

# 发行成本再创历史新低，中资美元债市场强劲复苏

——2020 年三季度中资美元债研究报告



2020 年 10 月 27 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

## 发行成本再创历史新低，中资美元债<sup>1</sup>市场强劲复苏

——2020 年三季度中资美元债研究报告

联合资信评估有限公司 主权部

### 摘要

2020年三季度，美联储延续各项宽松举措推动美债收益率继续平坦下行，中国国内经济复苏加快，国债收益率有所上行，中美国债利差延续上季度趋势进一步走扩，中资美元债发行成本优势更加明显，人民币走强预期也提升了中资美元债市场上的发债热情。美元走弱分散全球资本持续流入新兴市场，全球投资者风险偏好逐步趋向理性，进一步推动中资美元市场复苏。

从一级市场发行情况来看，随着前期因疫情搁置的发债计划随着市场环境的转好纷纷上市，中资美元债市场在2020年三季度迎来强劲复苏，发行期数和发行规模均已超去年同期水平，创下近一年半以来的单季发行新高。从月度情况来看，三季度中资美元债发行期数和发行规模呈V型分布，8月发行期数和发行规模均较7月出现下滑，但随即在9月就表现反弹且超过7月水平。从发行主体行业分布看，房地产、金融类机构以及城投等传统发债行业的发行量均呈现不同程度复苏，但城投板块发行规模反弹幅度相对保守。从发行票息来看，本季度中资美元债发行利率全面下行，金融类和城投板块平均发行票息均创历史低点。从发行方式及发行架构来看，以非公开发行的RegS债券规模回升，直接发行和担保发行债券规模此消彼长，仍是最主要的两种发行架构。从发行期限来看，发行期限以中长期为主，同时永续债占比明显上升，市场平均期限缩短，但房地产行业平均期限有所扩张。从债项评级来看，无评级发行债券期数和规模占比均表现下滑，高收益债券发行主体集中在房地产企业，而投资级债券发行主体主要集中在金融类行业。从二级市场表现来看，美元流动性相对充裕背景下，二级市场交易趋于理性，三季度中资美元债回报率全面回落，受恒大事件影响高收益债券回报率出现深跌。

展望2020年四季度，全球面临疫情二次暴发风险，美元流动性大概率仍将保持充裕，中美国债收益率利差仍保有继续走扩动力，同时国内经济企稳复苏支撑了人民币升值预期，中资美元债市场仍具备一定的融资成本优势和吸引力。而房地产行业将在11月迎来到期高峰，“三大红线”管控下，房企将面临一定的还款压力，债务的可持续性也引发市场担忧。另外，鉴于当前融资成本的历史低位，投资级发行人抓住当前窗口期持续发债的可能性较大，

<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。

发债规模预计仍有较大增长空间。

## 一、中资美元债发行市场环境

**美债收益率保持低位, 中国国债收益率上行, 共同推动中美利差继续走扩, 中资美元债融资成本优势进一步凸显; 人民币升值趋势推升市场热情, 中资美元债市场加速复苏**

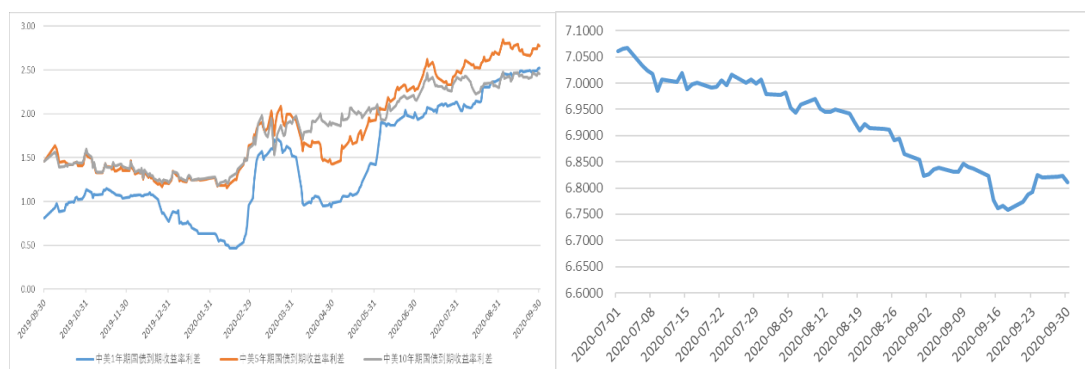
2020 年三季度, 新型冠状病毒肺炎疫情(简称“新冠疫情”或“疫情”)的持续蔓延令全球紧张局势升级。特别是美国仍深陷疫情泥潭, 时刻面临疫情再次暴发的风险, 为全球经济复苏形势带来较大负面影响。截至 9 月 30 日, 美国确诊人数飙升至 740.7 万。同时, 在美国大选在即以及社会种族冲突时有发生背景下, 社会游行和聚集活动为疫情防控带来压力, 新增人数仍然处在高位, 这为美国的卫生系统带来巨大挑战, 经济复苏前景依然面临巨大不确定性。为应对新冠疫情对经济的进一步冲击, 美联储继续维持超宽松货币政策, 同时通过放宽沃尔克法则, 允许银行增加对风险投资基金的投资, 取消了银行衍生品交易保证金要求, 并延长了 7 项紧急贷款机制至年底以确保维持现有的宽松信贷环境, 支持经济复苏。8 月底, 美联储主席鲍威尔宣布了“平均通胀目标制”的新货币政策策略, 该策略对通胀和就业持更宽松态度, 加深了市场对美债长期低利率状态的预期。流动性保持宽裕的前提下本季度美国各期限国债收益率仍保持低位运行。截至 9 月 30 日, 1 年期、5 年期和 10 年期美国国债收益率分别收于 0.12%、0.28% 和 0.69%, 较年初分别下降 144 个、139 个和 119 个 BP, 与上季度末基本持平。

而从境内来看, 得益于疫情防控措施的有效实施, 三季度中国经济受新冠疫情影响逐步减弱, 各行各业复工复产节奏加快, 国内消费逐步复苏。8 月份固定资产投资环比增速达到 4.2% 的历史高位, 工业增加值同比增速已回升至 5.6%, 社会消费品零售总额实现正增长, 国内投资、工业和消费均超预期恢复, 二季度经济增长已经由负转正, 三季度经济增速继续企稳回升, 环比增长 2.7%, 前三季度同比增长 0.7%。在此背景下, 三季度央行货币政策小幅边际收紧, 国债收益率有所上行。截至 9 月 30 日, 1 年期、5 年期和 10 年期中国国债收益率分别上升至 2.65%、3.05% 和 3.15%, 较年初分别上升 23.02 个、13.81 个和下降 0.03 个 BP, 较上季度末分别上升 51.86 个、45.61 个和 30.26 个 BP。中美国债利差较上季度再次走扩, 三季度 1 年期、5 年期和 10 年期中美国债利差分别上升 50.98 个、50.95 个和 29.52 个 BP, 达到 252.62 个、277.37 个和 245.82 个 BP。中资美元债融资成本优势进一步凸显。

境内疫情的平静态势促使经济复苏节奏加快, 同时, 境内加快金融市场开放进程, 降低境外投资者投资门槛, 鼓励境内外资本交流等积极信号均加大了国际投资者对中国经济的信心。多重因素影响下, 三季度人民币明显升值。截止 9 月 30 日, 美元对人民币汇率从

三季度初的 7.0611 下降至 6.8106，人民币升值幅度达到 3.55%。在人民币升值环境下，发行美元债将增加发行主体人民币资产价值，而同时降低美元负债成本，有利于企业优化资产负债结构，降低企业的融资成本，提升企业融资能力。因此当前人民币升值预期提高了发行主体的发行意愿，推升了市场热情，中资美元债发行市场正加速恢复。

图 1 中美各期限国债利差（左图）及美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind

### 全球宽松货币政策环境下，美元走弱分散全球资金持续流入新兴市场，全球风险偏好逐步回暖，进一步推动中资美元债市场复苏

三季度以来，在全球疫情持续的背景下，以美联储为代表的全球主要央行均维持了当前的宽松货币政策，美元流动性保持相对宽裕。截至 9 月 30 日，美元指数由三季度初 97.1620 下跌至季度末的 93.8480，累计下跌 3.41%，三季度内最低下探至 91.7368。尽管美元在 9 月份上涨了 1.65%，但不足以收复失地，三季度美元整体仍表现走弱。全年来看，美元指数累计下跌 3.06%。在美元走弱的背景下，三季度新兴市场保持了持续三个月的资金净流入，7 月、8 月和 9 月分别有 151 亿、21 亿和 21 亿美元的非居民投资组合资金流入。就三季度表现来看，美元走弱削弱了其作为避险资产的吸引力，分散的全球资金持续流入新兴市场，特别是新兴市场债市，除 8 月份因为股市的高涨导致债市资金流出外，7 月和 9 月份新兴市场债市分别实现了 132 亿和 129 亿美元的资金流入。

同时，全球投资级债利差和高收益债利差延续了上季度收窄趋势，均表现下跌，但下跌幅度出现明显分化。三季度，全球投资级债利差下跌 41 个 BP，而高收益债利差则大幅收窄约 139.28 个 BP，表明投资者风险偏好正逐步回暖的同时，信用溢价得到一定程度体现，市场对疫情影响逐步趋于理性，债券市场信用状况得到一定修复。风险偏好回暖将持续有利于中资美元债市场的复苏，另一方面债券市场信用溢价的区分将提高债务人的信用区分度，促进中资美元债市场的价值投资。



图 2 美元指数走势图（左图）及全球投资级债和高收益债利差走势



资料来源：Wind, Bloomberg

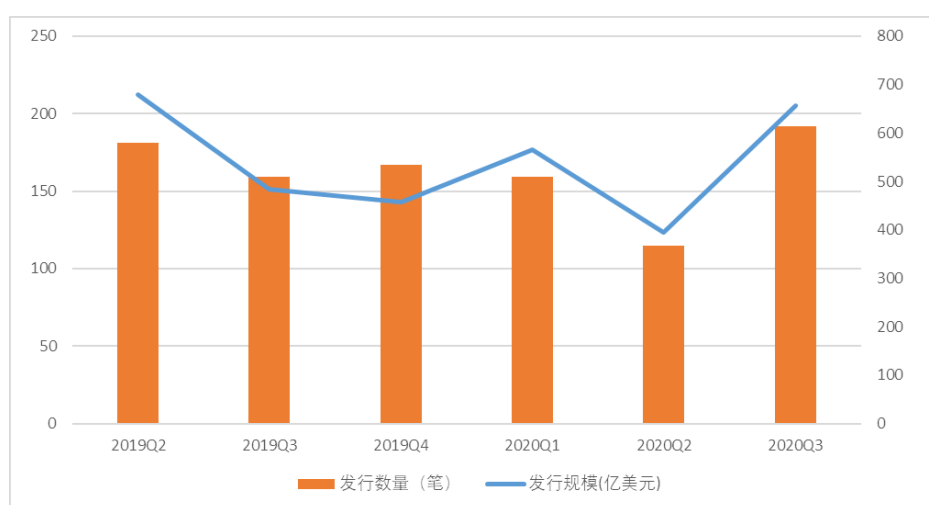
## 二、中资美元债一级市场发行情况<sup>2</sup>分析

**中资美元债发行期数和发行规模均已超去年同期水平，创下 2019 年二季度以来单季发行新高**

2020 年 7 月以来，随着国内疫情的平复，在经济前景支撑人民币走强预期下，中资企业发行美元债意愿明显上升，前期滞延的融资计划在三季度纷纷上市，中资美元债市场加快修复。2020 年三季度，中资美元债发行量金额发行规模均出现大幅上升。本季度共发行 192 期，环比上升 66.96%；发行规模合计 656.12 亿美元，环比上升 66.50%；与上年同期相比，发行期数和发行规模分别上升 20.75%和 35.36%，已经超过去年同期水平，创下连续 5 个季度单季发行新高。从月度情况来看，由于季节性因素影响，三季度中资美元债发行期数和发行规模呈 V 型分布，8 月发行期数和发行规模均较 7 月出现下滑，但随即在 9 月就表现反弹且超 7 月水平。9 月份发行期数和发行规模分别达到 70 期和 258.40 亿美元，约占三季度发行期数和发行规模的 36.46%和 39.38%。

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

### 金融类、房地产为首的传统龙头行业发债速度明显加快，但城投债受政策影响则表现相对保守，发行主体行业分布逐步恢复至疫情前状态

从发行主体行业分布<sup>3</sup>看，2020 年三季度，房地产、金融类机构（包括银行、人寿保险、商业金融机构以及金融服务机构等）及城投等传统行业的中资美元债发行量均呈现不同程度的复苏，在此背景下二季度发行量大增的互联网媒体则表现趋平，中资美元债市场发行主体行业分布逐步恢复至疫情前状态。具体来看，金融类中资美元债依然是本季度的第一大发行主体，共发行 77 期，发行规模为 261.24 亿美元，占总发行规模的 39.82%，环比和同比分别大幅上升 12.87 和 11.33 个百分点。房地产行业本季度发行节奏也大幅加快，本季度共发行 56 期，发行规模为 172.25 亿美元，较上季度分别大幅上升 133.33% 和 190.08%，发行期数和发行规模几乎均表现翻番；发行规模占总发行规模的 26.25%，较上季度占比大幅上升 11.18 个百分点，与上年同期占比差 3.36 个百分点，已经逐步接近去年同期水平。

城投美元债方面，尽管本季度美元流动性保持了相对宽裕，美元融资渠道较上季度相对畅通，但城投美元债发行依然受到政策影响，各级城投公司海外发债受到严格限制。因此，相对于其他行业来说，本季度城投美元债发行规模反弹幅度相对保守，发行期数与二季度持平，发行量有所上升，但占全部发行量比重则继续表现下滑。具体来看，2020 年三季度，城投美元债共发行 20 期，与二季度持平；发行规模合计 40.68 亿美元，较上季度上升 20.21%；发行规模占总发行规模的 6.20%，环比下滑 2.39 个百分点，较上年同期则大幅下滑 10.99 个百分点。

<sup>3</sup> 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

随着复工复产节奏加快，生产类工业企业融资需求释放，本季度除勘探、电力、煤气生产外的其他工业行业发行人发债规模上升，超越互联网媒体行业上升至仅次于金融类和房地产行业的第三位。三季度工业其他行业发行人共发行 18 期合计 33.12 亿美元，发行规模占总规模的 17.76%，环比和同比分别下滑 1.26 和 3.50 个百分点。同时，互联网媒体行业发债规模则表现下滑，三季度互联网媒体中资美元债的发行规模下滑至 30.5 亿美元，发行规模占总发行规模的 4.65%，较上季度大幅下滑 13.11 个百分点，但较去年同期上升 3.00 个百分点。

图 4 2020Q3 中资美元债发行主体行业分布（左图）及城投美元债发行趋势



资料来源：Bloomberg

### 中资美元债发行利率全面下行，金融类和城投行业平均票息均创历史低点

2020 年三季度，在全球宽松货币政策的环境下，美元流动性保持相对充裕，中资美元债发行成本延续了二季度下滑态势，发行利率继续全面下行。本季度平均发行票息<sup>4</sup>为 4.26%，环比和同比分别下降 52.14 个和 130.35 个 BP，继续拉低最低发行成本纪录。

从发行票息分布来看，2020 年三季度，发行票息在 0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8% 以上的发行规模占比分别为 37.56%、30.90%、11.43%、10.84% 和 9.06%，其中零息债券占比 0.21%。具体来看，本季度中资美元债发行成本仍以中低票息为主，发行票息在 0~4% 之间的债券规模占比高达 68.46%，较上季度有所下滑；但 0~2% 的低息债券发行规模明显上升，发行规模约占本季度全部中资美元债发行规模的 37.56%，环比和同比分别大幅上升 14.99 和 35.81 个百分点；2~4% 之间债券规模占比为 30.90%，环比和同比分别下滑 22.96 和 8.10 个百分点；0~2% 之间票息债券发行规模首次超过 2~4% 之间债券规模占比。而随着房地产行业等高成本发行人的回归，发行票息在 6% 以上的较高票息区间债券规模占比出现

<sup>4</sup> 除浮息债券，下同。

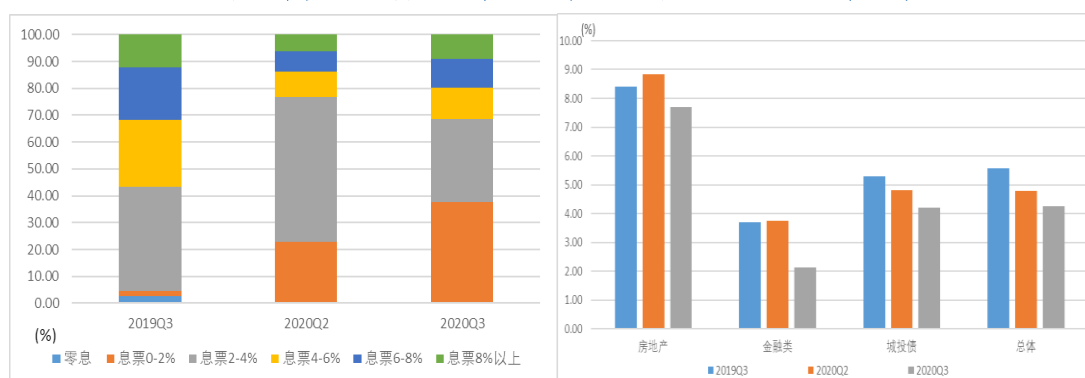


反弹，6~8%之间债券规模占比为 10.84%，较上季度占比上升 3.41 个百分点，较去年同期仍低 8.66 个百分点；8%以上的高票息区间债券规模占比为 9.06%，较上季度占比上升 2.84 个百分点，但与去年同期比下滑 3.10 个百分点；零息债券规模占比保持上季度下降趋势，占比为 0.21%，环比和同比分别下降 0.18 和 2.48 个百分点。

分行业来看，各行业发行成本均有所下滑，其中金融类和城投债发行人平均票息均创历史低位。首先，房地产行业尽管依旧是发债成本最高的行业，但本季度平均发行票息为 7.71%，环比和同比分别大幅下行 112.97 个和 69.02 个 BP；在发行利率处于 8% 及以上高利率区间的 24 期债券中，房地产行业债券有 23 期，另一期由属于医疗设备和装置制造行业的当代国际投资有限公司发行的票息为 10.5% 的 2.5 年的 2.005 亿美元的公司债；发行票息超过 10% 以上的有 16 家，15 家为房地产行业公司债；最高票息达到 14.5%，低于上季度最高票息（14.75%）25 个 BP。另一方面，三季度金融类行业平均票息和城投债平均票息均创下历史低位。金融类行业平均票息为 2.13%，环比和同比分别大幅下行 162.48 个和 157.71 个 BP；城投债平均票息为 4.20%，环比和同比也分别下滑 61.50 和 109.60 个 BP。

从票息类型来看，2020 年三季度中资美元债市场以发行固定票息公司债为主。固定利率债券发行规模达到 550.04 亿美元，占总规模的 83.83%，较上季度下滑 4.84 个百分点，但较去年同期上升 3.44 个百分点；其次是浮动利率公司债，债券发行规模为 39.50 亿美元，占总规模的 6.02%，环比上升了 2.82 个百分点，同比下降了 2.88 个百分点。

图 5 中资美元债发行票息分布（左图）及主要行业平均票息



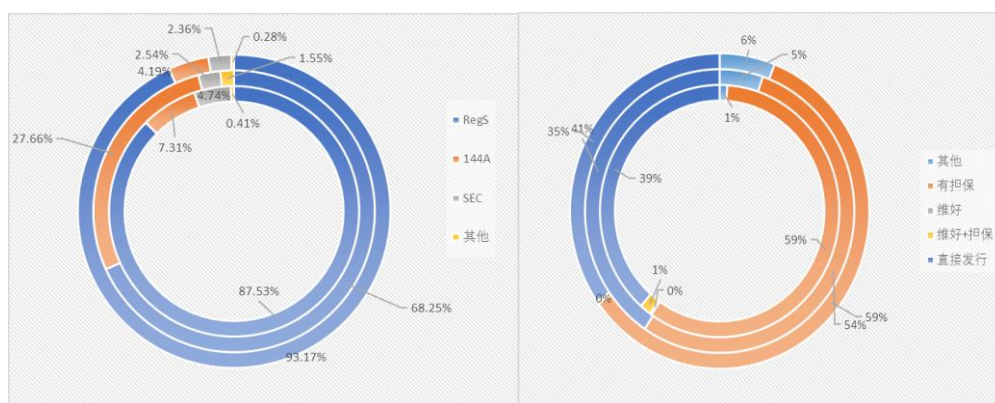
资料来源：Bloomberg

以 RegS 方式发行的债券规模回升，直接发行和担保发行债券规模此消彼长，仍是最主要的两种发行架构

从发行方式来看，发行成本低、流程快的 RegS<sup>5</sup> 仍然是中资美元债主要发行方式，随着市场的恢复，本季度以 RegS 方式发行的债券规模随之上升。具体来看，本季度以非公开发行的 RegS 的债券规模达到 611.29 亿美元（180 期），占本季度总规模的 93.17%，环比和同比分别大幅上升 24.92 和 5.63 个百分点；另有 4 期中资美元债选择 144A 方式发行，发行规模占总规模的 2.08%，环比和同比分别大幅下滑 23.47 和 3.12 个百分点；3 期中资美元债选择 SEC 公开发行方式，发行规模为 15.5 亿美元，约占本季度总规模的 2.36%，同比和环比分别下滑 0.18 和 2.38 个百分点。

从发行架构<sup>6</sup>看，2020 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方式。具体来看，直接发行债券共 58 期，发行金额达到 227.74 亿美元，占总规模比为 34.71%，环比和同比分别下滑 5.89 和 3.86 个百分点；担保发行债券合计达到 387.08 亿美元，约占总规模的 59.00%，环比和同比分别上升 4.79 个和 0.35 个百分点；另有 1 期以维好+担保架构增信的 2 亿美元的中资美元债，同时已经连续 2 个季度没有以维好架构增信的中资美元债出现，表明单一维好协议增信架构已经不足以满足市场风险偏好需求。

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 2019Q3、2020Q2 和 2020Q3 数据

资料来源：Bloomberg

**发行期限方面仍以中长期为主，三季度永续债占比明显上升；市场平均期限缩短，但房地产行业平均期限拉长**

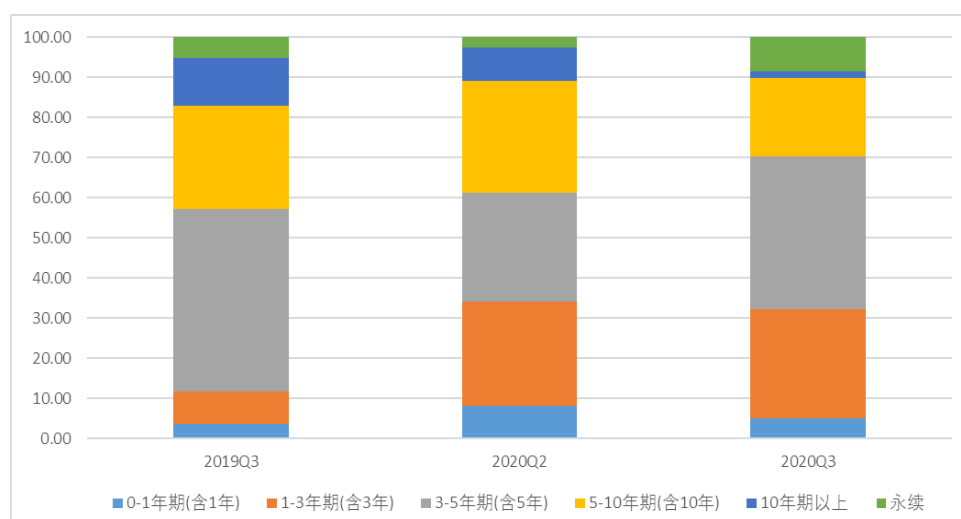
<sup>5</sup> 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境内以外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

<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+维好协议双重架构和维好协议发行等。

从发行期限来看，本季度中资美元债发行期限仍以 1 年以上 10 年以内的中长期为主，1~10 年期发行规模占比高达 84.69%，环比和同比分别上升 3.77 和 5.26 个百分点，同时永续期限债券占比明显提升。依据发行规模占比从高到低来看，2020 年三季度，3~5 年期本季度规模占比为 38.16%，在二季度下滑后再次回归最大占比，环比上升 11.12 个百分点，但较去年同期仍差 7.30 个百分点；其次是 1~3 年期，发行规模占比为 27.10%，环比和同比分别上升了 1.10 个和 18.89 个百分点；另外 5~10 年期的中资美元债发行规模占比为 19.44%，环比和同比分别下滑了 8.45 个和 6.33 个百分点；值得一提的是，三季度永续债发行规模大幅上升，占比为 8.38%，环比和同比分别上升了 5.84 个和 3.33 个百分点；同时，0~1 年期中资美元债本季度规模占比为 5.10%，环比下滑 3.04 个百分点，但同比上升了 1.55 个百分点；10 年期以上仅有 2 期，发行规模占比延续了二季度的下降态势，本季度占比仅为 1.83%，环比和同比分别大幅下降 6.57 个和 10.14 个百分点。

从平均期限来看，本季度中资美元债加权平均期限<sup>7</sup>约为 5.41 年，较二季度的 7.53 年大幅缩短 2 年，但较去年同期（4.89 年）仍表现较长，主要是中资美元债三季度加速复苏引起的规模效应导致的，鉴于当前发行期限的分布状况，随着复工复产下企业融资需求的释放，中资美元债市场正逐步走向正常化，预计未来中资美元债市场平均发行期限仍有继续缩短的趋势。从各个行业来看，房地产行业平均期限触底反弹，三季度房地产行业平均期限为 3.94 年，较上季度（2.62 年）拉长 1.33 年，但较去年同期（4.75 年）仍有一段距离。

图 7 中资美元债发行期限分布（发行规模占比，%）



资料来源：Bloomberg

7 加权平均期限 =  $\sum (\text{发行金额} \times \text{原始期限}) / \sum (\text{发行金额})$

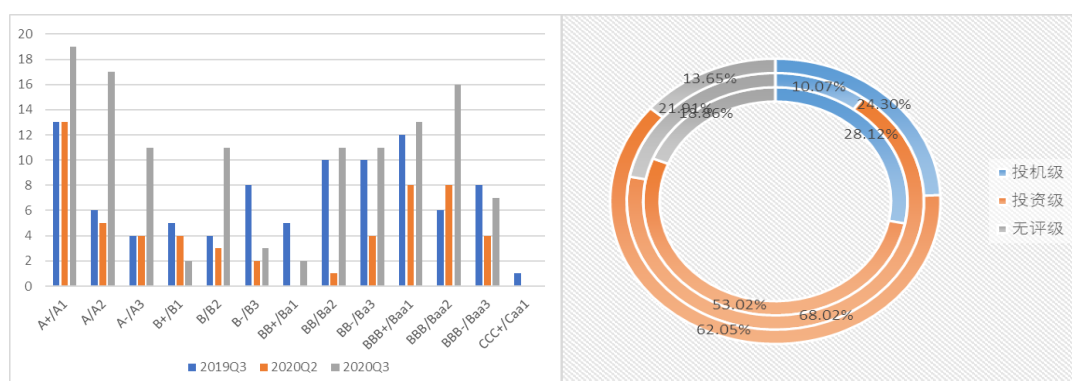
## 无评级发行债券期数和规模占比均表现下滑；高收益债券发行主体集中在房地产企业，而投资级债券发行主体主要集中在金融类行业

从评级状况来看，2020 年三季度，在 192 只中资美元债中共有 69 期中资美元债无评级<sup>8</sup>发行，占全部发行期数的 35.94%，环比和同比分别下滑了 15.37 个和 6.20 个百分点；同时，无评级债券发行规模占总发行规模的 13.65%，环比和同比也表现下滑，分别下滑了 8.26 个和 5.21 个百分点。整体来看，无评级发行债券期数和规模下滑，有评级发行债券期数和规模上升，有助于中资美元债市场信用状况的修复。

在有评级的中资美元债中，2020 年三季度投资级别中资美元债发行期数合计 83 期，占全部发行期数的 43.23%，环比和同比分别上升了 6.71 个和 12.41 个百分点，投资级债券期数占比本季度继续保持增长；投资级债券发行规模合计占总发行规模的 62.05%，环比下降了 5.97 个百分点，但同比大幅上升了 9.03 个百分点。此外，BBB-级以下<sup>9</sup>投机级债券发行期数合计 40 期，发行规模占总发行规模的 24.30%，环比上升 14.23 个百分点，但同比下降了 3.81 个百分点。

从行业分布来看，2020 年三季度，高收益债券发行主体集中在房地产企业，而投资级债券发行主体则主要集中在金融类行业中。具体来看，在 40 期高收益债券中有 36 期自于房地产企业，其中以 BB-/Ba3 和 B/B2 级别为主，这两个等级的发行金额占高收益债券发行总规模的 43.25%；另外，投资级债券发行主体则集中在金融类行业，在投资级中资美元债中金融类发行主体共发行 40 期中资美元债，占全部投资级债券总期数的 48.19%，发行规模占总规模的 49.86%。

图 8 中资美元债债项级别分布



注：内、中、外圈分别代表 2019Q3、2020Q2 和 2020Q3 数据（按发行规模统计）

资料来源：Bloomberg

<sup>8</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。

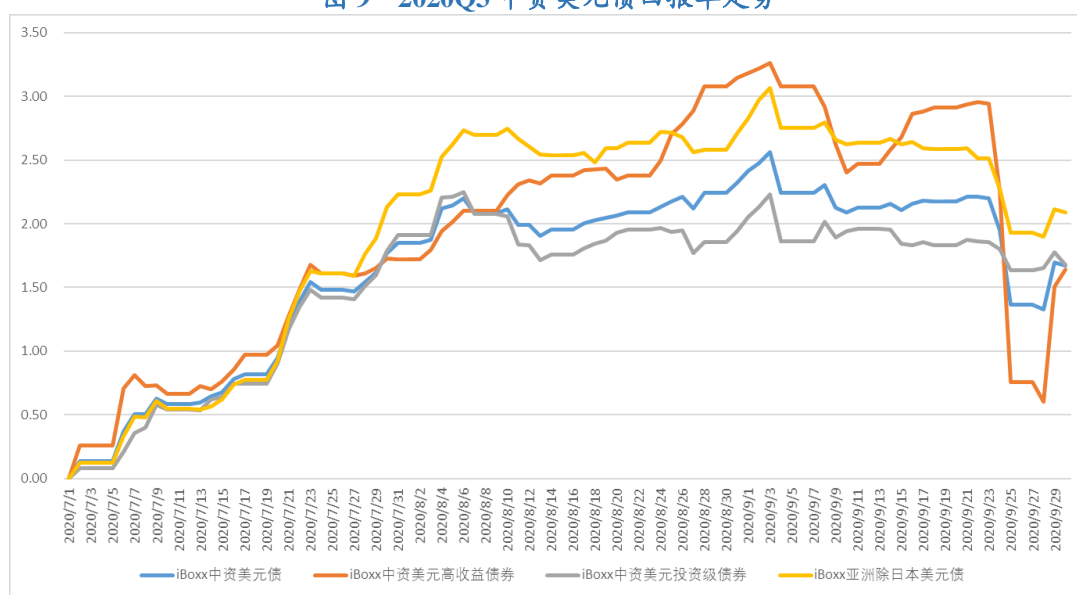
<sup>9</sup> 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

### 三、中资美元债二级市场表现

**美元流动性相对充裕背景下，二级市场交易趋于理性，三季度中资美元债回报率全面回落，受恒大事件影响高收益债券回报率出现深跌**

2020 年三季度，在美元流动性保持相对充裕的背景下，中资美元债二级市场交易趋于理性，二级市场交易行情逐步企稳；另外，作为中资美元债重要的房地产发债企业，中国恒大在 9 月末被市场爆出负面消息，二级市场交易行情受此影响在 9 月末也出现较大波动；综合来看，三季度二级市场回报率较二季度明显下滑，同时季度末出现明显下跌。具体来看，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率回落至 1.67%，环比下降 3.27 个百分点，较去年同期小幅上升 0.38 个百分点。而中国恒大作为高收益债券重要发行人，高收益中资美元债回报率受其负面消息影响本季度回报率低于总回报率和投资级债券回报率，仅达成 1.64%，环比大幅下滑 7.66 个百分点，扭转去年同期亏损上升 1.93 个百分点；投资级中资美元债本季度回报率为 1.68%，环比和同比分别下跌 1.27 和 0.40 个百分点。

图 9 2020Q3 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg

2020 年三季度，市场流动性保持相对充裕，中资美元债二级市场交易逐步活跃，各行业回报率冲高回落。具体来看，房地产中资美元债的回报率为 1.76%，较上季度大幅下跌 7.45 个百分点，但较去年同期仍表现盈利，中国恒大的负面消息冲击是房地产行业回报率下滑的主要原因。金融机构三季度回报率为 1.74%，环比大幅下跌 4.27 个百分点，同比



上升 0.93 个百分点，其中金融机构行业内投资级债券回报率为 1.77%，环比下跌 0.91 个百分点，高收益级债券回报率为 1.65%，环比下跌 7.96 个百分点，且低于同期投资级债券回报率 0.12 个百分点；非金融机构三季度回报率为 1.51%，环比和同比分别下跌 2.01 个和 0.43 个百分点，其中非金融机构行业内高收益债券回报率为 1.58%，环比下跌 5.70 个百分点，投资级债券回报率为 1.50%，环比下跌 1.65 个百分点。

表 1 中资美元债分行业回报率 (%)

	2020Q3	2020Q2	2019Q3
金融机构	<b>1.74</b>	<b>6.01</b>	<b>0.8</b>
金融机构-投资级	1.77	2.69	1.71
金融机构-高收益	1.65	9.61	-0.24
非金融机构	<b>1.51</b>	<b>3.52</b>	<b>1.93</b>
非金融机构-投资级	1.5	3.15	2.39
非金融机构-高收益	1.58	7.28	-0.53
房地产	<b>1.76</b>	<b>9.21</b>	<b>0.00</b>
房地产-投资级	2.27	4.51	1.96
房地产-高收益	1.59	11.28	-0.84

资料来源: Bloomberg

#### 四、2020 年四季度中资美元债市场展望

**在全球面临疫情二次暴发风险的情况下，四季度美元流动性预计仍将保持充裕，中美国债收益率利差仍有走扩动力，国内经济的持续向好也将支撑人民币升值预期，中资美元债市场仍具备一定融资成本优势和吸引力**

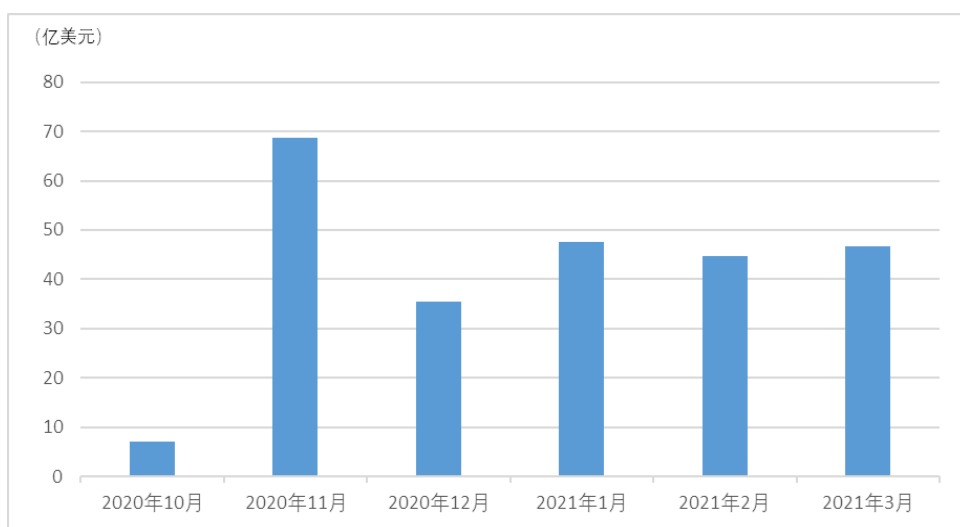
当前全球疫苗进展缓慢，随着冬季的来临，各国均面临疫情再次暴发的风险，疫情的持续影响仍将笼罩全球。就美国而言，尽管美国大选对市场预期造成一定的扰动，但鉴于美国当前疫情的持续，美国经济仍需大量的财政和货币政策支持，宏观收紧的可能性很小，因此预计四季度美联储将继续延续当前宽松货币政策，美元流动性仍将保持相对充裕。在这一前提下，美国各期限国债收益率料将继续保持当前平坦下行趋势。而从境内环境来看，随着国内经济的持续复苏，中国各期限国债收益率继续上行的可能性。基于以上因素，预计四季度中美国债利差仍有走扩动力。从人民币汇率方面来看，当前国内经济逐步复苏局面将对人民币升值形成一定支撑。但就升值程度而言，央行稳健货币政策基调不会改变，人民币汇率在一定弹性空间内仍将保持在合理区间，因此预计升值空间不会太大。综合来

看，预计四季度中资美元市场仍具备一定的融资成本优势，对于企业优化资产结构、提升融资能力具备一定的吸引力。

### 房企将在 11 月迎来还款高峰期，“三大红线”管控下，房地产企业将面临一定压力，债务的可持续性引发市场担忧

从三季度中资美元债市场存量看，房地产行业债券余额占比达到 27.00%，行业集中度较高。与此同时，从到期来看，四季度房地产到期总额为 111.04 亿美元，约占目前四季度总到期额的 33.34%，其中 11 月份房地产行业将迎来到期高峰，当月到期额到达 68.59 亿美元，占当月到期总额的 49.74%。而当前国内“三条红线”的严监管下，房企面临严格的资产管理和负债要求，去杠杆、降负债、回流现金成为当前房地产企业防控风险的主要手段，未来融资规模预计面临收紧。短期来看，鉴于房地产行业发行人是中资美元债发行人中融资成本最高的发行人，在融资收紧的背景下，四季度大规模到期债务将对房企发行人形成一定压力，未来债务的可持续性或将引发市场担忧。

图 10 未来 6 个月房地产企业中资美元债到期分布



资料来源：Bloomberg

### 鉴于当前融资成本的历史低位和人民币升值预期，投资级发行人抓住当前窗口期持续发债的可能性较大，发债规模预计仍有较大增长空间

2020 年三季度的中美国债利差水平处在自 2015 年以来的历史高位，而且在当前疫情笼罩下，基于当前中美经济前景预期，四季度市场对于中美利差仍有较强的走扩预期。中资企业发行美元债的融资成本优势较为明显。随着国内经济形势的逐步向好和美元流动性保持相对充裕，中资美元债市场逐步从上半年疫情影响的萎缩情况中走出，国内企业境外融资需求逐步释放，国内发债主体前期积压的发债计划在三季度陆续上市，且大概率延续

至四季度。特别是投资级发行人，主要包括部分相对优质的房地产企业和以银行为代表的金融类发债主体，境内外发行成本差异明显，美元债融资成本明显低于境内；同时，当前人民币升值趋势下发行美元债将有利于发债主体减轻负债、累积资产、优化资本负债结构、缓解部分企业当前面临的去杠杆压力，为融资规模增长创造了空间。当前较低的利率水平，乃至四季度的利率空间，都为中资美元债发行创造了优势突出的利好窗口期，中资企业抓住当前窗口期释放融资需求的前景仍可期待。从发行规模上来看，投资级发行人四季度发行规模预计仍有较大增长空间。