

作者：冯祖涵

邮箱：research@fecr.com.cn

自贸区债券初探：发行市场与案例分析

摘要

自贸区债券，又称明珠债，是指面向自由贸易试验区内已开立自由贸易账户的区内及境外机构投资者所发行的债券品种。自2022年下半年开始，自贸区债券成为众多城投企业公司债券融资的新选择，发行迅速升温。从发行规模来看，2023年自贸区债券发行继续呈现快速增长趋势，上半年共有120只自贸区债券成功发行，发行金额共计817.54亿元，远超2022年全年发行规模。从发行主体来看，城投企业成为自贸区债券发行主力，约有82%的发行人属于城投企业。其中，有近三分之一的城投企业集中于浙江省，超过50%的城投企业为区县级城投。从发行期限来看，自贸区债券发行期限多为3年。从发行利差来看，2023年上半年，信用利差保持在190BP。从发行主体境内信用评级结果来看，AA+级主体占比最大，为43%；AAA级主体占比为23%，AA级主体占比为34%。从发行方式来看，自贸区专项债的发行方式多采取SBLC(备用信用证)或直接发行，采用担保发行与维好协议的相对较少。

通过分析海通证券自贸区债券发行案例，可以发现相比于同一信用主体所发行的同期境内债券，离岸债券的发行利差仍相对较高。通过分析青田国投自贸区债券发行案例，可以发现弱资质区县级城投更青睐SBLC发行方式，通过银行信用背书，提高增信效力，实现自贸区债成功发行。

近期自贸区离岸债发行火热，多与离岸人民币债发行成本相对较低有关。当前，在中美利差持续倒挂、人民币汇率走低的背景下，离岸人民币债相比美元债、欧元债具备一定的发行成本优势。另一方面，城投企业因境内外融资监管政策收紧而涌入自贸区债券市场，部分弱资质的区县级城投企业，可以采取多种增信担保措施，实现自贸区债券的顺利发行。但在自贸区债券市场上，由于投资机构准入要求较高，自贸区债券流动性较差。

当前自贸区债券发行市场涌入大量城投企业，其中部分城投企业信用下沉较为严重，也有部分城投企业并无自贸区内实际业务，一级市场的发展方向出现扭曲。同时，自贸区债券市场的投资者结构单一，债券流动性差，二级市场发展不足。未来，自贸区债券市场的发展仍需监管正确导向、政策不断完善以及多类市场主体积极参与。

相关研究报告：

- 1.《支持绿色科技走出国门，为全球环境治理贡献中国智慧——首只绿色科技创新熊猫债发行引起的思考》
2023.2.13

一、自贸区债券发行概况

自贸区债券，又称明珠债，是指面向自由贸易试验区内已开立自由贸易账户的区内及境外机构投资者所发行的债券品种。自贸区债券属于一种在岸的境外融资渠道，其发行人可以为境内、自贸区内及境外的金融机构或企业，发行币种包括人民币和外币。2016年，在《自贸区跨境债券业务登记托管、清算结算实施细则》《上海自贸区跨境债券业务登记托管、清算结算业务指南》和《中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》等政策文件颁布后，上海市政府发行了首单自贸区地方政府债。但随后几年内并无自贸区债券发行，直到2019年南京东南国资投资集团成功发行了首单自贸区公司债。自2022年下半年开始，自贸区债券成为众多城投企业公司债券融资的新选择，自贸区债券发行迅速升温。

从发行规模来看，截至2023年6月30日，自贸区债券共计187只，累计发行规模达到1281.31亿元，且全部处于存续期内，尚无已到期债券。同时，绝大多数自贸区债券发行币种为人民币，仅4只债券发行币种为外币。2022年全年自贸区债券共发行59只，发行金额共计376.75亿元，发行规模较2021年激增。2023年，自贸区债券发行继续呈现快速增长趋势，上半年共有120只自贸区债券成功发行，发行金额共计817.54亿元，已远超2022年全年发行规模。

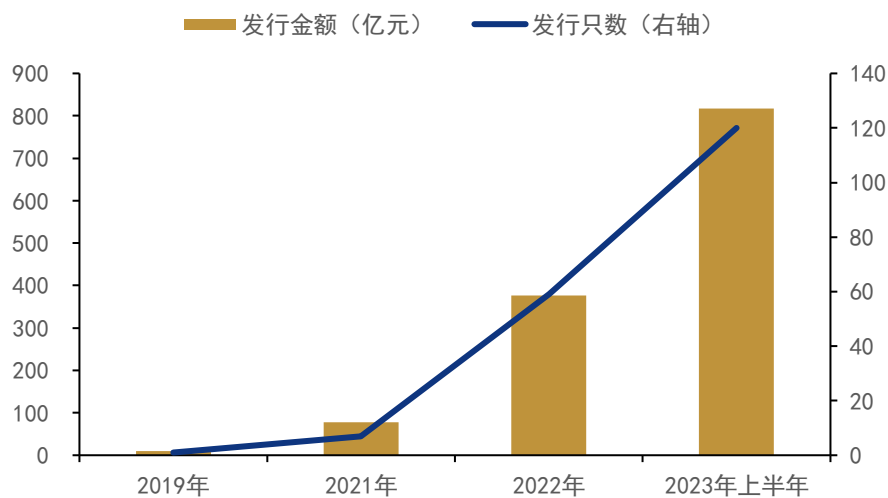


图1：自贸区债券发行情况（单位：亿元）

数据来源：Wind 资讯，DM，远东资信整理，截至2023年6月30日

注：美元按7.0汇率换算，欧元按7.8汇率换算

从发行主体来看，187只自贸区债券涉及137家发行主体，其中绝大多数为境内主体，纯境外主体参与较少。从发行主体所属行业领域来看，约有82%的发行人属于城投企业，另有6%与1%分别归属房地产行业与金融行业，城投企业成为自贸区债券发行主力。

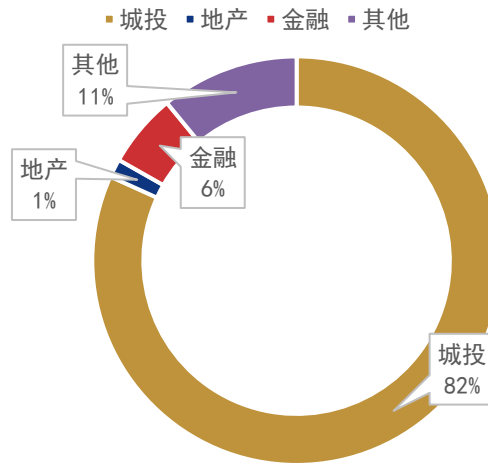


图2：自贸区债券发行主体所属行业领域

数据来源：Wind 资讯，DM，远东资信整理，截至2023年6月30日

从城投企业地理分布来看，有近三分之一的城投企业集中于浙江省，17家有自贸区债发行的城投企业来自江苏省，山东、四川、湖南、江西、安徽、重庆等省份也有多家城投企业发行自贸区债券。从城投企业的行政级别来看，区县级城投企业占据主导地位，区县级城投企业数量占比超过50%，地市级与归属地市级城投企业合计占比超过30%。

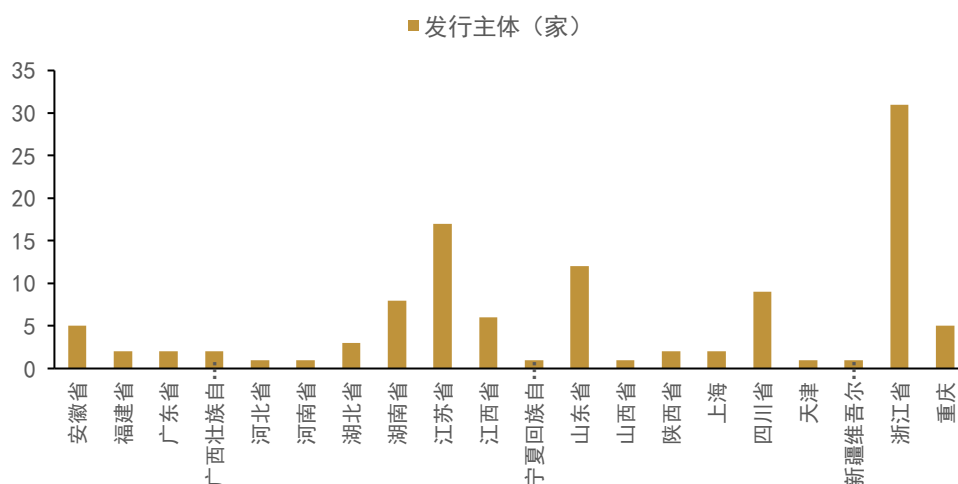


图3：有自贸区债券发行的城投企业地理分布

数据来源：Wind 资讯，DM，远东资信整理，截至2023年6月30日

从发行期限来看，自贸区债券发行期限多为3年。在剔除特殊期限债券后，3年期自贸区债券发行金额占比达到97%，而1年期、5年期与10年期发行金额占比分别为0.31%、0.79%与1.82%。

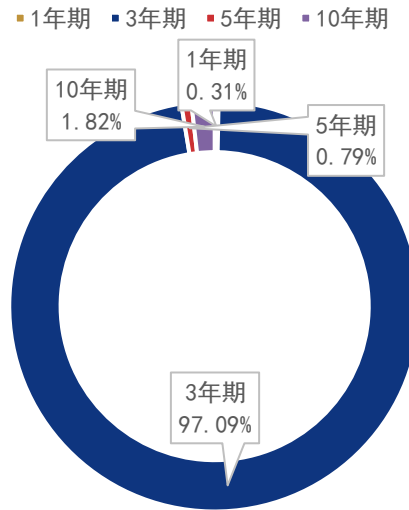


图4：自贸区债券发行期限

数据来源：Wind 资讯，DM，远东资信整理，截至2023年6月30日

从发行利差来看，鉴于3年期的自贸区债券样本量最大，选取3年期自贸区债券，分年度计算其发行利差（以债券票面利率减同期限当日国债到期收益率并以发行金额为权重进行加权平均）。2021年，由于样本量较少，整体发行利差偏低，约110BP。2022年，自贸区债券发行放量，整体信用利差大幅上行至190BP附近。2023年上半年，信用利差继续保持在190BP左右。

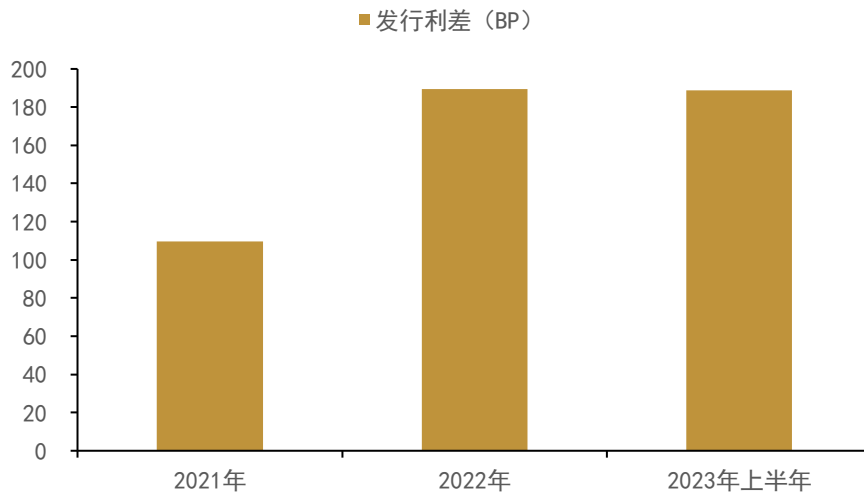


图5：3年期自贸区债券发行利差

数据来源：Wind 资讯，DM，远东资信整理，截至2023年6月30日

注：发行利差是以债券票面利率减同期限当日国债到期收益率并以发行金额为权重进行加权平均。

由于附评级发行的自贸区债券较少，只能从发行主体信用级别的角度考察自贸区债券信用风险。从发行主体的境内信用评级结果来看，AA+级主体占比最大，为43%；AAA级主体占比为23%，AA级主体占比为34%。仅从城投企业的境内信用评级结果来看，AAA级、AA+级与AA级占比分别为15.2%、47.8%与37.0%。

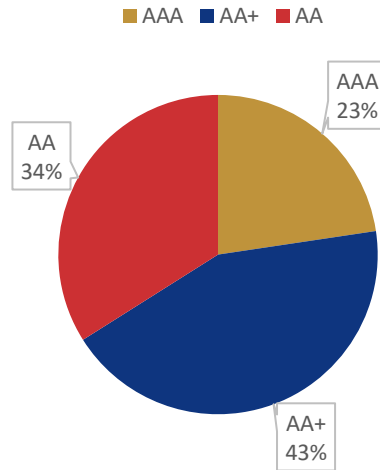


图6：自贸区发债主体最新信用级别

数据来源：Wind 资讯，DM，远东资信整理，截至2023年6月30日

从发行方式来看，自贸区专项债的发行方式多采取SBLC（备用信用证）或直接发行方式，采用担保发行与维好协议的相对较少。SBLC是指银行以出具备用信用证的形式为债券发行提供担保增信，具有强制担保属性，增信效力较强；直接发行则是指企业借助自身信用直接发行债券，无担保或增信措施；担保发行是指以母公司为子公司提供担保；维好协议是指母公司声明会保持发行人（子公司）运营良好以便如期偿付债券本息，但母公司并不承担强担保责任。具体来看，采用SBLC发行的多为主体信用级别在AA+级与AA级的发行人，AAA级发行人多采用直接发行。

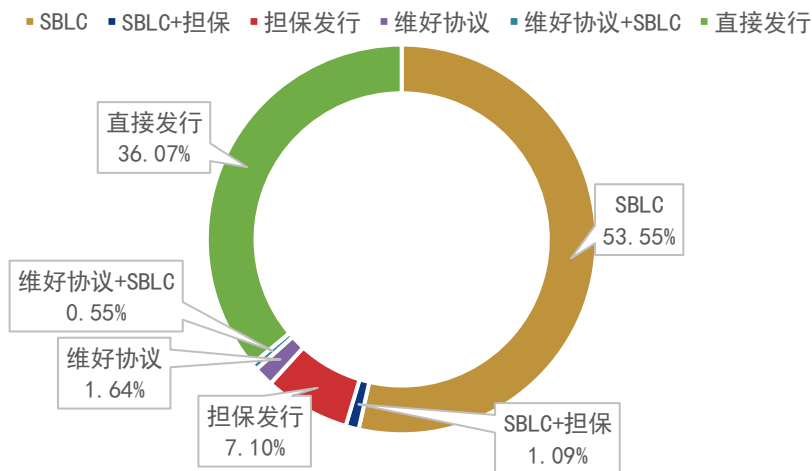


图7：自贸区债券发债方式

数据来源：Wind 资讯，DM，远东资信整理，截至2023年6月30日

二、2023年上半年自贸区债发行案例分析

1. 海通证券发行全国首单券商上海自贸区离岸债券

2023年4月13日，海通证券成功发行首单自贸区债券，发行规模为人民币40亿元，期限3年，票面利率为3.4%。债券发行所得收益将用于中国境外，用于现有债务的再融资和补充营运资本。该债券是全国首单以证券公司为信用主体发行的明珠债，创下明珠债发行以来单笔最大发行规模。

该债券采用担保发行方式，境内母公司为境外设立的特殊目的公司（SPV）提供担保，增信效力较强。发行人为海通国际金融控股有限公司，该公司为海通证券在境外的全资子公司海通国际控股有限公司的全资附属公司，系特殊目的公司（SPV）。该公司自成立以来未开展除作为债券发行人外的其他任何业务活动，也未进行任何投资。担保人为海通证券，担保金额为40亿元人民币，提供连带责任保证担保。担保人海通证券经中诚信国际确认的主体信用级别为AAA级，经标普确认的信用级别为BBB级。

该自贸区债发行利差为91.05BP，为2023年上半年自贸区债发行利差的最低水平。近期海通证券同样以跨境担保方式在香港联交所发行了一只3年期境外金融债，其发行利差为81.18BP，与上述自贸区债发行利差相近。但相比于近期同一信用主体所发行的同期限境内债券，离岸债券的发行利差仍相对较高。但此类对境内外债券融资成本的比较受到不同债券特殊条款与增信担保措施的干扰，无法做到绝对科学客观。

表 1：海通证券多只债券发行情况

债券简称	债券类型	发行规模(亿元)	发行期限(年)	票面利率(%)	发行利差(BP)	发行方式
G23 海通 01	自贸区债	40	3	3.4	91.05	跨境担保
海通证券 3.2% N20260518	境外金融债	28	3	3.2	81.18	跨境担保
23 海通 06	证券公司债	27	3	3.1	57.91	直接发行(含特殊条款)
23 海通 08	证券公司债	40	3	3.05	56.06	直接发行(含特殊条款)

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 青田国控再次发行 5 亿元自贸区离岸债

2023年6月16日，青田县国有资产控股集团有限公司再次发行自贸区离岸债，发行规模为人民币5亿元，发行期限为3年，票面利率为4.6%。发行人青田国控为浙江省丽水市青田县城投企业，经中诚信国际确认的主体信用级别为AA级。该债券采取SBLC发行方式，SBLC的提供者杭州银行丽水分行，由银行资信对债券进行增信担保。

除青田国控外，2023年上半年丽水市青田县还有两家城投企业发行了自贸区离岸债。3月，青田县城市发展投资有限公司发行了一只规模为5亿元的自贸区离岸债，同样由杭州银行丽水分行提供SBLC。5月，青田县交通发展投资有限公司也以SBLC方式发行了一只规模为4.83亿元的自贸区离岸债，SBLC提供者宁波银行丽水分行。以上两家城投公司暂无主体信用评级。总体来看，SBLC发行方式以银行信用为背书，增信效力较强，受到部分信用资质相对较弱的城投企业青睐。

表 2：青田县自贸区债券发行情况

债券简称	发行起始日	发行规模 (亿元)	票面利率 (%)	发行利差 (BP)	发行方式	SBLC提供者
G23 青田国控 01	2023-06-16	5.00	4.60	233.13	SBLC	杭州银行股份有限公司丽水分行
G23 青田交投 01	2023-05-17	4.83	3.70	133.46	SBLC	宁波银行股份有限公司丽水分行
G23 青田城投 01	2023-03-17	5.00	3.80	127.64	SBLC	杭州银行股份有限公司丽水分行
G22 青田国控 01	2022-12-12	6.00	4.00	146.51	SBLC	杭州银行股份有限公司丽水分行

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

三、当前自贸区债发行环境分析

1. 利率汇率走弱带来发行成本优势，监管收紧推动城投企业涌入自贸区债市场

近期自贸区离岸债发行火热，多与离岸人民币债发行成本相对较低有关。当前，在中美利差持续倒挂、人民币汇率走低的背景下，离岸人民币债相比美元债、欧元债具备一定的发行成本优势。利率方面，中美货币政策相背而行，中美利差倒挂幅度加深。美联储自2022年3月开启本轮加息周期以来，已连续10次加息，累计加息幅度达500个基点。2023年6月，美联储暂缓加息，将联邦基金利率目标区间维持在5%-5.25%不变，但根据6月货币政策会议纪要，7月大概率重启加息进程。而近期人民银行在稳经济的目标指引下调降政策利率，并继续加码结构性货币政策工具。6月，7天期逆回购利率与MLF利率均下调10个基点至1.90%与2.65%，支农支小再贷款、再贴现额度增加2000亿元。受货币政策影响，10年期美债收益率波动走高，而10年期中国国债收益率则呈下降走势，中美利差倒挂幅度加深。汇率方面，在经济复苏不及预期、政策利率调降以及美联储加息带动美元走强等因素影响下，近期人民币贬值压力加剧，6月30日人民币兑美元中间价跌至7.2258。利率走低与人民币走弱为离岸人民币债带来成本优势，发行人的发行意愿有所增强。

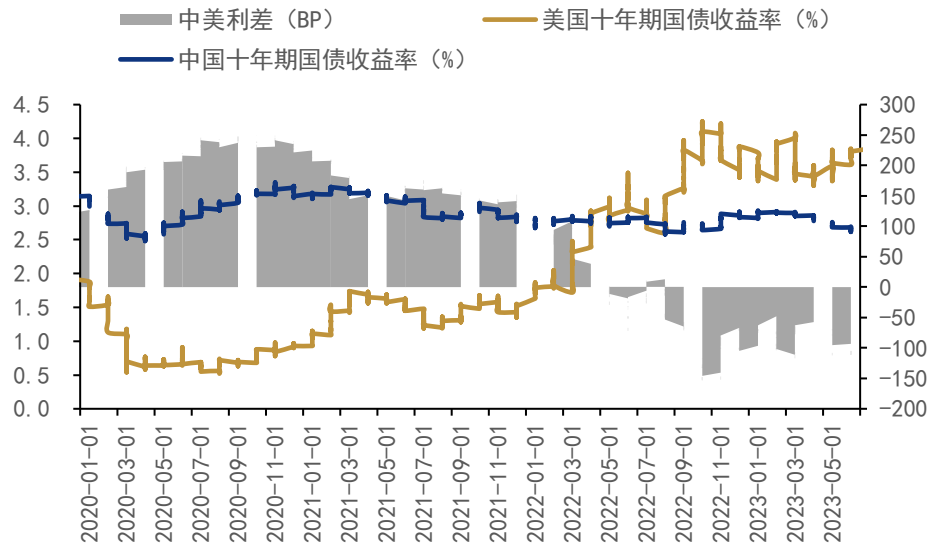


图8：中美十年期国债收益率利差（单位：%）

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

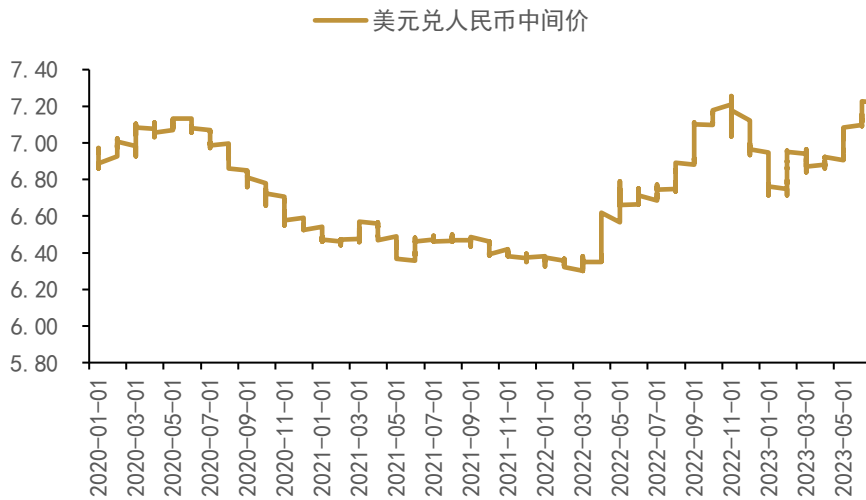


图9：美元兑人民币中间价

数据来源：Wind 资讯，远东资信整理

除发行成本优势以外，自贸区债券发行放量也与城投企业因境内外融资监管政策收紧而涌入自贸区债券市场有关。在隐性债务“控增化存”背景下，2022年以来城投企业整体融资相对较为疲软。而自贸区债券发行币种不受限制，且发行难度相对其他离岸债较小，部分城投企业通过发行自贸区债券拓宽融资渠道。部分弱资质的区县级城投企业，可以选择多种增信担保措施，降低债券信用风险，实现自贸区债券的顺利发行。

2. 机构准入要求高，自贸区债券流动性差

当前自贸区债券流动性较差，基本无二级市场交易。根据2019年9月中债登发布的《中国（上海）自由贸易试验区债券业务指引》，自贸区债券的投资者需要符合下列条件：

- （一）已设立自贸区分账核算单元并经过验收的境内机构；
- （二）已开立自由贸易账户（FT账户）的境内、外机构；
- （三）已开立境外机构人民币银行结算账户（NRA账户）的境外机构；
- （四）其他符合条件的境外合格机构等。

其中，境内机构是指境内各开发性金融机构、政策性银行、存款类金融机构、其他银行业金融机构、证券类金融机构、保险类金融机构、非金融机构和非法人类产品等；境外机构是指QFII、RQFII、境外三类机构、其他合格境外金融机构及其发行的产品等。

由于机构准入要求较高，当前自贸区债券的投资者高度集中在中资银行，其投资策略也以持有到期为主，导致自贸区债券流动性较差。

四、总结与展望

自贸区债券是指面向自由贸易试验区内已开立自由贸易账户的区内及境外机构投资者所发行的债券品种，属于一种在岸的境外融资渠道。自2022年下半年开始，自贸区债券成为众多城投企业公司债券融资的新选择，自贸区债券发行迅速升温。截至2023年6月30日，自贸区债券共计187只，累计发行规模达到1281.31亿元。187只自贸区债券涉及137家发行主体，其中约有82%的发行人属于城投企业，城投企业成为自贸区债券发行主力。城投企业中，有近三分之一集中于浙江省，区县级城投企业数量占比超过50%。仅从城投企业的境内信用评级结果来看，AAA级、AA+级与AA级占比分别为15.2%、47.8%与37.0%。从发行方式来看，自贸区专项债的发行方式多采取SBLC（备用信用证）或直接发行方式，采用SBLC发行的多为主体信用级别在AA+级与AA级的发行人，AAA级发行人多采用直接发行。

近期自贸区离岸债发行火热，多与离岸人民币债发行成本相对较低有关。在中美利差持续倒挂、人民币汇率走低的背景下，离岸人民币债相比美元债、欧元债具备一定的发行成本优势。另一方面，境内外融资监管政策收紧也推动城投企业涌入自贸区债券市场，拓宽融资渠道。除此之外，由于机构准入要求较高，当前自贸区债券的投资者高度集中在中资银行，其投资策略也以持有到期为主，导致自贸区债券流动性较差，基本无二级市场交易。

自贸区债券创设的初衷在于发展人民币离岸交易、跨境贸易结算和海外融资服务，给境外机构投资者、自贸区内投资机构以及合格境内机构投资者在跨币种、交易结算等方面提供便利。但当前自贸区债券发行市场涌入大量城投企业，其中部分城投企业信用下沉较为严重，也有部分城投企业并无自贸区内实际业务，一级市场的发展方向出现扭曲。同时，投资者结构单一，债券流动性差，二级市场发展不足。未来，自贸区债券市场的发展仍需监管正确导向、政策不断完善以及多类市场主体积极参与。

【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，远东资信研究与发展部研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-6510 0651

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。