

中资美元债市场报告

中诚信国际 & 中诚信亚太 2020 年上半年中资美元债市场报告

作者

刘启杰 852-28607125
jacky_lau@ccxap.com

苏世杰 852-28607111
simon_so@ccxap.com

其他联系人

胡辰雯 852-28607123
elle_hu@ccxap.com

报告发布日期

2020 年 7 月 22 日

2020 年上半年中资美元债市场回顾

- 中资美元债上半年发行量同比有所下滑，但 5 月以来市场情绪回稳带动新发行持续回暖。2020 年上半年，161 家中资发行人共发行 264 只美元债，发行金额为 932 亿美元，同比减少 11.0%；净融资额为 296 亿美元，同比下滑 57.0%。
- 投资级发行人活跃，高收益新发行承压。2020 年上半年，65 家投资级发行人共发行 559 亿美元债，占总发行规模约 60.0%，主要是因为美元基准利率下行吸引一批信用资质较好的大型企业发行大规模较长期限的美元债券。2020 年上半年，48 家高收益发行人共发行 257 亿美元债，主要是因为投资者对高收益债券较为谨慎，一般会要求更高的风险溢价，导致二季度高收益发行人的发行量锐减至 48 亿美元。
- 中资房地产及城投美元债新发行占比下滑，银行及能源行业占比上升。2020 年上半年，房地产及城投美元债占总发行约 33.8% 及 6.9%，较 2019 年同期的 40.0% 及 9.3% 明显下滑。房地产企业仍为中资美元债的最主要发行人，城投企业以新发行为主，且发行人区域下沉。
- 在美元基准利率下行的背景下，5 年以上长期债券大幅增加，中资美元债平均发行期限由 2019 年下半年的 3.88 年延长至 2020 年上半年的 4.02 年。
- 受高收益发行占比下降影响，加上美国国债收益率呈下行趋势，中资美元债平均票面利率由 2020 年第一季度的 5.91% 下降至第二季度的 4.76%。
- 随着美元流动性及投资者情绪恢复，中资美元债二级市场价格逐渐修复，房地产美元债明显反弹，非金融高收益债表现最弱。

评级调整与信用事件

- 疫情爆发叠加经济下行压力削弱了部分中资美元债发行人的信用质量，以房地产及非日常消费品等周期性行业较为明显。2020 年上半年，国际三大评级机构总共调整了 43 家中资发行人的主体级别，级别上调有 6 家，级别下调有 38 家。按行业来看，主体级别下调的发行人主要集中在房地产及非日常消费品行业，各有 10 家。
- 中资离岸债券违约规模明显增加，多数违约主体此前已暴露出信用风险。根据彭博资料，2020 年上半年中资离岸债市场违约规模约 40 亿美元，较 2019 年上半年的 16 亿美元大幅上升。

展望

- 全球疫情尚未全面受控，经济衰退风险仍存，加上中美贸易摩擦的地缘政治风险，中资美元债市场或有所反复。我们认为，2020 年债券市场信用风险整体仍然可控，发生系统性大规模违约的可能性不大。但考虑到当前经济阶段性下行压力仍然较大，且新冠疫情尚未完全结束，市场风险偏好也仍处于较低水平，预计债券市场信用风险分化将进一步加剧，受疫情影响较大的行业内部及财政实力较弱的区域内部的尾部弱信用资质发行人面临较大的出清压力。同时，境内外债券市场信用联动性不断增强，在境内信用风险事件频发的情况下，境外债券市场难以独善其身，需要关注境内关联公司的偿债安全性。

引言

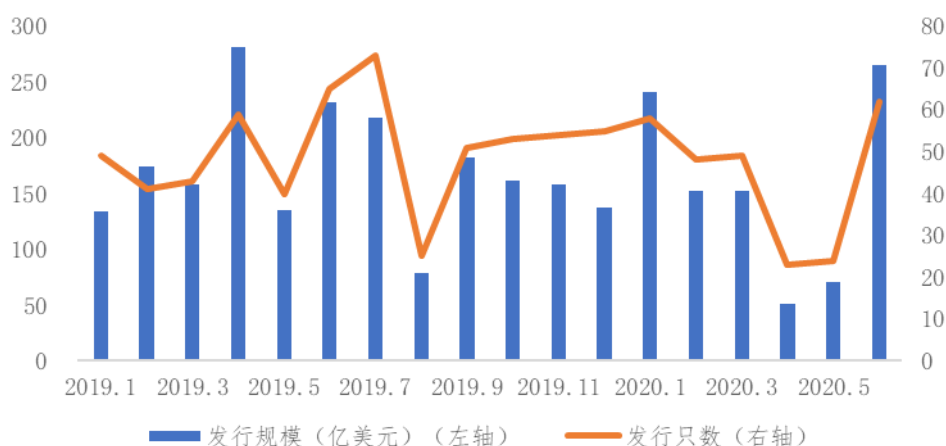
2020年初，受新冠疫情全球扩散影响，全球主要资产价格同步大幅下挫，继而引发美元流动性危机，中资美元债一级市场新发停滞、二级市场价格承压。为应对疫情对经济的冲击，美联储将利率降至近零水平，并推出大规模量化宽松计划，美国国债收益率下行，美元流动性压力逐步缓解。得益于市场充裕的流动性和市场风险偏好有所提升，中资美元债二级市场价格快速修复，各主要债券指数年初至今回报率已回正。但由于境外债券市场表现分化导致高收益债券发行承压，上半年中资美元债新发行量同比有所下滑。同时，疫情导致经济下行压力加大，部分发行人的运营情况及流动性恶化，境内信用风险传递至境外市场，导致中资离岸债市场违约规模大幅攀升。

2020年上半年中资美元债市场回顾

一级市场

中资美元债上半年发行量同比有所下滑，但5月以来市场情绪回稳带动新发行持续回暖。2020年上半年¹，161家中资发行人共发行264只美元债，发行金额为932亿美元，同比减少11.0%；净融资额为296亿美元，同比下滑57.0%。年初，由于融资环境改善和境外债券集中到期，中资美元债发行火热，1月新发行金额达241亿美元，同比大幅增加80.7%。2月以来，受新冠疫情爆发影响，中资美元债新发行量持续下降。3-4月，疫情全球扩散导致资产价格暴跌及市场风险偏好下降，引发美元流动性危机，导致中资美元债新发行遇冷，其中4月新发行仅有约51亿美元。5月以来，得益于美联储降息及其宽松货币政策，市场情绪回暖及美元流动性逐渐恢复，带动中资美元债发行量回升，6月新发行反弹至267亿美元，环比增加272.9%，是2020年上半年最大的单月新发行量。

图 1：2019~2020 上半年中资美元债发行情况



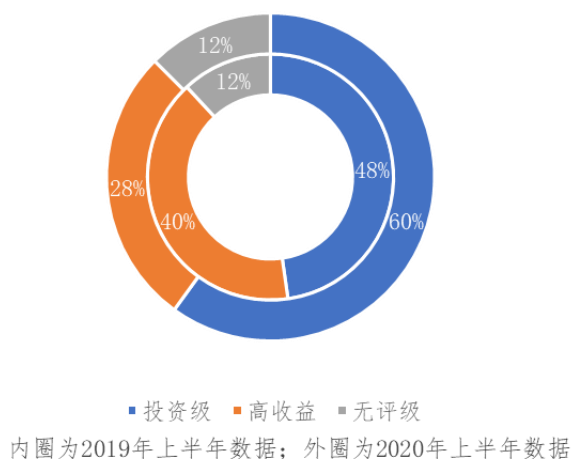
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

¹ 按发行日统计

投资级发行人活跃，高收益新发行承压。2020年上半年共有161家中资企业发行美元债，其中取得国际三大评级机构级别²的有113家主体。2020年上半年，65家投资级发行人共发行559亿美元债，占总发行规模约60.0%。美元基准利率下行吸引一批信用资质较好的大型企业发行大规模较长期限的美元债券，包括国有央企例如中国石油化工集团有限公司、大型科技公司例如腾讯控股有限公司、百度股份有限公司、联想集团有限公司等。2020年上半年，48家高收益发行人共发行257亿美元债，占总发行规模约27.5%，较2019年上半年的448亿美元及40.4%明显下滑。受境外债券市场波动影响，投资者对高收益债券较为谨慎，一般会要求更高的风险溢价，导致二季度高收益发行人的发行量锐减至48亿美元。

按发行人行业分布来看，房地产企业（57家）、城投（30家）及金融机构（20家）仍为中资美元债主要发行人。2020年上半年，金融机构发行人发行情况与去年同期相似，其中以融资租赁、资产管理及证券公司等信用资质较好的发行人为主，投资级发行人有22家。房地产发行人以非投资级为主有44家，因此在3-4月中资美元债市场承压时，房地产美元债新发行明显遇冷。2020年上半年城投发行人呈现三个主要特征，包括（1）以新发行人为主，2020年上半年有19家新发行人，占城投发行人约63.3%，较2019年同期的17家及47.2%有所上升；（2）评级缺失问题持续，有19家城投发行人无国际三大评级，占城投发行人约三分二；（3）发行人区域下沉，区县级/开发区城投发行人有16家，占城投发行人约一半。

图 2：2019 年上半年及 2020 年上半年中资美元债发行金额按主体信用评级分布



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

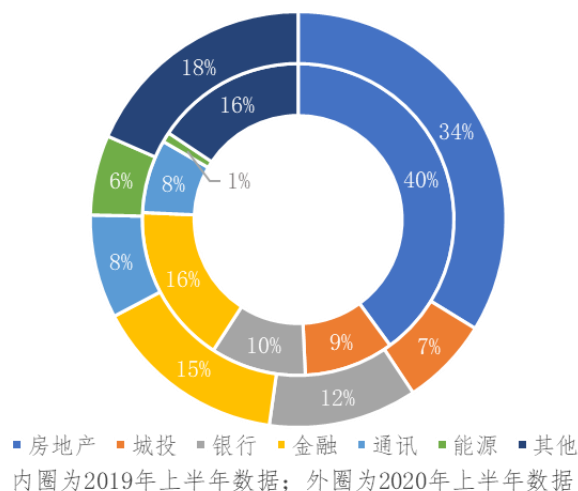
中资房地产及城投美元债新发行占比下滑，银行及能源行业占比上升。2020年上半年，房地产及城投美元债占总发行约33.8%及6.9%，较2019年同期的40.0%及9.3%明显下滑。2020年上半年，57家房地产发行人共发行87只美元债，发行金额达315亿美元，同比减少29.2%，但仍为中资美元债的最主要发行人。房地产美元债发行量呈“V”型趋势，年初房地产企业再融资需求强劲以及抢占年初发行窗口，1月房地产美元债新发行规模达165亿美元，创单月新发行规模新高。受风险偏好下降及美元流动性压力影响，高收益美元债新发行明显承压，4月房地产美元债新发行规模录得8,700万美元的低位。其后，随着市场环境边际改善，房地产美元债呈现逐步回暖趋势。2020年上半年，30家城投发行人共发行34只美元债，发行金额为64亿美元，同比减少37.9%。自2月以来，受境内债券再融资政策支

² 截至2020年6月30日数据，如国际三大评级机构级别有差异，按级别最高的统计

持力度加大影响，境内融资渠道通畅，融资成本持续下行，城投企业发行境外美元债意愿下降，城投美元债新发行量明显收缩。

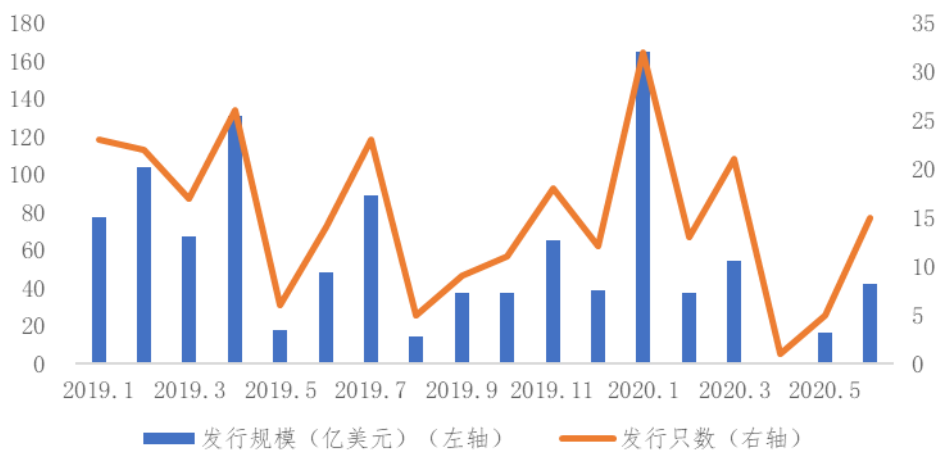
银行美元债发行规模保持平稳，受惠于其良好的信用资质，中资银行美元债发行最先从市场波动中恢复，2020年上半年的新发行规模同比小幅下滑2.2%至108亿美元，占比由9.9%增至11.5%。另外，能源企业多笔大额发行带动新发行占比上升。中资能源行业发行人均为大型国有企业，包括中石化、中石油及中海油服。2020年上半年能源企业新发行58亿美元债，同比大幅增加405.1%，占比由1.0%升至6.2%。

图 3：2019 年上半年及 2020 年上半年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

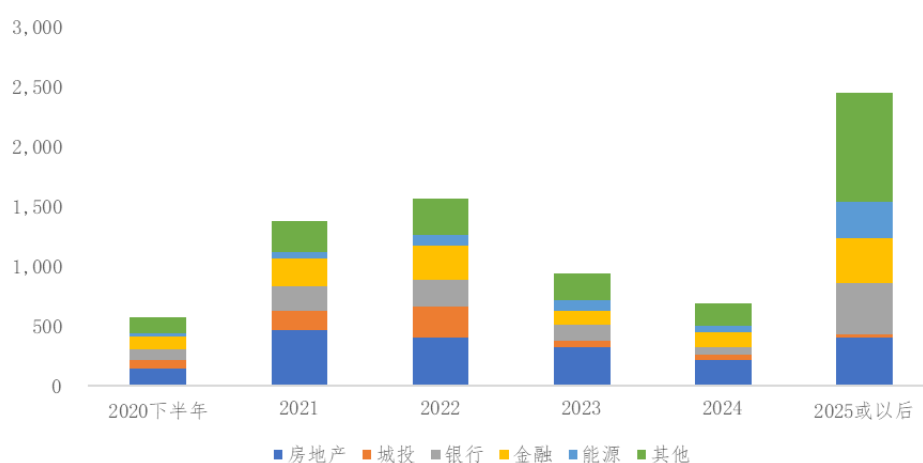
图 4：2019~2020 上半年中资房地产美元债发行情况



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

截至2020年6月30日，存量中资美元债的规模约为7,595亿美元，涉及近600家中资发行人，其中2020年下半年、2021年及2022年的到期规模分别为572亿美元、1,375亿美元及1,563亿美元。按行业来看，2020年下半年及2021年是房地产美元债的偿债高峰期，到期规模分别为149亿美元及471亿美元。在行业增长放缓及集中度持续提高的背景下，部分信用资质较弱的房地产企业或将面临较大的再融资压力。

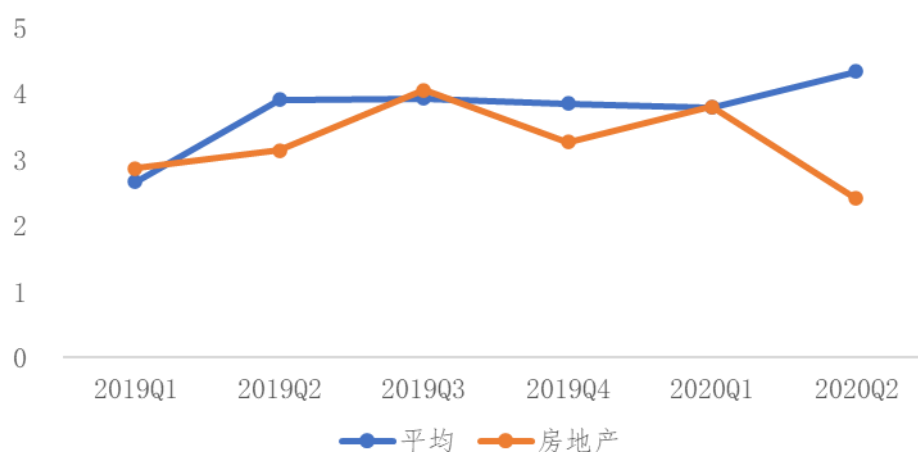
图 5：截至 2020 年 6 月 30 日存量中资美元债到期分布情况（亿美元）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

在美元基准利率下行的背景下，5年以上长期债券大幅增加，平均发行期限延长。2020年上半年中资美元债的平均发行期限³由2019年下半年的3.88年延长至4.02年。在美元基准利率下行的背景下，中资企业发行较长期限美元债的意愿增加，2020年上半年新发行54只5年期以上的长期债券，合计305亿美元，占总发行规模约32.8%，较2019年下半年的138亿美元大幅增加。另一方面，1年以内的短期债券由2019年下半年的56亿美元增至2020年上半年的76亿美元，其中房地产美元债的发行规模升至44亿美元。这主要是因为疫情导致部分房地产企业的回款延后，加上1年以内境外债券发行难度较低，更多房地产企业出于流动性需求而选择发行短期美元债。

图 6：2019 年第一季度~2020 年第二季度平均发行年限（年）

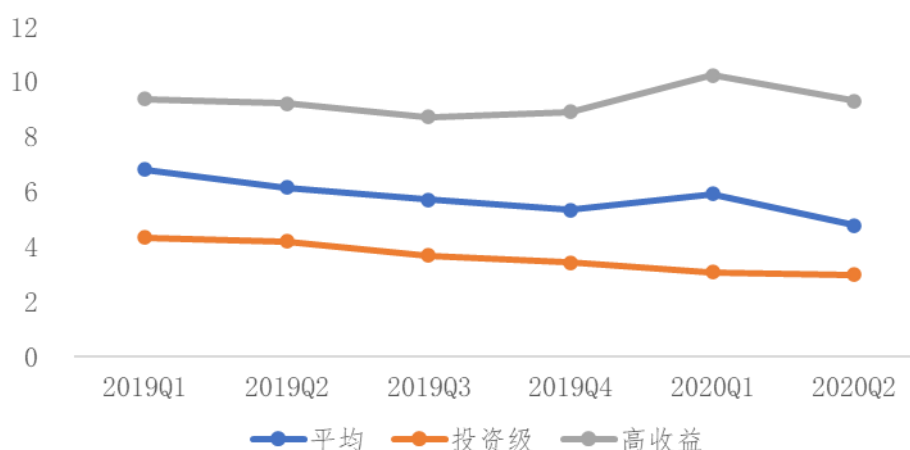


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

³ 统计口径不包括永续债券

高收益债券发行占比下降，加上美国国债收益率下行，平均票面利率下降。中资美元债平均票面利率⁴由2020年第一季度的5.91%下降至第二季度的4.76%。按债项级别来看，高收益美元债平均票息环比下降94bp至9.27%，这主要是因为风险偏好收紧的背景下，部分资质较差的高收益债券发行遇冷，因此整体的平均票息有所下滑。但如果比较相同高收益发行人的美元债发行情况，其美元债的发行票息有所上升。另外，2020年第二季度共有10只债项通过SBLC发行，发行规模约15亿美元，较2020年第一季度的3只及6亿美元大幅增加。发行人通过SBLC的方式增信以降低发行利率，债券票面利率主要在2.9%至4.3%的较低区间。

图7：2019年第一季度~2020年第二季度平均发行票息（%）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

表1：2020年上半年中资高收益美元债发行案例比较

信用主体	发行日期	规模	票息	期限
佳兆业集团控股有限公司	2020/2/20	4 亿美元	6.75%	364 天
佳兆业集团控股有限公司	2020/6/10	3 亿美元	7.875%	364 天
花样年控股集团有限公司	2020/1/9	4.5 亿美元	10.875%	3 年
花样年控股集团有限公司	2020/6/1	3 亿美元	11.875%	3 年
华夏幸福基业股份有限公司	2020/1/13	5 亿美元	6.9%	3 年
华夏幸福基业股份有限公司	2020/6/16	3 亿美元	6.92%	2 年

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

二级市场

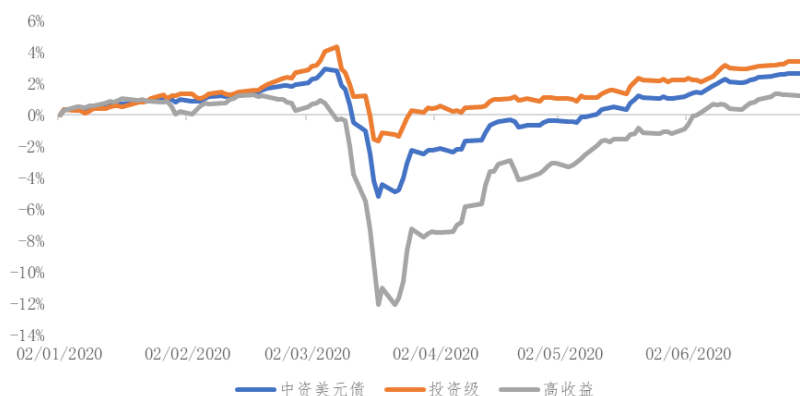
随着美元流动性及投资者情绪恢复，中资美元债二级市场价格持续修复。2020年初，在充裕的流动性及良好的市场情绪的支撑下，推动中资美元债二级市场价格上扬。但因为疫情全球扩散，全球主要资产同步大幅下挫，继而引发美元流动性危机，导致中资美元债价格明显承压，其中以信用风险较高的高收益债券尤为明显，年初至今回报率⁵一度跌至-12.08%低点。随后，各国政府及央行为防止系统性风险爆发和稳定金融市场，先后推出

⁴ 统计口径为固定票面利率、没有回购及回售条款的债券

⁵ 回报率以2020年1月2日为基数计算

宽松货币政策以刺激经济复苏，市场流动性及投资者情绪恢复，风险资产配置需求上升，带动中资美元债二级市场价格反弹。截至2020年6月30日，中资美元债指数的年初至今回报率为2.62%。其中投资级债券回报率为3.38%，高于高收益债券的1.19%，反映不确定性因素仍存，投资级中资美元债更受市场青睐。

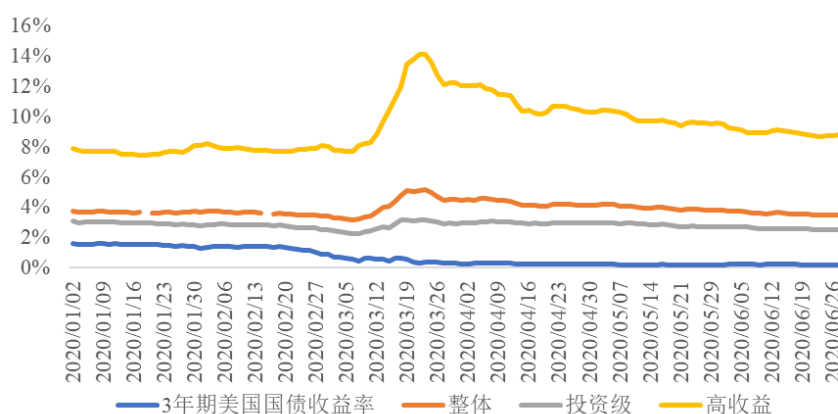
图8：2020年上半年Markit iBoxx中资美元债回报率走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

收益率方面，截至2020年6月30日，中资美元债最差收益率为3.52%，较年初下滑25bp。其中投资级债券表现较好，最差收益率较年初下滑55bp至2.52%。另一方面，由于全球金融市场仍面临较大不确定性及相对保守的风险偏好，高收益债券最差收益率较年初上升92bp至8.85%。

图9：Bloomberg Barclays中资美元债最差收益率情况



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

房地产美元债明显反弹，非金融高收益债表现最弱。截至2020年6月30日，风险较低的主权类美元债券表现最佳，年初至今回报率为6.37%，其次为非金融(3.20%)、金融(2.21%)，而房地产美元债券受第一季度表现较弱拖累，导致上半年的回报率仅为1.97%。但是，房地产美元债第二季度的回报率为9.21%，反弹幅度最为明显。这主要是因为相较贸易、制造等依赖出口的行业，全球疫情爆发对中国房地产行业的影响相对较小，加上中国房地产市场展现出复苏信号，中资房地产美元债较低的估值吸引投资者买入，导致价格在第二季度大幅反弹。另一方面，非金融高收益美元债券上半年的表现最差，回报率为-2.49%，

主要是因为全球疫情爆发导致多国经济停摆，大宗商品需求下降，对能源、工业等周期性行业的信用状况造成明显冲击，投资者风险偏好更为谨慎。

表2：2020年上半年中资美元债回报率（按行业分类）

Markit iBoxx 中资美元债回报指数	第一季	第二季	上半年
房地产 TRI	-6.76%	9.21%	1.97%
- 投资级 TRI	-1.96%	4.51%	2.50%
- 高收益 TRI	-8.66%	11.28%	1.83%
金融 TRI	-3.65%	6.01%	2.21%
- 投资级 TRI	-0.09%	2.69%	2.63%
- 高收益 TRI	-7.25%	9.61%	1.78%
非金融 TRI	-0.26%	3.52%	3.20%
- 投资级 TRI	0.87%	3.15%	3.97%
- 高收益 TRI	-9.30%	7.28%	-2.49%
主权 TRI	3.48%	1.94%	6.37%

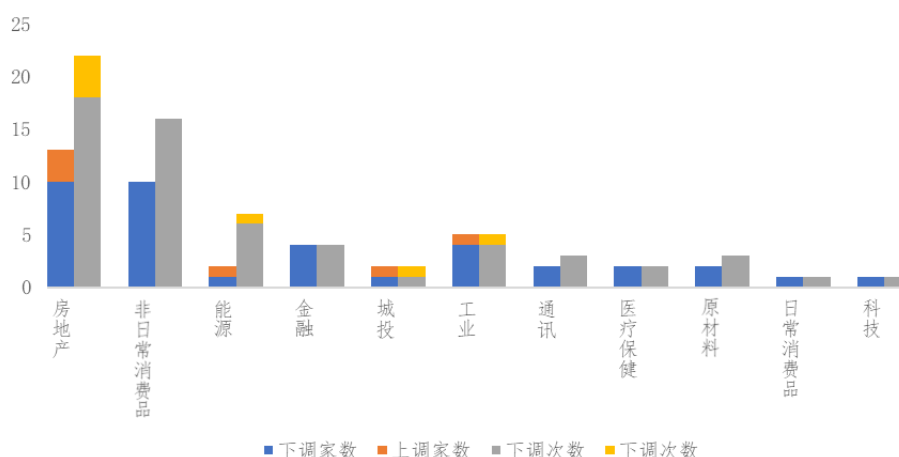
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

评级调整与信用事件

疫情爆发叠加经济下行压力削弱了部分中资美元债发行人的信用质量，以房地产及非日常消费品等周期性行业较为明显。2020年上半年，国际三大评级机构总共调整了43家中资发行人的主体级别，其中级别上调有6家，级别下调有38家⁶。按行业来看，主体级别下调的发行人主要集中在房地产及非日常消费品行业，各有10家。房地产发行人级别被下调的主要原因是其债务杠杆较高，在房地产销售承压叠加融资渠道受限的情况下，流动性状况进一步转弱，削弱了其信用质量。非日常消费品行业方面，疫情导致消费者出行受限，加上经济下行压力打击消费者购买奢侈品的意愿，导致零售、汽车及相关零部件等发行人的收入有所下滑，损害了其偿债能力。2020年上半年，国际三大评级机构将74家中资发行人的信用评级展望调整至负面或列入负面观察名单，主要集中在非日常消费品（19家）、房地产（13家）、金融（12家）及工业（8家），主要是因为疫情原因以及再融资能力减弱对发行人的信用状况带来潜在负面影响。如果发行人信用质量及流动性状况进一步恶化，下半年或有更多中资发行人的评级遭下调。

⁶ 有1家发行人先被下调后再被上调

图10：2020年上半年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

中资离岸债券违约规模明显增加，多数违约主体此前已暴露出信用风险。根据彭博资料，2020年上半年中资离岸债市场违约规模约40亿美元，较2019年上半年约16亿美元大幅上升。从违约案例来看，上半年境外债券市场中资企业的信用风险事件，如北大方正集团公司等，多数涉及境内信用风险事件。由于跨境资本流动越来越频繁，境内外债券市场关联企业的信用联动性有所加强，关联公司彼此间业务的影响或者是信用事件对再融资的影响，都可能会造成境内外主体信用发生联动反应。另外，部分中资美元债发行人通过展期或置换方式以避免债券实质违约，但是若其自身经营情况、流动性水平在短期内未有实质性改善，后续债券付息或到期时仍将面临较高的违约风险。

表3：2020年上半年中资发行人境外市场违约及信用事件

企业简称	违约事件
青海省投	1月16日、2月21日及4月16日，青海省投资集团有限公司（“青海省投”）先后公告称未能按时偿付其3只美元债券的本息，构成实质违约，违约规模约8.5亿美元。
北大方正	3月4日、4月15日及6月22日，北大方正集团有限公司（“北大方正”）先后公告称未能按时偿付其5只美元债券本息，构成实质违约，违约规模约16.5亿美元。
汇源果汁	3月17日，中国汇源果汁集团有限公司（“汇源果汁”）公告称未能按时支付其2亿美元债的利息，构成实质违约。
亿达中国	4月23日，亿达中国控股有限公司（“亿达中国”）公告称未能按时偿付本金约5,285.4万美元票据，构成实质违约。
MI能源	5月11日，MI能源控股有限公司（“MI能源”）公告称未能按时偿付约2.48亿美元票据本息，构成实质违约。
宜华集团	根据彭博资料显示，债券受托人纽约梅隆银行于6月2日致投资者的通知，宜华企业（集团）有限公司（“宜华集团”）未能按时偿付其2.5亿美元债券的利息，构成实质违约。
东旭集团	6月15日，东旭集团有限公司（“东旭集团”）公告称按时偿付其3亿美元票据本息，构成实质违约。
海隆控股	6月22日，海隆控股有限公司（“海隆控股”）公告称未能按时偿还约1.65亿美元票据本息，构成实质违约。

山东如意 根据彭博消息，山东如意科技集团有限公司（“山东如意”）未能在6月22日及5天宽限期内支付2.5亿欧元可转债利息，构成实质违约。

世纪阳光 7月3日，世纪阳光集团控股有限公司（“世纪阳光”）公告称未能按时偿还约101.75万新加坡元之票据本息，构成实质违约。

信用事件

新华联控股 3月6日，新华联控股有限公司（“新华联控股”）公告称未能按时兑付在岸中票之本息，构成实质违约。

泰禾集团 7月6日，泰禾集团有限公司（“泰禾集团”）公告称未能兑付其境内中期票据本息，构成实质违约。

数据来源：公开信息，中诚信亚太整理

展望

目前多国政府采取措施提振经济，美元基准利率下行，美元流动性压力缓解，整体融资环境有所改善。但是，**全球疫情尚未全面受控，经济衰退风险仍存，加上中美贸易摩擦的地缘政治风险，中资美元债市场或有所反复。**美元基准利率维持低位将有利信用资质较好的中资企业以较低成本发行美元债。然而谨慎的风险偏好及信用资质分化的背景下，资质较弱的发行人或需要支付更高的风险溢价，中资美元债的发行成本或进一步分化。我们认为，**2020年债券市场信用风险整体仍然可控，发生系统性大规模违约的可能性不大。**但考虑到当前经济阶段性下行压力仍然较大，且新冠疫情尚未完全结束，市场风险偏好也仍处于较低水平，预计债券市场信用风险分化将进一步加剧，**受疫情影响较大的行业内部及财政实力较弱的区域内部的尾部弱信用资质发行人面临较大的出清压力。**同时，境内外债券市场信用联动性不断增强，在境内信用风险事件频发的情况下，境外债券市场难以独善其身，需要关注境内关联公司的偿债安全性。

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>