

中资美元债市场报告

2019 年一季度中资美元债市场报告

作者

庄承浩

852-28607120

peter_chong@ccxap.com

刘启杰

852-28607125

jacky_lau@ccxap.com

其他联系人

田蓉

852-28607119

rong_tian@ccxap.com

报告发布日期

2019 年 4 月 29 日

一级市场

- 随着市场流动性的改善，2019 年一季度中资美元债发行有所回暖。2019 年第一季度中资发行人共发行 135 只美元债，发行金额环比上升 17.2% 至 432.7 亿美元。净融资额约为 244.6 亿美元，环比增长 85.3%。
- 中资房地产美元债发行金额创季度新高；城投美元债发行规模则明显回落。2019 年一季度，房地产美元债共发行 58 只，发行金额达 218 亿美元，创单季度历史新高，占总发行金额 50.3%。同期，仅有 6 家城投公司发行美元债，合计发行金额仅为 11.3 亿美元，同比下跌 75.7%，环比下滑 87.4%。
- 发行主体整体资质下沉，高收益级别企业占比上升。2019 年一季度，共有 88 家中资美元债发行人，其中 62 家获得国际评级。获得评级的发行主体中，高收益级别企业有 40 家，占全部发行人的 45.5%，较 2018 年第四季度的 19.6% 明显增多。
- 中资美元债发行成本随市场环境改善呈现下降趋势，但由于房地产美元债发行放量因而推高平均票面利率。分行业来看，随着市场环境的改善，2019 年一季度融资成本呈下行态势。其中，房地产美元债的平均票息为 8.83%，较 2018 年第四季度下降了 7bps。但由于房地产美元债发行占比较大，使得发行成本整体轻微上升，平均发行票息由 2018 年第四季度的 6.44% 升至 2019 年第一季度的 6.63%。
- 发行期限以 1-3 年为主，长期债券发行依旧困难。2019 年一季度，中资美元债平均发行期限为 2.6 年，与 2018 年第四季度的平均发行期限相当。发行期限集中在 1-3 年期，占总发行金额的 53%；长期美元债发行占比相对较少，占总发行量的 13.7%，并且发行人主要为资质较好的中资企业。

二级市场

- 2019 年一季度，投资者对中资发行人信心逐渐恢复，配置中资美元债意愿加强，带动二级市场回报率攀升。中资美元债 2019 年第一季度末的回报率为 4.76%，较上季度末的 -0.76% 上升约 400bps。
- 境内违约事件频发，但对中资美元债市场影响有限。2019 年第一季度，境内债券市场共有 24 家企业出现违约，涉及金额约为 280 亿元人民币，其中 12 家企业为首次违约，共计违约 161 亿元人民币。境外市场一季度有 4 家中资企业出现信用事件，分别为康得新、汇源果汁、中民投及青海省投。

展望

- 预计 2019 年第二季度的中资美元债发行量将延续增长态势。
- 房地产企业仍是中资美元债的主要发行人；城投企业发行量将有所回升。
- 中资美元债回报率上升趋势或会放缓。

引言

2019年以来，国内货币政策持续放松，外资资金持续流入中资美元债¹市场，市场流动性充裕，投资者信心逐渐恢复，配置中资美元债资产的意愿亦有所上升，市场环境逐步改善。另一方面，全球经济增长放缓及美联储持续释放鸽派信号，美国国债收益率呈下行趋势，美元债融资成本有所下降，中资企业发行美元债意愿有所增强。因此，2019年一季度中资美元债整体发行规模环比有所上升，其中房地产美元债季度新发行金额创历史新高。

一级市场

随着市场流动性的改善，2019年一季度中资美元债发行有所回暖。2019年第一季度中资发行人共发行135只美元债，发行金额环比上升17.2%至432.7亿美元。净融资额约为244.6亿美元，环比增长85.3%。然而，由于2019年第一季度境内的融资环境较去年同期有所改善，加上境内融资成本相对更具优势，吸引了部分中资企业融资需求的回流，使得中资美元债新发行金额较2018年同期减少16.6%。与此同时，境内信用债²一季度发行金额达27,569亿元人民币，同比大幅增长57.3%。

图 1：2018 年第一季度至 2019 年第一季度新发行情况



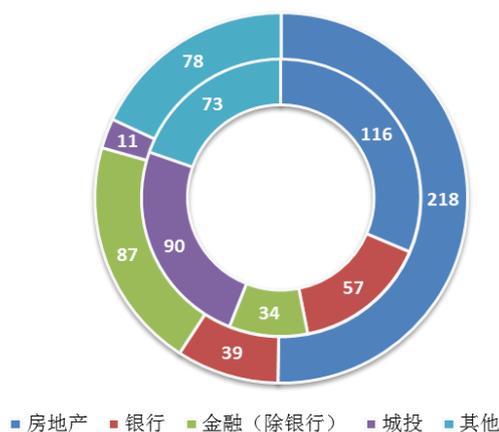
数据来源：Bloomberg、中诚信亚太整理

¹指由中资企业在境外发行的美元债，统计不含 CD

²指由中资企业在境内发行的人民币债，统计不含 ABS/ABN

中资房地产美元债发行金额创季度新高；城投美元债发行规模则明显回落。2019年一季度，房地产美元债共发行58只，发行金额创单季度历史新高，达到218亿美元，同比增长80.8%，环比增长85.7%，占总发行金额50.3%。房地产发行人主要以续发和借新还旧为主，在41家地产发行主体中，只有1家是新发行企业。城投行业方面，由于2019年第一季度境内流动性相对宽松，在交易所取消“单50%”限制³及境内融资成本下行的背景下，境内城投债新发行金额达8,071亿元人民币，创历史新高。由于城投企业部分融资需求回流境内，导致当期城投美元债发行金额大幅下滑。2019年一季度，仅有6家城投公司发行美元债，合计发行金额仅为11.3亿美元，同比下跌75.7%，环比下滑87.4%。城投发行人主要以作试探或拓宽融资渠道为主，6家发行人中有4家为首次发行境外美元债。

图 2：2018 年第四季度及 2019 年第一季度新发行金额按行业分布（亿美元）⁴



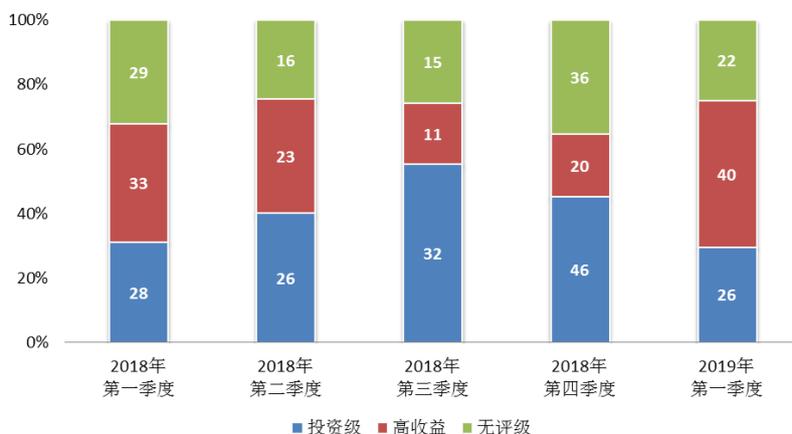
数据来源：Bloomberg、中诚信亚太整理

发行主体整体资质下沉，高收益级别企业占比上升。2019年一季度，共有88家中资美元债发行人，其中62家获得国际评级。由于房地产行业主导了一季度的美元债发行，而中资房地产企业的国际评级普遍较低，因而导致整体发行人资质下沉。在获得评级的发行主体中，高收益级别企业有40家，占全部发行人45.5%，较2018年第四季度的19.6%明显增多。另外，40家高收益级别企业合共发行193亿美元债，较2018年第四季度的85亿元增加一倍多。

³ 3月，交易所放宽城投借新还旧门槛，对于用于借新还旧的发债申请，可以不受政府收入占比50%的上限限制，并滚动发行。交易所同时要求募集资金用途仅限于偿还交易所公司债

⁴ 内环为2018年第四季度数；外环为2019年第一季度数

图3：2018年至2019年第一季度发行人级别分布（家）



数据来源：中诚信亚太整理

中资美元债发行成本随市场环境改善呈现下降趋势，但由于房地产美元债发行放量因而推高平均票面利率。分行业来看，一季度中资美元债的融资成本呈下行态势。其中，房地产美元债的平均票息为8.83%，较2018年第四季度下降了7bps。但由于国际评级机构给中资房地产企业的级别普遍较低，2019年一季度因房地产美元债发行占比较大，使得发行成本整体轻微上升，平均发行票息⁵由2018年第四季度的6.44%升至2019年第一季度的6.63%。

表1：中资美元债发行情况对比

企业	发行日期	金额(亿美元)	期限(年)	票面利率(%)	附加期权
万科企业	2018/12/11	6.3	5.25	5.35	/
	2019/3/7	6	5.25	4.2	/
雅居乐集团	2018/7/18	6	3	8.5	回购条款
	2019/3/7	5	3	6.7	回购条款
杭州市金融投资集团	2018/12/4	1.95	363天	5.5	/
	2019/3/4	1	363天	5.2	/

数据来源：Bloomberg、中诚信亚太整理

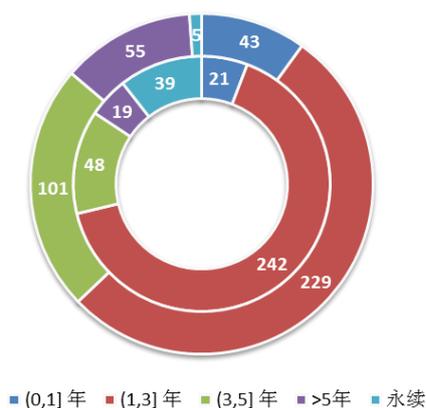
发行期限以1-3年为主，长期债券⁶发行依旧困难。2019年一季度，中资美元债平均发行期限为2.6年，与2018年第四季度相当。发行期限集中在1-3年期，占总发行金额53%。具体来看，由于发行1年期以下外债不需要在发改委备案，基于时效性和发行便利性的考

⁵统计口径为固定票面利率，没有回购及回售条款的债券

⁶年期为5年以上的债券

考虑，企业发行短期债券意愿依旧较强。一季度1年期以下债券发行金额为43亿美元，占总发行金额10%，环比增长4.2个百分点。另一方面，中国经济增长下行压力仍在，加上长期债券融资成本偏高，企业发行长期债券的意愿下降，一季度长期美元债发行占比相对较少，占总发行量13.7%，并且发行人主要为资质较好的中资企业，如万科企业股份有限公司及华润置地有限公司等，反映投资者对长周期中资美元债仍相对审慎。

图 4：2018 年第四季度及 2019 年第一季度新发行金额按期限分布（亿美元）⁷



数据来源：Bloomberg、中诚信亚太整理

二级市场

2019年一季度，投资者对中资发行人信心逐渐恢复，配置中资美元债意愿加强，带动二级市场回报率攀升。中资美元债2019年第一季度末的回报率为4.76%，较上季度末的-0.76%上升约400bps。大部分高收益级别发行人财务实力较弱、债务压力较大，随着融资环境的改善，它们的流动性压力有所舒缓，投资者信心加强，带动高收益美元债的回报率显著上升。2019年第一季度末，中资高收益美元债的回报率为7.42%，较上季度末上升约700bps。

⁷内环为 2018 年第四季度数；外环为 2019 年第一季度数

图 5：2018 年第至 2019 年第一季度中资美元债回报率⁸

数据来源：Bloomberg、中诚信亚太整理

境内违约事件频发，但对中资美元债市场影响有限。2019年第一季度，境内债券市场共有24家企业出现违约，涉及金额约为280亿元人民币，其中12家企业为首次违约，共计违约161亿元人民币。违约企业主要为评级在AA+以下的民营企业，行业分布较广，包括房地产、食品饮料、服装服饰等。这些企业违约的主要因素在于债务负担过重、跨主业扩张、公司治理问题突出等。境外市场一季度有4家中资企业出现信用事件，分别为康得新复合材料集团股份有限公司（“康得新”）、中国汇源果汁集团有限公司（“汇源果汁”）、中国民生投资股份有限公司（“中民投”）及青海省投资集团有限公司（“青海省投”）（见表2）。综合来看，境外市场发生的信用事件均为个别事件，而且经历了近年来境内违约事件的频发，债券市场信用风险积聚与释放已经成为各方共识，所以信用事件带来的冲击已有所弱化。从二级市场来看，中资美元债回报率整体呈上升趋势（见图5），在信用事件发生期间并未出现大幅下滑。

表 2：2019 年第一季度中资发行人境外市场信用事件

企业	信用事件
康得新	1月15日，康得新未能兑付“18康得新SCP001”，触发一笔由公司提供担保，于2020年到期的美元债的交叉违约条款。
	4月19日，康得新公告称公司未能在30日宽限期内筹措足额资金偿付于2020年到期的3亿美元债券，已构成实质性违约。

⁸以2018年初数为基准

汇源果汁	1月24日，汇源果汁公告称公司未能赎回于1月23日到期的可换股港元债券，构成实际违约，并触发其于2020到期的美元债的交叉违约条款。截至2019年第一季度末，公司尚未提供债务解决方案。 2月19日，汇源果汁公布将延迟支付于2020年到期的美元债的利息，由于债券设有30日宽限期及公司已于3月14日完成支付，因此并未构成实质性违约。
中民投	1月29日，中民投发行的30亿元非公开定向债务融资工具到期，公司未有按时偿还本金，并触发两笔由公司提供维好协议，于2019-2020年到期的美元债的交叉违约条款。
青海省投	2月22日，青海省投未能按时偿付1087.5万美元利息，由于债券拥有5个工作日的宽限期，青海省投亦于2月26日完成偿付，因此并未构成实质性违约。

数据来源：中诚信亚太整理

展望

2019-2020年是中资美元债偿债的高峰期，2019年第二季度至第四季度分别将有286亿、212亿和237亿美元的存量中资美元债到期，加上去年底发改委将部分中国公司境外债券发行配额有效期延长至今年6月，预计2019年第二季度的中资美元债新发行金额会延续增长的态势。鉴于房地产企业有大量的存量债务陆续到期，房地产企业的再融资需求维持高位，预期房地产企业仍是中资美元债的主要发行人。另外，2019年二季度将有33亿城投美元债到期，预计城投企业发行量将有所回升。二级市场方面，全球经济增长下行压力、英国脱欧及中美贸易战等因素持续发酵，为投资者带来不确定性，预计中资美元债回报率上升趋势或会放缓。

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信亚太书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信亚太对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信亚太及其业务的图形，都是中诚信亚太商标，受到中国及中国香港商标法的保护。未经中诚信亚太事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信亚太对于任何侵犯中诚信亚太商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信亚太从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信亚太对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信亚太不对任何人或任何实体就中诚信亚太或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信亚太事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信亚太也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信亚太实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信亚太不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址： 香港中环康乐广场 1 号
怡和大厦 8 楼 805-808 室

电话： (852) 2860 7111

传真： (852) 2868 0656

网址： <http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 805-808, Jardine House, 1 Connaught Place,
Central, Hong Kong

Tel: (852) 2860 7111

Fax: (852) 2868 0656

Website: <http://www.ccxap.com>