

中资美元债市场报告

2021 年一季度中资美元债市场回顾

- 受再融资需求支撑年初中资美元债发行回复,但受信用事件扰动 2 月及 3 月新发回落。2021 年一季度中资美元债新发行 167 只债券,发行金额约为 551.1 亿美元,与去年同期基本持平。
- 中资房地产美元债发行量下降,城投美元债发行量回升,发行净增主要由金融和产业板块贡献。受监管政策及信用事件影响,2021 年一季度房地产美元债新发行金额为 180.1 亿美元,同比减少 31.2%;净融资为 67.9 亿美元,同比减少 45.9%。城投美元债新发行金额同比增长 42.6%至 47.6 亿美元,首次发行美元债的城投企业增加。
- 投资级发行活跃,高收益发行减少。2021 年一季度投资级发行人有 48 家,共发行 339.5 亿美元,同比增加 23.1%,占新发行量约 61.6%;高收益发行人有 39 家,新发行金额同比减少 29.4%至 150.3 亿美元,占新发行量约 27.3%。
- 由于投资级发行人占比上升,中资美元债平均票息由 2020 年四季度的 4.34%下降至 2021 年一季度的 3.76%,平均发行期限由 2020 年四季度的 3.42 年提升至 2021 年一季度的 4.10 年。
- 信用事件频发加上美国国债收益率上行,中资美元债二级市场持续波动。房地产受行业政策和信用事件影响明显,非金融板块投资级表现弱于高收益。

评级调整与信用事件

- 中资发行人信用资质持续分化,其中房地产企业最为明显。2021 年第一季度国际三大评级机构对 33 家发行人采取正面行动,22 家发行人采取负面行动。评级行动主要集中在房地产行业,分别有 11 家发行人获正面调整以及 5 家发行人遭负面调整。
- 弱资质企业的信用风险持续暴露。2021 年一季度境外债券市场有 4 家中资企业违约,违约金额约 32.4 亿美元。3 家新增违约主体呈一定的共通性,这些企业在发展初期均采取高杠杆的发展策略,在行业政策趋紧的背景下其业务状况承压,现金回款滞后,融资渠道受阻,最终资金链断裂导致债务违约。

展望

- 随着疫苗接种的推进,全球经济活动逐步复苏,通胀压力有所增加,美国长期国债收益率或将进一步上升,境外融资成本优势收窄。另一方面,受投资者风险偏好影响,中资美元债一、二级市场或将持续波动,在国内货币政策回归常态化的背景下,中资发行人信用风险继续释放。
- 房地产市场调控趋严常态化,房企发行人信用资质分化加剧。在销售增速放缓、盈利空间收窄、融资渠道紧缩的背景下,部分前期投资激进及内部管控较差的房地产企业面临更大的流动性风险和再融资压力。同时,国有企业信用事件频发对市场信心造成严重冲击,投资者对部分财政实力较差、债务压力较大的区域或将更为谨慎,对当地发行人的再融资形成挑战。
- 4 月初,中国华融公告延迟刊发其 2020 年度业绩,投资者担忧其偿债能力下滑,避险情绪蔓延导致中资美元债一、二级市场表现承压。尽管随后市场情绪有所恢复,但中国华融的债务偿付仍存在不确定性,需要关注事件后续发展及对市场带来的影响。

作者

刘启杰 852-28607124
jacky_lau@ccxap.com

冯韵 852-28607132
olivia_feng@ccxap.com

王国威 852-28607130
george_wang@ccxap.com

其他联系人

胡辰雯 852-28607120
elle_hu@ccxap.com

报告发布日期

2021 年 4 月 30 日

引言

随着新冠疫苗的成功研发及投入使用，全球各主要经济体呈现复苏态势。虽然目前美联储维持低息政策，但财政刺激政策拉动美国居民端货币周转，进而推动通胀预期升温，同时投资者担忧美联储或加快加息步伐，美国长期国债收益率上升导致收益率曲线趋陡，对中资美元债市场造成扰动。另一方面，中资发行人信用事件频发，投资者避险情绪上升，中资美元债一级市场新发行量有所回落，二级市场价格指数持续承压。2020年下半年以来房地产政策进一步收紧，房地产企业再融资压力加大，部分房企由于过往激进的投资策略而导致营运及财务状况承压，房地产发行人的信用质量分化加剧。同时，地方弱资质国企信用风险持续暴露，投资者择券时更为注重发行人信用基本面分析。

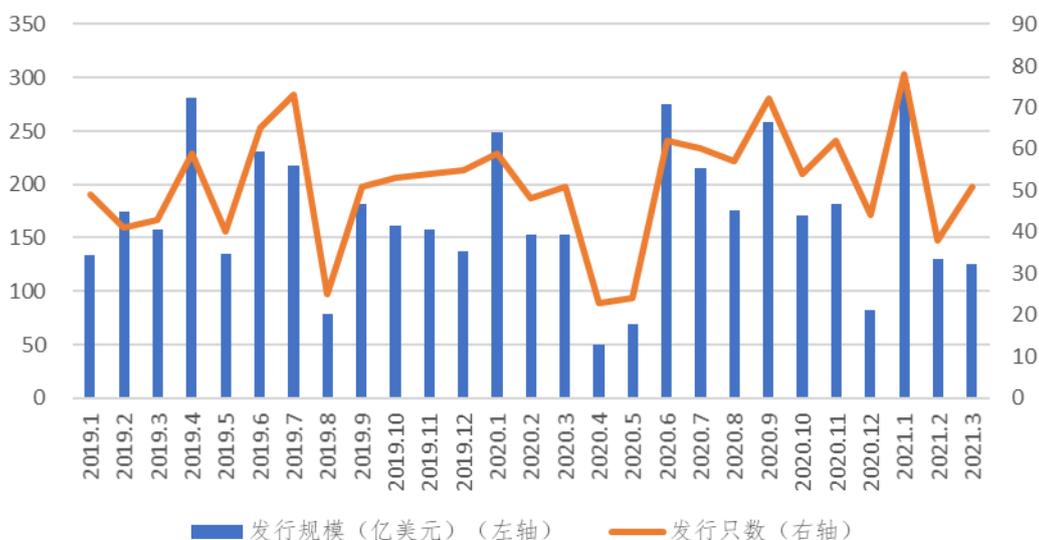
2021 年一季度中资美元债市场回顾

一级市场

受再融资需求支撑年初中资美元债发行回复，但受信用事件扰动 2 月及 3 月新发回落。2021 年一季度中资发行人共发行 167 只债券，发行金额约为 551.1 亿美元，发行金额同比轻微下降 0.6%，与去年同期基本持平。受永煤违约事件影响，2020 年末中资美元债新发行整体承压，部分发行人推迟其发债计划。随着投资者风险偏好逐渐恢复，加上年初的发债窗口期，2021 年一季度中资美元债净融资金额同比增加 29.5% 至 256.6 亿美元。

按月份看，房地产企业提前安排其再融资计划，1 月中资美元债新发行放量，共发行 78 只债券，发行金额约为 294.8 亿美元，创月度新高。由于农历新年假期缘故，加上受华夏幸福、重庆能投等信用事件影响，投资者避险情绪上升导致 2 月及 3 月新发行回落，发行金额分别为 130.7 亿美元及 125.7 亿美元，同比分别减少 14.8% 和 17.5%。

图 1：2019 年 1 月至 2021 年 3 月中资美元债发行情况

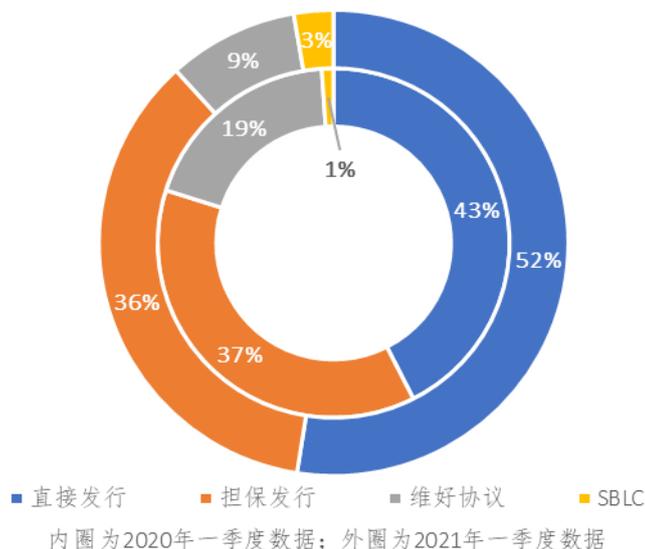


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

从发行结构来看，中资美元债仍以直接及担保发行为主，2021 年一季度新发行金额分别

为289.4亿美元及197.1亿美元，占新发行约52.5%及35.8%。在市场风险偏好波动的背景下，部分弱资质企业通过增信措施为债券的偿付提供保障。2021年一季度有15只债券通过SBLC发行，发行规模约15.1亿美元，其中以区县级城投发行人为主。另外，2021年一季度有49.6亿美元债通过维好协议发行，发行人以国银租赁、招银租赁及华融金融租赁等国企为主。但是，相较直接、担保及SBLC发行，维好协议具有明显的局限性，因此投资者在选择维好协议的债券时，需要更注重债券信用主体的信用质量、债券条款等细节。

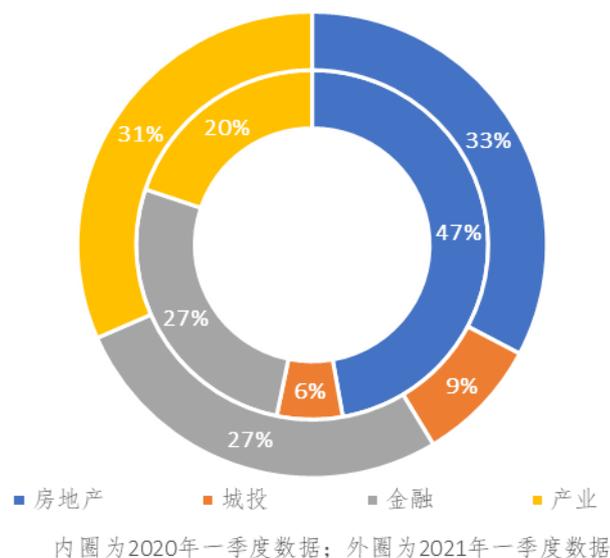
图 2：2020 及 2021 年一季度中资美元债发行结构分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

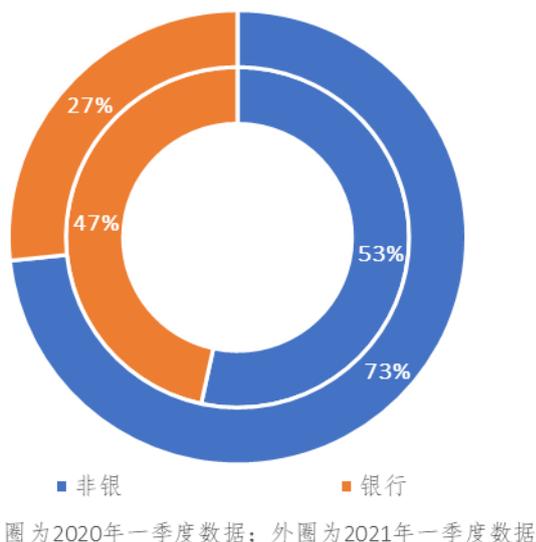
中资房地产美元债发行量下降，城投美元债发行量回升，发行净增主要由金融和产业板块贡献。按行业分类，房地产、城投、金融机构及产业类企业分别占2021年一季度新发行约32.7%、8.6%、27.1%及31.6%。其中，房地产美元债新发行金额为180.1亿美元，同比减少31.2%；净融资为67.9亿美元，同比减少45.9%。主要是因为房地产融资政策收紧，叠加华夏幸福违约事件影响，房地产美元债新发行有所收缩。城投美元债新发行金额为47.6亿美元，同比增长42.6%。城投美元债以首次发行人为主，14家新发行人共发行26.0亿美元，占城投美元债新发行量约54.5%。金融类及产业类板块持续扩容，2021年一季度发行金额分别为149.4亿美元及174.0亿美元；净融资额为80.5亿美元及95.5亿美元。其中，由于阿里巴巴在一季度发行美元债，非日常消费品发行金额同比增长292.5%至95.3亿美元。

图 3：2020 及 2021 年一季度中资美元债行业分布（按发行金额）



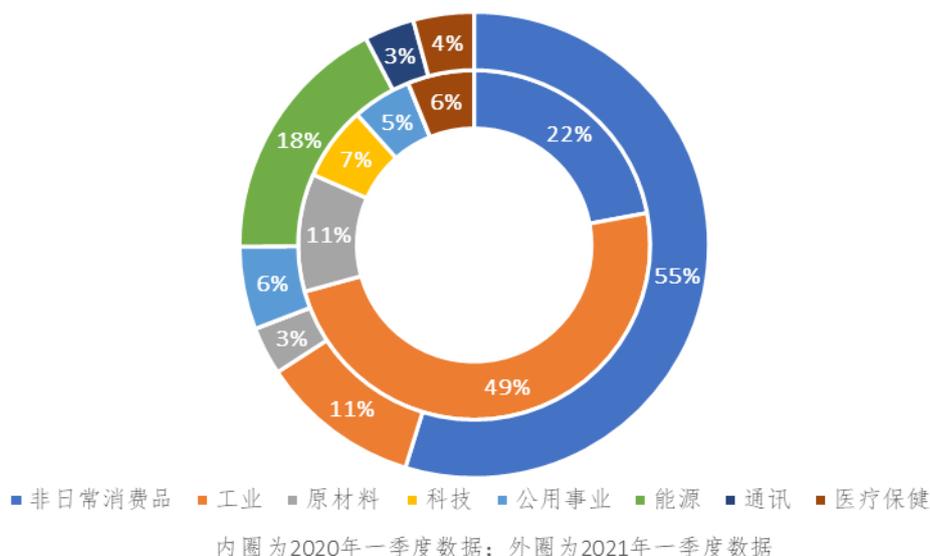
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图 4：2020 及 2021 年一季度中资金融机构美元债行业分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

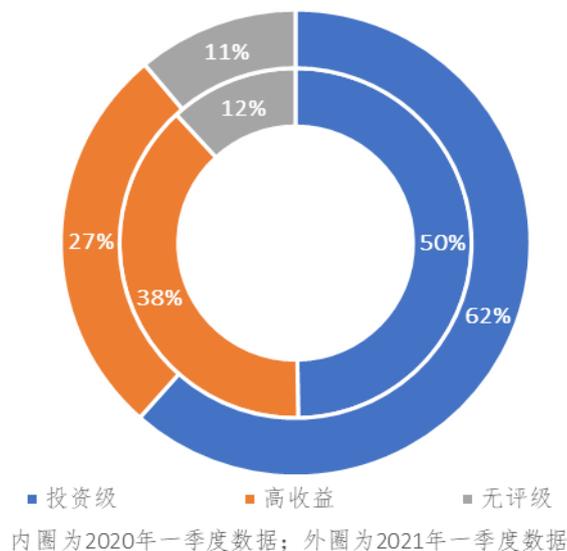
图 5：2020 及 2021 年一季度中资产业类美元债行业分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

投资级发行活跃，高收益发行减少。2021年一季度，中资美元债新发债主体共有118家，其中87家获得国际三大评级机构的境外评级¹。中资美元债新发行仍以投资级发行人为主，2021年一季度投资级发行人有48家，共发行339.5亿美元，同比增加23.1%，占新发行量约61.6%。美国长期国债收益率持续上升，对中长期美元债发行的影响较大，另外人民币升值边际趋缓，境外融资成本优势收窄。但整体来看，境外融资成本仍维持在相对较低水平，加上投资者偏好倾向谨慎吸引投资级企业发行境外美元债。2021年一季度高收益发行人有39家，新发行金额同比减少29.4%至150.3亿美元，占新发行量约27.3%。高收益级以房地产发行人为主（32家），受房地产境外融资政策限制，加上信用事件频发驱动市场避险情绪，房地产企业美元债再融资持续承压。

图 6：2020 年及 2021 年一季度中资美元债主体信用评级分布（按发行金额）

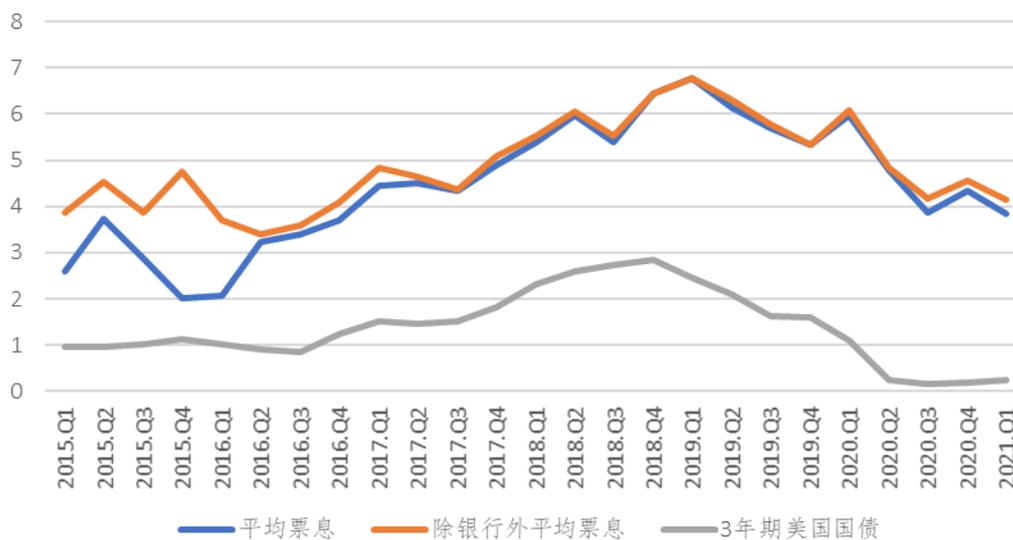


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

¹ 截至 2021 年 3 月 31 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

2021年一季度中资美元债发行票息呈下降趋势。受投资级发行人占比上升影响，中资美元债平均票息由2020年四季度的4.34%下降至2021年一季度的3.76%²。从行业来看，由于2021年一季度房地产美元债以弱资质的发行人为主，因此房地产美元债平均票息环比上升63个基点至8.91%。

图 7：2015 年一季度至 2021 年一季度中资美元债平均发行票息 (%)



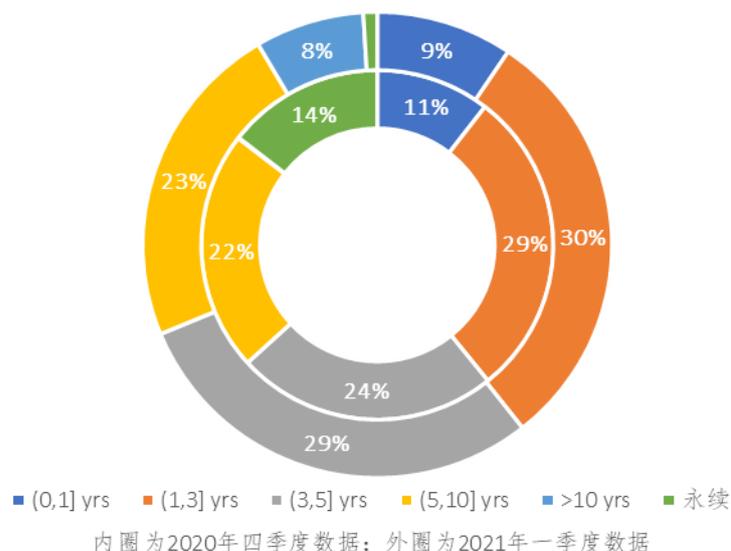
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

2021年一季度中资美元债发行期限仍以中长期为主，平均年限环比增加。2021年一季度，1到5年期限的中资美元债仍然为主要发行品种，发行金额326.8亿美元，占一季度新发行量的59.3%。另外，5年期以上美元债发行金额占比由2020年四季度22.3%上升至2021年一季度30.3%。虽然美国国债收益率曲线呈陡峭化，但长期收益率仍维持在历史较低水平，吸引企业发行长期债券以调整其债务结构。平均发行期限由2020年四季度的3.42年提升至2021年一季度的4.10年³。

² 统计口径为固定票面利率、没有回购及回售条款的债券

³ 统计口径不包括永续债券

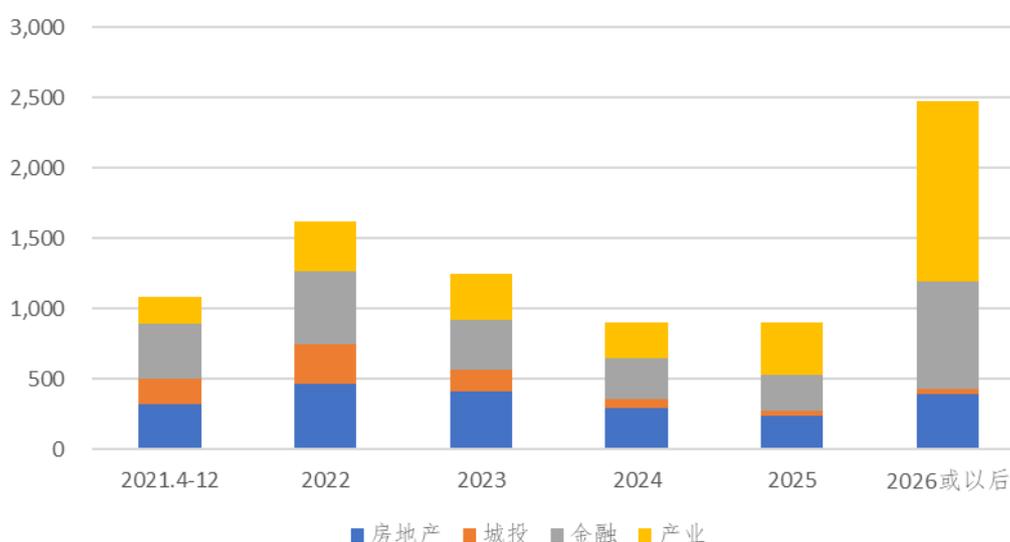
图 8：2020 年四季度及 2021 年一季度中资美元债发行期限分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

截至2021年3月31日，中资美元债存量总额为8,225.2亿美元。其中2021年后三季度、2022年及2023年的到期规模分别为1,082.4亿美元、1,621.2亿美元及1,249.8亿美元。按行业来看，未来两到三年为房地产美元债的到期高峰期，2021年后三季度、2022年及2023年的到期规模分别为315.6亿美元、461.3亿美元及407.8亿美元。城投美元债方面，约189.2亿美元存量债将于2021年后三季度到期，其中主要集中在三、四季度，分别有61.5亿美元及113.7亿美元；另外，2022年及2023年到期规模分别为约287.5亿美元及158.1亿美元。受房地产及城投境外债借新还旧政策的持续影响，预期行业未来净融资规模或有所缩减。

图 9：截至 2021 年 3 月末存量中资美元债到期分布（亿美元）

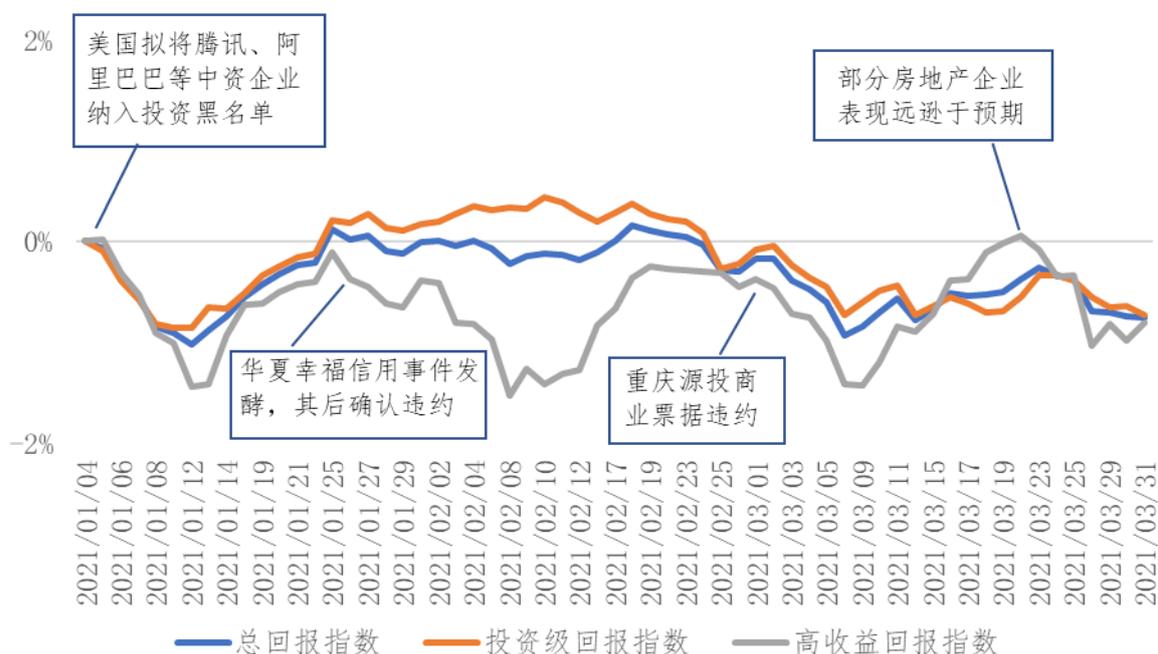


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

二级市场

信用事件频发加上美国国债收益率上行，中资美元债二级市场持续波动。2021年初，市场消息指美国拟将更多中资企业纳入投资黑名单，导致投资者提前出售部分中资企业的美元债。尽管随后市场价格有所收复，但华夏幸福及重庆能投等企业先后发生信用事件，市场避险情绪再度升温，引发二级市场格价再度下跌。同时，在新冠疫情及房地产市场调控的影响下，部分房地产企业的经营业绩逊于预期，导致其存量美元债遭到抛售。另一方面，随着美国经济复苏进程加快及通胀预期升温，投资者担忧美联储会提前加息，带动长端美国国债收益率飙升，风险资产普遍承压。截至2021年3月31日，中资美元债年初至今回报率⁴为-0.75%，其中投资级债券回报率为-0.73%，高收益债券回报率为-0.81%。

图 10：2021 年一季度 Markit iBoxx 中资美元债回报率走势

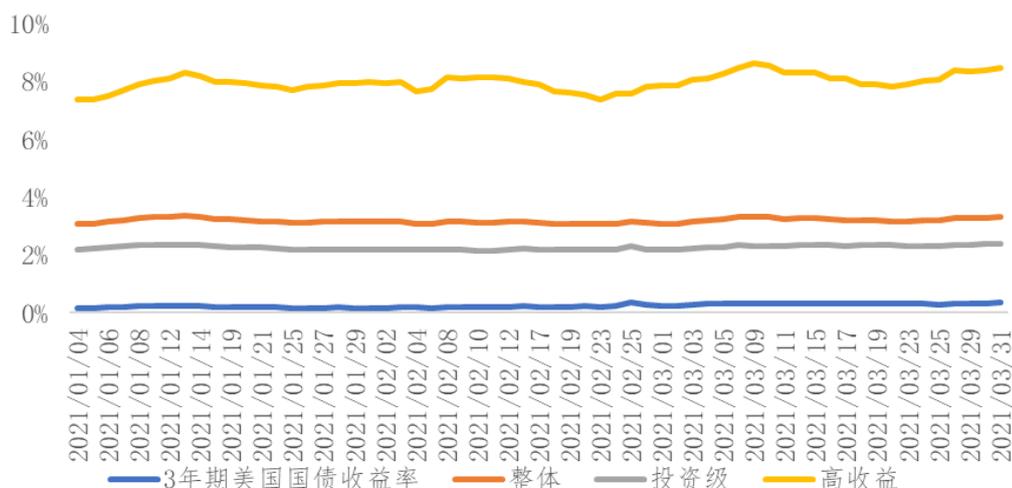


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

收益率方面，截至2021年3月31日中资美元债最差收益率为3.30%，较年初走阔24bp。其中高收益债券升幅较大，最差收益率较年初走阔109bp至8.43%，投资级债券最差收益率较年初走阔19bp至2.38%。

⁴ 回报率以2021年1月4日为基数计算

图 11: 2021 年一季度 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

房地产受行业政策和信用事件影响明显, 非金融板块投资级表现弱于高收益。按板块来看, 截至2021年3月31日, 房地产美元债券表现最差, 年初至今回报率为-1.26%, 其次是城投(-1.14%)、非金融(-1.03%)和金融(-0.59%)。房地产行业方面, 受华夏幸福违约事件影响, 投资者对高收益债券转趋谨慎, 1月房地产高收益指数表现最差, 回报率录得-1.29%。此外, 禹洲集团等房地产企业2020年业绩情况逊于市场预期, 导致3月房地产板块走弱。重庆能投公告银行承兑汇票和信用证违约, 加上受云投集团遭撤销评级及广西金投负面消息等因素影响, 投资者忧虑弱资质国企能否持续获得政府支持, 避险情绪传导至城投板块, 导致3月城投美元债指数大幅下滑。另一方面, 随着经济活动逐步恢复, 能源、原材料等周期性行业的风险有所缓解, 2020年表现承压的高收益非金融板块有所反弹。

表 1: 2021 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	-0.82%	-0.15%	-0.67%	-1.26%
- 投资级 TRI	0.46%	-0.02%	-0.61%	-0.02%
- 高收益 TRI	-1.29%	-0.19%	-0.69%	-1.71%
金融 TRI	-0.14%	-0.17%	-0.54%	-0.59%
- 投资级 TRI	0.39%	-0.22%	-0.57%	-0.24%
- 高收益 TRI	-0.81%	-0.10%	-0.49%	-1.03%
非金融 TRI	-0.09%	-0.51%	-0.64%	-1.03%
- 投资级 TRI	-0.17%	-0.57%	-0.70%	-1.22%
- 高收益 TRI	0.93%	0.30%	0.25%	1.53%
城投 TRI	0.44%	-0.17%	-1.50%	-1.14%
- 投资级 TRI	0.47%	-0.13%	-1.57%	-1.17%
- 高收益 TRI	0.36%	-0.30%	-1.25%	-1.06%

数据来源: 彭博, 中诚信亚太整理

评级调整与信用事件

中资发行人信用资质持续分化，其中房地产企业最为明显。2021年第一季度国际三大评级机构对49家中资发行人采取了评级行动，其中对33家采取正面行动，22家采取负面行动⁵。按行业分布来看，评级行动主要集中在房地产行业，分别有11家发行人获正面调整以及5家发行人遭负面调整。由于房地产行业集中度提高，龙头企业的竞争优势更为明显；加上“三道红线”融资新规的出台推动发行人加快降杠杆进程，其运营及财务状况有所改善，因此评级机构对多家发行人采取正面评级行动。同时，由于部分房企过往采取激进的投资策略，在监管趋紧及新冠疫情的冲击下，其运营状况、盈利能力及流动性明显承压，甚至出现违约事件，行业内信用分化加剧。另外，境外评级机构对4家能源行业发行人（如中海油、中石化等）先列入负面观察名单，其后再被移出，主要是因为在能源转型、价格波动及盈利能力减弱的背景下，行业风险上升为石油及天然气生产商的业务带来潜在的风险。

图 12：2021 年一季度境外评级行动家数（按行业分布）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

弱资质企业的信用风险持续暴露。根据彭博资料，2021年一季度境外债券市场有4家中资企业违约，违约金额约32.4亿美元，较2020年一季度的13.6亿美元大幅上升。当季有3家新增违约主体，其中新华联控股及华夏幸福均涉及房地产业务，协鑫新能源主要从事光伏电力行业。虽然违约主体的行业有所差异，但其违约原因呈现一定的共通性。这些企业在发展初期均采用高杠杆的发展策略，加上部分企业的内部管治能力较弱，在行业政策趋紧的背景下其经营状况承压，现金回款滞后，融资渠道受阻，最终资金链断裂导致债务违约。

⁵ 分别对6家发行人先后采取了正面及负面评级行动

表 2：2021 年一季度中资发行人境外市场违约及信用事件

企业简称	违约事件
新华联控股	根据彭博消息，新华联控股有限公司（“新华联控股”）无法偿还 1 月 4 日到期的约 2.1 亿美元债券，构成实质性违约。
紫光集团	1 月 29 日，紫光集团有限公司（“紫光集团”）公告称无法偿还共 20 亿美元境外债券的票息，构成实质性违约。
协鑫新能源	2 月 1 日，协鑫新能源控股有限公司（“协鑫新能源”）公告称无法偿还 1 月 30 日到期的 5 亿美元票据，构成实质性违约。
华夏幸福	2 月 26 日，华夏幸福基业股份有限公司（“华夏幸福”）公告称未能偿付于 2021 年 2 月 28 日到期的 5.3 亿美元离岸债务。
企业简称	信用事件
海航集团	1 月 29 日，海航集团有限公司（“海航集团”）及其多家子公司因无法清偿到期债务，分别被债权人向海南省高级人民法院提出重整的申请，海航集团面临因重整失败而被宣告破产的风险。截至 3 月 31 日，海航集团及其参股子公司海南航空控股股份有限公司共有 2 只存量美元债，合计约 2.41 亿美元，分别于 2021 年 10 月 5 日及 10 月 29 日到期。
重庆能源	3 月 1 日，重庆市能源投资集团（“重庆能源”）向债委会报送称，无法归还其 3 月 1 日到期的平安银行银行承兑汇票 6.85 亿元、浙商银行信用证 2.3 亿元，已形成违约。截至 3 月 31 日，重庆能源拥有一只存量美元债，债券余额 5 亿美元，票息 5.625%，将于 2022 年 3 月 18 日到期。

数据来源：公开信息，中诚信亚太整理

展望

随着疫苗接种的推进，虽然部分地区疫情有所反复，全球经济活动逐步复苏仍是大概率事件。随着通胀压力有所增加，美国长期国债收益率或将进一步上升，境外融资成本优势收窄。另一方面，受投资者风险偏好影响，中资美元债一、二级市场或将持续波动，在国内货币政策回归常态化的背景下，中资发行人信用风险继续释放。考虑到新增净融资和再融资需求将支撑中资美元债的新发行量，预计 2021 年全年发行规模将与 2020 年相若。房地产市场调控趋严常态化，房企发行人信用资质分化加剧。在销售增速放缓、盈利空间收窄、融资渠道紧缩的背景下，部分前期投资激进及内部管控较差的房地产企业面临更大的流动性风险和再融资压力。同时，国有企业信用事件频发对市场信心造成严重冲击，投资者对部分财政实力较差、债务压力较大的区域或将更为谨慎，对当地发行人的再融资形成挑战。

4 月初，中国华融公告延迟刊发其 2020 年度业绩，投资者担忧其偿债能力下滑，避险情绪蔓延导致中资美元债一、二级市场表现承压。尽管随后市场情绪有所恢复，但中国华融的债务偿付仍存在不确定性，需要关注事件后续发展及对市场的影响。

版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“中诚信”）和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信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。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



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) 6642 8877
传真：(8610) 6642 6100
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) 6642 8877
Fax: (8610) 6642 6100
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



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19楼1904-1909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 1904-1909, 19/F, Jardine House,
1 Connaught Place, Central, Hong Kong
Tel: (852) 2860 7111
Fax: (852) 2868 0656
Website: <http://www.ccxap.com>