



一级市场发行创近六年来新低，二级市场回报率延续下行趋势

——2022 年三季度中资美元债研究报告

联合资信 主权部 | 程泽宇 | 许琪琪

2022 年三季度，中美货币政策分化导致中美利差倒挂幅度创历史新高，人民币兑美元汇率稳定性有所下降，中资美元债发行端承压下行，本季度共发行 209 期中资美元债，累计发行规模 247.3 亿美元。美联储持续强势加息引发经济衰退的担忧，叠加房地产信用风险频发，市场避险情绪走高，二级市场回报率延续下行趋势。展望四季度，中美货币政策或将持续分化，将导致中美利差继续维持倒挂走势，中资美元债发行端将持续承压。房地产政策将继续保持边际放松趋势，房地产美元债发行规模有望企稳回升，城投板块仍将坚持防范化解地方政府隐性债务的总体方向不变，城投企业发债难度依旧较大。



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



一、中资美元债¹发行市场环境

美联储因通胀数据高于预期而继续强势收紧货币政策，同时经济衰退预期带动市场避险情绪显著上涨，在双重力量博弈下美债收益率呈现波动走高态势；中国央行继续加大稳健货币政策的实施力度，中美货币政策分化导致中美利差倒挂幅度创历史新高，中资美元债对发行人的吸引力进一步降低

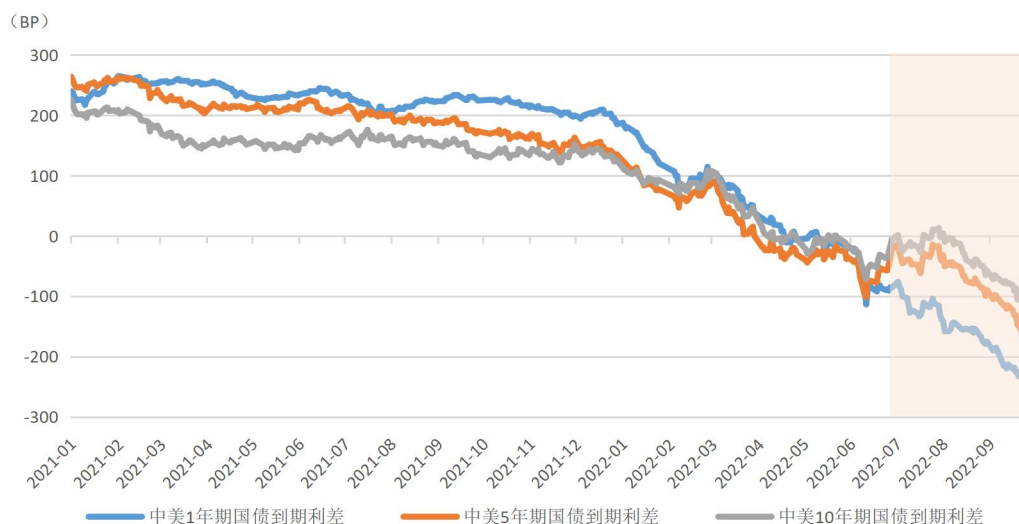
2022 年三季度，虽然美国的通胀水平较 6 月创下的高点逐月递减，但每月通胀数据均高于市场预期，其中剔除食品和能源价格的核心通胀环比平均上涨 0.4%，显示出美国核心通胀的粘性依旧较高，前期美联储的强势货币紧缩政策并未扭转因流动性过剩而引发的通胀上涨势头，进一步增强了美联储强势加息的决心。本季度，美联储继续保持“鹰”派态度，分别在 7 月和 9 月各强势加息 75 个 BP，将联邦基金利率的目标区间上调至 3.00%~3.25%，抬升至 2008 年金融危机以来的最高水平，推动各期限美债收益率走高。另一方面，7 月美国公布前两季度的经济数据，美国前两个季度 GDP 环比折年率分别为-1.6%和-0.9%，表明美国经济下行压力显著。美国经济衰退预期带动市场避险情绪显著上涨，导致 7 月下旬各期限美债收益率出现震荡下行。在上述两种作用下，三季度各期限美债收益率除 7 月出现先升后降的走势外，8 月—9 月呈现一路攀升态势。截至 9 月末，1 年期、5 年期和 10 年期美债收益率分别升至 4.05%、4.06%和 3.83%，季度内涨幅分别达 117 个、118 个和 95 个 BP，均刷新自 2008 年金融危机以来的新高。

本季度，随着稳经济一揽子政策和接续政策措施落地显效，中国经济恢复明显好于预期，尤其是进出口保持快速增长，工业生产明显回升，成为拉动经济增长的主要亮点。中国经济总体延续恢复发展态势，但仍面临需求收缩、供给冲击和预期转弱三重压力。尤其是在“断供”事件发酵和居民购房预期偏弱的背景下，房地产市场供需两端均未出现明显恢复，成为拖累经济复苏的主要痛点。在此背景下，央行继续加大稳健货币政策的实施力度，8 月 22 日，央行宣布将 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）分别下调 5 个基点和 15 个基点至 3.65%和 4.3%，以提振房地产市场信心。其余 7 月和 9 月均按兵不动，表明央行的货币政策较二季度更加稳健。因此，中国三季度各期限国债收益率走势较为平稳，仅较三季度初分别小幅下降约 7 个 BP。

综合来看，进入三季度后因各期限美债收益率在 7 月波动下行，中国债券利率与美国债券利率的利差急剧收窄，其中 10 年期中美利差在 7 月下旬一度由负转正。但在中美货币政策进一步分化的背景下，8 月后各期限中美利差继续倒挂，且倒挂幅度

¹ 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。

一路走扩，并创历史新高。2022 年三季度，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债平均利差分别为-157.09 个、-72.95 个和-38.83 个 BP，较 2022 年二季度平均利差分别大幅走扩 134.70 个、34.99 个和 23.10 个 BP。中美利差持续倒挂，导致中资美元债对发行人的吸引力进一步降低。



数据来源：Wind，联合资信整理

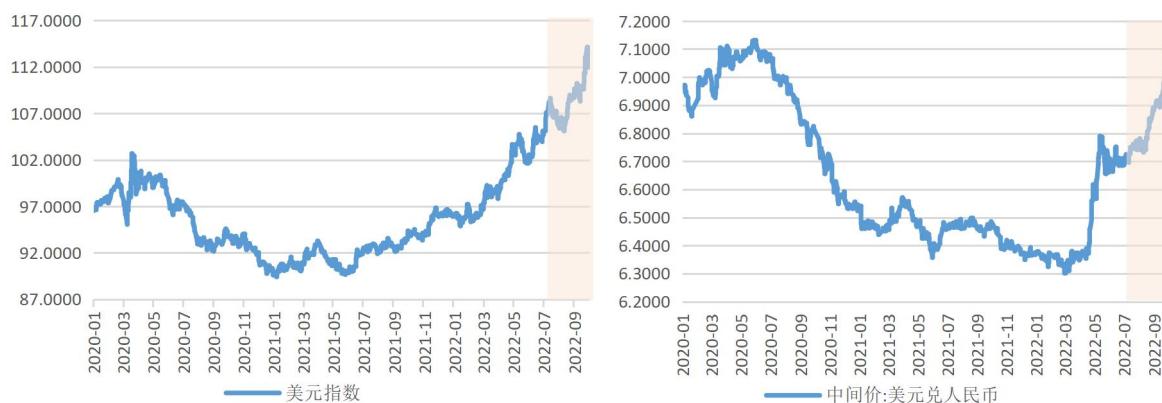
图 1 中美各期限国债利差率走势

在美联储继续收紧货币政策、投资者避险情绪走高以及国际资本回流美元的作用下，美元指数继续波动上涨；在中国疫情多次散点暴发以及中美货币政策走势持续分化的背景下，人民币兑美元汇率波动区间较上季度有所走扩，汇率稳定性下降削弱了中资美元债发行人的融资意愿

2022 年三季度，美元指数在三重作用下继续波动攀升。一是美联储收紧货币政策降低了美元供给。本年度美联储已经连续五次累计加息 300 个 BP 并同时辅助缩表，导致市场上的美元流动性大幅收紧，2022 年 8 月美国 M2 环比减少了 270 亿美元，供给收缩带动美元走强。二是美元避险属性优势得到市场认可。在全球经济衰退压力陡增以及地缘政治风险升级的背景下，欧洲经济受地缘政治事件以及能源危机而陷入困境，亚洲国家在全球经济收缩的过程中经济复苏前景承压，投资者恐慌情绪进一步升级。美国经济具有强于其他经济体的韧性优势，再加上美国远离地缘政治冲突，助推美元成为投资者避险投资的首选。三是国际资本回流美国支撑美元表现。自本轮美联储强势加息以来，美债利率与美元指数罕见的同节奏拉升，多国国债与美债出现倒挂，导致大量短期套利资金回流美国，支撑美元继续走强。截至 9 月 30 日，美元指

数突破 110 关口并继续攀升至 112.1511，创近 20 年以来新高。

另一方面，在中国疫情多次散点暴发以及中美货币政策走势持续分化的背景下，中国国内资金外流压力有所增加。7 月以来，北向资金整体由流入转向流出，累计净买入金额持续波动下行。同时，外资配置国内资产的步伐有所趋缓，导致人民币币值有所走软。8 月中旬以来，人民币汇率贬值斜率趋向陡峭，9 月 26 日美元兑人民币汇率跌破 7.0 关口后继续走高，截至 9 月 30 日，美元兑人民币汇率收于 7.0998，较上季度末上涨 5.79%。人民币兑美元汇率波动区间较上季度有所走扩，汇率风险有所加大，在一定程度上削弱了中资美元债发行人的融资意愿。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2 2020 年以来美元指数（左图）及美元兑人民币汇率走势情况

三季度多数房企资金来源延续疲软态势，信用风险事件频发导致一级市场持续承压；房地产行业政策趋向宽松，为部分房企成功达成交换要约提供了有利的政策环境；城投相关政策存在边际宽松，但防范化解隐性债务的监管方向并未改变

2022 年三季度，考虑到对房企信贷标准考核的“三道红线”并未实质性放松、房企土地拍卖和住宅开发周期整体拉长、信贷投放规模相应比较有限以及房地产企业仍面临的一定的去化压力，大多数房企债券发行较为困难，仅一些大型、资质优良的央企和国企能够在信用债市场获得一定规模的债券融资机会，因此房地产仍是信用风险集中爆发的板块。三季度“千亿级”房企频频暴雷，7 月 3 日，世茂集团于当日到期的一笔 10 亿美元债未能进行本息偿还；7 月 10 日，融信中国未能偿付两笔分别于 2023 年 6 月和 12 月到期的两笔利息合计 2,800 万美元；8 月 7 日，龙光集团宣布将暂停支付旗下的五只美元债的利息。房地产板块信用风险事件频发使得以房地产企业为代表的高收益级发行人面临融资困难，导致中资美元债一级市场持续承压。

另一方面，政府对房地产行业的支持政策进一步加码，行业政策趋向宽松为部分

房企成功达成交换要约提供了有利的政策环境。为缓解“停工断贷潮”对民生和居民购房信心的影响，中央多次释放维稳信号，将“保交楼”作为三季度的工作重点之一。7月28日，中央政治局会议提出“要稳定房地产市场，坚持‘房住不炒、因城施策’，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生”。央行和银保监会相继表态，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，支持刚性和改善性住房需求，阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限。为缓解房企销售端和融资端同时受阻、房企流动性压力依旧较大、新开工意愿和房地产开发投资资金均有所下降、出险房企数量持续增加的困境，8月31日，国务院常务会议提出“支持刚性和改善性住房需求，地方要用好‘一城一策’政策工具，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款”。随着中央维稳信号的密集释放，各地市紧随其后因城施策放松调控，包括放松限购限售、加大住房贷款优惠力度、加大公积金支持力度以及增加购房补贴等。另外，8月中国银行间市场交易商协会召集多家民营房企召开座谈会，探讨通过中债信用公司增信支持的方式，支持民营房企发债融资。整体看，政策支持在一定程度上有助于改善房地产企业的融资环境，鼓励优秀房企发债融资。

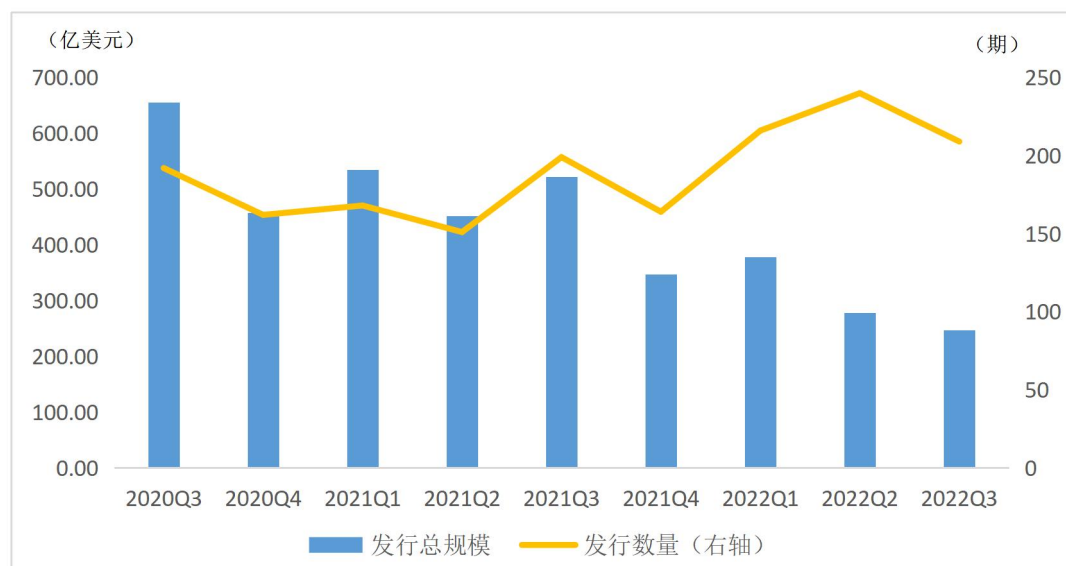
从城投板块看，三季度城投相关政策存在边际宽松，但防范化解隐性债务的监管方向并未改变。一方面，为防范化解政府债务风险，8月财政部印发《支持贵州加快提升财政治理能力奋力闯出高质量发展新路的实施方案》（114号文），允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转，降低债务利息成本。114号文的发布对地方债务的化解提供方向，本质上是对政府化债范围与化债方式的双重拓展。但另一方面，6月底国务院办公厅发布了《关于进一步推进省以下财政体制改革的指导意见》（“20号文”），文件要求清晰界定省以下各级财政事权，予以各省、省一级财政应有的支持，要求规范省以下财政管理，加强地方政府债务管理，提出要落实省级政府责任，按属地原则和管理权限压实市县主体责任。同时，“20号文”强调，各地区要加强开发区政府性债务管理，保持与财政管理体制相适应，强化开发区管委会等政府派出机构举债融资约束，坚决遏制地方政府隐性债务增量，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险。整体看，尽管政府对于债务负担较重的省提出化债支持政策，但对城投债务管控的政策依旧严格，对城投中资美元债的发行造成一定限制。

二、中资美元债一级发行情况²分析

受融资成本上升、汇率波动加大、信用风险持续发酵等多重因素影响，本季度中资美元债一级市场发行规模降至 2016 年以来的历史低点

2022 年三季度，受融资成本上升、汇率波动加大、信用风险持续发酵等多重因素影响，中资美元债发行规模进一步走跌，创 2016 年二季度以来的新低。本季度，一级市场共发行 209 期中资美元债，发行规模降至 247.28 亿美元，环比和同比分别下降 11.09%和 52.65%。

具体来看，在兑付高峰引发的再融资需求以及房企债券置换等因素带动下，7 月成为本季度中资美元债发行规模最高的月份，累计发行金额达到 133.13 亿美元。8 月，随着美国部分经济数据的公布，生产效率下滑和劳动力成本上扬等问题都强化了市场对美联储 9 月强势加息的预期，美债收益率受此影响继续大幅走高，发行成本走高叠加弱资质企业发行难度加剧的双重影响，发行规模腰斩至 50.52 亿美元。9 月，美联储第三次大幅加息带动发行成本持续抬升，虽然部分房企成功进行债券置换发行新债带动中资美元债发行规模有所回升，但依旧维持低位，发行规模为 63.63 亿美元。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图3 中资美元债发行情况

受益于部分房企交换要约成功或同意征求，房地产板块成为本季度的发行主力；受政府严控债务增量以及发行成本走高的影响，城投板块发行规模有所下滑；美债

² 所有数据统计以发行日期为准。

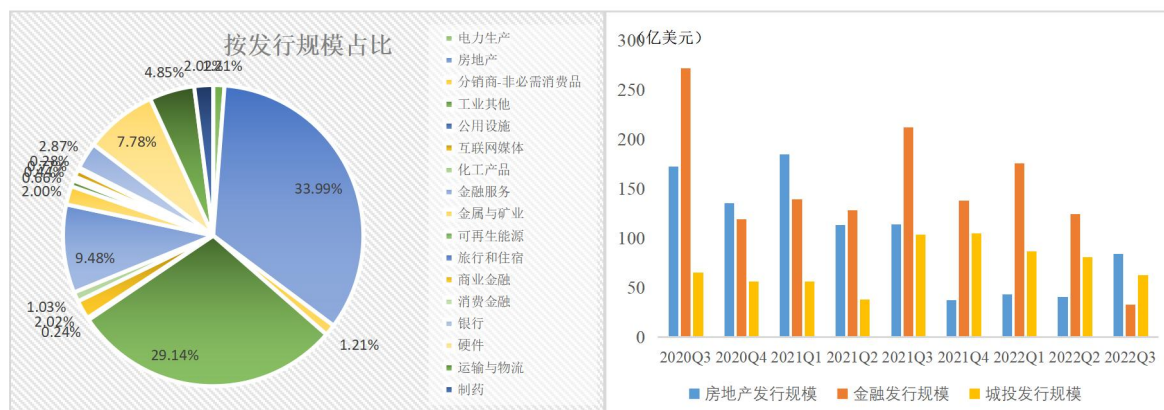
发行成本大幅抬升对金融板块的发行造成扰动，发行规模大幅减少

从发行主体行业分布³看，房地产板块成为本季度发行规模最大的板块，占总发行规模的 33.99%；其次为城投板块，发行规模占比为 25.50%；而本季度金融板块发行规模降至不足 50 亿美元，占总发行规模的 13.40%，其中银行业发行规模仅为 7.10 亿美元。

具体来看，房地产美元债方面，在信用风险持续发酵、违约主体不断新增、房地产企业发行难度加剧的背景下，部分房地产企业通过与债权人达成交换要约或同意征求后发行新美元债的行为，支撑地产板块成为本季度发行规模最大的板块，发行期数为 19 期，发行规模达 84.04 亿美元，发行规模环比大幅上涨 105.59%，但同比下滑 26.16%。

城投美元债方面，融资成本的走高和监管仍旧趋紧都对城投美元债的发行情况造成阻力，本季度城投美元债共发行 38 期，发行规模合计 63.06 亿美元，环比和同比分别下降 21.95%和 39.18%。

金融美元债方面，受美联储持续强势加息的影响，美债融资成本继续走高，叠加三季度金融美元债到期规模呈边际下降走势，金融主体发行意愿较低导致本季度金融机构美元债规模大幅下跌至 33.14 亿美元，发行期数为 135 期，发行规模环比和同比分别大幅下滑 73.36%和 84.38%，创下自 2014 年一季度以来的历史新低。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 4 2022Q3 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

美联储持续大幅加息的举措带动中资美元债发行成本环比上扬，其中金融板块受部分高票息债券影响涨幅较大；高票息地产美元债置换成功发行新债导致平均票

³ 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

息有所上涨；固定票息仍是最主要的票息类型

2022 年三季度，受美债收益率大幅抬升的影响，中资美元债整体发行成本延续了上季度的上涨走势。本季度中资美元债平均发行票息⁴为 8.41%，环比和同比分别大幅上涨 413.36 个和 500.32 个 BP。

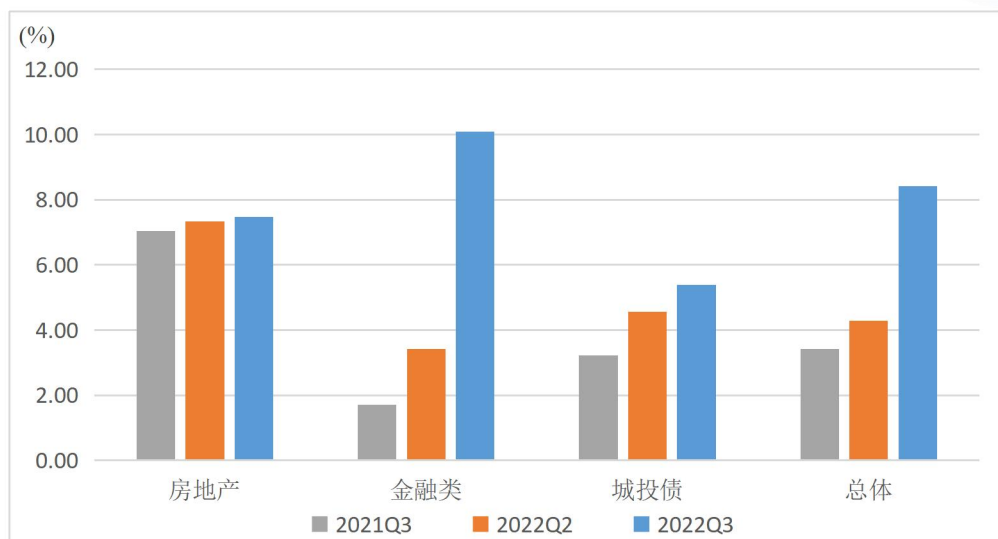
分行业来看，金融类中资美元债的发行利率跃升至所有板块中的最高，平均发行票息升至 10.08%，环比和同比分别上涨 665.88 个和 838.24 个 BP，主要是因为中信证券国际发行了 11 只票息在 20% 及以上的短期中资美元债。若剔除中信证券国际的高息中资美元债，金融类中资美元债的平均发行利率约为 4.19%。其次为房地产板块，部分房企的高票息美元债在交换要约或同意征求成功后发行新票据，带动板块发行成本有所上行。三季度房地产板块平均发行票息升至 7.47%，环比和同比分别上涨 13.85 个和 42.09 个 BP，其中汇景控股、银城国际控股、上坤地产和海门中南投资发行的美元债票息均在 12% 及以上，且均属于交换要约或同意征求。在严控债务增量的监管背景下，城投美元债本季度平均发行票息为 5.39%，环比和同比分别大幅上涨 82.58 个和 217.20 个 BP。

从票息类型来看，本季度中资美元债票息类型有所增加，除了固定票息、浮动票息、可变以及零息四种类型，新增实物付息⁵（Pay-in-Kind）和预发行制度⁶（When Issued），其中固定利率发行规模占比虽小幅下降，但仍是中资美元债最主要的票息类型。具体来看，固定利率债券发行规模达到 185.36 亿美元，占总发行规模的 74.96%，环比下降 13.61 个百分点；浮动利率债券发行规模为 0.96 亿美元，发行主体均为金融机构，占总发行规模的 0.39%，环比下滑 7.42 个百分点；本季度采用实物付息利率债券发行规模达到 51.02 亿美元，占总发行规模的 20.63%，全部来自于怡略有限公司（富力地产）同意征求成功后所发行的美元债。此外，可变和零息债券发行规模分别为 2.49 亿和 2.46 亿美元，占比分别为 1.01% 和 0.99%。

⁴除浮息债券，下同。

⁵ 实物支付指以额外的证券或股权而不是现金向债券、票据或优先股的投资者支付利息或股息。

⁶ 预发行制度指在证券已获得授权，但尚未发行时进行的有条件的交易。美国国债、新发行的股票和债券以及分拆或合并的股票在代理生效后但在正式发行之前发生的交易。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图5 中资美元债主要行业平均加权票息对比

本季度中资美元债发行方式仍以 RegS 为主；发行架构则仍以直接发行和担保发行为主，而成本优势下采用备用信用证发行的债券占比小幅上涨

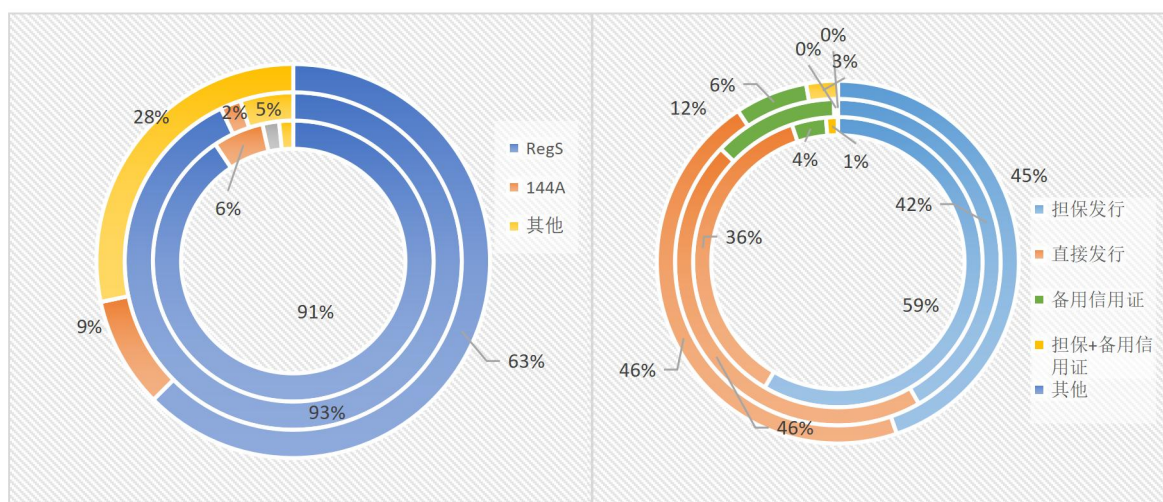
从发行方式来看，RegS⁷具有对信息披露要求较为宽松以及发行流程相对较快的优势，因此 RegS 仍是本季度中资美元债最主要的发行方式，发行规模达到 154.73 亿美元，占本季度总发行规模的 62.57%，环比和同比分别下滑 30.38 和 28.06 个百分点。本季度采用其他发行方式的债券规模大幅攀升至 70.05 亿美元，占本季度总发行规模的 28.33%，环比和同比分别上涨 23.26 个和 26.71 个百分点，主要原因在于怡略有限公司和合景泰富集团两家房企的旗下部分美元债达成同意征求或交换要约发行新债所致（债券规模合计达 65.33 亿美元）；本季度有 2 家中资主体选择了 144A 发行方式，为联想集团和中通快递，发行规模合计为 22.50 亿美元，发行规模占比为 9.10%，环比和同比上涨 7.12 个和 3.26 个百分点；本季度无中资美元债选择 SEC 公开发行方式。

从发行架构⁸看，2022 年三季度，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 112.64 亿美元，占总发行规模的 45.55%，环比和同比分别上涨 1.08 个和 13.14 个百分点；采用担保发行的发行规模达到 109.62 亿美元，占总发行规模的 44.33%，环比上涨 3.56 个百分点，

⁷ 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。

⁸ 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。

但同比下降 7.67 个百分点；采用备用信用证或担保+备用信用证发行架构的债券发行规模共计 22.78 亿美元，占总发行规模的 9.21%，环比下滑 5.54 个百分点，但同比上涨 5.42 个百分点。采用备证架构发行的中资美元债仍集中在城投板块，占全部采用备证架构发行规模的 44.78%，主要是因为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。



注：内、中、外圈分别代表 2021Q3、2022Q2 和 2022Q3 数据

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

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，%）

在备用信用证发行架构受到欢迎以及弱资质主体发行困难的背景下，市场评级需求有所减弱，无评级发行债券仍然占据主导；投资级发行主体主要集中在工业其他行业，无评级债券的发行主体分布较为分散

从评级状况来看，2022 年三季度无评级⁹中资美元债发行规模为 111.85 亿美元，占总发行规模的 45.23%，环比下滑 1.23 个百分点，但同比上涨 21.83 个百分点。一是因为备用信用证发行架构对债券起到增信作用，削弱了部分发行主体的评级需求；二是弱资质企业发行难度走高，进一步导致无评级发行占据主流。

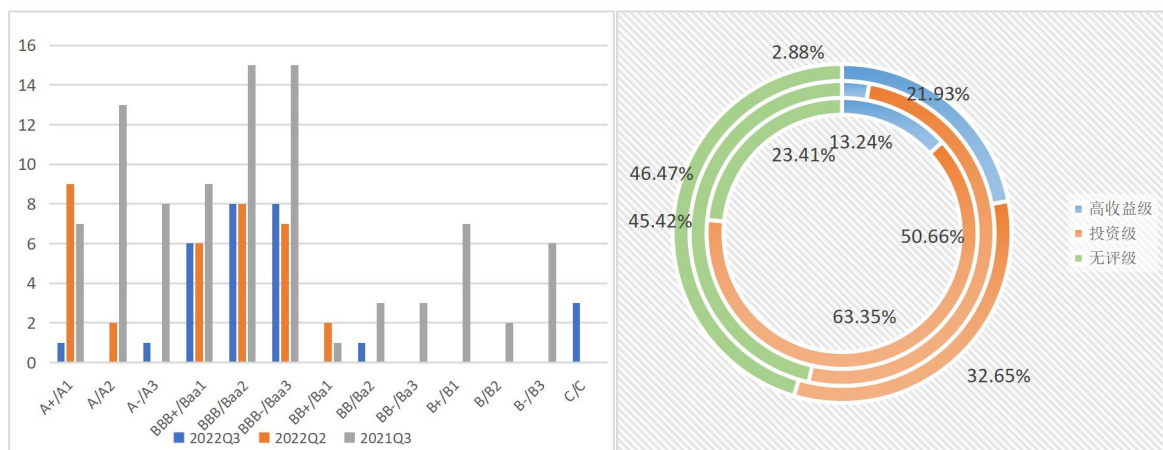
在有评级的中资美元债中，信用级别主要集中在 BBB 级别，投资级中资美元债发行规模为 80.41 亿美元，合计占总发行规模的 32.52%，环比和同比分别下降了 18.14 个和 30.83 个百分点。本季度高收益级中资美元债（BBB-级以下¹⁰）则受到怡略有限公司旗下美元债债券置换成功的推动，发行规模升至 54.02 亿美元，环比和同比分别

⁹ “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。

¹⁰ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

上涨 18.97%和 8.60%，占总发行规模的 21.85%。

从行业分布来看，本季度投资级发行主体行业集中在工业其他，发行规模为 49.11 亿美元，占到投资级发行规模的 61.07%；无评级行业分布则较为分散，其中房地产、工业其他和金融板块占比较高，占比分别为 29.27%、20.33%和 17.13%。



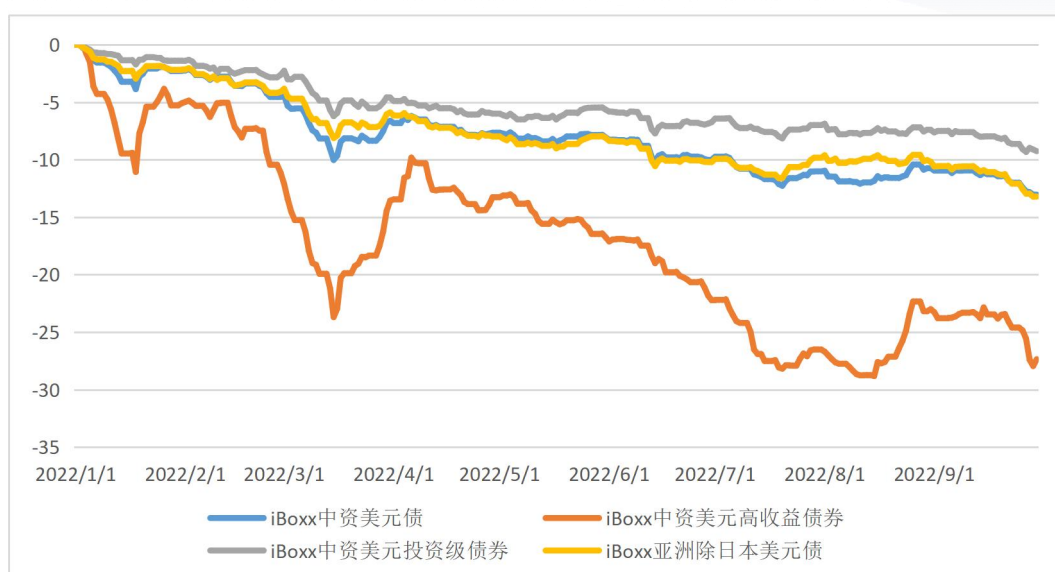
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 7 中资美元债债项级别分布

三、中资美元债二级市场表现

美联储持续强势加息引发经济衰退的担忧，市场避险情绪走高，叠加美元流动性收紧下资金流出新兴市场，中资美元债二级市场回报率延续下行趋势；但分行业来看，地产板块宏观政策密集出台以及引入增信机制都对地产板块表现形成支撑，而金融板块受到负面评级行动的影响，二级市场表现有所走弱

2022 年三季度，美联储保持了“鹰派”加息节奏和预期，“衰退担忧”的市场氛围加重了投资者的避险情绪；另一方面，美元流动性收紧导致债市资金流出新兴市场，叠加国内信用风险仍在继续出清，投资者信心尚未完全修复，因此本季度中资美元债市场仍旧表现不佳。具体来看，截至三季度末，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率继续录得负值，为-13.04%，较二季度末进一步下行 3.05 个百分点。其中，高收益中资美元债回报率在三季度末下降至-27.36%，较上季度末下降 5.13 个百分点；投资级中资美元债回报率下降至-9.26%，较上季度末下降 2.52 个百分点。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 8 2022 前三个季度中资美元债回报率走势（%）

分行业来看，虽三季度房地产板块的信用风险仍在持续出清，但多部门出台的“保交楼”政策和引入中债信用增进公司为民企发债增信等举措都显示出监管政策的边际放松，对市场形成一定支撑，因此季度内回报率环比和同比均呈上行走势，本季度地产行业总回报为-11.50%，环比和同比分别上涨 4.61 个和 0.58 个百分点，其中高收益债券回报率为-17.00%，投资级债券回报率为-5.14%。本季度长城资产年报延期发布以及被穆迪列入下调观察名单，同时标普下调四家 AMC 主体信用评级的负面信息都拖累金融板块投资级债券回报率跌至-2.68%。此外，高收益级债券回报率为-7.51%，金融机构本季度回报率为-3.96%，环比上涨 0.56 个百分点，但同比下跌 0.42 个百分点。非金融机构行业本季度总回报率为-3.27%，环比和同比分别下跌 1.39 个和 3.40 个百分点，其中高收益债券和投资级债券回报率分别为-0.78%和-3.40%。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

	2022Q3	2022Q2	2021Q3
金融机构	-3.96	-4.52	-3.53
金融机构-投资级	-2.68	-2.07	1.88
金融机构-高收益	-7.51	-11.09	-10.92
非金融机构	-3.27	-1.87	0.14
非金融机构-投资级	-3.40	-1.78	0.16
非金融机构-高收益	-0.78	-3.60	-0.22

	2022Q3	2022Q2	2021Q3
房地产	-11.50	-16.11	-12.08
房地产-投资级	-5.14	-9.05	-1.15
房地产-高收益	-17.00	-23.16	-16.69

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

四、2022 年四季度中资美元债市场展望

在中美货币政策分化走势下，四季度中美国债利差或将延续倒挂走势，中资美元债发行端将持续承压；中国经济有望延续复苏态势，预计人民币兑美元汇率或将维持双向波动走势，但波动区间或将有所收窄，对中资美元债发行产生一定支撑

展望 2022 年四季度，考虑到美国通胀粘性依旧较高，俄乌冲突有盘旋上升的风险，以及“OPEC+”自 11 月起每日减产 200 万桶石油，或将导致美国通胀依旧高位运行，为此美联储大概率会延续加息进程。根据 9 月美联储公布的货币政策声明，虽然美国支出和生产已经出现温和增长，但鉴于新冠疫情以及食品和能源价格刚性上涨所带来的通胀压力依旧显著，美联储依旧将通货膨胀率恢复至 2% 作为长期目标，美联储的表态基本延续了“鹰”派态度。从点阵图预测来看，近 95% 的美联储官员预计 2022 年基准利率将超过 4.0%，其中多数美联储官员预计今年基准利率将处于 4.25%~4.50% 区间，利率预期中值或抬升至 4.40%，意味着美联储年内剩余 2 次议息会议将继续累计加息约 125 个 BP。另一方面，美联储强势加息对经济造成的挤出效应愈发显著，10 月美国 Markit 服务业 PMI 首次滑落至荣枯线以下，创新冠疫情暴发以来新低。为防止美国出现“主动低迷”式经济衰退，部分美联储官员表示将放缓美联储的加息速度，预计四季度美联储的加息幅度或有所收窄。在此背景下，预计四季度美国国债收益率仍将继续维持波动上涨的走势，但加息幅度放缓以及美国经济衰退预期走高将在远期令美债收益率承压下行。

从国内来看，预计央行仍将加大稳健货币政策的实施力度。中国人民银行货币政策委员会 2022 年第三季度例会表示，要强化跨周期和逆周期调节，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，为实体经济提供更有力的支持，着力稳就业和稳物价，稳定宏观经济大盘。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施建设。结构性货币政策工具要继续做好“加法”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，综合施策支持区域协调发展。预计四季度中美货币政策将继续保持分化，中美国债利差也将继续保

持倒挂走势，导致中资美元债发行端持续承压。

从汇率波动角度看，美联储加速收紧货币政策将对美元指数形成一定支撑，预计四季度美元指数将维持在高位。在稳增长政策持续发力、基建投资进一步加码以及房地产投资降幅收窄的多重作用下，四季度中国经济有望延续复苏态势，将对人民币形成一定支撑。10月25日，央行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25，此举意在增加企业和金融机构跨境资金来源，释放稳汇率信号，避免短期内人民币贬值预期过度聚集。预计四季度人民币兑美元汇率有望继续保持双向波动走势，但波动区间较三季度或将有所收窄，汇率风险降低将有利于中资美元债发行。

预计四季度房地产行业政策将继续保持边际放松的趋势，房地产美元债发行规模有望企稳回升；城投板块仍将坚持防范化解地方政府隐性债务的总体方向不变，城投企业发债难度依旧较大

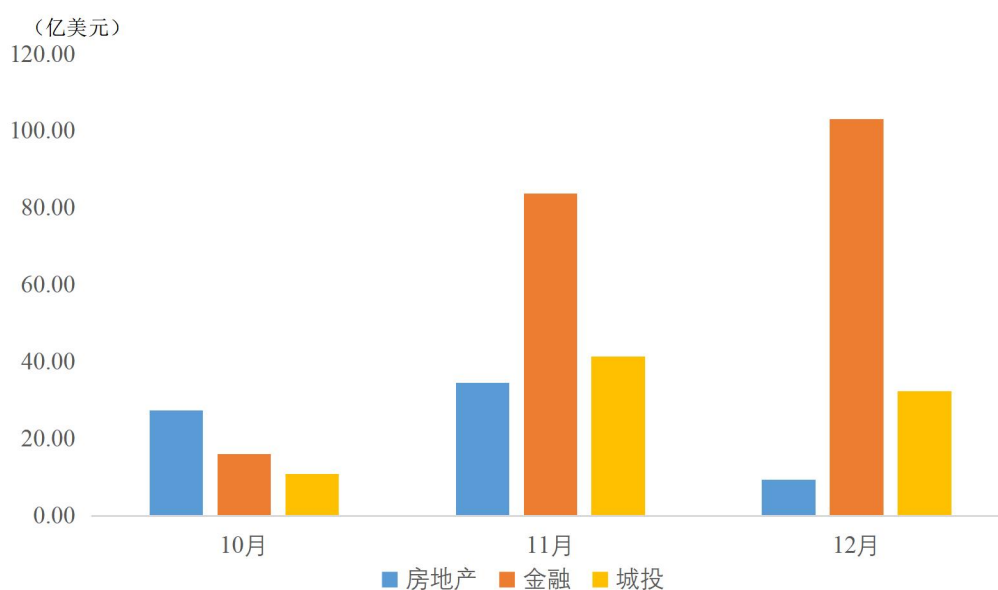
2022年四季度，“稳楼市”政策仍将密集出台。9月29日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策，符合条件的城市政府可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。9月30日，人民银行决定自2022年10月1日起，下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。随着利好政策不断出台，“保交楼”工作加快推进，在重点城市加快优质项目推盘的推动下，楼市可能在重点城市率先有所回暖，并对二三线城市产生带动作用，预计四季度销售跌幅有所收窄，在一定程度上减轻房企的去化压力。预计四季度房地产美元债发行规模将启稳走高，对中资美元债一级市场发行起到支撑作用。

四季度，城投板块仍将面临行业政策趋向边际宽松和坚持防范化解地方政府隐性债务的总体方向保持不变。10月8日，财政部下发《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》，通知明确要严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口。进一步规范地方事业单位债务管控，建立严格的举债审批制度，禁止新增各类隐性债务，切实防范事业单位债务风险。短期内，城投作为基建投资的主要承载主体，受益于“稳增长”相关政策而在融资端存在边际放松的可能；但长期而言，政府“坚决遏制隐性债务增量，妥善化解隐性债务存量”的政策基调并未改变，城投企业发债难度依旧较大，预计四季度城投美元债发行继续承压。

四季度金融板块中资美元债的到期压力显著攀升，金融机构的再融资需求有望走高；资质较弱地产企业依旧面临一定行用风险，但整体行业的到期兑付压力有所

缓解：城投企业的流动性压力较大，需关注部分资质较弱省份的到期偿付情况

截至 2022 年 9 月末数据显示，2022 年四季度共有 189 期中资美元债到期，累计未偿额约 435 亿美元。金融美元债方面，金融板块的集中到期规模位居第一，四季度共有 105 期金融中资美元债到期，累计到期规模约 240 亿美元。其中，11 月和 12 月到期压力较大，分别高达 84 亿美元和 100 亿美元。在巨大的兑付压力下，四季度金融类中资美元债的再融资需求有望走高。房地产美元债方面，房地产板块的集中到期压力有所缓解，四季度共有 25 期房地产中资美元债到期，累计到期规模约 97 亿美元，较三季度回落超 60%。其中，12 月到期规模下降至 9 亿美元，债务偿付压力大幅回落，有助于缓解地产美元债的信用风险。虽然四季度资质较弱的房地产企业仍将面临一定信用风险，但行业整体风险较前三季度将有所缓解。城投美元债方面，2022 年四季度共有 51 期到期债券，累计未偿额约为 109 亿美元，兑付压力较三季度大幅回落。考虑到房地产行业低迷已经对地方“土地财政”产生冲击，一些城投企业在土地市场积极拿地进行托底，未来可能会因土地项目积压出现资金链紧张。预计四季度城投企业的流动性压力较大，需关注部分资质较弱省份的城投企业的到期偿付情况。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 9 2022 年四季度各板块中资美元债到期分布情况

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【跨境债市研究】2021年中资美元债市场回顾与2022年展望](#)

[【跨境债市研究】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](#)

[【跨境债市研究】美联储加息背景下一级市场发行放缓，二级市场持续下探但降幅有所收窄——2022年二季度中资美元债研究报告](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合评级于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。