

---

# 离岸中资美元债：特征事实、发展动力与潜在风险\*

常殊昱 张 明

近年来中资美元债市场的发行规模和企业数量迅速扩张，这一方面拓宽了企业的融资渠道，另一方面也增加了企业的潜在财务风险。本文研究发现，不同类型企业债务增长的驱动因素差异较大。一般企业发债主要受市场因素驱动，汇率走势和中美利率差异是其中最重要的影响因素。房地产企业发债的主要目的是规避境内监管，即企业在境内融资受限的情况下主动寻求境外融资来源。地方政府融资平台的发债行为则紧跟监管步调，境内外发债趋势在大部分时间内保持一致。从风险层面来看，汇率风险是所有美元债发行主体共同面临的风险，政策转向和集中违约风险则主要集中于房地产部门。

关键词：中资美元债 驱动因素 双向开放 市场风险

过去十年以来，国际债券市场上发行美元计价公司债券的中国公司数量和发债规模均迅速增长。从2014年开始，中国已连续6年成为私人部门外币债务发行量最大的新兴市场国家。作为新增融资渠道，中资美元债<sup>1</sup>对境内企业投融资安排的作用日益凸显。作为外币计价债务，中资美元债市场也给发债企业和境内外金融市场增加了潜在风险。2015年“8·11”汇改后，人民币贬值预期引致境内企业大规模偿还外币债务，造成短期资本外流大幅增加，加剧了当时的人民币贬值预期，对国内金融市场稳定造成了负向冲击。随着人民币汇率预期逐渐企稳，中资美元债市场恢复正常运转，但其潜在的风险和不确定性开始受到政策制定者和学者的关注。

当前，受中美经贸摩擦加剧影响，离岸、在岸人民币兑美元即期汇率双双破7，人民币汇率走势的不确定性增大，又恰逢债务到期高峰，因此关于企业部门外币债务风险的讨论再次引发市场关注。在此背景下，厘清中资美元债市场的存量规模、最新趋势、发行人分布和产品结构特征具有重要的现实意义。此外，境内外市场虽然具有不同的发行条件和融资环境，

---

常殊昱系中国社会科学院世界经济与政治研究所助理研究员，Email: changshuyu@126.com；张明系中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。

\* 作者感谢匿名审稿人给论文提供的宝贵建议，让文章论述更加清晰、完善。

<sup>1</sup> 本文的中资美元债特指由中国籍的公司国际债券市场上发行的美元计价的公司债券。

---

但是大量相同的发行人和投资者同时活跃于两个市场,这意味着境内市场的流动性和政策变化将会影响境外市场的发行规模和成本。因此,深入分析二者的联动机制,有利于更全面地了解美元债市场的特征和潜在风险。

在已有的文献中,对新兴市场国家发债行为的研究主要从两个方面展开。一些文献关注新兴市场国家美元公司债发行的驱动因素。乔治·阿拉扬尼斯、格雷戈里·布朗和里奥拉·克拉珀提出了金融深度假说,认为亚洲国家自身金融深度不足是企业发外币债务融资的主要原因。<sup>2</sup>瓦伦蒂娜·布鲁诺和玄松信提出了套利假说<sup>3</sup>,发现新兴市场公司倾向于在本币升值、境内外利率差异大且汇率波动稳定时发行美元债<sup>4</sup>。瓦伦蒂娜·布鲁诺和玄松信发现套利指数和发债行为之间存在显著正相关,这意味着套利是新兴市场非金融部门最主要的发债动机。<sup>5</sup>值得一提的是,上述研究的样本均包含了来自中国的公司层面数据。薛宏立、孟芳芳指出,海外债市场因成熟度高、产品种类丰富及发债成本较低等三大优势吸引中国企业赴海外发债。<sup>6</sup>刘尚超则重点关注中国房地产企业的发债现状与对策,认为监管收紧是2016年后房地产海外发债井喷的重要影响因素。<sup>7</sup>杨承亮、谭伟伦梳理了2018年中资美元债的市场特征和发债趋势,认为“程序简化”和“回流便捷”是美元债发行量不断增长的主要驱动因素。

8

另一些文献则关注新兴市场企业发债的潜在风险。瓦伦蒂娜·布鲁诺和玄松信发现,汇率波动增加了新兴市场国家美元债发行公司的脆弱性。发债企业持有的本币资产和外币负债的组合导致了货币错配,这在美元升值周期中将会显著加剧公司的脆弱性。<sup>9</sup>维拉尔·阿查

---

<sup>2</sup> Allayannis, G., Brown G. W. and Klapper L. F., “Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use in East Asia”, *The Journal of Finance*, 58(6): 2667-2710, 2003.

<sup>3</sup> Bruno, V. and Shin H. S., “Cross-Border Banking and Global Liquidity”, *Review of Economic Studies*, 82(2): 535-564, 2015.

<sup>4</sup> Acharya, V. and Vij S., “Foreign Currency Borrowing of Corporations as Carry Trades: Evidence from India”, NYU Working Paper, 2016.

<sup>5</sup> Bruno, V. and Shin H. S., “Global Dollar Credit and Carry Trades: a Firm-level Analysis”, *The Review of Financial Studies*, 30(3): 703-749, 2017.

<sup>6</sup> 薛宏立、孟芳芳:“中资发行人海外美元债市融资趋势和建议”,《清华金融评论》,2015年第10期,第106~109页。

<sup>7</sup> 刘尚超:“我国房企海外发债的现状与对策”,《银行家》,2018年第3期,第112~113页。

<sup>8</sup> 杨承亮、谭伟伦:“中资美元债年度盘点”,《中国外汇》,2018年第2期,第19~21页。

<sup>9</sup> Bruno, V. and Shin H. S., “Currency Depreciation and Emerging Market Corporate Distress”, BIS Working Paper 2

---

里雅和萨莎·斯特芬指出,美元升值将通过估值效应造成新兴市场公司的美元债务压力上升,进而使得公司面临金融环境收紧的风险。<sup>10</sup>杜文新和杰西·施雷格则指出,随着公司部门对外币债务依赖程度的增加,该国政府债务的违约风险也会上升。<sup>11</sup>

上述文献普遍以新兴市场公司为研究对象,但没有对企业进行分组研究,即没有充分讨论不同股权性质、不同行业企业的发债趋势和其背后的驱动因素。对于中国企业发债行为的研究则集中于某一年度或某一行业。此外,这些文献也没有讨论新兴市场国家境内政策对企业境外发债行为的影响机制。和上述文献相比,本文的创新之处包括:第一,以离岸美元债企业为研究对象,以境内信用债市场为参照系,分析中资美元债市场的周期规律和市场特征;<sup>12</sup> 第二,通过分组研究来分析发债企业的所有制特征、行业特征及产品特征。通过选取具有代表性的发债企业类型,来寻找中资离岸美元债市场在危机后蓬勃发展的原因;第三,在债券市场双向开放背景下讨论中资美元债市场的潜在风险,并提出应对风险的政策建议。

本文剩余部分的结构安排如下:梳理离岸中资美元债市场的若干特征事实;总结离岸美元债市场快速发展的原因;分析离岸美元债市场对中国债券市场双向开放的意义;剖析离岸美元债市场面临的潜在风险;提出应对风险的政策建议。

## 离岸中资美元债市场的特征事实：周期、主体、行业与产品

离岸中资美元债市场从2008年全球金融危机爆发后迅速崛起,在发债周期走势、发债主体特点和债券产品类型等方面均有其独特性,对境内债券市场起到了补充和拓展作用。从发债趋势来看(图1),美元债市场目前已经经历了两个完整的起落周期,周期高点分别出现在2014年和2017年。与境内市场相比,境外发债企业的股权性质分布和行业分布均表现出明显的差异。民营企业发债规模与国有企业相当,房地产、计算机等行业对境外发债融资的依赖程度已经超过境内。从产品结构来看,美元债市场投资级债券市场相对境内有成本优势;高收益债券则缓解了部分境内低评级企业融资来源不足的压力。

---

Paper No. 753, 2018.

<sup>10</sup> Acharya, V. V. and Steffen S., “The ‘Greatest’ Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks”, *Journal of Financial Economics*, 115(2): 215-236, 2015.

<sup>11</sup> Du, W. and Schreger J., “Sovereign Risk, Currency Risk, and Corporate Balance Sheets”, Mimeo, Harvard Working Paper No. 17-024, 2016.

<sup>12</sup> 本文有关中国公司美元债、境内公司债发行的信息来自 Dealogic 数据库。该数据库提供了中国企业发债的金额、期限、评级和使用用途等详实数据。

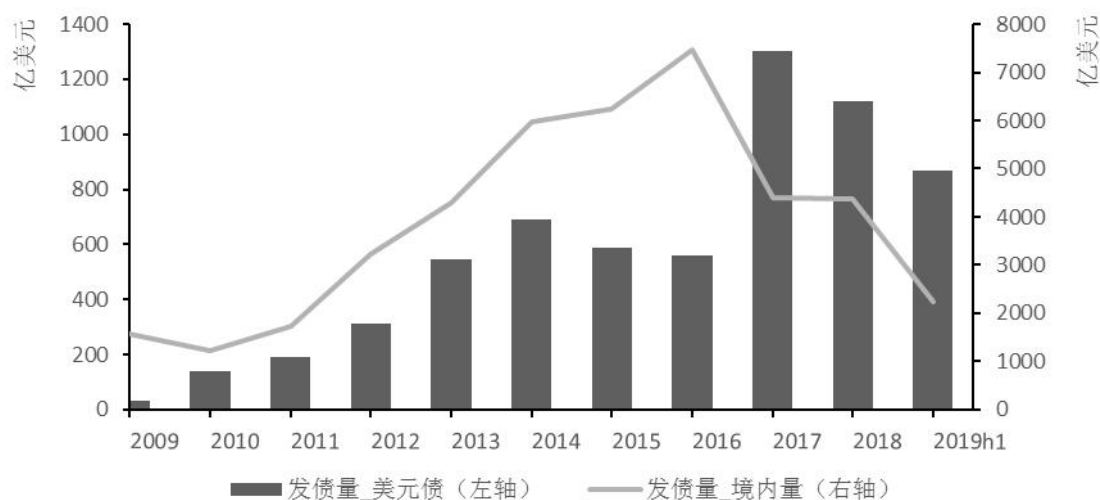


图1 中资企业美元公司债、境内公司债发行量

数据来源：Dealogic 数据库，作者计算整理。

### （一）中资美元债市场的起落周期

从年度新增债务视角看，中资企业已经历两轮美元债起落周期，目前处于第三个周期的起始阶段。

2010—2016年，中资美元债经历第一个起落周期。2010—2014年为发债的快速成长期，海外市场的低利率环境、充足流动性和人民币汇率的单边持续升值共同支撑了中资企业海外发债的爆发式增长。<sup>13</sup>非金融企业发债规模由2010年的138亿美元上升至2014年的690亿美元，5年期间发债额增长了4倍。2015—2016年，美联储开启加息周期，人民币汇率预期转向，企业海外发债连续两年回落。2015年中资美元债发行590亿美元，比2014年下降了14.5%。2016年发债额继续下降，全年发债561.7亿美元，比2015年下降了4.8%。

2017—2018年，中资美元债经历第二个起落周期。2017年，企业海外发债激增，全年发行非金融企业债1300亿美元，相当于2016年发债规模的2.3倍，是非金融机构发债金额的历史峰值。从汇率因素看，人民币汇率预期于2017年转稳，汇率呈双向波动走势，企业海外融资的汇率环境好于2015年、2016年两年。从境内外融资环境看，境内“去杠杆”的政策基调贯穿全年，使国内融资环境整体偏紧，企业寻求海外融资的动力增强；境外市场上融资成本基本保持平稳，全年美联储有一次加息，对债券发行利率的抬高作用有限。2018

<sup>13</sup> 常殊昱、肖立晟：“海外公司债发行现状与风险”，《中国金融》，2018年第10期，第78~79页。

---

年，境外环境发生了较大变化，美联储三次加息抬升了债券市场的发行成本，中美贸易冲突增加了美元债市场的不确定性。受此影响，中国企业海外发债规模再次回落，全年发债 1120 亿美元，比 2017 年下降了 13.8%。

2019 年，在境内防范系统性风险的政策基调下，监管对于境内外融资的要求有所放松，中资美元债进入第三个增长周期。上半年发行债务 867 亿美元，相对于 2018 年上半年增加了 20% 以上。回溯中资美元债发展历程，虽然经历起落，但在中国资本市场不断开放的大背景下，海外发债规模整体呈上升趋势，海外发债在企业融资中所占比重和重要性均在不断攀升。

## （二）境外发债主体的结构特征

从发债主体特征看，境外发债企业在所有制分布和行业分布上与境内债券市场的差异明显，体现了境内外市场一定程度的互补性。

按发债企业的股权性质划分，国有企业和非国有企业在美元债市场上的发债规模和发债公司数目基本相当，国企没有明显的资源优势。危机后，国企与非国企在美元债市场上的累计发债额分别为 3300 亿美元和 3050 亿美元，发债公司数分别为 191 家和 160 家。而在同期的境内公司债市场上，非国有企业的发债规模为 5690 亿美元，仅占发债总量的 13.9%。国企的累计发债规模为 3.68 万亿美元，相当于非国企的 6.5 倍。相比之下，境内债券市场的资源更多被国企占据，其融资的规模优势明显。这一现象背后部分原因是一直以来的预算软约束问题，但更为深层的原因是金融产品供给与企业融资需求不匹配。随着金融机构市场化程度的不断提高，金融机构在提供融资时最为关注企业风险。在投资级债券是市场主力产品的现实约束下，国企融资的规模优势反映的是企业风险与投资级债券利率的匹配程度更高。不可否认隐性担保仍是企业风险评估的一个因素，但其权重已经越来越小。同理，境内高收益市场不发达，非头部的非国有企业很难找到与其风险相匹配的债券产品，因此市场份额明显低于国有企业。相比之下，美元债市场因为参与者分布更为广泛，投资者风险偏好差异大，市场层级也更加完善丰富，因此为非国企提供了和国企相当的市场容量。

按照发债主体的行业划分，境内外债券市场也表现出一定差异。境内债市场上的债券资源向基建类行业集中，且以国有企业为主。建筑业发债规模最大，累计发债规模为 9180 亿美元，占境内公司债总发行规模的 21.5%。随后为房地产、能源、公共事业、交通行业。这四类行业的发债额占全部发债额的 56.4% 左右。美元债市场上，除传统行业外，民营房地产企业和新兴科技企业也比较活跃。房地产业是发债的绝对主力行业，累计发债规模为 2280 亿美元，占中资美元债发行总量的 34.0%。由于境内发债严重受限，民营房地产行业对境外发债的依赖程度最高，境外发债占该行业全部信用债融资稳定在 65% 以上。其次是计算机

与电子行业，境外发债占该行业全部信用债融资比重由 2010 年的 49%，提高到 2018 年的 67%。随后是油气行业，虽然境外发债融资低于境内，但其占比也由 2010 年的 2%，提高到 2018 年的 37%。

### （三）美元债市场的产品结构和行业特征

中资美元债市场上最主要的两种长期债券产品是投资级公司债和高收益公司债。投资级债券为高评级公司提供稳定、持续的低成本融资。由于中外利率差异的持续存在，同评级下海外投资级公司的发行成本持续低于境内。危机后至 2019 年上半年，共有 264 家中资企业发行投资级美元公司债，总计 728 笔，累计融资 3800.6 亿美元。油气、计算机与电子、能源与公共事业及房地产国企是投资级公司债的发行主力（图 2）。油气行业的发债非常集中，中石油、中石化和中海油的发债总额占全行业美元债发行规模的 90% 以上。计算机与电子行业的发债以新兴科技公司为主，阿里巴巴、百度、腾讯和华为均是活跃的发债主体。能源公共事业则以水利、电力、能源等大型国有企业和地方政府融资平台为主。平均而言，美元债的发行利率低于同期境内公司债 1.34~2.63 个百分点。这降低了境内优质企业的财务成本，优化了企业的财务报表和资本结构。以万科为例，公司自 2013 年以来发行美元债 12 笔，累计融资 55.5 亿美元，发行利率在 2.5%~4.5%，平均发行成本为 3.6%。在地产业的几轮严监管周期中，万科的发债成本浮动不大，平均低于境内发债 1 个百分点左右，保证了公司融资性现金流总量和债务成本的稳定性。

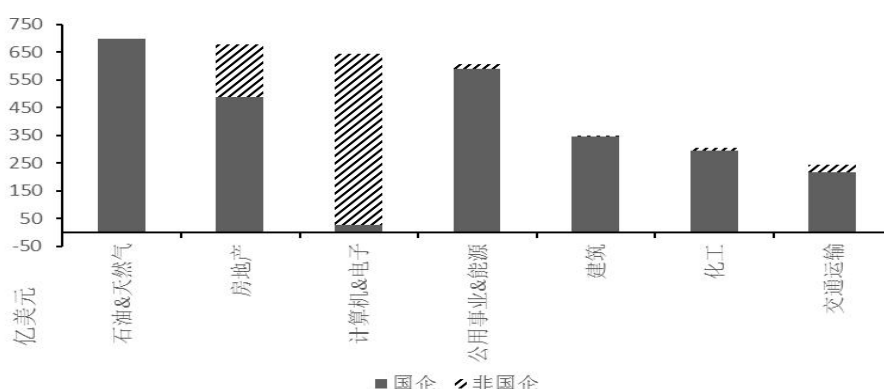


图 2 投资级债券的主要发债行业

数据来源：Dealogic 数据库，作者计算整理。

高收益公司债券拓展了低评级公司的融资渠道，一定程度上弥补了这些公司境内融资来源的不足。如前所述，境内高收益债券市场不发达是低评级企业境内融资来源不足的一个重要原因。以 2017 年、2018 年两年为例，高收益债券发行规模分别为 79.9 亿美元和 63.8 亿美元，占全年境内信用债发行额度的比例不足千分之二。因此，海外发行高收益债务能部分

---

满足低评级公司的融资需求。规模上，金融危机后至 2019 年上半年，共有 201 家中资企业发行投机级美元公司债，总计 893 笔，累计融资 2681.5 亿美元。2017 年、2018 年两年，中资企业分别发行高收益美元债 537.2 亿美元和 366.5 亿美元，相当于同年境内高收益债券发行规模的 6.7 倍和 5.7 倍。行业上，非国有房地产公司、建筑企业、钢铁与金属、交通是投机级公司债的发债主力。发债特点上，高收益债券的发债主体更加分散，非国企占比高，单笔融资额度偏小。许多发行主体没有境内发行记录，这是因为这类企业的信用基本面达不到境内投资级债券的评级要求，无法通过境内的银行贷款和发债来满足企业的外源融资需求。发行成本上，2017 年、2018 年两年高收益债券的平均发行成本为 6.71%、7.91%，10% 以上的发行利率也占一定比例。发行利率虽然显著高于投资级债券，但仍低于境内小额贷款、非标产品的融资成本。2018 年恒大地产公司项目融资成本达到年化利率 18%，同期其境外高收益债券的融资成本为 10% 左右，显著低于非标产品。因此，在境内金融产品供给总体不足的市场环境中，高收益美元公司债市场拓展了中资企业的融资渠道，提供了更多的融资选择。

## 离岸中资美元债市场兴起的原因

中资美元债市场在危机后经历了快速增长，如今规模已壮大数倍。探究其背后驱动因素，我们发现：利率汇率等市场因素、发债企业的股权性质和行业特点、监管的覆盖范围和松紧周期共同影响和决定了企业境外发债的特点和规律。由于这些因素对不同发债主体的影响作用程度不同，所以中国企业的境外融资行为因主体类型不同表现出很大的差异性。本文将发债企业分为传统行业、房地产行业 and 地方政府融资平台三个类型，从三大主体发债的周期特点和驱动因素分析和解释美元债市场不断发展壮大的原因。一般行业企业市场化程度高、监管部门针对行业的专门融资政策较少。因此，这类企业在中美利差越大，境外相对境内的流动性供给越充裕时，发债意愿越高。<sup>14</sup>危机后房地产企业一直是政策调控的重点，境内房地产行业融资政策和调控政策变化频繁，境内融资条件的改变影响了房企的海外发债行为。当房地产企业因监管政策和信贷收缩被动调降境内杠杆时，规避境内监管会驱动地产企业在境外大规模、集中发债。地方政府融资平台由于与地方政府关系密切，通常会严格按照监管政策安排自身的投融资行为，境外发债步调也跟随境内的调控步伐。

### （一）一般行业企业境外发债——市场因素驱动

在非地产、地方政府融资平台的一般行业企业中，企业发债与中美利率差异、人民币汇

---

<sup>14</sup> 常殊昱、肖立晟：“海外公司债发行现状与风险”，《中国金融》，2018 年第 10 期，第 78~79 页。

---

率走势等市场因素显著相关,这些因素通过影响企业的综合海外融资成本进而影响企业的发债行为。除此之外,境内的行业信贷政策转向对企业海外发债也有一定的影响,但并非主要驱动因素。贸易摩擦等外生冲击会通过影响市场情绪从而改变一般行业企业的境外发债行为,但影响主要限于特定时期。总体上看,一般行业企业发债受非市场、政策性干预因素少,发债综合成本是一般行业企业海外发债最主要的考虑因素。

中美利率差异和人民币兑美元汇率走势是发债成本的最重要决定因素。首先,海外发债相对境内的成本优势越大,一般行业企业境外发债额就越高。金融危机后,一般行业企业境外发债额出现两次明显的上涨趋势,第一个上涨周期出现在金融危机后至2014年,第二个上涨周期出现在2017年,是危机后境外相对境内成本优势最明显的阶段。其次,一般行业企业倾向于在汇率上升周期或汇率稳定周期发债。危机后至2014年,人民币在相当长时期内的单边升值预期为发债企业提供了套汇机会,外币负债、本币资产的资本结构在当时可以有效降低企业的财务成本。2017年,人民币贬值预期基本消除,汇率呈双向波动,加上境内的金融去杠杆,一般行业企业海外发债规模达历史高峰。

同理,当美元债市场融资成本上升、人民币兑美元出现贬值预期时,可观察到一般行业企业发债意愿的下降。危机后一般行业企业发债的两次下降趋势分别发生在2015年、2016年和2018年、2019年上半年。在第一个发债下沉周期,海外发债成本相对稳定,汇率是抑制企业发债的主导因素。人民币贬值预期贯穿2015年、2016年两年,对冲汇率风险的金融衍生品在当时也比较稀缺,面对现实的汇率风险和高昂的风险对冲成本,一般行业企业的新增发债额明显呈下降趋势。由于相对汇率的因素,一般行业企业的发行成本在此期间变化不大,平均发债成本稳定在4%以下。在第二个下沉周期,市场对人民币汇率波动方向无明显的一致预期,人民币兑美元汇率呈双向波动趋势,发债成本上升是抑制企业发债的主导因素。相对于2017年,2018年、2019年上半年一般行业企业发行投资级公司债的融资成本提升了1.22~1.33个百分点,在海外融资成本明显上升的情况下,一般行业企业的发债规模呈下降趋势。

综上,一般行业企业的海外发债受境内政策的影响较小,因此没有出现政策转向下融资规模的陡升陡降趋势。汇率、利率等市场价格因素推动了一般行业企业发债规模的上升和下降。一般行业的发债企业多为行业内的知名公司,充分利用其高评级发行了大量的投资级债券,节约了企业的融资成本。2008—2019年上半年一般行业企业发行投资级债券约2800亿美元,占全部发债规模的80%以上。行业内投资级债券的平均发行利率为3.96%,低于房地产企业和平台公司1.15和0.36个百分点。企业通过发行美元债拓宽了融资渠道,优化了资本结构。另外,发债为企业提供了国际资本市场上的信用记录,提高了企业在国际上的知名度,有利于企业拓宽跨境融资渠道,拓展国际业务版图。



---

## （二）房地产行业境外发债——缓冲境内监管转向的冲击

房地产行业近几年是最容易受到政策调控的行业，中资美元债市场为遭遇融资限制的房地产企业提供了缓冲地带和替代选择，2017年以来更是体现出对境内债市场的强互补性。

从2010年初至2014年11月是房地产行业危机后的第一个调控周期。这一轮的调控以“国十一条”出台为标志，伴随着中国人民银行的多次加息。由于境内债券市场尚不发达，对房地产企业外部融资的约束主要集中在银行贷款方面。为规避监管，房地产企业积极探索银行贷款以外的融资方式，美元债和境内的影子银行产品一起（非银行金融机构贷款、股权、非标、境内债），对冲严监管带来的信贷增速下降，一定程度上缓解了房地产企业面临的融资限制。房地产企业美元债发行规模由2010年的78.7亿美元增长至2014年的272.5亿美元，增加了约2.5倍。其中2013年、2014年行业海外发债增长尤为迅猛。

2015年、2016年两年，境内房地产融资政策呈多维度放松趋势，人民币贬值预期使境外发债条件收紧，海外发债次数减半，融资金额缩水。货币政策上，2014年11月起中国人民银行多次降准降息，提供了宽松的货币条件；信贷政策上，2014年10月起商业银行陆续放松房贷政策，行业信贷环境得以改善；境内债券市场改革也取得突破性进展，2015年1月，证监会颁布《公司债券发行与交易管理办法》，公司债发行主体不再局限于上市公司，包括房地产企业在内的所有公司制法人均可在境内市场发债融资。在境内货币、信贷政策得到改善，境内公司债主体要求放松的背景下，房地产企业对海外融资的依赖度下降。2015年，境内债券市场房地产企业发债量激增，发债公司数由2014年的86家上升至2015年的205家，全年发债927.1亿美元，同比增长83.6%。2016年房地产业发债延续了2015年的激增趋势，全年共有392家公司发行债券1590亿美元，同比上升了71.5%。相比之下，房地产境外发债环境由松转紧，风险也随之上升。受人民币贬值周期和贬值预期的影响，企业发债动力不足。2015年、2016年两年，房地产境外发债规模都在100亿美元左右，不足2014年发债规模的一半（图3）。

2017年至今，房地产再经历严监管周期，境内各融资渠道全面收紧，地产企业对海外融资依赖度不断提高。从境内债市场看，2017年房地产境内发行公司债674.9亿美元，发债规模仅相当于2016年的42.4%。2018年境内房地产企业发债规模继续下降至633.2亿美元，比2017年减少了6.2%。在房地产企业的境内融资渠道持续受限的背景下，海外发债对房地产企业越来越重要。2017年房地产行业海外发债430.8亿美元，相当于2016年发债规模的2.98倍。2018年房地产海外发债继续增长，全年发债557.0亿美元，比2017年增长了29.3%。2019年上半年，在房地产企业债务到期压力增大、境内融资依然受限的背景下，房地产企业海外发债继续暴涨。截至2019年6月底，房地产企业境外发债470.0亿美元，超过了2018

年全年的发债规模，同比上涨了 63.3%（图 3）。

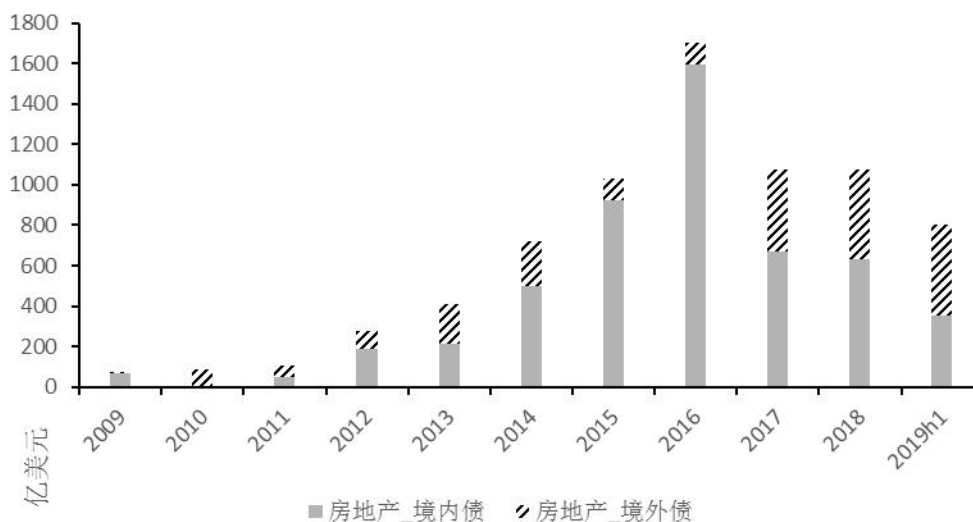


图 3 地产业境内外公司债发行规模

数据来源：Dealogic 数据库，作者计算整理。

综上，境内房地产融资政策的不断收紧是房地产美元债市场规模不断扩大的重要原因。目前，中资美元债市场已经发展为房地产企业重要的融资渠道，对民营房地产企业尤其如此。美元债市场为房地产企业应对境内货币、信贷和行业政策变化提供了缓冲区间，减小了监管政策转向对市场的直接冲击。

### （三）地方政府融资平台境外发债<sup>15</sup>——跟随调控

由于地方政府融资平台公司（以下简称“平台公司”）和政府的特殊联系，政府稳增长和控风险政策中的博弈过程驱动了城投美元债的增长与回落。在针对境内外融资的调控方向一致时，美元债和境内债的起落周期基本相同。但在个别时段，平台公司发债回流会作为监管对资本跨境流动的调整工具，境内外发债趋势会在调控期内出现背离。由于平台公司发债集中在 2014 年后，所以本部分着重分析 2014—2019 年上半年平台公司的海外发债行为。

2014 年开始，平台公司开始频繁在海外发行美元公司债。2015 年、2016 年两年，监管出于对冲贬值压力的考虑鼓励平台公司海外发债，平台公司发债逆势上涨，与其他类型公司的发债趋势相背离。2014—2016 年，城投债年发债规模由不足 50 亿美元上升到百亿美元规

<sup>15</sup> 地方政府融资平台公司也被称为地方政府融资平台，其承担的主要工作除融资外还有城市基础设施建设的投资，因此也被称为城投公司。因此，地方政府融资平台债也被称为城投债。

---

模以上，2016年下半年上升尤为迅猛，6个月累计发债达103.4亿美元。

2016年末—2018年前7个月，防范金融风险、金融去杠杆是监管的优先目标，平台公司监管政策收紧。宏观监管政策上，2016年底的中央经济工作会议将防风险定为2017年经济工作的主要思路。2018年上半年，金融去杠杆是延续了2017年防风险、规范平台公司融资的政策思路。在具体针对平台公司债务的政策上，2016年10月，国务院办公厅下发88号文<sup>16</sup>，将城投公司债务以2015年1月1日为界进行新老划分，甄别偿债责任人。2017年5月，六部委联合下发50号文<sup>17</sup>，首次通过多部委联合的方式规范地方政府的举债行为。50号文强调对参与违规举债的所有实体，包括融资人、投资人和金融中介进行联合惩罚。在2015年7月召开的全国金融工作会议上，提出对平台公司的违规融资实行“终身问责，责任倒查”的问责机制，力度之大前所未有的。2018年财政部下发的23号文<sup>18</sup>，要求国有银行不得向平台公司进一步提供贷款，监管思路由总量控制转变为停止新增，平台公司融资空前艰难。同期，发改委在操作中收紧了平台公司海外融资的审批，因此平台公司海外发债在2017—2018年3季度同时下降。

2018年下半年至今，中央政府推出更多的政策和措施来稳经济、促基建，以应对不利的国内外环境，从2018年底开始，投资者对平台公司的情绪逐渐趋于稳定。海外发债率先反弹，下半年发行量高达130.3亿美元，接近上半年的2倍。下半年发债规模的突然放量也让2018年的城投美元债发行额达到历史最高，全年发行总量为197.0亿美元。2019年上半年延续了2018年下半年的扩张势头，上半年共发行城投美元债167.4亿美元，同比增长151.0%。另外，2018—2019年上半年共有新增发债主体43家，说明在到期高峰下，城投企业积极寻求海外发债用于债务偿还。

对比城投企业的境内外融资，发现二者发债走势均紧跟监管步伐。针对境内外监管一致时，二者发债走势一致；监管分化时，二者亦呈现出背离趋势。二者的背离主要出现在2014年下半年—2015年上半年，表现为境内债规模急降，海外债规模平稳上升。2014年9月印发的国发43号文<sup>19</sup>中，明确剥离了平台公司的政府性融资职能。受此影响平台公司2014年下半年境内发债666.7亿美元，比2014年上半年下降29%。同期中国的资本外流压力较大、人民币贬值压力也较大，因此监管当局将海外债券项下的融资回流作为对冲贬值的一项工

---

<sup>16</sup> 88号文的全称为《国务院办公厅关于印发地方政府性债务风险应急处置预案的通知》。

<sup>17</sup> 50号文由财政部、发改委、司法部、人民银行、银监会、证监会六部委联合发布，全称为《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》。

<sup>18</sup> 23号文的全称为《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》。

<sup>19</sup> 43号文的全称为《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》。

---

具，对平台公司海外发债持鼓励态度。境内外调控思路的不同直接导致了两个市场融资趋势的背离。

综上，平台公司的发债趋势主要取决于监管的政策风向，受行政干预的影响因素大，企业的盈利能力和财务风险只是影响发债的次级因素。但通过美元债的发行，平台公司亦获得了国际市场的融资经验，客观上促进了平台公司的市场化程度。首先，发债的平台公司更熟悉和适应市场化的融资机制。尤其是发达地区的平台公司，如北京控股、北京国有资本经营管理中心等平台公司均以低于境内的成本发债，节省了企业的财务成本。其次，发行美元债提高了城投企业的国际化和市场化程度。2010—2013年，城投企业发行美元债22笔，其中17笔未进行评级。而在2017年、2018年两年，没有评级的发行仅有两笔。随着城投公司市场化、国际化程度的提高，市场对城投公司的认可程度也在不断提高。最后，城投企业的国际评级对境内评级同样有启示意义，为促进境内评级匹配真实的企业风险提供了现实范本，为解决国内债券评级的虚高和泡沫问题提供了明确的改革方向。

### **美元债市场对促进债券市场双向开放意义重大**

中资美元债市场自身的蓬勃发展增加了境外投资者与境内发债企业的联结，离岸美元债市场已经成为外国投资者了解、投资中国企业的重要平台，是未来促进中国债券市场双向开放的重要纽带。随着中国债券市场开放进程的加速，特别是中国国债和政策性银行债正式加入彭博—巴克莱综合指数，海外资本将以前所未有的规模流入中国债券市场。更多境外投资者进入境内债券市场进行投资和交易，投资范围也会由利率债市场逐步扩展至信用债市场，中资美元债市场是推动这一进程的重要载体。

首先，中资美元债市场是外国投资者与中国企业联系最紧密的债券市场平台。2019年中资美元债市场规模约为8000亿美元，占亚洲美元债市场体量的50%以上。市场目前共有非金融发行主体450余家，这些企业普遍在行业内排名靠前，国际化程度高，熟悉且善用国际金融市场的融资规则，与外国投资人相对熟悉。这些企业本身或其关联机构大多数也在境内市场发债，行业覆盖金融、地产、城投公司和传统工业多个领域。可以预见在海外投资者进入境内信用债市场之初，可能更倾向于购买有海外发债经验的企业的境内公司债券。投资者方面，美元债市场的外国投资者对境内企业、经济和政策基本面都相对熟悉，相比对中国市场完全陌生的投资人，中资美元债市场的投资者更有动力根据自己的配置需求投资中国境内债券市场的行业、企业和产品。另外，由于美元债市场成熟度高，投资者主体更加丰富，包括银行、资产管理公司、基金管理公司、证券公司和私人银行等多种类别；投资者的地域分布广泛，覆盖美国、欧洲和亚洲。这些海外投资主体进入中国信用债市场将丰富境内债券

---

市场的投资者期限和风险偏好，利好境内发债企业。

其次，分割的境内外债券市场为最初的市场参与者提供了跨境套利的机会，让外国投资者有通过跨市场交易推进两市场联动的初始动力。按照笔者测算，中资美元债与境内市场发行利率的相关系数仅有 0.5 左右，而与新兴市场美元债的相关系数则高达 0.9。因此，即使是相似甚至同一主体，其境内外利差也普遍存在。本文统计了 2013 年后同一企业同期发行期限相同的美元债和境内债的情形。2013—2018 年，同期发债企业共有 263 家，国有企业 139 家，非国有企业 74 家，其中房地产行业最多，交通、公共事业次之。同期发债国企中，2/3 企业的境外发行成本更低，2018 年境外融资平均低于境内 1 个百分点；1/3 企业境外发行成本高于境外，平均高出 0.6 个百分点。非国企样本中，1/3 企业的境外发行成本低于境内，2018 年平均低出 0.68 个百分点；2/3 企业的境外发行成本高于境内，平均高出 1.5 个百分点，其中花样年地产公司的境外发行利率高于境内 7.5 个百分点<sup>20</sup>。息差的普遍存在反映了资本管制下的境内外市场分割和信息不对称，但也为投资人在境内外市场打通的初期提供了套利机会，让其更有动力参与中国信用债市场。随着债券市场开放的不断深化，境内外信用传导机制将更加顺畅，息差会随着跨境资本的自由流动而抹平。

再次，先大力发展境外市场，再促进境内外市场有机联动也遵循了其他国家的成功经验。日本的债券市场是由管制走向市场化，由境外市场开放带动境内市场改革的典型案例，了解日本债券市场开放过程有利于借鉴其经验，充分发挥后发优势。20 世纪 80 年代，日本的债券市场尚未实现市场化，定价机制僵化，融资成本显著高于境外。由于境内债券市场推进开放的过程困难重重且步调缓慢，大量日本企业赴欧洲市场寻找发债机会，日本本地的投资者也更愿意赴境外购债，当时日本债券市场参与者在离岸市场的活跃程度远超过境内市场。到 20 世纪 90 年代初，为了防止境内外债券市场发展程度不匹配造成金融空心化，日本政府开始积极推动境内债券市场的发展，包括放松监管和建立信用评级。在一系列市场化改革举措下，境内债市场也逐渐繁荣起来。

中国债券市场的开放进程与日本案例有相似之处，一是境内外债券市场参与者有相当比例的重叠；二是相比境外市场，境内债券市场的管制相对严格。根据日本的经验，由境外市场推动两市场联动将有利于倒逼境内市场改革，促进境内信用债市场产品结构和评级机制的完善。

当前中国的国际收支顺差大幅收窄，汇率双向波动且弹性增强，跨境资本流动的管制逐步放松，这为债券市场双向开放提供了改革的最佳窗口期。中资美元债可作为境内外两个市

---

<sup>20</sup> 2018 年 12 月，花样年控股集团有限公司在境内和境外同时发行 3 年期债券，境内发行利率为 7.5%，境外则高达 15%。本文在计算均值时为避免异常值对均值的影响，去掉了这一最大值。

---

场破壁交融的市场载体，市场参与者已经在实际交易中催生对跨境交易模式、评级机制及金融衍生品的现实需求。以市场真实需求为基础探索境内外债券市场的联动机制，能够有效节省制度构建成本、避免金融资源的浪费，更有效率地实现境内外市场的良性循环。

## 中资美元债市场的潜在风险

美元债作为企业重要的加杠杆渠道，可能引发的企业融资不当和过度融资的风险也不容忽视。第一，作为外币计价债务，汇率风险是美元债市场的最普遍风险。当本币贬值时，外币敞口可能通过交易结算和资产负债表等渠道增加企业的债务风险。第二，前期过度举债激进投资的企业在偿债高峰期也面临较大的违约风险，相比个体违约，行业层面甚至跨行业、跨市场的集体违约会冲击金融市场的稳定，值得关注。第三，政策转向风险是美元债市场普遍面临的第三大风险，监管政策的松紧将直接影响企业的流动性和融资成本，从而影响企业的债务风险。第四，债券市场开放进程下美元债市场与境内债券市场的联动将更加频繁、紧密，大规模的跨境资本频繁流动对境内金融市场的稳定造成一定的冲击和挑战。

### （一）人民币贬值增加了发债企业的汇率风险

人民币贬值增加了发债企业的汇率风险，增加了企业外币债务的财务负担。2019年，受贸易冲突等因素的影响，人民币汇率波幅明显增大。在监管层面，中国人民银行也减少了对外汇市场的直接干预，将汇率决定机制交给市场。这要求发债企业必须增强风险意识，增强风险测量和风险控制的能力。具体而言，汇率风险主要包括交易性风险和资产负债表风险两大类。而货币错配敞口是触发交易性汇率风险和资产负债表风险的关键，货币错配敞口对汇率变动的敏感性决定了企业汇率风险的大小。从企业层面看，海外收入低、债务到期压力大的企业面临汇率风险的可能性越大。根据笔者的统计，国有部门中的油气行业、交通运输和地方政府融资平台，民营部门中的房地产行业近年来海外债务增长快，远高于海外收入的上升速度，且这些行业在2020年均进入偿债高峰期。另外，中美贸易冲突升级若造成人民币的预期外贬值，企业面临的汇率风险会显著增加。

### （二）企业前期过度举债、低效投资引发的违约风险

部分前期投资风格激进的发债企业可能面临流动性压力增大、违约风险上升的局面。国际债券市场在危机后的流动性供给较为充裕，许多中国企业利用此便利发行了美元公司债，造成外币计价的债务规模迅速上升。一些企业由于缺乏跨境资金的管理经验，逐步暴露出负债和资产规模不匹配、债务期限结构偏短、公司治理结构不完善、财务信息披露不规范等问

---

题。<sup>21</sup>在流动性退潮周期中，这类企业可能遭遇外源融资困境，导致信用风险不断累积、甚至触发债券的违约。当然，个体债券违约是成熟信用债市场自身设计的退出机制，也是信用风险有序释放的正常表现，但要警惕个体违约风险跨公司、跨行业甚至跨市场的传播。

房地产行业是中资美元债市场集中违约爆发的最大风险点。一方面，境内外房地产融资条件同时收紧，减少了房地产的外部融资来源。境内政策上，2017年至今房地产处于严监管周期中。2017年资管新规颁布，境内融资环境整体收紧，监管当局多次强调打破刚兑预期，让企业违约按市场规则处置。2019年，货币政策转向宽松，但唯独轮空了房地产行业，市场对“房住不炒”的政策定力已基本达成共识。在强监管作用下，投资者避险情绪上升，地产融资风险溢价上升，再融资难度加大，债券违约的概率也相应上升。境外融资条件上，发改委下发的788号文收紧了海外发债的用途限制，海外融资政策环境趋紧<sup>22</sup>。该文件发布后，三季度地产海外发债环比下降15%左右，政策影响已经显现。另一方面，房地产业美元债的到期高峰位于2019—2021年，和境内债务的到期高峰基本同步，实际的再融资需求在上升（图4与图5）。其中2019年房地产行业全年美元债到期规模为227.8亿美元，2020年和2021年分别为305.6亿美元和420.2亿美元。在融资渠道受限、企业再融资压力高企的情况下，地产企业的集中违约风险显著增高。融资成本上，国内的严监管政策也抬升了投资者的避险情绪，风险偏好的上升同样推高了地产企业的境外融资成本。首先表现为融资期限变短，2017年非永续的中资美元债发行期限平均为4.9年，2018年上半年已下降至3.3年。其次表现为融资成本升高，高收益公司债的平均发债成本由2018年的8.4%上升至2019年上半年的9.2%。

大规模、集中的债券违约会影响金融市场的稳定，增加恐慌情绪，还有向境内市场传染的风险。由于大量地产企业同时活跃于境内外两个市场，多个系统重要性金融机构以投资人、经纪人的角色参与到境内外业务中，那么集中违约风险的爆发可能面临境内外相互传染的风险。

---

<sup>21</sup> 霍志辉、刘骁、石翊龙：“理性认识中国债券市场违约风险水平”，《金融市场研究》，2018年第74期，第55~66页。

<sup>22</sup> 2019年7月12日，国家发展改革委办公厅发布了《关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》（发改办外资〔2019〕778号）。通知中强调，房地产企业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；要求在外债备案登记申请材料中列明拟置换境外债务的详细信息等。

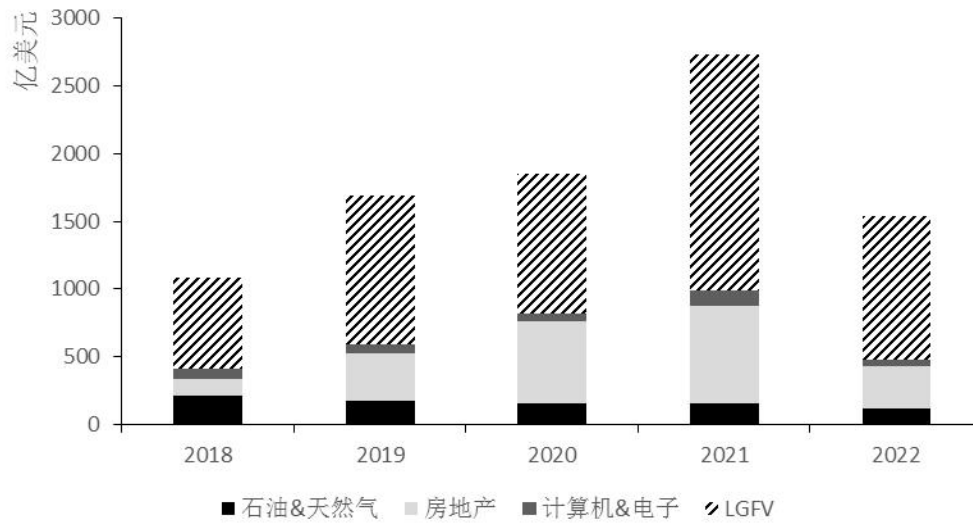


图4 境内债到期主体分布

注：图中 LGFV 为地方政府融资平台英文首字母的缩写。

数据来源：Dealogic 数据库，作者计算整理。

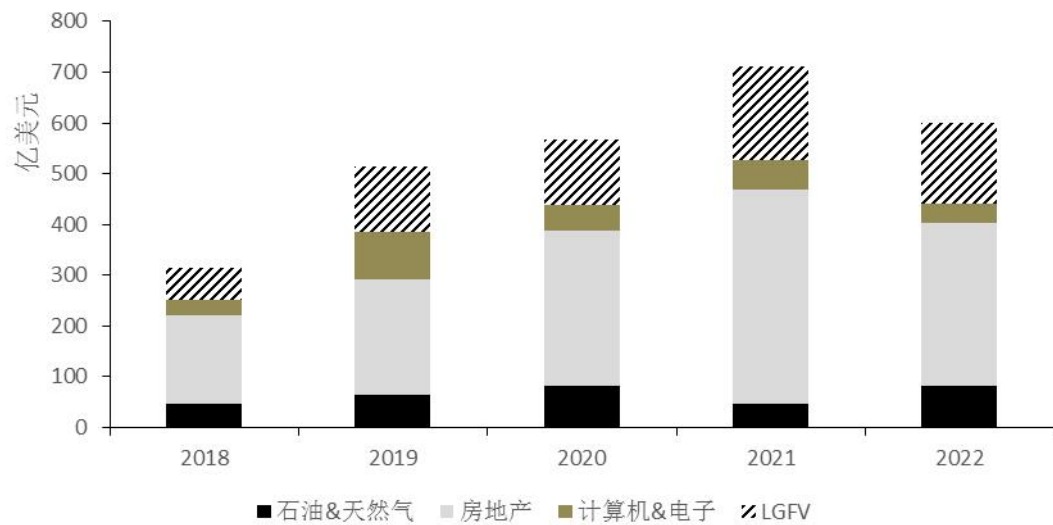


图5 美元债到期主体分布

数据来源：Dealogic 数据库，作者计算整理。



---

### （三）境内监管政策变化增加了企业海外发债的不确定性

境内关于海外发债的监管政策发布较为频繁，监管政策的转向会增加企业海外发债的政策不确定性。当前企业海外发债面临的政策风险主要包括两个部分：一是针对企业海外融资的监管政策呈收紧趋势；二是监管机构可以通过政策以外的多种方式向市场相关方施加影响，因此市场主体在新政策颁布时往往先观望再执行，存在对政策的解读不足或过度解读风险。

首先，境内监管机构针对地产、融资平台的海外融资政策明显收紧。2019年6月13日和7月12日，国家发改委陆续发布666号文和778号文<sup>23</sup>，再次对平台公司和房地产企业的海外融资行为进行规范。666号文旨在进一步切割平台的海外融资与地方政府的关系，强调平台不得以海外融资的方式造成政府隐性债务的增加。778号文则从发债用途上限制房地产企业的新增发债，规定除偿债、再融资用途外，房地产企业不得以经营、资本支出、并购或其他理由来发行新的海外公司债务。从发债规模看，两项政策已经压低了平台公司和地产企业的发债规模。666号文发布一个月后，城投债新增发债规模回归零值。房地产企业发债13笔，披露用途均为再融资，融资金额为38.1亿美元，相比6月下降40%左右。在到期高峰到来的背景下，政策收紧增大了企业海外发债的续借难度和流动性压力。

其次，市场主体对政策的过度解读和解读不足增加了企业融资环境的波动性。在监管政策层面，随着中资美元债市场的不断扩容，监管机构针对中资美元债调控的政策频繁发布。在执行层面，监管机构通过窗口指导等方式对市场各类关联方产生持续影响。以发债金额为例，2015年颁布的2044号文<sup>24</sup>已经取消了企业境外发债的额度审批，但实际中却以“路条”的形式保留了发改委对企业发债额度的审批权力。在实际监管中，由于行政手段与政策法规经常出现方向上的不一致，让市场容易对新出台的政策解读不足或过度解读，从而造成市场情绪的突然转向和发债规模的剧烈波动。例如，2018年5月底，发改委和财政部共同下发706号文<sup>25</sup>，目的是规范企业中长期海外公司债的发行行为，重点针对房地产企业和地方政

---

<sup>23</sup> 666号文全称为《国家发展改革委办公厅关于对地方国有企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，旨在规范地方政府融资平台的海外发债行为；778号文全称为《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，旨在规范房地产企业的海外发债行为。

<sup>24</sup> 2044号文的全称为《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》。

<sup>25</sup> 706号文的全称为《国家发展改革委财政部关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方政府债务风险的通知》。

---

府融资平台。通知要求发债企业“充分论证发行外债的必要性、可行性、经济性和财务可持续性”，但也同样支持企业“依法合规开展市场化融资”。然而在之后的6月，房地产行业月度境外融资大幅下降，融资额仅相当于5月的37.3%；平台公司在6月更无一笔发债记录。直到后来又有新的城投债发行人拿到发行额度，市场才意识到对706号文存在过度解读。随后的7月房地产和地方政府融资平台的发债都出现反弹，更是在2019年上半年创下行业最高的半年度境外发债纪录。直到监管机构再次意识到市场对706号文执行力度不足，因此陆续于6月13日和7月12日发布666号文和778号文，再次对平台公司和房地产企业的海外融资行为进行规范。

由于缺乏监管政策的前瞻指引，市场对政策的解读不足会影响政策的调控效果和执行效力。而市场对政策的过度解读则可能造成投资者避险情绪的突然上升，导致市场流动性供给的陡然下降甚至中断，可能造成市场上金融资源的浪费，也会给企业预先的资本构架安排带来冲击。

#### **（四）债券市场开放下的金融稳定风险**

债券市场开放进程必然伴随着短期跨境资本流动的增加，其“逐利性、顺周期和易超调”的特点可能增加中国的金融稳定风险。<sup>26</sup>从国际经验看，1994年、1995年的龙舌兰危机和1997年的亚洲金融危机，都是企业部门累积的货币错配由私人部门风险上升至国家层面金融风险的典型案例。从新兴市场先前的货币危机经验看，对外币债务依赖程度较高的国家，在遭遇经济动荡、汇率贬值时，极端的跨境资本流动可能直接威胁其金融稳定，甚至演化为危机。资本流动转向可以表现为大规模资本流出和资本流入的“骤停”。无论是哪种情形，都可能导致货币贬值、金融市场动荡、金融脆弱性增加，甚至引发金融体系的系统性风险。短期跨境资本流动具有投机性和羊群效应。一旦市场恐慌情绪上升，资本净流动的突然转向可能会背离经济基本面，对一国金融稳定 and 经济发展造成预期外的巨大负面冲击。

中国目前外债的占比较低，爆发货币危机的风险较小，但短期大规模的异常资本流动仍然可能造成国内金融市场的动荡。2014年末—2015年，中国曾经历大规模资本外流，因企业集中偿还外债是资本外流的一个重要组成部分。一方面，前期的发债高峰中大量企业没有对冲汇率风险；另一方面美联储货币政策正常化和中国经济放缓使人民币升转贬，再加上当时的汇率制度催生出大量的套利交易，形成了较长时间的一致贬值预期。几方面因素的综合作用下使脱离基本面的恐慌情绪蔓延了相当长时间。企业纷纷选择提前偿债或用境内资金偿

---

<sup>26</sup> 潘功胜：“应对跨境资本流动冲击，‘打开的窗户’不会再关上”，《国际货币评论》，2017年合辑。

---

还到期债务，形成短期大规模的资本外流。据张斌、常殊昱估算，在当时近 7000 亿的资本外流中，有 1/3 左右是因为提前偿债引起的。<sup>27</sup>同时，市场的恐慌情绪也在企业和居民部门互相传染，造成机构、居民换汇激增，在相当长一段时间形成贬值预期—资本外流—恐慌升级的恶性循环。可见，监测并防范跨境资本的极端、无序波动是维护金融稳定、防范金融风险和经济危机的必要举措。

当前，美元债发行企业的汇率风险对冲意识明显增强，但随着债券市场双向开放的推进，外国投资者持有的中国债券产品比率也将不断提高，由债券市场买入、卖出、偿还引起的跨境资本流动将更加频繁，出现极端资本流入流出风险的概率也相较之前提高。因此企业和监管机构都需要更多的工具组合来面对新的不确定性。

### **（五）国际金融动荡可能引致中资美元债市场的流动性风险**

2020 年国际金融市场动荡开年，尤其以 3 月“美元荒”对中资企业海外发债的影响最大。冲击爆发当下，部分中资高收益海外债券在二级市场遭遇抛售，一级市场发行几乎停摆，美元债会否暴雷引发市场密切关注。随着美国巨额救市政策的出台，全球性的美元流动性紧张局面已阶段性结束，但其对中资美元债发行市场的影响一直蔓延到 2020 年二季度。此次黑天鹅事件给中资美元债市场带来的冲击主要体现在以下几个方面：第一，流动性告急和市场恐慌情绪令以房地产企业为代表的高信用风险溢价行业的债券发行几乎暂停。2020 年 3 月，房地产企业海外发债融资 16.3 亿美元，仅相当于 1 月、2 月发债金额的 7.5%。第二，高收益公司债的发债成本显著上升，3 月高收益债发行的平均利率高达 11.1%，高于前两个月 2 个百分点以上。第三，“美元荒”危机解除后，市场短时间内未能完成信心修复和回归正常秩序。房地产公司二季度发行债券 69.6 亿美元，发债量相当于一季度的 30%。

此次“美元荒”的爆发并未引发局部或更大规模的信用违约风险，但本轮短暂的危机也在提醒我们，只有充分认识当前中资海外债市场的信用违约风险的潜在风险点，才能在危机时刻做出更准确的判断和应对。本文认为，应重点关注那些利润下行、高杠杆和高外部融资依赖度的企业，如房地产和油气行业的发债企业。高杠杆公司面临的本金和利息的支出压力大，公司利润下行则压缩了公司偿债现金流的充裕程度，高外部融资依赖度的公司更容易受到金融动荡带来的流动性冲击。当预期外金融风险事件发生时，企业的主营业务收入面临下降风险，工资支出和债务的还本付息压力维持不变，企业利润随之下降，再融资成本提升。同时，一旦市场形成行业违约风险上升的共同预期，投资者偏好会进一步趋于谨慎。这些因

---

<sup>27</sup> 张斌、常殊昱：“浮动何足惧——外汇市场的基本面、漩涡与出路”，《比较》，2017 年第 89 期，第 166~182 页。

---

素相互影响，容易形成利润下降，信用利差扩大和投资者一致负面预期之间的相互强化，局部违约风险随之上升。

## 应对风险的政策建议

### （一）打破刚性兑付、规范信息披露、处罚违规行为

首先，应尊重市场的退出机制，打破市场的刚性兑付观念，允许市场信用风险的正常释放。特别是针对与政府关联密切的国企和地方政府融资平台，只有打破刚性兑付，才能不断增强从评级、发行到交易环节的市场化程度，破除隐性担保溢价，实现企业债务和政府债务的真正切割。

其次，为避免个体违约向群体、行业甚至跨境传染，监管机构需做好杠杆及相关信息的追踪和统计工作。在发行者层面，一方面应统计追踪重点行业的美元债发行规模和期限结构，识别面临到期高峰的债务规模、产品结构和再融资条件和成本的变化情况。另一方面应追踪监测兑付高峰临近时企业的收入、利润和现金流状况。在投资者层面，一方面应识别并关注针对某一类型或某一行业的债券产品的投资者集中的现象，尤其需要警惕价格敏感型投资者的互为交易对手的行为，预防市场风险暴露时投资者的集中抛售和踩踏行为。另一方面应关注债券集中到期临近时市场投资者的情绪和风险偏好及影响因素。在政策层面，应跟踪并预判国内外可能对市场造成普遍冲击的经济政策，并通过压力测试等方式预测冲击程度和最易受到冲击的行业和企业。

最后，针对债券发行人、评级机构、审计机构和承销机构在债券发行、募集资金使用、审计和信息披露方面存在的违规行为，要依法进行处理。

### （二）发展金融衍生品市场，引导企业对冲外币债务的汇率风险

首先，企业在日常经营中可以通过自然对冲和现汇结算时点管理两种方式对冲汇率风险。对于有海外收入的企业，可加强收入现金流和债务偿还的支出现金流的期限和结构的管理，有效预防资产和债务的期限结构错配问题，缩小错配敞口。有效的外币收入支出期限结构管理能够对冲大部分汇率风险，保证企业经营的基本面不受到汇率波动的大幅冲击。另外，企业可提高对现汇结算时点的管理水平，由专业外汇交易员追踪汇率行情，研判汇率走势，选择合适的结售汇时点。现汇结售汇时点管理得当可以节约企业的购汇成本，增加结汇收入，把汇率风险管理有效地纳入企业的日常经营，是国际化企业风险控制管理的必要组成部分。

其次，外汇衍生品是企业对冲外币债务汇率风险的重要金融工具。目前，人民币外汇衍生产品主要包括人民币外汇直接交易产品、远期产品（C-Forward）、期权组合交易和交

---

易冲销业务，其中外汇远期产品的使用最为广泛。然而，远期产品作为一种非标准化的金融衍生品，在银行拒绝为较大幅度的贬值情形进行锁汇时，企业便无法对冲汇率大幅波动造成的汇兑损失。因此，拓宽汇率衍生品市场的深度和广度迫在眉睫。外汇期权、期货等标准化产品能够满足多样化的风险对冲要求，标准化也有利于市场交易规模的迅速扩大。政府应积极鼓励发展金融衍生品市场，发展金融期货、期权、远期等多种金融工具，并在不断开发、拓展中培育适应境内、美元债市场深度发展的衍生产品的丰富性。此外，随着衍生品产品种类和结构的优化，将吸引更多市场主体参与中国的境内外债券市场。

### **（三）进一步完善美元公司债市场的监管构架**

首先，完善监管构架，避免监管重叠和监管真空。目前，针对美元债市场的监管呈多头格局，监管框架易产生政策冲突。根据美元债监管的相关公开政策看，国家发改委、国家外汇管理局、中国人民银行和证监会从不同侧面对发行人行为进行监管。从职能分工看，发改委是外债发行的备案登记机构，也是海外发行额度的实际审批机构。外汇管理局主要负责对发债资金跨境使用的监管，中国人民银行则规范了企业的跨境融资额度。此外，如果中资机构选择以发行优先股的形式在美元债券市场融资，还需要获得证监会的批准。由此可见，海外发债行为的境内监管呈现多头框架，政策方向的不一致、政策执行力度的不同，一方面会让发债主体和投资主体误读政策，也会影响政策的执行效果。另外，多头监管也不利于机构间数据、信息的及时传达、共享。为避免多头监管带来的监管重叠和监管真空问题，海外债监管也可以借鉴境内债券市场监管中的“一致行动人”思路。2018年中国人民银行、证监会、发改委联合发布《关于进一步加强债券市场执法工作有关问题的意见》，以强化债市监管执法，加强协同配合，建立统一的债券市场执法机制。这一方面维持了原有的监管分工和监管规则，减少了监管框架变革的行政成本和市场的适应成本，同时也明确了部门的监管职责，促进监管协作和信息互通。

其次，尊重市场规律，降低行政干预对市场的影响，加强政策法规的执行力度和持续性，避免政策执行中的松紧不一给市场带来的不确定性。当投资者对发展中国的经济形势和政治稳定性存在疑虑时，会倾向于缩短债务周期以降低偿付中的不确定性。如果政府能够提供更市场化、法制化的市场环境，将有利于企业发行期限更长的海外债券，从而更加有效地利用美元债市场的融资优势，降低企业的财务成本和现金流压力。在制定行业发债规范时，应注重对相似政策执行标准的一致性，避免企业因过度解读或解读不足而造成发债规模的剧烈波动。在监管不同行业的跨境融资风险时，应充分考虑到行业特点。当前的监管主要针对房地产和平台公司，行政干预色彩浓厚，易造成监管超调。而针对其他行业，则没有制定具体的监管规则和风险分类，存在监管盲点。

---

再次，完善中国企业部门全口径外债的统计数据。只有各部门通力配合，才能得出准确的企业部门的外币公司债和外币贷款数据，以及其中的长期和短期债务分布。真正掌握企业部门外币债务的规模、币种、期限、风险对冲的总体特征和行业分布特点，从而制定出有针对性的调控政策。在日常监管中，应加强企业信息披露的规范性，对不同货币标价的现金流和债务的规模和期限结构进行分类和汇总，这不仅有利于国家对于企业货币错配状况的监管和控制，更有利于企业自身根据现有的货币错配状况调整资产和负债结构，从而化解货币错配风险。同时，监管部门也可以通过培训和案例教学方式增强企业防范货币错配风险的理念，引导企业合理利用金融衍生产品市场，对外币资产负债进行保值，有效地规避货币错配风险。

最后，在市场出现极端风险时，中国人民银行需发挥“最后贷款人”角色。在市场出现集中违约或金融风险的跨行业、跨市场传染时，投资者的恐慌情绪可能在短时间内迅速传染、蔓延。为避免市场的“羊群效应”和“踩踏行为”造成的流动性枯竭和市场的非理性下跌，中国人民银行应及时发挥其对市场主体的影响力，合理干预，以缓解市场的恐慌情绪。

（责任编辑：崔秀梅）