

中资美元债市场报告

中诚信国际 & 中诚信亚太 2020 年一季度中资美元债市场报告

作者

庄承浩 852-28607120
peter_chong@ccxap.com

刘启杰 852-28607125
jacky_lau@ccxap.com

其他联系人

胡辰雯 852-28607123
elle_hu@ccxap.com

报告发布日期

2020 年 4 月 20 日

2020 年一季度中资美元债市场回顾

- 2020 年一季度中资美元债市场发行放量，受境外融资环境影响以疫情为节点呈现前高后低。2020 年一季度中资发行人共计发行了 154 只美元债，发行金额达 555.4 亿美元，同比分别上升 14.1% 及 28.4%，净融资额约为 280 亿美元，同比上升 14.5%。按月份来看，一季度发行金额呈前高后低的态势。
- 中资房企美元债在年初集中发行，城投美元债发行回落。房地产企业、金融机构及银行为中资美元债主要发行人，分别占 2020 年一季度总发行金额约 45.3%、17.8% 及 14.6%。
- 中资美元债发行票息有所上行。由于高收益美元债发行占比增加，中资美元债的平均票息由 2019 年第四季度的 5.32% 上升至 2020 年第一季度的 5.96%。
- 基准利率下行带动长期债券发行量有所增加。2020 年一季度，中资美元债平均发行期限为 3.83 年，与 2019 年四季度基本持平。5 年以上的长期债券发行量有所增加，发行只数由 2019 年四季度的 14 只增加至 2020 年第一季度的 21 只，发行金额则由 49.1 亿美元增加至 96.1 亿美元。
- 高收益发行人占比有所增加。高收益级别企业有 42 家，占获得评级的发行人 50.6%，较 2019 年第四季度的 47.1% 有所增多。
- 二级市场方面，中资美元债价格大幅下跌，高收益债券尤其遭受冲击。

评级调整与信用事件

- 在疫情影响的情况下，境内外负面评级行动频发。2020 年一季度，境内市场共发生 39 次主体评级调整行动，其中主体评级下调 28 次，占总体评级调整行动的比例为 71.8%，较 2019 年四季度增加 9.9 个百分点。境外市场主体评级调整行动共 25 次，其中，下调主体评级多达 22 次，占评级行动总数的 88.0%，较 2019 年四季度大幅增加 16.1 个百分点，主要集中在房地产和非必需消费品行业。
- 境内信用风险维持在较高水平，需关注境内违约风险传导至境外美元债市场。2020 年一季度境外债券市场有 6 家中资企业出现信用事件，需关注境内违约风险传导至境外美元债市场。

展望

- 2020 年一季度，在风险偏好下降和美元流动性紧张等多方面因素影响下，中资美元债一级市场新发回落、二级市场价格走弱。目前美元流动性危机边际缓解，一级市场新发仍然较为平淡，二级市场价格已经有所修复。考虑到全球疫情暂未完全缓解，市场风险仍然存在，风险偏好反复拉锯，后续信用风险影响或将进一步体现。
- 信用风险方面，2020 年以来，新冠肺炎疫情加大了中国经济下行压力，中资发行人信用风险有所分化，预计受疫情影响较大的行业内部分资质较弱的民企或将进一步承压，高资质发行人的优势更为显著。

引言

2020年初以来，受疫情扩散加上油价暴跌影响，环球金融市场遭受重创。为应对疫情对经济的冲击，美联储将利率降至近零水平，并推出大规模量化宽松计划，美国国债收益率呈下行趋势。年初在再融资需求推动下，1月份中资美元债发行放量，但随着疫情扩散全球，受境外融资环境影响，2、3月份发行量显著放缓。2020年一季度新发行债券规模为555.4亿美元，存量债券规模由2019年末的7,299亿美元升至2020年一季度末的7,579亿美元。另外，受疫情扩散影响，避险情绪升温，美元流动性出现紧张，中资美元债指数回报率下降，收益率大幅拉升，直至3月底流动性压力边际缓解，中资美元债价格有所修复。

2020年一季度中资美元债市场回顾

一级市场

2020年一季度中资美元债市场发行放量，受境外融资环境影响以疫情为节点呈现前高后低。2020年一季度中资发行人共计发行了154只美元债，发行金额达555.4亿美元，同比分别上升14.1%及28.4%，净融资额约为280亿美元，同比上升14.5%。按月份来看，分月表现差异较大，一季度发行金额呈先高后低的态势。2020年1月初，中国央行宣布下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，向市场释放资金8,000多亿元人民币，市场流动性得到改善，叠加债务到期高峰的影响，中资发行人在年初集中发行美元债，1月份发行金额达到242.6亿美元，占一季度总量的43.7%。然而，随着新冠肺炎疫情在国内爆发，风险偏好下降，信用风险忧虑提升，2月份发行金额放缓至149.1亿美元。随后疫情扩散全球，市场大幅震荡，避险情绪升温，导致美元流动性出现紧张，中资美元债发行持续乏力，3月份发行量为163.7亿美元。

图 1：2015 至 2020 年一季度中资美元债发行情况

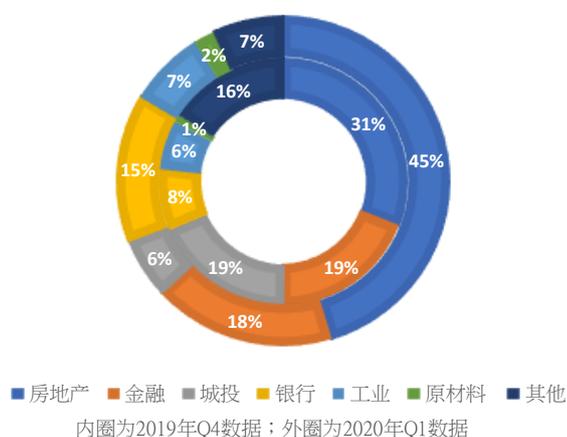


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

存量债券到期情况方面，截至2020年一季度末，二季度至四季度将分别有315.7亿、226.0亿和350.4亿美元的中资美元债到期，如考虑回购和回售，则分别有619.0亿、368.9亿和449.0亿美元的中资美元债将到期，显示今年迎来债务到期高峰，中资企业境外再融资需求仍然较大。后续随着市场情绪修复和融资窗口到来，中资美元债新发或将回暖。

中资房企美元债在年初集中发行，城投美元债发行回落。房地产企业、金融机构及银行为中资美元债主要发行人，分别占2020年一季度总发行金额约45.3%、17.8%及14.6%。其中，房地产企业发行金额高达251.7亿美元，创单季度历史新高，主要是由于企业再融资需求以及年初融资窗口影响。城投企业美元债发行出现明显回落，发行金额由2019年四季度的84.7亿美元减少至2020年一季度的33.4亿美元，占比亦由18.5%下降至6.0%。另外，金融机构及银行则分别发行98.6亿美元及81.0亿美元。考虑到2019年中出台的666号文和778号文¹，预计2020年房地产和城投企业的美元债发行将会受到一定程度的影响。

图 2：2019 年四季度及 2020 年一季度中资美元债发行金额按行业分布



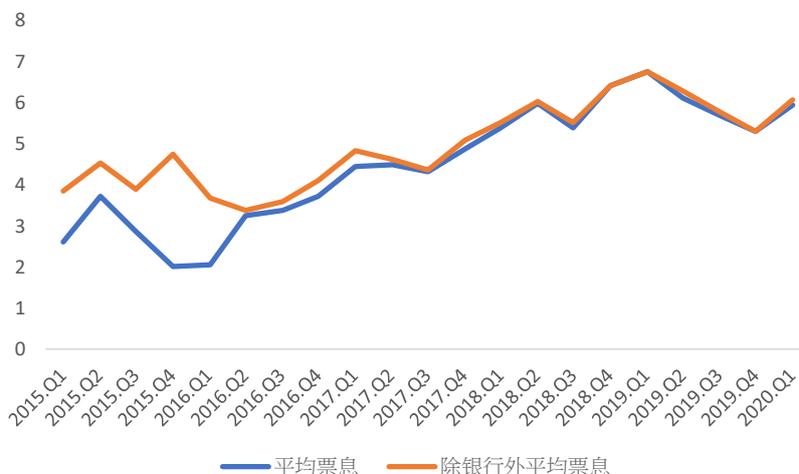
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

中资美元债平均发行票息有所上行。中资美元债整体平均发行票息有所提高，平均票息²由2019年四季度的5.32%上升至2020年一季度的5.96%。其中，中资房地产企业的美元融资成本有所下降，平均票息由2019年四季度的8.66%下降至2020年一季度的8.17%，但是由于房地产等高收益美元债的发行占比有所增加，拉高了整体平均票息水平。尽管美国国债收益率持续走低，预计未来一段时间内美元流动性压力和风险偏好收紧等因素将会持续影响美元债融资成本。

¹ 2019年6月，发改委发布666号文，要求承担地方政府融资职能的地方国有企业，发行外债仅限于偿还未来一年内到期的中长期外债；2019年7月，发改委又发布了778号文，要求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

² 只统计固定票面利率、没有回购或回售条款的债券

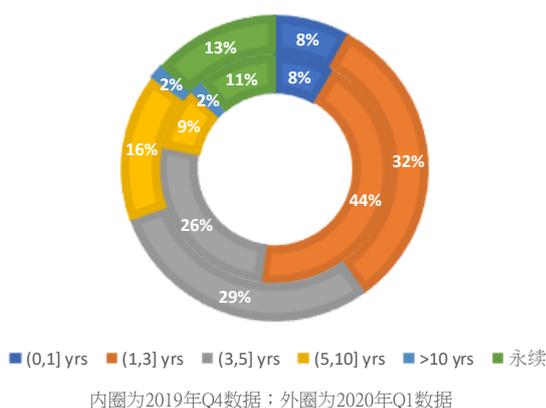
图3： 固息普通中资美元债平均票面利率情况（%）



数据来源：彭博，美联储，中诚信亚太整理

基准利率下行带动长期债券发行量有所增加。2020年一季度，中资美元债平均发行期限³为3.83年，与2019年四季度基本持平。其中，1到5年的中期美元债仍是主要的发行品种，发行只数为92只，发行金额为342.0亿美元，占总发行量约61.6%。此外，5年以上的长期债券发行量有所增加，发行只数由2019年四季度的14只增加至2020年一季度的21只，发行金额则由49.1亿美元增加至96.1亿美元，主要是因为美国中长期国债收益率跌至历史低位，长期债券发行成本有所下降，有利于期限较长的美元债发行。

图4： 2019年四季度及2020年一季度中资美元债发行金额按发行期限分布



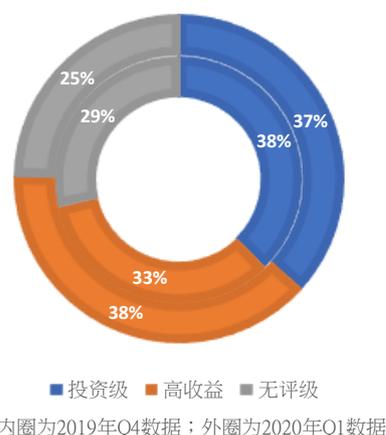
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

高收益发行人占比有所增加，评级缺失现象依旧存在。2020年一季度，共有110家中资美元债发行人，其中83家获得国际评级。由于中资房地产美元债发行占比有所上升且国际评级普遍落在高收益级别，加上疫情影响导致负面评级行动亦有所增加，因而整体发行

³ 只统计非永续债券

人资质有所下沉。在获得公开级别的发行人中⁴，高收益级别企业有42家，占获得评级的发行人50.6%，较2019年第四季度的47.1%有所增多。另外，中资美元债发行人的评级缺失问题依旧存在，27家没有在国际三大评级机构取得公开级别，占全部发行人的24.5%。其中以城投企业和房企为主，分别有10家和6家。

图5：2019年四季度及2020年一季度年中资美元债发行人信用级别分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

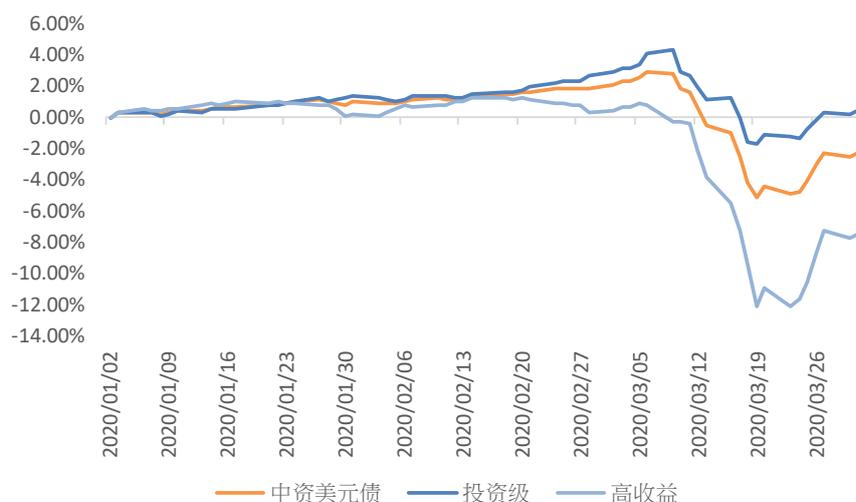
二级市场

2020年一季度中资美元债价格大幅下跌，高收益债券尤其遭受冲击。2020年1月初，市场流动性有所改善，投资者情绪良好，推动中资美元债价格上涨；1月底至2月中旬，国内疫情爆发，风险偏好下降但很快修复，推动中资美元债价格小幅回落后持续上扬；2月底至3月中旬，疫情扩散全球，金融市场动荡，避险情绪升温，美元流动性出现紧张，推动中资美元债价格大幅下挫。目前美元流动性已阶段性恢复，资金配置需求提升，二级市场价格有所反弹。截至2020年一季度末，中资美元债指数的年初至今回报率⁵为-2.24%，其中，投资级债券回报率0.44%，高收益债券回报率-7.53%。收益率方面，中资美元债的最差收益率为4.50%，其中，投资级债券较年初小幅下跌13bp至2.94%，高收益债券则大幅上升431bp至12.24%。

⁴ 截至2020年一季度末数据，如国际三大评级机构信用级别有差异，按级别最高的统计

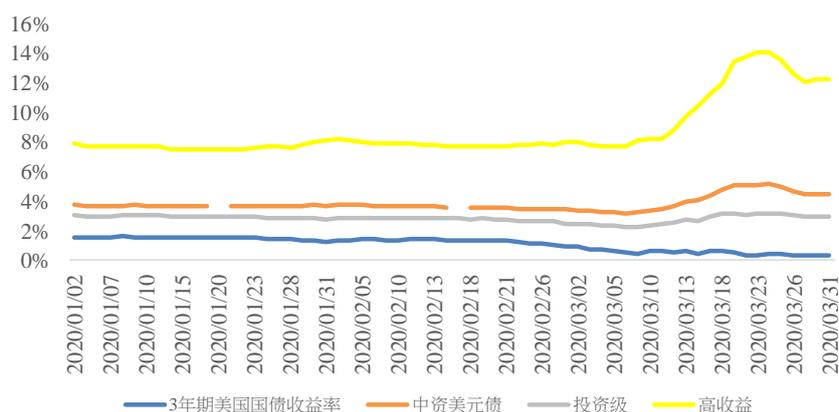
⁵ 年初至今回报率以2020年1月2日为基数计算

图6： 2020年一季度Markit iBoxx中资美元债回报率走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图7： 2020年一季度Bloomberg Barclays中资美元债收益率走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

市场避险情绪升温，房地产债券表现最差。2020年一季度，避险情绪升温，风险较低的主权债券表现最佳，一季度回报率为3.48%，其次是非金融(-0.26%)、金融(-3.65%)，而房地产债券表现最差(-6.76%)。其中，投资级债券表现优于高收益债券。此外，3月在疫情带来的恐慌情绪驱动下，美元资产出现抛售，美元流动性高度紧张，导致中资美元债回报率出现大幅下跌，尤其是流动性较高的房地产板块跌幅显著。

表1： 2020年一季度中资美元债回报率（按行业分类）

Markit iBoxx 中资美元债回报指数	1月	2月	3月	一季度
房地产 TRI	0.37%	0.81%	-7.89%	-6.76%
- 投资级 TRI	0.99%	1.03%	-3.96%	-1.96%
- 高收益 TRI	0.11%	0.72%	-9.45%	-8.66%
金融 TRI	0.68%	0.86%	-5.19%	-3.65%
- 投资级 TRI	1.08%	1.11%	-2.34%	-0.09%
- 高收益 TRI	0.25%	0.61%	-8.08%	-7.25%
非金融 TRI	1.40%	1.22%	-2.90%	-0.26%
- 投资级 TRI	1.60%	1.60%	-2.40%	0.87%
- 高收益 TRI	0.00%	-1.92%	-7.38%	-9.30%
主权 TRI	2.03%	2.38%	-1.72%	3.48%

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

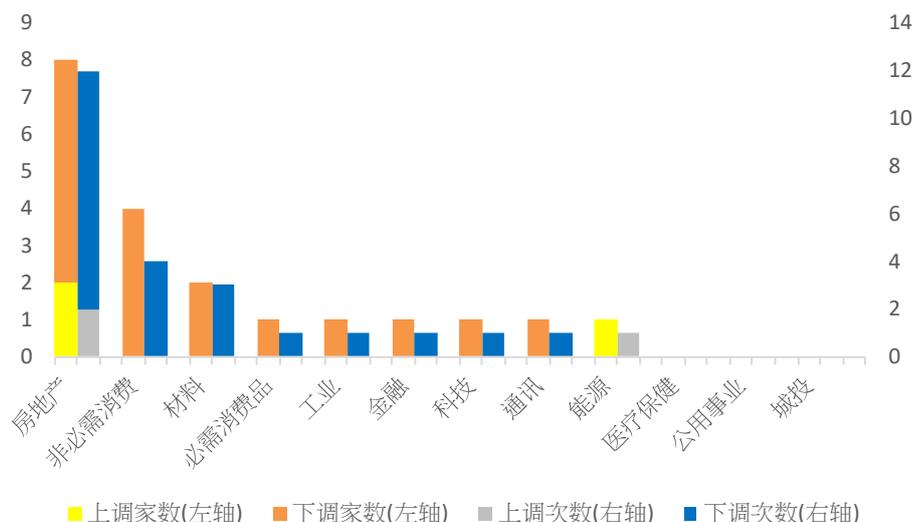
评级调整与信用事件

在疫情影响的情况下，境内外负面评级行动频发。2020年一季度，境内市场共发生39次主体评级调整行动，其中主体评级下调28次，占总体评级调整行动的比例为71.8%，较2019年四季度增加9.9个百分点。从行业分布来看，主体级别下调行业分布较广泛，包括软件和信息技术服务业、装备制造、医药、铁路投资、汽车和化工等。境外市场方面，2020年一季度主体评级调整行动共25次，其中，下调主体评级多达22次，占评级行动总数的88.0%，较2019年四季度大幅增加16.1个百分点，主要集中在房地产和非必需消费品行业。

房地产被调级家数最多。2020年一季度，国际三大评级机构共对19家中资发行人进行评级调整，其中，上调数量3家，下调数量17⁶。从行业分布来看，评级调整主要分布在房地产行业，涉及的调整数量达到7家，其中，房企主体评级被上调及下调的数量分别为2和6家，上调评级的原因主要是财务状况有所增强，而下调评级的原因主要是再融资风险增加、推出交换要约、再融资存在不确定性等。2020年以来，新冠肺炎疫情加大了中国经济下行压力，结构性信用风险或将进一步暴露。短期来看，疫情的爆发对部分企业的经营造成一定压力，因此需要关注信用资质相对较弱的企业，例如布局三、四线城市和流动状况偏紧的中小型房地产企业，以及财力较弱、行政级次较低的城投企业。

⁶ 2020年一季度有一家房地产企业先被下调后被上调

图8：境外评级调整家数及次数（按行业分布）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

境内信用风险维持在较高水平，需关注境内违约风险传导至境外美元债市场。2020年一季度境内债券市场信用风险整体维持在较高水平，共有14家发行人发生违约，其中新增违约主体7家，仍然以民营企业为主。主要违约原因包括疫情影响、盈利下降、公司治理等。2020年一季度境外债券市场有6家中资企业出现信用事件，分别为青海省投资集团有限公司（“青海省投”）、北大方正集团公司（“北大方正”）、新华联控股有限公司（“新华联控股”）、山东如意科技集团有限公司（“山东如意”）、亿达中国控股有限公司（“亿达中国”）及中国汇源果汁集团有限公司（“汇源果汁”），其中4家均涉及境内信用风险事件，需关注境内违约风险传导至境外美元债市场。

表2：2020年一季度中资发行人境外市场信用事件

企业简称	信用事件
青海省投	1月16日，青海省投资集团有限公司公告称，公司未能于2020年1月10日按期偿还其于2017年发行的3亿美元债券利息，构成实质性违约。据彭博统计，青海省投有三只存续美元债，存量金额合计8.5亿美元。此次违约后，青海省投美元债的价格大幅下滑。 2月21日，青海省投公告称，青海省投未能按时兑付于2020年2月22日到期的3亿美元债券，构成实质违约。同时该违约亦触发两只于2021年到期共5.5亿美元债券的交叉违约条款。此前（2月5日），青海省投向3只8.5亿美元债券的持有人提出了交换要约，折价约59%至63%不等，并要求持有人于2月17日前回覆。据新加坡交易所的公告，合计约54%本金的债券持有人同意该交换要约。
北大方正	2月18日，北大方正集团有限公司公告称，在2月14日收到北京市第一中级人民法院通知，北京银行股份有限公司以北大方正未能清偿到期债务，且明显不具备清偿力，但具有重整价值为由，申请法院对发行人进行重整。2月19日，法院裁定受理重整申请。2月21日，北大方正公告称因重整工作正在进行中，北大方正不得个别清偿债务，“19方正SCP002”不能按期兑付。据彭博数据，截至2月24日，北大方正及其关联企业的存量境外债券约30亿美元。

新华联控股

3月6日，新华联控股有限公司公告称，公司应于3月6日兑付“15新华联控MTN001”本息10.698亿元，截至日终，公司未能按照约定筹措足额兑付资金。公司称由于受新型冠状病毒肺炎疫情不可抗力因素的严重影响，旗下所属文化旅游、商业零售、景区景点、酒店餐饮、石油贸易等业务遭受重创，1-2月减少经营回款超过60亿元，导致流动资金极为紧张。彭博数据显示，不计3月6日违约债券，新华联控股在境内存续债券尚有超过50亿元人民币，境外存续债券亦有2.08亿美元。

山东如意

3月17日，山东如意科技集团有限公司公告称，公司原于2020年3月16日支付“19如意科技MTN001”的利息。在与债券持有人沟通后，“19如意科技MTN001”2020年度利息将通过场外方式支付，同时，本期利息将延期3个月至2020年6月15日支付。根据彭博数据，公司有一只2022年到期的3亿美元高级债券在新加坡交易所发行，债券票面利率为6.95%，下个付息日为2020年7月5日。

亿达中国

3月17日，亿达中国控股有限公司公告称向其2020年到期年息6.95%的美元优先票据持有人提出交换要约，其中约82.38%本金的债券持有人同意该交换要约。3月27日，公司以（1）约2.25亿美元之新票据；（2）约2,224万美元之现金代价；及（3）约754万美元之应计利息等代价完成交换要约。截至3月27日，公司约有5,285万美元的存量优先票据于2020年4月19日到期。

汇源果汁

3月17日，中国汇源果汁集团有限公司向股东提供最新资料披露，由于新型冠状病毒疫情对该公司的现金流造成短期不利影响，原本应于2月16日支付2020年到期、年息6.5%的美元票据的到期利息递延至3月17日后，仍未能成功按期支付，构成美元债违约事件。

数据来源：公开信息，中诚信亚太整理

展望

2020年一季度，由于全球疫情扩散，在风险偏好下降和美元流动性紧张等多方面因素影响下，自2月底3月初以来中资美元债一级市场新发回落、二级市场价格走弱。目前美元流动性危机边际缓解，一级市场新发仍然较为平淡，二级市场价格已经有所修复。考虑到全球疫情暂未完全缓解，各国经济刺激政策效果存在不确定性，疫情对今年全球经济造成的冲击大于预期，市场风险仍然存在，风险偏好反复拉锯，后续信用风险影响或将进一步体现。一级市场方面，由于国内疫情逐渐受控，3月境内债券发行量大幅增加，鉴于目前境外发债难度有所上升，预期部分境外融资需求或将回流境内，但境外再融资需求仍然较大，如果境外融资环境逐步改善，中资美元债新发有望回暖。二级市场方面，受疫情扩散影响，在避险情绪带动下，预期风险较低的投资级债券表现将好于高收益债券。信用风险方面，2020年初以来，新冠肺炎疫情加大了中国经济下行压力，中资发行人信用风险有所分化，预计受疫情影响较大的行业内部分资质较弱的民企或将进一步承压，高资质发行人的优势更为显著。

中国诚信(亚太)信用评级有限公司(以下简称“中诚信亚太”)对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信亚太事先书面许可,任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售,或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息,应事先获得中诚信亚太书面许可,并在使用时注明来源,确切表达原始信息的真实含义。中诚信亚太对于任何侵犯本文件著作权的行为,都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信亚太及其业务的图形,都是中诚信亚太商标,受到中国及中国香港商标法的保护。未经中诚信亚太事先书面允许,任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或以其他方式使用。中诚信亚太对于任何侵犯中诚信亚太商标权的行为,都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信亚太从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响,上述信息以提供时状态为准。中诚信亚太对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下, a)中诚信亚太不对任何人或任何实体就中诚信亚太或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任,或 b)即使中诚信亚太事先被通知前述行为可能会造成该等损失,对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失,中诚信亚太也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察,并不能解释为中诚信亚太实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为,也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信亚太不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。



中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址: 香港中环康乐广场1号
怡和大厦8楼805-808室
电话: (852)2860 7111
传真: (852)2868 0656
网址: <http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 805-808, Jardine House, 1 Connaught Place,
Central, Hong Kong
Tel: (852)2860 7111
Fax: (852)2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>



中诚信国际信用评级有限责任公司

地址: 北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼
邮编: 100020
电话: (8610) 66428877
传真: (8610) 66426100
网址: <http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd

Address: Building 6, Galaxy SOHO,
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,
Dongcheng district, Beijing, 100020
Tel: (8610)66428877
Fax: (8610)66426100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>