回顾及 2020 年展望

——原标题为《中资美元债应“稳”字当头》，刊登于《中国外汇》2020 年第 2-3 期

展望 2020 年，中资美元债仍处在集中到期的高峰期，但整体风险相对可控。发行主体需进一步强化外债风险管理意识，实现对境内外市场的合理有效利用。

文/艾仁智 李为峰 张正一 编辑/章蔓菁

2019 年，中资美元债发行期数和发行规模同比呈增长态势。但受偿债高峰期来临的影响，近一半的新发债券用于满足发行主体的再融资需求；同时在集中兑付压力下，部分发行主体的信用风险进一步暴露。展望 2020 年，中资美元债仍将处在集中到期的高峰期，但整体风险相对可控。对于中资美元债的发行主体而言，应密切跟踪宏观经济和金融市场情况，做好外债风险管理工作，实现对境内外资源的合理利用。

### 2019 年：发行规模平稳 再融资比重加大

从发行期数和发行规模来看，彭博数据显示（如无特殊说明，下文数据来源均为彭博），2019 年中资美元债一级市场共发行 650 期，同比增长 25%，创下历史新高；发行规模达到 2129 亿美元，同比增长 26%，但仍略低于 2017 年创下的历史高点。从年内分布来看，2019 年中资美元债的发行主要集中在上半年，其中二季度单季发行量为

733 亿美元，占到全年发行总额的逾三分之一。

从发行用途来看，2019 年中资美元债市场净发行量在新发债券规模中的占比显著下降，发行主体“借新还旧”的需求明显上升。2019 年，中资美元债迎来偿债高峰，全年到期规模逾 1000 亿美元，中资美元债发行主体面临较大的再融资需求。因此，2019 年发行的中资美元债中用于“借新还旧”部分的占比较大。尽管净发行量较 2018 年基本持平，但占全年新发债券规模的比值降至 50%左右，较 2018 年下降超 10 个百分点。

从发行利率来看，除房地产、零售-非必须消费品等少数行业以外，多数行业的美元债平均发行利率有所下行（见图 1）；但受部分行业发行利率显著上升及中长期债券发行占比增加的影响，2019 年中资美元债整体发行利率仍小幅上行至 5.9%。分行业来看，2019 年平均发行利率最高的行业依旧是房地产行业，平均发行利率为 8.6%，较 2018 年上升近 100 个 BP。金融行业（含银行、金融服务、商业金融等）的平均发行利率相对较低，且整体呈小幅下降趋势。其中，除消费金融行业平均发行利率小幅上升外，金融服务、银行、商业金融等行业的平均发行利率均有不同程度的下降。

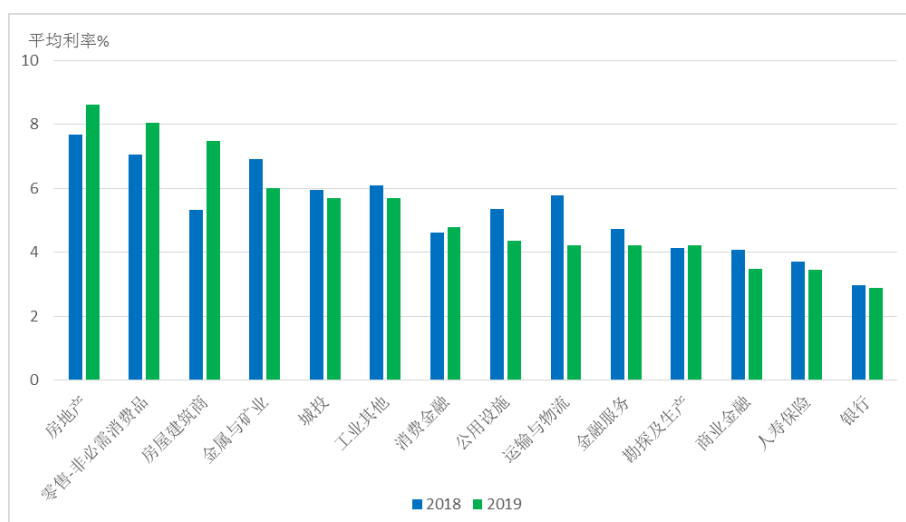


图1 中资美元债发行利率行业分布

资料来源：Bloomberg

从发行主体的信用评级情况来看，2019 年无评级债券占全部发行期数的 41%，同比下降约 4 个百分点，中资美元债评级缺失的现象得到一定程度的改善。在有评级的中资美元债中，高收益债券占全部发行期数的 30%，同比上升超过 12 个百分点。高收益债券的发行主体主要集中在房地产企业，其发行量占到高收益债券发行总量的四分之三以上。

从发行主体的行业分布来看，中资美元债发行仍集中在房地产、城投和金融三个板块，其发行规模合计约占发行总额的 75%，较 2018 年提升约 4 个百分点。2019 年，中资美元债新增的 156 家发行主体中，约一半来自房地产行业 and 金融行业，行业集中度进一步提升。

从信用风险暴露情况来看，在宏观经济下行压力加大的背景下，部分中资美元债发行主体盈利能力及流动性有所恶化，信用风险进一步暴露。2019 年，共有 9 期中资美元债发生违约（不包括技术违约），其中包括地方国企所发行的美元债。与此同时，境内外违约联动效应

更加显著：中民投境内债券（16 民生投资 PPN001）的违约，触发了境外美元债交叉违约条款，加大了交叉违约风险；康得新境内债券（18 康得新 SCP001）到期兑付不确定性引发了境外美元债被大幅抛售；“16 呼和经开 PPN001”境内发生的技术性违约风险事件，则引发了中资美元债城投板块估值风险的加大。

2019 年，中资美元债一级市场发行之所以呈现上述特征，主要受境内外利差、人民币汇率、境外融资监管政策等多方面因素的影响：

（1）从境内外利差来看，美联储在 2019 年重启降息和扩表，推动美国各期限国债收益率震荡下行；与此同时，我国央行灵活运用多种货币政策工具保持流动性松紧适度，国债收益率整体下行。但由于美债收益率下滑更快，全年中美各期限国债到期收益率利差总体呈走扩之势。在此背景下，中资美元债在发行成本上的优势有所凸显，成为 2019 年中资美元债发行放量的主要原因。（2）从汇率来看，2019 年人民币汇率总体稳定但双向波动增强。考虑到美元负债的财务成本等因素，一些中资美元债发行主体的发债意愿有所减弱，一定程度上导致中资美元债下半年的发行量有所降低。（3）从境外融资监管政策来看，2019 年 6 月和 7 月，国家发展与改革委员会相继发布《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，下称“666 号文”）和《对房地产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〕778 号，下称“778 号文”），加强对房地产企业及地方国有企业（主要为城投平台）发行外债的监管要求，对这些行业的美元债发行造成了一定影响，2019

年三季度房地产和城投板块美元债发行量均较二季度下滑了 30%以上。此外，房地产行业境内外融资渠道的收紧，也在一定程度上推高了房地产美元债的发行成本。

## **2020 年：部分发行主体承压 整体风险可控**

一是中资美元债仍处于集中到期的高峰期。预期风险溢价有一定上扬，但整体风险相对可控。2020 年中资美元债到期量为 1177 亿美元，较 2019 年进一步增长（见图 2）。具体来看，2020 年 4 月、5 月、7 月、11 月和 12 月到期量均在 100 亿美元以上。尤其是 11 月和 12 月，到期量均在 150 亿美元左右，存在一定的集中兑付压力。从行业分布来看，2020 年金融、房地产和城投三个行业到期量合计为 850 亿美元左右，占总到期量之比高达 70% 以上。随着国内经济持续面临下行压力，未来一段时期，中资美元债发行主体面临的盈利和流动性压力或将继续凸显。在集中兑付压力下，部分资质相对较弱的民营企业信用风险可能会进一步暴露，预计风险溢价将有一定上扬。特别是对于房地产行业而言，兑付压力相对较大。2020 年，房地产中资美元债到期量为 306 亿美元，其中以无评级和投机级债券为主（投机级债券主要为 BB 级和 B 级）。考虑到同期房地产行业的境内债券到期量也将近 4000 亿元人民币，因此对于境内外都有集中兑付压力的地产企业，特别是信用级别相对较低的地产企业而言，会面临一定的集中兑付压力。但综合考虑金融行业和城投行业的到期情况，中资美元债整体风险应相对可控。2020 年金融行业美元债到期量为 447 亿美

元，其中无评级债券占比达到 55%左右。在到期的有评级债券中，投资级债券占比达 90%以上，且以 A 级别为主，信用资质普遍较好。

城投行业方面，2020 年美元债到期量为 106 亿美元，其中投资级债券到期量占比达到 60%以上，主要集中在 BBB 级，信用水平也相对较高。此外，2019 年 11 月，财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，2020 年全年专项债券额度则有望扩大至 3 万亿元左右，专项债券发行持续加速提量。对于可承接专项债券项目的城投平台而言，专项债券增加了其未来的经营可持续性，有助于其通过疏通项目现金流的方式缓解平台债务压力，进而使行业整体信用风险保持在相对较低的水平。

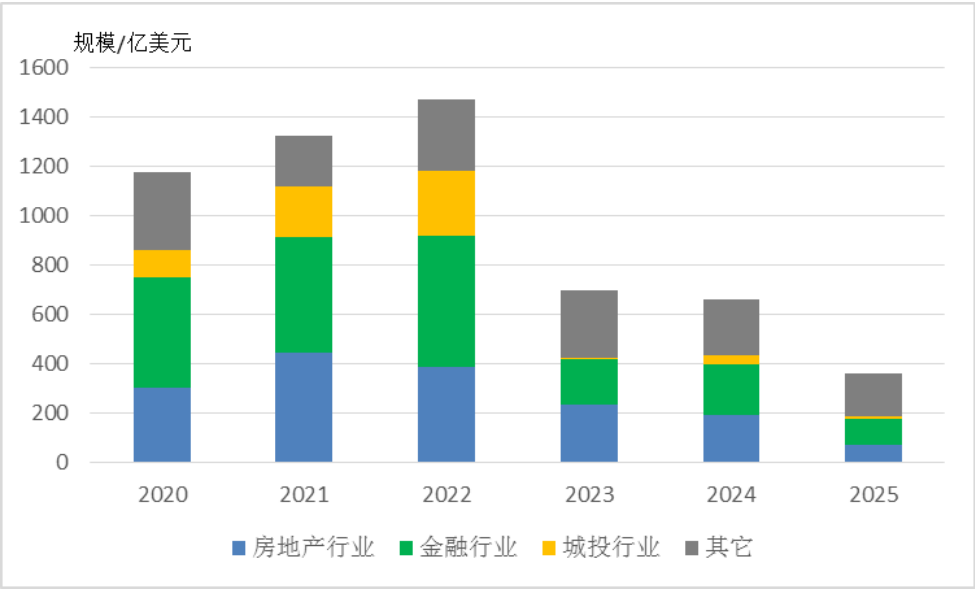


图 2 中资美元债到期分布

资料来源：Bloomberg

二是中资美元债在发行成本方面仍具优势。在当前中美贸易磋商达成阶段性协议，全球货币政策持续保持宽松，以及低利率环境得以延续的背景下，全球市场风险偏好有望持续回升。对于境内外投资者

而言，具有相对较高收益率的中资美元债具有较强的吸引力，由此带来的持续资金流入将有助于降低中资美元债的发行成本。另一方面，尽管受美联储降息可能性降低，我国央行货币政策逆周期调节力度加大等因素的影响，中美国债利差可能会从 2019 年第三季度的高位有所回落，但预计仍将保持一定的利差空间，境外市场在融资成本上的相对优势有望延续。特别是对于信用资质相对较好的发行主体而言，这种优势会更加明显。

三是中资美元债净发行量预计难有大幅增长，部分行业甚至可能会面临境外融资规模的收缩。国内对境外融资监管趋严的态势预计在 2020 年会持续，“借新还旧”仍将是发债的主要用途，净发行量预计难有大幅增长。具体来看，778 号文对房地产行业的影响有望进一步显现：对目前有存量外债的房地产企业而言，仍可以继续再融资其境外一年内到期的债务；而行业内其他企业进入境外市场发债融资，则将受到一定限制。据此，房地产行业美元债净发行量有望回落，再加上房地产行业境内融资的收紧，部分偿债压力较大且资质相对较差的房地产企业，可能会面临一定的再融资风险。同时，受 666 号文的影响，城投平台未来发行外债将仅限用于偿还一年内到期的中长期外债，且对于新增发行主体而言，还需满足持续经营满三年的要求。据此，预计城投行业的美元债净发行量也不会有太大增长。金融行业境外发债主体信用资质普遍较好，其发行成本优势有望进一步凸显；但随着其中部分非银行金融机构、中小银行风险上升预期的加强，这部分的净发行量或将也面临一定程度的收缩压力。

对于发行主体而言，2020 年美元债的风险管理不容忽视。那些美元债存量较大、跨境融资活动比较活跃的发行主体，应在监管允许的范围内合理有效地利用境内外两个市场、两种资源来满足自身的融资或再融资需求；同时，要密切跟踪国际、国内资本市场的变化情况，关注跨境资本流动及境外融资相关监管政策的调整，进一步强化外债风险管理意识，以确保外债风险可控。尤其是那些在 2020 年存在较大美元债兑付压力的发行主体，应在兑付高峰来临前利用多种渠道积极筹措资金，避免违约事件的发生。此外，随着人民币汇率弹性的不断增强，发行主体亟需强化汇率风险管理意识，以减少汇率波动对自身盈利能力、偿债能力的影响。

而对于新进入中资美元债市场或者有潜在发行意愿的发行主体而言，应密切关注美联储货币政策的调整、美国国债收益率的波动、国内外经济形势的变化以及汇率变化等因素对中资美元债融资环境及融资成本的影响，合理选择时机，通过抓住最佳发行窗口，有效降低发行成本；同时，还要统筹考虑外汇敞口及境外发债与外汇收入匹配等情况，适当运用金融衍生产品对冲相关货币错配及汇兑风险。

作者单位：联合资信评估有限公司