

## 中资美元债市场报告

## 作者

庄承浩 852-28607120  
[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

刘启杰 852-28607125  
[jacky\\_lau@ccxap.com](mailto:jacky_lau@ccxap.com)

唐永盛 852-28607121  
[vincent\\_tong@ccxap.com](mailto:vincent_tong@ccxap.com)

王家璐 010-66428877-451  
[jlwang@ccxi.com.cn](mailto:jlwang@ccxi.com.cn)

## 其他联系人

田蓉 852-28607119  
[rong\\_tian@ccxap.com](mailto:rong_tian@ccxap.com)

## 报告发布日期

2019 年 8 月 20 日

## 一级市场

- 由于融资环境的改善和偿债高峰期的临近，中资美元债发行量持续增长。其中，中资房地产美元债发行量创新高，城投美元债发行量同比大幅增长。2019 年上半年，174 家中资发行人共发行了 293 只美元债，发行金额为 1047.4 亿美元，同比增长 12.43%，环比增长 51.97%。其中，中资房地产美元债发行金额达到创纪录的 406.0 亿美元，同比增长 48.73%，占发行总额的 38.76%。2019 年上半年，城投美元债发行总额 109.8 亿美元，同比增长 76.89%。
- 高收益和无评级发行人占比上升。2019 年上半年，共有 174 家美元债发行人，其中 129 家获得国际评级。2019 年上半年高收益发行人总体占比上升至 51.94%，而 2018 年下半年为 43.18%。此外，无评级主体占发行人总数的比例为 25.86%，高于 2018 年下半年的 18.52%。
- 平均发行年期略有上升，长期债券发行数量有所增加。2019 年上半年，中资美元债平均发行期限为 3.3 年，略高于 2018 年下半年的 3.0 年。长期债券发行数量于 2019 年上半年同比增长 130.00%，达到 23 只，占比增长 3.68 个百分点，达到 7.85%。
- 由于房地产美元债占比的增加，平均票面利率被推高。由于低评级的房地产美元债券占比增加，平均发行息票率从 2018 年下半年的 6.01% 增加到 2019 年上半年的 6.32%。

## 二级市场

- 受环球投资者风险偏好改善以及中国国内流动性增加所支持，中资美元债市场 2018 年末低位反弹，并在 2019 年上半年进入牛市。根据 iBoxx 相关指数显示，2019 年上半年中资美元债回报率达 6.96%，其中投资级债券回报率 6.06%，高收益债券回报率 9.22%。
- 第一季度与第二季度中资美元债的二级市场表现分化。2019 年第一季度以房地产为代表的高收益债券表现优于投资级债券；而第二季度投资级债券表现则整体优于高收益债券。

## 评级调整与信用事件

- 2019 年上半年，在岸以及离岸债券市场的负面评级行动占比均有所上升，中外评级机构针对城投企业的评级行动呈现分化态势。境内市场上半年主体评级下调 60 次，离岸市场针对中资企业的负面评级行动次数达 47 次，均有所上升。其中，中资评级机构上调城投主体评级 79 家，未有下调；国际评级机构下调了 8 家城投主体级别，仅上调 1 家。
- 境内违约事件频发，但其风险尚未完全传导至中资美元债市场，个体事件风险值得关注。2019 年上半年，境内共有 38 家主体发生违约，其中新增违约主体有 21 家，仍然以民营企业为主。境内违约事件对中资美元债市场影响相对有限，但个体风险事件对于整体市场的影响值得关注。

## 展望

2019 年下半年，随着美联储的降息预期，中资美元债的融资成本或将有所下降，利好美元债发行；另一方面，随着外债政策的收紧，预计房地产和城投新发行人或将有所减少。因此，我们预计中资美元债市场的增长将有所放缓，新发行规模将略有降温，二级市场的表现将有所减弱。

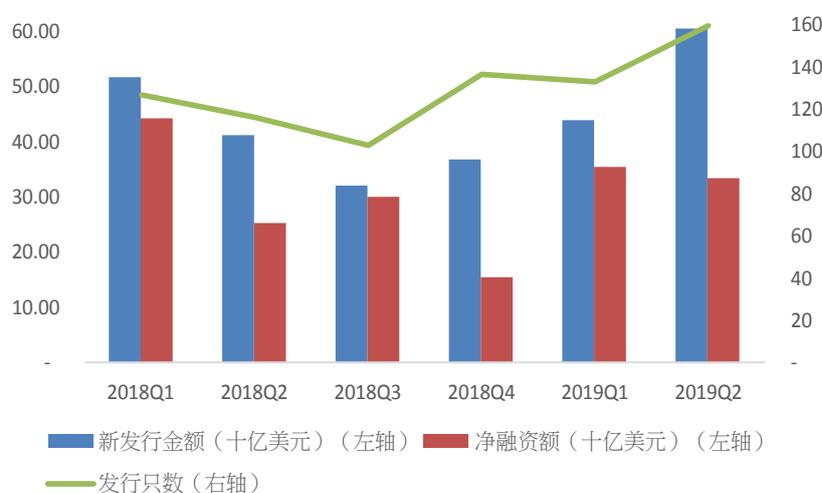
## 引言

2019年上半年，国内货币政策持续稳健，流动性相对充裕。随着信心的逐步恢复，投资者配置中资美元债<sup>1</sup>的意愿有所增强。另一方面，美联储释放鸽派信号，美国国债收益率呈下降趋势，中美国债利差不断扩大，发行美元债券的相对成本下降。叠加发行人再融资需求的增长和境外债券发行额度有效期的延长，中资企业发行美元债券的意愿有所增强。2019年上半年，中资美元债市场出现更多新发行人，发行规模亦有所上升。然而，随着中国经济增速放缓，部分中资发行人的信用质量减弱，中资美元债市场的信用风险有所暴露。

## 一级市场

由于融资环境的改善和中资美元债偿债高峰期的临近，中资美元债发行量持续增长。2019年以来，中国政府继续实施相对宽松的货币政策，如降低存款准备金率<sup>2</sup>等，融资环境有所改善。此外，自2019年开始，中资企业，特别是房地产企业，将面临美元债的偿债高峰期，2019年至2021年将分别有886.9亿美元、1063.6亿美元和1118.1亿美元的中资美元债到期<sup>3</sup>。受这些因素的影响，中资美元债发行量持续增长。2019上半年，174家中资发行人共发行了293只美元债，发行金额为1047.4亿美元，同比增长12.43%，环比增长51.97%。2019上半年净融资金额为689.7亿美元，同比小幅下降1.06%。

图 1：2018~2019Q2 中资美元债发行情况



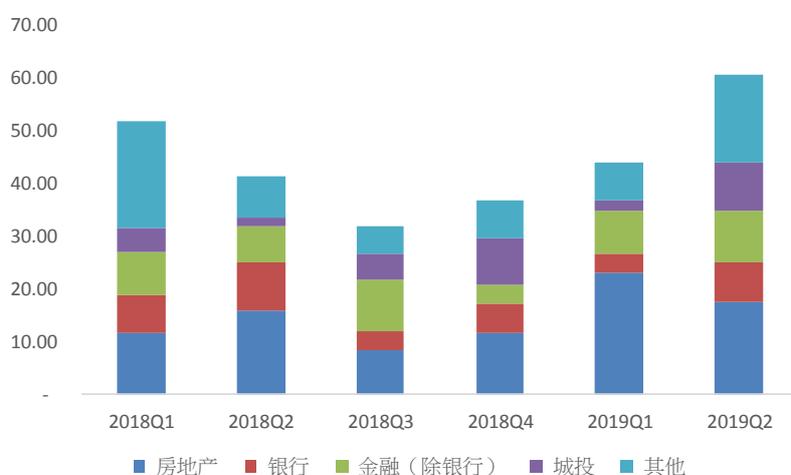
数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

<sup>1</sup> 指由中资企业在境外发行的美元债，统计不含 CD。

<sup>2</sup> 一月，中国人民银行分两次降低存款准备金率 1 个百分点，释放 1.5 万亿人民币流动性。

<sup>3</sup> 统计口径为 2019 年 1 月 1 日的到期金额。

图 2：2018~2019Q2 中资美元债发行金额按行业分布(十亿美元)



数据来源: Bloomberg, 中诚信亚大整理

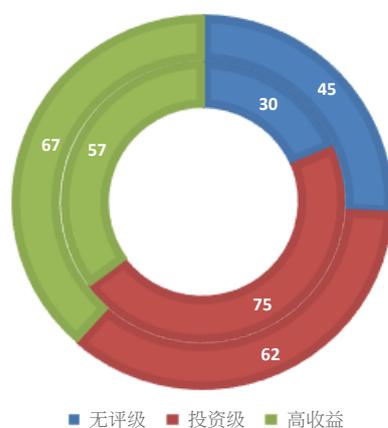
**中资房地产美元债发行量创新高。**2019年上半年, 57家发行人共发行房地产美元债103只, 其中只有7家是新发行人, 发行金额达到创纪录的406.0亿美元, 同比增长48.73%, 占发行总额的38.76%。2019年第一季度, 随着融资环境的改善和再融资需求的增加, 房地产美元债发行金额同比增长99.35%, 达到205.5亿美元, 占发行总额的52.39%。但是, 随着银保监会发布23号文, 明确要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资, 重点申明了对银行、信托等金融机构对房地产行业的放款加强监管工作, 房企的融资环境逐步收紧, 房地产美元债发行量在2019年第二季度放缓至175.5亿美元, 环比下降23.84%, 占发行总额的比重下降至28.89%。

**城投美元债发行量同比大幅增长, 逾80%集中在第二季度发行。**2019年上半年, 37家发行人共发行城投美元债38只, 其中新发行人达到19家, 发行总额109.8亿美元, 同比增长76.89%。2019年第一季度, 由于取消了“单50%限制”<sup>4</sup>和境内融资成本下降, 城投企业部分融资需求回流境内市场, 境内城投债发行量同比增长50.28%, 达到8270亿元人民币, 而境外城投债较上年同期减少56.94%, 至20.1亿美元, 仅占发行总额的4.56%。2019年第二季度, 为赶上境外债券发行批文有效期的最后期限, 城投美元债发行量反弹至89.7亿美元, 为一季度发行量的4倍, 占2019年上半年城投美元债发行总量的81.69%。其中, 6月份城投美元债发行量为49.3亿美元, 是2019年上半年最大的月度发行量。6月6日, 国家发改委发布了666号文, 对境外债券的发行进行了限制, 如要求地方政府融资工具发行的境外债券只能用于偿还一年内到期的中长期债务, 以防止境外的信用风险。城投板块的境外融资渠道受到限制, 我们预计受此影响, 2019年下半年新的城投发行人和城投美元债数量将有所减少。

<sup>4</sup> 2019年3月, 上海及深圳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。

**高收益和无评级发行人占比上升。**2019年上半年，共有174家美元债发行人，其中129家获得国际评级。在有评级的发行人中，房地产板块占比最大，为41.09%，而2018年下半年为24.24%。由于大部分中资房地产发行人无法获得外国评级机构（包括穆迪、标普和惠誉）的投资评级，2019年上半年，86.79%的中资房地产发行人均为高收益评级。由于高收益房地产发行人比例较高，2019年上半年高收益发行人总体占比上升至51.94%，而2018年下半年为43.18%。此外，无评级主体占发行人总数的比例为25.86%，高于2018年下半年的18.52%，美元债市场的评级缺失情况仍然严重。45家无评级发行人中，一半为新发行人。从行业分布来看，城投发行人有近半数是无评级发行，占比最高。

图3：2018年下半年和2019年上半年发行人级别分布<sup>5</sup>



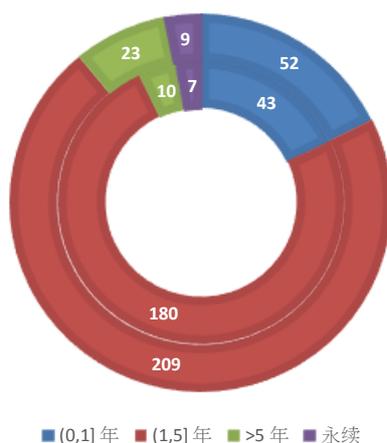
数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

**平均发行期限略有上升，长期债券<sup>6</sup>发行数量有所增加。**2019年上半年，中资美元债平均发行期限<sup>7</sup>为3.3年，略高于2018年下半年的3.0年。腾讯控股有限公司和中国化工集团有限公司分别发行了30年期债券，剔除它们的影响后，平均发行期限与2018年下半年接近。发行期限集中在1-5年，占发行总数的71.33%。但由于美国国债收益率曲线趋平，长期债券发行成本有所下降，长期债券发行数量于2019年上半年同比增长130.00%，达到23只，占比增长3.68个百分点，达到7.85%。

<sup>5</sup> 内环为2018年下半年数；外环为2019年上半年数

<sup>6</sup> 年期为5年以上的债券

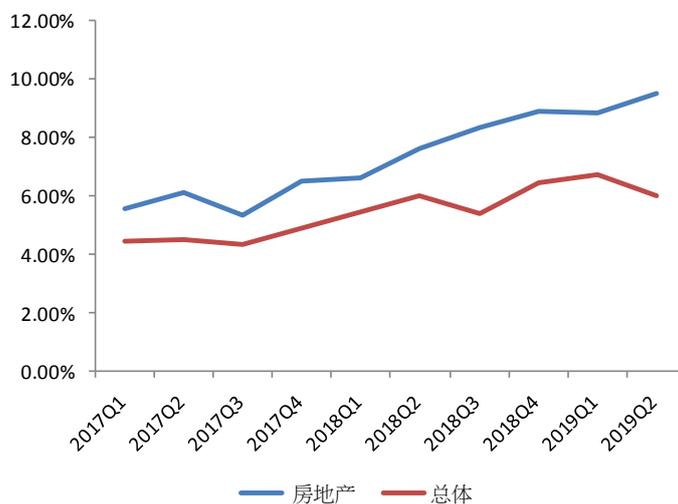
<sup>7</sup> 统计口径不包括永续债券

图 4：2018 年下半年和 2019 年上半年发行只数按年期分布<sup>8</sup>

数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

由于房地产美元债占比的变化，平均票面利率<sup>9</sup>被推高。由于房地产美元债券占比增加（从 2018 年下半年的 22.50% 增加到 2019 年上半年的 35.15%），平均发行息票率从 2018 年下半年的 6.01% 增加到 2019 年上半年的 6.32%。2019 年第一季度，由于高收益房地产美元债的发行量占总发行量的近一半，尽管房地产美元债的平均票面利率略有下降至 8.83%，但总体平均票面利率仍从 2018 年第四季度的 6.44% 上升至 6.71%。2019 年第二季度，房地产美元债占比下降至 27.50%。因此，尽管房地产美元债券的平均融资成本有所增加，但整体发行成本在 2019 年第二季度降至 5.99%。

图 5：2017~2019Q2 平均发行票息



数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

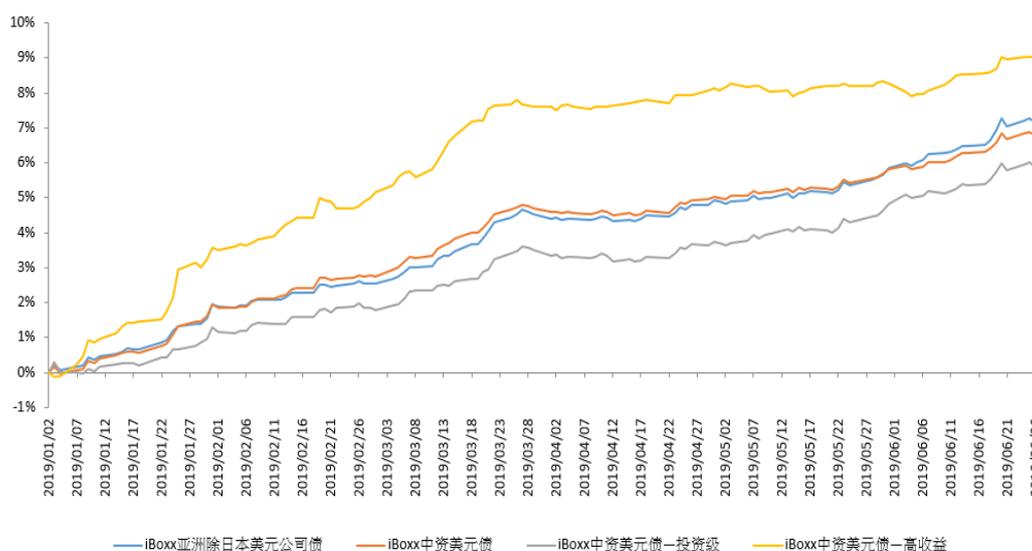
<sup>8</sup> 内环为 2018 年下半年数；外环为 2019 年上半年数

<sup>9</sup> 统计口径为固定票面利率，没有回购及回售条款的债券

## 二级市场

受全球投资者风险偏好改善以及中国国内流动性增加所支持，中资美元债市场2018年末低位反弹，并在2019年上半年进入牛市。根据iBoxx相关指数显示，2019年上半年中资美元债回报率达6.96%，其中投资级债券回报率6.06%，高收益债券回报率9.22%。信用利差方面，亚洲投资级及高收益美元债券平均利差分别下降32.7bps和173.8bps，反映市场情绪转好。

图 6：2019 年上半年中资美元债回报率走势<sup>10</sup>



数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

投资者的风险偏好随着宏观市场环境转变而变化，第一季度与第二季度中资美元债的二级市场表现分化。2019年上半年，房地产债券表现最佳，半年度总回报率达9.6%，其次是金融机构（7.3%）、主权（7.2%）和非金融机构（6.6%）。其中，非主权债券第一季度回报率高于第二季度（见表1）。此外，第一季度高收益债券表现优于投资级债券，但第二季度投资级债券表现则优于高收益债券。主要由于5月份政府出台相关债券发行调控政策，导致投资者转趋审慎，更偏好风险较低的债券资产。2019年第二季度，投资级的非金融、金融和房地产债券回报率分别为2.6%、2.3%和2.9%，而高收益的非金融、金融和房地产债券回报率分别为1.6%、-0.3%和1.8%。

<sup>10</sup> 回报率计算公式: [(指数值 T1/指数值 T0)-1]

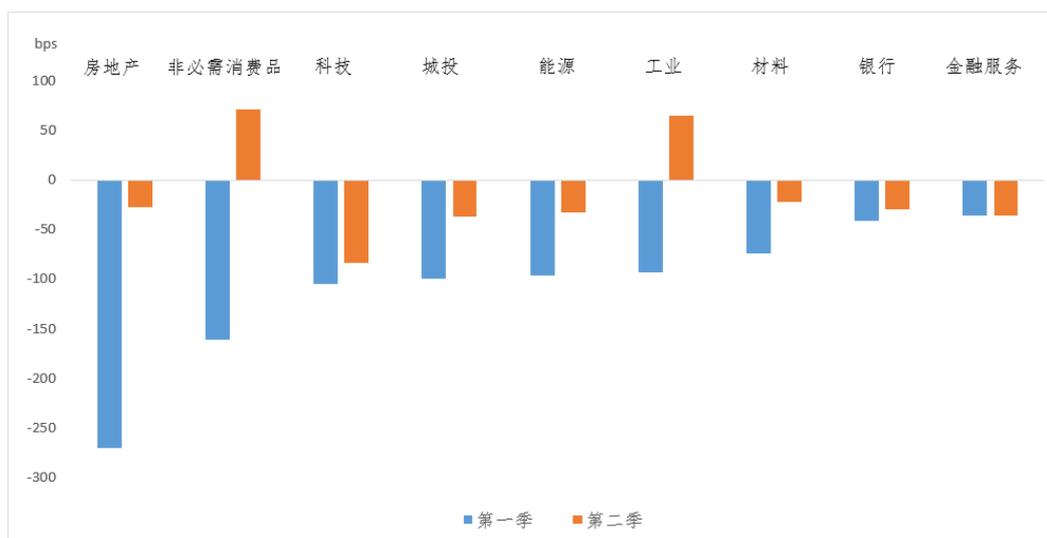
表 1: 2019 年上半年中资美元债回报率(按行业分类)<sup>11</sup>

Markit iBoxx 中资美元债回报指数	第一季	第二季	上半年
<b>非金融 TRI</b>	4.0%	2.5%	6.6%
- 投资级 TRI	3.6%	2.6%	6.3%
- 高收益 TRI	6.5%	1.6%	8.3%
<b>金融 TRI</b>	5.3%	1.9%	7.3%
- 投资级 TRI	3.4%	2.3%	5.8%
- 高收益 TRI	6.2%	-0.3%	5.9%
<b>房地产 TRI</b>	7.3%	2.1%	9.6%
- 投资级 TRI	4.7%	2.9%	7.7%
- 高收益 TRI	8.6%	1.8%	10.5%
<b>主权 TRI</b>	3.3%	3.8%	7.2%

数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

2019 年第一季度所有行业债券收益率普遍下降, 第二季度则出现分化。第一季度, 房地产债券收益表现显著下降 270.9bps, 为季度内表现最好的行业, 其次是非必需消费品(下降 160.6bps)、科技(下降 104.5bps)、城投(下降 99.7bps)和能源(下降 96.7bps)。然而, 第二季度房地产债券(下降 27.3bps)收益表现则较其他行业差, 例如科技(下降 83.7bps)、城投(下降 37.1bps)和金融服务(下降 35.8bps)。非必需消费品及工业类债券收益率分别上升 239.6bps 和 64.7bps。主要是受行业内个别企业, 如天津物产集团, 出现某些风险事件或信用质量下行所致。除个别企业外, 这些行业内的企业债券收益率普遍下降。

图 7: 2019 年上半年中资美元债收益率变化(按行业分类)



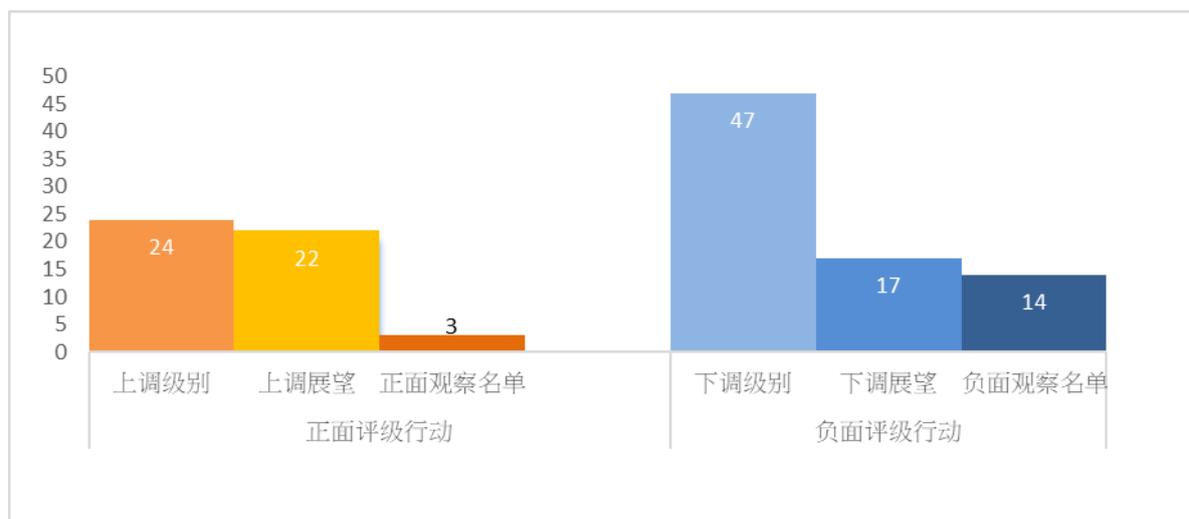
数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

<sup>11</sup> 回报率计算公式: [(指数值 T1/指数值 T0)-1]

## 评级调整与信用事件

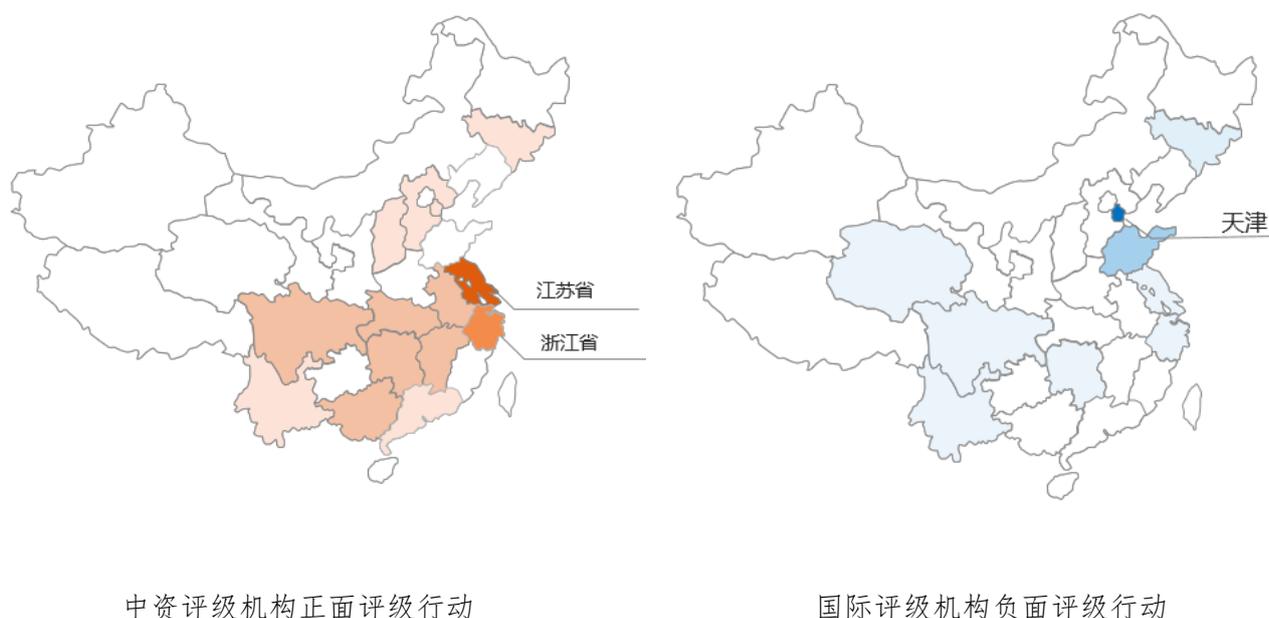
2019年上半年，在岸以及离岸债券市场的负面评级行动占比均有所上升。分市场来看，境内市场2019年上半年主体评级下调60次，占主体评级调整行动的比例为32.79%，同比增长3.86个百分点。由于民营企业债券融资环境尚未有实质性改善，主体下调主要集中在民营企业，占下调总数的76.67%。离岸市场中负面评级行动次数达47次，涉及32个发行主体，占评级变动总数的66.20%，主要集中在房地产、城投、工业和非必需消费品等行业。国际评级机构的调级结果显示，负面评级行动在中资美元债市场中所占比例较大。

图 8：2019 年上半年国际评级机构调级情况(次)



数据来源: Bloomberg, 中诚信亚太整理

中外评级机构针对境内外城投企业的评级行动呈现分化态势。分市场来看，中资评级机构上半年对城投企业未出现下调，上调评级的城投企业主体共计79家，主要原因为地区经济发展、政府支持增加以及自身经营能力提升。上调企业主要集中在经济较为发达的东部沿海省份。相比之下，国际评级机构对8家中资美元债城投企业主体进行级别下调，仅对一个城投企业主体进行级别上调。此外，9家城投企业主体展望被下调为负面。具体来看，负面评级行动主要与政府相关主体降级有关，多伴随地方政府财政实力减弱。例如，4家天津城投企业在天津市政府信用资质被调降后降级，主要原因为经济增长放缓、反周期财政措施以及政府相关主体风险上升。2019年上半年，有17家城投企业涉及非标债务违约事件，违约主体主要集中在中西部等债务压力较大的地区。从涉及产品来看，主要违约产品为信托计划。中诚信亚太认为，公开市场出现城投企业违约的可能性依然很低，但面对境内非标违约的增加，需警惕其信用风险向公开市场蔓延。

图 9：2019 年上半年城投企业主体评级行动<sup>12</sup>（按省份划分）

数据来源: Bloomberg, Wind, 中诚信亚太整理

境内违约事件频发，但其风险尚未完全传导至中资美元债市场，个体事件风险值得关注。2019年上半年，境内共有38家主体发生违约，其中新增违约主体有21家，仍然以民营企业为主。此外，上半年债券延期兑付的情况明显增多。主要违约原因包括盈利下降、企业业务发展过度扩张、融资压力大、公司治理问题等。境内违约事件对中资美元债市场影响相对有限。境外市场上半年有5家中资企业出现信用事件（见表2）。此外，近期上市公司黑天鹅事件频发引发市场担忧。7月3日，新城控股集团股份有限公司及新城发展控股有限公司的实际控制人、前董事长因个人原因被上海市公安局刑事拘留，事件导致新城系股票及债券价格双双受压。综合来看，境外市场发生的信用事件均为个别事件，但个体风险事件对于整体市场的影响值得关注。

表 2：2019 年上半年中资发行人境外市场信用事件

企业简称	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。
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年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。

<sup>12</sup> 图9中颜色深浅代表该省份评级行动次数，颜色越深代表评级行动次数越多。

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。
天津物产	天津物产集团有限公司旗下的“长安资产天津物产浩英1号专项资产管理计划”原应于6月21日向资管计划支付的贷款利息未付，已构成实际违约。据报导，天津物产集团已成立债委会，由工商银行牵头，工商银行天津分行未对进展情况做出回应。天津物产出现债务危机以来，市场反应强烈，其多只境外美元债均出现下跌。

数据来源:中诚信亚太整理

## 展望

鉴于美国经济数据走弱的预期，我们预计美联储将在2019年下半年降息两次，这可能降低中资美元债的融资成本，有利于中资美元债的发行。另一方面，为了控制中资境外债券市场的债务风险，国家发改委先后发布了666号文和778号文<sup>13</sup>，境外债券发行政策有所收紧，限制了新的房地产和城投发行人进入美元债市场。因此，我们预计，2019年下半年中资美元债市场的增长或将有所放缓，新发行规模将略有降温。对于二级市场，由于对全球经济衰退风险、中美贸易战和英国脱欧的担忧，我们预计，与2019年上半年相比，中资美元债的表现将有所减弱，投资者更愿意投资于评级较高的债券。考虑到全球货币宽松的趋势，市场流动性有望改善，中资美元债市场不太可能出现大量新违约，但仍需关注境内违约事件对境外市场的传导和个别信用事件对市场的影响。

<sup>13</sup> 7月12日，国家发改委发布《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》。通知要求完善房地产企业发行外债备案登记管理，强化市场约束机制，防范房地产企业发行外债可能存在的风险，促进房地产市场平稳健康发展。

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>



**中诚信国际信用评级有限责任公司**

地址: 北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼  
邮编: 100020  
电话: (8610) 66428877  
传真: (8610) 66426100  
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd  
Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610)66428877  
Fax: (8610)66426100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>