

2024年01月16日

入门篇：中资美元债发展历程与 23 年复盘

——中资离岸债专题系列报告之一

相关研究

主要内容：

- 根据《企业中长期外债审核登记管理办法》（发改办外资【2023】56号令），**企业中长期外债是指中华人民共和国境内企业及其控制的境外企业或分支机构，向境外举借的、以本币或外币计价、按约定还本付息的1年期（不含）以上债务工具。**近年来，受全球低利率乃至负利率的影响，我国以中资美元债为代表的离岸债券规模快速上升。根据 Wind 数据，截至 2024 年 1 月 4 日，中资离岸债券规模为 11953.93 亿美元，其中中资美元债规模为 8726.88 亿美元，如今中资美元债已成为全球欧洲美元市场的重要组成部分。
- **中资美元债的发展可分为五个阶段，伴随资本市场开放发展，低利率环境催生融资需求。**继导入阶段（1986 年-2009 年）、快速发展期（2010 年-2014 年）、全面爆发期（2015 年-2017 年）和波动发展期（2018 年-2021 年）后，2022 年以来美债利率上行叠加中资美元债违约频发，市场认购情绪低迷，境外债发行意愿急剧下降，净融资转为负值。
- **中资美元债的发行监管体系包括国际监管政策及境内监管政策，其中境内监管政策相对严格。**国际监管主要适用于由美国证监会颁布的《1933 年证券法》修改而来的 144A 和 Regs 条例；境内监管政策主要是由发改委、中国外管局、中国人民银行等监管部门，在综合评估外债风险后制定实施的各类监管政策。**中资美元债发行结构以间接发行为主，跨境担保采用比例较高。**目前，以存量美元债为统计单位，在 1574 支披露了发行结构的中资美元债中，担保发行的债券数超 75%。从投资者保护性角度来看，目前的发行方式按保护性由强到弱、发行人限制由多到少依次为直接发行、担保发行、备用信用证、贷款打包、维好协议和安慰函。
- **2022 年以来中资美元市场有哪些新变化：1) 融资发行体量：从一级市场来看，22 年开始中资美元债净融资持续为负。**2023 年中资美元债净融资虽较 2022 年略有回暖，但在美联储持续加息以及中资房地产企业信用风险加剧等因素影响，**融资成本增速放缓但仍持续上升，存量市场规模持续收缩，地产板块新发债券数量大幅下滑。**2) **行业结构分布：存量中资美元债行业分布较为集中，金融机构、房地产企业、地方融资平台是中资美元债供给主力。**但 2022 年以来，房地产债券违约潮频发及地方融资平台境外融资政策收紧背景下，房企及城投中资美元债存量占比持续下降。3) **评级、久期与估值分布：存量中资美元债以投资级为主，且估值总体较高，加权久期相对较短。**目前，存量中资美元债中投资级超 50%，票面利率主要集中于[2%-5%]。但 2023 年房地产行业持续承压，新发行债券中无评级占比大幅提升。从中债估值分布来看，存量中资美元债估值在[5%,6%]之间的供给规模超 3000 亿美元，加权久期在 3 年以下，存在较大可挖掘收益空间。4) **违约情况回顾：2022 年以来基本面下滑叠加融资渠道受限背景下，房企中资美元债违约事件频发。**2021 年前中资美元债整体违约率较低，2022 年受基本面下滑及融资渠道收紧影响，房企中资美元债违约频发，2023 年违约金额及债券个数有所下降但仍处历年高位。
- **2023 年中资美元债行情复盘：23 年中资美元债指数呈先下后上趋势，全年录得正回报，投资级债券表现较好，高收益债券指数则显著下行。**分行业来看，**城投债 > 金融债 > 地产债。**金融美元债到期收益率全年围绕[7.50%，10.20%]区间波动，年末到期收益率大幅下行，指数小幅录得正回报；房地产美元债全年到期收益率上行，利差整体走扩，指数大幅下滑；1-10 月城投美元债到期收益率走势基本与中资美元债一致，10 月化债政策落地后，城投美元债到期收益率大幅下行，全年中资城投美元债表现亮眼。
- **信用风险提示：投资及发行中资美元债存在一定汇率波动风险；中资美元债到期收益率受海外宏观政策影响较大；境内外融资成本差异较大背景下，境外中资美元债发行监管政策或将进一步收紧；个体信用风险有概率引起市场担忧情绪。**

证券分析师

金倩婧 A0230513070004
jinjq@swsresearch.com
王胜 A0230511060001
wangshengq@swsresearch.com

联系人

刘晓蒙
(8621)23297818x
liuxm@swsresearch.com



目录

1. 中资美元债发展历程	5
1.1 中资美元债历史沿革：伴随资本市场开放发展，低利率环境催生融资需求	5
1.2 中资美元债监管政策变迁：境内外两重架构，境内监管在实质放松后边际趋紧	6
2. 中资美元债发行方式与发行流程	8
2.1 中资美元债发行方式一览：以间接发行为主，跨境担保采用比例较高	8
2.2 中资美元债发行流程一览：六大环节，审核登记管理制	12
3. 2022 年之后中资美元债市场有哪些新变化？	13
3.1 一级市场：净融资持续为负，融资成本上升，地产债供给大幅收缩	13
3.2 行业分布：金融、房地产、城投为存量债券主要供给	15
3.3 票面利率及估值：投资级债券票面利率主要集中于[2%-5%]，结合估值与久期分析，可挖掘收益空间较大	16
3.4 违约回顾：民营房企债券违约频发	17
4. 2023 年中资美元债市场行情复盘：回报率转负为正，投资级债券表现较好，城投>金融>房地产	18
4.1 23 年中资美元债指数先下后上，投资级表现较好	18
4.2 23 年金融美元债：跟随美债走势先下后上	19
4.3 23 年地产美元债：受基本面拖累，利差仍处高位	20
4.4 23 年城投美元债：利差窄幅波动，化债背景下收益可观	21
5. 信用风险提示	22

图表目录

图 1: 近年来中资美元债市场发行及到期情况 (亿美元)	6
图 2: 中资美元债发行只数结构分布.....	9
图 3: 直接发行.....	9
图 4: 境内母公司担保发行.....	10
图 5: 银行备用信用证发行.....	10
图 6: 维好协议发行.....	11
图 7: 安慰函发行	11
图 8: 红筹架构发行.....	11
图 9: 贷款打包发行.....	11
图 10: 中资美元债发行流程	13
图 11: 中资美元债市场存量规模及债券只数 (亿美元, 只)	14
图 12: 2023 年中资美元债市场全年净融资为负	14
图 13: 2023 年以来中美国债到期收益率利差持续走扩	14
图 14: 境内外企业融资成本发行利差持续上升.....	14
图 15: 2023 中资美元债发行统计 (只, %)	15
图 16: 2023 中资美元债发行数量占比分行业统计.....	15
图 17: 存量中资美元债规模集中在金融、房地产等行业.....	15
图 18: 房企、金融、城投占据存量美元债规模半壁江山.....	15
图 19: 存量中资美元债规模以投资级为主.....	16
图 20: 投资级债券票面利率主要集中于[2%-5%] (亿美元)	16
图 21: 存量中资美元债估值主要集中于[4%, 7%]	17
图 22: 高收益债券主要是中资房企美元债 (按存量规模计算)	17
图 23: 2023 年以来房企中资美元债违约事件频发 (亿美元, 只)	18
图 24: 2023 年中资美元债指数呈先下后上趋势	18
图 25: 中资美元债到期收益率整体随基准利率变化 (%)	18
图 26: 金融美元债到期收益率全年围绕【7.50%, 10.20%】区间波动 (% , BP)	20
图 27: 金融美元债全年录得回报率 0.65%	20

图 28: 房地产美元债全年到期收益率上行 (% ,bp)	21
图 29: 受民营房企债券持续违约拖累, 房地产美元债指数大幅下滑	21
图 30: 城投美元债到期收益率自 10 月后大幅下行.....	21
图 31: 全年中资城投美元债指数回报率较高	21
表 1: 监管政策一览.....	8

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/726043001223010034>