

“玉兰债”，境外融资新渠道

“玉兰债”是境内外金融基础设施加强合作、提高我国债券市场对外开放水平、更好服务境内发行人的一项具体举措，体现了“以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的时代意义。

文 | 高策 向悦

2020年2月4日，首单“玉兰债”成功在上海清算所完成登记发行，标志着国际市场债券发行业务依托金融基础设施跨境互联互通服务正式启动。此次玉兰债的发行主体为中国银行，债券期限3年，发行规模5亿美元，票面利率为0.859%，该发行利率创中资商业银行同期限固息美元债利率最低。玉兰债的发行吸引了多方投资者的广泛关注与积极认购，最终获配的投资者涵盖主权机构、资管、银行、基金等各类机构，且投资者分布地域广泛，覆盖了亚洲、欧洲、南美洲等多个地区。

玉兰债由上海清算所与欧洲清算银行联合创立，通过二者建立的金融基础设施连接，上海清算所为中国银行间债券市场票据交换所，欧洲清算银行总部位于布鲁塞尔，是全球最大的证券存管机构之一，二者的合作将为中国境内债券发行人及国际投资者提供更便捷的渠道。玉兰债以上海市市花命名，计价货币采用美元与欧元，通过上海清算所发行，国际投资者可以通过欧洲清算银行的结算系统进行投资交易，无需通过中国的计算系统。

我国境外债现状

近年来，中资企业发行外债的规模呈现出

高速增长的趋势。与发行境内债券、银行贷款、发行股票、融资租赁等融资方式相比，发行外债有利于拓宽企业境外的融资渠道、锁定汇率风险、优化债务结构、降低资金成本。同时，境外发行债券对于募集资金用途的限制更少、使用更加灵活，易于满足融资主体的需要。境外市场更加成熟、市场透明度高，发行效率优势明显。另外，外债的发行能提升中资企业的国际形象，通过债权偿付建立国际信誉，提升中资企业在国际金融体系中的地位。

国家发展改革委、外管局等主管机构的监管对中资企业外债发行的整体趋势有着重要的影响，为促进企业跨境融资，拓宽企业融资渠道，主管机构通过简化审批流程、放宽结汇限制、扩大跨境融资额等方式给予发行主体便利。2015年9月，国家发展改革委下发《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资〔2015〕2044号），其中明确提出，要扩大企业外债规模、支持重点领域和产业转型升级，简化企业发行外债备案登记，并明确规定外债为企业及其控制的境外企业或分支机构向境外举借的、以本币或外币计价、按约定还本付息的1年期以上债务工具，包括境外发行债券、中长期国际商业贷款等。

目前境内主体境外融资时，发行债券币种中美元占有主导地位，中资美元债的发行情况最具代表性。2010年到2014年间，中资美元债市场快速成长，国内企业在融资刚需和负债外币化的联合驱动下，中资美元债发行大幅增长。2015年，市场热情有所降低。2016年及2017年，发行量再次升高，尤其是城投、房地产发行规模上升明显。2018年小幅回落。2019年及2020年，由于境外债资金成本的优势及投资者热度等，发行量实现上涨。

中资美元债平均发行利率由2010年超过13%的高点震荡下行，至2020年保持在4%~5%，其中房地产企业债券平均利率相对较高。

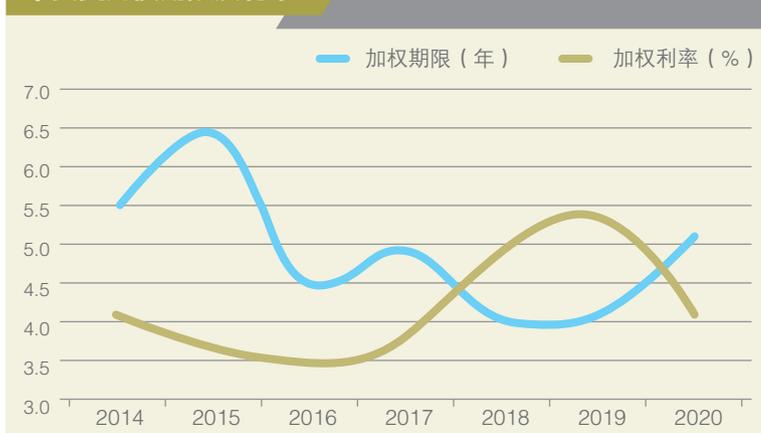
玉兰债前景

随着我国经济对外开放进程的推进，境内主体融资需求旺盛，中资企业国际化进程加快，对海外资金的需求增加。同时，近期国际债券市场融资成本与国内相比有较为明显的优势。从境外投资者角度来看，中国企业在国际市场中的竞争力逐步提高，投资者配置中国境内资产的需求增加。

玉兰债的成功发行，为境内主体提供了在国际金融市场发债融资的新渠道，也为更多境内发行人面向境外融资和国际投资者投资国内金融市场提供了便利；而与欧洲清算银行的联通机制还避免了额外的手续。此前，除离岸发行之外，境外投资人投资境内债券的方式还包括债券通、QFII等。与传统方式相比，“玉兰债”实现了电子化的债券登记，同时在资金安全、信息获取等方面更为便利，未来将吸引更多中资发行人参与其中。

欧洲清算银行称，全球投资者与中国发行人都将受益于“玉兰债”的发行。一方面，国际投资者能够在欧洲清算银行的网络内，享受实时的、多货币“券款对付”（DVP）结算；

中资美元债期限及利率



> 数据来源：Bloomberg

另一方面，中国发行人能以更低的成本触及流动性更强的资金池。

同时，玉兰债可选择欧元计价，这将促进中资欧元债的发展。目前中资企业发行外债，美元计价占绝对主导地位，现欧元债券存量较少。玉兰债可顺畅地在欧洲清算银行网络下流通，其高流动性和较低利率将吸引境内中资企业。过去一段时间，中美金融领域关系紧张带来的影响，也让这一融资方式对境内发行人的吸引力明显增加。

此外，玉兰债的启动也有利于国内债券市场更快与国际接轨，加快规则标准、监管政策等方面的发展完善，促进中资主承销商、评级机构等走出去。■

（作者分别供职于中泰证券股份有限公司、中国电建集团国际工程有限公司）

欧洲清算银行称，全球投资者与中国发行人都将受益于“玉兰债”的发行。