

# 自贸区债券回顾 及展望



中國誠信(亞太)信用評級有限公司  
CHINA CHENGXIN (ASIA PACIFIC) CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED

## 分析师

王国威

+852-2860 7134

[george\\_wang@ccxap.com](mailto:george_wang@ccxap.com)

林豪

+852-2860 7128

[allen\\_lin@ccxap.com](mailto:allen_lin@ccxap.com)

## 其他联系人

胡辰雯

+852-2860 7120

[elle\\_hu@ccxap.com](mailto:elle_hu@ccxap.com)

2023年1月20日

## 自贸区债券发行大幅增加，关注该新兴产品未来的发展潜力

### 自贸区债券基本情况

- 自贸区债券属于中资美元债和点心债外的新兴离岸债券品种。自贸区债券，亦称为明珠债，是指在中国（上海）自由贸易试验区采用国际发行准则发行，面向已开立自由贸易账户的区内及境外机构投资者所发行的债券品种。
- 国务院、中国人民银行、中债登以及国家发改委等监管部门逐步完善自贸区债券政策法规，为离岸债券市场创造拓展机会。在政策和相关制度的支持下，自贸区债券发行和操作流程逐步成熟，市场配套也不断完善，为其后续的发展奠定了基础。
- 自贸区债券与中资美元债在发行主体、发行要素、法律适用及信息披露规则以及业务流程方面要求是一致的，但在投资者构成、挂牌上市、登记托管机构、承销机构以及利率定价方面有所不同。
- 对比境内债券品种和境外其他债券品种，自贸区债券具一定优势。自贸区债券市场介于境内市场和传统境外市场之间，但具有独立的定位，在发行、交易、结算等多方面具独特性。不仅有助于企业扩展融资渠道，也有助于吸引境外投资者参与境内债券投资。

### 自贸区债券发行情况

- **2022 年中美利差倒挂，部分企业选择在自贸区发行人民币债券，自贸区债券新发行大幅增加。**自贸区债券目前处于迸发期，存续自贸区债券在中资境外债的占比不到 1%。2022 年自贸区债券新发行大幅增加至 55 只，发行规模折合人民币 356.3 亿元。按月份看，10 月、11 月和 12 月为自贸区债券发行高峰，新发行连续三个月上升，发行金额分别为 36.4 亿元、66.6 亿元和 143.6 亿元。
- **直接发行和备用信用证发行为主要发行结构。**从发行结构来看，自贸区债券通过多元化结构发行，包括直接发行、担保发行、维好协议和 SBLC 等，其中以直接发行和 SBLC 为主，发行金额分别为 200.8 亿元和 164.4 亿元，分别占了总发行的 49%和 40%。
- **自贸区债券兼容多种币种，以离岸人民币为特色。**从自贸区债券的发行币种来看，人民币为主要发行币种，占总发行量的 92%，美元及欧元分别为 7%和 1%。
- **自贸区债券发行人集中在华东地区，而中西部也有所突破。**从地区来看，自贸区债券发行人主要集中在华东地区，包括浙江、山东和江苏等，其中浙江最多共发行 20 只自贸区债券，发行金额约 120.2 亿元。
- **为增加流动性，自贸区债券积极在境外交易所挂牌。**按发行金额来看，自贸区债券主要集中在澳交所上市，占比 69%，新交所占比 15%，剩余 16%未上市。
- **自贸区债券发行期限以中短期限为主，3 年期为主要发行期限。**3 年期期限的自贸区债券发行金额为 375.0 亿元，占总发行量的 91%。
- **自贸区债券大部分以无评级发行。**自贸区债券中大部分发行人无国际评级，有评级主体以投资级为主。从债项评级来看，自贸区债券以无评级发行为主，目前只有少数自贸区债券获得国际评级。

### 自贸区债券展望

- 自贸区债处于起步阶段，法律法规尚未完善和发行中存在较多的不确定性。随着自贸区债券市场上越来越多成功发行案例的出现，以及法律框架和市场配套等逐步完善，自贸区债券会得到越来越多资本市场参与者的青睐，未来具备较大的市场发展潜力。

## 引言

自贸区债券是近年来新兴的离岸债券类型，自 2016 年上海市政府发行首笔自贸区债券以来逐步发展，但数年间自贸区债券的发行屈指可数。从市场监管来看，监管机构对企业发行自贸区债券的监管要求与企业发行境外债的要求一致，而自贸区债券被视为发展创新跨境债券市场和促进人民币国际化的一项举措。随着人民币国际市场地位的不断提升，当前国际机构对人民币资产的配置越来越重视，自贸区债券首当其冲成为境外投资者进入中国市场的重要选择之一，同时也为中资企业增强融资灵活性提供了新路径。2019-2022 年总共发行 62 只自贸区债券，发行规模折合人民币约 411.6 亿元。其中 2022 年，受到汇率波动、美元加息等诸多因素的影响，传统境外美元债券的发行成本大幅提升，相反，自贸区债券受益于政策支持和境内宽松的货币政策，这一新兴的债券品种受到了市场的广泛关注和发行人的青睐。自贸区债券新发行大幅增加，由 2021 年的 6 只增加至 2022 年的 55 只，2022 年发行规模折合人民币 356.3 亿元。越来越多企业在此机遇下考虑发行自贸区债券，自贸区债券目前处于进发期，存续金额占中资境外债总规模不到 1%，其中主要发行主体为城投企业，主要发行币种为人民币，未来发行规模具一定的增长空间。

## 自贸区债券基本情况

**自贸区债券属于中资美元债和点心债外的新兴离岸债券品种。**自贸区债券全称中国（上海）自由贸易实验区债券，亦称为明珠债，是指在中国（上海）自由贸易试验区采用国际发行准则发行，面向已开立自由贸易账户的区内及境外机构投资者所发行的债券品种。从目前的监管体看，自贸区债券可以视同传统境外债，是依托自贸区开放政策，汇集区内及境外资本助理实体经济发展的创新品种。**从发行人来看**，自贸区债券发行人并非指注册在自贸区内的发行人，而是指在自贸区内发行债券的发行人，境内、自贸区内及境外的金融机构或企业均可以在自贸区进行债券融资。**从投资者来看**，根据《中央国债登记结算有限责任公司中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》规定，自贸区债券业务的投资者为符合以下条件的四大类别机构。A 类投资主体要求为已设立自贸区分账核算单元（FTU）并经过验收的境内机构；B 类投资主体要求为已开立自由贸易账户（FTA）的境内、外机构；C 类投资主体要求为已开立境外机构人民币银行结算账户（NRA）的境外机构；D 类投资主体要求为其他符合条件的境外合格机构。自贸区债券实行“境内关外”的监管制度，坚持“一线放开，二线管住”的原则，核心是通过 FTA 账户来隔离境内外资本的渗透，实现金融风险的缓冲。

**国务院、中国人民银行、中债登以及国家发改委等监管部门逐步完善自贸区债券政策法规，为离岸债券市场创造拓展机会。**2013 年 9 月，国务院颁布《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》，提出在上海自贸区内加快金融制度创新，深化外债管理方式改革，促进跨境融资便利化。2013 年 12 月，中国人民银行颁布《关于金融支持中国（上海）自由贸易试验区建设的意见》，提出了促进上海自贸区内对外融资便利化的指导意见。2016 年 9 月，中央国债登记结算有限责任公司发布《中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》，为上海自贸区债券的发行、登记、托管及交易结算提供业务操作流程指引。2019 年 1 月，中国人民银行，国家发展改革委、科技部等部门联合印发《上海国际金融中心建设行动计划（2018-2020 年）》，提出要扩大金融市场对外开放，开展跨境投融资业务，扩大境内机构境外发行债券的主体类型和地域范围，规范境外机构在境内发行人民币债券，并支持“一带一路”沿线国家和地区在上海发行债券。在政策和相关制度的支持下，发行和操作流程逐步成熟，市场配套也不断完善，为自贸区债券后续的发展奠定了基础。

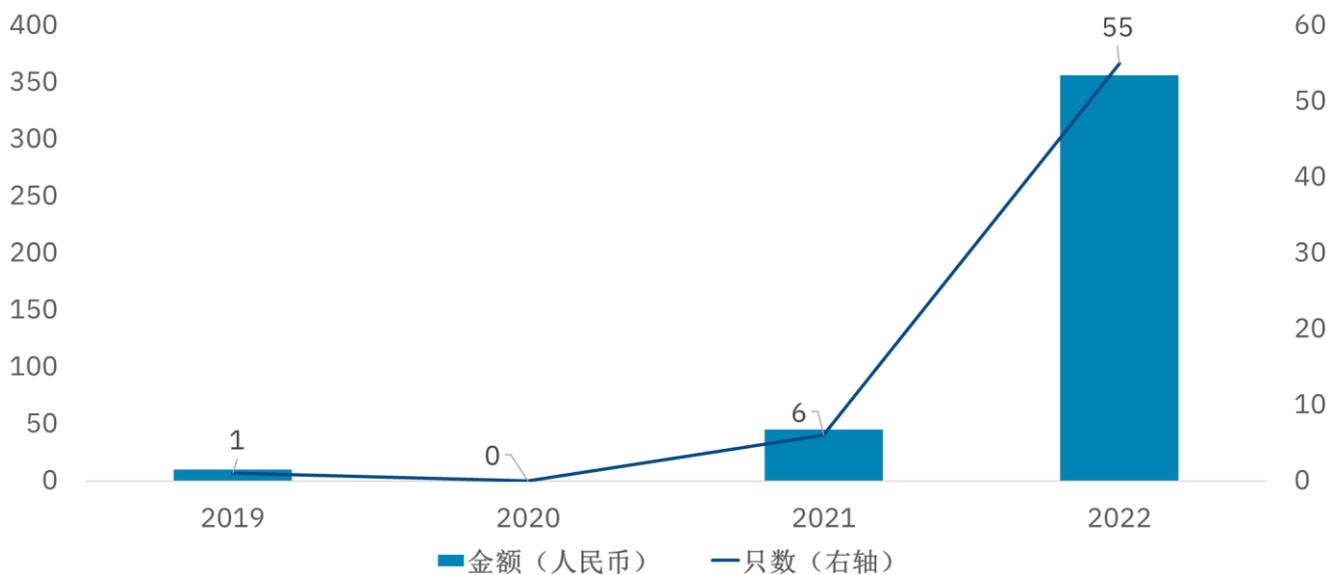
自贸区债券与中资美元债在发行主体、发行要素、法律适用及信息披露规则以及业务流程方面要求一致，但在投资者构成、挂牌上市、登记托管机构、承销机构以及利率定价方面有所不同。在投资者构成方面，中资美元债主要是境内银行、自贸区 FTA 以及境外投资机构等，然而自贸区债券主要为自贸区 FTA 和以自贸区银行为主的境外投资机构。在挂牌上市安排方面，中资美元债通常为香港联交所以及新加坡交易所（“新交所”），自贸区债券通常为中华（澳门）金融资产交易股份有限公司（“澳交所”）和新交所。在登记托管机构方面，中资美元债主要为欧洲清算银行以及明讯银行，自贸区债券为中央国债登记结算有限责任公司。在承销机构方面，中资美元债一般为境外持牌机构，自贸区债券暂无明确规定，从过往案例来看，有境外持牌机构以及境内券商参与。在利率定价方面，中资美元债受境外美元市场影响较大，今年 3 月美联储踏入加息周期，发行成本相较往年都有所上升，自贸区债区受离岸人民币或发行的币种头寸影响较大，2022 年部分中资企业因成本考虑转向发行自贸区债券。

对比境内债券品种和境外其他债券品种，自贸区债券具一定优势。自贸区债券市场介于境内市场和传统境外市场之间，但具有独立的定位，在发行、交易、结算等多方面展示了其独特性，与境内债券及传统的境外债券有一定的差别。自贸区债券不仅有助于企业扩展融资渠道，也有助于吸引境外投资者参与境内债券投资。**相对境内债券品种**，自贸区债券优势包括：（1）拓展企业的融资渠道，令企业的外债有更多的选择，（2）主体资质可以更加灵活；（3）自贸区债券的申报流程也更为简捷；以及（4）自贸区债券的跨币种优势也更突出，自贸区债券除了以离岸人民币为特色同时也兼容多种外币，满足发行人的本外币的融资需求。**相对境外其他债券品种**，自贸区债券优势包括：（1）发行人选择本币参与跨境清算、决算，从而避免其他外币的利率及汇率风险；（2）发行人可以透过参与自贸区市场规避已涉险市场（中资美元债）的价格和流动性风险；（3）发行人在发行自贸区债券能够选择适用中资司法裁判机构和金融基础设施，有效规避地缘政治风险；以及（4）自贸区债券更会得到自贸区内金融机构的积极参投。

## 自贸区债发行情况

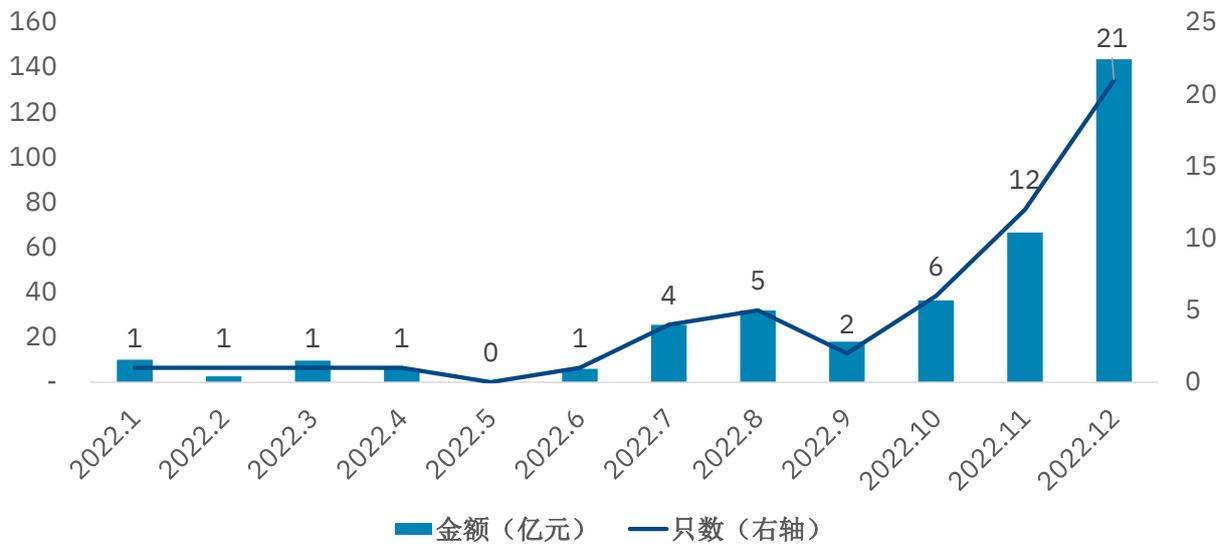
**2022 年中美利差倒挂，促使部分企业选择在自贸区发行人民币债券，自贸区债券新发行大幅增加。**自贸区债券目前处于迸发期，存续自贸区债券在中资境外债的占比不到 1%。2016 年上海市政府发行首只自贸区债券，直至 2019 年末南京东南国资投资集团有限责任公司发行首只公司类信用债。2020 年无新发行；2021 年共有 6 只自贸区债券发行；2022 年在中美利差倒挂的背景下，部分产业和城投发行人选择在自贸区发行离岸人民币债券，新发行量呈现迸发态势。2022 年自贸区债券新发行大幅增加至 55 只，发行规模折合人民币 356.3 亿元。按月份看，10 月、11 月和 12 月为自贸区债券发行高峰，新发行规模连续三个月上升，发行金额分别为 36.4 亿元、66.6 亿元和 143.6 亿元。

图 1：2019-2022 年自贸区债券新发行规模



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

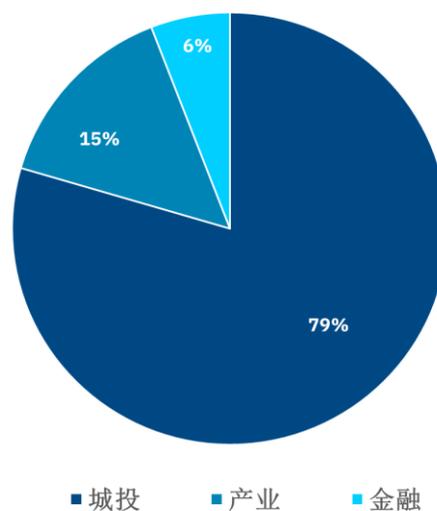
图 2：2022 年 1-12 月自贸区债券新发行规模



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

按行业分类，城投企业为自贸区债券的主要发行人，其次是产业类企业，分别占自贸区债券新发行约 79%和 15%，而交银金融租赁有限责任公司发行一只规模 24 亿元的自贸区债券，为首间发行该产品的金融机构。城投发行人方面，近年受到境内融资政策限制，部分城投企业转向境外发债获取资金，但 2022 年随着美联储连续加息，美元债的成本优势减弱，城投企业发行美元债的动力相对减少，因此其开始选择发行自贸区人民币债券，短期内存在一定增长空间。

图 3：自贸区债券行业分布

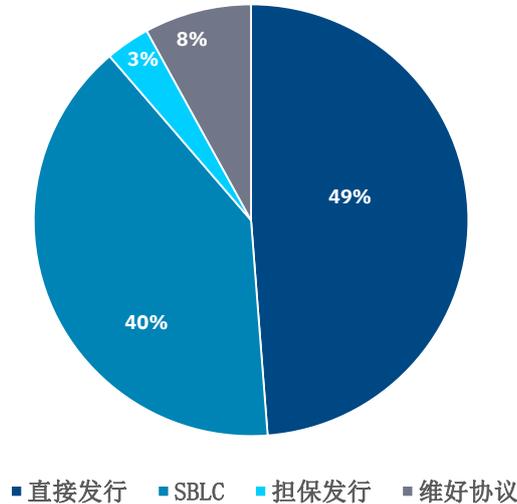


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

**直接发行和备用信用证发行为主要发行结构。**从发行结构来看，自贸区债券通过多元化结构发行，包括直接发行、担保发行、维好协议和 SBLC 等，其中以直接发行和 SBLC 为主，发行金额分别为 200.8 亿元和 164.4 亿元，分别占了总发行的 49%和 40%。随着信用风险事件增加以及境外债券市场波动，弱资质企业通过增信措施为债券的偿付提供保障，以 SBLC 发行的境外债包括自贸区债券规模增加。截至 2022 年末共有 28 只自贸区债

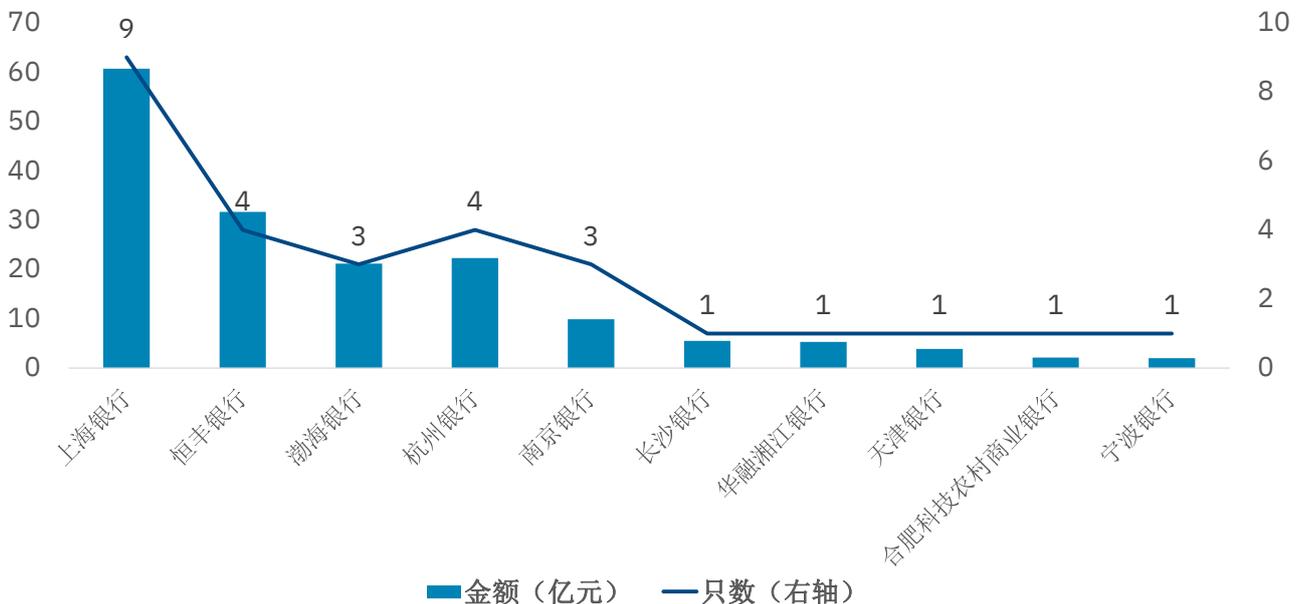
券通过 SBLC 发行，备证机构主要包括上海银行、恒丰银行及渤海银行等，其中上海银行为 9 只自贸区债券提供备证，总发行金额为 60.7 亿元，备证机构的有效保障亦得到市场充分的肯定。

图 4：自贸区债券发行结构分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图 5：自贸区债券备证行情况

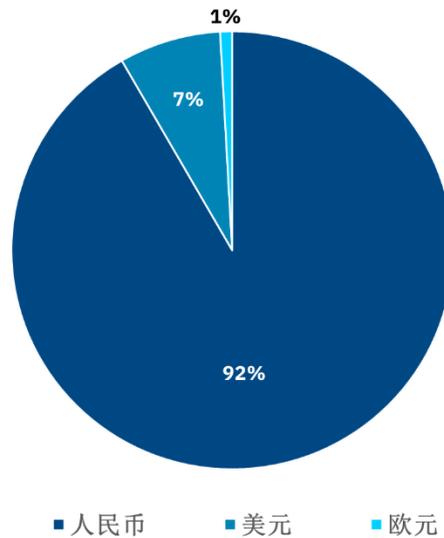


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

**自贸区债券兼容多种币种，以离岸人民币为特色。**从自贸区债券的发行币种来看，人民币为主要发行币种，占总发行量的 92%，美元及欧元分别为 7% 和 1%。相对于外币，首先人民币债券在自贸区具有一定发行优势，主要与投资者需求，市场认可度有关。其次是发行成本考虑，2022 年 3 月以来，美联储采取激进加息及缩表政策以应对居高不下的通胀，美国国债收益率持续上行，导致中资美元债整体发行成本提升，中资美元债平均票息由 2022 年第一季度的 3.08% 上升至 2022 年第四季度的 5.56%。相反，中国央行货币政策则偏宽松且保持基调一致，2022 年中美两国市场利率保持一定利差，中美利差在此期间倒挂，中美 10 年期国债利差从年初的

115 个基点下降到 12 月末的-104 个基点。而自贸区债券目前主要以人民币定价，人民币流动性对其票面利率具有重要影响。因此，美元债的成本优势减弱，部分企业开始选择发行自贸区人民币债券。

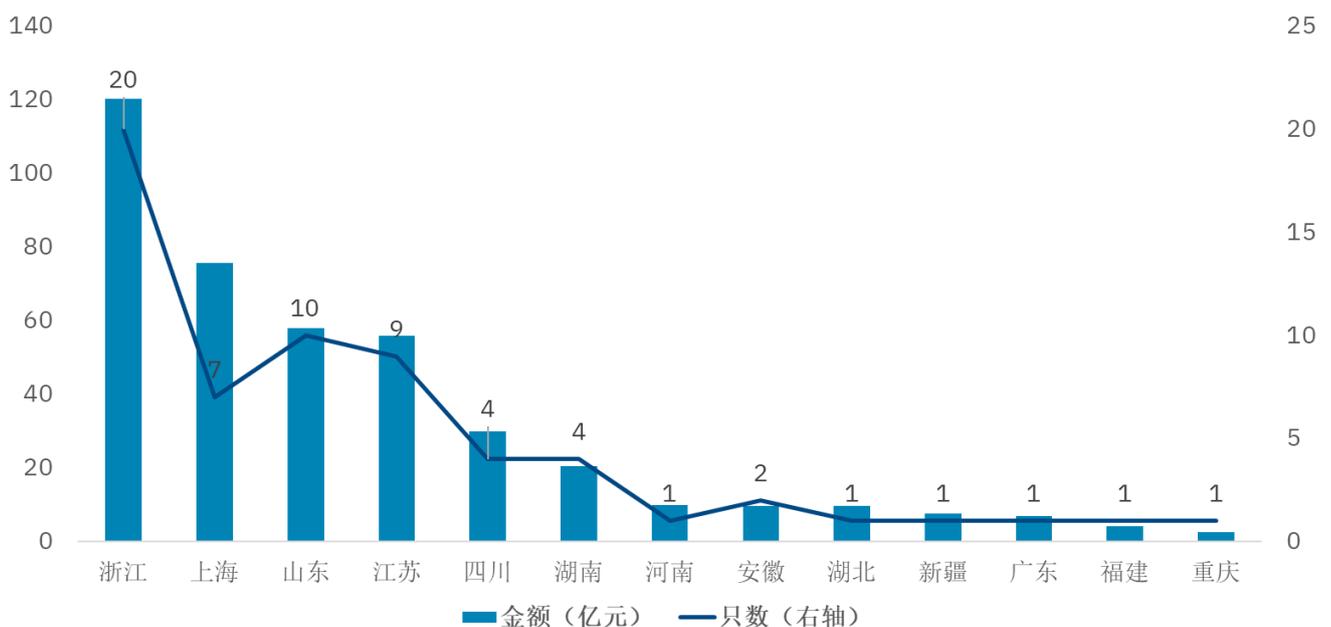
图 6：自贸区债券发行币种分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

自贸区债券发行人集中在华东地区，而中西部地区也有所突破。从地区来看，自贸区债券发行人主要集中在华东地区，包括浙江、山东和江苏等，其中浙江最多共发行 20 只自贸区债券，发行规模约 120.2 亿元，发行人包括湖州新型城市投资发展集团有限公司、绍兴市城市建设投资集团有限公司和绍兴市柯桥区建设集团有限公司等。而中西部地区也有所突破，新疆中泰（集团）有限责任公司发行一只规模 7.6 亿元债券，为新疆首只自贸区债券。重庆首只自贸区债券则由重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司发行，发行金额为 2.66 亿元。

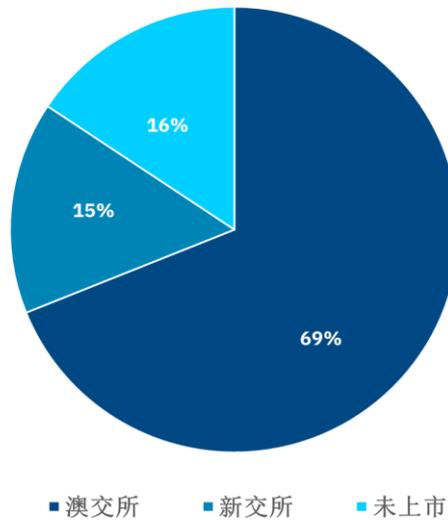
图 7：自贸区债券发行人地区分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

为增加流动性，自贸区债券积极在境外交易所挂牌。除上海市政府债券等少数在全国银行间债券市场（包含自贸区国际金融资产交易平台上）以外，大部分自贸区债券为增加流动性选择在境外交易所挂牌，上市地点主要为澳交所和新交所。按发行金额来看，自贸区债券主要集中在澳交所上市，占比 69%，新交所占比 15%，剩余 16% 未上市，其中交银金融租赁有限责任公司所发行的首只金融机构自贸区债券同时在新交所和澳交所上市。

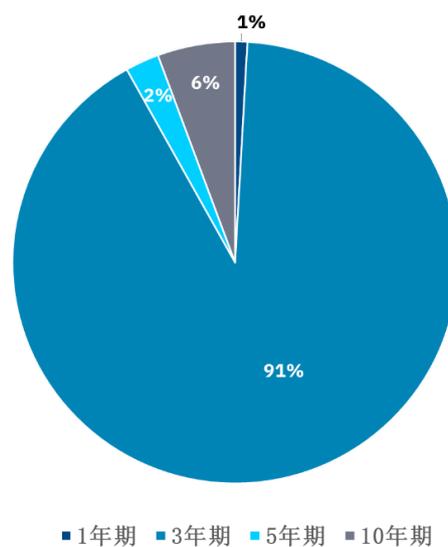
图 8：自贸区债券挂牌交易场所



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

自贸区债券发行期限以中短期限为主，3 年期为主要发行期限。3 年期的自贸区债券发行金额为 375.0 亿元，占总行量的 91%，其次是 10 年期（6%）、5 年期（2%）和 1 年期（1%）。整体而言，自贸区债券的发行期限主要以中短期为主。

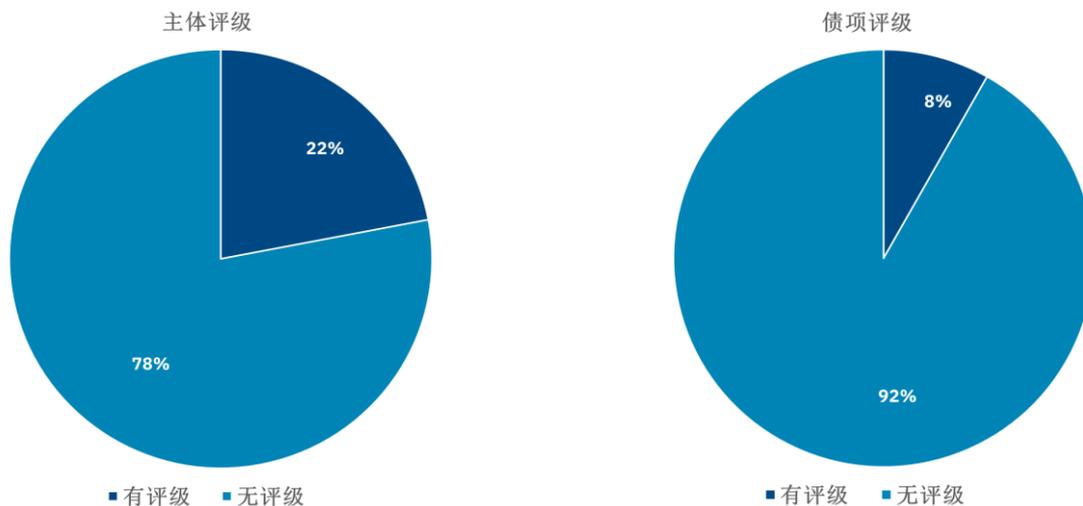
图 9：自贸区债券发行期限



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

自贸区债券大部分以无评级发行。自贸区债券中大部分发行人无国际评级，有评级主体均为投资级，其中 78% 的自贸区债券的发行主体无国际评级，而 22% 的自贸区债券的发行主体有国际评级<sup>1</sup>。从债项评级来看，自贸区债券以无评级发行为主，目前少数自贸区债券获得国际评级，其中 92% 的自贸区债券没有债项评级，8% 的自贸区债券有债项评级。从国际评级逻辑来看，自贸区债券的主体与债项评级方法论和风险考虑点与其他中资境外债产品基本一致。后续需持续关注自贸区债券评级信息缺失的问题。

图 10：自贸区债券发行人主体及债项评级



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

## 自贸区债券展望

自贸区债券给中资企业境外融资提供了新的渠道，预计自贸区债券将会成为常规美元债等境外债券的又一选择。目前，自贸区债处于起步阶段，近两年自贸区债券的发行数量和规模均呈现快速增长趋势。然而，该市场的法律法规尚未完善和发行中存在较多不确定性，更多的发行人和投资者还在观望阶段。从经济政策来看，美联储未来采取更激进的加息和缩表政策更加明确，中国央行货币政策保持偏宽松基调，预计 2023 年中美利差倒挂持续。随着常规美元债的发行成本上升，中资企业发行美元债的积极性降低；加上自贸区债券新增主体以城投企业为主，境内针对城投企业的融资政策限制增加，弱资质城投在境内融资受限下，中短期内或会选择发行自贸区人民币债券。预计 2023 年自贸区债券发行规模将进一步提升，其中主要集中在城投企业和产业类企业。但从目前来看，自贸区债的长期动力仍有待观察，债券市场的可持续发展需要更加多元化的发行人和投资者参与进来，自贸区债的发行人当前较为集中为城投企业。然而，随着自贸区债券市场上越来越多成功发行案例的出现，以及法律框架和市场配套等逐步完善，相信越来越多不同类型的发行人也会参与到自贸区债券市场，自贸区债券会得到越来越多资本市场参与者的青睐，未来具备较大的市场发展潜力。

<sup>1</sup> 包括中诚信亚太级别

©本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司(以下简称“中诚信亚太”)和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可,任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见,但不涉及其他风险,包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券,也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的,但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计,也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有,中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供,中诚信亚太相信信息是准确和可靠的,但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内,中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害,包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的;以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害,即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

#### 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19楼1904-1909室

网址: [www.ccxap.com](http://www.ccxap.com)

邮箱: [info@ccxap.com](mailto:info@ccxap.com)

电话: +852-2860 7111

传真: +852-2868 0656