

离岸债券市场 2020 年回顾 与 2021 年展望*

在“低利率”和“风险偏好收紧”的双重因素下，2020 年离岸债券市场多个领域展现出供给放量、信用资质抬升、平均久期拉长以及平均融资规模扩容等特征。以中资债券板块来看，2020 年发行端进入再融资高峰期，投资端也因为存量债券集中到期释放大量资金而进入再投资的高峰期，双向互动下市场的深度和广度在未来几年有望再次被拓展。而低利率环境为市场纵横双向延伸提供了绝佳的培育基础，对于再融资的中资发行人，可伺机置换高成本的存量外币债务；对于首次发行的优质中资发行人“走出去”也创造了友好的环境。展望 2021 年，从评级维度的表现来看，投资级板块预计将维持供需两旺，高收益板块尤其是 Single B 或者以下区域或将供过于求；从融资币种的选择来看，美元依旧是主流选择，但是人民币和欧元明年或将体现出更大的潜力和可塑性；从行业板块的供给体量来看，预计金融板块将呈现出放量的格局，地产板块发行体量有望高位上探，而央企板块以及平台类增速相对较为克制。

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：离岸债券市场研究课题组
香港分行、伦敦分行

指导：周景彤 中国银行研究院

电话：+852 3982 8869

签发人：陈卫东

审稿：周景彤

联系人：叶银丹

电话：010 - 6659 6874

- * 对外公开
- ** 全辖传阅
- *** 内参材料

离岸债券市场 2020 年回顾与 2021 年展望¹

在“低利率”和“风险偏好收紧”的双重因素下，2020 年离岸债券市场多个领域展现出供给放量、信用资质抬升、平均久期拉长以及平均融资规模扩容等特征。以中资债券板块来看，2020 年发行端进入再融资高峰期，投资端也因为存量债券集中到期释放大量资金而进入再投资的高峰期，双向互动下市场的深度和广度在未来几年有望再次被拓展。而低利率环境为市场纵横双向延伸提供了绝佳的培育基础，对于再融资的中资发行人，可伺机置换高成本的存量外币债务；对于首次发行的优质中资发行人“走出去”也创造了友好的环境。展望 2021 年，从评级维度的表现来看，投资级板块预计将维持供需两旺，高收益板块或将供过于求；从融资币种的选择来看，美元依旧是主流选择，但是人民币和欧元明年或将体现出更大的潜力和可塑性；从行业板块的供给体量来看，预计金融板块将呈现出放量的格局，地产板块发行体量有望高位上探，而央企板块以及平台类增速相对较为克制。

2020 年，在新冠疫情逻辑主线的影响下，世界主要经济体均陷入了防御性政策宽松的混沌格局。随着抗疫概念逐渐常态化，疫苗何时有效推出、经济何时全面重启、供需如何重整修复、宽松如何有序退出，诸多变量因素在相互因果关系下形成了复合型矩阵，左右着资本市场风险情绪的起伏。同期美国总统大选的摇摆和财政刺激法案的拉锯无疑提升了市场波动性和敏感度，干扰着全球资金面对于未来预期共识的形成。离岸债券市场在这个特殊的宏观背景下，迎来了到期赎回的关键大年。虽然疫情爆发初期其笼罩在全球信用急剧收缩的阴霾下一度面临间歇性停滞，但随着美元和欧元流动性外溢的持续呵护，供需出现快速反弹并及时收复了失地，凸显出较好的韧性。

作为中资企业境外融资的重要渠道，离岸债券市场因为国别风险的区分、货币的不同等因素形成了不同的市场概念。其中亚洲（非日本）G3 货币债券市场主要包含亚洲（非日本）发行人所发行的美元、欧元和日元债券；中资离岸债券主要包含中资发

¹ 离岸债券市场研究课题组，组长：彭龙飞（香港分行），组员：林子莹（香港分行）、郭茜（香港分行）、吴晓晴（香港分行）、曾湘（伦敦分行）。联系人：林子莹，+852 39828869，lavinialin@bocgroup.com。

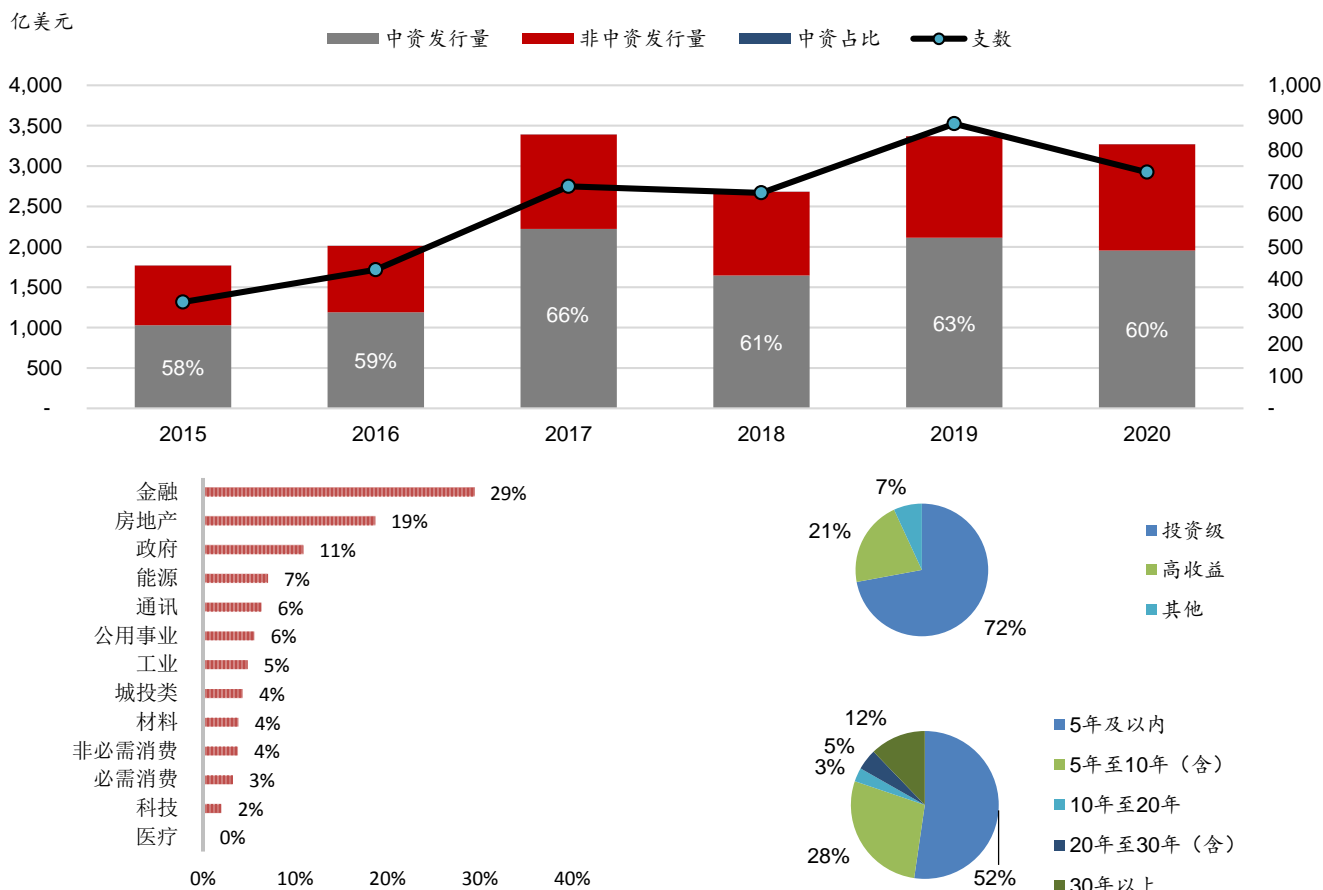
行人所发行的非人民币债券；点心债券市场是离岸人民币债券市场。相较而言，亚洲（非日本）G3 货币债券市场和中资离岸债券市场存在重叠部分，主要是中资发行人所发行的美元、日元以及欧元债券，而点心债券的涵盖范围相对独立。本文将以中资美元债券市场为主，其他市场为辅的角度，回顾并总结 2020 年中资发行人离岸融资的行为，并对 2021 年进行展望。

一、亚洲（非日本）G3 货币债券市场

总体来看，亚洲（非日本）G3 货币债券呈现供需两旺的局面，发行体量有望创下历史新高。整体特征表现为平均发行规模增加、融资平均年期延长，美元投资级债券占比进一步提升，行业高度集中化的态势轻微缓解。截至 2020 年 11 月 20 日，今年实现发行共计 751 支，较去年全年下降 17%，体量等值 3292 亿美元等值，接近去年全年水平。相应的平均发行规模等值上升至 4.5 亿美元等值，体现出利率低位运行的背景下，叠加疫情因素加大资金需求，发行端扩大融资规模的意愿主动上升，同时在流动性充裕的支撑下投资需求提升，形成了供需两旺的局面。值得注意的是，在全球低利率资产比例加深的浪潮下，亚洲 G3 货币信用资产在全球的吸引力进一步凸显，在高评级或特定行业（如 TMT 数字新媒体产业相关）一级簿记发行中美国和欧洲投资账户的参与度稳步提升，部分发行中该部分区域获配比例甚至突破了 60%。

从国别风险分布来看，2020 年中资信用比例较去年略微下降至 60%，其次为韩国，占比为 8.4%。从币种分布来看，美元体量占比维持在 93%左右，较去年上升 1%，剩余融资币种主要为欧元。评级分布数据显示，投资级体量占比明显上升八个百分点至 72%，高收益体量占比下降至 21%，无评级占比 7%，风险偏好收紧导致高收益信用资质融资难度加大，遭受被动挤出。从行业分布来看，金融类体量占比下降 1 个百分点至 29%，稳居首位；其次房地产类占比较去年下降 3 个百分点到 19%；政府类占比持稳在 11%；油气电相关的央企放量发行推升能源类占比至 7%。总的来看，行业高度集中在金融和地产类的趋势有些许缓解，但幅度有限。

图 1：亚洲（非日本）G3 货币债券发行数据概览

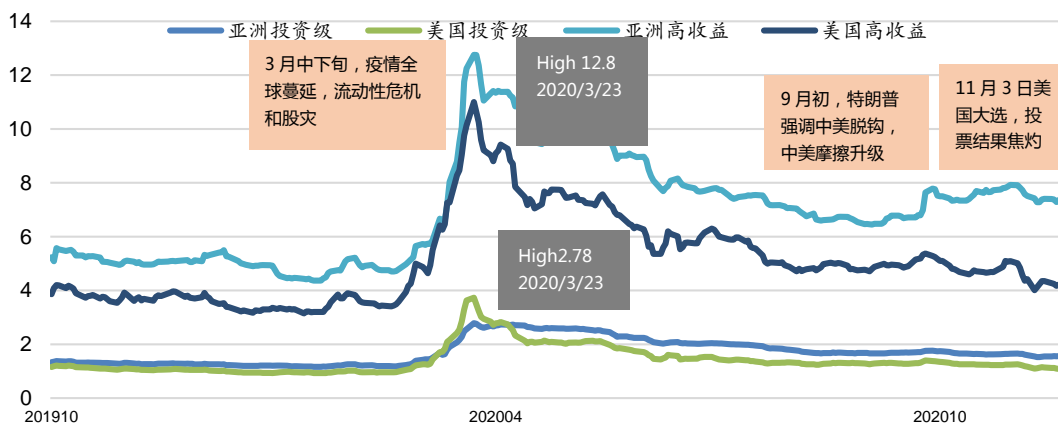


数据来源：中国银行，彭博，截至 2020/11/20

从整体走势来看，亚洲美元债券利差整体跟随美国信用市场跌宕起伏，且修复节奏略微滞后。年初延续2019年美元宽松立场的稳定预期，利差持稳在低位。随着三月底疫情蔓延全球，美元市场流动性急速收缩，风险偏好切换至“现金为王”模式，利差曲线大幅走宽，市场出现阶段性停滞。3月23日，亚洲（非日本）美元债券利差达到年内峰值，其中投资级利差触及278bp，月内走宽幅度突破120bp；高收益利差达到了1280bp，月内走宽幅度突破700bp，脆弱性凸显。四月初随着恐慌情绪逐步消化，资金开始回流新兴市场，亚洲整体信用利差进入修复阶段。从下图不难看出，亚洲（非日本）美元投资级债券在疫情爆发这类极端黑天鹅事件下的稳定性尤为凸显，利

差峰值以及走宽程度甚至低于美国投资级利差同期变化，而高收益板块波动性大于美国该板块。

图2：彭博巴克莱亚洲（非日本）美元债券利差指数（单位：利差bp/100）



数据来源：中国银行，彭博，截至 2020/11/20

从不同新兴市场年内绝对回报表现来看，今年前三季度亚洲区域美元债优于 EMEA（欧洲、中东、非洲）地区和拉美地区的其他新兴市场，回报实现了 4.56% 正增长，体现波动市场下较强的韧性；但是 EMEA 地区新兴市场信用四季度涨势更快，综合全年的表现来看，亚洲市场小幅低于 EMEA 地区。此外，投资级表现优于高收益，中部年期（5-7 年期）和长端（20 年期）的表现较优，符合基准利率下行利好中长久期券种估值表现的惯有逻辑。

图 3：亚洲和其他新兴市场债券总回报对比

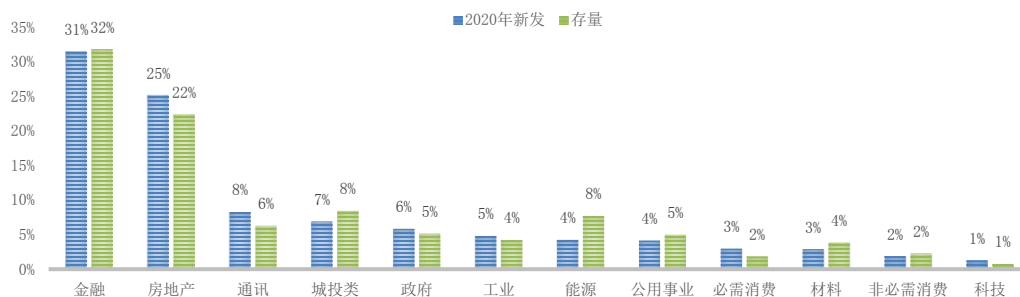
Publications		Export		Bloomberg Index Browser							
Bloomberg Barclays		Equity	Strategy	Commodity	Currency/Crypto	AusBond	My Indices				
Key Indices		All	Global	US	Pan-Euro	Asia-Pac	High Yield	Inflation	EM	Muni	Series-B
View		Generic Returns									
Index Name		Ticker	1D Rtn	MTD Rtn	YTD Rtn	As of 11/20/20					
Investment Grade		BEHGTRUU	0.13%	1.87%	6.85%	1,359					
High Yield		BEHGTRUU	0.18%	4.72%	0.50%	803					
Maturity											
1-3 Year		I12885US	0.01%	0.63%	2.55%	610					
3-5 Year		I12886US	0.05%	1.54%	3.88%	541					
5-7 Year		I12887US	0.14%	2.64%	4.53%	274					
7-10 Year		I12888US	0.12%	3.03%	4.07%	327					
10-20 Year		I12889US	0.26%	4.68%	3.10%	135					
20+ Year		I12890US	0.36%	5.86%	9.13%	275					
1-5 Year		BEM5TRUU	0.03%	1.07%	3.11%	1,151					
Region											
EM USD LATAM		BSELTRUU	0.28%	4.19%	1.69%	515					
EM USD EMEA		BSEETRUU	0.11%	3.45%	6.06%	642					
EM USD Asia		BSEITRUU	0.08%	1.26%	5.61%	1,005					
By Country											
EM USD Aggregate Brazil		BSEZTRUU	0.24%	4.02%	7.47%	119					
EM USD Aggregate Mexico		BSEOTRUU	0.35%	4.74%	4.12%	122					
EM USD Aggregate Venezuela		BSEVTRUU	0.00%	0.00%	-46.26%	0					
EM USD Aggregate Russia		BSESTRUU	0.09%	1.68%	6.44%	71					
EM USD Aggregate Turkey		BSETTRUU	-0.17%	8.04%	7.00%	74					
EM Pan Euro Aggregate		LPE1TRUU	0.12%	1.71%	0.71%	284					
EM Local Currency Govt Universal		LCEMTRUU	0.20%	2.38%	4.94%	892					

数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

二、中资离岸债券市场

尽管2020年二至四月份在疫情影响下，中资离岸债券发行明显放缓，但是受到再融资和投资配置双向需求的驱动，中资离岸债券发行规模基本持平于2019年全年水平。截至2020/11/20，依据彭博中资离岸债券官方数据统计，发行总计481支，发行体量2013亿美元等值。发行总量基本持平去年全年水平，支数降幅达到了17%，相应地平均发行规模上升至4.2亿美元等值，但未及2017年5.1亿美元高位。币种分布显示，美元作为主流融资货币体量占比为91%。而从行业分布来看，整个中资信用在离岸市场中，无论是今年新发还是存量口径，金融和地产类信用合计稳定接近六成，其余行业均未突破10%。

图 4：中资离岸债券 2020 年新发行业和存量行业比照



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

（一）中资离岸美元债券

作为核心板块，中资美元债券发行支数及发行体量同样已经接近 2019 年全年水平，达到了 1965 亿美元。整体特征表现为固息为主，投资级占比提升，融资期限有所延长，金融取代地产成为最大板块。

票息结构方面，固息仍然是主流选择。其体量占比较去年上涨 1 个百分点至 84%，一方面今年美债收益率大幅下行进一步强化了市场对固息的投资偏好，另一方面 2021 年底 Libor 替代产品仍存在较大不确定性，所以投融两端也存在一定的规避情绪。

评级结构方面，信用风险偏好分化进一步加剧，投资级债券占比显著提高至 65%，较去年上升幅度超过 10 个百分点，发行体量达到了 1277 亿美元，大幅超过了 2017 年 974 亿美元峰值水平。究其原因，首先投资级绝对收益率水平不断接近甚至部分刷新历史最低值，中资发行人企业境外发债意愿提升；其次高收益债券占比基于近年估值表现脆弱、流动性匮乏以及杠杆效应等因素，同时叠加投资风险偏好收紧，占比进一步收缩。无评级类债券占比小幅增加，主要基于两类发行体量上升，一部分弱资质企业采取股份制或地方商业银行备证结构；一部分难以获得发改委外债备案的企业，如政府融资平台、地产等采取 364 天短期发行。基于无信用评级，该类发行通常规模较小，市场参与度有限。

期限结构方面，三年和五年依旧是主流选择，但三年期或以内发行有所减少，中资发行人倾向延长融资期限。尤其 2020 年市场关注度较高的部分民企也扩大了中长期融资规模，如百度、联想、顺丰、小米等。但是在投资端控制久期策略的基调下，整体中长端供给加大也导致了收益率以及利差曲线普遍更为陡峭化。另外，永续债券发行也达到了 25 支，累计约 188 亿美元，尽管支数不及 2019 年水平，但在多家商业银行发行大规模永续债券及优先股的支持下，发行体量较去年大幅增加 27%。

行业分布方面，金融行业、地产、制造业板块为 2020 年主要板块，合计占比超过七成。其中金融板块较去年发行大幅增加 7 个百分点，占比约 32%，但地产同比下降 7 个百分点至 28% 水平。从和实体经济紧密相关的制造业大口径来看，包括公用设施、

工业、勘探及生产、机械制造、化工产品等板块，占比 15%，较 2019 年同比上升 2 个百分点。而 2019 年占比排在第三的政府融资平台，较去年下降 5 个百分点至 11%。科技板块发行同比则增加 3 个百分点至 6%。

表 1：近两年中资美元债发行信息概览

年份	支数	金额（亿美元）	固息平均票息	票息结构		评级结构			期限结构		
				固息	可变息	投资级	高收益	无评级	三年以内	三年至五年（不含三年）	五年以上（不含五年）
2019	429	1990	5.74%	83%	17%	54%	31%	15%	55%	31%	14%
2020	423	1965	4.27%	84%	16%	65%	25%	10%	44%	37%	19%

注：初始数据来源于彭博，经中国银行调整，不含私募以及增发，固息平均票息以发行金额占总量加权，票息结构/评级结构/期限结构分布占比均以发行体量占总量计算，含权债券按按赎回日计算，截至 2020/11/24。

离岸融资成本方面，固息结构的平均票息显示，2020 年整体平均水平较去年下行近 150bp，与美债基准利率曲线下行 130~150bp 幅度基本保持一致，但投资级及高收益类债券的票息下降的幅度出现较大差异。2020 年投资级债券固息结构的平均票息为 2.28%，较去年 3.9% 下行逾 160bp；而高收益类固息结构的平均票息为 7.75%，较去年 8.05% 仅仅下行 20bp。可以看出，对于高收益信用板块，风险偏好收紧的环境下不仅发行体量受到挤压，同时整体融资成本并未跟随基准利率下行而减少。

境内外融资利率水平对比方面，掉期后两岸的绝对融资利率水平差距正不断缩小。在中美经济修复周期及货币政策分化等多方面因素推动下，中美利差水平持续走阔。

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_305

