



中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

国家金融与发展实验室

2017 年 12 月 23 日

中国债券论坛 2017

新时代：债券市场回归本源

杨承亮：

大家上午好！感谢李扬老师和第一创业的邀请，非常荣幸有机会参加中国债券论坛，在此跟大家分享一下有关 2017 年中资美元债的现状与展望。

第一，分析一下 2017 年中资美元债现状，我从发债主体、利率、期限、信用评级四个方面与大家回顾一下 2017 年中资美元债的形势。

第二，债券通的机遇与挑战。

第三，美国税改的影响。

首先看看 17 年中资美元债的发行情况，根据彭博的资料，17 年共发行美元债 430 只，规模达到 2125 亿，整体发行数量及发行规模均创历史新高，同比分别增长 63%、80%。

发债主体上，2017 年发债主体金融企业占据了半壁江山，发行规模也是一样的，其次就是能源、工业、政府，发行只数相比之前增速非常惊人。

发债利率上，大家观察一下左边的图，这个图左轴是 5 年期以上中资美元债平均利率，右轴是美国 10 年期国债利率，两天线的两个相关性非常大。2017 年 5

杨承亮

国家金融与发展实验室特聘高级研究员

中国平安保险（集团）股份有限公司资金部副总经理

年期以上中资美元债平均利率是 4.28%，10 年期的国债利率是 2.33%。2017 年什么行业利率最高呢？医疗、科技，医疗行业 7.2，科技 5.6，政府是 2.8，政府及公共事业最低。

从发债期限来讲，期限很丰富，2008 年到 2012 年发债期限主要是 5 年期以上评级比较高的为主。2013 年到 2015 年 1 到 5 年期债券增长比较快。2016 年到 2017 年 1 年期甚至 1 年期以下债券增幅比较快。2017 年 1 年期以下的债券 58 只，今年年初我们在香港发债路演的时候，有金融机构向我们主动推销 364 天的美元债券。出现 364 天的美元债券情况，跟发改委 2015 年 2044 号文件是有关系的，中资企业在海外发债券必须取得发改委备案，1 年期下不做备案要求，所以 2017 年出现了大量 1 年期以下的短债。2016 年只有 1 只，2017 年上升到 58 只。

信用评级，这是标普的信用评级，2013 年以前很多都是有评级的，2013 年开始出现 C 级，2012 年出现无评级债券，2017 年无评级债券达到 290 只，原因是有些企业出于各种原因考虑不愿意评级，比如华为在海外发债没有评级，但是仍然可以发出利率比较好的债券。还有评级过程非常漫长，年初找评级公司评级，年底才能取得结果，年底有圣诞节、元旦，发债时机不是很好，所以未评级的债券大幅度提升。2016 年 175 只，2017 年达到 290 只。

中资企业为什么热衷于发行美元债券，主要是四个方面因素。一是政策方面的影响，咱们这两年对外投资外汇管理有所加强，同时我们加大了吸引外资，鼓励海外资本回流，简化海外发展程序，所以说这些对于发行中资美元债都是利好的因素。二是国内债券成本出现上行，2016 年 11 月至今比同期相比上升了 150-180 个 BP。三是外部因素，美国国债继 2014 年以来的低点，是比较好

的窗口期。四是中国强调金融去杠杆，提高直接融资比例，很多企业在海外发债可以调回来结汇，支持境内企业的发展。

这些企业发行美元债有什么用途？四个方面。一是补充企业在海外经营营运资金；二是偿还离岸的债务。回到刚才那个图可以发现，2014年到2015年发行大量1到3年期美元债。可以预期，未来将会发现更多的用新还旧的债务。三是境外企业收购、并购投资，很多企业没有美元，境外发债完成境外投资的业务。四是有人发，肯定有人买，到底什么人买呢？我认为有些企业通过资金运作赚取利差收益，比如说金融企业评级比较好，发债利率就比较低，购买一些低评级高利率的美元债，赚取利差的收益。

债券通，2017年7月2号已经开始实行了，大家拿到2017年债券报告里面比较详细地阐述了债券通的意义。我讲一下债券通未来的挑战，美联储加息和美国经济复苏会影响北向通。南向通还没有开，南向通开了，中资企业在QDII之外多了一个投资中资美元债的途径。

刚才很多发言者提到了美国税改，昨天特朗普签字了，未来减税是板上钉钉的事情。美国税改从两个方面对美国国债率有很大的影响。从经济方面看，美国减税，企业盈利改善，鼓励美国企业境内投资，经济上行、通胀上升。从供需角度看，美国减税，美国支出会增加，美国国债要增加。短期而言这个利率肯定也会上去。

我们从历史的角度来回顾一下美国历次减税对美国国债的影响。从这个图可以看到，不管从供需还是经济的角度，特朗普减税肯定会对美国国债有上升的影响。但是从历史角度看，我认为美国总统减税对利率的影响是有限度的。减税对利率短期构成上行压力，但是长期看美国国债利率处于下行，历史上克林顿、小布什、奥巴马减税政策，利率并没有往上走。据预测特朗普减税可能

会增加美国 1.4 万亿财政支出，现在美国国债存量是 20.3 万亿，特朗普减税会占到美国国债存量 6.8%。所以说对未来美国国债利率的走势来讲，这里打一个问号。

我的演讲结束了，谢谢大家。

总结：

杨承亮：

我讲的是中资美元债，明年上半年中资企业在海外发行美元债比较密集，加上外部因素影响，窗口期不是很好，但预计中资企业会越来越的在海外发行美元债。