

中资企业发行美元债券的 风险分析与启示

——以中石化为例

刘振华 张鸷 沈彦波

摘要：近年来，美元债券以独特的优势受到中资企业的追捧。然而，受美联储加息、人民币汇率波动等影响，美元债券的发行红利逐渐消失，风险因素越发突显。对此，中石化将发行美元债券的风险点分为备案风险、利率风险、汇率风险和偿付风险，并针对风险采取了应对举措。为发债企业从发行流程、信用评级、发债时间窗口、汇率对策到财务规划，提供了十分有益的启发。

关键词：中资企业；美元债券；中石化；风险分析；人民币汇率

中图分类号：F426.22；F831.51 **文献标志码：**A **文章编号：**1003-286X(2019)11-0014-05

长期以来，受政府宏观调控、金融监管、行业规范等多重因素的影响，企业的融资需求无法得到满足。为筹集资金，存在融资约束的企业纷纷将融资渠道由境内转移到境外，借助美元债券进行融资。与此同时，近几年来，我国企业“走出去”步伐逐渐加快，对外币资金（尤其是美元）的需求也日益强烈。在此背景下，中资企业美元债券的发行量逐年增长，并已成为我国企业重要的融资方式。

一、中资企业发行美元债券的 机遇与风险并存

（一）中资企业发行美元债券存在的机遇

1. 境外融资政策逐渐放宽。2015年9月14日，国家发展和改革委员会发布《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（以下简称通知），放宽了境内企业海外发债的条件，取消了企业发行外债的额度审批，通过发债企业的备案登记和信息报送，在宏观上实现对借用外债规模的监督管理。此后，中国人民银行、国家外汇管理局等单位又相继出台一系列文件，如《关于改革和规范资本项目结汇管理政策的通知》《关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》，对中资企业跨境债券融资、外债资金结汇等程序进行简化。这些文件的出台为中资企业境外债券融资提供了政策便利。

2. 美元债券的融资难度较低。首先，美元债券的限制性条件相对较少，只要企业的经营条件和资质条件良好即可发行。同时，与境内金融机构相比，美元债券的投资者对资金的使用方向并没有严苛要求，发债企业可根据经营状况灵活调整资金的使用方向。其次，美元债券的融资效率高。境内债券融资监管部门对申请不仅做要件完备性的形式审核，还要做内容质量的审核，从提出申请到最终债券交割一般需要3~6个月。而美元债券则省去了向监管部门的报备审批环节，其债券发行的整个流程成熟，通常可在两个月内完成。

3. 可以节约优质发行人的融资成本。由于中美资本市场成熟度不同，美

基金项目：北京市社会科学基金重大项目(152DA51)；北京市社会科学基金项目(15JGC161)

作者简介：刘振华，北京工商大学商学院硕士研究生；

张鸷，中国石油化工集团有限公司财务部，高级经济师；

沈彦波，北京工商大学商学院硕士研究生。

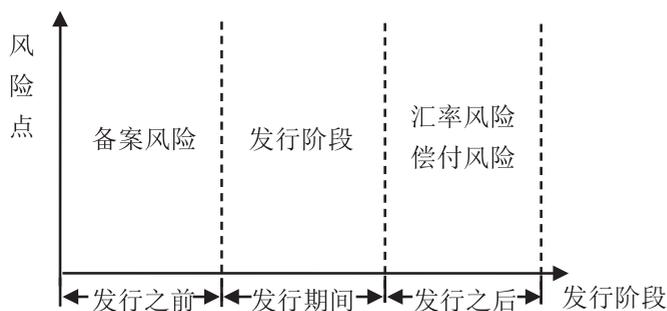


图1 发行美元债券在不同阶段的风险点

国资本市场对发行人信用细化程度更高，融资成本能够凸显信用差别，优质发行人的融资成本远低于一般发行人，而中国资本市场相对信用细分度不够，优质发行人的融资成本优势不明显。另外，美元债券的发行利率与同期美国国债收益率挂钩，近三年来，中美10年期国债收益率始终存在50基点以上的利差，人民币利率大部分情况下高于美元利率，再加上美国资本市场汇集了全球的投资者，资金供给充裕，以美元债券进行融资可以显著降低企业的融资成本。

4. 可以满足多样化的融资需求。美元债券的发行期限种类较多，包含3年期、5年期、7年期、10年期、15年期、30年期等不同期限，且计息方式灵活，可根据需要选择发行浮动利率债券或固定利率债券。只要市场上的投资者能够接受，企业还可以发行永续债券进行融资，而且流程与高级债券一致，并不需要特别的审批。多种类的发债期限，灵活的计息方式，可以使企业自由搭配债券结构，满足多种融资需求。同时，美元债券汇集了全球投资者，可满足超大型企业动辄上百亿美元的资金筹集。这也是国内三大石油企业将美元债券作为重要融资方式的原因之一。此外，发行美元债券不仅可以为中资企业“走出去”提供资金支持，便于海外业务的拓展，而且一定程度上提升了中资企业的海外知名度。

(二) 中资企业发行美元债券面临的风险

1. 美联储加息风险。长期以来，美联储执行宽松的货币政策，美元债券的利率水平保持低位。但受美国经济复苏的影响，2015年12月，美联储结束量化宽松政策，正式进入加息周期，已多次提高联邦基金利率，未来是否继续加息尚未知。受美联储加息影响，美元债券的利率水平不断升高，发债企业的融资成本不断攀升。

2. 人民币兑美元汇率出现剧烈波动。2015年8月，中国人民银行对汇率机制进行改革，人民币兑美元的中间价定价机制发生变化。此后，人民币兑美元汇率出现剧烈波动。人民币兑美元贬值，意味着相同条件下偿还美元债券需要支付更多成本，增加了企业的偿债压力，因此许多中资企业选择提前赎回美元债券以避免遭受汇率风险。

3. 美元债券的发行流程复杂。美元债券存在多种发行结构和发行方式，其中涉及的规定性文件较多，发行流程较为复杂。在发行过程中，发债企业需要与法律、审计、投行、评级等多个中介机构打交道。如果企业对发债流程及中介机构的运作方式不了解，可能会导致企业需求与中介服务的错配，企业虽然支付了高额的服务费用，最终的发行利率可能还是不甚理想，甚至发行失败。

4. 备案登记制管理方式尚未实现市场化。通知中规定，发改委在收到备案

登记申请后5个工作日决定是否予以受理，自受理之日起7个工作日内，在外债总规模限额内出具《企业发行外债备案登记证明》，意味着企业从提出申请到最终成功办理相关手续需要花费20天左右时间，这一过程可能导致企业错过发债时机。此外，通知进一步规定，当外债总规模超出限额时，将不再受理备案登记申请，说明企业存在发债规模无法满足的风险。

二、中石化发行美元债券的风险分析及应对举措

中资企业利用美元债券进行融资存在巨大机遇，同时也面临着多重风险。根据中国石油化工集团有限公司（下称中石化）发行美元债券的实践经验，笔者将中石化发行美元债券不同阶段的风险点进行总结，分别为备案风险、利率风险、汇率风险和偿付风险（如图1所示）。

(一) 备案风险及其应对举措

备案风险是指债券发行主体在向政府机构备案登记时因受客观条件限制而产生的风险。尽管发改委、外管局等相关政府机构出台多项文件放宽了境外发债的条件限制，但政府出于控制宏观金融风险、维护汇率稳定等因素的考虑，会控制年度内中资企业发行外债的规模总额。并且，发债企业必须同时满足发改委、外管局的规定，才能启动债券发行流程。因此，中石化发行美元债券的备案风险主要集中在发行额度和备案流程。在发行额度上，发改委根据国家当年的总体发债计划对中石化的发债申请进行批复，这样就容易导致最初的申请额度与最终的批复额度存在差异。在备案流程上，向发改委、外管局同时准备备案文件，从提出申请到最终发行存在一定时间差，可能会延误错过最优发债时机。

为规避备案风险，中石化采取了以

下应对举措。首先,选取恰当的时机递交备案材料。中石化根据利率波动的预测情况,预留出充足的时间用于向政府机构备案登记,并在最佳发债时机来临前完成全部操作。其次,选择其他种类债券作为备选方案。一旦因备案风险或其他因素导致错过美元债券最优发债时机,中石化会根据资金需求选择发行一定规模的欧元债券(中石化曾在2013年和2015年发行欧元债券)进行融资,发行成功后再由欧元兑换成美元。

(二) 利率风险及其应对举措

利率风险是指在债券发行过程中因发行利率上升而导致的融资成本增加的风险。美元债券的利率风险主要集中于发行期间,影响利率风险的因素有发债时间窗口、发行方式、发行结构、承销能力、信用评级、计息方式、债券期限与发债金额等。中石化对于这些影响发行利率的风险因素有成熟的应对举措。

1. 选择最佳的时间窗口。发债时间窗口的选择对于美元债券发行利率的高低至关重要,要深入了解利率市场行情并精准分析利率波动趋势,经过缜密的研判后最终确定最优的发债时间窗口。如图2所示,标记部分为中石化美元债券的发行时点,其在以往的发债时点选择中都避开了美国10年期国债的利率高点。

2. 选择恰当的发行方式。美元债券的发行方式(见表1)有SEC(美国证券交易委员会)注册、144A(符合美国144A规则发行)和Reg S(符合S规则发行)三种。其中,SEC注册属于公开发售方式,要求债券发行方为在美上市公司,票息利率最低;144A和Reg S属于非公开发售方式,发行对象一般都是合格的机构投资者,144A的票息利率居中,Reg S票息利率最高。中石化集团公司非美国上市企业,所以未采用SEC方式发行美元债券,其发行方式以144A为主、

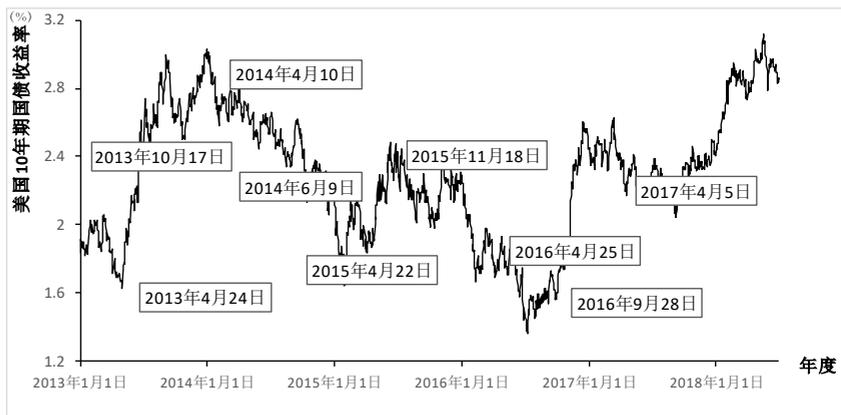


图2 美国10年期国债收益率及中石化美元债券发行时间点

数据来源:作者根据中石化招债说明书整理

Reg S方式为辅。在144A发行方式下,申报材料中的财务报表必须为135天内经审计的财务报表。因此,在财报公布135天内,中石化采取144A方式发行,在其他时期采取Reg S方式发行。

3. 选择具有较强担保能力的发行结构。中石化在英属维尔京群岛成立了中石化集团海外发展有限公司,该公司为美元债券的发行主体,由境内集团公司直接担保。这种发行结构的担保形式较稳固,容易受到国际投资者的认可。在这种发行结构下,发债主体可以获得与集团公司相当的信用评级。

4. 开展有效的中介管理。中介管理包括中介机构的选择和管理,承销商和评级机构是影响美元债券发行利率的两个重要中介机构,因此,中介管理的核心在于选择优质承销商并取得良好信用评级。中石化从国际顶级投行(包括高盛、瑞银、花旗等知名金融机构)中优中选优,以公开招标的形式确定承销团队。这样不仅遴选出优秀的债券承销团队,便于利用其超强的承销能力吸引更多的投资者超额认购,还在一定程度上压缩了中介费用。中石化将标准普尔和穆迪作为评级机构,在评级期间,中石化精心准备评级材料,充分展示公司的亮点,对于评级公司关注的“敏感

性问题”,中石化会根据实际情况积极予以解答,尽可能消除对方的疑虑。

5. 灵活选择计息方式。根据计息方式的不同,美元债券可分为浮动利率债券和固定利率债券。固定利率美元债券以同期美国国债收益率为计息标准;浮动利率美元债券以银行拆借利率(Libor)为计息标准,利率随市场的波动而调整,发行利率在同等条件下低于固定利率债券。一般情况下,中石化选择美元债券发行种类的标准是根据市场对美联储加息概率的预期。在未来一段时间内,如果市场预期美联储不存在加息预期,投资者会热衷于购买固定利率债券,从而压低固定债券利率,而如果中石化自己判断经济活动良好,加息的可能性较大,则以固定利率发行可以享受低利率;如果市场存在加息预期,投资者热衷于购买浮动利率债券,而中石化自己判断经济情况并不具备快速加息条件,则发行浮动利率债券以迎合市场需求,让投资者开展竞争,可以降低债券融资成本。比如2014年年初,美联储单方宣布考虑退出紧缩货币政策,市场受美联储言论影响,普遍预计会快速加息。中石化通过与专家讨论,对全球经济形势、各国货币政策间的相互关系及美国就业率、薪酬等经济数据进行

表1 美元债券的三种发行方式

区别	SEC注册	144A	Reg S
性质	公开发行的	非公开发行的	
票息利率	最低	中间	最高
发行范围	可在美国之外发行,也可向美国机构或个人投资者发行	可以在美国之外发行,也可以向美国的合格机构投资者发行	在美国之外发行,不能向美国投资者发行
发行规定	法律规定最为严格	较为严格	相对宽松
信用评级	一般需要2个评级机构进行评级	最好2个评级机构进行评级	最好1~2个评级机构进行评级
交易规模	5亿~60亿美元	5亿~30亿美元	2亿~10亿美元
发行期限	中长期融资(5~30年)	中长期融资(5~30年)	中期融资(10年以下)
信息披露	最严格	介于二者之间	较为宽松

资料来源:根据民生证券研究院相关文件整理

观察分析,预计美元加息的概率和速度未必如市场的普遍预期那样乐观,至少不会强于市场预期。在加息预期下,市场追捧浮动利率债券。中石化顺应市场需求,在当年发行了18亿美元的3年期和5亿美元的5年期浮动利息美元债券,息差与同期限贷款相比低20~40个基点。最终,美联储在2014年并没有真正加息,直到2015年12月份才开始加息,发行浮动计息债券帮助中石化降低了财务费用。2016年美联储表示会继续加息,但因前几次市场加息预期落空,市场对于美联储加息没有充分考虑。中石化结合当期的一些关键经济数据表现和业内人士的观点,预计未来加息的可能性和节奏不会弱于市场预期,因此抓住机遇全年共发行60亿美元固定利率债券,加权平均年限超过7年,债券利率不到2.5%,大大低于境内人民币融资成本,后来也证明是近几年的利率低点。中石化通过计息方式的灵活使用有效地降低了融资成本。

6. 合理选择债券期限与发债金额。债券期限越长、发债金额越多,投资者所要求的风险补偿就越多,债券的利率也就越高。中石化在确定债券期限和发债金额时,充分考虑了项目回收期 and 资金需求量。如果项目回收期长且资金需

求量大,则选择中长期债券大规模筹集资金;如果短期项目缺乏资金,则更倾向于以短期债券的形式筹集资金。这种做法既防止了融资不足所产生的流动性风险,又提高了资金使用效率,避免了长期债券过多所造成的利率损失。

(三) 汇率风险及其应对举措

汇率风险是指在币种错配的情况下因币种兑换而产生的风险,一般出现在债券发行成功后的币种跨境兑换环节。中石化所处的油气行业收入以美元计价,投资也大部分为美元支出,在融资安排上通常融入美元,自然对冲汇率风险。中石化发行美元债券所筹得资金全部用于境外项目并且由境外项目现金流偿还发债本金和利息,一般而言,整个流程不涉及跨境货币兑换。但个别时期会出现其他币种融资成本低于美元融资的市场机会。

中石化曾两度发行过欧元债券。当时欧元区货币政策较为宽松,欧元利率非常低,居民存款甚至出现负利率的情况,发行欧元债券的融资成本大幅低于美元。为减少汇率风险,中石化在发行欧元债券的同时,通过交叉货币掉期产品提前锁定未来各期利息和债务本金到期时欧元兑美元的汇率,在后续欧元兑换美元时成功对冲掉汇率风险。经过

这种操作,不仅货币兑换环节的汇率损失得以规避,而且能够享受欧元债券的低利率。

(四) 偿付风险及其应对举措

偿付风险是指债券到期时发债企业未能按时偿付本息的风险。根据中石化2017年9月份的招债说明书,截至披露日其尚未偿还的美元债券和欧元债券分别为248.5亿美元和20.5亿欧元,债券期限从3年到30年不等,规模如此大的负债一旦出现债务期限结构错配将导致企业出现流动性危机。为避免出现偿付风险,中石化构建了完善的内部控制制度、财务汇报制度和资金预算制度。

1. 完善内部控制。首先,中石化在集团内部建立了内部控制及风险管理系统,包括财务风险在内的所有重大的内部控制及风险事项均会向董事会以及审计委员会汇报,从而进行全方位的风险管理。其次,中石化根据COSO(反对虚假财务报告委员会的赞助组织委员会)的内部控制框架结构进行全要素内部控制。最后,中石化每年都会组织开展年度风险评估,识别重大重要风险,落实风险管理责任,并结合内部控制组织制定重大重要风险应对策略和措施。

2. 建立财务汇报制度。为及时把控债券资金的偿付风险,中石化在公司内部建立了财务汇报制度,由财务主管每月向董事会汇报当月的经营业绩和现金流状况。同时,董事会也会就公司重大财务问题与专家进行讨论,并给出解决方案。中石化财务汇报制度中定期监控和及时调整的举措有效抑制了偿付风险的扩散。

3. 建立资金预算制度。中石化建立了资金预算制度,对资金运营状况进行严格管控。中石化的资金预算制度以天为单位对资金进行严格管理,保证资产的流动性。在资金预算制度的保障下,中石化可以提前制定资金筹集和调配

计划,做好偿付风险的防控。

三、中石化发行美元债券的启示

(一) 了解发行流程,开展中介管理
在发行美元债券的实践中,部分中资企业由于不了解发行流程、中介机构选取不当、缺乏信用评级等原因付出了高额的成本。所以,了解发行流程并进行中介管理对成功发行美元债券至关重要。

1. 充分了解发行流程。非公开形式发行美元债券容易造成发行人与承销商之间信息不对称。在中石化发行美元债券的路演环节,曾出现承销商故意隐瞒资本市场和投资者反馈信息,以图提高发行价格获取更多发行费用的现象。在这种情况下,债券发行人应当了解债券发行的运作流程,提前获取充足的市场信息,在路演和最终定价阶段实时关注资本市场和投资者动态,防止不必要的成本损失。

2. 选取合适的中介机构,开展信用评级。对债券进行评级是降低债券发行人与投资者之间信息不对称的重要途径。未进行评级或者评级等级低会使投资者认为发债企业的运营状况与资质水平较差,并要求提高债券收益率以弥补损失风险。因此,发债企业应进行信用评级以降低美元债券的发行成本。由于国际顶级中介机构的市场认可度较高,所以融资规模大、融资频率高的中资企业可以借鉴中石化的经验,以国际顶级中介机构为债券承销商和评级机构,从而提高企业的知名度和认可度,降低债券发行成本。相比于国际知名中介机构,中资企业也可以根据自身实力挑选有资质的境内机构提供发债服务。在评级过程中,发债企业要展示自身亮点,让评级公司全方位了解企业。

(二) 选择恰当的发行方案

1. 发行结构的选择。美元债券的发行结构是影响发行成本的重要因素。中

石化在集团公司的担保下,境外债券发行企业获得了强有力的信用背书,使得发行企业可以获得与集团公司相一致的优质信用评级。发行美元债券的中资企业,可以通过母公司跨境担保、银行备用信用证担保等方式提升增信水平,稳固美元债券的结构。

2. 发行方式的选择。美元债券发行方式的选择应充分考虑上市地点、发债规模、发债成本(包括监管成本)等因素。赴美上市的中资企业,在发债规模大且时间充裕的情况下,可以考虑通过SEC注册的方式发行美元债券;非美国上市公司可充分规划发行时间,在财报公布135天内通过144A方式发行美元债券。

3. 计息方式的选择。在量化宽松的市场环境下,如果预计未来一段时间美联储不存在加息预期,则可以发行低利率的浮动利率债券筹集资金;在美联储存在加息预期的情况下,中资企业应把握利率波动,在利率低谷期发行固定利率债券。

4. 债券期限。债券期限应当覆盖项目资金的回收期,避免因资金错配风险出现债务危机。同时,确定债券期限时还应考虑未来利率波动。在项目现金流回收期长且预计美国国债利率上涨的情况下,企业应当在相对的利率低位发行长期债券,以便长时间锁定低成本。

(三) 准确把握发债时间窗口

时间窗口的选定是影响境外债券融资成本的主要因素之一。企业在发行美元债券之前,必须充分了解国际债券市场行情,关注美国国债利率走势,对市场波动做好预判。在精准分析各项因素之后,选择利率低位发行美元债券。

(四) 进行汇率对冲,防范汇率风险

一般而言,涉及资金跨境兑换的发债企业存在两个汇率风险敞口,即取得借款时美元兑换人民币和偿还借款时人民币兑换美元。根据中石化案例,大

规模资金进行币种兑换时应当利用金融工具,提前锁定汇率。常见的操作有外汇期权、利率互换、外汇调期保值等,发债企业可根据实际情况灵活选择。

(五) 做好财务规划,防范偿债风险

发债企业应高度关注自身财务状况,保证现金流充足、稳定,严格防控因资金错配导致的偿债风险。境外发债企业可以学习中石化的偿付风险防范举措,通过加强内部控制、现金管理、预算监督等多项举措防范风险,避免债券违约。在制定发债计划时,企业应将发行期限、发债规模、现金流状况进行统筹,形成不同期限品种的合理搭配,在保证资金基本需求的前提下,避免到期债务的集中支付;在制定还款计划时,企业应做好财务规划,提前进行资金调配。□

责任编辑 陈利花

主要参考文献

- [1] 张玉梅. 中国三大石油公司境外美元债券比较分析[J]. 当代石油石化, 2014, 22(01): 35-40.
- [2] 陈明杰. 境外债券融资潮起[J]. 中国石化, 2014, (08): 73-76.
- [3] 练异洞. 中资企业境外发行债券的机遇与挑战[J]. 中国石化, 2014, (08): 76-77.
- [4] 胡晶. 城投企业境外债券发行现状与风险分析[J]. 金融与经济, 2017, (12): 92-95.
- [5] 蒋先玲, 赵一林. 中资企业发行美元债券面临的风险与机遇研究[J]. 经济纵横, 2017, (07): 112-117.
- [6] 邓翔平. 企业境外发债的思考[J]. 吉林金融研究, 2016, (12): 38-43.