

# 2019 年三季度中资美元债研究报告

——一级市场发行有所回落，二级市场回报率出现分化



2019 年 10 月 21 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 年三季度中资美元债<sup>1</sup>研究报告

——一级市场发行有所回落，二级市场回报率出现分化

联合资信评估有限公司 主权部

### 摘要

2019 年三季度，美联储连续两次降息推动美债收益率进一步回落，中美国债利差进一步扩大，中资美元债融资成本优势进一步显现，但人民币兑美元汇率波动加剧带来较大不确定性，城投及房地产行业海外发债进一步受限也限制了中资美元债市场的持续增长。

从一级市场发行情况来看，2019 年三季度，中资美元债共发行 167 期，环比下降 11.64%，发行规模共计 510.19 亿美元，环比大幅下滑 30.44%，但和上年同期相比发行期数和发行规模均有较大幅度增长。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，但在监管政策持续收紧的背景下，房地产企业和城投企业中资美元债的发债节奏明显放缓。从发行票息来看，受美联储连续降息影响，中资美元债平均发行票息继续下行，其中金融类和城投行业发债成本走低趋势尤为明显。从发行方式来看，中资美元债发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，其占比达到近 90%；从发行架构看，直接发行和担保发行是本学期最主要的两种发行方式，且担保债券占比大幅上升。从发行期限来看，发行期限仍以 3~5 年期为主，且 5 年以上中长期债券占比有所提升。从债项评级来看，无评级发行债券占比小幅上升，投机级债券占比小幅下降且主要集中在房地产行业。从二级市场表现来看，中资美元债二级市场回报率整体继续下滑，投资级和高收益债券回报率出现明显分化，其中房地产行业的回报率下降幅度最大。

2019 年四季度，美联储宽松预期仍存，中美国债利差或将继续走扩，人民币汇率有望回稳，对中资美元债发行形成一定支撑，监管政策收紧对中资美元债市场的影响将进一步显现，但受到再融资需求及季节性因素的提振，预计四季度发行量不会出现大幅下降，全年发行量则有望较上年实现 20% 左右的增长。二级市场方面，受境外优质资产稀缺、市场风险偏好整体较低等因素影响，投资级和高收益中资美元债二级市场表现可能会进一步分化。

<sup>1</sup> 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

**美联储连续两次降息推动美债收益率进一步回落，中美国债利差进一步扩大，中资美元债融资成本优势进一步显现，但人民币兑美元汇率波动加剧带来较大不确定性**

在美国经济下行压力增大、核心通胀持续低迷的背景下，美联储于 7 月开启了近十年来的首次降息，同时宣布从 8 月 1 日起结束缩表，随后美联储于 9 月再度降息，将联邦基金利率进一步降至 1.75%-2.00% 的水平。美联储连续两次降息及市场对美国经济增长前景的悲观预期使得美国各期限国债收益率在三季度进一步回落，推动中资美元债发行成本继续降低。

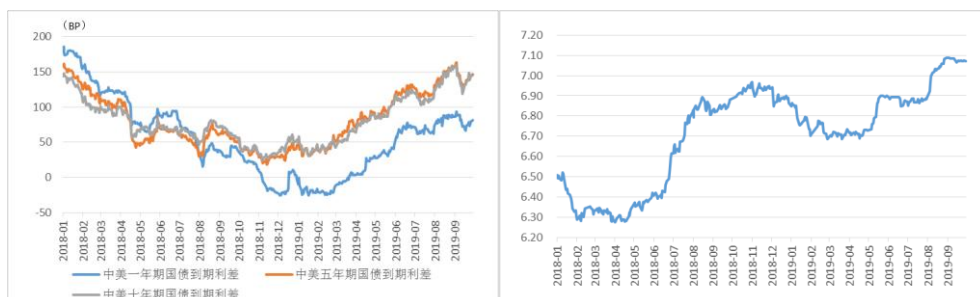
从国内来看，在中美贸易摩擦加剧、经济增长不确定性上升的背景下，三季度货币政策持续趋向宽松。7 月 30 日，中央政治局会议对下半年财政货币政策进行了定调，在“稳健的货币政策要松紧适度”基础上提出“要保持流动性合理充裕”；8 月 20 日，中国人民银行首次发布新的 LPR（贷款市场报价利率）形成机制<sup>2</sup>，推动降低实体经济融资成本；9 月 4 日，国务院常务会议提出“及时运用普遍降准和定向降准等政策工具”，随后中国人民银行宣布于 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点。货币政策及流动性持续趋向宽松使得中国国债收益率在三季度小幅下降，但下降幅度明显不及美国国债收益率下降幅度，这也使得中美各期限国债利差较二季度进一步走扩，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债利差分别扩大 8.99 个、16.53 个和 23.57 个 BP，中资美元债发行成本优势进一步显现。

从人民币汇率走势来看，中美贸易摩擦再度升级，8 月初美国宣布自 9 月 1 日和 12 月 15 日起对约 3,000 亿美元的中国输美商品分两批额外加征 10% 的关税，对此中国计划对 750 亿自美国进口商品分两批加征 5% 或 10% 的关税，同样分别自 9 月 1 日和 12 月 15 日起实施。受此影响，人民币兑美元汇率波动进一步加剧，在岸人民币汇率 11 年来首次“破 7”，三季度累计贬值幅度达到 2.88%，对中资美元债的发行成本造成一定影响，同时汇率不确定性的加大也打击了很多潜在的中资美元债发行人的发行意愿。

---

<sup>2</sup> 新的报价机制主要有以下四大变化：1) LPR 报价方式由参考基准利率改为参考公开市场操作利率，即以中期借贷便利 (MLF) 为基础加点形成；2) 增加 5 年期以上的期限品种，为银行发放住房抵押贷款等长期贷款的利率定价提供参考；3) 报价行在全国性银行基础上增加城商行、农商行、外资行和民营银行各两家，从 10 家全国性银行变为 18 家；4) 报价频率降低至每月一次。

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

### 城投及房地产行业海外发债进一步受限，政策效应初步显现

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。该项政策出台后，城投美元债发行量在 7 月和 8 月显著降低，但受美联储持续降息及城投企业隐性贷款置换加速等因素影响，9 月城投美元债发行量出现较大幅度反弹，但三季度整体发行量仍低于二季度。

7 月 12 日，国家发改委发布了《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，还需提交《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。与此前文件精神相比，“778 号文”的主要变化体现在募集资金用途由“主要用于借新还旧”改为“仅用于借新还旧”，且“旧债”明确限定为未来一年内到期的境外旧债，排除了境内旧债。“778 号文”使得房地产企业再融资渠道进一步收紧，部分严重依赖境外债融资的房地产企业流动性压力可能提升。

## 二、中资美元债一级市场发行情况<sup>3</sup>分析

### 2019 年三季度中资美元债发行量有所回落

2019 年三季度，中资美元债共发行 167 期，环比下降 11.64%，发行规模共计 510.19 亿美元，环比大幅下滑 30.44%，但和上年同期相比，发行期数和发行规模分别增长 53.21% 和 50.26%。尽管美联储连续降息加大了境外发债融资的吸引力，但国内出台的“666 号文”

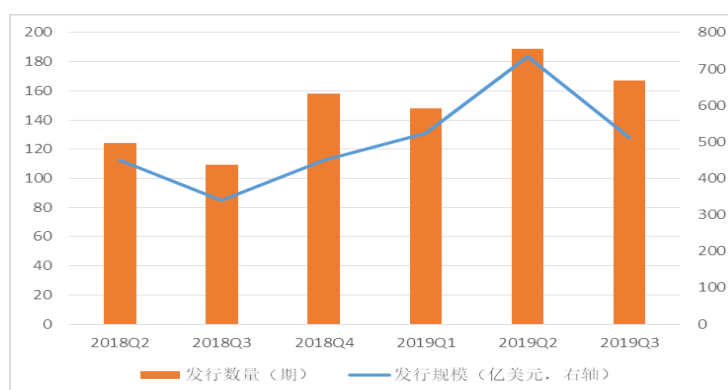
<sup>3</sup> 所有数据统计以公布日期为准。



和“778 号文”对中资企业（尤其是城投企业和房地产企业）海外融资提出了更为严格和细致的要求，政策效应在本季度得到初步显现。

从单月情况看，本季度三个月份出现了首尾月高发的特点。7 月发行规模最大，达到 214.36 亿美元，其次是 9 月，发行期数和发行规模达到 57 期和 197.64 亿美元，8 月的发行期数和发行量均表现低迷，仅有 32 期和 98.19 亿美元。

图 2 中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg

### 监管政策收紧环境下，房地产和城投行业美元债发行规模回落明显

从发行主体行业分布<sup>4</sup>看，2019 年三季度，房地产和金融类行业（主要包含银行、商业金融和金融服务类等）企业依旧是中资美元债的前两大主要发行主体。本季度在监管政策收紧环境下，房地产和城投美元债发行规模均出现明显回落。三季度，房地产行业共发行 44 期，发行规模合计 135.67 亿美元，与上季度相比分别下滑 26.67% 和 39.73%；房地产行业本季度发行规模约占总发行额的 26.59%，环比下降 4.10 个百分点，同比上升 2.23 个百分点。包含银行、金融服务、商业金融在内的多种金融相关主体则是本季度第二大发行主体，合计发行 62 期，发行规模 137.10 亿美元，占总规模的 26.87%，同比和环比分别上升 1.82 和 1.51 个百分点。

城投美元债方面，由于各级城投公司海外发债受到严格限制，本季度城投美元债发行期数和发行规模均出现明显下滑。2019 年三季度，城投美元债共发行 28 期，发行规模合计 78.66 亿美元，分别较上季度下滑 11.64% 和 30.44%；本季度城投债发行规模占总规模的 15.42%，同比和环比分别上升了 0.60 个和 1.46 个百分点。

<sup>4</sup> 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

图 3 2019Q3 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

### 受美联储连续降息影响，中资美元债平均发行票息继续下行，金融类和城投行业发债成本走低趋势尤为明显

2019 年三季度，中资美元债平均发行票息延续上季度下行趋势，且受美联储连续两次降息影响下行幅度更大。本季度平均发行票息为 5.44%<sup>5</sup>，环比大幅下行 90.97 个 BP，同比则下行 35.22 个 BP。

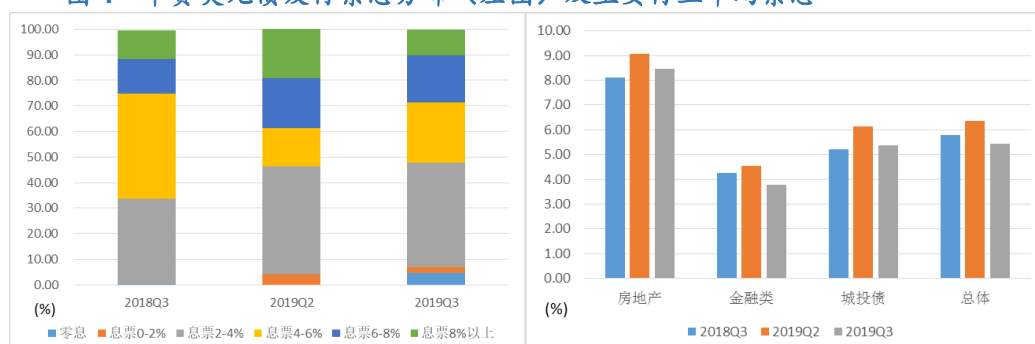
从发行票息分布来看，2019 年三季度，发行票息在 0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8% 以上的发行规模占比分别为 2.33%、41.00%、23.58%、18.23%和 10.30%，同时，零息债券约占 4.53%。具体来看，发行票息在 4~6%中高区间的债券发行规模占比有所上升，占总发行规模的 23.58%，环比上升了 8.68 个百分点，但同比下降了 17.61 个百分点；发行票息在 2~4%之间仍是中资美元债的高发区间，本季度发行规模占比为 41.00%，环比小幅下滑了 1.09 个百分点，同比则上升 7.52 个百分点；发行票息在其他区间的债券规模占比较上季度则呈现出不同程度的下降。

房地产行业本季度平均发行票息为 8.47%，仍然是目前中资美元债发行成本最高的行业。受到美联储连续降息影响，本季度房地产行业发行成本结束逆势上涨趋势，较上季度平均发行成本下滑 59.77 个 BP。另一方面，金融类和城投行业的平均发行利率下行趋势更加显著。其中，金融类美元债本季度平均发行票息为 3.78%，环比和同比分别下滑 77.00 个和 47.00 个 BP；城投美元债本季度平均发行票息为 5.37%，环比下滑 76.22 个 BP，同比上升 14.97 个 BP。

从票息类型来看，大部分中资美元债仍以固定利率发行。2019 年三季度，固定利率债券发行规模达到 417.47 亿美元，占总规模的 81.83%，环比和同比分别上升 1.42 和 9.40 个百分点。

<sup>5</sup> 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，担保债券占比大幅上升

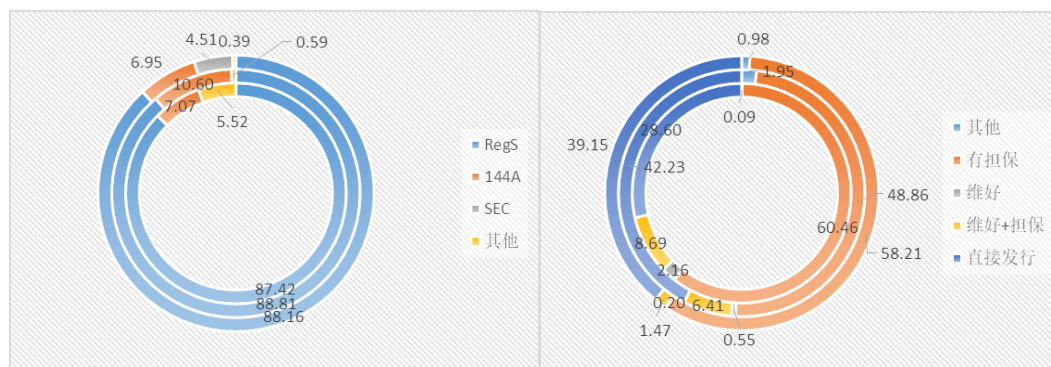
从发行方式来看，RegS<sup>6</sup>以发行成本低、流程快的优势仍然是中资美元债发行方式首选。2019 年三季度，尽管以非公开发行的 RegS 发行的债券规模同比和环比均有所下滑，但发行规模仍达到 449.77 亿美元，占本季度总规模的 88.16%。另外，本季度有 6 期中资美元债选择 144A 方式发行，发行规模占总规模的 6.95%，环比和同比分别下降 3.65 和 0.12 个百分点；有 3 期中资美元债选择 SEC 公开发行方式，发行规模为 23 亿美元，约占本季度总规模的 4.51%。

从发行架构<sup>7</sup>看，2019 年三季度，担保发行和直接发行仍是最主要的两种发行方式。具体来看，本季度担保债券占比大幅上升，担保发行债券合计达到 358.37 亿美元，约占总规模的 58.21%，较上季度大幅上升 9.35 个百分点，但与 2018 年三季度相比则下滑 2.25 个百分点。本季度直接发行债券共 41 期，发行金额达到 97.11 亿美元，占总规模比为 39.15%，较上季度下降 3.09 个百分点，同比则上升 10.55 个百分点。另外，担保+维好双重架构增信的中资美元债规模走低，本季度共发行 2 期，发行金额合计为 7.5 亿美元，占总规模的 1.47%，环比和同比分别下滑 4.94 个和 7.22 个百分点，均表现大幅下滑。另外，维好架构发行的债券占比进一步下滑，本季度仅有 1 只 1 亿美元的债券以维好架构发行，占总规模的 0.20%，环比和同比分别下滑 0.35 个和 1.97 个百分点。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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，%）



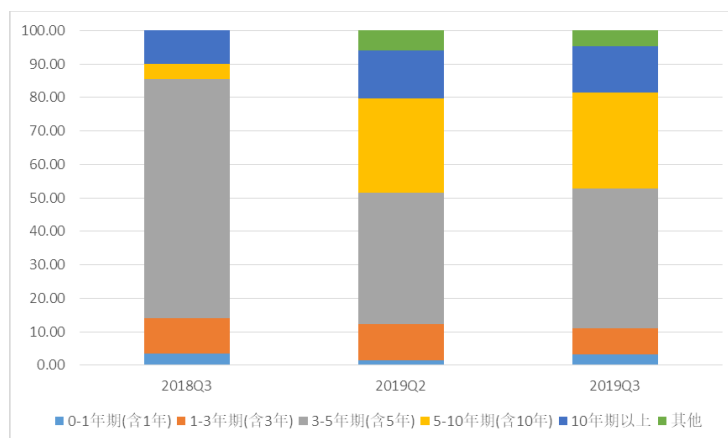
注：内、中、外圈分别代表 2018Q3、2019Q2 和 2019Q3 数据

资料来源：Bloomberg

### 发行期限仍以 3~5 年期为主，5 年以上中长期债券占比有所提升

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有所上升。2019 年三季度，3~5 年期的中资美元债发行规模占比为 41.87%，环比上升 2.55 个百分点，同比下降 29.39 个百分点。5 年期以上债券发行规模占比较上季度有所提升，其中 5~10 年期中资美元债发行规模占比延续上季度上升趋势，但增幅有所放缓。本季度 5~10 年期中资美元债发行规模约占总规模的 28.69%，环比和同比分别上涨 0.48 个 24.12 个百分点。10 年期及以上的中资美元债发行规模占比较上季度小幅下滑，本季度发行规模占比为 13.72%，环比下滑 0.46 个百分点，同比上升 3.71 个百分点。本季度 1~3 年期中资美元债环比和同比均表现下滑，环比和同比分别下滑 3.28 和 3.22 个百分点，本季度规模占比为 7.56%。0~1 年期中资美元债本季度规模占比为 1.95%，较上季度有所上升，与去年同期基本持平。

图 6 中资美元债发行期限分布（发行规模占比，%）



资料来源：Bloomberg

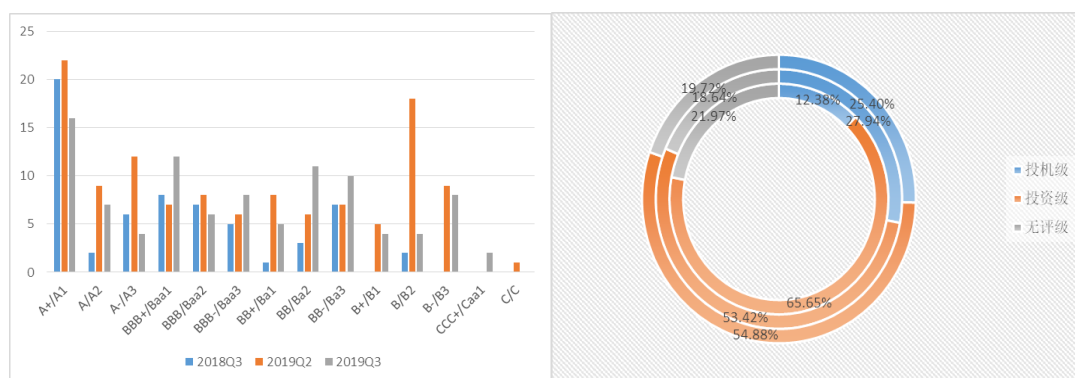


### 无评级发行债券占比小幅上升，投机级债券集中在房地产行业

从评级状况来看，2019 年三季度共有 70 期中资美元债无评级<sup>8</sup>发行，占全部发行期数的 41.92%，较上季度上升 4.35 个百分点，但同比下降了 2.12 个百分点；无评级债券发行规模占总发行规模的 19.72%，较上季度上升 1.08 个百分点，但环比下降了 2.25 个百分点。整体来看，无评级发行债券仍然是中资美元债的主要发行选择之一。

在有评级的中资美元债中，2019 年三季度投资级别中资美元债发行期数合计 53 期，发行金额合计占总发行规模的 54.88%，环比上升了 1.46 个百分点，同比大幅下降 10.77 个百分点；BBB-以下<sup>9</sup>高收益债券的发行规模占总发行规模的 25.40%，环比下降 2.54 个百分点，同比大幅增加 13.02 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，44 期高收益债券中有 27 期来自于房地产企业，投机级房地产债券占全部投机级债券总额的 58.55%；投资级债券发行主体行业相对较为分散，其中金融类中资美元债本季度合计发行 16 期，发行规模占总规模的 25.00%。

图 7 中资美元债债项级别分布



注：内、中、外圈分别代表 2018Q3、2019Q2 和 2019Q3 数据

资料来源：Bloomberg

## 三、中资美元债二级市场表现

### 中资美元债二级市场回报率整体继续下滑，投资级和高收益债券回报率出现明显分化

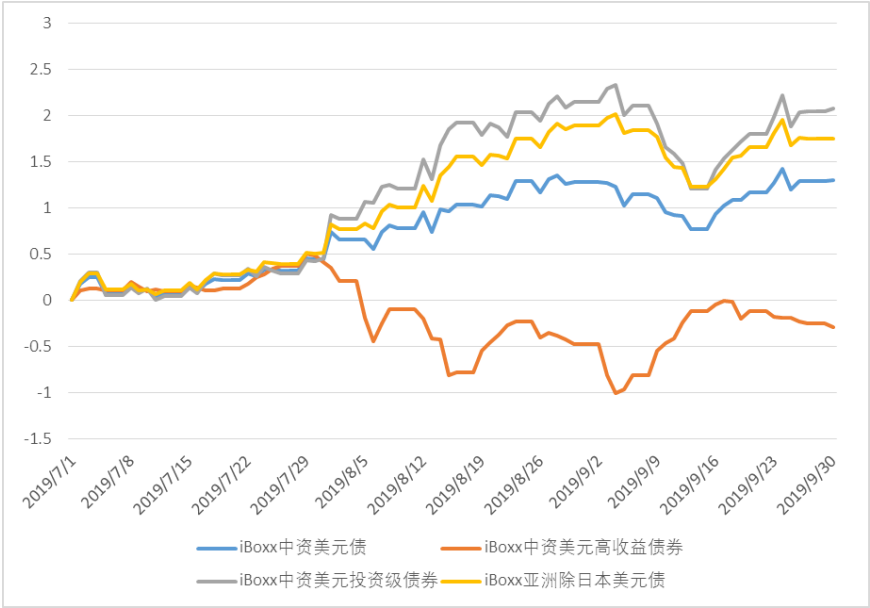
2019 年三季度，受中美贸易摩擦升级、人民币汇率“破 7”、城投及房地产监管收紧等因素影响，中资美元债二级市场避险情绪大幅上升，投资者追求安全资产使得投资级和高收益债券回报率出现明显分化。本季度，Markit iBoxx 中资美元债指数三季度总回报率为

<sup>8</sup> “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。

<sup>9</sup> 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

1.30%，环比下降 0.97 个百分点，同比上升 0.31 个百分点，低于亚洲除日本美元债指数三季度总回报率（1.75%）。其中，高收益中资美元债三季度回报率大幅下滑，且跌入负值，为-0.29%，环比和同比分别下降 1.78 和 2.50 个百分点，拖累本季度总回报率；投资级中资美元债三季度回报率为 2.08%，环比小幅下降 0.56 个百分点，同比上升 1.51 个百分点。

图 8 2019Q3 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg

具体来看，房地产中资美元债的回报率下降幅度最大，三季度回报率接近 0%，较上季度下降 2.18 个百分点。房地产高收益债券总回报指数增幅继续放缓，本季度回报率跌入负值，仅有-0.84%，大幅拖累房地产行业总回报率，也是本季度分行业项下回报率最低的种类。金融机构三季度回报率为 0.80%，环比下降 1.17 个百分点；金融机构行业内高收益债券回报率较上季度下跌 1.70 个百分点，为-0.24%。非金融机构三季度回报率为 1.93%，环比下降 0.74 个百分点；非金融机构行业内高收益债券回报率较上季度大幅下滑 2.13 个百分点，仅为-0.53%。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

	2019Q3	2019Q2	2018Q3
金融机构	0.80	1.97	1.12
金融机构-投资级	1.71	2.39	0.58
金融机构-高收益	-0.24	1.46	2.17
非金融机构	1.93	2.67	0.83
非金融机构-投资级	2.39	2.85	0.57

非金融机构-高收益	-0.53	1.60	2.31
房地产	<b>0.00</b>	<b>2.18</b>	<b>1.67</b>
房地产-投资级	1.96	3.00	0.55
房地产-高收益	-0.84	1.82	2.26

资料来源: Bloomberg

#### 四、2019 年四季度中资美元债市场展望

##### 美联储宽松预期仍存, 中美国债利差或将继续走扩, 人民币汇率有望回稳, 为中资美元债发行提供一定支撑

尽管美联储已在三季度连续两次降息, 但 9 月 CPI 涨幅、新增非农就业等数据不及预期表明美国经济下行压力仍然较大, 美联储四季度再度降息的可能性仍存。此外, 美联储已宣布从 10 月 15 日开始重启扩表, 每月购买 600 亿美元短期美债并至少持续到 2020 年二季度, 同时将 9 月以来实施的回购计划延长至明年 1 月, 以增加金融市场的美元供应量。在此背景下, 预计美债收益率仍存下行空间, 尤其是短期国债收益率。国内方面, 9 月 CPI 涨幅近 6 年来首次突破 3% 使得国内降息的可能性大幅降低, 预计未来一段时期内央行仍将维持松紧适度的稳健货币政策, 并运用多种货币政策工具维持流动性合理充裕。基于以上因素, 预计中美国债利差在四季度或将继续走扩, 中资美元债的发行成本优势有望得到进一步体现。

人民币汇率方面, 由于中美双方已在 10 月初达成阶段协议, 中美贸易摩擦带来的人民币贬值压力有望大幅降低, 再加上中国经济有望在四季度企稳, 预计未来一段时期内人民币汇率有望回归稳定, 为中资美元债的发行提供一定支撑。

##### 监管政策收紧对中资美元债市场的影响将进一步显现, 但受到再融资需求及季节性因素的提振, 预计四季度发行量不会出现大幅下降

“778 号文”发布后, 对于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债务, 而对于其它房地产企业而言, 原则上无法进入境外市场发债。在此背景下, 预计地产美元债后续供给可能有限, 但由于此前已拿到额度的房地产企业不受新规影响, 且在监管政策持续收紧的预期下部分企业可能存在“抢发”的可能, 预计到年底前地产美元债发行量可能不会出现大幅下降。

此外, 由于 2019 年四季度中资美元债到期量也高于三季度, 因此中资美元债发行人存在较强的再融资需求, 再加上四季度是中资美元债传统的发行旺季, 预计四季度中资美元债的整体发行量仍有望维持在 500 亿美元左右, 全年发行量则有望达到 2,200 亿美元以上, 较 2018 年全年实现 20% 左右的增长。

### 境外优质资产稀缺、市场风险偏好整体较低等因素可能会使投资级和高收益中资美元债二级市场表现进一步分化

二级市场方面，在全球货币政策趋向宽松、债券收益率整体下行的背景下，预计投资级中资美元债将凭借其相对较高的收益率和相对较低的风险成为全球范围内为数不多的优质资产，市场对于投资级中资美元债的需求有望持续增加，投资级中资美元债的回报率有望维持在相对较高水平。另一方面，今年以来已有 8 支中资美元债违约，另有 2 支延迟支付利息，再加上房地产、城投等行业的境外融资政策持续收紧，中资美元债市场风险偏好有望维持在较低水平，高收益中资美元债的回报率预计仍将维持低位或负区间。