

2018
中資美元債市場
研究報告





中誠信國際信用評級有限責任公司（簡稱“中誠信國際”）始創於1992年10月，是經中國人民銀行總行批准成立的中國第一家全國性的從事信用評級、金融債券諮詢和資訊服務的股份制非銀金融機構。

中誠信國際全資擁有中誠信證券評估有限公司（簡稱“中誠信證評”）和中國誠信（亞太）信用評級有限公司（簡稱“中誠信亞太”），主要從事銀行間市場、交易所市場及海外市場資信評級業務。

中誠信是國內規模最大、全球第四大評級機構。業務範圍最廣泛、信譽最好、資質最完備，在中國市場各類評價始終保持第一。

中誠信國際信用評級有限責任公司

地址：北京市東城區朝陽門內大街南竹竿胡同2號

銀河SOHO6號樓 郵編：100020

電話：(8610) 66428877

傳真：(8610) 66426100

網址：<http://www.ccxi.com.cn>



中國誠信（亞太）信用評級有限公司（“中誠信亞太”）是中誠信信用評級集團為回應中國政府人民幣國際化政策及資本市場國際化的戰略而設立。

中誠信亞太於2012年6月取得香港證監會頒發的第十類牌照（提供信用評級服務）（中央編號AZE668），是香港首家持牌的中國信用評級機構。

中誠信亞太為中誠信信用評級集團向境外投資者傳遞對境內外企業信用判斷的窗口，在集團內具有顯著的戰略地位。近年來服務客戶覆蓋近二十個行業。

中國誠信（亞太）信用評級有限公司

地址：香港中環康樂廣場1號怡和大廈8樓805-808室

電話：(852) 2860 7111

傳真：(852) 2868 0656

網址：<http://www.ccxap.com>



2018年中資美元債市場回顧

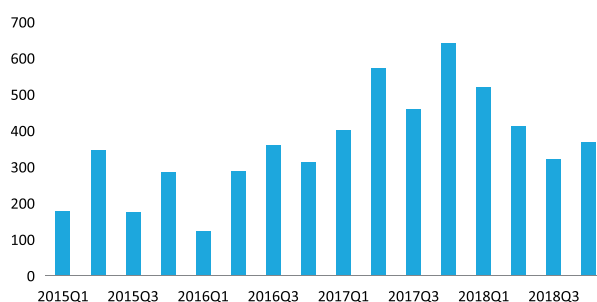
摘要

自國家發改委2015年公布2044號文後，中資企業境外融資的監管政策有所放寬，帶動中資美元債¹市場快速發展，存量債券規模由2016年末的3,586億美元增至2017年末的5,057億美元及2018年末的6,182億美元。然而，2018年，隨着貿易戰的爆發、美國國債收益率曲線倒掛及政治風險上升導致全球經濟發展不確定性增加；疊加中國經濟增長放緩及中資美元債信用事件發生令投資者風險偏好更趨謹慎，中資美元債一、二級市場表現承壓。

一、2018年中資美元債市場回顧

隨着市場信心轉弱及融資成本上升，2018年中資美元債新發行規模有所縮減，同比減少21.7%至1,621億美元。隨着境內融資環境收緊，部分中資企業出現流動性不足和內部管治問題，2018年共有8家中資美元債發行主體²在境外債券市場出現信用事件。自5月份新昌集團控股有限公司（以下簡稱“新昌集團”）發生第一宗信用事件後，中資企業在境外發債變得更為困難。2018年第二及第三季度，中資美元債發行量同比分別下滑27.8%及30.2%。第四季度，政府推出多項民企支持政策，市場信心逐漸回復，但因境外市場融資成本上升，中資企業美元債的發行意願有所下降，當季的新發行量環比有所上升但同比仍大幅下滑42.3%。

圖1: 2015-2018年中資美元債新發行規模(億美元)



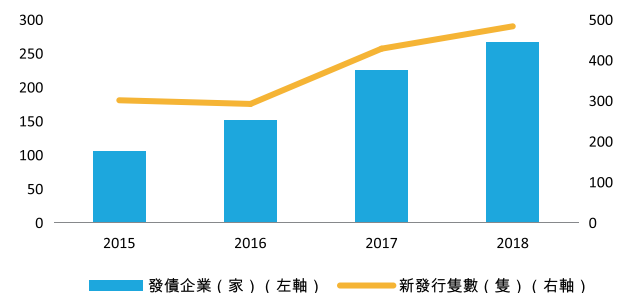
資料來源：彭博、中誠信整理

儘管投融资環境的負面影響抑制了中資美元債發行規模的增長，中資企業融資需求依然旺盛，發債企業數量和隻數仍呈上升趨勢。雖然2018年隨着美國國債收益率上揚及匯兌風險增加拉高美元債的融資成本，但出於再融資需求、項目投資及補充營運資金的考慮，發行美元債成為越來越多中資企業的重要融資渠道。2018年，266家中資企業累計發行483隻美元債，同比上升18.2%及12.9%。其中102家中資企業首次發行美元債，佔總發行家數的38.3%；累計發行121隻債券，融資額度達347億美元。以行業分佈來看，新發行主體以城投公司為主，有43家，佔比超過四成，反映中資美元債市場逐漸成為城投企業的資金來源的新渠道。

¹ 指由中資企業發行並以美元計價的債券，統計不含大額存單（CD）

² 發行主體指債券的信用主體，並非發行債券的公司

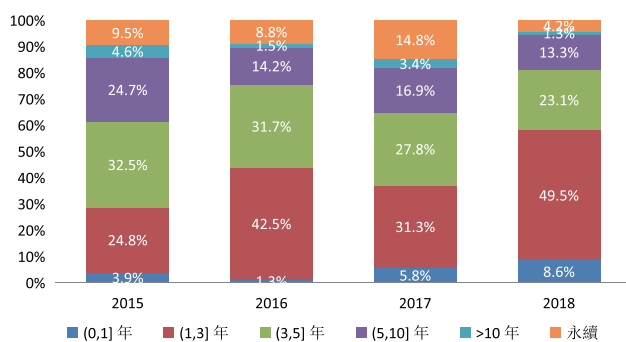
圖2: 2015-2018年中資美元債發債企業數量及新發行隻數



資料來源: 彭博、中誠信整理

補充營運資金的需求及簡化的發程序加快短期債券的發行; 同時經濟不確定性因素的增加導致長期債券³的發行更為困難。由於目前短期美元債的發行不需要事先獲得發改委的備案, 發行流程相對簡單, 另外2018年, 境內資本市場流動性收緊, 補充營運資金的需求進一步激發了中資企業發行短期美元債的意願。中資美元債 (除永續債) 的平均年期由2017年的4.5年減至2018年的3.4年。貿易戰爆發及美國國債收益率曲線扁平化為經濟增長帶來不確定性, 投資者因而轉趨保守, 偏好期限較短的債券。2018年, 64家企業發行短期債券, 較2016年的7家及2017年的47家明顯增多。從融資規模來看, 短期限債券佔2018年總發行量的8.6%, 而2016及2017年分別為1.3%及5.8%。2018年, 37家企業發行長期美元債, 佔總發行量約18.8%, 較2017年的62家及35.1%大幅減少。

圖3: 2015-2018年中資美元債新發行金額按期限佔比



資料來源: 彭博、中誠信整理

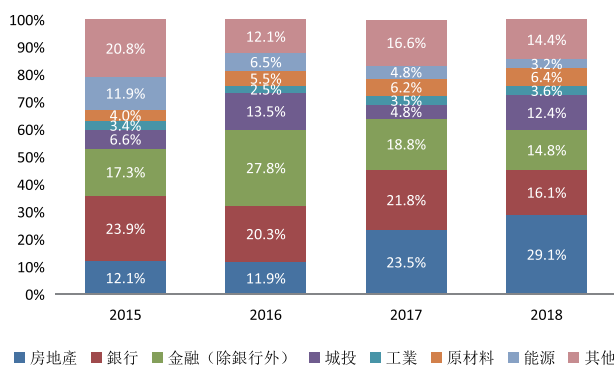
房地產及城投企業為中資美元債的主要發行主體, 2018年城投美元債的發行量明顯增加。2018年發行中

³ 年期為5年或以上的債券

⁴ 指固定票面利率, 沒有回購及回售條款的債券

資美元債的企業當中, 68家為房地產企業, 73家為城投企業。以新發行金額來看, 房地產美元債發行金額佔比最大。2018年, 房地產企業透過美元債市場合計融資472億美元, 佔總發行量的29.1%。隨着城投企業融資需求加大及更多城投企業發行美元債, 城投美元債發行量同比有所增加, 融資規模由2017年的99億增至2018年的202億美元。

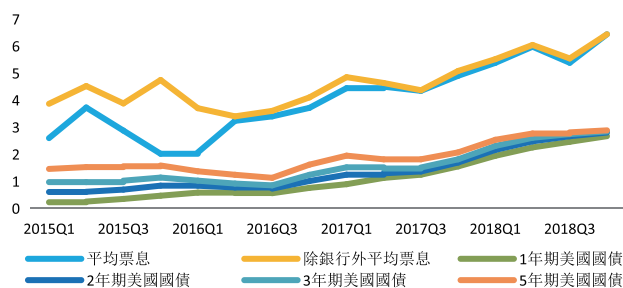
圖4: 2015-2018年中資美元債新發行金額按行業佔比



資料來源: 彭博、中誠信整理

美國國債收益率上揚及市場信心弱化, 為中資美元債票面利率帶來上升壓力。美國經濟持續復甦, 美聯儲自2016年起持續釋出收緊貨幣政策的信號, 推動美國國債收益率上升。固息普通中資美元債⁴的平均票面利率由2017年第一季度的4.44%升至2018年第一季度的5.38%及2018年第四季度的6.44%。美國國債收益率與中資美元債的平均票面利率有密切的關聯 (圖5), 除銀行外的平均票面利率與5年期國債收益率的相關係數達到0.95, 接近完全相關。此外, 信用事件的發生導致市場信心受損, 投資者要求更高的票面利率, 進一步推動票面利率上升。

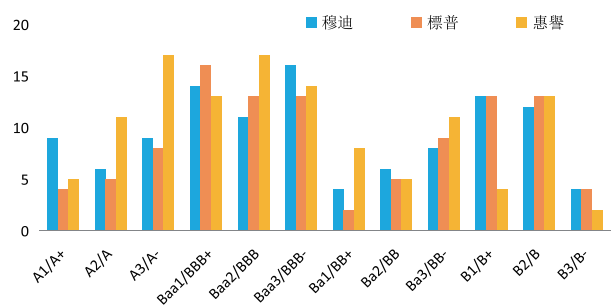
圖5: 固息普通中資美元債的平均票面利率及美國國債收益率情況(%)



資料來源: 彭博、中誠信整理

隨着融資成本的上升，高收益級別企業在2018年下半年更難發行美元債。2018年發行中資美元債的企業中，有166家取得國際三大評級機構（穆迪、標普及惠譽）的信用評級。其中，104家企業取得投資級別評級，主要為銀行、大型國有企業或行業領先者。2018年，投資級企業累計融資930億美元，佔總發行量57.4%。高收益級別企業主要為房地產企業，其信用指標較弱，槓桿水平偏高。自信用事件發生後，投資者對投資高收益債變得更為謹慎，要求更高的收益作為投資回報。對高收益級別企業來說，更高的融資成本削弱其發行美元債的意願，因此，相較2018年上半年發行的70隻高收益債及234億美元融資金額，2018年下半年高收益債發行銳減至39隻及136億美元。2018年有100家發債企業沒有公開其信用評級，佔當年發債企業總數的37.6%，較2017年的34.2%略有上升。由於美元債的主要發債企業為房地產企業、城投企業及金融機構，因此沒有評級的企業主要集中在以上三個行業，2018年分別有16家、32家及21家企業沒有取得評級。

圖6：2018年中資美元債發行主體評級分布（家）



資料來源：中誠信整理

2018年市場信心偏弱，中資美元債二級市場（特別是高收益債券）表現承壓。2018年，因中美貿易戰及境外市場信用事件發生，投資者對投資中資美元債變得更為謹慎，加上美國國債收益率上升推高中資企業融資成本，均削弱二級市場表現，以高收益債券尤為明顯。2018年，彭博巴克萊亞洲投資級美元債指數利差上升55.53bps至166.79bps；高收益美元債指數利差上升296.80bps至633.44bps。另外，iBoxx中資美元債指數的回報率為-0.71%，遠低於2017年的4.95%。因高收益級別企業大多有較高的槓桿水平，加上信用指標偏弱，其償債能力對市場變化更為敏感。在這些不利因素影響下，投資者對高

收益中資美元債的信心受損，導致2018年高收益債券二級市場的表現為自2015年以來最差，年初至今回報率曾下滑至-7.32%，年度回報率為-4.33%。

圖7：中資美元債回報率

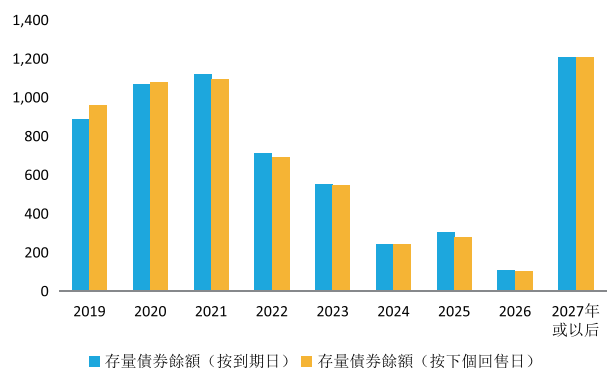


資料來源：彭博、中誠信整理

未來3年存量中資美元債集中到期，再融資壓力增大。

截至2018年12月31日，887億存量中資美元債將於2019年到期，2020年及2021年到期的存量金額分別為1,064億美元及1,119億美元，未來3年到期的債券金額佔存量債券約49.7%。另外，約209億美元的存量債券附有回售條款，回售日期集中在2019和2020年。市場風險上升可能增加投資者的回售意願，為企業帶來額外的再融資壓力。

圖8：2018年末存量中資美元債情況（億美元）



資料來源：彭博、中誠信整理



深度分析：房地產行業

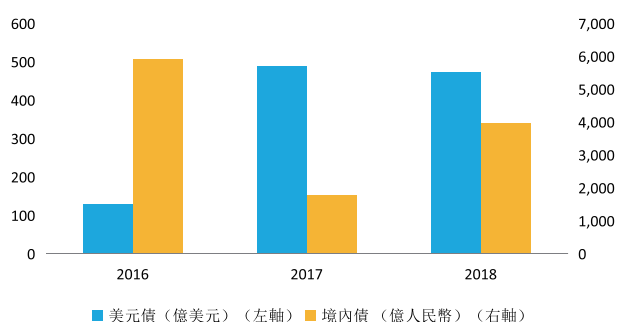
2018年，房地產行業監管政策堅持貫徹“房住不炒”的基本定位，分類調控、因城施策。企業境外發債融資政策以借新還舊、控制新增為主。受此影響，2018年，房地產美元債發行規模小幅回落。房地產行業境內外債券市場違約事件導致投資者要求的信用風險溢價抬升，2018年房地產美元債融資成本上升。此外，房地產美元債呈現低評級的特徵，境內外利差處於高位。

一、2018年房地產美元債市場狀況

房地產美元債發行規模在經歷了2017年的大幅增長後，2018年出現小幅回落。2017年，受國內融資環境收緊及交易所對房地產公司債分類監管的影響，房企在境內市場的融資受到嚴格控制，房企境內信用債⁵融資額同比下降70%至1,779億元人民幣，更多房企轉向境外發債，當年房地產美元債發行金額達487億美元，同比大幅增長278.7%。2018年，隨着地產債償還壓力加大，監管層開始支持以償債為目的的發債，境內地產債發行規模達3,957億元人民幣，同比增長122%。2018年6月，國家發展和改革委員會表示將引導規範房地產企業境外發債資金投向，房地產企業境外發債主要用於償還到期債務，限制投資境內外房地產項目、補充營運資金等。受海外融資環境收緊的影響，2018年房地產美元債發行規模同比減少3.1%至472億美元。

⁵ 統計口徑包括公司債、企業債、中期票據、短融、超短融等，不包括資產證券化產品。

圖9：2016–2018年境內外房地產債發行規模



資料來源：彭博、中誠信整理

房地產美元債融資成本上升，境內外利差處於高位。

2018年，由於美元無風險利率上升和房地產行業風險溢價的走高，導致中資房地產美元債融資成本呈現上升趨勢，平均票面利率同比上升191.08bps至7.8%，其中1–3年期中資房地產美元債券的發行利率同比增加203.30bps。中資地產美元債整體來看具有明顯的低評級與高收益的特徵，境內外利差整體高企。2018年發行之中資美元債的房企中，有52家取得國際三大評級機構（穆迪、標普及惠譽）的信用評級，其中41家為高收益級，佔比達78.8%，使得中資房企在境外市場融資時承受更高的成本。2018年境內地產債平均票面利率約6.4%，比境外市場的融資成本低約140bps。與相同期限、相近日期、同樣信用主體的房企美元債對比，房企境內發債成本普遍低於境外發債成本。以花樣年控股集團有限公司（以下簡稱“花樣年”）為例，同一發行日期和期限的公司債和美元債的利差高達750bps。

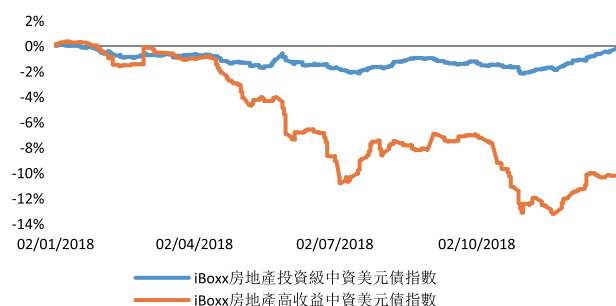
表 1: 房企境內外融資成本對比

企業	品種	發行日期	期限	票面利率	息差(bps)
花樣年	美元債	18/12/2018	3年	15%	750
	公司債	17/12/2018	3年	7.5%	
江西正榮	美元債	2/10/2018	3年	12.5%	500
	公司債	26/9/2018	3年	7.5%	
新湖中寶	美元債	20/12/2018	3年	11%	420
	中期票據	29/3/2018	3年	6.8%	
華遠地產	美元債	16/11/2018	3年	11%	350
	公司債	14/12/2018	3年	7.5%	
陽光城	美元債	19/4/2018	3年	9.875%	187.5
	中期票據	8/6/2018	3年	8%	

資料來源: 中誠信整理

二級市場方面, 地產美元債作為典型高收益品種受風險事件影響收益率往往出現大幅波動, 2018年受5月中國國儲能源化工集團股份有限公司(以下簡稱“國儲能源”)、6月剛泰集團有限公司(以下簡稱“剛泰集團”)及10月中國興業太陽能技術控股有限公司(以下簡稱“興業太陽能”)等一系列美元債違約事件影響, iBoxx房地產中資美元債指數均出現大幅下跌。全年來看, 7月包括啟動中期借貸便利(MLF)操作等境內寬信用政策的出臺, 12月發改委出臺《關於支持優質企業直接融資進一步增強企業債券服務實體經濟能力的通知》, 被部分投資者解讀為房企企業債融資有所放鬆, 使得7月及12月iBoxx房地產中資美元債指數略有回升。

圖10: 房地產美元債二級市場表現



資料來源: 彭博、中誠信整理

二、房地產行業信用風險表現及信用風險識別

2.1. 2018年房地產行業境內外債券市場違約事件具有偶發性

2018年中國債券市場信用事件頻發, 房企公募債券市

場出現了中弘控股股份有限公司(以下簡稱“中弘股份”)、北京華業資本控股股份有限公司(以下簡稱“華業資本”)、銀億股份有限公司(以下簡稱“銀億股份”)三家違約主體。違約因素更多地體現於發行主體的個體特徵上, 而非房地產行業的共性。例如, 銀億股份2017年無級變速器和房地產銷售收入在營業總收入中的佔比分別為47%和29%, 已不是一個純粹的地產企業; 中弘股份受累於相關案件。

表 2: 2018年房地產行業境內債券違約事件

時間	企業	信用事件
2018年以來	中弘股份	2018年以來中弘股份發生屢次債務違約。2018年12月7日, 中弘股份A股退市。
2018.9	華業資本	2018年9月25日, 華業資本子公司應收賬款逾期, 引發連鎖反應導致債務違約。
2018.12	銀億股份	2018年12月24日, 銀億股份公告稱因短期內資金周轉困難, 致使15銀億01未能如期償付應付回售款本金。

資料來源: 中誠信整理

境外市場方面, 2018年涉及違約的房地產企業只有一家五洲國際控股有限公司(以下簡稱“五洲國際”)。五洲國際以開發營運商貿物流產業園為主, 項目主要佈局在三四線城市, 庫存去化壓力較大, 公司經營波動性也較高, 因為其經常性收入來源較少且集中。2018年7月5日, 五洲國際宣布因公司無法向債權人償還本金, 且其他債權人要求提早償還約人民幣10億元的貸款, 2013年9月26日的優先票據違約被觸發。違約事件導致投資者信心下降, 對中資地產企業要求的風險溢價升高。

表 3：房地產行業中資美元債券違約事件

時間	企業	信用事件
2015.4	佳兆業	佳兆業宣布未能在30天寬限期內支付其2017年到期的12.875%優先票據和2018年到期的8.875%優先票據。
2018.7	五洲國際	五洲國際13.75%優先票據未能及時償還，導致交叉違約。五洲國際孫公司無錫五洲國際裝飾城有限公司（以下簡稱“無錫五洲”）發行的“16錫洲01”違約。

資料來源：中誠信整理

2.2. 國民經濟支柱地位及強大需求支撐房地產行業信用表現，龍頭企業具有規模優勢

2018年，境內針對房地產企業主體信用級別的正面評級行動18次，負面評級行動6次；境外針對房地產企業主體信用級別的正面評級行動19次，負面評級行動19次。從境內負面評級行動中可以發現，隨着宏觀去槓桿及房地產政策的調整，房地產再融資壓力凸顯，行業政策影響、融資渠道受限影響因素最為核心。境外負面評級行動的主要原因則包括房企債務攀升、償債能力惡化、財務管理弱、現金流入未達預期、再融資壓力大等。境內外評級行動的差異反映了中外評級機構之間的不同觀點。境外評級機構認為，房地

產行業具有一定的週期性，政策變化容易造成業務上的不確定性，對房企的信用品質帶來負面影響。另一方面，境外評級機構在評定房地產企業時，較為看重槓桿水平及償債能力等指標。大多中資房企採取以債務推動業務急速發展的運營模式，槓桿及償債指標方面相對較弱。因此，中資房企在國際三大評級機構的級別大部分為高收益級別，只有極少數大型民企和央企下屬房企能獲得三大的投資級別。

中誠信認為，對中國市場而言，房地產作為國民經濟發展的支柱產業，在宏觀經濟中佔有重要地位，政策調控旨在穩定市場的同時也注重防範系統性風險的發生，加之中國房地產市場需求較強，對中資房企的信用形成支撐。相較全球其他主要經濟體，中國房地產市場發展呈現起步晚、速度快、市場規模大的特徵。自1998年啟動城鎮房地產市場化改革以來，中國房地產市場保持了二十年的高速增長，房地產成為國民經濟發展的支柱產業。短期來看，雖然行業政策影響對房地產企業發展有一定的壓制，但是在行業處於逆週期時，政策調控能為行業發展帶來一定的穩定性；長遠來看，中國居民購房意願較高、房屋更新週期較發達國家更短、城鎮化率還有上升空間，中國房地產市場擁有良好的需求支撐，有利於房企未來業務發展。

圖11：中誠信房地產企業評級框架



資料來源：中誠信整理

中誠信在衡量槓桿率和償債能力的同時，更看重房企的規模。較大規模的企業一般具有較強的競爭地位和綜合實力，其信用品質因而較強。從2007年調控以來，中資房地產企業從財務表現上出現盈利空間收窄、行業集中度提升、償債指標表現分化等特徵。處於龍頭地位的房地產開發企業可以接觸到信譽較好的次級承包商，獲得較好的地塊，購買建材時具有更強的議價能力以及其他方面的優勢。因此在經濟下行的情況下，具有較大規模、較強競爭地位的房企抗風險能力較強，信用風險相對可控。相反規模較小的房企更易面臨融資渠道受限，流動性短缺的情況，面臨的信用風險因而較高。

三、2019年房地產行業展望

2019年，房地產企業仍將是中資美元債的主要發行主體。2018年，政府堅持貫徹“房住不炒”的基本定位，分類調控、因城施策的調控手段持續升級，各城市“四限”政策不斷擴容加碼，租售並舉、房地產稅等長效調控機制逐步推進。2018年12月，中共中央政治局會議強調了地方政府在房地產監管中應承擔職責，之後菏澤和廣州的房地產監管政策有放鬆跡象。我們預計，2019年監管環境仍將以維持價格穩定為主，因城施策、動態調整並可能邊際放鬆。在這樣的政策環境下，預計未來房地產市場銷售面積及銷售金額大幅增長的可能性較小，增速或將繼續回落，房地產企業內部現金流增長面臨不確定性。從外部現金流補充來看，貨幣政策旨在定向寬鬆、“不搞大水漫灌”；化解信

用風險的紓困政策多次嚴明禁止投向包括房地產的限制行業，2019年房地產企業外部融資難以大幅放鬆。此外，中資地產美元債在2019~2021年迎來到期高峰，存續債券有滾動壓力。在此背景下，預計房地產企業仍將是中資美元債的主要發行主體，離岸債券將成為房地產開發商的替代融資渠道選擇。

行業整合加劇，中小型民企的償債能力面臨考驗。緊縮政策擠壓了小型開發商在融資、土地儲備、預售等方面的空間，促進了房地產行業的市場整合。同時，具有領先經營和財務狀況的龍頭房企正在從小型開發商處獲得市場份額。隨着龍頭房企在土地儲備、預售戰略、品牌認知、貸款審批等方面獲得絕對優勢，房地產業的分化應勢而生。2018年，前50家和100家房地產企業佔總市場份額的55.1%和66.7%，較2017年分別提升9.3和11.3個百分點。2019年，預計市場整合將持續推進，優質房企的信用水平較為穩定，小型房企在流動性及再融資方面承壓，融資渠道更容易受到監管政策變化的影響。

關注重點佈局三四綫城市的房企信用變化。由於城市化和改善型需求的持續推進，預計2019年一綫和二綫城市的受政策邊際影響較小，因為其增長速度自2017年以來一直在放緩，而三綫和四綫城市的房地產市場由於相對較弱的基本面及棚戶區政策的調整影響可能放緩。因為城市群概念的興起和城際鐵路系統的發展，三四綫城市過去受益於鄰近的一二綫城市的輻射效應，為了擴大規模，許多房企佈局了三綫和四綫衛星城市。房地產企業項目的區域分佈及三四綫房地產市場的走勢將值得關注。



深度分析：城投行業

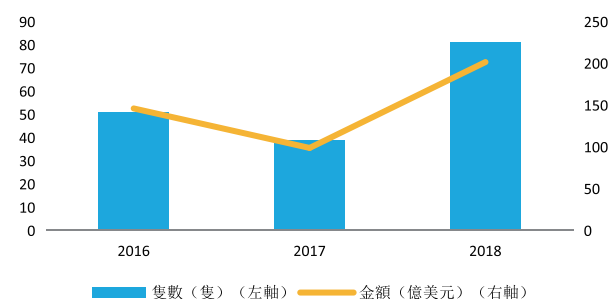
城投美元債⁶發行主體與境內城投債發行主體重疊度較高，除境外利率、匯率等因素外，兩個市場均受到行業政策及其他非市場因素的較強影響，因而在發行特徵和信用風險表現方面呈現出相似之處。2018年，城投行業政策監管呈現先緊後鬆的特徵，受此因素影響，境內外城投債發行規模在下半年均顯著上升。而受再融資渠道收緊影響，境內城投主體違約事件頻發，對城投行業信用風險抬升的擔憂迅速傳導至海外市場，境內外投資人信用風險偏好趨於謹慎，兩個市場發行均呈現出高評級和短期化的特徵。

一、2018年城投美元債市場狀況

2018年，城投美元債發行規模大幅增長。2018年，城投美元債發行規模為202億美元，較2017年增長104.0%，創歷史新高。究其原因，再融資需求是城投美元債擴容的內在動力。自2015年城投美元債爆發式增長後，2018年為第一個到期高峰。其次，監管邊際放鬆利於城投美元債的發行。2018年下半年以來，監管政策強調保障城投企業的融資需求，推動了城投美元債市場擴容。此外，海外市場發債對於城投企業具有獨特的吸引力。海外發債是城投企業多元化融資的創新道，有助於企業和地方政府擴大知名度，與

海外投資人建立良好的合作關係，增加地方政府政績；同時海外發債還具有限制少、效率高等優勢，在監管政策放開的背景下，在發改委備案登記的城投企業不斷增多。2018年有43家城投企業新進入市場，較2017年增長72%，發行金額達110億美元，佔城投總發行規模的比重超過50%，是城投美元債市場加速擴張的重要原因。

圖12：2016–2018年城投美元債發行情況



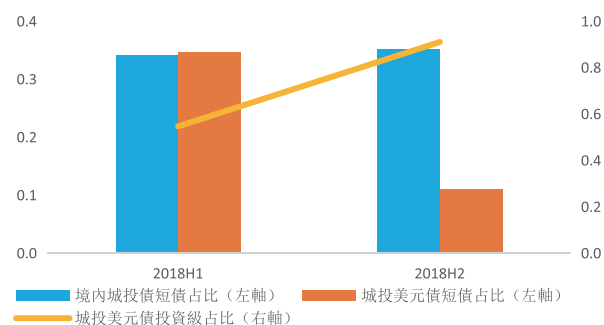
資料來源：彭博、中誠信整理

與境內城投市場表現相同，城投美元債呈現高評級和短期化特徵。2018年境內城投債中AAA級債券規模佔比較2017年上升14.9個百分點達45.2%；城投美元債有評級的主體佔比為56.2%，與2017年相比保持穩定，但其中投資級主體佔有評級主體的80.5%，較2017年上行超過20個百分點。由於2018年市場存在較大的不確定性，投資人更偏好期限較短的債券。上半年，1年期以下的城投美元債和境內城投債佔比均有明顯上升。下半年，1年期以下

⁶ 城投美元債是由中國城投企業在海外發行以美元計價的債券，界定城投企業的核心標準是其是否承擔政府項目融資功能。城投美元債部分的樣本參考了該標準，而境內城投債部分考慮到資料的可得性，使用市場常用的城投債統計口徑，包含部分非典型城投企業。

的境內城投債佔比保持穩定，而城投美元債短期債券佔比明顯下降。一方面，監管推動優質企業發行海外債，由於優質企業的審批順利、市場認可度高，發行中長期債券的能力較強；另一方面，2018年城投行業信用風險暴露，境內違約事件衝擊了城投美元債市場，導致原本可發行短期債券的資質較差的城投企業發債困難，降低短期債券的供給。但綜合來看，2018年城投美元債的平均發行期限仍較2017年下降0.3年。

圖13: 2018年城投短期債和投資級佔比



資料來源: 中誠信整理

二、城投企業信用風險表現及信用風險識別

2.1. 城投行業信用風險分化，弱資質企業在境內外均面臨再融資困難

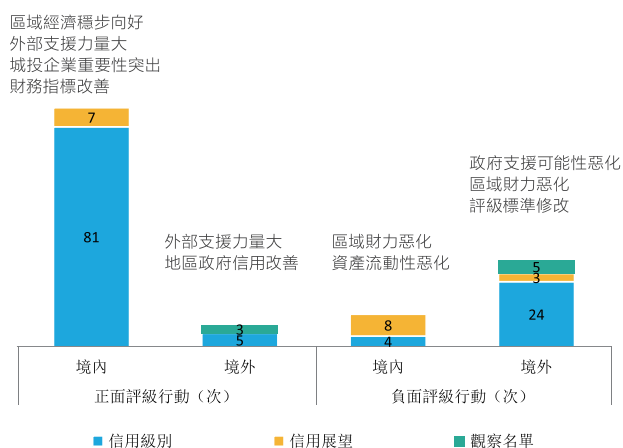
2018年，在中央反復強調防範地方隱性債務風險、打破政府兜底“幻覺”背景下，城投行業再融資渠道全面收緊，行業信用風險持續分化。信用風險事件首先在境內非標領域爆發，並蔓延至公開債券市場；美元債市場雖未有信用風險事件爆發，但受境內行業政策趨嚴以及違約事件影響，投資者風險偏好更趨謹慎，使得區域經濟發展水平較為落後、行政級次較低、重要性較弱的城投企業在境外市場同樣面臨再融資困難。

違約集中在境內非標領域，信用風險向公開市場蔓延。2018年涉及債務償付危機的城投企業共計17家，涉及已披露金額共計47億元。17家違約主體中，16家為非標產品發行主體，主要集中在經濟發展水平較差、財政收入出現下滑的地區，以地級市、縣級市平臺為主；但也不乏區位優

勢較強的平臺企業，由於自身投融資政策過於激進而引發兌付危機。此外，2018年8月，新疆生產建設兵團第六師國有資產經營有限責任公司（“六師國資”）發行的“17兵團六師SCP001”未能按時足額兌付本息，發生實質違約，成為首隻公開市場違約的城投債，加劇了市場對於城投行業信用風險的擔憂。違約處置方面，由於相關兌付危機均受到市場的廣泛關注，並獲得當地政府高度重視，目前未有處理辦法的主要是10月後的信託類產品和四季度前遺留的私募產品，政府考慮到自身利益，對債券類產品的後續處置比較及時。

境內外針對城投企業評級行動呈分化趨勢，中外評級公司評級理念差異是主要原因。2018年，境內針對城投主體信用級別的正面評級行動88次，負面評級行動12次；境外針對城投主體信用級別的正面評級行動8次，負面評級行動32次，與境內形成分化。除由於城投企業自身經營狀況和財務表現惡化、區域財力弱化，以及個別評級機構評級方法調整等原因，該差異很大程度反映出不同評級機構間對於城投企業定位及其與政府關係看法的不同。境外評級機構普遍認為，近年來政府為化解隱性債務出臺的各項政策將減弱地方政府對城投企業的支持程度。中誠信認為，雖然目前城投企業面臨融資渠道收緊以及行業轉型壓力，但鑒於其地方政府投融資代理人的屬性短期內難以發生轉變，且一旦違約發生，或將使整個區域內的企業面臨再融資困境，地方政府仍有動力極力避免違約。

圖14: 2018年城投企業境內外級別調整情況



資料來源: 中誠信整理

2.2. 判斷“真假”城投，甄別個體風險是信用風險識別的關鍵

城投企業與地方政府間天然的緊密聯繫，即地方政府基礎設施融資代理人的特殊屬性是其有別於一般國有企業的重要特徵，該特徵決定了地方政府對於城投企業較高的支持意願。但當前市場對於城投企業的定義過於寬泛，部分國有特徵較為明顯的產投類企業也被納入城投範圍。政府對該類型企業支持力度明顯弱於典型的城投企業，因此甄別出“真正的”城投企業對於投資者至關重要。中誠信認為，典型的城投企業其職能應具有公益性或準公益性的特徵，主要從事非經營性業務、或大部分投

資項目能帶來較強的社會效應；並對政府支持、補助的依賴性較強。

而在強監管、緊信用背景下，城投行業的分化逐漸凸顯，行業內部不同企業間信用資質差異也應給予重點關注。城投企業自身信用狀況仍然是判斷其信用風險的基礎；此外，還需通過支持能力和支持意願兩個維度衡量地方政府對城投企業的支持程度--地方政府的信用決定了政府對該地區城投的支持能力，而城投企業地位重要性決定了政府對該企業的支持意願；綜合城投自身信用狀況及政府對其支持程度來判斷城投企業的信用風險狀況，但其信用級別無法突破所屬地方政府的級別。

圖15：中誠信城投企業評級框架



資料來源：中誠信整理

與一般企業相比，城投企業由於承擔了基礎設施或土地開發等任務，存貨、在建工程、無形資產等科目佔比較高，加之地方政府的資產注入，使得其資本公積普遍較大，因此總資產和淨資產規模以及資產質量是重要的考量指標；此外，由於城投企業與當地政府及其相關部門、同區域內其他城投或國有企業存在大量往來款，應收類款項佔總資產的比重較大，資金被長期、大額佔用情況非常普遍，因

此需關注對於政府回款依賴較大且區域財力較弱的城投企業流動性風險。城投企業所在區域地方政府信用決定了其對該企業的支持能力，同時也是城投企業信用級別的上限。此外，還需考量城投企業地位重要性，來判斷在償債出現困難或危機時，從地方政府獲取支持的可能性、支持程度。城投企業承擔政府投融資職能的程度、投資項目對地方重要性及未來公益性職能保留程度為三個重要的考量因素。

三、2019年城投行業展望

2019年，城投監管政策寬緊度將維持現有水平，發行規模仍將保持高位，但城投行業分化或進一步加劇。防範和化解重大風險依然是2019年國內政策的重心，化解地方政府隱性債務仍是政府的重要任務。但2019年中國經濟下行壓力較大，“穩增長”和“防風險”的平衡至關重要，政策收緊空間有限，2018年下半年合理保障融資平臺公司正常融資需求的政策基調將繼續維持。2019年是城投美元債到期高峰，到期總量預計超過100億美元，城投企業再融資需求旺盛。總體來看，政策環境的穩定將為城投美元債的發行提供保障，美元走勢和利率情況也有益於城投美元債的發行。但從政策導向來看，未來承擔公益性較強、重要性較高的在建項目的城投企業將獲得更多支持，市場對於資質較好發行主體也將有更強偏好；而相比之下，財力較弱、行政層級較低區域的下轄城投企業所受支持仍將受限，資金面和流動性風險也會更大。

需關注政府回款依賴較大且區域財力較弱的城投企業。財力較弱、行政層級較低區域下轄的城投企業所受支持在經濟整體下行時，可能受到更多限制；若疊加企業自

身對外部資金支持依賴較為嚴重，政府回款的不確定性以及自身盈利能力的不足或使城投企業在債務集中到期、面臨回售壓力的階段，流動性風險加速暴露從而引發違約。

城投企業代償風險或加大。城投企業之間、城投企業與地方國企之間的聯保互保狀況，將進一步加劇區域內企業信用風險傳導的複雜性及債務處置的難度，且該類或有債務信息由於不透明，地方政府難以統籌評估，在債務處置中所提供協調支持的及時性與有效性均受限。需重點關注對外擔保規模較大、聯保互保較為嚴重的城投企業，及相關企業擔保代償對於企業流動性及債務償付的影響。

還需警惕交叉違約及匯兌風險。2018年初以來，國內非標產品信用風險事件加速暴露，需警惕信用風險在非標產品及債券市場共振加劇風險擴散，觸發海外融資主體債券特殊條款從而引發交叉違約。此外，由於城投海外債大部分由城投公司設立的離岸子公司發行，境內城投母公司提供擔保或維好協議支持，離岸子公司並沒有實際業務，資產與負債幣種不匹配，致使其暴露在匯兌風險中，而目前很少有城投企業設立匯率對沖來應對匯兌風險，需關注匯率變動可能引發的違約。



總結

2018年，隨着全球經濟發展不確定性增加，疊加中國經濟增長放緩及信用事件的發生，中資美元債發行量有所減少，融資成本呈上升趨勢，二級市場利差走闊，回報率下滑，市場整體表現承壓。隨着大規模的中資美元債在2019年~2021年陸續到期，強大的再融資需求對中資美元債市場擴容形成一定的支撐。然而，在經濟增長放緩、政治風險上升的預期下，投資者風險偏好預計仍將偏於謹慎，中資美元債的發行（特別是高收益債券）或將面臨一定壓力。另外，我們預期境內債券市場與中資美元債市場的聯動性會繼續加強，需要對境內市場情況的轉變，包括流動性、政策方向和信用風險等保持關注。

房地產和城投公司有着持續強大的融資需求，預期它們仍會是中資美元債的主要發行主體，但其面臨的信用風險會有所差異。考慮到中國房地產行業的特性及重要性，我們預計規模較大的房地產企業在經濟下行及行業政策轉變的背景下，能通過其競爭實力，包括大規模的優質土地儲備、領先的行業地位及強大的議價能力等，擁有較強的對抗風險能力，信用風險相對可控。另一方面，隨着行業的進一步整合，中、小型房地產企業（特別是重點佈局三、四綫城市的企業）會面臨一定的信用風險，需要重點關注其流動性及融資渠道狀況。城投行業方面，我們認為首先要明確對“真假”城投的甄別。由於城投企業主要依賴政府的回款以償還其存量債務，所以地方政府的財政實力亦是判斷信用狀況的重要指標。公益性較弱、對外擔保政策不完備及政府支持較弱的城投企業預期將會面臨更大的信用風險。





