

中资美元债市场报告

2022 年一季度中资美元债市场回顾

- **中资美元债新发行减少，净融资额为负。**2022 年一季度中资发行人共发行 204 只美元债，发行金额约为 321.9 亿美元，同比大幅减少 43.2%；2022 年一季度中资美元债净融资额为-121.1 亿美元。
- **房地产美元债新发行锐减，而城投美元债则大幅增加。**受“三道红线”政策及违约事件的持续影响，中资房企的境外融资渠道严重受阻，2022 年一季度房地产美元债新发行金额为 14.3 亿美元，同比减少 92.1%。城投美元债新发行金额为 99.3 亿美元，同比大幅增加 108.4%。
- **高收益发行大幅减少，无评级发行占比增加。**2022 年一季度高收益发行人仅有 4 家，发行金额同比减少 93.2%至 10.3 亿美元，仅占新发行量约 2.3%。除此之外，由于城投发行人显著增加，部分城投透过银行备用信用证发行美元债，导致无评级发行数量大幅增加，未来需持续关注城投企业评级缺失问题。
- **中资美元债发行票息小幅下降，发行期限仍以中短期限为主。**2022 年一季度，由于中资美元债受高收益级发行人占比减少，中资美元债平均票息由 2021 年四季度的 3.12% 下降至 2022 年一季度的 3.08%。期限方面，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 251.4 亿美元，占一季度新发行量的 78.1%。
- **房企信用风险持续蔓延加上地缘政治风险，中资美元债二级市场持续下跌，城投板块表现较优。**截至 2022 年 3 月 31 日，中资美元债总回报指数为-6.41%，其中投资级债券回报率为-4.35%，高收益债券回报率为-13.56%。城投债相对稳健，表现优于其他行业，一季度回报率为-0.67%，2 月更录得正回报。

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。**2022 年一季度，国际三大评级机构对 53 家中资发行人采取了评级行动，其中包括 92 次负面评级行动及 12 次正面评级行动。评级行动主要集中在房地产行业，有 33 家房地产发行人遭下调级别或展望。
- **房地产企业的信用风险持续暴露。**2022 年一季度，有 10 家中资发行人境外债违约，新增违约主体有 6 家，均为房地产企业，违约金额为 67 亿美元，较 2021 年一季度的 32.4 亿美元大幅上升。房企违约原因主要是房地产市场遇冷，受金融环境、多轮疫情等多种不利因素影响，引发流动性危机，最终出现违约。

展望

- **在美国通胀居高不下以及俄乌军事冲突带来通胀压力的背景下，预期二季度美国长期国债收益率将继续上涨，境外债融资成本优势或将进一步缩小。**二季度仍然将是中资美元债的偿债高峰期，约 500 亿美元债券将到期，其中房地产及城投债券到期金额分别约 129 亿美元及 91 亿美元。
- **一季度国内房地产政策边际回暖，预期后续房企融资环境将边际改善，但支持政策或将向高资质国有房企倾斜，行业集中度将会进一步提升。**另外，发改委公布的城投境外美元债发行窗口指导意见将加大弱资质城投发行新增境外债的难度，预期后续城投美元债的净融资额或有所减少。

作者

庄承浩

852-28607124

peter_chong@ccxap.com

杜可莹

852-28607126

karissa_du@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 5 月 3 日

引言

2022年一季度，受通胀高企影响，美联储加息靴子落地，带动美国国债收益率上行，收益率曲线趋平，对中资美元债市场造成扰动。另一方面，房地产信用风险持续蔓延，投资者避险情绪上升，中资美元债一级市场新发行量减少，二级市场价格下跌。2022年一季度中资发行人共发行204只美元债，发行金额约为321.9亿美元，同比大幅减少43.2%，净融资额更锐减至-121.1亿美元。鉴于房地产融资环境仍未明显改善，预计二季度中资美元债的净融资额仍将保持低位。一季度房地产信用风险持续释放，多家房企境外债实质违约，需警惕尾部发行人和高杠杆企业的信用风险在二季度持续暴露，以及关注境外债券市场风险向境内市场传导的可能。

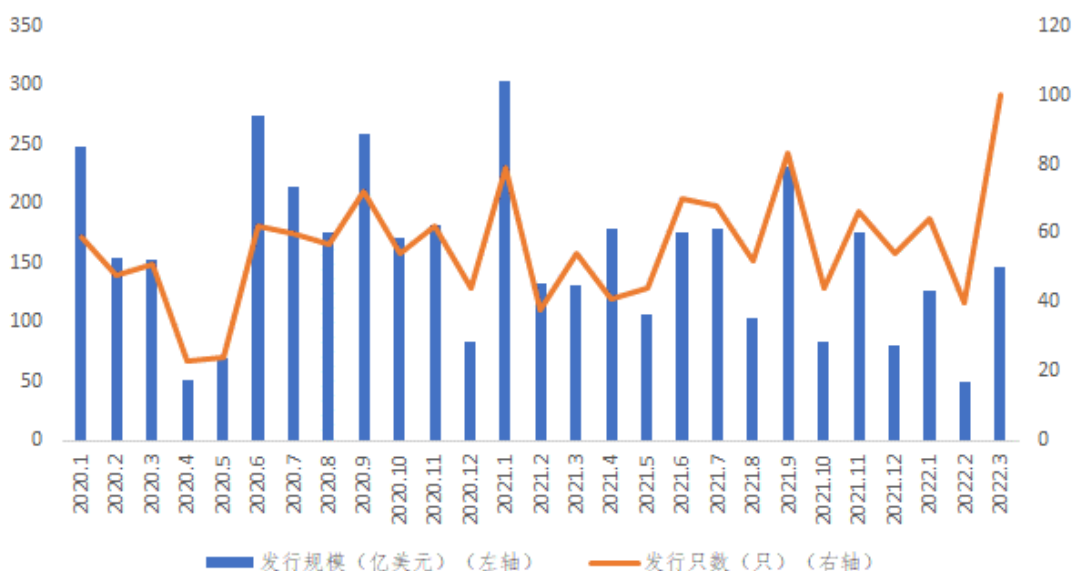
2022年一季度中资美元债市场回顾

一级市场

中资美元债新发行减少，净融资额为负。2022年一季度中资发行人共发行204只美元债，发行金额约为321.9亿美元，同比大幅减少43.2%。单笔发行规模从2021年四季度的2.1亿美元进一步下降到1.6亿美元。受房地产信用风险持续蔓延影响，中资房企境外融资受阻，房地产板块新发行规模大幅缩减。由于房地产美元债的到期规模庞大，房企美元债新发行量减少亦导致净融资锐减。2022年一季度中资美元债净融资额为-121.1亿美元。

按月份看，受到春节假期及市场情绪低迷的影响，1月和2月中资美元债新发行大幅减少，1月发行金额约为126亿美元，2月发行金额为49亿美元，同比分别减少58.3%及63.0%。3月新发行回暖，发行金额为147亿美元，同比增长11.6%。

图1：2020年1月至2022年3月中资美元债发行情况

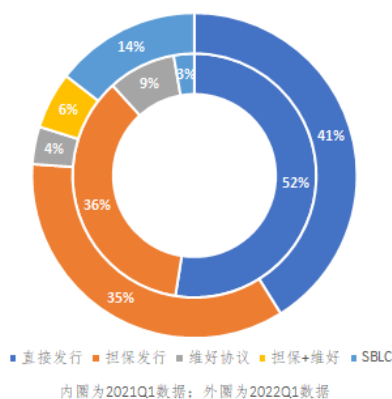


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

从发行结构来看，2022年一季度中资美元债仍以直接及担保发行为主，发行金额分别为

132.3亿及112.7亿美元，占新发行约41.1%及35.0%。2022年一季度有53只债券通过SBLC发行，发行规模约46.6亿美元，其中以区县级城投发行人为主。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。另外，2022年一季度有30.2亿美元债通过维好协议发行，发行人主要为工银金融租赁和国银金融租赁等金融机构。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。

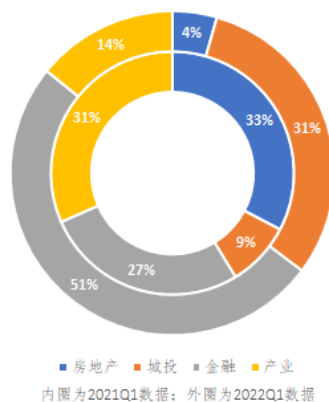
图 2：2021 年及 2022 年一季度中资美元债发行结构分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

房地产美元债新发行锐减，而城投美元债则大幅增加。按行业分类，房地产、城投、金融机构及产业类企业分别占2022年一季度新发行约4.4%、30.8%、50.6%及14.1%。其中，受“三道红线”政策及违约事件的持续影响，中资房企的境外融资渠道严重受阻，2022年一季度房地产美元债新发行金额为14.3亿美元，同比减少92.1%。2022年以来，随着隐性债务化解的继续推进以及监管对城投债进行分档审理，境内城投债发行量有所减少。2022年一季度，境内城投债发行总额同比下降8.4%。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。2022年一季度，城投美元债新发行金额为99.3亿美元，同比大幅增加108.4%。另外，金融机构境外发行金额同比增长9.0%至162.9亿美元，而产业类企业发行金额则减少73.9%至45.5亿美元。

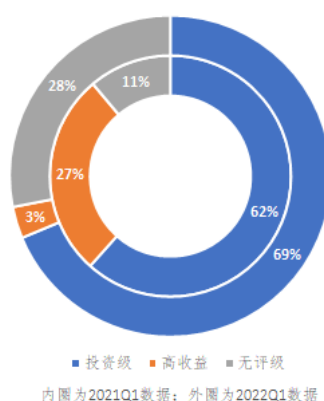
图 3：2021 年及 2022 年一季度中资美元债行业分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

高收益发行大幅减少，无评级发行占比增加。2022年一季度，中资美元债新发债主体共有114家，其中44家获得国际三大评级机构的境外评级¹。投资级发行人方面，2022年一季度投资级发行人有40家，发行金额同比减少34.8%至221.2亿美元，占新发行量约68.7%。高收益级以房地产发行人为主，受房地产政策收紧及违约事件影响，房地产发行人大幅减少，导致高收益发行主体的发行金额亦大跌。2022年一季度高收益发行人仅有4家，发行金额同比减少93.2%至10.3亿美元，仅占新发行量约2.3%。除此之外，由于城投发行人显著增加，部分城投更多透过银行备用信用证发行美元债，导致无评级发行数量大幅增加。2022年一季度，有70家中资美元债发行人没有取得国际三大评级机构的公开级别，其中城投发行人有55家，超过城投总发行家数的80%。未来需持续关注城投企业评级缺失问题。

图 4：2021 年及 2022 年一季度中资美元债主体信用评级分布（按发行金额）



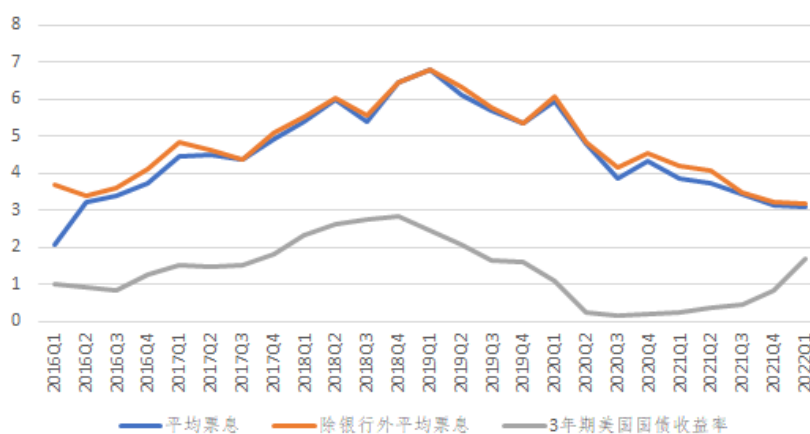
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

中资美元债发行票息小幅下降。2022年一季度，由于中资美元债受高收益级发行人占比减少，中资美元债平均票息²由2021年四季度的3.12%下降至2022年一季度的3.08%。从行业来看，由于2022年一季度房地产美元债以资质较好的发行人为主，加上部分发行人采用SBLC方式发行，因此房地产美元债平均票息环比下降500个基点至5.26%。同期，城投美元债以弱资质区县级城投发行人为主，加上美联储加息靴子落地，带动美国国债收益率上涨，城投美元债平均票息环比上涨17个基点至3.21%。

¹ 截至2022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

² 统计口径为固定票面利率、没有回购及回售条款的债券

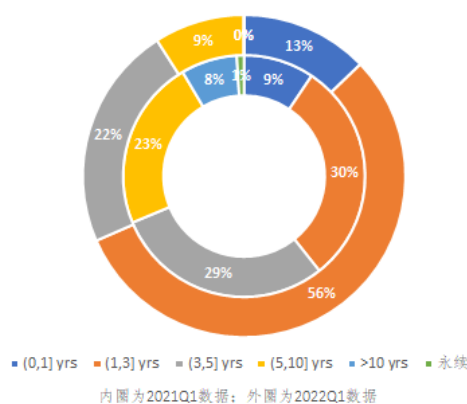
图 5：2016Q1 至 2022Q1 中资美元债平均发行票息（%）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

中资美元债发行期限仍以中短期限为主，平均发行期限持续下降。2022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251.4亿美元，占一季度新发行量的78.1%。另外，美国国债收益率曲线显著趋平，长期限债券吸引力降低，5年期以上美元债发行金额同比大幅减少83.0%至29.2亿美元，占一季度新发行量的9.1%。平均发行期限³由2021年四季度的2.77年降低至2022年一季度的2.76年。

图 6：2021 年及 2022 年一季度中资美元债发行期限分布（按发行金额）

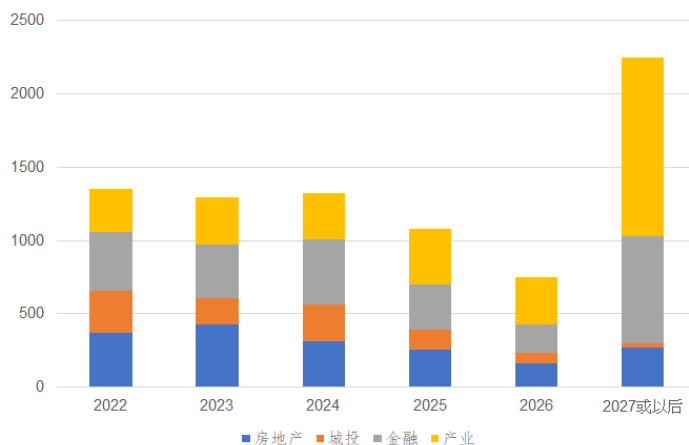


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

截至2022年3月31日，中资美元债存量总额为8,045.8亿美元。其中2022年后三季度、2023年及2024年到期规模分别为1349.3亿美元、1294.1亿美元及1320.5亿美元。按行业来看，未来两到三年为房地产美元债的到期高峰期，2022年后三季度、2023年及2024年的到期规模分别为367.5亿美元、427.9亿美元及311.7亿美元。城投美元债方面，2022年后三季度、2023年及2024年的到期规模分别为290.8亿美元、182.5亿美元及254.6亿美元。受房地产融资政策收紧的持续影响，预期行业美元债融资金额和到期债务将持续存在缺口，未来净融资规模或触碰低点。

³ 统计口径不包括永续债券

图 7：截至 2022 年 3 月末存量中资美元债到期分布（亿美元）

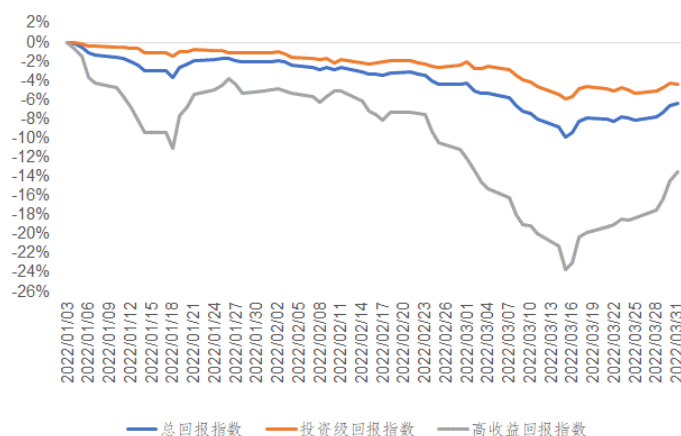


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

二级市场

房企信用风险持续蔓延加上地缘政治风险，中资美元债二级市场持续下跌。2022年初，因多家房企提出交换要约的负面影响及市场情绪不佳导致高收益回报指数大幅下跌。1月下旬高收益地产板块在放松预售资金监管政策的相关利好传闻影响下大幅反弹。2月受正荣、融信、世茂等房企暴露信用风险事件影响，加上俄乌爆发地缘政治危机，引发二级市场格价持续下跌。3月15日，高收益回报指数跌至-23.69%的低点。3月下旬，在维稳政策支持下，投资级房企包括远洋、龙湖、万科等显著走强，房地产美元债价格反弹。截至2022年3月31日，中资美元债总回报指数为-6.41%，其中投资级债券回报率为-4.35%，高收益债券回报率为-13.56%。

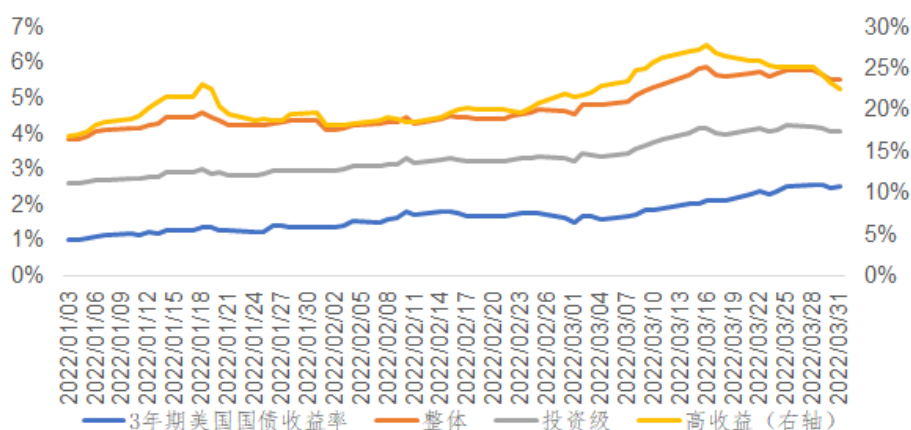
图 8：2022 年一季度 Markit iBoxx 中资美元债回报率走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

收益率方面，截至2022年3月31日中资美元债最差收益率为5.51%，较年初走阔168bp。其中高收益债券升幅较大，最差收益率较年初走阔564bp至22.49%，投资级债券最差收益率较年初走阔144bp至4.07%。

图 9：2022 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，城投板块表现相对稳定。按板块来看，截至2022年3月31日，房地产美元债券表现最差，年初至今回报率为-19.38%，其次是金融(-7.50%)、非金融(-4.84%)和城投(-0.67%)。房地产行业方面，受信用事件、地缘风险及市场情绪影响，2月房地产高收益回报指数表现最差，回报率录得-14.59%。金融及非金融板块在宏观低迷的市场环境下呈下降趋势。城投债相对稳定，表现优于其他行业，一季度回报率为-0.67%，2月更录得正回报。

表 1：2022 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	-7.59%	-9.45%	-2.41%	-19.38%
- 投资级 TRI	-3.29%	-3.04%	-2.27%	-8.28%
- 高收益 TRI	-10.37%	-14.59%	-2.53%	-27.23%
金融 TRI	-2.74%	-3.11%	-1.69%	-7.50%
- 投资级 TRI	-1.14%	-1.12%	-1.75%	-3.71%
- 高收益 TRI	-5.83%	-7.45%	-1.53%	-15.18%
非金融 TRI	-1.03%	-1.27%	-3.05%	-4.84%
- 投资级 TRI	-1.10%	-1.36%	-3.11%	-5.02%
- 高收益 TRI	-0.13%	-0.05%	-2.26%	-2.41%
城投 TRI	-0.04%	0.08%	-0.79%	-0.67%
- 投资级 TRI	-0.12%	-0.18%	-1.20%	-1.37%
- 高收益 TRI	0.23%	0.89%	0.61%	1.69%

数据来源：彭博，中诚信亚太整理

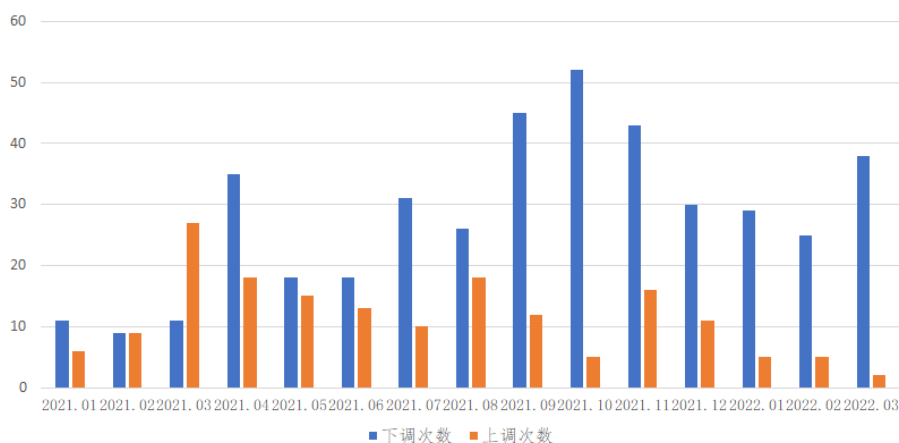
评级调整与信用事件

中资发行人信用分化，房地产评级遭密集下调。2022年一季度，国际三大评级机构对53家中资发行人采取了评级行动，其中包括92次负面评级行动及12次正面评级行动⁴，负面

⁴ 评级行动包括级别调整、展望调整及列入/移出观察名单

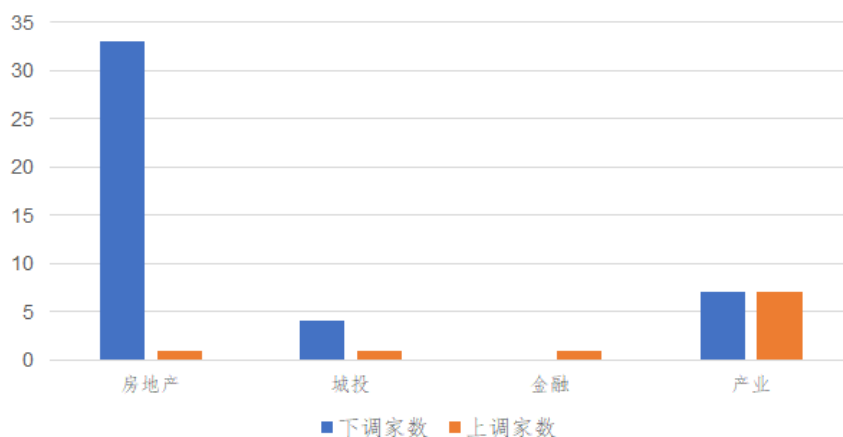
评级行动占比达到88.5%。房地产行业仍是负面评级行动的重灾区，2022年一季度有33家房地产发行人遭下调级别或展望，负面评级行动主要集中在3月，有19家房地产评级下调。下调原因主要是受融资收紧及风险事件影响，房企的盈利能力下滑、再融资及流动性风险上升，并有多家房企出现违约事件。2022年一季度，国际三大评级机构对4家城投企业采取了负面评级行动，主要是由于这些城投企业位于甘肃、云南等经济基本面较弱的地区，融资渠道较为有限，非标融资占比较高。

图10：2021年1月至2022年3月评级行动占比月度走势



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图11：2022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

房地产企业的信用风险持续暴露。根据彭博资料，2022年一季度，有10家中资发行人境外债违约，新增违约主体有6家，均为房地产企业，违约金额为67亿美元，较2021年一季度的32.4亿美元大幅上升。10家房地产违约主体既包括中国奥园、新力控股、佳兆业及福建阳光集团等在去年已经出现违约事件的房企，亦包括大发地产、国瑞置业、祥生控股及禹洲集团等首次违约的房企。2021年以来，境外债违约房地产主体共18家，截至2022年3月末，这些违约主体的存量债券共约351.7亿美元。房企违约原因主要是房地产市场环境遇冷，受金融环境、多轮疫情等多种不利因素影响，引发流动性危机，最终出现违约。

表 2：2022 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
中国奥园	1月19日，中国奥园集团股份有限公司（“中国奥园”）公告称，将不会为即将于2022年1月20日本金总额为1.88亿美元及1月23日到期本金总额为5亿美元的美元票据支付余下本金及最后一期利息；此外，在30天宽限期届满后，其也将不会支付于2023年6月到期本金总额为2亿美元、2024年6月到期本金总额为2亿美元的美元票据项下的最新一期利息，票据的未偿还本金总额约10.88亿美元。中国奥园拟就其他境外金融债务采取相同原则，意味着其所有其他境外金融负债项下将发生（或已发生）违约事件。
阳光城	2月18日，阳光城集团股份有限公司（“阳光城”）公告称，因受宏观经济环境、行业环境、融资环境叠加影响，公司流动性出现阶段性紧张未能在30日豁免期内（即2022年2月15日）偿付两笔境外债券的利息，共计2,726.25万美元，构成违约事件，并可能触发境内债券等产品的相关条款。
大发地产	3月2日，大发地产集团有限公司（“大发地产”）发布公告称，由于清盘呈请的缘故，有必要避免选择性偿付以确保其所有债权人得到公平对待。因此，公司于宽限期届满前未偿付2,227.5万美元债务利息，构成违约事件。
国瑞置业	3月4日，国瑞置业有限公司（“国瑞置业”）发布公告称，尽管公司正在积极确认旗下2022年到期13.5%票据（ISIN: XS1932655613）投资者的身份，但根据本期票据的相关契约，未支付票据未偿本金490万美元及应计利息已构成违约事件。
禹洲集团	3月7日，禹洲集团控股有限公司（“禹洲集团”）发布公告称，公司并未在30天宽限期届满前支付2023年到期的8.5%优先票据的利息2,125万美元，已构成违约事件。 3月31日，禹洲集团发布公告称，公司发行的2024年到期的8.50%优先票据的利息2,100万美元、2025年到期的7.70%优先票据的利息1,500万美元及2026年到期的7.85%绿色优先票据的利息1,200万美元，已到期应付，支付利息宽限期现已届满而公司并无于届满前支付有关款项，构成违约事件。
福建阳光集团	3月11日，阳光城的控股股东福建阳光集团有限公司（“福建阳光集团”）发布公告称，由于宏观经济环境、房地产和金融业监管规定以及新冠肺炎疫情等诸多因素的不利影响，公司正面临短暂的现金流问题，尚未支付2022年2月20日到期票据的本息及尚未在30天宽限期内支付2024年到期票据的利息，构成违约事件。
祥生控股集团	3月21日，祥生控股（集团）有限公司（“祥生控股集团”）发布公告称，因受宏观经济、房地产市场环境及金融环境、多轮疫情等多种不利因素影响，公司流动性出现阶段性问题，未能于三十天宽限期届满前支付本金额为2亿美元、2023年到期的优先票据的1,200万美元利息，构成违约事件。
企业简称	信用事件
大发地产	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。
祥生控股集团	1月11日，祥生控股（集团）有限公司（“祥生控股集团”）对一笔将于今年1月23日到期的美元债发起交换要约。根据非官方披露的交换要约方案，祥生控股集团拟将这笔债券分A、B两个系列票据持有人进行征求同意。公司正在推进与对债券持有人进行非公开洽谈的交。
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。

正荣地产	2月21日，正荣地产集团有限公司（“正荣地产”）发布公告称，拟对5笔2022年内到期的海外票据展期一年，并向持有人进行同意征求。这5笔债券中4笔为美元债务，合计剩余金额为7.98亿美元，一笔人民币债券金额为16亿元。
力高集团	3月14日，力高地产集团有限公司（“力高集团”）发布公告称，其已就2022年4月到期未偿还的1.97亿美元债券、2022年8月到期未偿还的3.05亿美元债券及2023年5月到期未偿还1.5亿美元债券发起要约回购，以置换2023年到期的债券。

数据来源：公开信息，中诚信亚太整理

展望

2022年一季度新冠疫情持续，美联储于3月如期加息，并明确了未来会采取更激进的加息和缩表政策，推动美国国债收益率上行，中美10年期国债利差从年初的114个基点下降到3月末的45个基点。在美国通胀居高不下以及俄乌军事冲突带来通胀压力的背景下，预期二季度美国长期国债收益率将继续上涨，境外债融资成本优势或将进一步缩小。二季度仍然将是中资美元债的偿债高峰期，约500亿美元债券将到期，其中房地产及城投债券到期金额分别约129亿美元及91亿美元。但鉴于房地产融资环境仍未明显改善，预计二季度中资美元债的净融资额将保持低位。

一季度国内房地产政策边际回暖，预期后续房企融资环境将边际改善，但支持政策或将向高资质国有房企倾斜，行业集中度将会进一步提升。一季度房地产信用风险持续释放，仍有多家房企境外债违约，需警惕尾部发行人和高杠杆企业的信用风险在二季度持续暴露以及境外债券市场风险向境内市场传导的可能。另外，根据今年4月25日公布的城投境外美元债发行窗口指导意见，发改委收紧了城投境外融资政策，但对存量债券的借新还旧则不受影响。该指导意见将加大弱资质城投发行新增境外债的难度，预期后续城投美元债的净融资额或有所减少。

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>