

# 一级市场发行有所企稳， 二级市场受避险情绪影响依旧低迷

——2022 年一季度中资美元债研究报告



2022 年 4 月 25 日

## 联合资信评估有限公司

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

## 一级市场发行有所企稳， 二级市场受避险情绪影响依旧低迷

——2022 年一季度中资美元债<sup>1</sup>研究报告

联合资信评估股份有限公司 主权部

### 摘要

2022 年一季度，美国因通胀高企而开启货币政策收紧步伐，中国稳健的货币政策趋向宽松，两国货币政策周期不一致导致中美利差进一步收窄，美元债融资成本优势有所减弱，对于中资发行人的吸引力有所降低。美联储加息叠加地缘政治风险升级，带动美元币值大幅走高，中国一季度外贸强劲对人民币汇率形成有利支撑，为中资美元债发行提供相对稳定的汇率环境。

从一级市场发行情况来看，2022 年一季度，中资美元债共发行 216 期，发行规模共计 378.4 亿美元，环比上涨 3.0%，但同比下降 29.3%。从发行主体看，金融板块依旧是本季度的发行主力，发行规模显著上涨；城投受境内融资政策收紧和外债管理政策放松的双重影响，同比与环比表现分化；虽然房地产板块信用风险事件持续发酵，但在相关利好政策的支持下呈现一定企稳态势。从发行票息看，受美联储货币政策转向的影响，中资美元债发行成本环比上扬；因房地产行业信用风险事件持续发酵，房地产板块平均票息创 2019 年二季度以来的新高。从发行方式看，中资美元债发行方式虽仍以非公开发行的 RegS 为主，但其他发行方式的债券出现明显上扬；从发行架构看本季度选择直接发行的债券规模超过了担保发行的债券规模，采用备用信用证发行的债券明显增多。从债项评级看，随着备用信用证发行架构的增多，市场评级需求有所减弱，无评级发行债券明显上涨；投资级和无评级债券的发行主体主要集中在金融领域。从二级市场表现来看，受美联储货币政策收紧以及俄乌地缘政治冲突爆发的影响，市场避险情绪走高，叠加由地产板块引发的信用风险事件仍在继续发酵，共同导致中资美元债二级市场回报率继续下跌。

展望 2022 年二季度，在中美货币政策分化走势下，中美国债利差在二季度或将继续收窄，甚至会出现倒挂的情况，中资美元债的融资成本优势将遭到进一步削弱；人民币兑美元汇率预计二季度会稳中偏弱，对中资美元债发行产生一定影响。监管对境外发债分类管理的意图显现，房地产监管政策趋暖带动信贷环境有所改善，预计二季度房企中资美元债将发行情况将有所回升；城投企业在严格的境内监管政策下，区县级和地级市向海外融资

<sup>1</sup> 中资美元债又称“功夫债”，指在离岸债券市场由中资企业发行的美元计价债券。本文中资美元债是根据彭博“功夫债”板块数据，按发行币种为美元、风险涉及国家定义为中国（即主要业务在中国）、排除 CD（银行同业存单）筛选。

的意愿或有所上扬，预计 2022 年城投美元债发行量将稳步增长。房地产板块将在二季度迎来兑付小高峰，预计 2022 年房地产板块融资的刚性需求增强，但不同资质主体的信用环境存在较大差异；城投板块将在四季度面临集中兑付的压力，美元债规模存量较高且信用等级较低的发行主体将面临一定程度的再融资风险。

## 一、中资美元债发行市场环境

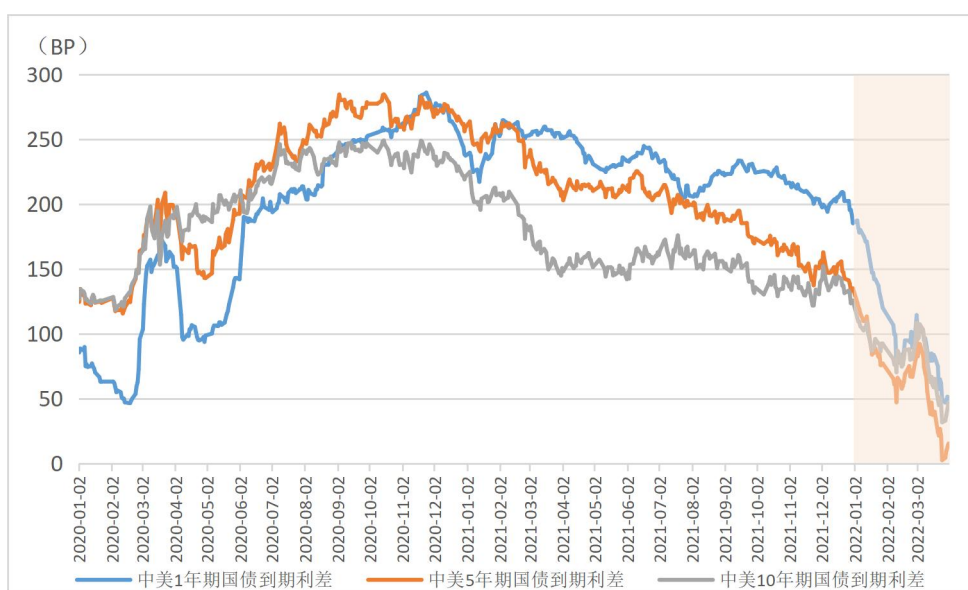
**美国因通胀高企而开启货币政策收紧步伐，中国稳健的货币政策趋向宽松，两国货币政策周期不一致导致中美利差进一步收窄，美元债融资成本优势有所减弱，对于中资发行人的吸引力有所降低**

2022 年一季度，随着美国经济数据持续转好以及失业率逐步回落至疫情前水平，遏制持续超预期上涨的通胀水平成为美联储货币政策的核心。美国通胀水平自 2021 年 12 月突破 7% 后一路继续攀升，截至 2022 年 3 月美国通胀水平已经上涨至 8.5%，创 1981 年以来新高。持续的高通胀使得生产端和消费端两端承压，或令美国经济陷入“滞胀”的风险，因此美联储货币政策的转向进程更加紧迫。自 2021 年末以来，市场对美联储 3 月加息的预期逐步增强，相应带动各期限美债收益率大幅上行。3 月 16 日，美联储货币政策委员会投票后决定，将联邦基金利率的目标区间上调 25 个 BP 至 0.25%~0.50%，这是美联储自 2018 年 12 月以来的首次加息。美联储正式开启加息步伐，进一步带动各期限美债收益率走高。截至 3 月末，1 年期、5 年期和 10 年期美债收益率分别升至 1.63%、2.42% 和 2.32%，季度内涨幅分别达 124 个、116 个和 80 个 BP，纷纷回升至疫情前水平。

2022 年 1 月和 2 月中国经济有所企稳，但 3 月多地疫情再度暴发并蔓延至 28 个省市，各地管控举措升级使得中国经济面临需求收缩、供给冲击以及预期转弱三重压力。在此背景下，一季度中国央行稳健的货币政策趋向宽松，将中期借贷便利（MLF）和公开市场逆回购操作的中标利率均下调 10 个 BP，以保障市场流动性的合理充裕。央行的关键利率走低带动各期限国债收益率下降，截至 3 月 31 日，1 年期、5 年期和 10 年期中国国债收益率分别下降至 2.13%、2.57% 和 2.79%，较年初均小幅下降。

综合来看，在中美货币政策分化的影响下，中国债券利率与美国债券利率的利差明显收窄。2022 年一季度，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债年内平均利差分别达到 106.84 个、67.71 个和 81.43 个 BP，较 2021 年四季度平均利差分别收窄 102.54 个、87.52 个和 54.63 个 BP，且中美利差处于近年来的低位，美元债融资成本的比较优势进一步减弱，对于中资发行人的吸引力有所降低。

图 1 中美各期限国债利差率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

### 美联储加息叠加地缘政治风险升级，带动美元币值大幅走高，中国一季度外贸强劲对人民币汇率形成有利支撑，为中资美元债发行提供相对稳定的汇率环境

2022 年一季度，美国经济持续保持了强劲的复苏势头，与其他主要经济体疲软经济走势形成明显对比，3 月美国制造业和服务业 PMI 纷纷走高至 58% 以上，分别创去年 11 月以及去年 10 月以来的新高，美国制造业和服务业活力增强对美元形成有利支撑。随着美联储货币政策转向紧缩，3 月美联储宣布加息 25 个 BP 的举措结束了美国自 2018 年 12 月以来的宽松货币政策，美元流动性收紧带动美元币值走强。此外，俄乌冲突爆发对全球能源和粮食供应造成显著冲击，导致国际投资者的避险情绪走强，美元的避险属性受到追捧，对美元币值形成一定支撑。截至 3 月 31 日，美元指数升至 98.3618，较年初上涨 2.2%。

另一方面，一季度中国对外贸易表现强劲，出口总额上升至 5.2 万亿元，同比大幅增长 13.4%，带动外汇市场上对人民币的需求，对人民币币值形成一定支撑。此外，在俄乌冲突爆发的背景下，人民币的避险属性也有所增强。截至 3 月 31 日，美元兑人民币汇率收于 6.3482，较年初小幅下跌 0.5%，人民币呈现升值走势，凸显出人民币币值的稳定性。整体看，美元币值走强以及人民币币值趋稳为中资美元债发行提供了相对稳定的汇率环境。

图 2 2020 年以来美元指数（左图）及人民币汇率走势情况





资料来源：Wind，联合资信整理

**房地产板块因自身信用风险持续发酵，一级市场发行继续承压，随着房地产监管政策趋松的意图有所显现，市场情绪得到一定程度的缓和；受境内城投融资政策和外债管理政策两方面因素影响，城投企业发行美元债的需求和意愿均稳中有增**

从房地产板块看，一季度房地产中资美元债发行受到信用事件持续发酵以及政策压力边际缓和的叠加影响。一方面，房地产市场信用风险事件仍在继续发酵，对一级市场发行情况持续产生影响。1月19日，中国奥园发布公告表示，将不会支付1月20日到期的美元债剩余本金和利息，也不会支付2023年和2024年的4亿美元债的最新一期利息，超出市场预期。2月，正荣集团宣布无力赎回其2亿美元的永续债，并对其2022年到期的5笔美元债发起要约，引发其股债双杀。3月，融创中国发布公告称，无法兑付分别于4月到期的“20融创01”的本息和“21融创03”的利息，市场悲观情绪进一步扩散。本季度房地产企业仍在继续暴雷，其中不乏多家千亿级别房地产企业，对市场情绪造成严重影响。此外，本季度多家房企发布公告推迟披露年度报告并替换审计机构，对市场信心也形成一定程度打击，投资者信心大幅下挫、避险情绪急剧上升，导致中资美元债发行市场环境仍旧承压。另一方面，地产行业政策从2021年四季度的“租购并举”的多样化发展模式，到2022年一季度的出险企业项目的承债式收购不再计入“三条红线”、再到中国央行和银保监会发布了《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》，都显现出宏观层面对房地产融资监管的放松意图，起到缓和 market 情绪的作用。

从城投板块看，城投发行美元债主要受境内城投融资政策和外债管理政策两方面因素影响。境内融资政策方面，2021年12月中央经济工作会议再度强调了地方政府隐性债务风险问题，要求党政机关要坚持过紧日子，严肃财经纪律，坚决遏制新增地方政府隐性债务，趋紧监管政策持续。1月国务院发布2号文件《关于支持贵州在新时代西部大开发上闯新路的意见》，其中第二十九条提出“严格政府投资项目管理”、“加大财政资源统筹力度，积极盘活各类资金资产”、“在不新增地方政府隐性债务的前提下，允许融资平台

公司对符合条件的存量隐性债务，与金融机构协商采取适当的展期、债务重组等方式维持资金周转”以及“完善地方政府债务风险应急处置机制”等措施，首次对地方政府防范债务风险进行了具体指导，城投板块国内融资环境有所趋严。不难看出，城投境内的融资政策环境趋于紧张，在一定程度上增强了城投发行人的境外融资需求。外债管理政策方面，2022 年 2 月，国家发改委发文称：“将继续鼓励和支持优质企业合理利用中长期外债用于科技创新、先进制造、绿色发展、新型基础设施等重点领域，积极引导企业优化外债利率和期限结构，坚决遏制新增地方政府隐性债务，有效防范外债风险。”从中可以看出，外债管理政策遵循稳中求进的主基调，同时表现出一定分化特征，政策依然支持优质城投企业发行外债以增强自身发展，但对于债务压力较大或资质较弱的企业强调其债务管理和风险。整体看，境内融资政策收紧和外债管理政策的放松都会对城投美元债产生一定影响，在双重因素拉锯下，城投企业发行美元债的需求和意愿均稳中有增。

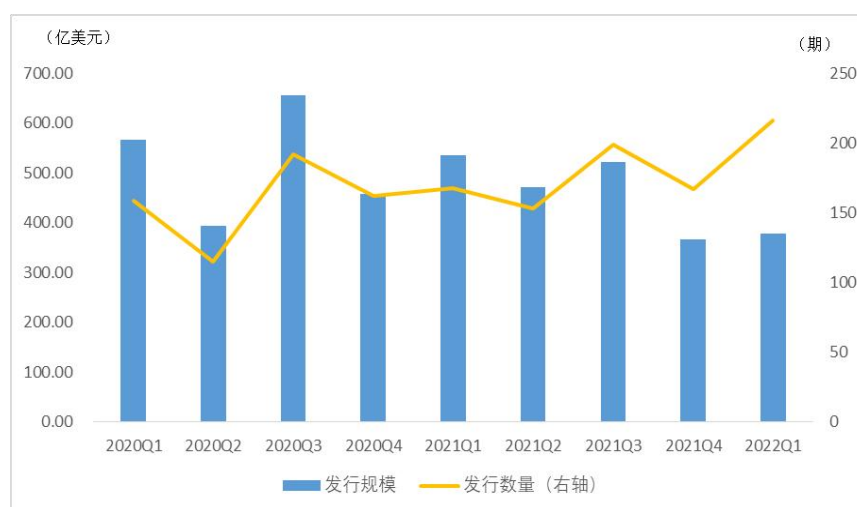
## 二、中资美元债一级市场发行情况<sup>2</sup>分析

**虽然本季度中资美元债发行依然受到地产信用风险持续发酵的影响，但受益于地产融资政策压力的边际缓和以及中资美元债发行人再融资需求走强，本季度中资美元债发行有所企稳**

2022 年一季度，一级市场共发行 216 期中资美元债，环比和同比分别增长了 29.3%和 28.6%；发行规模达到 378.4 亿美元，环比上涨 3.0%，但同比下降 29.3%。总体来看，虽然本季度中资美元债发行依然受到地产信用风险持续发酵的影响，但受益于地产融资政策压力的边际缓和以及中资美元债发行人再融资需求走强等因素，本季度中资美元债发行有所企稳。从单月情况看，1 月是中资美元债的发行旺季，在美元流动性仍较为充裕以及海外融资成本较低的背景下，中资美元债发行 73 期，合计 170.6 亿美元。2 月，受到春节假期的影响，中资美元债发行数量明显下滑，发行期数和规模纷纷下降至 41 期和 52.3 亿美元。3 月，受到年内债务到期兑付高峰临近的影响，企业再融资需求走高，中资美元债发行数量和规模也有所回升企稳，分别回升至 102 期和 155.6 亿美元。

图 3 中资美元债发行情况

<sup>2</sup> 所有数据统计以发行日期为准。



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

**金融板块依旧是本季度的发行主力，发行规模显著上涨；城投受境内融资政策收紧和外债管理政策放松的双重影响，同比与环比表现分化；虽然房地产板块信用风险事件持续发酵，但在相关利好政策的支持下呈现一定企稳态势**

从发行主体行业分布<sup>3</sup>看，金融板块成为本季度的发行主力，发行规模占总发行规模的 46.4%，其中银行业占总到总发行规模的 20.3%；其次为城投板块，占总发行规模的 16.4%；最后为房地产板块，占到总发行规模的 11.4%。

具体来看，本季度金融机构美元债共发行 123 期，发行规模合计 175.7 亿美元，发行规模环比和同比分别上涨 27.2% 和 38.3%。本季度金融机构美元债发行有所走高主要是因为中国央行稳健的货币政策趋向宽松对信贷增长起到一定推动作用，使得银行负债端有所承压，银行发行美元债有利于缓解其流动性压力，带动金融美元债发行走强。

城投美元债方面，本季度城投美元债共发行 46 期，发行规模合计 61.9 亿美元，同比上涨 15.8%，但环比下降 39.8%。本季度城投美元债受境内融资政策收紧和外债管理政策放松的双重影响，城投主体发行美元债的需求和意愿稳中有增，带动同比增幅明显上涨；但由于 2021 年四季度城投美元债发行规模创历史新高，高基数效应导致环比增幅显著下滑。

房地产美元债方面，本季度房地产板块的发行期数为 18 期，发行规模为 43.3 亿美元，发行规模同比大幅下滑 76.5%，主要是因为 2021 年下半年地产信用风险事件持续发酵，市场恐慌情绪上升且大多投资人持观望态度，导致房地产企业发债难度依然较大；本季度地产板块的发行规模较去年四季度上涨 15.3%，表明在相关利好政策的支持下，房地产美元债的发行呈现一定企稳态势。

图 4 2022Q1 中资美元债发行主体行业分布（左图）及近年各板块美元债发行趋势

<sup>3</sup> 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

## 受美联储货币政策转向的影响，中资美元债发行成本环比上扬；因房地产行业信用风险事件持续发酵，房地产板块平均票息创 2019 年二季度以来的新高

2022 年一季度，中资美元债平均发行票息<sup>4</sup>为 3.3%，同比下滑 89.5 个 BP，但环比上涨 36.9 个 BP，本季度发行成本小幅上升，主要受到美联储货币政策收紧抬升美债收益率的影响。

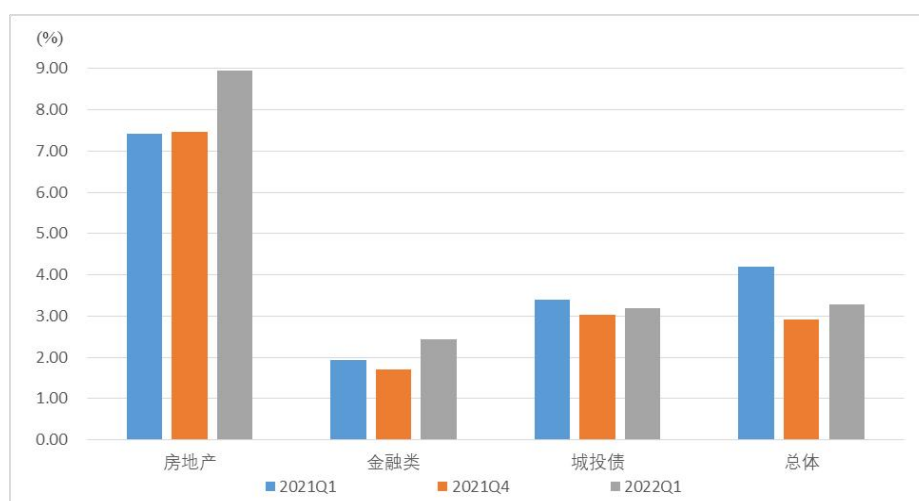
分行业来看，房地产依旧是发债成本最高的行业，本季度平均发行票息为 8.9%，环比和同比分别大幅上涨 148.2 个和 152.0 个 BP，创 2019 年二季度以来的新高；在发行利率处于 10%及以上高利率区间的 10 期债券中，房地产行业债券有 8 期，其中中国瑞置业的发行票息高达 14.3%，上坤地产、银城国际控股、祥生控股集团、景瑞控股和大发地产等 6 家地产企业发行票息也在 12%以上。金融类中资美元债发行利率也呈现上升趋势，本季度平均发行票息为 2.4%，环比和同比分别上涨 72.2 个和 50.4 个 BP；城投美元债本季度平均发行票息为 3.3%，环比上涨 15.6 个 BP，但同比下滑 20.7 个 BP。

从票息类型来看，本季度中资美元债票息类型保持稳定，主要有固定票息、浮动票息、拨款以及零息四种类型，其中大部分中资美元债仍以固定利率发行为主。具体来看，固定利率债券发行规模达到 347.6 亿美元，占总规模的 91.9%，环比上涨 4.8 个百分点，但同比下滑 2.8 个百分点；浮动利率债券发行规模为 1.4 亿美元，占总规模的 0.4%，环比下滑 1.2 个百分点，但同比上涨 0.3 个百分点。

图 5 中资美元债主要行业平均加权票息对比

<sup>4</sup> 除付息债券，下同。





资料来源：Bloomberg，联合资信整理

**中资美元债发行方式虽仍以非公开发行的 RegS 为主，但其他发行方式的债券出现明显上扬；从发行架构看本季度选择直接发行的债券规模超过了担保发行的债券规模，采用备用信用证发行的债券明显增多**

从发行方式来看，RegS<sup>5</sup>以发行成本低、流程快的优势仍然是中资美元债发行方式首选，但选择其他发行方式的债券明显增多。具体来看，本季度以非公开发行的 RegS 的债券规模达到 314.7 亿美元，占本季度总规模的 83.2%，环比下滑 3.0 个百分点，但同比上涨 2.9 个百分点；本季度选择 144A 发行方式的中资美元债，发行规模为 32.5 亿美元，占总规模的 8.6%，环比和同比下降 1.2 个和 1.0 个百分点；采用其他发行方式的债券规模达 31.3 亿美元，占本季度总规模的 8.3%，环比和同比分别上涨 4.2 个和 7.4 个百分点；此外，本季度无中资美元债选择 SEC 公开发行方式。

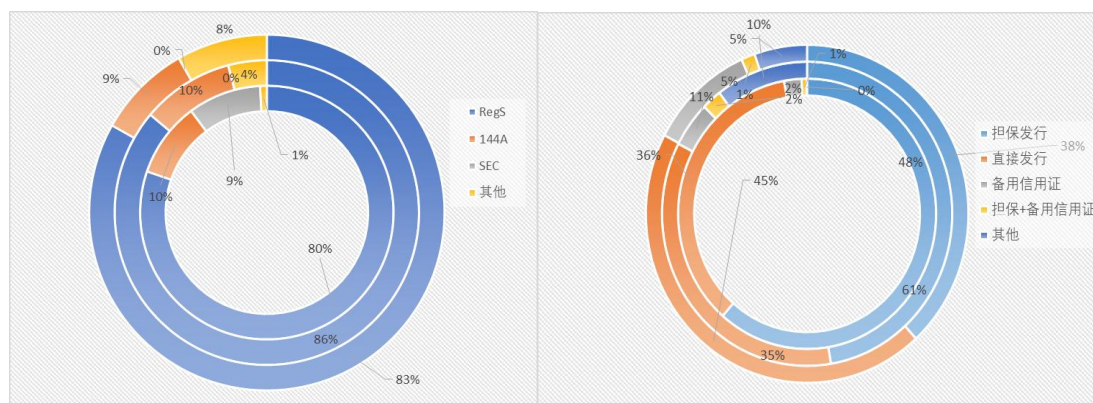
从发行架构<sup>6</sup>看，2022 年一季度，担保发行和直接发行仍是中资美元债最主要的两种发行架构。具体来看，采用直接发行的债券发行金额达到 168.4 亿美元，占总规模比为 44.5%，环比和同比分别上升 9.2 个和 8.7 个百分点，首次超过担保发行的债券规模；采用担保发行的发行规模达到 144.6 亿美元，约占总发行规模的 38.2%，环比和同比分别下滑 9.2 个和 23.1 个百分点；采用备用信用证发行的债券的发行规模达 40.2 亿美元，占总规模的 10.6%，环比和同比上涨 5.8 个和 8.4 个百分点，由于备用信用证发行架构采用境内银行背书的方式对债券形成一定外部信用支撑且成本相对较低，因此在房地产信用风险外溢的背景下，采用备用信用证发行架构的方式正逐步受到投资人青睐；采用担保+备用信用证的债券发行规模

<sup>5</sup> 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

<sup>6</sup> 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构、维好协议发行、备用信用证发行和担保+备用信用证发行等。

达 5.2 亿美元，占总规模的 1.4%，环比下滑 0.8 个百分点，但同比上涨 0.8 个百分点；此外，本季度没有以维好架构以及担保+维好双重架构增信的中资美元债，表明市场对于维好架构的增信作用越来越不认可。

图 6 中资美元债发行方式（左图）及发行架构分布（发行规模占比，%）



注：内、中、外圈分别代表 2021Q1、2021Q4 和 2022Q1 数据

资料来源：Bloomberg，联合资信整理

### 随着备用信用证发行架构的增多，市场评级需求有所减弱，无评级发行债券明显上涨；投资级和无评级债券的发行主体主要集中在金融领域

从评级状况来看，2022 年一季度中资美元债无评级<sup>7</sup>发行规模为 140.7 亿美元，占总发行规模的 37.2%，环比和同比分别上涨了 0.4 个和 4.3 个百分点。本季度采用备用信用证发行的企业明显增多，银行信用背书有助于对债券进行增信，得到投资人的认可和青睐，使得市场评级需求有所下降，因此无评级发行规模有所增加。

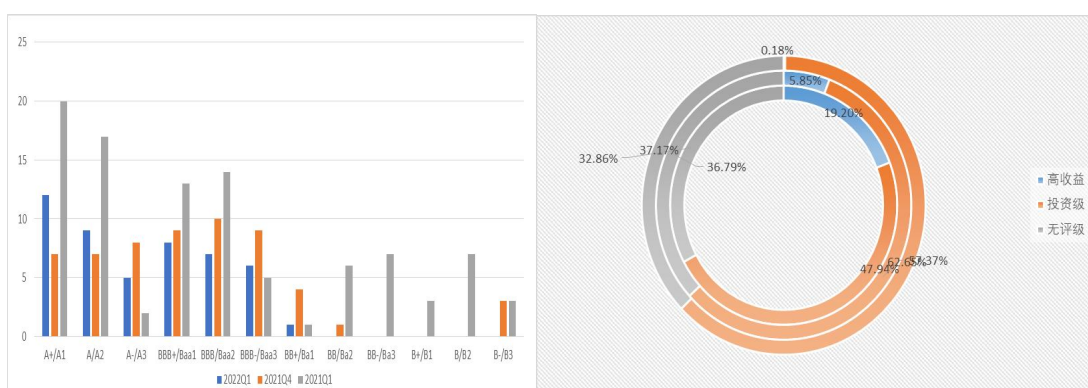
在有评级的中资美元债中，2022 年一季度投资级中资美元债发行规模为 237.1 亿美元，合计占总发行规模的 62.7%，环比和同比分别上涨了 5.3 个和 14.7 个百分点。此外，高收益中资美元债（BBB-级以下<sup>8</sup>）受信用风险事件持续发酵的影响而发行骤减，本季度发行规模仅为 0.7 亿美元，占总发行规模的 0.2%，环比和同比分别下滑 5.7 个和 19.0 个百分点。

从行业分布来看，本季度投资级和无评级债券发行主体行业虽都相对较为分散，但均以金融类为主。其中，投资级金融类中资美元债发行规模为 131.5 亿美元，占到投资级发行总规模的 55.5%；无评级金融类中资美元债发行规模为 43.5 亿美元，占到无评级发行总规模的 30.9%。本季度房地产类中资美元债主要分布在无评级和投资级，规模分别为 34.8 亿美元和 8.5 亿美元，无高收益债券发行。

图 7 中资美元债债项级别分布

<sup>7</sup> “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

<sup>8</sup> 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。



注：内、中、外圈分别代表 2021Q1、2021Q4 和 2022Q1 数据（按发行规模统计）  
资料来源：Bloomberg，联合资信整理

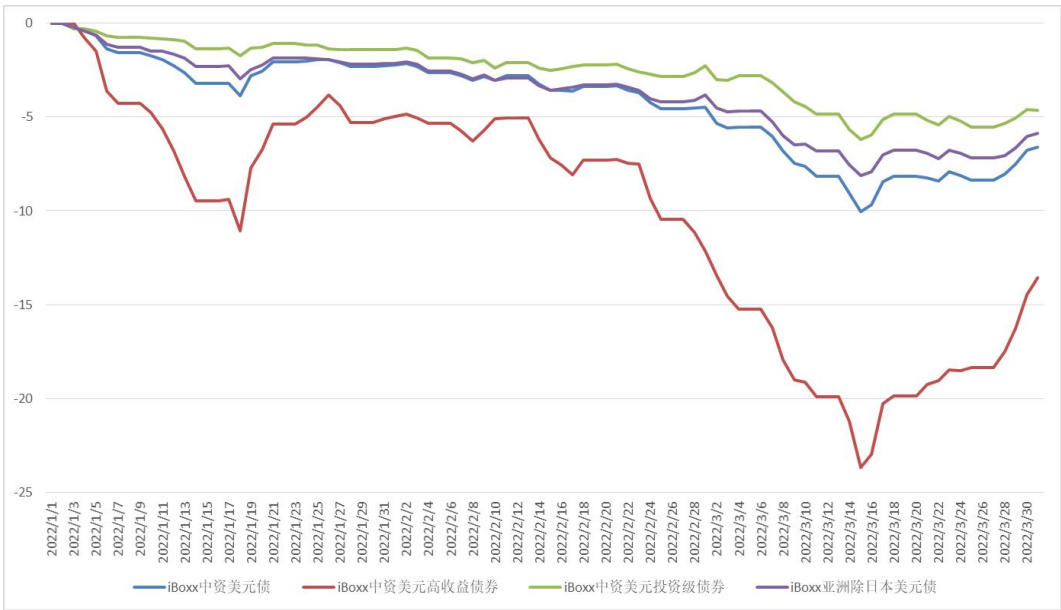
### 三、中资美元债二级市场表现

**受美联储货币政策收紧以及俄乌地缘政治冲突爆发的影响，市场避险情绪走高，叠加由地产板块引发的信用风险事件仍在继续发酵，共同导致中资美元债二级市场回报率继续下跌**

2022 年一季度，从宏观环境上看，受美联储加速货币政策调整以及俄乌冲突爆发的影响，投资者避险情绪得到明显增强，对中资美元债的投资需求有所下降。中国 3 月疫情再度蔓延且政府采取严格的疫情防控举措，对中国经济增长以及部分中资企业复工复产造成一定影响，国际投资者对中资企业表现稍有悲观。另一方面，本季度信用风险事件仍在持续发酵，其中中国奥园、正荣地产和融创中国等爆发的信用风险事件进一步加重了市场的担忧情绪，多重因素作用下本季度中资美元债回报率延续了下跌走势。但 3 月中旬，多部委联合发声对市场情绪起到一定提振作用，各板块中资美元债回报率也随之应声上涨，其中高收益中资美元债涨幅较大。

具体来看，一季度 Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率继续录得负值，为-6.6%，环比和同比分别下跌 3.4 个和 5.9 个百分点，主要受避险交易情绪所致。其中，高收益中资美元债一季度回报率也继续下跌至-13.6%，环比和同比分别下跌 2.1 个和 12.9 个百分点；投资级中资美元债本季度回报率继续保持负收益（-4.6%），环比和同比分别下跌 4.2 个和 3.9 个百分点。

图 8 2022Q1 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

分行业来看，虽然自 2021 年四季度以来，中国房地产政策有所放松，但信用风险事件频发仍对市场情绪产生主导影响，市场观望态度显著，使得本季度地产行业总回报继续下跌至-19.5%，环比和同比下跌 3.6 个和 18.3 个百分点，其中高收益债券回报率为-27.3%，投资级债券回报率为-8.3%。市场避险情绪下，金融机构本季度回报率为-7.6%，环比和同比分别下跌 2.2 个和 7.1 个百分点，其中高收益债券和投资级债券回报率分别为-15.2%和-3.8%。非金融机构行业本季度总回报率下跌至-5.3%，环比和同比分别下跌 5.1 和 4.2 个百分点，其中投资级债券总回报率为-5.5%，高收益债券回报率为-2.4%。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

|           | 2022Q1 | 2021Q4 | 2021Q1 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 金融机构      | -7.56  | -5.35  | -0.47  |
| 金融机构-投资级  | -3.81  | -0.69  | -0.18  |
| 金融机构-高收益  | -15.18 | -13.05 | -0.85  |
| 非金融机构     | -5.25  | -0.14  | -1.10  |
| 非金融机构-投资级 | -5.46  | -0.16  | 1.31   |
| 非金融机构-高收益 | -2.41  | 0.14   | 1.82   |
| 房地产       | -19.45 | -15.80 | -1.10  |
| 房地产-投资级   | -8.34  | -4.87  | 0.03   |
| 房地产-高收益   | -27.30 | -21.90 | -1.52  |

资料来源：Bloomberg，联合资信整理



#### 四、2022 年中资美元债市场展望

**在中美货币政策分化走势下，中美国债利差在二季度或将继续收窄，甚至会出现倒挂的情况，中资美元债的融资成本优势将遭到进一步削弱；人民币兑美元汇率预计二季度会稳中偏弱，对中资美元债发行产生一定影响**

美联储前期宽松的货币政策向市场释放了大量流动性，俄乌冲突爆发加剧了全球粮食、能源供应短缺以及供应链趋紧问题，导致美国通胀压力难以在短期内缓解。未来美联储货币政策将加速收紧，预计美联储 5 月议息会议将加息 50 个 BP，同时启动缩表来遏制通胀的持续走高，全年预计共加息 225~250 个 BP。在此背景下，预计二季度各期限美债收益率将继续上行。从国内来看，疫情防控下中国二季度经济将面临较大挑战，中国央行货币政策预计将继续加大稳健的货币政策趋向宽松。在此背景下，中国各期限收益率或将继续下行。基于以上因素，预计中美国债利差在二季度将继续收窄，甚至不排除发生中美利差倒挂的可能，中资美元债的融资成本优势将遭到进一步削弱。

结合美联储货币政策的收紧、美国劳动力市场持续修复以及地缘政治风险仍存等因素，避险资金有望回流美国，对美元形成一定支撑，预计二季度美元将延续上行趋势。从人民币汇率来看，国内停工停产对出口有所拖累以及俄乌冲突背景下外部需求有所走弱，供需两端承压对人民币走势有所拖累。此外，中美货币政策分化走势的继续加大或导致外资流出中国境内，进一步令人民币承压。综合来看，在美元走强的背景下，预计二季度人民币或将出现震荡偏弱的走势，对中资美元债发行产生一定影响。

**监管对境外发债分类管理的意图显现，房地产监管政策趋暖带动信贷环境有所改善，预计二季度房企中资美元债将发行情况将有所回升；城投企业在严格的境内监管政策下，区县级和地级市向海外融资的意愿或有所上扬，预计 2022 年城投美元债发行量将稳步增长**

2022 年 3 月，发改委发布《关于 2021 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2022 年国民经济和社会发展计划草案的报告》称，要“优化企业外债分类管理，完善对房地产、地方融资平台、低信用企业的外债调控，持续防范外债风险。”预计 2022 年中资企业发行外债或将呈现分化走势，政策依旧鼓励资质较好的企业对外融资，但对于资质较差或债务压力较大的企业仍较为严格。

对于房地产板块而言，3 月国务院金融稳定发展委员会召开的专题会议中提到“关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施”，随后也得到了银保监会、证监会、财政部、外管局等六部委的积极表态。

4 月，中国央行和外汇管理居发布了《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（“23 条”），其中提到各地可以合理确定辖区内最低首付比例和最低贷款要求，因此预计二季度全国各地将密集出台对房贷放松的相关政策，房地产信贷环境将有所改善，预计二季度房地产行业外部政策环境有所回暖，房地产中资美元债发行有望小幅上扬。

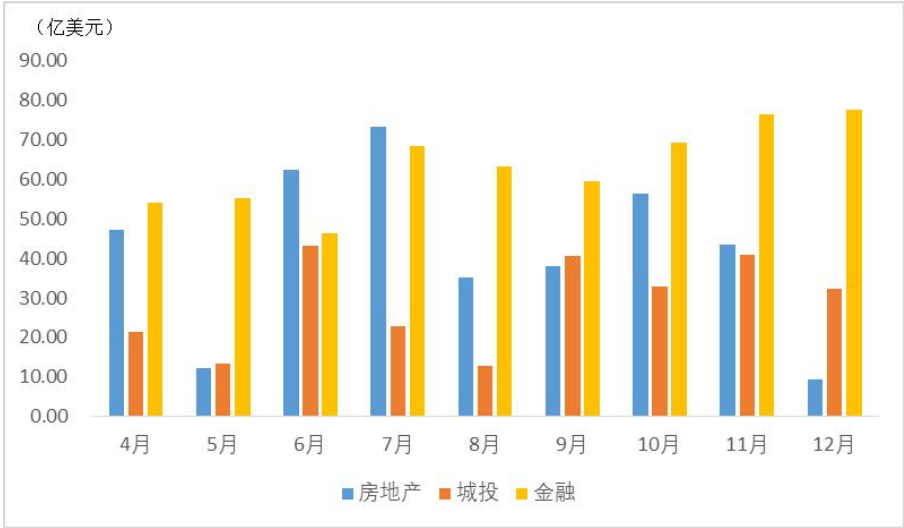
从城投板块来看，3 月的《政府工作报告》提出“有序推进地方政府债务风险防范”、国常会要求“政府杠杆率要有所降低”以及 4 月国务院发布的《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，凸显了 2022 年遏制地方隐性债务增长和严控地方债务风险的基调。总体来看，在严格的境内监管政策下，境内资金流向低信用等级企业的规模有限，因此在外债发行政策仍未明显收紧的背景下，区县级和地级市城投向海外融资的意愿或有所上扬，预计 2022 年城投美元债发行量将稳步增长。

**房地产板块将在二季度迎来兑付小高峰，预计 2022 年房地产板块融资的刚性需求增强，但不同资质主体的信用环境存在较大差异；城投板块将在四季度面临集中兑付的压力，美元债规模存量较高且信用等级较低的发行主体将面临一定程度的再融资风险**

截至 2022 年一季度末数据显示，2022 年共有 118 期地产美元债到期，合计 377.9 亿美元，其中 6 月和 7 月是地产板块偿债高峰期。地产偿债高峰到来也催生出发行人的再融资需求，2022 年地产宏观政策的主基调将以出清和转型为主，同时为防止地产信用风险进一步蔓延而采取监管政策边际趋缓，在两种力量的博弈下将进一步加深各类房企的分化走势。一方面，财务表现良好的房企在有效的信贷和政策支撑的作用下，企业发展或将提速，融资成本和结构或将得到持续的优化和改善。另一方面，已经深受债务泥潭或信用风险的房企其融资难度仍较高，改善程度有限，房企之间的优胜劣汰或将加速。总体来看，在到期兑付压力有所上升以及房地产板块迎来调整 and 分化走势的多重因素作用下，2022 年房地产板块融资的刚性需求增强，但不同资质主体的信用环境存在较大差异。

截至 2022 年一季度末数据显示，2022 年共有 112 期城投美元债到期，合计 260.4 亿美元，除 6 月（43.1 亿美元）城投将面临一定兑付压力以外，剩余债券的到期兑付压力主要集中在四季度。2022 年在面对需求收缩、供给冲击和预期转弱的三重宏观经济压力下，基建投资仍是经济增长的主力，因此城投企业的融资需求仍然较大。考虑到境内城投监管政策趋严，受防范隐性债务和外债分类管理的政策影响，不排除未来发生监管政策和城投融资环境一并收紧的情况，使得当前美元债规模存量较高且信用等级较低的发行主体将面临一定程度的再融资风险。

图 9 2022 年各板块中资美元债到期分布情况



资料来源：Bloomberg，联合资信整理