



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

隧道尽头已现曙光，风暴过后有望企稳

——2021 年中资美元债市场回顾与 2022 年展望



2022 年 2 月 11 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

隧道尽头已现曙光，风暴过后有望企稳

——2021 年中资美元债市场回顾与 2022 年展望

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

在美国通胀压力持续上升、美联储加息市场预期不断加强的背景下，2021 年美债收益率呈波动上涨之势，各期限中美国债收益率利差走势出现分化，美元债务融资相对成本优势虽大幅减弱，但较境内债务成本而言仍更具吸引力；美元指数在市场加息预期不断加强、美国经济复苏进度快于欧洲发达经济体等多重因素的助力下波动上行，但中国经济强劲复苏、出口贸易保持旺盛等因素为人民币汇率提供了有力支撑，汇率波动区间收窄为中资美元债发行提供了较好的外部条件；在各项去杠杆政策持续收紧的压力下，房地产企业接连爆雷、市场避险情绪大幅上扬使四季度中资美元债发行环境明显降温。

从一级市场发行情况来看，2021 年中资美元债一级市场共发行 687 期，发行规模达 1,923.2 亿美元，同比下滑 10.0 个百分点。从发行主体来看，金融板块主导一级发行市场，房地产企业发行热度明显消退，旺盛的再融资需求以及备用信用证发行架构带来的融资成本利好推动城投美元债发行规模在年中触底反弹；从发行票息来看，中资美元债发行成本全面下行，城投美元债平均成本降幅最大；从债项评级来看，金融板块占 A 档级债券发行主体近半，高收益级债券中房地产仍为占比最大的发行主体行业。从二级市场表现来看，受信用风险事件频发影响，高收益美元债回报率自下半年以来大幅偏离市场总回报走势，并拖累整个中资美元债二级市场回报率持续走低；“南向通”上线显著提升了中资美元债市场交投活跃度，金融美元债是年度最热门的交易债项种类；从违约情况来看，2021 年中资美元债违约规模明显上升，信用风险事件主要集中在房地产行业。

展望 2022 年，美联储加速收紧货币政策且可能多次加息的市场预期将继续推升美债收益率，而中国稳健的货币政策或趋向宽松，中美货币政策方向背离预计将使中美国债收益率利差保持当前收窄趋势，并进一步减弱美元融资的相对成本优势；监管政策有望出现松动或将修复中资美元债一级市场发行表现，“南向通”预计将从需求端提升中资美元债市场长期活力，作为交易热度较高、市场建设完备的成熟离岸债券市场，中资美元债市场将在 2022 年迎来新的机遇；另一方面，面对 2022 年债务到期高峰，以高收益级美元债为主的房地产板块或因个别企业流动性持续恶化出现部分信用风险事件，投资者仍对市场风险保持较高警惕。

一、 中资美元债发行市场环境

在美国通胀压力持续上升、美联储加息市场预期不断加强的推动下，美债收益率年内波动上涨，各期限中美国债收益率利差走势出现分化，美元债务融资相对成本优势虽大幅减弱，但较境内融资而言仍更具吸引力

2021 年以来，得益于大规模财政刺激计划落地生效、大范围新冠疫苗接种计划成功地将新增病例速度控制在较低水平以及消费活动触底反弹，美国经济上半年实现强劲复苏，尽管通胀压力已经显现，但美联储对此表态乐观，上半年仍维持宽松货币政策。下半年以来，由于 Delta 和 Omicron 变异毒株先后引发数次疫情反弹，且供应链紧张、通胀高位运行的问题迟迟未能得到缓解，美国经济复苏进度明显放缓，并导致市场对美联储收紧货币政策的预期不断加强，美联储在通胀水平创近 40 年新高之后迫于压力于 11 月启动缩减购债计划（Taper），货币政策正式转向，而多位美联储官员对于加速收紧货币政策和加息的积极言论进一步强化市场对美联储可能提前加息的预期，并推动各期限美债收益率年末加速上行，截至 2021 年 12 月 31 日，1 年期、5 年期和 10 年期美国国债收益率分别较年初上涨了 29.00 个、90.00 个和 59.00 个 BP 至 0.39%、1.26% 和 1.52%。

2021 年，在经济恢复常态化增长后中国货币政策坚持以我为主的原则，保持稳健的货币政策灵活精准、合理适度，但在下半年经济下行压力加剧的背景下加大了逆周期调节力度，引导各期限国债收益率波动下探。中美货币政策方向年内出现明显背离导致 2021 年各期限中美国债利差走势呈差异化表现，其中 1 年期中美国债收益率利差较上年走扩 46.08 个 BP 至 229.10 个 BP，5 年期和 10 年期中美国债收益率利差则较 2020 年分别收窄 17.27 个和 47.82 个 BP 至 200.49 个和 158.38 个 BP，尽管长期美元债务融资的相对成本优势大幅减弱，但较境内融资而言美元债仍具备一定成本优势。

图 1 2021 年中美各期限国债收益率利差走势



数据来源：Wind，联合资信整理

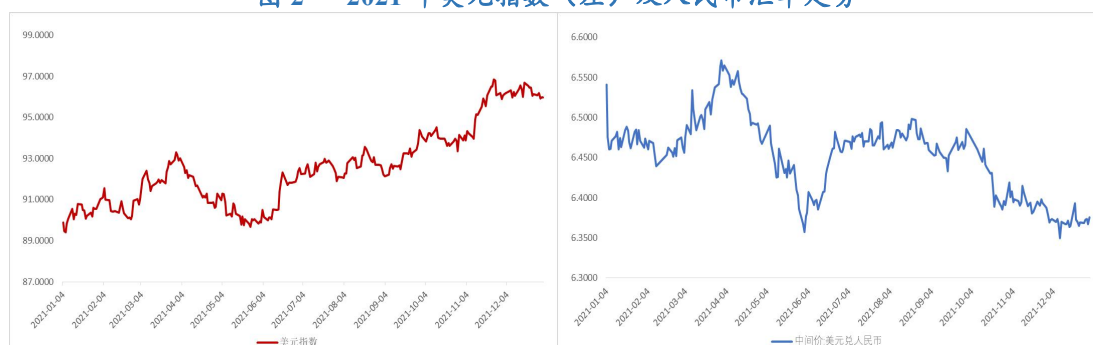
美元指数在市场加息预期不断加强、美国经济复苏进度快于欧洲发达经济体等多重因素的助力下波动上行，出口贸易保持旺盛推动人民币汇率震荡升值，汇率浮动区间收窄为中资美元债发行提供了较好的外部条件

2021 年，美元指数在美国经济转好后市场风险情绪升温、市场对美联储收紧货币政策以及加息的预期落实时间不断提前、美元避险功能在疫情反复期间不断凸显以及欧元区国家经济复苏进度普遍落后于美国等因素的推动下波动上行，继 11 月突破 96 点以后美元指数在 12 月 31 日收于 95.9701，较年初跳涨 6.78%。

得益于疫情控制得当、宏观经济运行良好以及其他主要经济体在进入经济复苏阶段后对外贸易需求大幅释放、并有力提振了中国出口贸易，人民币在 2021 年仍处于动态升值区间。尽管中国央行在二季度末试图通过上调存款准备金率以减轻人民币过快升值带来的影响，但美元兑人民币汇率仅在三季度保持了一段时间的窄幅双向浮动后便继续下跌。

截至 2021 年 12 月 31 日，美元兑人民币汇率收于 6.3757，较年初下跌了 2.52 个百分点，创 2018 年 5 月以来新低，但与 2020 年（-6.27%）相比，汇率浮动区间明显收窄，更加窄幅的汇率波动在稳定中资美元债潜在发行人汇率预期的同时为中资美元债发行也提供了较好的外部条件。

图 2 2021 年美元指数（左）及人民币汇率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

在各项去杠杆政策持续收紧的压力下，房地产企业接连爆雷、市场避险情绪大幅上扬使四季度中资美元债发行环境明显降温

自 2020 年起，中国人民银行联合银保监会、住建部和国家发改委等部门先后发布了多项监管新政（详见附表 1）以限制企业信贷盲目大规模扩张，其中房地产板块作为存续美元债规模最大的发行主体行业成为重点监管目标，房地产企业降杠杆测试密度不断加大。为满足“三档四线”监管要求，大量房地产企业 2021 年新增债务速度明显放缓，部分高杠杆企业因重度依赖债务融资，在“借新还旧”融资途径难以为继后出现了不同程度资金回笼速度不及时、企业流动性明显恶化、偿债能力严重承压的现象。

在此背景下，2021 年中资美元债市场发生多起信用风险事件（详见附表 2）。华夏幸福继 1 月出现境内债务违约后在 2 月份宣布无法如约按时足额偿付逾 5 亿美元离岸债务，成为 2021 年首家美元债违约房企；华融推迟发布 2020 年营收报告的行为则让市场再次动摇一直以来对国企“刚兑信用”的预期。下半年以来，房地产企业违约事件大幅增加，仅 10 月便有 4 家房地产企业宣告违约。除此之外，泛海国际、阳光 100 以及市场热度极高的恒大、佳兆业等中资美元债存续规模较大的企业先后出现信用风险事件对市场情绪造成沉重打击，投资者信心大幅下挫、避险情绪急剧上升，并反向作用于一级市场，导致中资美元债发行市场环境热度明显降温并显著抑制四季度发行表现。

二、中资美元债一级市场发行情况¹分析

尽管再融资需求保持旺盛，但相对融资成本优势减弱和信用风险事件密集暴发导致中资美元债一级市场发行降温

¹：统计数据以发行日期为准。

2021 年，中资美元债一级市场共发行 687 期，同比增长 8.0%；发行总额较 2020 年下降 10.0%至 1,923.2 亿美元。

尽管再融资需求仍十分旺盛，但中国监管层发布的多项限债新规使得重度依赖中资美元债“借新还旧”的房地产企业等传统发行主力再融资难度大幅增加，发行表现受一定抑制。此外，美联储加息预期不断升温带动大量海外资金回流美国、市场不确定性增大干扰潜在发行人发债意愿以及四季度房地产信用风险事件集中暴发使得市场避险情绪短期内急剧升温，并最终导致 2021 年中资美元债一级市场遇冷发行量大幅下滑。分季度来看，2021 年中资美元债仅在二季度发行规模超过去年同期表现，一、三和四季度较去年同期均有所下滑，其中四季度因风险事件不断、市场情绪剧烈动荡表现最差，发行规模同比下滑 25.6%、环比暴跌 31.9%至 357.1 亿美元，创近 3 年季度发行规模新低。

图 3 2021 年中资美元债发行情况



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

金融板块主导一级发行市场，房地产企业发行热度明显消退，旺盛再融资需求以及备用信用证发行架构带来的融资成本利好推动城投美元债发行规模在年中触底反弹

从发行主体行业分布²看，2021 年金融板块、房地产板块和城投板块仍是中资美元债市场发行主力，发行规模合计占发行总额比重较 2020 年进一步上涨至 71.5%。

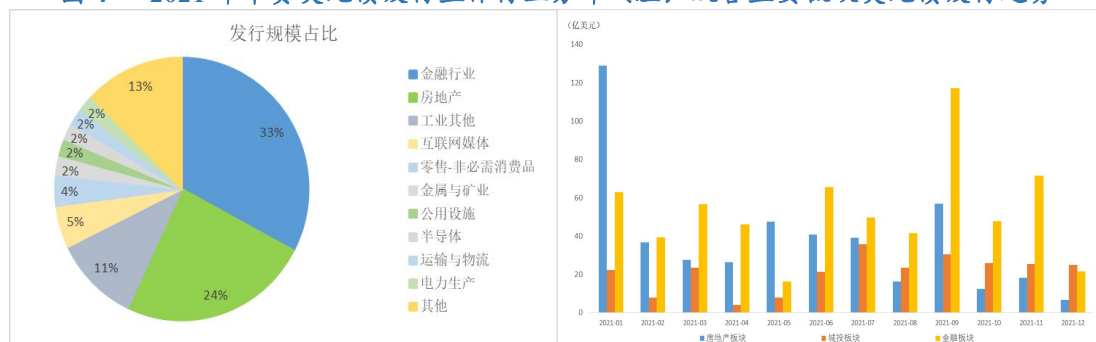
²：按彭博 BICS 2 标准分类，下同。

分行业来看，在中国银行、工商银行、中信股份、建设银行以及农业银行等多家重资产优质金融机构的带动下，2021 年金融板块累计发债 285 期，同比大幅上涨 24.5%；发行规模较上年同比上涨 3.0 个百分点至 630.3 亿美元，占全年发行总额的比重较 2020 年增长 4.1%至 32.8%，成为今年中资美元债市场规模最大的发行主体板块。

在“三线四档”政策指标压力下，多家踩线房地产企业为尽早达标努力“瘦身”，增发债务更加谨慎，再加上信用风险事件频发影响，房地产美元债发行热度明显消退，2021 年共发债 157 期，同比下跌 23.4%；累计发行规模较 2020 年大幅缩水 32.7%至 466.1 亿美元，占全年发行总额的比重同比下跌 8.2%至 24.2%，但仍是第二大发行主体。

面对集中到期的大量债务，对于再融资的迫切需求盖过了对更加严格的监管要求和银保监会“15 号文”出台带来的担忧，而“银行备用信用证”发行架构在大幅降低美元债发行成本的同时进一步增加城投美元债发行动力，自去年三季度起经历 4 个季度连跌的城投美元债在三季度触底反弹，并实现全年发行规模反超。2021 年城投美元债共发行 153 期，较上年暴涨 47.1%，发行规模也同比大增 33.4%至 278.3 亿美元，成为仅次于房地产的中资美元债市场第三大发行主体。

图 4 2021 年中资美元债发行主体行业分布（左）及各主要板块美元债发行趋势



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

投资级债券占比涨幅最大，其中金融板块占 A 档级债券发行主体近半，高收益级债券中房地产仍为占比最大的发行主体行业

2021 年共有 357 期中资美元债选择无评级³发行，占全部发行期数的比重同比上涨 6.4 个百分点至 52.0%；发行规模 451.0 亿美元，占发行总额的比重同比上涨 2.3 个百分点至 23.4%。

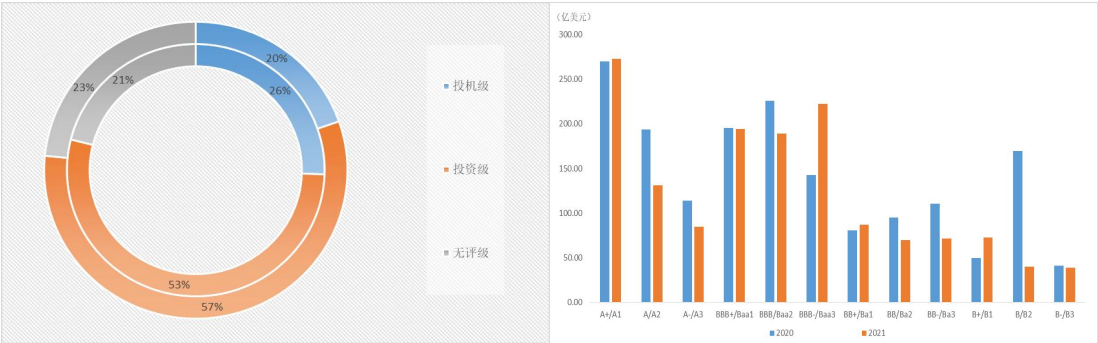
在已评级债券中，2021 年中资美元债级别中枢较去年向 BBB 档级别集中的趋势更加明显。其中投资级美元债年内共发行 231 期，同比上涨 5.2%；发行规模合计 1,093.9 亿美

³：“无评级债券”指穆迪、标普和惠誉均未给予级别的债券，下同。

元，同比下滑 4.1%，但其占发行总额的比重则较 2020 年上涨了 3.5 个百分点至 56.9%，仍是发行规模占比最大的债券类型。投资级债券多以优质金融机构发行的金融美元债为主，其中 A 档级别⁴债券中金融板块发行规模占比高达 47.8%，中石化、阿里巴巴和顺丰等信用资质较好的非金融企业也为这一级别债券的发行做出了重要贡献。

2021 年高收益级美元债共发行 99 期，同比下滑 28.3%；发行规模合计 378.4 亿美元，同比大跌 30.7 个百分点，其占发行总额的比重也较上年进一步下滑 5.8 个百分点至 19.7%，2021 年房地产高收益美元债发行规模占高收益美元债发行总额的比重高达 68.0%，虽较上年下跌了 15.4 个百分点，但仍是高收益美元债发行规模最大的主体类型。

图 5 中资美元债债项评级级别分布



数据来源：Bloomberg，联合资信整理
注：内、外圈分别代表 2020 年和 2021 年数据（按发行规模统计）

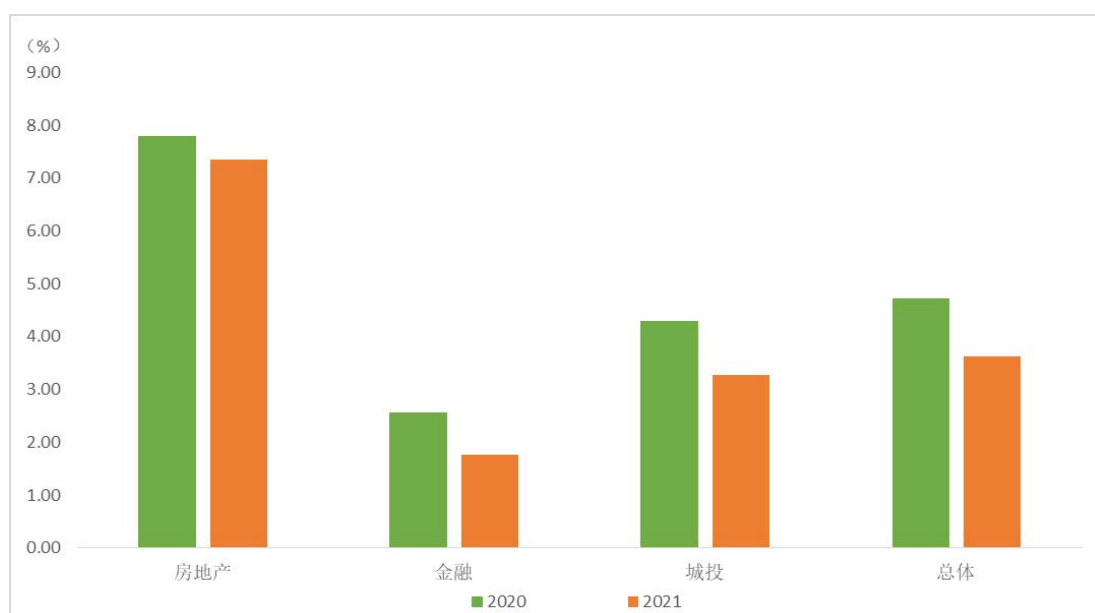
各板块中资美元债发行成本全面下行，城投美元债融资成本降幅最大

2021 年受美元流动性全年保持高度宽松、高票息地产美元债鲜有发行的影响，中资美元债平均发行成本呈波动下降趋势，全年平均发行票息⁵较 2020 年大幅回落 109.7 个 BP 至 3.6%，再创新低。2021 年大多数城投美元债采用“银行备用信用证”架构发行，与备证行评级挂钩带来的利好使得城投美元债平均发行票息同比大幅下调 101.6 个 BP 至 3.3%，是发行成本下降幅度最大的美元债主要发行群体；金融美元债平均发行票息较上年下降了 78.5 个 BP 至 1.8%，继续保持低位下行；房地产美元债平均融资成本同比下跌了 42.3 个 BP 至 7.4%，虽实现连续 3 年下降，但仍远高于其他行业平均发行利率。

图 6 2020~2021 年各板块中资美元债平均票息变动情况

⁴：债券级别按穆迪、标普和惠誉给予的最高级别统计，下同。

⁵：剔除零息和付息债券，下同。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

三、中资美元债二级市场表现

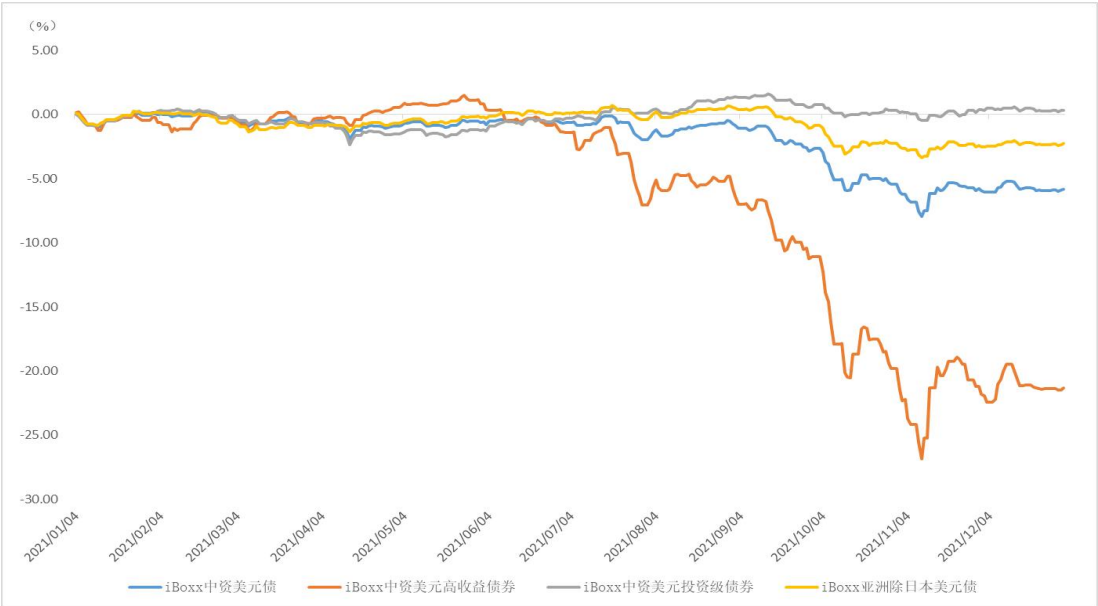
受信用风险事件频发影响，高收益美元债回报率自下半年以来大幅偏离市场总回报走势，并拖累整个中资美元债二级市场回报率持续走低

由于房地产企业引发的系列信用风险事件贯穿全年并在四季度出现集中暴雷，疫情反复以及各项监管政策出台进一步放大不确定性，市场情绪恐慌加剧，并导致 2021 年中资美元债收益率震荡下行，各板块收益率曲线走势出现明显分化。截至 2021 年 12 月 31 日，Markit iBoxx 中资美元债总指数录得-5.8%的全年回报率，较 2020 年回调 11.9 个百分点；投资级美元债指数全年回报率虽同比下滑了 5.6 个百分点至 0.3%，但仍是本年度唯一实现正回报的美元债板块；高收益级美元债因风险事件频现收益率曲线自下半年起接连下探，在脱离其他板块回报率总体走势的同时拖累中资美元债总指数收益率大幅走低，2021 年高收益级美元债全年回报率录得-21.3%，较上年暴跌 21.0 个百分点。

具体来看，2、3 月份由于华夏幸福构成违约打压市场情绪且该事件影响持续发酵、疫苗接种工作启动初期出现大范围供给短缺以及 Alpha 变异毒株引发的新一轮疫情导致市场避险情绪升温，各板块美元债收益率波动下行；4 月份华融推迟发布年度经营报告使得市场对资深国企“刚兑信用”预期产生动摇，并拖累投资级及中资美元债总指数回报率继续下探，高收益级美元债投资性价比有所提高，指数回报率也相对表现更好。随着华融事件影响逐渐稀释、市场风险情绪逐步回暖，各板块中资美元债指数回报率在 5 月均表现上扬。6 月，恒大被爆商票兑付困难在打压高收益级美元债投资者信心、拖累相应板块美元债指

数表现的同时成为导致高收益中资美元债指数走势严重背离中资美元债总指数的分水岭，高收益级美元债自此一路下探。恒大负面舆情不断增加导致高收益美元债收益率继续下行，虽在 8 月因前期的低基数效应短暂收复部分跌幅，但随着恒大出现理财产品停止兑付、花样年在保证如期偿付后意外暴雷、当代置业、恒大以及佳兆业接连出现实质性债务违约导致市场恐慌情绪短期内急剧扩散，并掀起高收益级美元债券抛售狂潮，其他板块美元债也受到一定波及，各板块美元债收益率震荡下挫；前期收益率下探幅度较大造成的低基数效应、政府及相关部门出面作出将稳妥化解个别出险企业危机的表态以及监管政策流露出松动现象在一定程度上有效安抚了市场情绪，11 月、12 月中资美元债总回报指数止跌回升。

图 7 2021 年中资美元债市场回报率走势



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

从发行主体行业来看，疫情反复以及信用风险事件不断导致 2021 年各行业中资美元债回报率普遍回调，且房地产美元债回报率跌幅远超其他行业美元债收益率表现。具体来看，2021 年房地产中资美元债的总体回报率为-27.6%，同比大跌 35.6 个百分点，其中投资级房地产美元债回报率较 2020 年下跌 11.2 个百分点至-4.8%，高收益房地产美元债回报率同比暴跌 46.0%至-37.2%；金融机构美元债总体回报率为-10.2%，同比下跌 16.9 个百分点，其中投资级金融机构美元债回报率同比下滑 6.0 个百分点至-0.4%，高收益金融机构美元债全年回报率较上年大跌 31.9%至-24.0%；非金融机构美元债券全年回报率为 1.3%，同比下跌 3.9 个百分点，是本年度唯一呈现正回报的行业板块，其中投资级非金融机构美元债录得 1.1%的全年回报率，较去年下跌 4.9 个百分点，高收益非金融机构美元债收益率同比上涨 4.4%至 4.1%。

表 1 2017-2021 年各板块中资美元债市场回报率变动（%）

	2017	2018	2019	2020	2021
金融机构	4.65	-0.44	10.88	6.61	-10.24
金融机构投资级	3.82	0.99	8.71	5.64	-0.38
金融机构高收益	7.02	-3.05	13.87	7.91	-24.02
非金融机构	5.24	-1.39	8.81	5.19	1.28
非金融机构投资级	4.95	-0.15	9.41	5.97	1.08
非金融机构高收益	7.49	-7.13	5.26	-0.30	4.13
房地产	6.66	-2.21	13.72	8.00	-27.61
房地产投资级	5.85	-0.39	11.46	6.35	-4.84
房地产高收益	7.07	-3.07	14.89	8.72	-37.24

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

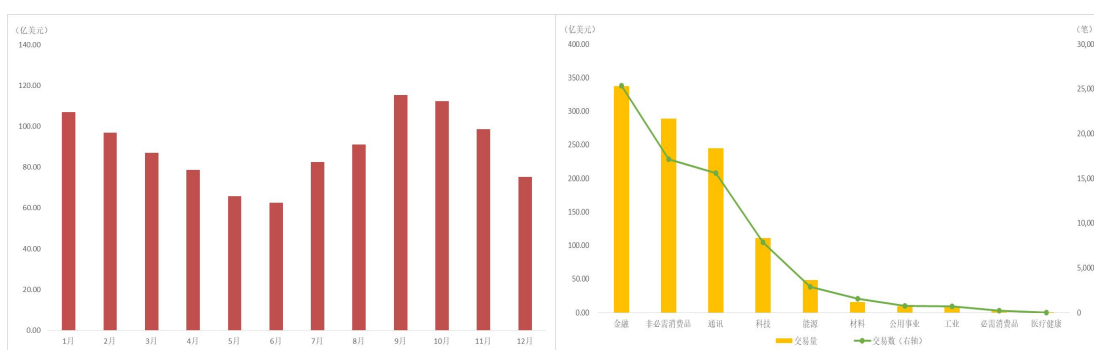
“南向通”上线显著提升中资美元债市场交投活跃度，金融美元债是全年交易热点

2021 年 9 月 24 日，债券通“南向通”落地，进一步丰富了内地与香港两地投资者可配置资产范围。截至 2022 年 1 月 19 日，“南向通”共包含标的债券 3,926 只（不包括国债），总规模高达 9,824.3 亿美元，其中美元计价债券 8,413.5 亿美元，占“南向通”流通总额的 85.7%，是内地投资者南下进行离岸资产配置的主要标的债券类型。“南向通”上线后对中资美元债交易活跃度起到明显提升作用，9 月和 10 月中资美元债单月交易量分别达到 115.2 亿和 112.4 亿美元，接连创下年内最高和次高单月交易纪录，四季度因风险事件不断导致中资美元债交投活跃度明显转淡。

2021 年中资美元债共达成交易 72,042 笔，累计交易额高达 1,062.9 亿美元，月均交易量在 90 亿美元附近，其中金融债⁶（包括地产债）是中资美元债市场交易热度最高的债券种类，年度交易额达 337.4 亿美元，占总交易额的 31.7%，非必需消费品美元债和通讯美元债也是热门交易券种，年交易额分别为 288.6 亿和 244.6 亿美元，三者交易量合计占总交易量的 80%以上。

图 8 2021 年中资美元债月交易量（左）及年行业交易量排名

⁶：按彭博 BICS 1 级分类。



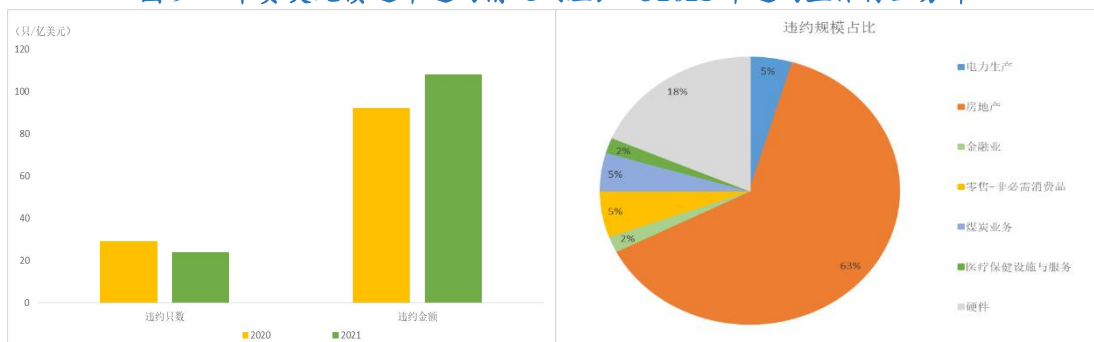
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

2021 年中资美元债违约规模明显上升，信用风险事件主要集中在房地产行业

2021 年，中资美元债市场共有 24 期债券违约，较上年减少 5 期；合计涉及金额 108.0 亿美元，同比增长 17.3%，违约金额较 2020 年明显增加。

从行业分布来看，2021 年中资美元债信用风险危机主要来自房地产板块。2021 年共有 16 期房地产美元债违约，占违约债券总期数的比重同比大增 46.0 个百分点至 66.7%；合计违约金额占违约债券总额的比重较 2020 年跳涨 43.9%至 62.9%，违约主体行业集中度显著上升。房地产企业在 2021 年频繁暴雷主要是由于近两年监管调控政策不断收紧、企业面临的资金链压力日益增大，部分房地产企业因在前期盲目扩张、大量举债导致近期集中兑付债务规模十分庞大，违约风险急剧升温。杠杆普遍偏高的房地产企业受“三档四线”监管新规落地影响债务融资能力大幅削弱，而境内金融机构因管控政策趋严大幅收紧对房企放贷进一步加重房地产企业资金压力，个别重度依赖债务融资“借新还旧”的房地产企业因经营资金获取难度明显加大流动性压力陡增，最终因补充资金到位不及时造成流动性枯竭、债券违约，并给市场带来恐慌。

图 9 中资美元债近年违约情况（左）及 2021 年违约主体行业分布



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

四、2022 年中资美元债市场展望

美联储加速收紧货币政策且可能多次加息的市场预期将继续推升美债收益率，而中国稳健的货币政策或趋向宽松，中美货币政策方向背离预计将使中美国债收益率利差保持当前收窄趋势，并进一步减弱美元融资的相对成本优势

美联储在 2022 年 1 月召开的年内首次议息会议上向外界传达了更加强烈的政策转向信号。此次货币政策声明中不再出现“值此充满挑战的阶段，美联储将动用全部工具以支持美国经济”这一表述；除此之外，自主席鲍威尔在其连任听证会上首次给出了可能的缩表时间安排之后，美联储在此次议息会议中还公布了《缩减美联储资产负债表规模原则》，表示将大幅缩减资产负债表规模，重申加息在前、缩表在后，并强调加息仍是其调整货币政策立场的主要方式。美联储对货币政策即将转向更加明显的暗示、美国通胀继续高位盘旋以及劳动力市场表现强劲均为美联储在 3 月大幅加息提供了支持，预计 2022 年美联储的加息幅度和频率将较此前预期更为激进。多位具有投票权的美联储重量级官员公开发表了对尽早加息、年内至少加息 3 次的支持言论，进一步加固市场对美联储将加速收紧货币政策的预期。按照最新公布的购债节奏，美联储或于一季度末结束 Taper 并启动首次加息，美债收益率仍存较大上探空间；此外，若拜登“重建美好未来”法案在两党磋商后获得参议院通过、美国经济表现持续向好，则可为美债收益率进一步上行提供动能，预计 2022 年各期限美债收益率总体表现为波动上涨。

2021 年 12 月召开的 2022 年中央经济工作会议中要求继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，2022 年稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。2022 年 1 月中旬，继去年 12 月落实全面降准、定向降息后中国央行将 1 年期 MLF 和 7 天逆回购利率分别下调 10 个 BP 至 2.85% 和 2.10%，实现全面降息；并在 20 日将 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 报价分别下调 10 个和 5 个 BP 至 3.70% 和 4.60%，再次向外界释放鼓励企业增加信贷的积极信号。在中国经济下行压力持续加大的背景下，央行降息政策表明货币政策逆周期调控的力度加大，预计在 2022 年央行稳健的货币政策或将趋向宽松，推动融资成本小幅下行。在中美实施反向货币政策的背景下，2022 年中美国债收益率利差有望进一步收窄，美元债务融资相对成本优势大概率将被进一步削弱。

2022 年，中国经济保持稳健增长、国际收支优势有望延续等因素将对人民币汇率形成支撑，预计 2022 年人民币汇率在春节期间集中换汇需求得到满足后将加大波动幅度，且中美货币政策呈现反向走势或将导致美元对人民币波动上涨可能性更大，但对中资美元债券市场的影响预计有限。

监管政策有望出现松动或将修复中资美元债一级市场发行表现，“南向通”预计将从需求端提升中资美元债市场长期活力，作为交易热度较高、市场建设完备的成熟离岸债券市场，中资美元债市场将在 2022 年迎来新的机遇

2021 年 12 月，中国人民银行联合银保监会共同发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励优质的房地产企业兼并收购存在资金周转困难的大型房地产企业的优质项目，试图化解部分高杠杆房地产流动性危机、防范信用风险进一步外溢。中国人民银行行长易纲表示在稳妥化解个别企业风险的同时将满足房地产企业的正常融资需求，引导房地产市场形成新发展模式。自房地产企业集中暴雷以来，中国央行及地方政府已先后多次向外界传达将控制个别企业风险、阻断其扩散的决心，试图安抚市场情绪，考虑到当前仍有较多房地产企业出现信用风险事件的概率较高，监管层或在未来一段时间内放松部分融资或资金管理要求，以帮助房地产企业减轻短期流动性压力、降低再融资难度，部分高杠杆企业在获得喘息后有望通过进行新一轮融资以避免出现集中违约及可能的一系列连锁反应，中资美元债市场一级市场发行表现或将被明显修复。

2021 年 9 月，债券通“南向通”正式上线，内地与香港金融市场之间的互联通道进一步拓宽。作为债项种类更多、债券级别区分度更高的离岸债券市场，中资美元债市场在增加内地投资者的投资工具种类选择的同时还兼顾满足不同投资者的风险偏好的条件。长远来看，在信用风险得到充分释放以后，随着投资者情绪恢复稳定、风险资产投资偏好升温，中资美元债市场有望借助“南向通”改善市场长期交易活跃度和流动性，并建立更加良性的市场循环，“南向通”将从需求端持续为中资美元债市场增加交投活力。

面对 2022 年债务到期高峰，以高收益级美元债为主的房地产板块或因个别企业流动性持续恶化出现部分信用风险事件，投资者仍对市场风险保持较高警惕

2022 年，中资美元债市场共有逾 1,600 亿美元债务到期，是近 5 年债务到期规模最高峰。从行业分布来看，2022 年到期债务主要来自房地产业、金融业、工业其他、勘探及生产和公用设施，其中房地产板块到期美元债 162 只，合计金额 564.78 亿美元，占全年到期总额的 33.57%；金融板块到期美元债 213 只，合计金额 562.19 亿美元，占全年到期总额的 33.41%，是 2022 年偿付规模最大的两个板块。由于房地产到期美元债主要集中在投机级、且行业回款特性和监管限债要求导致民营企业普遍面临资金链压力偏高的局面，而金融到期美元债评级以 A 档级别居多，预计 2022 年房地产板块仍将是信用风险暴露的主要阵地。

随着 2022 年年初房地产美元债到期增多，越来越多的房地产企业选择以交换要约的方

式对到期债务进行展期，以避免陷入实质违约境地。荣盛发展、祥生控股、禹洲集团等房地产企业相继在 1 月份达成美元债交换要约，暂时缓解了当前的债务偿还压力。但达成交换要约只是将债务偿还压力延后，在外部融资渠道受阻的情况下，这些企业后续债务偿还仍存在较大不确定性。除此之外，中国奥园、新力控股、雅居乐、中国恒大以及佳兆业等市场热度极高的发行主体均在今年存在多只规模不等的到期美元债券，考虑到中国房地产税政策试点落地渐行渐近，2022 年房屋销售业绩增长将面临较大压力，现房回款周期可能进一步拉长，预计部分企业或因流动性压力持续趋紧、债务偿付能力愈发羸弱等因素继续出现违约事件。

从短期来看，个别流动性脆弱的企业继续出险将使投资者继续保持对信用风险的高度警惕，并可能造成中资美元债二级市场尤其是高收益美元债收益率走势短期内宽幅震荡等影响。从长期来看，信用风险事件集中暴发虽不可避免地给市场带来阵痛，但中资美元债市场在经历风暴的同时也在不断进行“动态清洗”，弱质企业逐渐被动流出将有利于中资美元债市场更加长远、稳健以及优质地发展。随着境内监管要求的适度松动以及信心的逐渐回暖，中资美元债全年发行表现有望企稳。

图 10 中资美元债行业到期分布（左）及 2022 年房地产、金融到期美元债级别分布



数据来源：Bloomberg，联合资信整理
注：数据收集时间截至 2022 年 1 月 7 日

附表：

附表 1 部分监管政策梳理

时间	相关政策
2020 年 2 月	国家发展改革委发布《关于企业申请延长外债备案登记证明有效期事宜的指引》以保障疫情期间企业借用外债平稳有序进行，稳定市场预期。
2020 年 8 月	住房和城乡建设部、中国人民银行召开重点房地产企业座谈会，12 家重点房企出席会议。会上提出三个监管要求：1.剔除预收款的资产负债率不得大于 70%，2.净负债率不得大于 100%，3.现金短债比不得小于 1 倍。监管部门根据各房企对“三道红线”踩线条数，将房企分成“红、橙、黄、绿”四档管理，每降低一档，企业有息负债规模增速上限增加 5%，但最高有息负债年增幅不得超过 15%。根据监管要求，2021 年 1 月 1 日起房企正式进入降杠杆测试期，至 2023 年 6 月底 12 家试点房企的“三道红线”指标必须全部达标，2023 年底所有房企需实现达标。
2020 年 12 月	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，以期增强银行业金融机构抵御房地产市场波动的能力，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，提高银行业金融机构稳健性，该《通知》自 2021 年 1 月 1 日起实施。
2021 年 1 月	国家发展改革委在部分重点行业企业外债座谈会上表示将继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合规合理的外债置换和偿付需求。
2021 年 1 月	中国人民银行发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，设立信贷占比的“两条红线”：对于中资大型银行、中资中型银行、中资小型银行、非县域农和机构、县域农和机构和村镇银行，房地产贷款占比上限分别为 40.0%，27.5%，22.5%，17.5%，12.5%，个人住房贷款上限分别为 32.5%，20.0%，17.5%，12.5%和 7.5%。
2021 年 1 月	中国人民银行、国家外汇管理局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1，通知自发布之日起实施。
2021 年 2 月	自然资源部出台住宅用地分类调控文件，22 个重点城市住宅用地实现“两集中”：集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；集中组织出让活动。
2021 年 3 月	中国银行保险监督管理委员会、住房和城乡建设部、中国人民银行联合发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》，从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强贷款期限管理、加强银行内部管理等 6 个方面促进银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。
2021 年 7 月	住房和城乡建设部联合其他 7 个部门共同出台《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，要求聚焦问题，因城施策突出整治重点，对房地产开发、房屋买卖、住房租赁、物业服务等进行重点整治，力争用 3 年时间，实现房地产市场秩序明显好转。

2021 年 7 月	中国银行保险监督管理委员会出台《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务防范化解工作的指导意见》，要求各银行保险机构打消财政兜底幻觉，强化合规管理、尽职调查，严禁新增或虚假化解地方政府隐性债务。各级监管机构加强监管，建立完善风险监测体系，制定风险应对预案、疏堵结合、精准施策，对新增或虚假化解的银行保险机构和负有责任的个人依法从严处罚。
2021 年 9 月	中国人民银行召开房地产金融工作座谈会，表示要维护房地产市场的健康发展、维护住房消费者的合法权益、谨防局部冲击引发系统性问题。
2021 年 12 月	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会联合发布《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，鼓励银行稳妥有序开展并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。

数据来源：Bloomberg，联合资信整理
注：政策收集时间截至 2021 年 12 月 31 日

附表 2 年度风险事件盘点

涉及主体	信用风险事件
华夏幸福	1 月 13 日，华夏幸福因未能按时向信托公司支付两笔合计 11.4 亿元款项引发市场对其债务状况的关注，穆迪、惠誉分别对其主体级别进行了调降；2 月 1 日，华夏幸福发布公告称公司及下属子公司 52.55 亿元债务逾期，涉及银行贷款、信托贷款等债务形式，未涉及债券、债务融资工具等产品。华夏幸福境内银行贷款违约行为使得市场对其流动性及偿债能力的担忧加剧，投资者对其能否如约偿还 2 月份到期的 5.3 亿美元债券保持高度关注。2 月 26 日，华夏幸福开曼投资有限公司在新加坡交易所发布公告称，截至公告日尚有 5.3 亿美元债未偿付，目前该笔定于 2 月 28 日到期的美元债已构成违约，成为华夏幸福到期违约的首只美元债。随后惠誉下调并撤销了华夏幸福相关评级，穆迪将华夏幸福企业家族评级下调至“Caa3”并将撤销其所有评级。
阳光 100 中国	3 月 2 日，标普将阳光 100 中国主体评级由“CCC-”下调至“SD”，主要由于标普认为阳光 100 以低于面值的价格回购 7.5 亿港元可转换债券这一行为属于困境回购且相当于违约；3 月 4 日，标普因阳光 100 完全回购了 2023 年到期的可转换债券将其主体评级调回“CCC-”，评级展望为“负面”，负面展望主要由于标普认为其 2021 年债务到期压力仍很重，违约风险较高。8 月 10 日，阳光 100 中国控股发布公告称，该公司 2 亿美元可转换债券或构成违约，未偿金额达 5,239 万美元。8 月 12 日，阳光 100 中国发布于 2021 年到期的 2 亿美元、票息为 6.50% 可转换债券和于 2022 年到期金额的 2.196 亿美元、票息为 13.0% 优先绿色票据内幕消息以及暂停 2022 年债券买卖公告。阳光 100 因未能在到期日支付 2021 年债券的本金及溢价，构成违约，该违约事件同时触发阳光 100 于 2022 年到期的 2.196 亿美元的 13.0% 优先绿色票据的交叉违约条款。同日，标普因阳光 100 中国未能如期偿付 8 月 11 日到期的可转换债券本金和利息约 5,239 万美元，且标普认为阳光 100 中国无力在 5 个工作日内偿付债务本息，将阳光 100 中国长期发行人评级再次由“CCC-”下调至“SD”。8 月 25 日，阳光 100 中国发布关于 2021 年债券持续违约以及继续暂停 2022 年债券买卖的公告。随后，标普因阳光 100 未能在原到期日（2021 年 8 月 11 日）起 10 个工作日内履行其可转债本息偿付义务，此行为或导致阳光 100 普遍违约，且可能引发交叉违约并加速包括美元债和境内债务在内的其他债务还款需求，将阳光 100 中国发行人主体评级由“SD”调至“D”。12 月 6 日，阳光 100 中国发布公告称其无法偿还已于 12 月 5 日到期的，票息为 10.50% 的美元优先票据的所有未偿还本金以及任何应计但未付利息，构成实质性违约。
恒大集团	7 月 19 日，广发银行向法院申请冻结恒大地产等 1.32 亿元银行存款；同日，恒大地产集团南京置业 2.29 亿元股权因贷款纠纷被冻结；2021 年 7 月 26 日，标普、惠誉和穆迪出于对恒大融资能力、流动性状况以及即将到期债务规模的考量先后调降其主体级别。作为中资美元债市场热度最高的房地产发行主体之一，恒大因其庞大的债务规模长期受到市场的高度关注，此次负面舆情激起投资者对恒大资产状况的担忧，并带动高收益和房地产板块中资美元债集体下挫。截至 2021 年 9 月 7 日，惠誉将中国恒大集团及其子公司-恒大地产集团有限公司和天基控股有限公司的长期外币发行人违约评级累计多次下调至“CC”，并将中国恒大的高级无抵押评级下调至“C”；穆迪将中国恒大/恒大地产集团有限公司发行人主体评级连续多次调至“Ca”，评级展望维持负面；标普将中国恒大集团及其子公司恒大房地产集团有限公司和天基控股有限公司的信用评级连续下调至“CCC”；同时将恒大发行、天基控股担保的美元票据长期发行评级连续下调至“CCC-”。12 月 3 日，恒大公

	告称未能履行一项金额为 2.6 亿美元的担保义务，出现实质性违约，此为恒大首笔债务违约。12 月 9 日，惠誉确认恒大违约，并将中国恒大集团及其子公司恒大地产集团有限公司和天基控股有限公司的长期外币发行人违约评级从“C”下调至“RD”。
花样年控股	9 月 7 日，市场消息透露花旗和瑞信的私人银行部门已停止接受花样年控股的债券作为抵押物，投资者对花样年资产流动性担忧迅速升温；9 月 16 日，花样年表示近期债券市场表现主要是受到恒大的影响，公司自身并没有流动性问题，并重申公司已为其 10 月 4 日到期的美元债预留好了偿还资金，市场情绪得到短暂安抚；10 月 4 日，花样年控股发布公告称由于公司受疫情反复、行业政策及宏观经济等多重因素的影响，流动性出现阶段性紧张，该公司于当日到期的 2.05 亿美元的票据未能如期支付，构成实质性违约。花样年意外暴雷导致市场避险情绪迅速飞涨、中资美元债各版块出现集体跳水，同时引发投资者对部分信用风险较高发行主体资产实力透明度和财务数据真实性的高度怀疑，标普、穆迪和惠誉继 9 月下调多个中资美元债发行人主体级别后加大力度再次密集下调大批中资美元债发行人主体级别，中资美元债各版块遭遇通杀、收益率接连重挫，其中高收益板块和房地产板块因发行主体频频暴雷受创最为严重，中资美元债市场自此正式进入房地产企业密集违约潮，继花样年之后，新力控股、当代置业等主体相继宣布违约，投资者对信用风险保持高度警惕。
新力控股	9 月 20 日，新力控股因公司高层疑似被诈骗后陷入资金危机等负面舆论的影响股价暴跌；9 月 22 日，惠誉将新力控股长期发行人评级由“B+”下调至“CCC”，理由是在近期负面新闻及其股票和债券价格暴跌之后新力控股为其 10 月 18 日到期的 2.46 亿美元债券进行再融资的可行性正逐步降低，且还反映了该公司再融资计划透明度的下降；9 月 23 日，穆迪考虑到新力控股在未来 6-12 个月的融资渠道紧缩和到期债务状况，认为其极薄弱的流动性可能导致公司无法履行债务偿付义务并构成违约，将新力控股企业家族评级从“B2”下调至“Caa2”，同时列入下调观察名单。10 月 4 日，标普因新力控股未能支付应计利息、且被债权人要求偿还另一笔 7,540 万美元债务将新力控股的长期发行人信用评级从“CCC+”降至“CC”，并继续列入负面信用观察名单，惠誉将新力控股的长期发行人违约评级从“CCC”下调至“C”。10 月 13 日，新力控股发布公告称考虑到当前的流动性状况，其可能无力偿还原定于 10 月 18 日到期的 2.46 亿美元债务本息，公司认为将有可能发生 2021 年债券条款及条件项下的违约事件；同日，穆迪认为新力控股触发违约的可能性增大，将新力控股发行人主体评级从“Caa2”下调至“Ca”，评级展望从“负面观察”调至“负面”。10 月 19 日，标普将新力控股的长期发行人信用评级从“CC”下调至“SD”。12 月 22 日，新力控股发布公告称其逾期的 2.5 亿美元优先无抵押票据的条款及条件订明付款及最后利息付款将于 2022 年 1 月 24 日到期应付。
当代置业	10 月 13 日，穆迪认为当代置业提议征求投资人同意推迟偿原定于 10 月 25 日到期的部分 2.5 亿美元债券的行为反映了其流动性已明显恶化，将其发行人主体评级由“B2”下调至“Caa2”。10 月 26 日，当代置业发布公告称其未能如期足额偿还原定于 10 月 25 日到期、票息为 12.85% 的 2.5 亿美元票据，构成违约。2022 年 1 月 5 日，惠誉因当代置业未能偿付其于 2021 年 10 月 25 日到期、规模为 2.5 亿美元的票据确认当代置业长期本、外发行人评级为“RD”，并随后撤销评级。

佳兆业
集团

10月27日，标普和惠誉出于对佳兆业资本结构、近期到期离岸债务规模和流动性的考量将其长期发行人信用级别和长期外币发行人级别下调至“CCC+”；11月1日，穆迪将佳兆业集团企业家族评级下调至“Caal”，各评级机构先后下调佳兆业主体级别的行为引发市场对佳兆业资产流动性和偿债能力的各种猜测和担忧。11月4日，佳兆业发布《关于锦恒财富产品逾期兑付的说明》称由锦恒财富发行、佳兆业集团担保的产品出现兑付逾期，投资者对其能否如约足额偿付即将在12月到期美元债的担忧急剧升温。11月25日，佳兆业发布公告称因无法偿付2021年12月7日到期的4亿美元境外债，提议投资人该债券交换成2023年6月到期的新债券以避免违约，坐实流动性紧张传闻；12月3日，佳兆业发布公告称其所提议的票据要约交换失败；12月20日，佳兆业发布公告称其所发行的本金4亿美元，利息为6.5%的优先票据已于2021年12月7日到期，佳兆业未于当日支付本金及1,292.78万美元的应付利息，官宣违约。除此之外，佳兆业其他2笔票据产生的合计8,837.63万美元利息已过30天支付宽限期仍未到期兑付，也已构成实质性违约。

数据来源：Bloomberg，联合资信整理
注：事件跟进时间截至2022年1月5日