

三重压力下中资美元债市场变化及措施建议

研究中心 徐阳

在百年未有之大变局下，尽管中美关系正在发生深刻的变化，但中资美元债市场具有联通、用好境内外资本市场的金融属性，其支持实体融资、促进实体经济发展的责任没有改变。因此，中资美元债市场在“双循环”中的作用是不言而喻的。从投资端的角度来看：随着“南向通”的上线，境内投资机构可以更便捷地参与到中资美元债市场中。在当前我国出口强劲、经常项目持续顺差且境外投资持续流入的情况下，大量外汇未向央行平盘形成官方外汇储备，只是留存在企业和银行系统中，充裕的外汇加大了对美元资产的配置需求，境外投资人对中资美元债市场的兴趣逐渐浓厚。但是，从发行端角度来看：受贸易摩擦的影响，中资企业境外营商、投资环境不佳，通过发行中资美元债用于境外经营和投资的需求受到冲击；此外风险事件频出，如中资美元地产债的风险暴露，也使得中资美元债的有效供给走弱。在发行端与投资端供需摩擦下，中资美元债市场未来将面临三重压力：利率水平上行、汇率波动和美元债次级化。

一、利率水平上行

从发行端来看，中资美元债市场以 2017 年为分水岭，之前高速发展，之后注重高质量发展，发行人愈加理性，发行成本被更加看重。2013 年国家外汇管理局发布的《外债登记管理办法》，简化了中资美元债行政审批程序，2015 年国家发展改革委员会发布《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》，将中资美元债由原先的审核批准制变更为备案登记制度，发行流程愈加简便。2017 年以前因政策鼓励和我国经济的稳定发展，中资美元债市场快速扩容，年发行规模自 2013 年到 2016 年大约翻了三倍。自 2017 年以来，相较于发展速度，中资美元债市场更注重发展质量。一方面监管政策重心转移，例如：2017 年国家发改委发布《企业境外发行债券风险提示》，2018 年国家发展改革委、财政部发布《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》等政策，旨在风险管控和规范市场，另一方面中资企业发行美元债也愈加理性，更看重发行成本是否经济和利率水平影响。在国内利率水平下降而美元利率水平上升的情况下，中资美元债的发行规模相应下滑。例如：在贸易摩擦叠加中美利差收敛的 2018 年，中资美元债的月发行规模持续下降；又如 2020 年受新冠疫情影响，

中美经济复苏节奏错位，相应分歧也体现在货币表现上，随着中美利差不断扩大，中资美元债市场的发行规模也明显走强。

从投资端来看，中资美元债到期收益率与美国国债收益率水平息息相关。具体而言，投资级中资美元债的收益率与美国国债收益率相关性较高，发行人多来自金融业和公用事业，不乏具有国企和央企的背景，其自身资信水平较好，且因其重要性更易得到有力的外部支持。而高收益中资美元债收益率即便在一定程度上与美国国债收益率保持相关，但波动幅度更大，其绝对值水平更多由信用溢价补偿组成而非资金市场成本的基准利率。高收益中资美元债较高的信用利差水平主要由企业的基本面决定，并受到事件驱动（包括但不限于行业典型发行人的违约事件和境内对相关行业的政策监管等），在相应时点呈现出较大幅度的调整。

当下美国经济的难点不在于“涨”而在于“胀”，即便俄乌冲突会压缩短期货币收紧的空间和节奏，但并不影响利率整体上行趋势。随着美国的货币和财政刺激，经济恢复已见成效，PMI 已经持续稳定在荣枯线以上，所以，经济的“涨”在当前并非政策的主要发力目标，与此对应的“胀”才是当前的核心，成为了美国经济的最大掣肘。笔者预计，年内美联储持续收紧加息的趋势和方向不会改变，但空间将被压缩，节奏将会放缓。

二、汇率波动

作为双循环组成的重要部分，连通着境内、境外两个市场的中资美元债，在汇率双向浮动成为常态的未来，其发行端和投资端将迎来更深刻的挑战。

具体而言，在发行端，在 2016 年《发展改革委部署 2016 年度企业外债规模管理改革试点工作》《关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》与 2017 年《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》的指引下，中资美元债募集资金的回流及境内自主调配使用之路逐步开辟、拓展和规范，汇率的波动会影响回流资金实际使用的效用成本。中资企业难以长期依靠人民币单边持续升值来稀释实际债务压力，在双向波动的趋势下依靠套期保值等手段对冲汇率风险将愈发重要。

在投资端，境内合格投资人可以使用其自有资金或资管产品募集资金通过 QDII、收益互换、南向通等方式参与中资美元债的投资。从资金的募集、南下使用到产品运作结束、投资收益最终实现，经历了人民币—美元—人民币的过程，随着汇率双向波动的常态化，汇兑损益预测的准确性下降，根据投资人风险偏好与交易重点的不同，深耕于信用风险分析的投资人亦可使用远期合约等工具敲定锁汇收益，避免不可控的风险敞口。

过去人民币指数与美元指数呈现反比，中美汇率指数变化方向分化的情境下，人民币对美元的汇率走向较为确定。而从 2021 年以来，呈现了美元强、人民币更强的走势，央行也于 2021 年内两次上调了外汇存款准备金率，收紧了外汇市场中美元的流动性，对人民币持续单边升值预期进行了纠偏。而进入 2022 年，受中美经济节奏不同，全球供应链的持续修复等因素影响，即便人民币指数、美元指数双强的状况继续保持，但相对来看，美元对人民币汇率将一改 2021 年下降的趋势，进入持续双向波动的调整区间。

三、中资美元债次级化

（一）风险的类型和实质

回顾过去一年，2021 年中资美元债信用市场风险事件频发，形式上可以分为两类：（1）第一类为信用违约风险。集中于贯穿全年的高收益领域的地产债券发行人的实质性违约，由于三线四档、两集中等来自金融、土地方面的政策约束叠加房企自身经营情况不佳，深陷泥潭的房企规模不断突破新高，催生的行业风险使得房企经营和融资环境愈加严峻，从而影响到了更多房企的持续运营，形成了风险的自实现。直至 2021 年 10 月政策底逐步显现，开始在房地产并购贷和个人住房按揭等方面呵护市场情绪，为市场底的出现亮起了信号。（2）第二类为信用估值风险。中国华融年报的推迟使得“国企信仰”动摇，进而导致投资级中资美元债的估值波动。随后该事件驱动的波动逐步平抑，市场情绪回归理性，投资级中资美元债收益水平逐步企稳。

在监管部门的精准管理、引导下，点状、个别的暂时风险原本较为可控，但是，最终却在中资美元债市场搅起如此大的波动，甚至由于触发事件的设置和恐慌情绪的传导，境外的美元债波动进一步传导至境内，扩大了风险的波及面。究其原因，笔者认为，是中资美元债的次级化放大了风险，具体可分为结构次级化、处置权次级化和合同次级化。

（二）中资美元债结构次级化风险

结构次级化天生植根于发债企业，而中资美元债的发行结构则进一步放大了次级化的风险。中资企业主要的经营资产、投资资产和现金储备集中于境内（甚至是境内子公司），即便是境内控股母公司直接发行债券，债券投资人对于子公司的追索权也只能通过母公司行使股东权利间接实行。

如遇破产的极端情况，子公司的债务人将优先于控股母公司的债券投资人得到清偿。

（三）中资美元债担保物权的次级化风险

享有担保物权的债权人，凭借其手中的留置权、抵押权或质押权等权利，不仅能在债务人违约前提高其偿付意愿，更能在其违约后提高回收率，特别是在重资产或资本密集型行业中担保物权对债权人的保护就更加重要。对于中资企业来讲，其主要资产在境内融资时或已背上权利负担。如遇破产压力情境，相应债权人也可在担保财产的评估价值范围内得到优先受偿。而中资美元债一般为信用债，不享有担保物权，在压力情境下仅作为普通债权得到清偿。如遇风险事件，出于风控考虑，中资美元债投资人要求追加抵质押物作为风控手段，不仅需要满足内保外贷的相关要求，并且在境内办理相关登记申请时，根据各地对政策解读的不同或仍存在一定障碍和操作难度。

（四）中资美元债合同次级化风险

合同次级化可以分为两类：（1）第一类是企业凭借其较强的信用水平，主动利用较低的长端利率发行境外混合资本工具。主要为银行因需满足巴塞尔协议III及总损失吸收能力的要求而发行其他一级资本工具与二级资本债。为使得发行的资本工具在监管口径上被尽可能地认定为权益而非债务，其在偿付顺序、期限设置、赎回机制、利息递延、损失吸收方面皆次于一般债务。（2）第二类是企业出于外部监管、信息披露或内部决议流程等方面限制的规避，在融资合同条款上进行了一定的弱化，如增信效力弱化的维好协议等。

四、对策

（一）深化信用风险分析与管理，防止风险共振发酵。

中资美元债市场作为联通境内、境外两个市场的通道，其稳定发展有助于我国金融市场的健康前行。当今国际形势复杂，且我国经济正处于从高速发展到高质量发展的转型期，即便可能出现总体可控的点状风险事件也应该分外重视，要建立事前预警机制、事中快速响应机制、事后化解机制，谨防风险事件通过境内外金融市场共振、发酵，引起连锁反应而影响实体经济的可持续发展。

（二）加强投资人保护机制建设，合理协调境内、境外投资人权益。

虽然美元债由美元结算，但是中资美元债大多采用 RegS 规则在美国境外发行，投资人集中于亚太地区，其中中资资金占有较大比例。所以，选择性的对美元债进行违约或在违约后的劣后处理并不是应对美元霸权“铸币税”的反向征税，相反会在很大程度上损害中资投资人的权益。从另一个角度上看，协调好境内外投资人的权益也有利于保障发行人的权益，降低发行人的声誉风险，改善其融资环境，使得困境发行人能够更好的重组成功，而不是不断陷入负面新闻和法律诉讼中。

（三）合理运用衍生品工具，对冲利率、汇率风险。

在百年未有之大变局下，中资美元债市场面临的利率、汇率风险愈加显著。基于错综复杂的经济形势，利率、汇率波动预测的难度愈加上升。并且中国、美国作为经济大国，持续单边、方向确定的货币政策会使其央行背上沉重的负担，且为境外资金创造套利机会。这就使得合理运用衍生品对冲相应风险的价值越来越显著，并且随着国内信用衍生品市场的逐步发展，未来亦可加强使用信用衍生品对信用风险进行主动管理。