

中资美元债市场报告

作者

文信彦 852-28607126
charles_man@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

2022 年 1 月 27 日

2021 年中资美元债市场回顾

- 境外融资环境收紧，市场风险事件频发，2021 年中资美元债经历剧烈动荡，全年新发行量较 2020 年下跌，净融资额大幅下降。2021 年新发行美元债以小额发行为主，全年中资发行人合共发行了 693 只美元债，同比上升 12.5%，而发行金额为 1,879.1 亿美元，同比下跌 7.6%。同期，净融资额为 317.4 亿美元，同比大幅下跌 53.4%。2022 年是中资美元债到期高峰，到期规模达 1,672.0 亿美元，其中房地产和城投分别为 490.1 亿美元和 319.9 亿美元。
- 中资房地产美元债新发行大幅下跌，房地产净融资额为负，金融和产业类新发行相继下跌，而城投新发行增幅明显。按行业分类，房地产、城投、金融机构及产业类企业分别占 2021 年新发行量约 23.7%、16.4%、29.8% 及 30.1%。
- 市场投资趋谨慎，投资级发行占比增加，高收益发行大幅收缩。2021 年，156 家投资级发行人共发行 1,163.4 亿美元，同比减少 7.0%，占总发行规模约 61.9%。另一方面，2021 年 78 家高收益级发行人共发行 397.7 亿美元，同比下降 24.2%，占新发行规模约 21.2%。
- 中资美元债平均票息由 2021 年第一季度的 3.86% 下降至 2021 年第四季度的 3.12%，由 2020 年全年的 4.69% 降至 2021 年全年的 3.51%；平均发行期限从 2020 年的 3.86 年下降至 2021 年的 3.35 年。
- 房地产及金融行业受政策和信用事件影响表现欠佳，城投板块表现较优。截至 2021 年 12 月 31 日，中资美元债年初至今回报率为 -5.88%，其中投资级债券回报率为 0.36%，高收益债券回报率为 -21.46%。按板块来看，房地产美元债券表现最差，年初至今回报率为 -27.72%，

评级调整与信用事件

- 中资发行人信用分化，房地产发行人评级遭密集下调。2021 年，国际三大评级机构对 212 家中资发行人采取了评级行动，其中包括 330 次负面评级行动及 160 次正面评级行动。主要集中在第四季度，国际三大评级机构对 84 家中资发行人采取了评级行动，其中包括 117 次负面评级行动及 31 次正面评级行动。
- 弱资质企业的信用风险持续暴露。根据彭博资料，有 22 家中资发行人境外债违约，新增违约主体有 20 家，违约金额 135.9 亿美元，其中第四季度违约规模 68.8 亿美元。

展望

- 在通胀压力下美联储货币政策收紧的可能性增加，美国国债长期收益率或将波动上行。在美元流动性边际收紧和信用风险进一步演化的背景下，高收益新发行持续承压，预计 2022 年第一季度一级市场或将持续波动。二级市场方面，在国内融资政策释放较积极的信号下，预计以房地产为主的高收益债券会迎来阶段性修复，高收益债券回报率或会呈现短暂上行，但面对市场负面情绪持续高涨，高收益债券仍具下行风险。
- 随着房地产行业调控趋严常态化，基本面较差的房地产企业将逐步淘汰，未来或有更多弱资质房地产企业因流动性问题而违约，行业集中度将会进一步提升。预计融资环境难以有大幅改善，2022 年行业净融资或会进一步触碰低点。在融资监管趋紧及投资者信心未恢复背景下，城投债区域分化或将更加明显。需关注城投企业评级缺失问题，及 15 号文导致城投发行人融资受限、偿债承压背景下的非标违约及担保风险蔓延。

引言

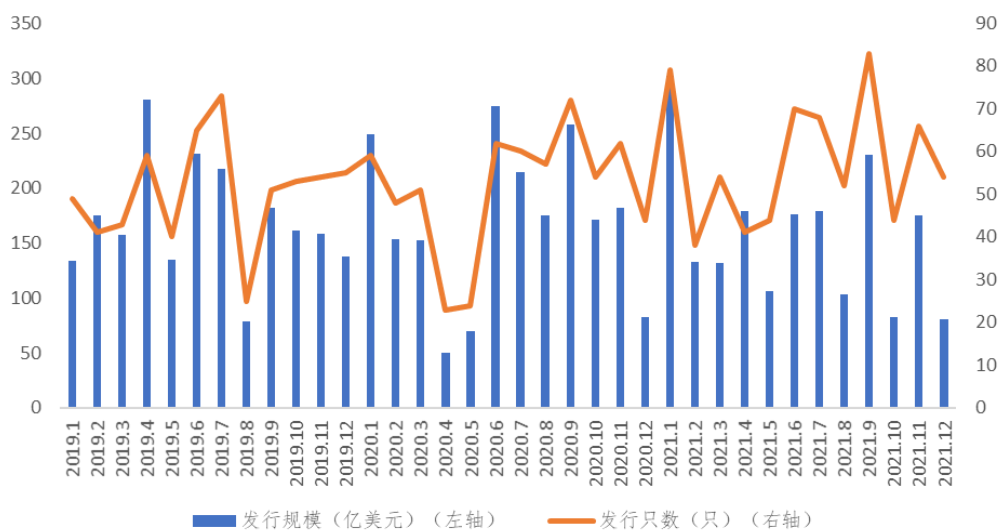
2021年虽然新冠疫情反复，随着各国政府开始放宽限制措施，全球经济活动逐步回归常态化。随着国内经济复苏叠加通胀预期升温，美联储的货币政策态度开始转向鹰派，对于购债缩减计划定出明确时间表并释放强烈加息信号，同时大幅调升了2021年和2022年通胀预期，美国国债长期收益率波动上行。整体来看，信用事件主导了全年中资美元债市场波动，上半年中国华融的舆情发酵对投资级板块造成扰动，下半年房地产信用风险事件集中爆发对高收益板块打击显著，一级市场发行尤其房企的融资渠道严重受阻，二级市场价格受房地产连续违约影响持续承压。投资者悲观情绪自第三季度以来逐步推高，第四季度多家房地产企业陆续违约，严重打击了投资者对于发行人偿债意愿的信心，以房地产为主的高收益美元债大幅受挫。同时，由于境内城投政策呈现边际收紧，城投发行人转向海外市场进行融资，城投美元债新发行大幅增加，同时银行备用信用证模式快速兴起，为境外债提供额外增信。另一方面，城投债区域分化明显，市场对于非标占比高的弱资质区域呈规避态度，导致其面临较大的再融资压力。2021年中资美元债发行规模为1,879.1亿美元，发行规模同比有所收缩，加上2021年的到期规模庞大，截至2021年末存量规模同比略增至8,141.9亿美元。

2021年中资美元债市场回顾

一级市场

境外融资环境收紧，市场风险事件频发，2021年中资美元债经历剧烈动荡，全年新发行量较2020年下跌，净融资额大幅下降。2021年全年发行节奏受投资者情绪及发行人结构变化影响呈波动态势。由于2021年是中资企业的偿债高峰期，庞大的再融资需求支撑2021年的发行规模。2021年新发行美元债以小额发行为主，全年中资发行人合共发行了693只美元债，同比上升12.5%，而发行金额为1,879.1亿美元，同比下跌7.6%。同期，净融资额为317.4亿美元，同比大幅下跌53.4%。因为2020年末永煤事件影响，部分发行人推迟发债计划到2021年初，加上考虑到美元债务到期高峰，在借新还旧的模式下，发行人尤其是房企抓住年初发行窗口，1月新发行火热，其中房企发行占比为43.8%。其后受到中国华融、重庆能投及华夏幸福等信用事件影响，2-5月新发行相对平淡。6月有所回升主要系招银国际和华泰国际等金融机构集中发行。之后信用事件持续发酵，虽然中资美元债7月新发行量与6月基本相当，但市场情绪开始转弱，叠加监管明确释放房地产调控收紧信号，导致8月新发行量下跌，尤其高收益房地产美元债受挫；新发行量在9月有所回升，主要受金融板块推动，其中包括中国工商银行大规模发行约62亿美元债，部分房地产企业亦把握发行窗口进行再融资。10-12月为违约密集高发期，随着中国恒大、花样年、新力控股、当代置业、中国奥园、佳兆业及福建阳光城等出现实质性违约，加上多间弱资质房企信用风险暴露，地产第四季度发行大幅下跌，中资美元债市场整体投资情绪低迷，第四季度整体新发行严重受阻，10月和12月新发行规模更屡创新低。

图 1：2019 年至 2021 年中资美元债发行情况



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

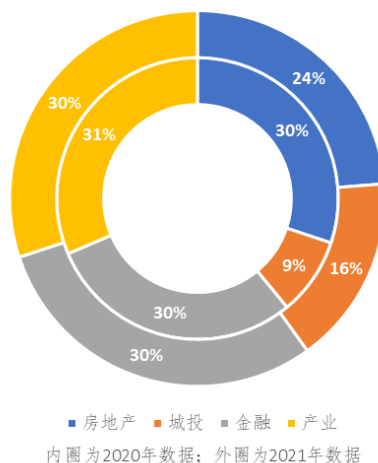
中资房地产美元债新发行大幅下跌，房地产净融资额为负，金融和产业类新发行相继下跌，而城投新发行增幅明显。按行业分类，房地产、城投、金融机构及产业类企业分别占 2021 年新发行量约 23.7%、16.4%、29.8% 及 30.1%。2021 年中资美元债市场表现动荡，按行业来看，金融机构包括银行、券商等信用资质普遍较好，受市场波动影响较少，美元债发行规模为 560.2 亿美元，同比轻微下跌 6.8%。产业类美元债新发行同比减少 11.6% 至 564.8 亿美元，虽然上半年受阿里巴巴及美团等大型科技企业推动下新发行明显增加，但规模自第三季度开始缩减，其中第四季度新发行降幅明显。

2021 年多间房地产企业信用风险暴露，尤其第四季度违约事件频发，投资者对于房地产发行人的信用风险担忧情绪达到顶点，加上行业监管政策及融资环境趋严，房地产企业在严峻的经营和融资环境下，境外再融资渠道严重受阻。以高收益发行人为主的房地产板块新发行规模大幅缩减，其中 10-12 月跌幅甚为明显。全年房地产新发行 446.3 亿美元，同比下跌 27.1%。其中高收益房地产企业明显承压，49 家高收益发行人共发行 296.2 亿美元，同比大幅下跌 61.9%。除此之外，由于房地产美元债的到期规模庞大，而趋严的政策下其债务增量受到严重限制，导致融资额与到期债务存在较大缺口，房地产行业的净融资额由 2020 年的 203.0 亿美元大幅降至 2021 年的 -76.6 亿美元，自 2011 年首次出现年度净融资为负的情况。预计短期内房地产行业仍处于寒冬阶段，弱资质房地产企业难以走出经营困境，加上投资者情绪未能平复，房地产企业重建市场信心仍有一定难度。虽然截至目前国内融资政策释放较积极的信号，但主要为结构化宽松，弱资质房地产融资仍然受阻，预计融资环境不会有明显改善，2022 年行业净融资或会进一步触碰低点。

反之，2021 年城投美元债受市场欢迎，城投企业新发行活跃。年初以来城投监管政策边际收紧，境内监管机构加强了对城投企业境内债券发行额度和资金用途的管理，因此信用资质较好的城投发行人寻求境外美元债发行机会以拓宽融资渠道，境内外城投债存在一定的替代效应。2021 年，共 153 家城投企业发行美元债，规模同比增长 69.6% 至 307.8 亿美元，其中所处地区以浙江和江苏为主，分别发行 68.5 和 52.4 亿美元。此外，77 家城投企业首次发行共 105.9 美元债，占城投美元债发行规模的 34.4%。按行政层级分类，城投发行人

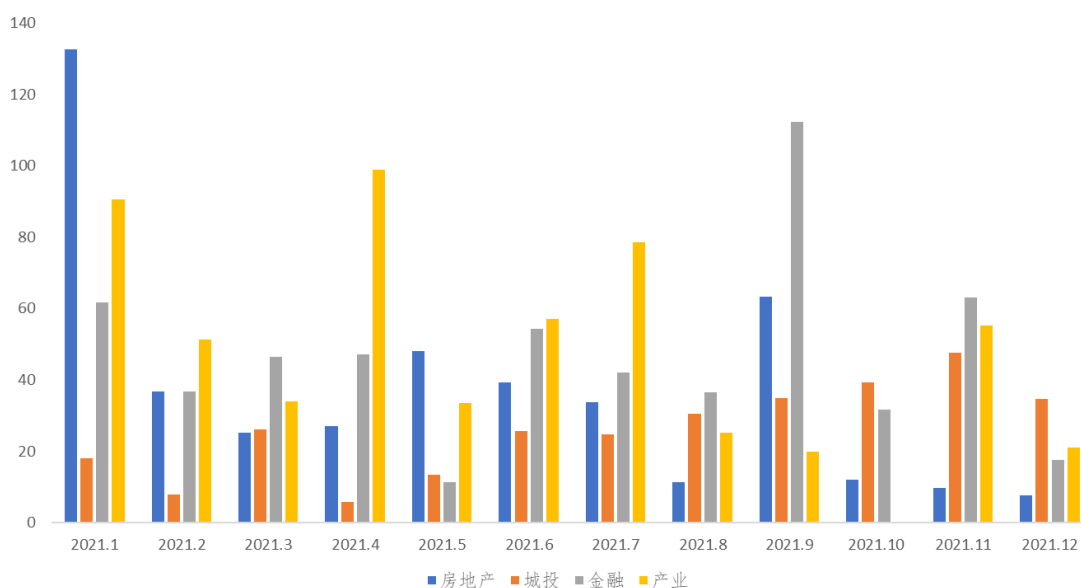
区域较2020年继续下沉，省级城投数量减少，以地市及区县级为主，发行金额分别占2021年城投总发行的50.3%及45.8%。

图 2：2020 及 2021 年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 3：2021 年中资美元债行业板块发行金额（亿美元）

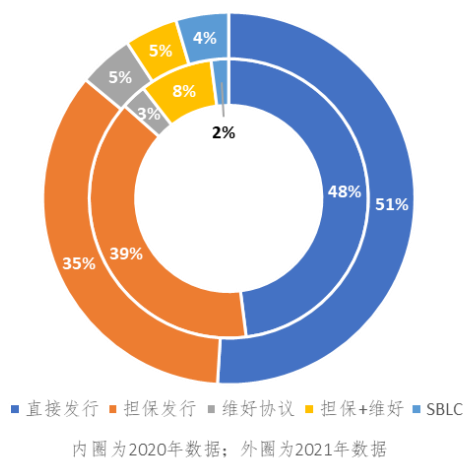


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

从发行结构来看，发行方式以直接及担保发行为主，2021年新发行金额分别为957.8亿美元及658.4亿美元，占新发行量的51.0%及35.0%。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境外债券的偿付提供保障，而SBLC近期也成为城投美元债主要发行模式，其中以地市及区县级城投发行人为主。2021年共有93只债券通过SBLC发行，新发行规模约86.2亿美元，同比大幅增加107.2%，其中江苏银行及上海银行为主要备证行，分别为18及13只新发行美元债提供银行备用信用证，备证机构的有效保障亦得到市场充分的肯定。此外，由于风险事件频发，投资者更注重保障程度，而维好协议违约确权难的局限性导致其在市场受欢迎程度下跌，2021年有176.6亿美元债通过维好协议发行，同比

下降23.8%。

图 4：2020 及 2021 年中资美元债发行结构分布（按发行金额）

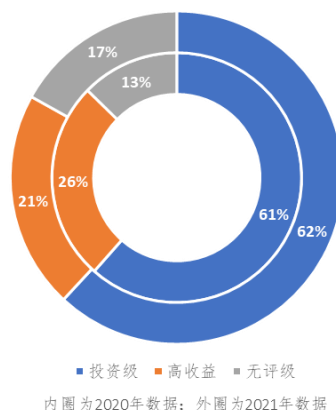


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

市场投资趋谨慎，投资级发行占比增加，高收益发行大幅收缩。2021年共有387家中资企业发行美元债，其中234家主体取得国际三大评级机构的境外评级¹。2021年境外市场波动较大，发行主体信用分化情况严重，而投资者偏好倾向谨慎，投资级发行人较具发行优势，占比有所提升。2021年，156家投资级发行人共发行1,163.4亿美元，同比减少7.0%，占总发行规模约61.9%。另一方面，2021年78家高收益级发行人共发行397.7亿美元，同比下降24.2%，占新发行规模约21.2%。中资美元债高收益板块以房地产发行人为主，而境外融资环境收紧，叠加房企自身运营问题，房地产发行人信用评级普遍被下调，使其境外融资更加困难，加上投资者避险情绪高涨，高收益美元债全年总发行量处于低位。除此之外，2021年153家中资美元债发行人没有在国际三大评级机构取得公开级别，其中以城投为主有92家，超过城投总发行家数的60%。城投发行人更多透过银行备用信用证发行美元债，无评级发行家数大幅增加，或会导致投资者在辨析发行主体资质上更为模糊，未来需持续关注城投企业评级缺失问题。

¹ 截至2021年12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

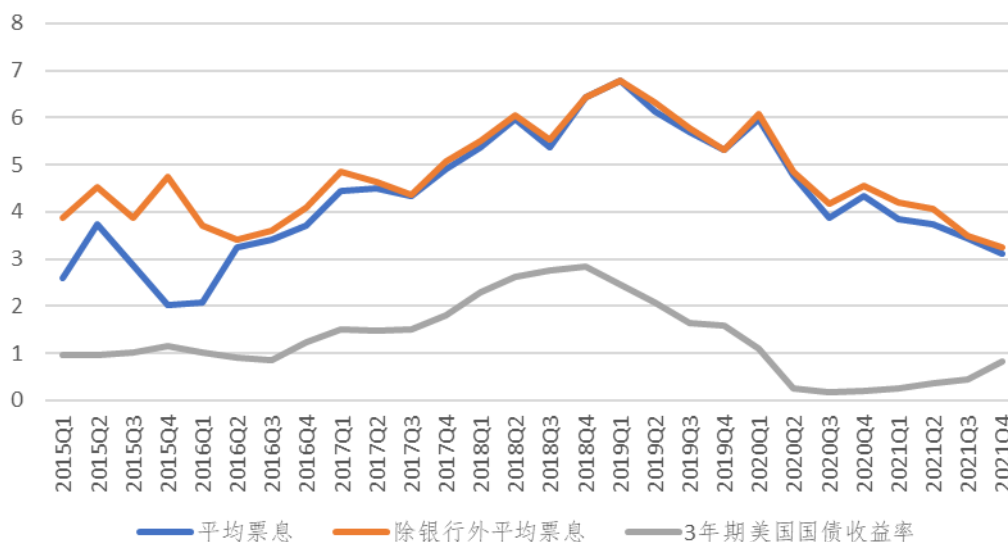
图5：2020年及2021年中资美元债主体信用评级分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

2021年高收益房地产发行人减少，中资美元债发行票息下行。2021年，美联储低息政策持续，美国国债收益率虽然有所态势，但仍处于较低水平。同期，中资美元债市场波动较大，高收益债券发行受阻，中资美元债平均票息²由2021年第一季度的3.86%下降至2021年第四季度的3.12%。全年来看，中资美元债的平均票息有所下降，由2020年全年的4.69%降至2021年全年的3.51%。从行业来看，房地产行业负面舆情遍布下，融资难度大幅提升导致发债成本增加，2021年第四季度房地产美元债平均票息为10.26%，环比上升115个基点，同比上升198个基点；大部分城投发行人信用资质较好，弱资质城投则普遍采用SBLC，挂钩备证行的级别，成本优势比较明显，第四季度城投债券新发行明显增加，带动平均票息环比下跌15个基点至3.04%，同比下跌77基点。整体来看，高收益房地产发行规模减少，而城投美元债占比持续增加，最终导致中资美元债发行票息下行。

图6：2015年至2021年中资美元债平均发行票息（%）

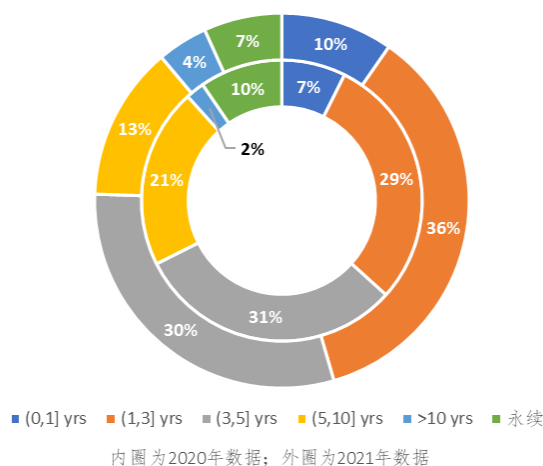


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

² 统计口径为固定票面利率、没有回购及回售条款的债券

中资美元债发行期限以中短期为主，平均发行期限有所缩短。中资美元债平均发行期限³从2020年的3.86年下降至2021年的3.35年。2021年，短期至中期期限中资美元债仍为主要发行品种，期限少于5年的债券发行金额为1,419.7亿美元，占2021年新发行量的75.6%。其中少于1年的超短期债券同比增加21.6%至182.1亿，1到3年的中资美元债亦较去年有所增加，新发行281只共673.2亿美元，同比增加12.8%。3到5年内到期美元债同比下跌10.1%至564.4亿美元。5至10年内到期美元债，发行只数为45只，发行金额250.3亿美元，同比下降40.6%，占总发行量13.3%。10年期以上的中资美元债新发8只共82.0亿美元，同比增加87.2%，占总发行量的4.4%。

图7：2020及2021年中资美元债发行期限分布（按发行金额）

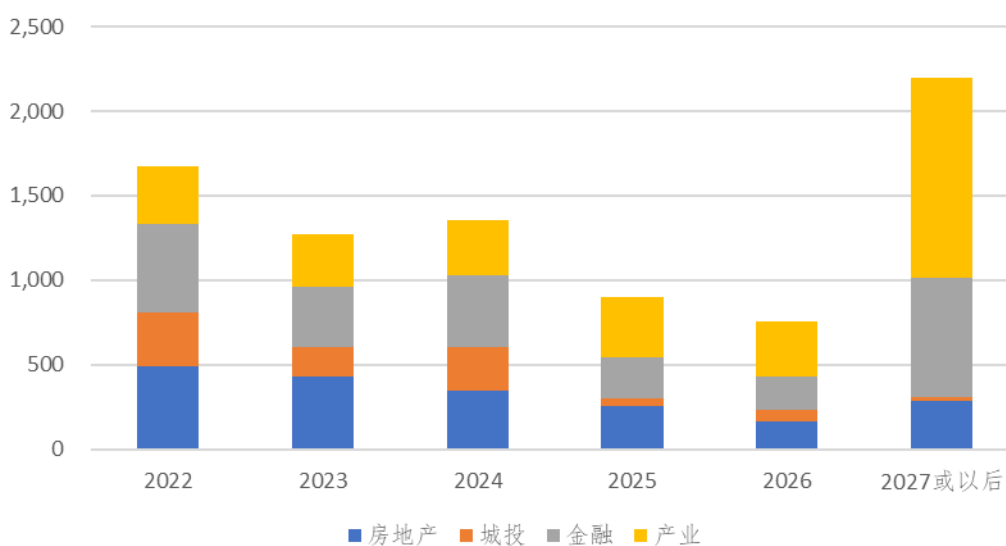


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

截至2021年12月31日，中资美元债存量总额为8,141.9亿美元，其中2022年、2023年及2024年的到期规模分别为1,672.0亿美元、1,271.5亿美元及1,352.6亿美元。另外，在2022年可回售的债券有38只，金额达48.3亿美元，其中房地产美元债占44.2%。按行业来看，未来两到三年为房地产美元债的到期高峰期，中资房地产企业将持续面临再融资压力，2022年及2023年的到期规模分别为490.1亿美元和431.0亿美元。城投美元债方面，存量债2022年及2023年到期规模分别为319.9亿美元及169.9亿美元，2022年是到期高峰，其中江苏省占2022年总到期规模的22.5%。房地产板块受境外债借新还旧政策及再融资环境持续收紧的影响，行业融资金额和到期债务预期在未来一段时间持续存在缺口，房地产板块重建投资者信心仍有一定难度，未来行业净融资可能会进一步触碰低点。

³ 统计口径不包括永续债券

图 8：截至 2021 年 12 月 31 日存量中资美元债到期分布（亿美元）



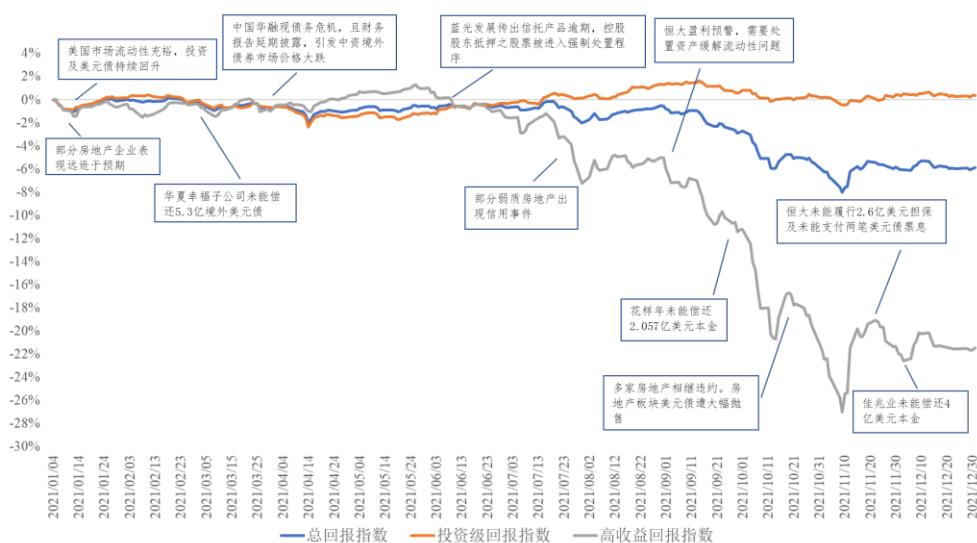
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

二级市场

房地产发行人信用事件频发，导致高收益房地产板块价格承压。中资美元债二级市场持续波动，投资级优于高收益表现。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，引发二级市场价格再度下跌。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。4月，中国华融现债务危机，且财务报告延期披露，引发中资境外债券市场价格暴跌。受惠于充裕的流动性，投资者情绪反弹，部分超卖债券回升，市场估值有所修复。然而，5月底6月初，中国恒大传出商票逾期等信用舆情，导致高收益房地产板块价格承压。8月底以来，恒大事件持续发酵，同时新力控股、花样年、当代置业等多家房地产公司面临债务违约，令中国房地产业的债务违约风险急剧增加，高收益房地产板块回报率持续下挫，投资者的恐慌抛售令价格大幅下跌，回报率录得全年新低。11月，随着市场房地产企业信用事件扰动逐步弱化，加上阳光城的延期方案被境外投资者接纳，中资房地产板块超跌反弹，二级市场价格持续调整，但房地产违约风波使市场的情绪始终不稳定。12月，人民银行和银保监会联合声明鼓励房地产企业并购出险房地产企业的项目，并希望鼓励金融机构提供兼并收购金融服务，行业利好消息导致高收益回报率轻微回升。截至2021年12月31日，中资美元债年初至今回报率⁴为-5.88%，其中投资级债券回报率为0.36%，高收益债券回报率为-21.46%。

⁴ 回报率以 2021 年 1 月 4 日为基数计算

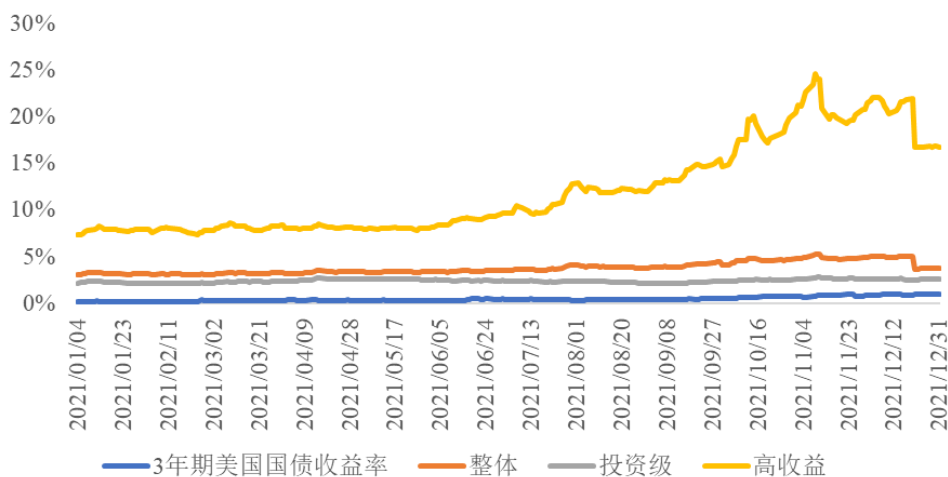
图 9：2021 年 Markit iBoxx 中资美元债回报率走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

投资级和高收益的利差较年初扩大，高收益级别的收益率在 11 月创历史新高。收益率方面，截至 2021 年 12 月 31 日中资美元债最差收益率为 3.73%，较年初走阔 67bp。其中高收益债券升幅较大，最差收益率较年初大幅走阔 941bp 至 16.76%，投资级债券最差收益率较年初走阔 36bp 至 2.55%。从历史数据看，高收益级别的债券收益率高于 2020 年 3 月份最高点 14.10%，超越“美元荒”所引发美元债抛售潮的水平。

图 10：2021 年 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

房地产及金融行业受政策及信用事件影响表现欠佳，城投板块表现较优。按板块来看，截至 2021 年 12 月 31 日，房地产美元债券表现最差，年初至今回报率为 -27.72%，其次是金融（-10.34%），城投及非金融回报率则分别为 3.19% 和 1.34%。房地产行业方面，受华夏幸福违约事件影响，第一季度整体房地产板块走弱；随后，部分房地产企业负面舆情持续发酵，房地产高收益指数表现继续下探，第二季度回报率录得 -2.55%；第三季中国恒大未能

偿付多笔美元债利息，同时多家房地产公司面临债务违约，中国房地产业的债务违约风险加剧；第四季多家房地产企业实际性违约，市场对企业提出的置换方案意见不一，加上数家企业构成交叉性违约，房地产高收益指数表现下挫。城投板块方面，投资者对境内外城投债呈现的强劲联动有一定的信心，城投企业能利用时间换取空间化解债务，短期债务有一定的信用保障，加上弱资质地区有望得到政府的支持，投资者对于城投美元债的信心增加，全年城投美元债回报率录得3.19%，有稳定上升的势头。金融板块方面，避险情绪依然不稳定，因房地产违约风波令投资者对高收益债券失去信心，直接影响高回报金融债券，拖累整个行业板块表现，回报率录得-10.34%。另一方面，随着全球经济活动逐步恢复，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，2021年度美元债回报率录得1.34%。

表 1：2021 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	一季度	二季度	三季度	四季度	全年度
房地产 TRI	-1.26%	-1.54%	-12.08%	-15.80%	-27.72%
- 投资级 TRI	-0.02%	0.96%	-1.15%	-4.87%	-4.89%
- 高收益 TRI	-1.71%	-2.55%	-16.69%	-21.90%	-37.36%
金融 TRI	-0.59%	-1.34%	-3.53%	-5.35%	-10.34%
- 投资级 TRI	-0.24%	-1.33%	1.88%	-0.69%	-0.45%
- 高收益 TRI	-1.03%	-1.38%	-10.92%	-13.05%	-24.16%
非金融 TRI	-1.03%	1.97%	0.14%	-0.14%	1.34%
- 投资级 TRI	-1.22%	1.97%	0.16%	-0.16%	1.17%
- 高收益 TRI	1.53%	2.00%	-0.22%	0.14%	3.84%
城投 TRI	-1.14%	2.04%	1.95%	0.36%	3.19%
- 投资级 TRI	-1.17%	1.47%	1.21%	0.14%	1.60%
- 高收益 TRI	-1.06%	3.85%	4.01%	1.00%	7.96%

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

表 2：截至 2021 年末房地产收益率变化情况（按评级区间）

评级区间	当前收益率 (%)	1 个月变动 (bp)	3 个月变动 (bp)	年初至今变动 (bp)
整体	25.42	147.10	758.10	837.30
- A+ to A-	2.13	19.30	37.90	36.60
- BBB+ to BBB-	3.49	6.40	72.00	71.10
- BB+ to BB-	10.74	-11.90	316.90	236.60
- B+ to B-	46.46	443.40	2.1M	2.4M
- CC+ to CC-	489.81	5.9M	35.3M	35.4M
- C+ to C-	160.78	3.1M	8.6M	8.9M
- N.A.	122.63	1.0M	4.0M	4.5M

注：根据综合彭博债券 CBBT 报价，使用彭博综合评级取中位数，收益率变动的 M 代表 1000

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

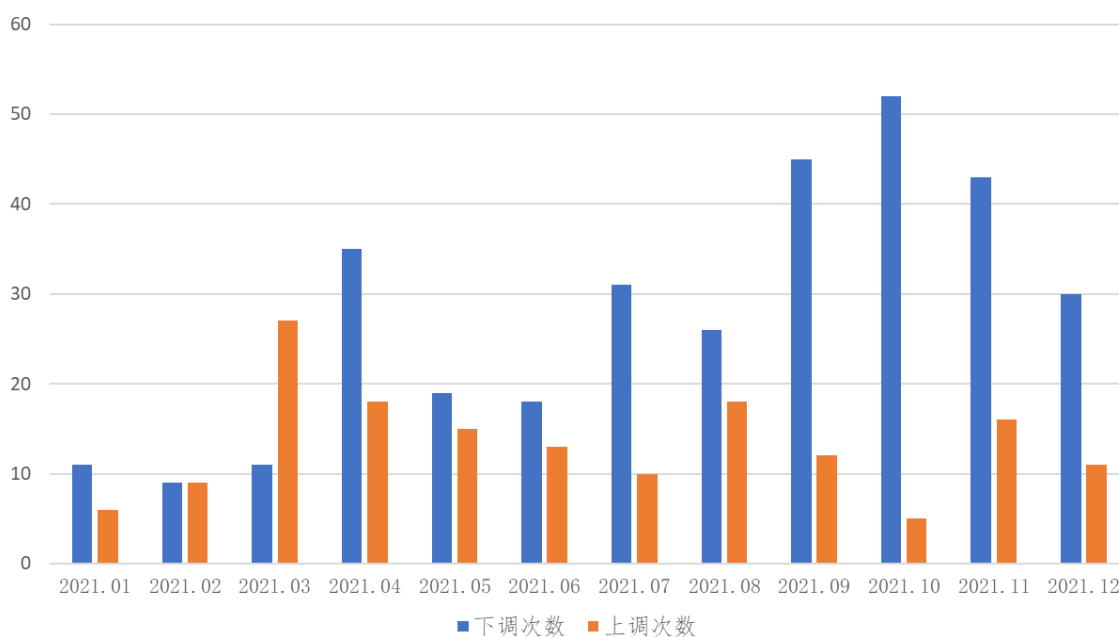
评级调整与信用事件

中资发行人信用分化，房地产评级遭密集下调。2021年，国际三大评级机构对212家中资

发行人采取了评级行动⁵，其中包括330次负面评级行动及160次正面评级行动⁶。2021年全年负面评级行动占比67.3%，与2020年的69%相若。其中第四季度，国际三大评级机构对84家中资发行人采取了评级行动⁷，其中包括117次负面评级行动及31次正面评级行动⁶。

受房地产风险事件影响，2021年评级下调集中在房地产行业。原因主要是在地产监管常态化下，例如“三道红线”融资新规及房地产贷款集中度政策的出台，一些前期激进扩张的民企发行人业务及财务实力转弱，其运营状况、盈利能力及流动性明显承压，投资者对房企信用风险担忧。加上债券二级市场波动加剧，房企融资严重受阻，多家房企陆续出现违约事件，被国际评级机构下调评级。2021年有52家房地产发行人遭下调评级，而上调的仅有19家，评级下调行动主要集中在第四季度，有38家房地产评级下调。城投发行人方面，主要是发行人获得政府支持的可能性下降，以及企业融资能力转弱，导致不稳定性增加，其中惠誉在年中对地方国企和城投的支持评估进行重新审视，并将14家城投发行人放到负面观察。2021年共有20家城投发行人遭下调，9家城投发行人获上调。此外，金融企业（不包银行）信用资质表现分化，分别有16家遭下调评级及32家被上调评级，在先前因信用事件加上财务报告延期披露而遭集体评级下调的华融相关企业集中在第四季度被上调，主要是其因债务重组和引入战略及财务投资者导致信用状况改善。

图11：2021年评级行动占比（次数）按月走势

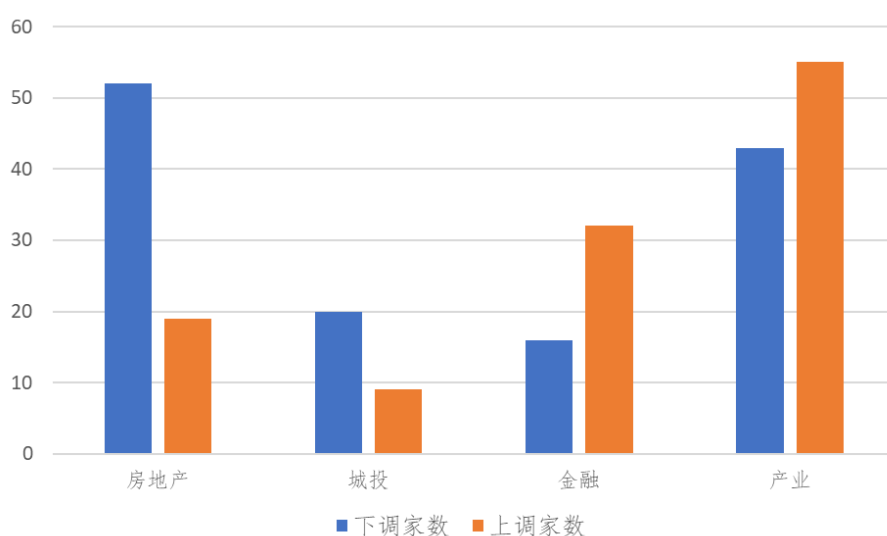


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

⁵ 34家发行人在期内曾被同时采取正面及负面评级行动

⁶ 评级行动包括级别调整、展望调整及列入/移出观察名单

图 12：2021 年境外评级行动家数（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，有 22 家中资发行人境外债违约，新增违约主体有 20 家，违约金额 135.9 亿美元，其中第四季度违约规模 68.8 亿美元，当期违约率约为 1.5%，较 2020 年进一步上行。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，受新冠疫情影响行业经营环境转弱、企业经营状况转差，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。第四季违约主体则集中在房地产行业，共有 10 家主体出现债务违约，包括中国恒大、花样年、新力控股、中国奥园、当代置业、福建阳光集团及佳兆业等房地产企业。其中，中国恒大流动性状况自年中开始持续紧缩，由于公司的境外债务规模庞大，最终于第四季度构成实质性违约，并设立风险化解委员会；佳兆业自 2015 年成首家国内海外债违约企业后因现金流问题与过度杠杆，最终未能偿付到期债务，再次在 2021 年违约。

表 3：2021 年以来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”）公告称未能偿付于年 2 月 28 日到期的 5.3 亿美元离岸债务。7 月 31 日，华夏幸福公告称未能偿付于年 7 月 31 日到期的 9.4 亿美元离岸债务，构成实质违约。
泛海控股	5 月 24 日，中国泛海控股集团有限公司（“泛海控股”）公告称未能偿付于年 5 月 23 日到期的 1.34 亿美元离岸债务。
启迪控股	7 月 8 日，启迪控股股份有限公司（“启迪控股”）公告称未能偿付于 6 月 18 日到期的 5.5 亿美元离岸债务的利息，未能在 7 天的宽限期内完成支付，构成实质违约。

阳光 100	8 月 11 日, 阳光 100 中国控股有限公司 (“阳光 100”) 公告称未能偿付于 8 月 11 日到期的 5.5 亿美元离岸债务, 构成实质违约。12 月 6 日, 阳光 100 中国公告称未能偿付于 12 月 5 日到期的 1.7 亿美元离岸债务, 构成实质违约。
巨星医疗	9 月 9 日, 巨星医疗控股有限公司 (“巨星医疗”) 公告称未能偿付于 2021 年 9 月 15 日到期的 2 亿美元离岸债务, 构成实质违约。
苏宁电器	9 月 11 日, 苏宁电器集团有限公司 (“苏宁电器”) 公告称未能偿付于 9 月 11 日到期的 6 亿美元离岸债务, 构成实质违约。
花样年	10 月 4 日, 花样年控股集团有限公司 (“花样年”) 公告称未能偿付于 10 月 4 日到期的 2.1 亿美元离岸债务, 构成实质违约。
新力控股	10 月 11 日, 新力控股集团有限公司 (“新力控股”) 公告指公司目前未有充足的财政资源, 未能偿付于 10 月 18 日到期的 2.4 亿美元离岸债务, 构成实质违约。
中国地产	10 月 15 日, 中国地产集团 (“中国地产”) 公告称未能偿付于 10 月 15 日到期的 2.26 亿美元离岸债务, 构成实质违约。
当代置业	10 月 26 日, 当代置业 (“当代置业”) 公告称未能偿付于 10 月 26 日到期的 2.5 亿美元离岸债务, 构成实质违约。
重庆能源	11 月 12 日, 重庆市能源投资集团有限公司 (“重庆能源”) 公告收到债券受托人-香港上海汇丰银行有限公司于 2021 年 11 月 8 日发出的函件 (“加速清偿通知”), 触发债券违约条款, 构成实质违约。
鹏博士	12 月 1 日, 鹏博士电信传媒集团股份有限公司 (“鹏博士”) 公告称未能偿付于 12 月 1 日到期的 5 亿美元离岸债务, 构成实质违约。此前债券曾将到期日从 2021 年 6 月 1 日延期至 2021 年 12 月 1 日。
中国奥园	12 月 2 日, 中国奥园称接获债权人的通知, 有关公司或集团成员公司为借款人或担保人本金总额为 6.512 亿美元的融资因评级下调而要求偿还。截至该公告日期, 公司并无付款或替代付款安排与该等债券人达成协议, 构成实质违约。
佳兆业	12 月 3 日, 佳兆业集团有限公司 (“佳兆业”) 公告称, 有关发行在外 2021 年 12 月 7 日到期的 4 亿美元票据的交换要约及同意征求失效。截至该公告日期, 该票据本金仍未偿还, 构成实质违约。
中国恒大	12 月 3 日, 中国恒大集团 (“中国恒大”) 公告称, 鉴于目前的流动性情况, 公司不确定是否拥有充足资金继续履行财务责任。另外, 公告称中国恒大收到要求公司履行一项金额为 2.6 亿美元担保义务的通知, 在公司未能履行担保或其他财务责任的情况下, 可能导致债权人要求债务加速到期。12 月 6 日, 中国恒大公告称, 考虑到公司目前面临的经营上和财务上的挑战, 公司董事会决议设立风险化解委员会。根据彭博消息, 中国恒大未在宽限期前支付约 0.59 亿美元票息, 构成实质性违约。
福建阳光	12 月 24 日, 福建阳光集团有限公司 (“福建阳光”) 发布公告表示, 由于包括宏观经济环境、房地产和金融业法规以及 COVID-19 疫情等多个因素的不利影响, 公司面临暂时的现金流问题, 无法于 2021 年 11 月 10 日偿付 2023 年 10 月 5 日到期有担保高级票据的任何利息, 且超过连续 30 天的宽限期, 该票据的未偿还余额为 2.96 亿美元, 构成实质违约。

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。
------	--

中国华融	4月1日，中国华融资产管理股份有限公司（“中国华融”）公告将延迟刊发2020年度业绩，公告称由于相关交易尚待确定，审计师需要更多数据和时间以完成有关2020年度业绩的审核程序。4月8日，彭博引述知情人士称，中国华融寻求剥离非核心资产，作为更广泛提振盈利能力计划的一部分，以避免债务重组或政府注资。截至12月31日，中国华融拥有26只存量美元债，合计约174.2亿美元。
蓝光发展	7月12日，四川蓝光发展股份有限公司（“蓝光发展”）公告称，公司2019年度第一期中期票据(19蓝光MTN001)应于7月11日兑付本息。截至到期兑付日，发行人未能按照约定筹措足额偿付资金及按期足额偿付本息，构成实质性违约。
鑫苑置业	10月15日，鑫苑置业有限公司（“鑫苑置业”）发布公告称完成了交换要约，其2021年10月15日到期的2.29亿美元票据的91%（2.08亿美元）被交换为于2023年10月15日到期的2.05亿美元新票据和1900万美元现金，同时该公司还偿还了剩余2100万美元的到期票据。截至12月31日，鑫苑置业拥有4只存量美元债，合计约8.2亿美元。
阳光城	11月1日，阳光城集团股份有限公司（“阳光城”）就其美元债等公开债均与相关投资人沟通相应展期计划。目前8笔共计约22亿美元的存续美元债，公司拟针对其中3笔进行要约交换，另外5笔债券契约修订进行同意征求。截至12月31日，阳光城拥有8只存量美元债，合计约22.2亿美元。
富力地产	12月15日，广州富力地产股份有限公司（“富力地产”）公告称，拟以现金折价回购其将于2022年1月13日到期的共7.25亿美元高级无抵押票据，同时就寻求票据展期至2022年7月13日征求票据持有人同意。如果要约收购及征得同意书未能成功完成，可能无法于2022年1月13日到期时完全赎回票据。截至12月31日，富力地产拥有9只存量美元债，合计约43.4亿美元。
荣盛发展	12月16日，荣盛房地产发展股份有限公司（“荣盛发展”）公告称，对2022年1月18日到期的2.92亿及2022年4月24日到期的4.88亿美元票据提出交换要约以及同意征求。截至12月31日，荣盛发展拥有2只存量美元债，合计约7.8亿美元。
大发地产	2022年1月6日，大发地产集团有限公司（“大发地产”）公告，就一笔2022年1月18日到期、票面利率9.95%、未偿还本金为1.845亿美元债，寻求未偿还本金至少1.6605亿美元或90%（金额）的交换要约。交换要约截止时间为2022年1月12日下午4时。
世茂集团	1月7日，世茂集团控股有限公司（“世茂集团”）旗下的上海世茂建设1月下旬将有两期共11.65亿人民币ABS到期，公司正与持有人协商展期，初步方案是年内分期兑付本金，到12月兑付完毕。据消息人士透露，上海世茂建设提出的展期方案为第一个月先还本金的10%，2-11月每月还5%，12月偿还剩下的40%。截至12月31日，世茂集团拥有8只存量美元债，合计约57.2亿美元。
祥生控股	1月10日，祥生控股（集团）有限公司（“祥生控股”）表示，Xiang Sheng Overseas Limited对于2022年1月23日到期的2.92亿美元债提出交换要约。同时，祥生控股集团提出交换合格持有人持有的任何及所有现有票据。截至12月31日，祥生控股集团拥有2只存量美元债，合共约4亿美元。
禹洲集团	1月12日，禹洲集团控股有限公司（“禹洲集团”）公布进行交换要约，提出对将于2022年1月23日和2022年1月25日到期的两支本金规模合计5.8亿美元的债券进行置换。根据交换要约方案，禹洲集团将对尚未偿还交换票据每1,000美金的本金以现金偿还本金50美金，现金激励10美金，及置换成新票据本金950美金，此外同意交换要约方案的持有人，每持有1,000美金的本金，将可以收取同意费2.5

美金。新票据将以年利率 7.81% 计息，于 2022 年 1 月 21 日上市，并于 2023 年 1 月 21 日到期。

数据来源：公开信息，中诚信亚太整理

展望

2021 年四季度新冠疫情持续，全球爆发 Omicron 变种病毒，各国继续采取与病毒共存的防疫模式，复苏进程仍具有一定不确定性。美联储于 12 月会议宣布并正式缩减购债，并将在 2022 年把购债规模逐渐降至零。在通胀压力下美联储货币政策收紧的可能性增加，美国国债长期收益率或持续波动上升。随着 2022 年美联储结束量化宽松政策，同时美国经济复苏下美元汇率也将走强，境外债融资成本优势或将有所缩小。2021 年以来信用风险事件频发，中资美元债市场持续动荡，随着行业规管政策持续趋紧，近期高收益房地产中资美元债价格大幅下跌，预计部分弱资质发行人的融资渠道将难以大幅改善，信用风险或将在 2022 年内持续抬升。由于中资房地产板块持续疲弱，高收益新发行承压，预计 2022 年第一季度中资美元债一级市场或将持续波动。2022 年仍然是中资美元债的偿债高峰期，考虑到第一季度的债务到期规模庞大，再融资需求仍将支撑中资美元债的新发行量。二级市场方面，在国内融资政策释放较积极的信号下，预计以房地产为主的高收益债券会迎来阶段性修复，高收益债券回报率或会呈现短暂上行，但面对市场负面情绪持续高涨，高收益债券仍具下行风险，预计 2022 年投资级债券表现仍可能优于高收益债券。

房地产行业调控趋严常态化，基本面较差的房地产企业将逐步淘汰，未来或有更多弱资质房地产企业因流动性问题而违约，行业集中度将会进一步提升。虽然在年末监管层积极维稳市场情绪，政策调控信号有所放松，但市场对于中尾部房企的信用风险担忧并未解除，预计融资环境难以有大幅改善，2022 年行业净融资或会进一步触碰低点。另一方面，在融资监管趋紧及投资者信心未完全恢复的背景下，市场对部分弱资质尤其非标占比较高地区的城投企业呈规避态度，部分城投或面临更大的再融资压力，对其债务及流动性管理提出更高要求，城投债区域分化或将更加明显。预计 2022 年银行备用信用证的发行方式会进一步增加，对投资者在风险评估上提供额外的保障。需要关注城投企业评级缺失问题，市场对其信用基本面分析较为不全面，尤其是非标债务状况，同时需关注 15 号文导致城投发行人融资受限、偿债承压背景下的非标违约及担保风险蔓延。

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、复制或者以其他方式使用。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>