

非评级行动短评：城投离岸债发行主体层级下沉，人民币发行成主流

2023 年城投离岸债发行量同比收缩，平均票面利率持续上升

过去几年，城投离岸债发行量整体呈波动上升趋势。2021-2022 年，因境外融资资金面和政策面相对宽松，城投离岸发债热度较高，发行规模同比增速分别为 54%和 17.5%（图 1）。然而，2023 年受美联储持续加息和监管趋严的影响，城投离岸债发行规模明显收缩。截至 2023 年 4 月底，城投离岸债新增发行额折合约 86 亿美元，共计 89 笔，发行规模和发行笔数分别同比下降 52.5%和 30%。但由于 2023 年城投债整体到期规模较大，有一定借新还旧压力。同时，城投的境内融资持续面临着较强监管。因此，我们认为城投仍存在较大的境外融资需求，预计本年城投离岸债发行仍将维持一定规模。

境外较低的融资成本一直是吸引城投发行离岸债的重要因素，但自 2022 年起，境内外城投债的融资成本开始出现倒挂（图 2）。2023 年前四个月，城投离岸债平均发行票面利率进一步上升，1-5 年期城投债平均票面利率达到 5.5%，与同期境内城投债平均票面利率之差拉开至 0.8 个百分点。我们认为主要原因一方面为美元利率持续走高，人民币发行增多，另一方面是低层级城投发行人大幅增加，发行人整体信用资质的下移推高了城投的离岸债票面利率。但长期来看，随着美联储加息周期结束，美元货币政策有望回归常态，离岸融资成本将有所回落。

图 1: 城投离岸债发行量 (亿美元)

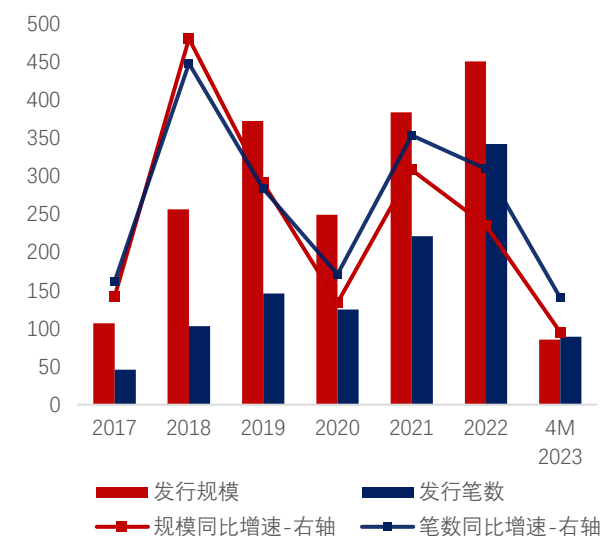
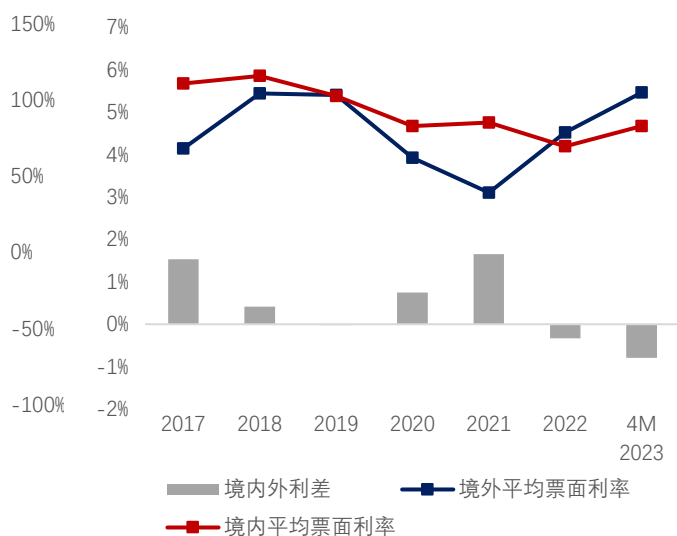


图 2: 城投境内外 1-5 年期债券发行平均票面利率



数据来源: DMI, Wind, 中証鵬元國際

数据来源: DMI, Wind, 中証鵬元國際

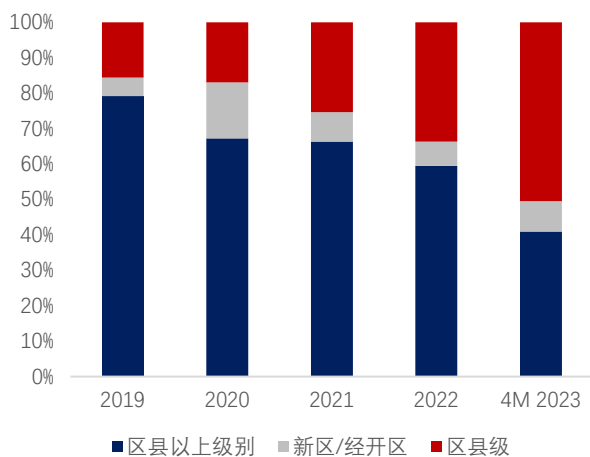
低层级城投成为主要发行人，人民币发行获青睐

在境内对城投投资监管收紧的背景下，区县级城投境内发债难度明显上升。为满足融资需求，越来越多的区县级城投开始发行离岸债。境外发债有机会降低城投的融资成本，更重要的是帮助其打通境外融资渠道、增加融资工具。2022 年，区县级城投的发行量在城投离岸债发行量中的占比升至 34%（图 3）。2023 年前 4 个月，该比例已超过 50%，反映出城投离岸发行人结构出现变化，行政层级明显下沉。发行人的信用水平差异更加显著，也更考验境外投资人对不同层级城投发行人的信用风险把控。对此，客观的、有区分度的国际信用评级序列显得尤为重要。

从发行币种来看，过去几年里城投离岸债发行币种一直以美元为主（图 4）。但 2022 年开始，随着美元发行成本提高，以人民币发行的城投离岸债占比明显上升。2023 年前 4 个月，城投人民币离岸债发行规模激增，占城投总发行规模的比例达 67%。自贸区离岸人民币债成为近期较热门的离岸债券品种。自贸区离岸人民币债以人民币计价，避免了外币的汇率风险，当前利率成本低于美元，同时还具有资金划转便利和部分政策优势。但也存在着一些不足之处，如离岸人民币资金池规模有限，自贸区离岸债券市场配套设施尚不完善，投资者结构单一且流动性较弱

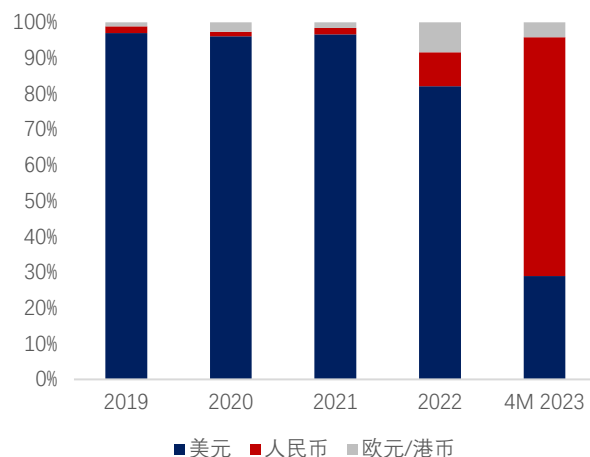
等。我们认为短期的发行币种偏好主要由市场因素驱动。长期来看，人民币离岸债将随着人民币国际化的进程稳定发展，而随着美国货币政策回归常态，美元仍将是中资企业境外融资的主流币种。

图 3: 区县级城投离岸债发行规模比例明显上升



数据来源: DMI, 中证鹏元国际

图 4: 城投人民币离岸债比重大幅提高



数据来源: DMI, 中证鹏元国际

联系我们

主分析师

左一鸣, FRM

+852 3615 8341

jameson.zuo@cspi-ratings.com

分析师

林思琪

+86 755 83210225

siqi.lin@cspi-ratings.com

媒体联系

media@cspi-ratings.com

评级服务联系

魏伦

+852 3615 8324

allen.wei@cspi-ratings.com

若欲获取进一步的信息, 敬请访问 www.cspi-ratings.com

免责声明

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”）按照既定的内部流程拟备不同的信用研究和相关评论（统称“研究”）。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何信息的权利。

研究适用于免责声明和限制。**研究和信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能反映/针对任何证券的市场价值。我们认为研究和信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。**

本研究完全根据本研究发表时作者可获得的公开数据和信息作出。为了本研究的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性信息。我们不会进行审计，也不会对研究中使用的任何信息进行尽职调查或第三方校验。公司概不就研究中任何公开信息的遗漏、错误或不一致性负责。

本公司不对以任何形式对其提供的任何信息的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的信息所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本研究侧重于观察信用评级市场的发展趋势。本研究在向公众发布前，尚未提供给任何发行人。公司不会因其研究而获得酬金。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布研究的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的研究并非给处在使用此研究可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于研究产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2023 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。