中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2021 年 1 月 11 日　　2021 年第 3 期（总第 326 期）

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。

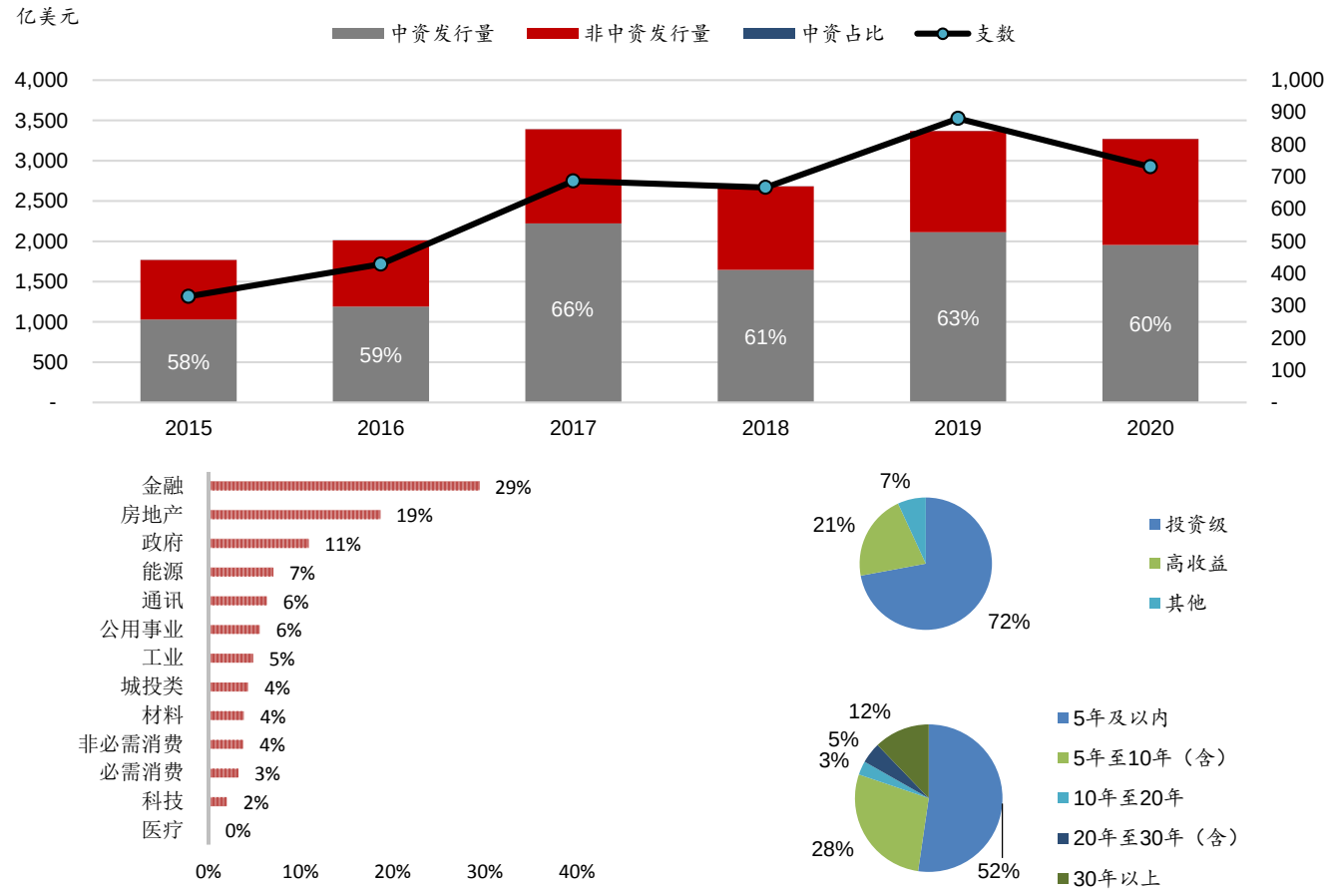
行人所发行的非人民币债券；点心债券市场是离岸人民币债券市场。相较而言，亚洲（非日本）G3 货币债券市场和中资离岸债券市场存在重叠部分，主要是中资发行人所发行的美元、日元以及欧元债券，而点心债券的涵盖范围相对独立。本文将以中资美元债券市场为主，其他市场为辅的角度，回顾并总结 2020 年中资发行人离岸融资的行为，并对 2021 年进行展望。

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

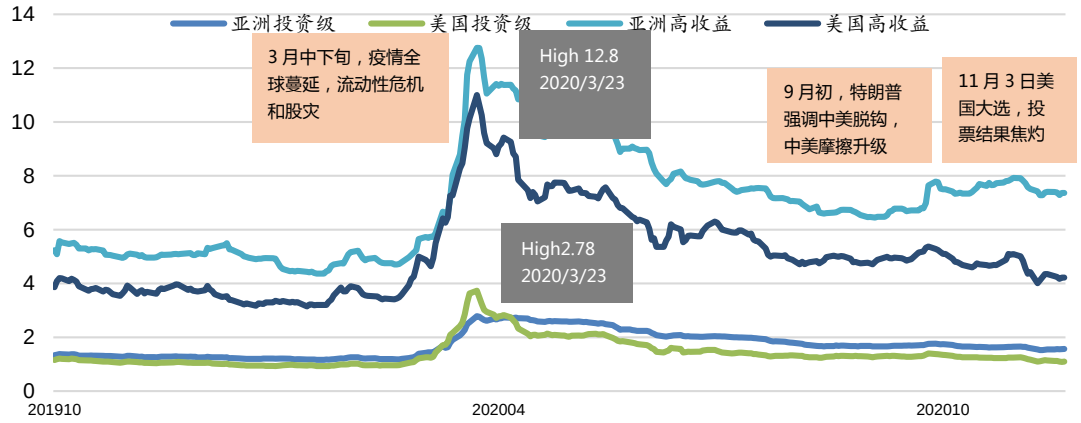


数据来源：中国银行，彭博，截至 2020/11/20

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。

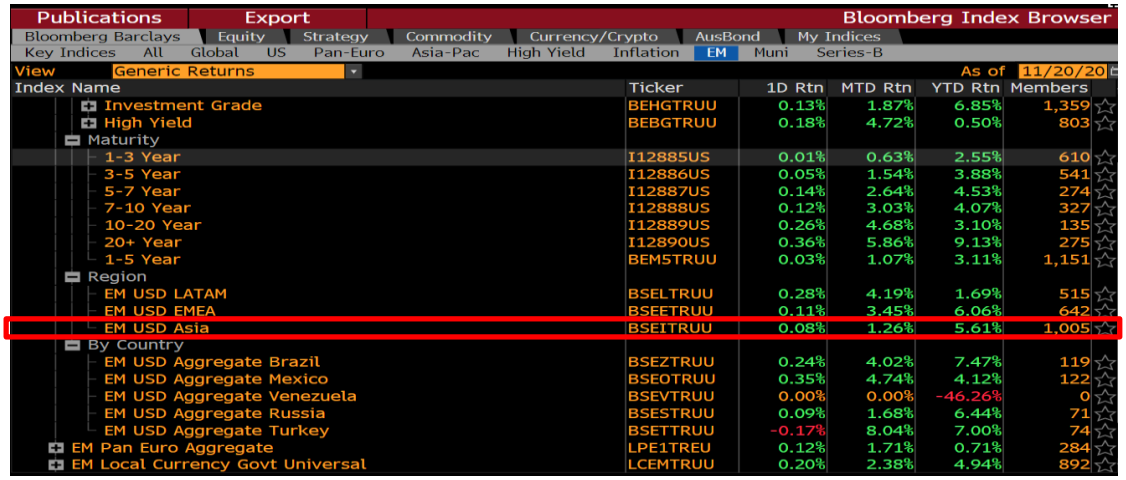
图2：彭博巴克莱亚洲(非日本)美元债券利差指数（单位：利差bp/100）



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

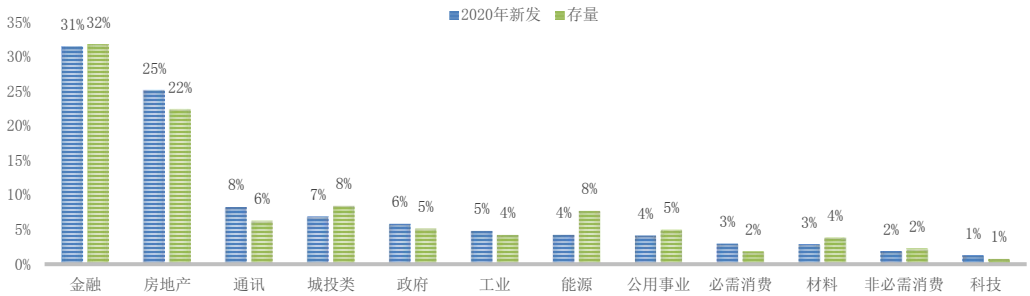


数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

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 以美元，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限融资规模，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。

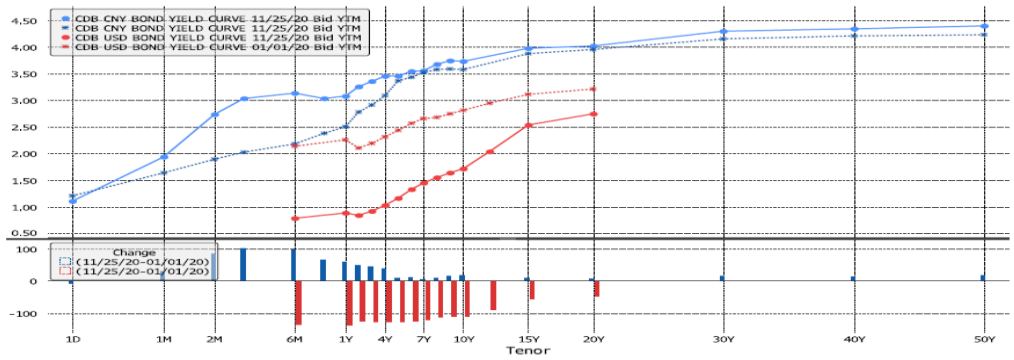
离岸融资成本方面，固息结构的平均票息显示，2020 年整体平均水平较去年下行近 150bp，与美债基准利率曲线下行 130~150bp 幅度基本保持一致，但投资级及高收益类债券的票息下降的幅度出现较大差异。2020 年投资级债券固息结构的平均票息为 2.28%，较去年 3.9%下行逾 160bp；而高收益类固息结构的平均票息为 7.75%，较去年 8.05%仅仅下行 20bp。可以看出，对于高收益信用板块，风险偏好收紧的环境下不仅发行体量受到挤压，同时整体融资成本并未跟随基准利率下行而减少。

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。以流动性较好的基准类券种国开行在岸人民币/离岸美元债收益率曲线为例，在岸人民币债券收益率短端较年初上行 30~100bp 水平不等，长端小幅上行约 10bp；而美元收益率曲线短端下行最大幅度达到 137bp，中长端下行 50~110bp。在国开行收益率曲线的关键年期上，五年期离岸美元债券收益率水平为 1.042%，通过在岸 CNY/USD CCS（彭博取值 2020/11/25）掉期后对应人民币收益率水平为 3.594%，相应在岸五年期人民币国开债收益率为 3.45%；而十年期离岸美元债券收益率水平为 1.685%，通过在岸 CNY/USD CCS（彭博取值 2020/11/25）掉期后对应人民币收益率水平为 3.941%，相应

在岸十年期人民币国开债收益率为 3.758%。不难看出，**经过在岸人民币掉期后，国开行五年/十年期限的离岸融资利率依旧高于在岸水平，但是离岸美元债券融资成本掉期成人民币后的劣势有所减小，价格差异从去年 30-40bp 下降至 15-20bp。尽管不同信用个体融资水平有较大差异，但是美元融资成本掉期后不断接近人民币水平无疑将加强中资发行人在离岸市场选择美元融资的意愿。**

图 5：国开债在岸人民币债券收益率/离岸美元活跃券收益率曲线及较年初变动

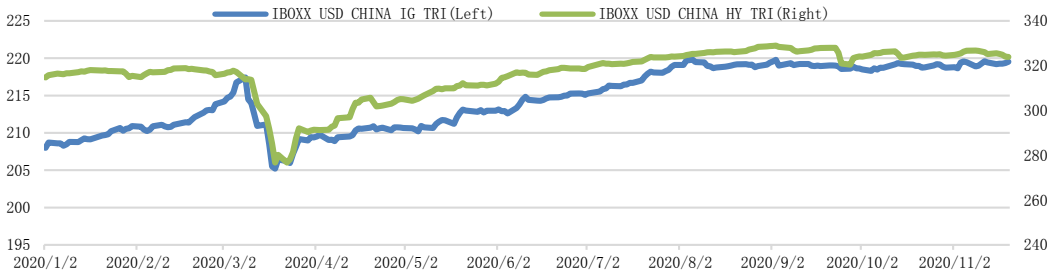
（单位：%，bp）



数据来源：中国银行，彭博，截至 2020/11/25

从券种的总回报走势来看，在基准利率显著下行的环境下，尽管年初信用利差大幅度拉宽，但整体仍然呈现小幅度涨势，且投资级表现好于高收益板块。Markit Iboxx 中资美元债券总回报指数显示，投资级和高收益板块表现相对同步，全年整体呈现“一波三折”，在三月初大幅下跌触底后开始反弹。较年初而言，截至 2020 年 11 月 24 日，投资级板块总回报率上涨约 5%，高收益板块总回报率上涨约 3%。

图 6：Markit Iboxx 中资美元债总回报指数



数据来源：中国银行，彭博，截至 2020/11/21

1. 房地产板块

房地产企业一直是离岸债券市场的主要参与者，但随着境内违约或风险事件明显更为频繁，“大而不倒”的信仰遭受到挑战，面临着融资政策持续收紧、资金面的信用挑剔度上升的困境，发行体量整体下滑，融资成本仍旧维持在高位。具体来看，在泰禾集团、天房集团、天津房信陆续违约后，恒大等负面信用事件也对地产板块造成冲击。近两年的发行信息概览显示，该板块发行支数较 2019 年下降 8.6%，发行体量较 2019 年大幅度下降 21.2%。尽管 2020 年 1-2 月新发已覆盖 90%的到期再融资需求，但受到 3-4 月份供给停摆拖累，发行量整体下滑；五月份随着市场回暖，地产企业发行人相继踊跃发行，但该发行节奏受到八月政策缩紧及九月恒大风险事件影响，受到的阻力不断加大。

表 2：房地产近两年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	162	698	8.01%	94%	6%	19%	68%	13%	70%	18%	12%
2020	148	550	7.90%	96%	4%	15%	70%	15%	70%	20%	10%

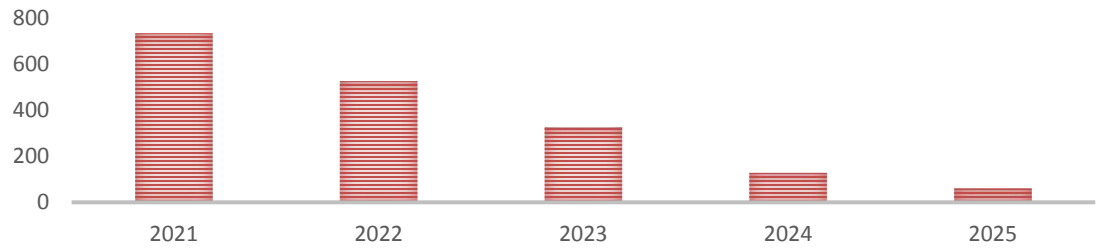
注：初始数据来源于彭博，经中国银行调整，不含私募以及增发，固息平均票息以发行金额占总量加权，票息结构/评级结构/期限结构分布占比均以发行体量占总量计算，含权债券按按赎回日计算，截至 2020/11/24。

从整体分布来看，票息结构、评级结构、以及期限结构的分布基本和 2019 年相似，但平均票息仅降低 10bp。较为明显的是，平均融资规模从去年 4.3 亿美元下降至 3.7 亿美元，跌幅达到了 15%左右。目前在宏观情绪较为波动的情况下，投资情绪较为谨慎，普遍体现为缩短久期以及风险偏好进一步分层。对于信用资质本身有瑕疵的地产企业，需要给出较高的溢价以吸引投资人，且可实现的融资规模缩小。

从政策层面来看，2019 年 7 月发改委发布 778 号文，房企发行外债只能用于置换

未来一年内到期的中长期境外债务，这是压制供给的主要原因。另外在疫情期间，多地政府在前期“三稳”的政策大框架下，针对房地产行业出台了相对放松的政策予以支持，大多从调整监管措施、降本减负、财政金融支持方面着手。但随后大量信贷资金流入房市，2020 年 8 月政府对房企有息负债规模设置了“三道红线”，整体发债速度受到了明显的影响，同时加剧了信用分层。预计明年的政策基调难以改变，整体融资资金来源将下降，相对更依赖销售回款，房企资金链进一步承压，让市场对资质较弱尤其是重资产、慢周转、高杠杆、区域过于集中化的地产企业信用风险更为担忧。而 2021 年将是地产类境外债券到期大年，到期金额超出了 700 亿美元，大幅高于 2020 年到期水平，再融资压力决定了 2021 年仍旧是高供给的局面，但是投资需求收紧的基调下整体融资利率水平预计易涨难跌。

图 7：近五年房地产美元债券到期分布（亿美元）



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/24

2. 政府融资平台板块

整体来看，受到疫情拖累和监管审批手续的影响，平台类的供给节奏明显滞后，发行体量较 2019 年全年跌幅达到 35%。票息结构显示仅云能投（-/-/BBB-）选择永续 NC5 结构，票息为可变息，其余均为固息。期限结构方面，三年以上的体量占比较 2019 年小幅增加，高资质类平台企业更倾向于延长境外融资期限。另外，无评级的发行也显著增多，较多自身资质较弱的平台企业则通过银行备证的方式进行境外融资。

表 3：城投企业近两年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	93	328	5.34%	97%	3%	55%	19%	26%	86%	14%	0%
2020	82	213	4.01%	99%	1%	61%	2%	37%	83%	15%	2%

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，截至 2020/11/24。

从离岸融资成本方面来看，整体融资成本明显下行。固息的平均票息显示，平均票息较 2019 年下行 133bp，略低于基准利率下行的幅度，投资级占比提升叠加年期的延长，两个因素对于融资成本的正反影响相互中和。发达地区诸如北京、广东等地三年期投资级平台债券融资利率甚至一度低于 2%。但 2020 年末永煤等债券违约事件撼动了离岸投资者对地方国企、产能过剩行业信心的同时，引发了市场对信用收缩风险以及广泛外延效应的担忧，离岸高波动城投债券估值出现较大跌幅。目前，对于风险地区的平台企业，尤其是云南、天津、河南等区域，因其政府或企业较高的资产负债率，成为市场规避的地域，融资利率居高不下。所以，2020 年地区偏好的差异较以往更为明显，加剧了融资成本的分化，且个体债券的估值容易受到区域内其他信用个体的负面信用事件影响。

从政策层面来看，基于在岸扩基建叠加离岸规范外债的影响下，离岸融资的体量增速受到了制约。一方面，2019 年发改委为防范中长期外债风险及地方政府隐性债务风险，对没有存量外债的融资平台做出了限制，尽管小部分平台企业选择了发行 364 天的短期债券，但是发行总量仍旧受控。另一方面，在 2020 年扩基建的政策基调下，在岸市场地方政府和平台类债券呈现出放量的格局，也部分替代了离岸融资的需求。随着经济面不断的修复，预计政策基调将从“防经济衰退”重新回归“防地方债务风险”。在这种前提下，2021 年监管对于平台类企业外债管理或难以放松，供给将会以

发达地区省市级或百强县、拥有存量外债的平台类为主，体量增速预计较为克制，而投资需求也将选择性规避敏感地域的平台企业。

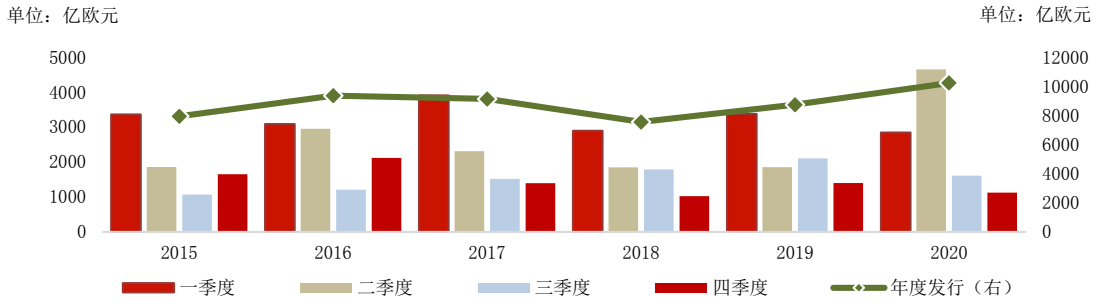
（二）中资欧元债券市场

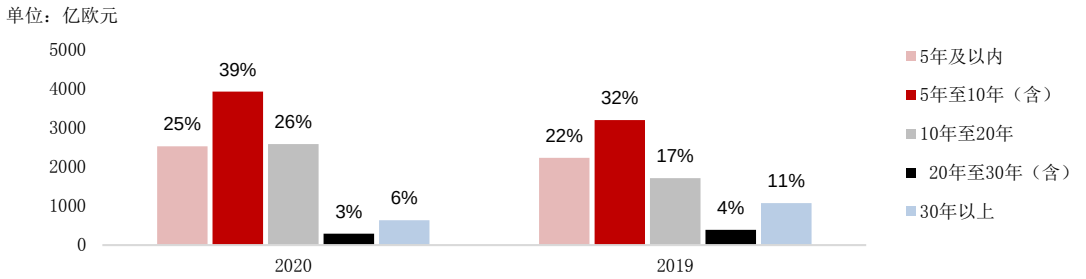
1. 欧元债券市场概述

尽管同样受到了新冠疫情的影响，但欧元计价债券发行体量依然创下了历史新高，整体特征表现为行业集中度提升，融资期限延长，投资级利差水平持续窄于美国和亚洲水平。

根据数据统计，截至 2020 年 11 月 20 日，欧洲一级市场中欧元债券总发行量为 1.65 万亿，创下历史新高，较去年同期水平增长 27%，其中投资级发行占比上升 4 各百分点至 92%。国别风险分布显示，占比最大依次为德国、法国及意大利，合计占比近半。行业分布显示，其中 45%为政府类债券，30% 为金融机构类债券，其余为公司类债券。而公司债券中，非必需消费品、公用事业及工业占比最大，占年度发行总量突破 15%。值得注意的是，自 2015 年至 2019 年，发行高峰期均为一季度为主，占全年发行量的 30%-40%；而 2020 年发行量在第一季度受疫情影响之后，发行高峰期递延至二季度，且占今年总发行量达到 45%，凸显出欧洲政府及企业通过债市筹集资金应对疫情冲击的特点。从年期分布来看，投资级债券的发行年期以 5-10 年期为主，占比 39%，较去年增长 7 个百分点；10-20 年期 2020 年占比 26%，较去年增长 9 个百分点；5 年及以内期限同比变化不大，30 年期以上占比较去年增长 5%，发行期限同样出现延长。

图 8：欧洲投资级债券发行概览

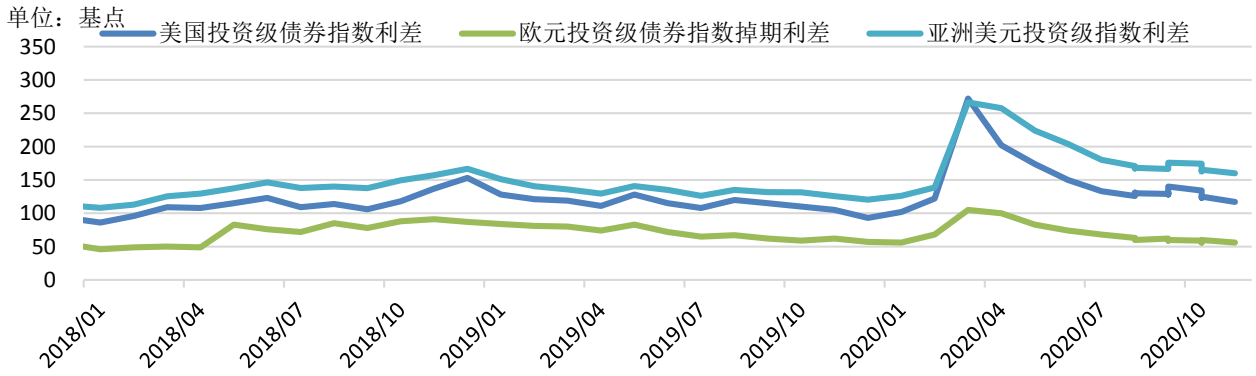




数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

从欧元投资级债券信用利差的走势来看，2020 年年初相对去年底保持平稳，但随着欧洲疫情的蔓延，三月初利差陡峭走宽，在 3 月 18 日升至今年最高位置为 138bp，随后利差逐渐缩窄至 11 月底的 51bp，较年初小幅提升了 8bp。但相比较于美国及亚洲的利差水平，欧元投资级利差长期处于低位，预计未来该趋势仍会持续。

图 9：投资级债券指数利差对比



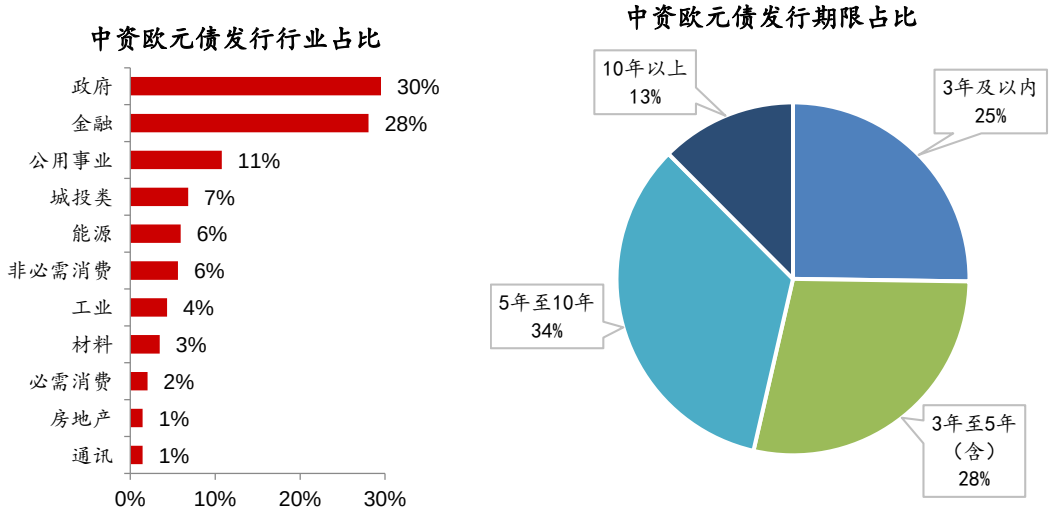
数据来源：中国银行，彭博，2020/11/26

2. 中资欧元债券

中资欧元债券体量有所增加，但是整体仍旧位于较低水平，亟待进一步挖掘和拓展。截至 2020 年 11 月 30 日，中资欧元债共发行 17 支，持平去年水平，均为固息；总发行金额约合 119 亿欧元，同比增长 12%。从行业分布来看，主要集中在主权（发行量占比 34%，较去年持平）、政策性银行（发行量占比 19%，较去年持平）及国有四大商业银行（发行量占比 13%，较去年的 21%下降 7 个百分点）。发行人分类以政府、金融及公用事业为主。从发行期限上来看，除了中国财政部发行了 10、15 年期债券

及国家电网的 6、12 年期债券在中长期区间，其余发行期限均在 5 年期或以内。

图 10：中资欧元债券行业及期限概览



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

随着基准利率走低，中资整体的发行收益率年初以来不断下探。最具代表性的发行是我国财政部发行的五、十、十五年三个期限合计 40 亿欧元债券，国际投资者认购踊跃，订单总量超过 180 亿欧元。其中五年期发行收益率为-0.152%，成为首笔中资信用负利率债券；此次财政部负利率主权债券的发行有效的降低了中资欧元债的整体发行收益率，进一步完善了欧元主权债券收益率曲线，为中资境外欧元债券发行夯实了基准，提升了市场对于中资负利率概念的接受度。此次主权债券的顺利发行，更加体现出中国更高水平全面对外开放的决心和信心，顺应经济金融全球化的趋势，将进一步深化中国与国际资本市场的融通以及与国际投资者的合作。

总的来说，以欧元债券市场作为全球第二大外币债券市场的定位，中资信用板块仍旧处于发展初期，从市场深度和广度的发展潜力而言，值得优质发行人进一步拓展和挖掘。首先从欧元区自身来看，一方面，欧央行购债规模正持续扩大，资产购买计划（APP）和紧急抗疫购债计划（PEPP）年内资产购买总计已接近万亿欧元，而欧元计价债券年内发行总量逾 1.6 万亿欧元，考虑到期赎回的体量后，央行资产购买的规模已超过净供给体量。所以对于市场资金而言，优质投资标具备稀缺性；另一方面，

欧洲投资账户成熟度较高，持有策略为主，交易策略为辅，一旦认可资质后通常会长期持有，这也是欧元利差长期较美元更为稳定的核心原因。

从中资发行主体层面来看，基本以主权、类主权以及央企为主，完全贴合欧洲账户投资偏好，但发行体量尚且有限。作为相对稀缺的投资标的，一方面自身的市场议价能力较强，例如国开行今年三年期以 0.02%的利率发行 12.5 亿元，实现了其自身欧元最低成本和最大规模的双重突破；另一方面，可较好的支撑中长年期融资需求。在欧洲投资偏好倾向中长久期的作用下，欧元的基准利率以及利差水平较美元更为平滑，所以期限溢价较美元也存在明显的优势。例如国家电网 2020 年新发的美元债券以及欧元债券二级利差交易水平显示，美元期限溢价为 6bp/年，欧元期限溢价为 4bp/年，意味着融资期限延长 5 年（如由 5 年延长至 10 年）美元较欧元需额外支付近 10bp 的期限溢价。尤为重要的是，如果中资欧元板块不断被拓展，债券流动性也将会随着保有量上升而得以强化，改善 2020 年因债券流动性较弱而导致利差修复速度持续慢于美元市场的现象，进而降低欧洲账户对于收益率的价格敏感度，形成正向循环。所以对于优质的发行人而言，欧元市场的潜力以及优势不容忽视。

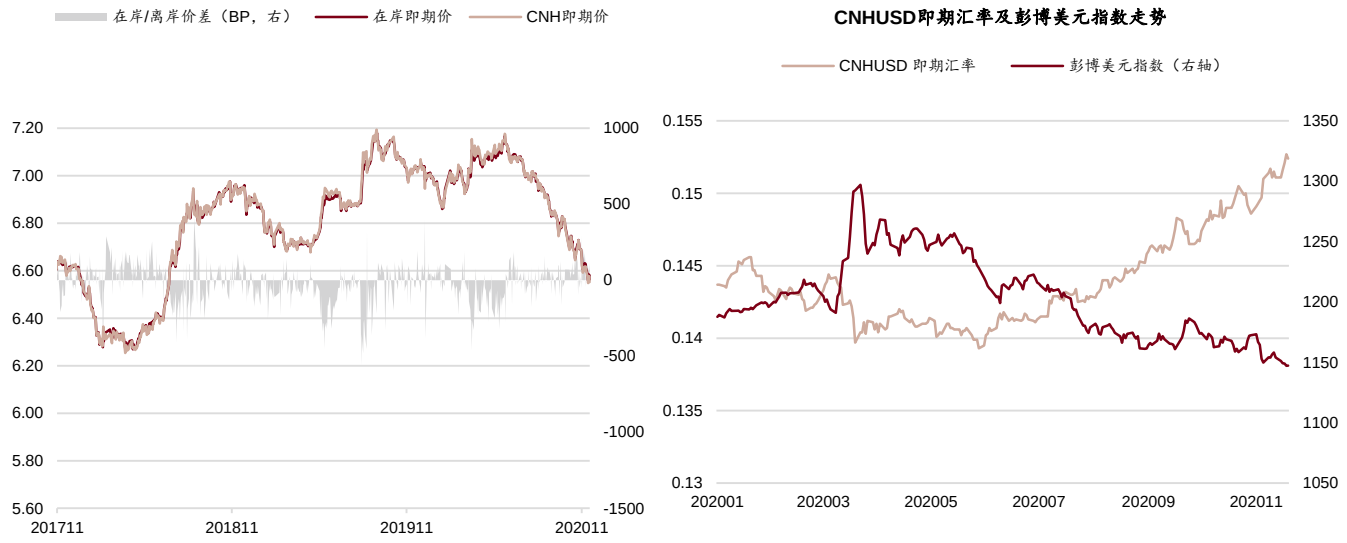
（三）点心债券市场

1. 离岸人民币市场

从汇率走势来看，离岸人民币在极端风险事件下体现出既有的稳定性。2020 年人民币汇率经历了双向波动后开启了单边升值，具体分为三个阶段。首先，一月份受中美首轮贸易协议成功签署的利好消息影响，市场情绪受到提振，离岸人民币汇率较 2019 年底升值约 0.5%至 6.9984。随后疫情成为了牵引汇率的主线，离岸人民币汇率承压走贬，且境内外价差出现阶段性放大。值得注意的是，一季度即疫情高峰期内境内外人民币汇率贬值幅度较小，不足 2%，凸显出人民币汇率在逆市时的韧性。进入下半年，离岸人民币兑美元及一篮子货币汇率加速升值，继续维持与美元指数高度负相关的走势，该现象既体现了中国相较其他经济体更快进入基本面修复期的本质，也体现了我国较其他经济体不同货币政策的立场。

展望后市，离岸人民币汇率依然面临复杂且严峻的外部风险因子，尽管我国经济复苏进度长期向好的态势基本维持不变，但进入十一月后境内债市风险事件频繁发生，以及美国政权更迭所带来的对中美关系新一轮挑战，或将短暂制约人民币汇率的上升趋势。回顾过往，无论是 2008 年的金融风暴，还是 2015 年的汇率危机事件，人民币汇率在危机中基本能保持既有的稳定性。所以短期来看，离岸人民币汇率仍有一定升值空间；而长期来看，美元指数的走向存在高度不确定性，同时随着海外疫情好转，中国目前取得的经济复苏优势将进一步遭到削弱，继续单边升值的趋势难以为继。

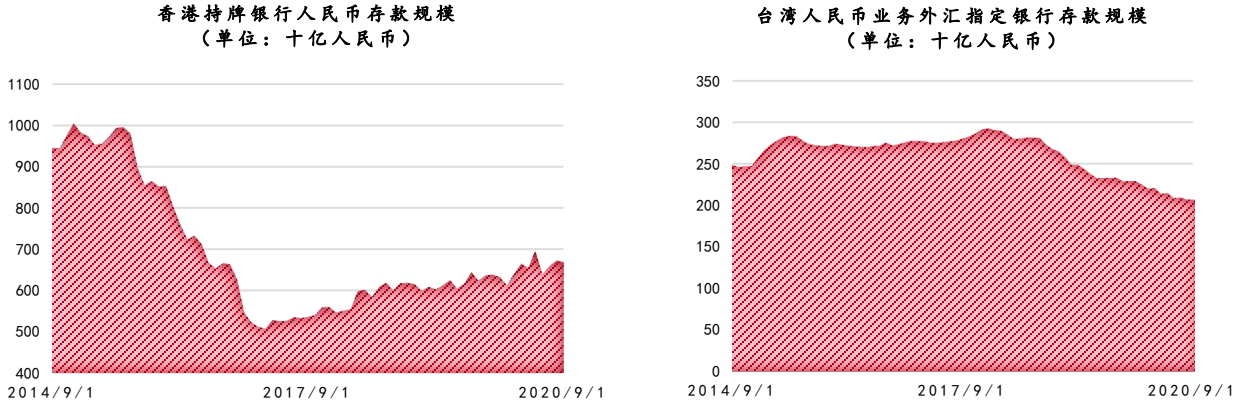
图 11：境内外即期价及价差（USD/CNY；USD/CNH）及 CNH/USD VS 美元指数



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/24

从离岸人民币资金池规模来看，整体尚未有明显改善。根据最新的统计数据显示，作为全球最大的离岸资金池，香港持牌银行人民币的存款规模在 2020 年九月底升至 6678.9 亿，比去年年末水平上升 5.6%，升幅较 2019 年同期扩大。而作为全球第二大离岸人民币流动性资金池，台湾人民币业务外汇指定银行存款规模全年小幅度走低，十月底跌至 2063.4 亿，较去年年末水平下跌 10%。综合来看，两地总规模持平去年年末水平，变动有限。

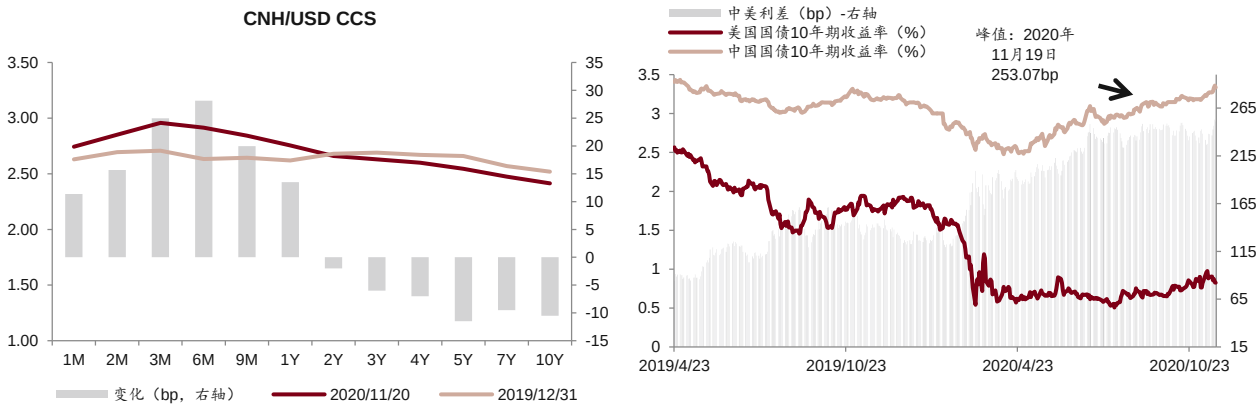
图 12：离岸主要人民币资金池存款规模



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

从离岸人民币利率走势来看，CNH/USD CCS 曲线整体较 2019 年末更为平坦化，短端在在岸人民币流动性收紧的背景下明显上行，长端反而有所下行。与在岸 CNY/USD CCS 曲线进行对比后不难发现，离岸人民币利率整体变动更为温和，当前整体较在岸水平低 20-30bp。值得一提的是，中美十年期主权利差已突破并在 200bp 上方盘整，人民币资产的吸引力已经更为凸显。

图 13：CNH/USD CCS 走势以及中美利差示意图



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

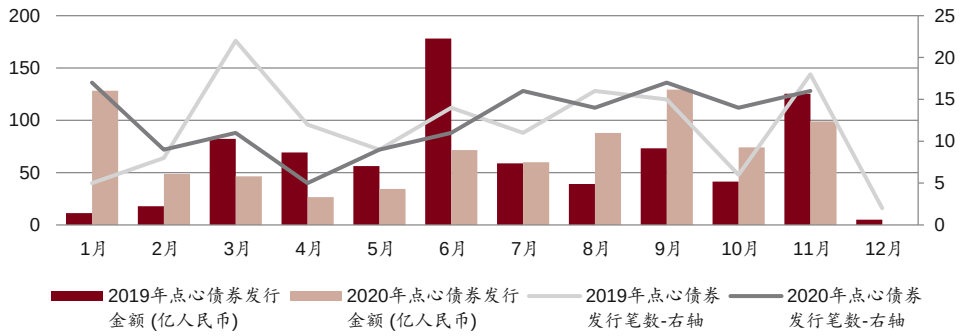
2. 离岸人民币债券市场

点心债发行总量较去年有所上升，且平均融资规模扩大，国别风险分布也更加多

元化，但是行业分布更为集中化。**从发行总量来看，**在资金池规模持稳累加汇率大幅走强影响，去除宝岛债，包含私募及离岸 CD 的口径下，2020 年点心债市场总发行量上升至 1589 亿人民币。其中约 38%为一年以内为银行存单，金额 603 亿元；11.3%为私募发行，金额 180 亿元；剩余的约 50.7%为公募发行，金额逾 800 亿元，共 139 支。对比 2019 年公募点心债券发行总量 758.04 亿元共 138 支而言，公募的发行量及发行支数均较去年有所提升。平均发行规模 5.8 亿，较 2019 年的平均规模有所上升，显示出人民币资产受到了市场的追捧，投资需求旺盛。

从发行节奏来看，2020 年 1 月份，无论从发行量还是发行数量来看均创下近 3 年来的新高，随后进入淡静期，一方面该段时间境内流动性宽松，发行人到离岸募集人民币的动力不足；另一方面该段时间美元基准利率大幅下行，且更容易实现规模效应，削弱了人民币债券的发行意愿。，下半年在财政部、央行、中资政策性银行及商业银行新发的带领下恢复热度。

图 14：2018 年-2020 年点心债月度发行情况（不含私募/CD/宝岛债）



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/20

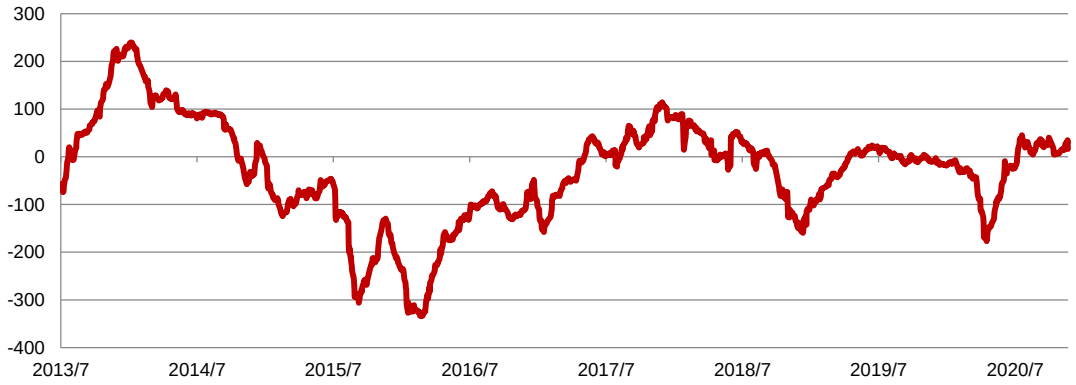
从国别风险分布来看，2020 年局势较往年有所改变，一改中资发行人占绝对主导的态势，在全年公募点心债券的发行中，中资发行人（含香港地区）发行量占比仅 39%，EMEA 地区发行人在发行量上占绝对主导，占比达 56%，亚太地区发行人占比较去年亦有显著提升，占比逾 5%。今年地区格局的改变得益于主权、超主权及政府机构类发行人的贡献，其中包括亚洲开发银行、德国复兴信贷银行、国际复兴开发银行、欧洲复兴开发银行、非洲复兴开发银行等机构。

从行业分布来看，集中度偏高的局面未能改善，仍然以金融（含银行、综合性银行、金融服务、消费金融）、主权及超主权、政府开发类为主，其余行业占比均不超2%。

从期限分布来看，三年期和五年期依然是主流的发行期限。仅中国农业发展银行及国际金融公司发行了超过五年期的公募点心债券。受益于人民币汇率走强，加上中美利差处于近两年以来的历史高位，中长期限点心债券同样也受到了市场追捧。

从收益率水平来看，中国银行研发的 CIFED（中银境内外债券投融资比较指数）指数表明，倒挂迹象在2020年一季度后愈演愈烈。中资离岸点心债收益率与在岸债券收益率的倒挂差额正在不断地扩大，并在 4 月份倒挂情况最严重，倒挂幅度一度接近180bp，在岸利率大幅下行。而进入年中，在岸利率在流动性偏紧的环境下大幅上行，但并未完全传导至离岸市场，境内外债券利差开始修复回正，在岸当前稳定高于离岸水平，下半年发行的政策性银行点心债融资利率水平较在岸市场低 20bp 左右。**总体上，在岸债券利率水平的大起大落并未完全传导至离岸点心债券市场，违背了体量小应波动性更大的惯有逻辑，显示出了点心债券市场高度的稳定性。而低于在岸水平的利率水平也能强化发行人选择离岸融资人民币的意愿。**

图 15：CIFED 总指数



注：中银境内外债券投融资比较指数（BOC CIFED）由中国银行研发，于 2015 年 3 月 19 日正式对外发布，是全球市场首个反映在岸、离岸信用债收益率差的指数。指

数为正，意味着在岸信用债收益率高于离岸，数值越大，利差越大；反之，指数为负意味着在岸收益率低于离岸。

（四）中资离岸债券违约风险

整体而言，无论笔数还是总金额，2020 年债券违约数量都高于去年水平，疫情的重压下基本面的脆弱更容易被曝露。通过整理公开信息，截至 2020 年 11 月 24 日，中资企业在离岸债券市场违约事件共计 26 支，总规模为 80.03 亿美元等值，币种为美元及欧元。违约信息概览显示，北大方正债券违约占到 10 支，其破产重整事件对于维好协议的处理持续引起市场的广泛关注。在北大方正做出对维好美元债券不予确权的决定后，让市场对于维好类债券的风险有所担忧。同时房企违约也有所增加，在紧缩的政策以及融资压力下，预计后续房企违约率将有一定程度上升，尤其是评级为 B-或者以下区域。另外，市场也较为关注政府融资平台的违约情况，担忧如果债务规模未得以控制，还有更多的负面信用事件压制市场情绪，尤其隐性债务或超出预期以及平台类相互担保的特性也将可能产生蝴蝶效应。但相对而言，离岸市场中平台类信用的整体资质较优，以省市级平台为主，风险总体低于在岸。

表 4：今年中资企业违约信息概览

主体	违约日期	债券简称	货币	票息（%）	发行规模（亿）	违约本金（亿）
青海省投资集团有限公司	2020/1/10	QHINVG 6.4 07/10/21	USD	6.4	3	0.92
	2020/2/22	QHINVG 7.25 02/22/20	USD	7.25	3	1.32
	2020/3/22	QHINVG 7.875 03/22/21	USD	7.875	2.5	1.67
中国汇源果汁集团有限公司	2020/3/17	CHIHUI 6.5 08/16/20	USD	6.5	2	2
天津物产集团有限公司	2020/4/6	TEWOOG 4.625 04/06/20	USD	4.625	3	0.48
亿达中国控股有限公司	2020/4/19	YIDCHL 6.95 04/19/20	USD	6.95	3	0
山东玉皇化工有限公司	2020/4/26	YUHUNG 6.625 03/27/20	USD	6.625	3	3
MI 能源控股有限公司	2020/5/11	MIEHOL 13.75 04/12/22	USD	13.75	2.48	2.48
宜华企业(集团)有限公司	2020/5/23	YIHUGR 8.5 10/23/20	USD	8.5	2.5	2.5
中融新大集团有限公司	2020/5/26	SDCOKI 7.25 10/26/20	USD	7.25	5	5
东旭集团有限公司	2020/6/12	DONGXU 7 06/12/20	USD	7	4.4	3.42
海隆控股有限公司	2020/6/22	HILOHO 7.25 06/22/20	USD	7.25	3.1	1.65

北大方正集团有限公司	2020/2/18	HKJHCC 4.75 12/14/21	EUR	4.75	0.8	0.8
	2020/3/3	FOUIHK Float 05/21/21	USD	-	3.1	3.1
	2020/4/23	HKJHCC 7.45 10/16/22	USD	7.45	3	3
	2020/4/27	HKJHCC 4.575 04/20/20	USD	4.575	3	3
	2020/7/1	HKJHCC 7.875 06/24/21	USD	7.875	2.5	2.5
	2020/7/21	FOUIHK 8.45 07/14/20	USD	8.45	3.5	3.5
	2020/7/31	HKJHCC 4.7 01/24/21	USD	4.7	2	2
	2020/7/31	HKJHCC 5.35 01/24/23	USD	5.35	4	4
	2020/8/4	HKJHCC 7.5 01/28/22	USD	7.5	3.5	3.5
	2020/10/17	FOUIHK 6.25 10/17/20	USD	6.25	4.9	4.9
泰禾集团股份有限公司	2020/8/10	THHTGP 15 07/10/22	USD	15	4	4
	2020/8/16	THHTGP 8.125 01/17/23	USD	8.125	2.25	2.25
	2020/8/16	THHTGP 7.875 01/17/21	USD	7.875	5.3	5.3
	2020/9/11	THHTGP 11.25 09/11/20	USD	11.25	2	2

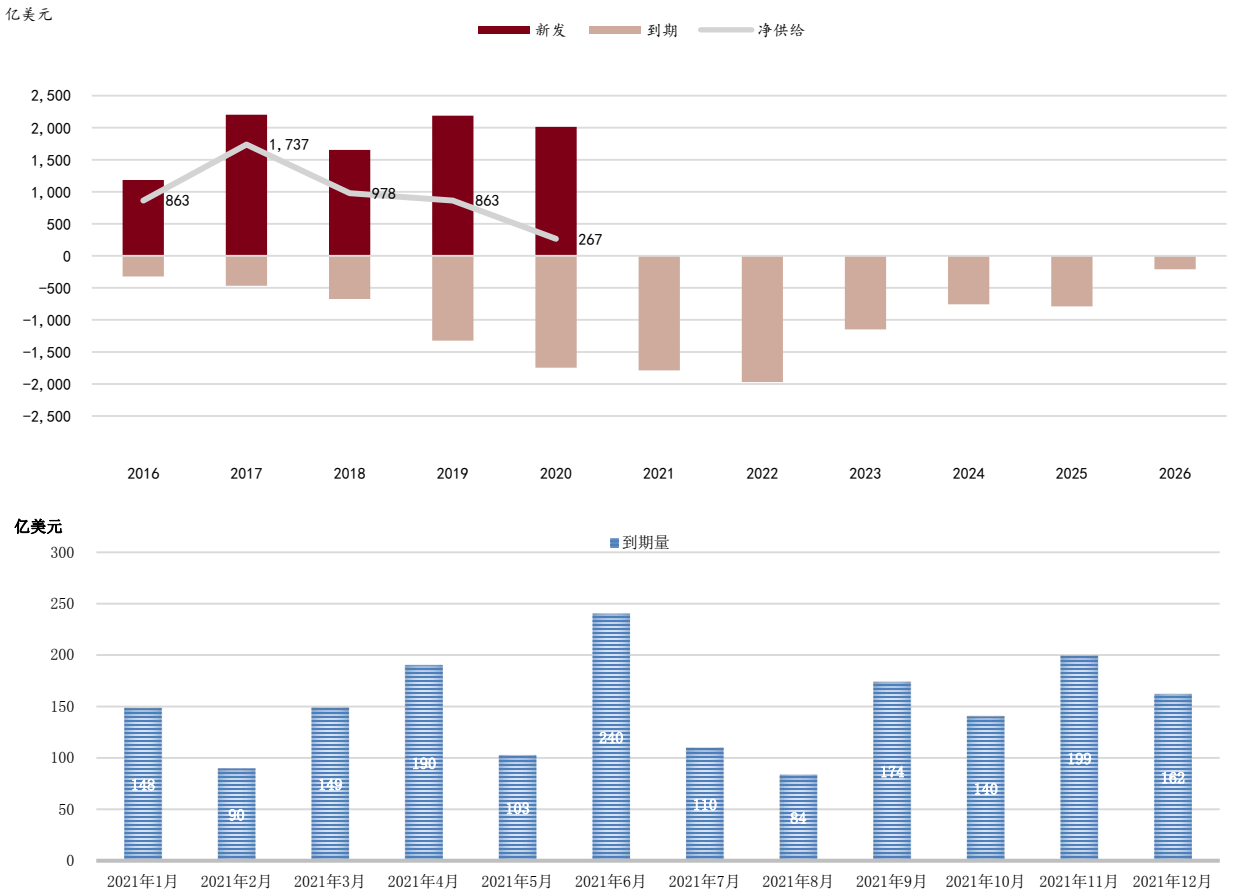
数据来源：中国银行，彭博，DMI,2020/11/20

三、中资离岸债券市场 2021 年展望

从基准利率走势来看，美元和欧元或将有所分化，预计美国国债基准利率持续陡峭化上行，而欧元掉期利率仍将稳定在较低水平，上调空间不及美国国债利率。核心原因在于，欧元区成员国情形多元化决定了疫情恢复面临更多的不确定性，对于宽松依赖度更大于美国。相较而言，美国退出宽松的路径更为明确，而资金面的前瞻性反应会导致利率上行预期的自我逐步实现。但需警惕疫情被控制的时点超预期提前，导致美元国债利率急速上行进而压制美股市场表现，催生股指突发性向下重估而带来的利率反向波折。

从利差的走势来看，中资信用基本面进入修复阶段奠定了利差收窄的基调。尤其美元和欧元基准利率如按照市场预期稳步回升，在收益率粘性效应的影响下，也将挤压利差助推进一步收窄。就币种而言，欧元板块由于当前的修复速度滞后于美元，所以收窄的潜力相对更大。就行业而言，2020 年超跌的部分租赁、资管类债券利差收窄的空间将大于其他行业。

图 16：中资离岸债券市场供给以及明年到期概览



数据来源：中国银行，彭博，2020/11/24

从发行体量来看，中资离岸债券市场融资总量有望再创新高，一季度即将迎来供给高峰。首先，到期赎回的压力导致再融资需求强于 2020 年，上图显示未来两年将是到期大年，再融资需求是推动供给居高不下的核心动力；其次，境外基准利率仍旧处于历史低位，叠加境内流动性难以再度宽松，外币融资需求将会进一步被激发，也利于首次发行人开拓境外融资渠道；再者，部分中资企业对于境外低融资利率反应存在一定时滞性，这部分需求扩容也将体现在明年的发行体量中；最后，在基准利率持续回升的预期下，尽早融资以锁定更低的基准利率水平也成为了发行人着眼于一季度融资规划的内生驱动力。

从币种分布来看，美元继续维持主流低位，但是欧元以及人民币的占比较 2020 年应将有望提升。究其原因，中资欧元债券市场修复的步调慢于美元市场，利差水平较

美元还存在进一步收窄的潜力，同时基准利率走势反弹空间更小，这些因素都有助于提升发行和投资两端选择欧元债券的意愿。而人民币离岸融资利率水平已低于在岸，对于频繁发行人尤其是金融机构将有意愿加大离岸人民币融资的力度，而汇率的持续正面表现也将稳固支撑点心债的投资需求。

从投资需求层面来看，在宽松并未实质性退出的前提下，整体需求应将持续维持强劲，但是年期、评级和行业的维度下表现不一。从年期来看，美元以及欧元基准利率陡峭化上行的预期一定程度上将会压制久期策略，故而短期限需求将强于长期限。从评级来看，投资级板块仍旧是主要配置领域，而高收益板块信用挑剔度将持续上升，难以出现普遍风险下沉逐利的行情，疫情影响逐步消退后，信用基本面修复的速度和幅度差异将加大信用分层，马太效应下应择善而从。从行业来看，基于境内信用收缩的背景，叠加多重繁复的“中美清单”事件持续发酵，市场会选择性规避受波及且具备高波动属性、或自身信用基本面薄弱的企业，尤其是敏感区域诸如云南、河南、天津等地的平台类企业；而租赁类券种因为 2020 年估值超跌，2021 年在信用修复的前提下或将迎来大幅反弹；地产类企业相较其他行业仍然具备更高的超额风险回报，但是再融资压力高企所导致的高供给局面下，投资需求难以支撑，预计利率整体水平易涨难跌。

从发行人层面来看，稳定的低利率环境为境外债券布局奠定了基础。对于金融机构而言，可抓住契机加大发行条款和结构的创新意识，例如 ESG（Environment，Social and Governance）类主题发行绿色、蓝色债券，支持绿色金融发展的同时还将有助于进一步拓宽 ESG 投资人群体；其次还可考虑离岸发行优先股、AT1 以及二级资本债等次级债务工具加大资本补充力度，迎合明年经济复苏的背景下资产规模扩张的发展需求，能低成本地优化资本结构的同时增强自身风险防御能力。当前金融机构次级债务工具较高级债券的结构溢价较为稳定，意味着发行人可充分享受基准利率低位运行的红利，例如中国银行、建设银行、交通银行 2020 年发行的次级债务工具融资成本均创下了自身同类的历史新低。对于央企类而言，除了常规的美元融资计划，可适当考虑离岸欧元和人民币融资，丰富海外融资渠道的拓展。对于平台和地产类企业而

言，相应的“防地方债务风险”以及“地产三道红线”政策均一定程度上限制了融资体量，且间接的提升了融资主体的信用资质水平，在投资风险偏好收紧的背景下，高资质发行人可适当考虑五年期至十年期的中长融资计划，而资质较弱的发行人应考虑缩短融资期限（如三年期或三年以内期限）以控制融资成本或实现规模目标。