



中资美元债：存量结构和 违约处置



【财新网】(专栏作家 吴金铎) 受房地产企业经营状况阶段性承压影响, 近期中资美元地产债一、二级市场均出现较大波动, 中资美元地产债市场整体情绪脆弱。由于部分中资美元地产债违约, 当前中资地产债融资出现急剧收缩。今年 10 月, 中国内地房企共计发行美元债 5 只, 合计金额 10.97 亿美元, 较去年同期 44.14 亿美元的发行规模大幅下滑 75.15%。与此同时, 中资离岸地产债价格大幅下降, 估值缩水。包括恒大、花样年等在内的房企评级纷纷被国际评级机构下调。另一方面, 部分房地产企业为了规避中资美元地产债的风险传染开始自救: 如发行人将离岸美元地产债提前赎回; 或通过请求投资人进行离岸美元债信用展期等。

中资美元地产债是中资离岸债券的重要组成, 中资离岸债券是中国债市的重要组成, 在岸和离岸债券市场风险相互传导。中资美元地产债风险敞口有多大? 近期中资美元债市场波动与美联储有无关系? 中资美元地产债在脆弱的市场情绪下如何自救, 如何进行风险隔离?

1、中资离岸债存量近万亿美元, 以美元计价金融债为主

中资离岸债是指中国境内企业及其控制的境外企业或分支机构在境外如香港、澳门、新加坡等离岸市场发行的、以外币计价, 按约定以外币还本付息的债券。由于发行主体是中资企业, 又称为“功夫债”。根据 WIND 数据, 截至 11 月 3 日, 2021 年、2022 年和 2023 年中资离岸债券到期金额分别为 1535.75 亿美元、1705.81 亿美元和 1270.89 亿美元, 明年中资离岸债券到期规模是近三年的最大值。总量上看, 目前中资离岸债存量

总规模 9486 亿美元（时间截至 11 月 3 日），较 2020 年末增长 5.79%。

中资离岸债券除了以美元计价，还有港币、欧元，新加坡元等计价的中资离岸债券。截至 11 月 3 日，中资离岸债券存量规模按币种分：以美元发行的债券金额 8832.98 亿美元，占比 93.12%；以欧元计价（EUR）发行的金额为 250.78 亿美元，占比 2.64%；以离岸人民币计价（CNH）发行的金额 244.05 亿美元，占比 2.57%；以港币计价（HKD）发行金额总共 92.87 亿美元，占比 0.98%；以英镑计价（GBP）发行的 30.63 亿美元，占比 0.32%；以新加坡元（SGD）计价发行的 14.04 亿美元，占比 0.15%。

按照 2020 年中国 GDP 总额 101.6 万亿（现价计算），2020 年末中资美元债存量总规模 8967.03 亿美元，以美元兑人民币中间价 6.9 计算（2020 年平均数据），2020 年中资美元债总规模占中国境内 GDP 总量的比重为 6.09%，较 2012 年 0.44% 的比重有了较大幅度提高，显示中资企业美元融资能力有了巨大提升。2015 年 9 月国家发改委发布了《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》，取消发债审批机制，实行登记制度管理，鼓励海外融资并明确资金可以在境内外自由使用。中资美元债融资企业在发改委和外管局备案发行中资美元债需执行办理备案登记、债券发行、报送发行信息和外债登记四个环节。离岸美元债发行改为备案登记制之后，中资美元债融资明显提速。

中资美元债的供给受政策影响较大。中资美元债发行影响较大的有三个监管文件：2015 年发改委 2044 号文、2019 年发改委 666 号文和

778 号文。2015 年发改委的 2044 号文将企业发行外债的额度审批制度，改为备案登记制，简化了发程序，一定程度降低了中资美元债发行门槛，之后五年左右中资美元债市场有了较大发展。2019 年发改委发布 666 号文和 778 号文。文件规定“地产及城投平台新发美元债只能适用于借新还旧”。该规定大幅限制了地产、城投平台中资美元债的发行规模，这项规定使得中资离岸债券尤其是地产和城投融资有所降温，但也有利于稳定发行人杠杆。

2、中资美元债总敞口约 1.3 万亿元人民币，中资离岸债金融行业发行约占四成

中资美元债存量中中资地产债、中资城投债和中资金融债分别为 2087 亿美元、799 亿美元和 3587 亿美元，三种占比分别为 22%、8.42%和 37.8%。目前中资美元地产债券总规模 2087 亿美元，按照美元兑人民币中间价 6.4 计算，中资美元地产债总敞口 13356.8 亿元。

按照债务主体行业，截至 11 月 3 日，中资离岸债金融行业发行金额 3612.88 亿美元，占比 38.09%；房地产发行金额 2039.25 亿美元，占比 21.5%；工业发行金额 1351.36 亿美元，占比 14.24%；能源发行金额 474.02 亿美元，占比 5%；信息技术发行金额 474.0 亿美元，占比 5%；公用事业发行金额 445.97 亿美元，占比 4.7%；可选消费发行金额 360.25 亿美元，占比 3.8%；材料发行金额 247.23 亿美元，占比 2.61%；日常消费发行金额 59.99 亿美元，占比 0.63%。

3、中资离岸债无评级债券占比七成，期限 3-5 年比重最大

按照信用等级，中资离岸债分为：高收益级、投资级和无评级离岸债券。根据 WIND 数据，截至 11 月 3 日，存量债券中无评级债券发行金额 6722.47 亿美元，占比 70.68%；A-及以上发行金额 1048.26 亿美元，占比 11.05%；BBB+至 BBB-发行金额 700.81 亿美元，占比 7.39%；BB+至 BB-发行金额 611.67 亿美元，占比 6.45%；B+至 B-发行金额 400.46 亿美元，占比 4.22%。以标普评级为例，投资级是指 BBB-以上(包括 BBB-)评级的债券；高收益级是指 BBB-以下(包括 BBB-)评级的债券。由于中资美元债不强制评级，加上国际评级耗时长、境外评级机构不熟悉中资企业或导致评级不准确或不科学，因此当前大多数中资美元债无评级。在有评级的中资美元债中，评级标准多为标普评级 BBB-及以上、惠誉评级 Baa3 及以上、穆迪评级 Baa 及以上。这与境内债券发行很大不同，境内债券发行需要有主体评级，评级机构一般为境内评级公司。

发行期限来看种子离岸债中 3-5 年期占比最大。中资离岸债券存量债券中 1-3 年期、3-5 年期、5-10 年期、永续债、10-30 年期、1 年期以下、30 年期以上的中资美元债占比分别为 23.18%、31.53%、23.41%、15.28%、4.54%、1.22%、0.84%，存量中资离岸债券期限占比最大的是 3-5 年期。

4、2021 年以来中资离岸债中可转债发行规模有史以来最大

2021 年以来中资美元债已经发行 1551.8 亿美元，其中企业债、金融债和可转债规模分别为 1055.02 亿美元、425.97 亿美元和 70.8 亿美元，

中资离岸债中可转债发行规模有史以来最大。期限来看，中资美元债发行额度由大到小依次为：1-3 年期（506.36 亿美元）、3-5 年期（473.8 亿美元）、5-10 年期（241.58 亿美元）、10 年以上期（204.38 亿美元）以及 1 年期以下（125.67 亿美元）。

表 1：中资美元债发行总额和结构

| 按类型 | 按期限 | | | | | | | | |
|------|----------|-----------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| | 开始日期 | 债券发行总额 (亿美元) | 金融债(亿 美元) | 企业债(亿 美元) | 可转债(亿 美元) | 1 年及以下 (亿美元) | 1-3 年(亿 美元) | 3-5 年(亿 美元) | 5-10 年(亿 美元) |
| 2021 | 1,551.79 | 425.97 | 1,055.02 | 70.80 | 125.67 | 506.36 | 473.81 | 241.58 | 204.38 |
| 2020 | 2,057.99 | 602.44 | 1,398.11 | 57.45 | 27.54 | 630.67 | 692.17 | 448.91 | 258.70 |
| 2019 | 1,854.85 | 499.58 | 1,282.97 | 72.30 | --- | 765.88 | 623.63 | 308.43 | 156.90 |
| 2018 | 896.80 | 342.61 | 522.78 | 31.40 | --- | 142.74 | 401.73 | 251.95 | 100.37 |
| 2017 | 1,418.50 | 602.70 | 789.94 | 25.85 | --- | --- | 642.57 | 385.43 | 390.50 |
| 2016 | 361.48 | 117.47 | 201.76 | 42.25 | --- | --- | 49.10 | 205.71 | 106.67 |
| 2015 | 368.62 | 145.77 | 203.85 | 19.00 | --- | --- | --- | 265.34 | 103.29 |
| 2014 | 328.17 | 138.57 | 184.60 | 5.00 | --- | --- | --- | 247.24 | 80.93 |
| 2013 | 225.25 | 16.50 | 208.75 | --- | --- | --- | --- | 192.75 | 32.50 |
| 2012 | 212.50 | 41.00 | 171.50 | --- | --- | --- | --- | 175.50 | 37.00 |
| 2011 | 31.50 | 10.00 | 21.50 | --- | --- | --- | --- | 7.50 | 24.00 |
| 2010 | 25.00 | --- | 10.00 | 15.00 | --- | --- | --- | --- | 25.00 |
| 2009 | 7.00 | --- | 7.00 | --- | --- | --- | --- | --- | 7.00 |
| 2008 | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 2007 | 12.50 | --- | 12.50 | --- | --- | --- | --- | --- | 12.50 |

资料来源：WIND（时间截至 11 月 3 日）

5、中资美元债、美联储缩减量宽（Taper）与 10 年期美债收益率的关系

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_29123

