



它山之石，可以攻玉 ——中美可转债市场对比

联合资信 工商评级 | 蒲雅修 | 王 玥

2017年以来，中国可转债市场快速发展，发行规模及发行数量均大幅增长，但与中国的信用债市场以及美国较为成熟的可转债市场相比，规模仍属较小。可转债融资成本相对传统信用债较低，并且同时具有债和股的双重属性，随着中国金融市场的不断发展完善，未来中国可转债市场仍有持续扩容空间，可转债有望成为中小型科创企业的重要融资渠道。美国作为全球发展时间最长、目前存续规模最大的可转债市场，历经次贷危机、新冠疫情、加息等多轮经济形势变化，其种类、发行方式、发行条款等更加灵活，在信用评级、发行行业、违约情况等方面，对中国可转债市场发展有一定的借鉴和警示意义。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



一、研究背景

美国是全球第一个发行可转债的国家，1874年，全世界第一只可转债在美国发行。早期的美国可转债市场并不完善，直至1929年经济危机和大萧条后，美国出台了《1933年证券法》对可转债市场进行了进一步的规范。经过几十年的发展，进入21世纪以来，美国可转债市场逐渐走向成熟，发行条款进一步丰富。目前，美国是全球规模最大的可转债市场，可转债发行量占到全球可转债发行总量的半数以上。与美国可转债市场相比，中国的可转债市场起步较晚，1992年，中国发行了第一只可转债。此后，中国陆续出台了《可转换公司债券管理暂行办法》《上市公司可转换公司债券实施办法》《上市公司证券发行管理办法》等相关政策，并于2017年将可转债的申购方式由资金申购变更为信用申购，进一步促进了中国可转债市场的发展。通过研究美国可转债市场情况，以及与中国可转债市场的对比，我们可以借鉴美国可转债市场的优点，以促进中国可转债市场的发展和进步，同时针对美国可转债市场发生的风险对中国可转债市场起到警示的作用。

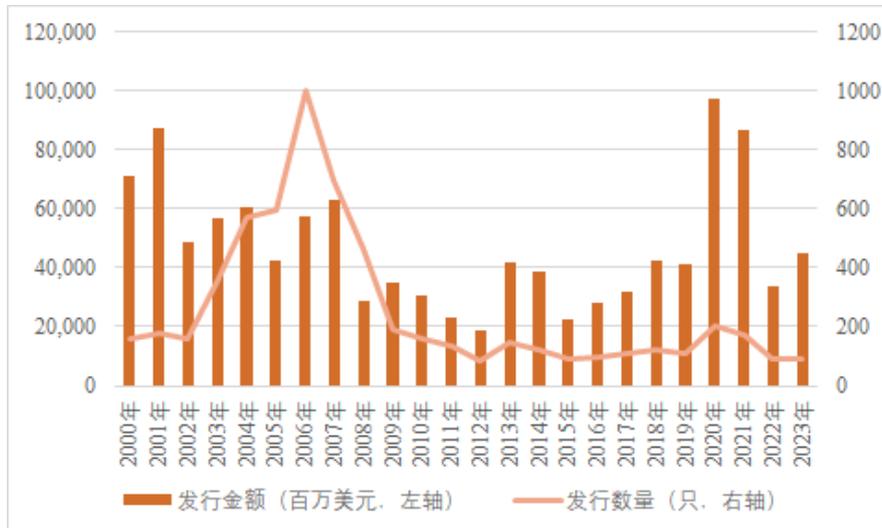
二、中美可转债情况对比

1. 发行概况

美国是全球第一个发行可转债的国家，也是目前全球可转债市场中，可转债存续规模最大的市场。美国可转债市场参与主体数量大、可转债品种丰富、可转债条款灵活。从美国的可转债发行情况来看，上个世纪90年代末期起至2008年次贷危机前，由于金融企业大量发行可转债，美国发行主体数量快速增长，可转债发行规模保持在高位，此时美国可转债发行主体以银行等金融企业为主。2008年，美国爆发次贷危机，在此背景下美国IPO和可转债发行一度停止，可转债发行规模骤减，同时在全球低利率的背景下，很多公司选择发行普通债券。美国可转债市场的低迷状态持续到2020年新冠疫情爆发前夕。2020年，疫情爆发后美国企业融资需求增加，美国可转债发行金额大幅增长。

对同一发行人而言，可转债融资成本低于普通公司债，与普通公司债券相比可转换债券平均节省了2到3个百分点的利率。2022年以来，受美联储加息影响，企业融资成本增加，美国可转债受此影响发行规模及数量下降。但2023年，随着美国投资级债券平均收益率上升至6%，部分投资级主体为控制融资成本转为发行可转债。根据美国银行（Bank of America）的数据显示，截至2023年9月底，美国投资级发行人已发行了约120亿美元的可转换债券，占总发行量的30%以上，是近10年内的最高比例，是平均比例的3倍。在2022年，高评级公司仅发行了20亿美元的所谓可

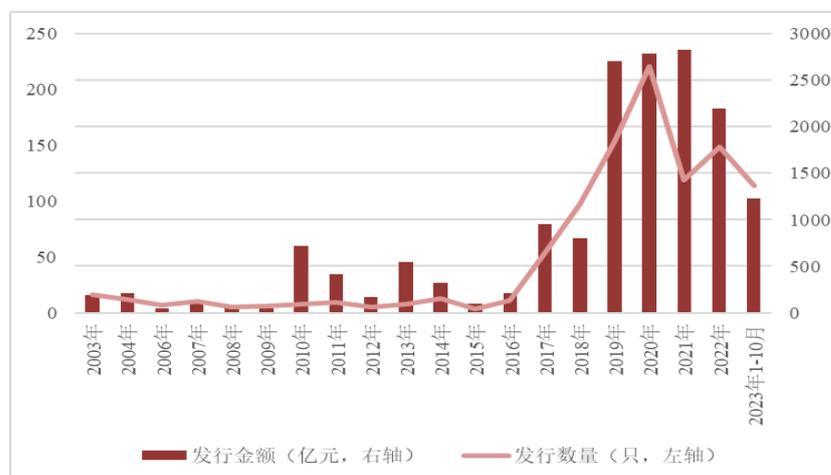
转债，占整体市场的 7%。



资料来源：彭博，联合资信整理

图 2.1 2000 年以来美国可转债发行情况

从国内可转债发行来看，中国可转债市场开始时间较晚，整体发展时间不长，2017 年后发行规模快速提升，但市场整体规模仍相对较小。1992 年国内首支可转债“宝安转债”发行。此后，中国可转债市场规模一直不大，2017 年之前中国可转债市场活跃度较低，整体发行数量不大，每年发行数量不超过 20 只，且发行主体以高级别企业为主。2017 年中国证监会对再融资政策进行调整，提高了对定向增发的监管要求，同时鼓励上市公司通过可转债等其他产品进行再融资。至此以后，可转债发展速度明显提高，中国可转债发行数量及发行规模均大幅上升。2022 年，中国可转债发行规模有所回落，但仍处于较高水平。



资料来源：wind

图 2.2 2003 年以来中国可转债发行趋势

2. 发行方式

中美可转债的发行都分为公募和私募两种方式。美国可转债中私募发行占比较高，主要是一方面私募发行流程较为便捷，有利于企业快速完成融资，另一方面美国私募可转债发行后，可通过 SEC 进行简化的注册程序，从而向公众进行小规模的融资（一般在 150 万美元以下）。此外，《144A 法则》的几次修订，扩大了合格投资者的范围，2020 年美国也成立了私募证券门户交易市场，美国私募可转债流动性较强。

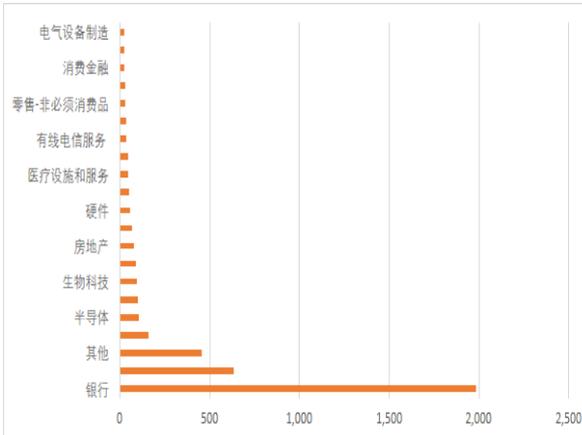
中国的可转债以公募发行为主，仅有少量可转债采用私募方式发行。根据 Wind 数据统计，截至 2023 年 10 月 17 日，中国共发行 113 只私募可转债，发行总额 211.75 亿元，与可转债发行总量差距很大。中国的第一只私募可转债为“国泰盐湖 2017 年可转债”，发行主体为青海国泰盐湖资源股份有限公司，交易市场为青海股权交易中心。目前，中国私募可转债尚不能通过注册进行公开交易，流动性较美国而言较弱，因此私募发行的可转债数量及规模整体较小。

募集资金用途方面，美国公募可转债的募集说明书中所披露的募集资金用途则相对笼统，例如 2021 年哔哩哔哩发行可转债的募集说明书中提到，将本次募集的资金净额用于充实内容发行、研发和一般企业用途。国内可转债的募集资金用途方面，根据目前已发行公募可转债披露的募集说明书，中国可转债的募集资金一般用于公司主业相关的长期投资，具体来看一般为主业相关的项目建设以及补充流动资金，发行主体需要在募集说明书中写明募投项目的基本情况等要素。

3. 发行主体情况

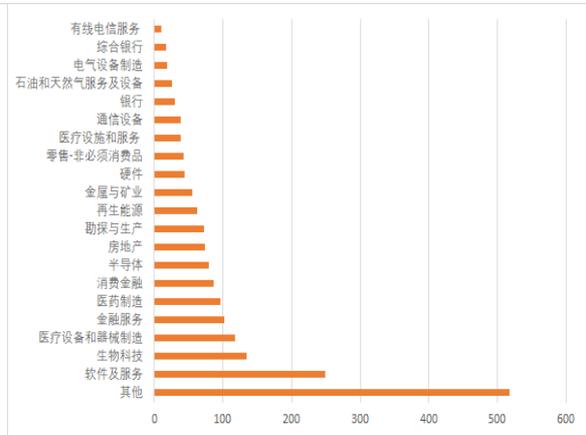
从发行主体的行业来看，美可转债发行行业以 2008 年次贷危机为分水岭。2008 年以前由于可转债融资成本较低，发行主体以银行、金融企业为主。2008 年后，随着经济的发展，工业企业融资需求增加，可转债发行主体的行业也转变为以工业行业为主，特别是新经济类企业融资需求大幅增加，可转债成为了此类企业重要的融资渠道之一，其中以软件及服务、生物科技、医疗设备和器械制造行业为主。根据杰富瑞数据显示，2021 年美国可转债发行主体中新经济类的科技行业主体占比超过 50%。2023 年随着资本市场融资市场融资成本的增加，投资级主体发行可转债数量增加，公用事业、房地产和工业等较为稳健行业的公司也开始转向可转债市场以降低成本，而科技行业的交易量还不到总发行额的四分之一。2023 年初，宾州电力（PPL.US）和美国南方公司（SO.US）通过发行可转换债券共融资 24 亿美元，成为 20 年来首次

发行可转换债券的投资级公用事业公司。



资料来源: 彭博

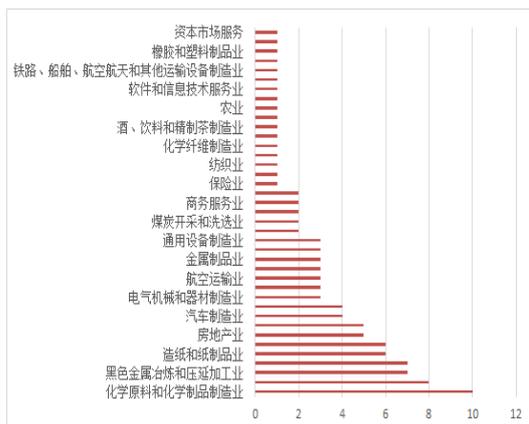
图 2.3 截至 2009 年美国可转债发行行业分布情况 (单位: 只)



资料来源: 彭博

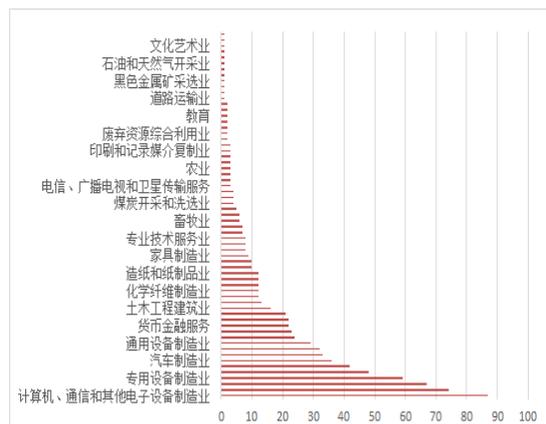
图 2.4 2009 年以来美国可转债发行行业分布情况 (单位: 只)

国内可转债企业行业结构方面, 2017 年再融资新规出台前, 国内可转债市场活跃度较低, 发行可转债的企业以传统行业为主, 集中于化学原料和化学制品制造业、黑色金属冶炼和压延加工业、造纸和纸制品业等。2017 年后, 随着国内经济快速发展, 以及经济发展转向高质量发展, 科技类企业融资需求大幅增加, 计算机、专用设备制造业、汽车制造业、医药制造等行业发行数量快速提升。



资料来源: 彭博

图 2.5 2003-2016 年国内发行的可转债行业分布 (单位: 只)



资料来源: 彭博

图 2.6 2017 年起国内可转债发行行业分布情况 (单位: 只)

从发债企业规模来看, 中美两国企业中均以中小市值的企业为主要的发债主体。这类企业通过间接融资及发行标准债券融资成本较高, 可转债对于中小企业而言能够

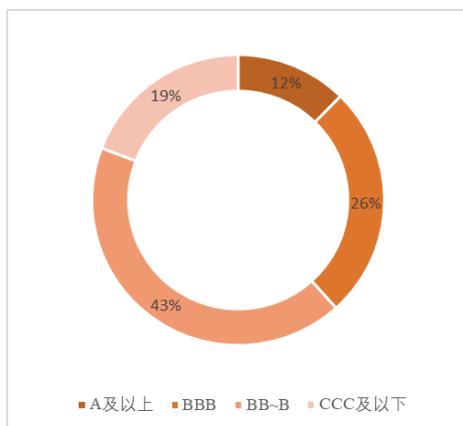
获得更低的融资成本。截至 2023 年 9 月底，美国存续可转债的发行主体以市值 100 亿美元以下的企业为主，其中市值在 10~30 亿美元的企业最多，占比约为 45%。中国存续的可转债发行主体中，以市值 100 亿元以下为主，其中 20~50 亿元的企业最多，占比约为 39%。

整体来看，中美可转债的发行主体以市值中小规模的新经济型企业为主，这类企业通常具有成长性强、资产规模不大、现金流具有一定的不稳定性的特点。同时这类企业一般处于发展阶段，无论是新增产能还是兼并重组，都对资金有较大的需求，但是传统的债务融资途径对这类企业来说融资成本较高，股权融资又会稀释原有股东的股权，因此可转债对这类企业而言是更好的融资渠道。

4. 信用评级及违约

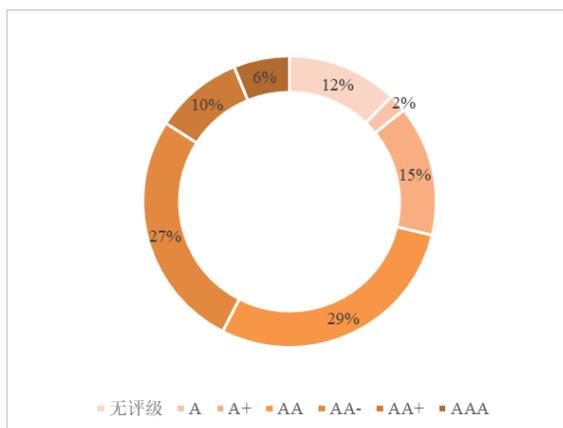
从信用评级的角度来看，由于美国的评级费用高昂加之私募可转债发行量较大，美国历史上发行的可转债中超过 50%的可转债无信用评级。从投资者的角度来看，针对无评级的可转债，除了参考财务报表外，还会参考发行主体其他债务工具的质量。在已有评级的发行主体中，A（含 A-）及以上级别占比约为 46%。2008 年次贷危机后，A 及以上级别占比明显下降，投机级主体占比超过 60%。

中国公开发行的可转债必须提供信用评级，非公开发行的可转债无强制要求。中国可转债的发行主体中以 AA 和 AA-主体为主，其中评级为 AA-的数量最多。2017 年至 2023 年 10 月 17 日，国内共发行可转债 909 只，其中无评级的可转债 111 只（均为定向转债或私募发行），有评级的可转债中，AA 及 AA-的转债数量约占 63%，AAA 的可转债约占 7%。



资料来源：彭博

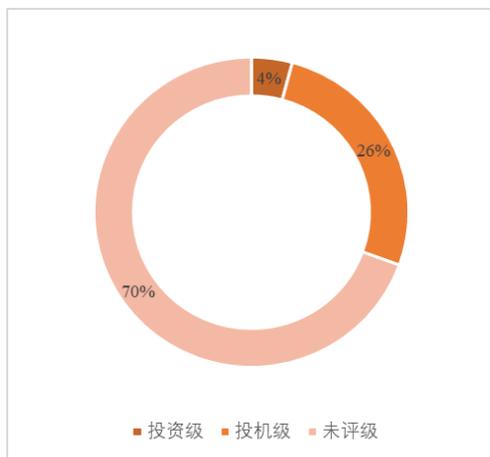
图 2.7 2009 年以来美国可转债评级占比情况（组合三家评级公司，取最高评级）



资料来源：Wind、联合资信整理

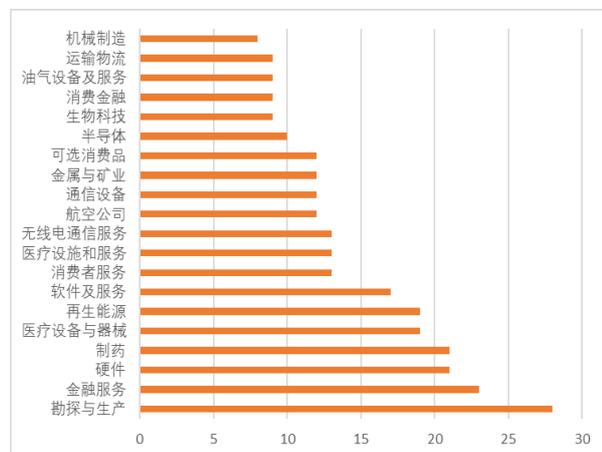
图 2.8 2017 年至 2023 年 10 月 17 日国内可转债级别分布情况

违约方面，信用评级可以在投资者投资的过程中起到一定的风险提示的作用。美国可转债的违约率略高于 1%，而高收益债的违约率接近 4%，整体来看可转债的违约风险较小。从违约债券的评级情况来看，违约债券中未评级债券违约占比最高（约为 70%），其次为投机级债券，投资级债券违约数量占比最少。从违约债券的行业分布来看，违约可转债的行业分布较为分散，但传统行业相对违约率高于科技类行业。勘探与开采行业虽然发行数量不高，但在违约的可转债数量中占比最高；其次为金融服务行业，但金融服务行业的违约主要发生在次贷危机前；硬件、医药制造、医疗设备、软件服务等行业虽然在可转债违约数量中占比高，但综合考虑到这几个行业的主体发行可转债的数量在资本市场中也占到主导地位，综合来看违约率相对较低。



资料来源：彭博

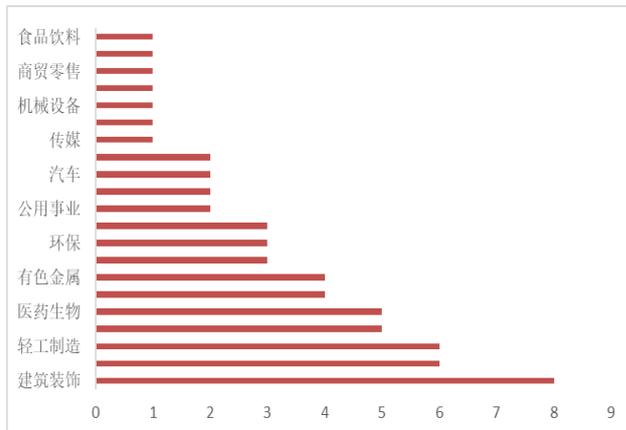
图 2.7 截至 2023 年 9 月底违约美元可转债评级构成情况



资料来源：彭博

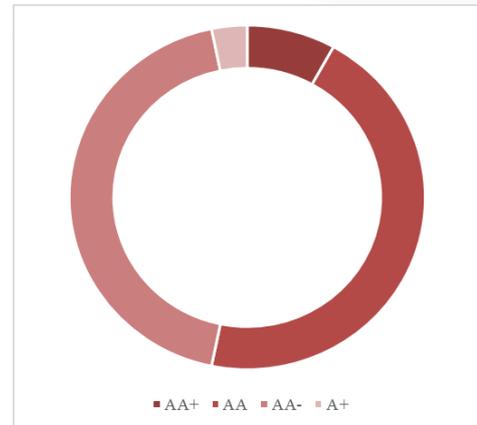
图 2.7 截至 2023 年 9 月底违约美元可转债前 20 行业构成情况（单位：只）

截至 2023 年 9 月底，中国可转债尚未发生违约事件，但近年来信用风险事件时有发生。2021 年以来，受全球经济下行压力加大、国际贸易环境恶化等因素干扰，中国国内需求收缩，经济下行，可转债主体评级/展望下调频率增加。下调主体涉及行业较为分散，其中建筑装饰、计算机、轻工制造行业涉及数量最多。从发行时的主体评级来看，以 AA 和 AA- 为主，其他级别的主体较少。截至 2023 年 9 月底，蓝盾股份和搜于特正式退市，股票及可转债转入新三板。目前由于可转债转入新三板后具体规则暂缺，且无相关先例，蓝盾转债及搜特转债大概率转变为信用债。但考虑到蓝盾股份和搜于特账面上的货币资金情况，以及其再融资空间受限，届时蓝盾转债及搜特转债可能存在很大的实质违约风险。



资料来源：iFinD，联合资信整理

图 2.8 2020 年以来中国主体评级/展望调低可转债行业构成（单位：个）



资料来源：iFinD，联合资信整理

图 2.9 2020 年以来中国主体评级/展望调低可转债主体发行时评级（单位：个）

整体来看，中美可转债因为发行要求的差异，在信用评级方面差异较大。美国可转债中无评级的债券占比较高，国内可转债以 AA 及 AA⁻的主体为主，高级别占比较低。违约方面，美国可转债违约率整体低于信用债及高收益债，其中无评级可转债违约占比最高，投资级违约占比最低，信用评级对违约风险能够起到一定的提示作用；国内尚无可转债违约，但近年来随着经济下行压力加大，信用风险事件发生频率增加，中国可转债退市后相关规定暂不完善，转变为信用债的可能性较大，考虑到退市主体通常公司治理弱、财务和经营状况差，可转债退市后发生实质性违约风险很高，可转债的信用风险或将进一步得到重视。从行业风险来看，美国违约可转债中传统经济行业的违约率高于新经济行业，这主要是因为新经济行业发展空间较大，受周期性波动影响较小所致。

5. 发行条款

中国可转债的条款设置较为固定、格式较为统一，而美国可转债的条款差异化大，设置更为灵活，无标准样式。美国可转债种类多样，相比于中国可转债，美国可转债的各项条款设置以及产品结构均较为灵活。目前，美国可转债主要包括普通可转债（Vanilla Convertible Bonds）、强制转股可转债（Mandatory Convertible Bonds）和可转换优先股（Convertible Preferred Stocks），其中普通可转债与中国可转债较为接近，也是目前美国可转债市场中发行量最大的产品。

从发行期限来看，美国可转债的发行期限比较灵活，以 4~6 年为主，同时兼有 3 年以下的短期可转债以及最长可达 8 年以上的长期可转债。中国可转债基本为 6 年期。

从利率条款来看，由于票面利率是美国可转债重要的定价依据，美国可转债的利

率条款较为灵活，已发行的可转债中票面利率从零利率到 8% 以上的高利率均有分布，其中，0~3% 的利率占比最大，约在一半以上。中国可转债票面利率条款模式较为统一，通常采用逐年递增的模式，且票面利率较低。以 2023 年 10 月 19 日发行的“中贝转债”为例，募集说明书中披露的利率条款为“第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 1.20%、第四年 1.80%、第五年 2.50%、第六年 3.00%”。

从赎回条款来看，美国可转债有两类赎回条款。一类是和中国可转债条款类似的，当正股价格在连续 n 个交易日中的 m 个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进行赎回，这类条款属于软赎回。此外，美国可转债还有硬赎回条款，明确规定发行人在一段时间内不能赎回可转债。中国可转债一般包括①到期赎回；②当正股价格在连续 n 个交易日中的 m 个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进行赎回；③可转债月余额不足 3000 万元，发行人有权进行赎回。

从向下修正的条款来看，美国可转债则通常不会设置此类下修条款，而是只有在公司发生重大变化时才会触发下修。中国可转债普遍设有下修条款，常见的下修条件为“可转债存续期间，公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决”。

从回售条款来看，中国可转债一般设置为存续期最后 2 年连续 30 个交易日正股价格低于转股价的 70% 或者募集资金改变用途时可触发回售；而美国可转债的回售条件十分严格，通常只有在公司发生重大变化时才可能触发回售。

整体来看，与美国相比，中国可转债形式较为固定，美国可转债各项条款设置灵活，转股、下修、回售等与中国相比难度更大。这也表明中国的可转债股性更强，在发行人资质变弱的时候，可以通过下修转股价格促进可转债转股，从而降低可转债违约的风险。

表 2.1 中美可转债条款对比

项目	中国	美国
发行期限	基本为 6 年期	期限比较灵活，以 4~6 年为主，兼有 3 年以下的短期可转债以及最长可达 8 年以上的长期可转债
利率条款	模式较为统一，通常采用逐年递增的模式，且票面利率较低。以“中贝转债”为例：第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年 1.20%、第四年 1.80%、第五年 2.50%、第六年 3.00%	利率条款较为灵活，票面利率从零利率到 8% 以上的高利率均有分布，0~3% 的利率占比最大，约在一半以上
赎回条款	①到期赎回；②当正股价格在连续 n 个交易日中的 m 个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进	软赎回：当正股价格在连续 n 个交易日中的 m 个交易日高于转股价格的某一个阈值，发行人有权进行赎回

	行赎回；③可转债月余额不足 3000 万元，发行人有权进行赎回	硬赎回：明确规定发行人在一段时间内不能赎回可转债
从向下修正的条款	普遍设有下修条款，常见的下修条件为“可转债存续期间，公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决”	通常不会设置此类下修条款，只有在公司发生重大变化时才会触发下修
回售条款	一般设置为存续期最后 2 年连续 30 个交易日正股价低于转股价的 70% 或者募集资金改变用途时可触发回售	回售条件十分严格，通常只有在公司发生重大变化时才可能触发回售

资料来源：公开资料、联合资信整理

三、中国可转债市场未来发展的思考与启示

中国可转债市场规模仍较小，未来仍有较大的扩容空间，同时随着可转债市场的扩容信用风险随之提升。尽管近年来中国可转债市场规模快速扩大，但不论与美国可转债市场相比，还是与中国的信用债市场相比，中国可转债的发展时间相对较短、发行规模相对较小，未来可转债市场仍有较大的发展空间。对于发行人而言，相对于传统信用债而言可转债融资成本明显更低；相对于股权融资，可转债具备发行更便利、股权稀释时间更长的优点。未来，随着中国可转债市场规模的扩大，可转债整体信用风险将会上升，未来在可转债定价中信用资质可能会表现出更高的权重；其次，对于投资者而言信用评级能够起到一定的指引作用。

可转债有望成为中小科创型企业重要的融资渠道。随着可转债市场的不断发展和经济形势的不断变化，近年来，中美可转债的市场中新经济行业中的中小型企业逐渐成为发行的主要群体。对于规模较小、资质一般但增长预期较好的中小型科创企业而言，可转债的融资成本相对较低，同时随着公司正股价格增长，部分投资人选择转股则会减轻公司的偿债付息压力。对于投资人而言，可转债能够随着正股价格波动而形成套利空间，又因为其债券属性使其相对于股票更加“抗跌”，并且可转债转股的特性也为投资人提供了一定的安全弹性空间。

随着新三板市场可转债的发展，未来中国可转债产品将会更加丰富灵活，可转债相关政策将会更加完善。2022 年 7 月，新三板完成了首单可转债的发行。脱胎于新三板精选层的北交所，定位为服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，在未来可转债市场的发展过程中势必会起到重要作用。对比美国可转债市场而言，中国可转债的发行条款和产品依然较为单一。未来，随着中国

可转债市场的发展，中国可转债的发行条款可以根据发行主体、发行需求的不同进行适当调整，从而提高可转债的流动性和适配性。北交所等相关机构也需及时推出辅助政策，支持中小型科创企业发行更丰富灵活的可转债产品。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。