



一级市场发行小幅回暖，二级市场回报率呈现分化走势

——2023 年一季度中资美元债研究报告

联合资信 主权部 | 程泽宇

2023 年一季度，受益于中美双边汇率波动放缓以及房地产支持政策持续发力，中资美元债发行小幅回暖，本季度共发行 556 只中资美元债，累计发行规模 182.85 亿美元。另一方面，美联储持续加息叠加欧美银行业危机爆发，加重了投资者的避险情绪，对高收益美元债的回报率造成较大冲击，中资美元债二级市场回报率呈现分化走势。

展望二季度，在中美货币政策分化走势下，中美国债利差仍将保持倒挂趋势，中资美元债发行端仍将持续承压。房企融资政策有望继续边际放松，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，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。



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

在美国通胀预期博弈以及银行业流动性风险暴露等因素的作用下，各期限美债收益率呈现先升后降走势，中美利差继续保持倒挂，美元融资吸引力仍显不足

2023 年一季度，得益于能源价格的持续回落以及加息对流动性的收紧作用愈发显现，美国 1 月和 2 月的 CPI 同比增幅分别回落至 6.4% 和 6.0%，其中 2 月通胀水平回落至 2021 年 9 月以来的最低值，表明美国的通货膨胀压力得到显著缓解，也为美联储放缓加息节奏起到重要的参考意义。因此美联储放缓加息节奏，分别在 2 月和 3 月各温和加息 25 个 BP，将联邦基金利率的目标区间上调至 4.75%~5.00%，虽然加息节奏趋于缓和，但利率区间仍达到 2006 年 6 月以来的最高水平。另一方面，欧美央行持续加息带来的副作用也逐步显现，基准利率走高导致欧美商业地产收入下降以及地产流动性变差，以商业地产作为底层资产的商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）面临到期违约风险，2023 年 3 月 2 日黑石集团旗下价值 5.6 亿美元的 CMBS 发生违约。此外，受美联储强势加息影响，美国中小型银行面临存款流失以及债券减值的双重困境，存在较为严峻的流动性风险，3 月 9 日总资产规模位列全美第 16 名的硅谷银行因流动性不足且资不抵债而陷入破产，储户陷入流动性挤兑的恐慌，后续流动性风险继续在欧美银行业传导。在上述两种因素的作用下，一季度各期限美债收益率呈现先升后降的走势，1 月—2 月在美国联储温和加息的作用下各期限美债收益率稳步上行，3 月银行流动性危机叠加商业地产违约加剧了市场恐慌情绪，各期限美债收益率大幅回落。截至 3 月末，1 年期、5 年期和 10 年期美债收益率分别为 4.64%、3.60% 和 3.48%，季度内分别小幅收跌 8 个、34 个和 34 个 BP。

本季度，中国经济进入了疫后修复和政策靠前发力的复苏上升期，为有效推动经济较快向好复苏，政府积极的财政政策加力提效，稳健的货币政策精准有力。3 月 27 日，央行降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，降准将使用低成本长期资金有效置换短期资金，有效缓解市场资金利率的波动。考虑到硅谷银行、瑞士信贷等海外风险事件对于国内市场风险偏好也造成负面扰动，因此本次降准将释放积极信号有助于提升市场信心，边际改善市场风险偏好。整体看，中国一季度 1 年期、5 年期和 10 年期国债收益率走势较为平稳，较本季度初分别小幅上涨 12.08 个、5.39 个和 3.00 个 BP 至 2.23%、2.68% 和 2.85%。

综合来看，本季度中美货币政策进一步分化，虽然在欧美银行业危机扩散、美联储加息或进入尾期以及中国经济稳步复苏的背景下，中美国债收益率利差倒挂幅度小

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。

幅收窄，但倒挂幅度依旧较大。2023 年一季度，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债平均利差分别为-255.43 个、-111.96 个和-77.87 个 BP，较 2022 年四季度平均利差分别小幅收窄 7.40 个、28.37 个和 26.20 个 BP。整体看，本季度中美利差继续保持倒挂，美元融资吸引力仍显不足。



数据来源：Wind，联合资信整理

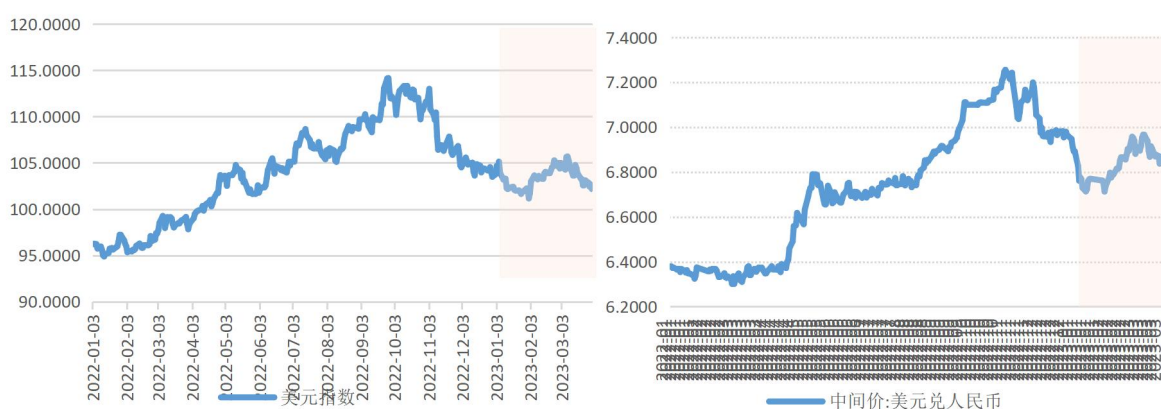
图 1 中美各期限国债利差率走势

在美联储持续加息以及欧美银行业危机爆发的相互作用下，美元指数宽幅波动走跌；在中国经济发展前景预期转好的背景下，人民币兑美元汇率走强并逐步企稳，中资美元债发行环境得到一定程度的改善

2023 年一季度，美元指数呈现波动下跌趋势。1 月，美国通胀和经济数据表现好于预期，彰显出美国经济存在一定复苏韧性，经济“软着陆”预期带动美联储释放加息放缓信号，市场避险情绪得到显著缓解，导致美元指数波动走弱。2 月，因通胀数据环比有所反弹，美国通胀显示出一定粘性压力，同时强劲的劳动力市场数据为美联储继续加息提供支撑，2 月美联储采取继续温和加息 25 个 BP，带动美元指数波动上扬。3 月，美联储主席鲍威尔的鹰派表态使得美元指数一度突破 105 并创下近三个月新高，但随着欧美银行业危机的爆发以及市场预期美联储货币政策转向宽松，美元指数大幅回落。截至 3 月 31 日，美元指数回落至 102.5970，较上季度末下跌 0.86%。

另一方面，在新冠疫情感染情况达峰回落、春节假期居民“报复性”消费以及政

府积极出台各项经济刺激计划的多重作用下，市场对中国经济发展前景的看好预期持续增强，助力人民币汇率走强并逐步企稳，1月末美元兑人民币汇率回落至 6.75 左右。但 2 月和 3 月美联储连续加息对人民币汇率形成一定打压，3 月初美元兑人民币汇率再度反弹至 7.00 下方。直到欧美银行业流动性危机爆发，人民币汇率才有所走强。截至 3 月 31 日，美元兑人民币汇率收于 6.8717，较上季度末下跌 1.33%。人民币兑美元汇率波动区间较上季度有所收窄，汇率风险有所下降，中资美元债发行环境得到一定程度的改善。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2 2023 年一季度美元指数（左图）及美元兑人民币汇率走势情况

本季度监管机构在外债融资政策方面依旧保持相对谨慎的态度；中央层面对房地产总体延续积极的政策导向，房企资质分化趋势显著，融资仍偏向于优质房企；防范化解隐性债务的监管方向并未改变，城投相关的外债融资政策依旧保持严格，城投区域分化仍将持续

2023 年一季度，监管机构在外债融资政策方面依旧保持相对谨慎的态度。1 月 5 日，国家发展和改革委员会发布《企业中长期外债审核登记管理办法》（56 号文），并于 2 月 10 日正式生效。56 号文对企业合理控制外债规模、强化外债风险意识、加强外债风险管理等方面提出了建设性意见和要求。相较于发改委于 2015 年发布的《关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（2044 号文），56 号文在完善企业举借中长期外债审核登记手续、办理流程的基础上，进一步加强对企业举借中长期外债的监管措施。主要体现为：审核形式升级，企业举借中长期外债的审核形式由备案登记制升级为审核登记制；审核时限拉长，发改委受理外债登记申请后的审核时限从 7 个工作日延长至 3 个月；明确境外间接举债的适用情形；调整外债资金用途限制条件，删除了“不得用于弥补亏损和非生产性支出”的资金用途限制，新增了“不新

增地方政府隐性债务”的要求。

从房地产板块看，中央层面对房地产总体延续积极的政策导向，强调房地产业的支柱地位，着力防范化解房地产金融风险。1月10日，央行、银保监会召开银行信贷工作座谈会，会议明确要有效防范化解优质头部房企风险，实施改善优质房企资产负债表计划，聚焦专注主业、合规经营、资质良好、具有一定系统重要性的优质房企，开展“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四项行动，综合施策改善优质房企经营性和融资性现金流，引导优质房企资产负债表回归安全区间。落实“金融16条”和房企融资“三支箭”（债券融资、信贷融资、股权融资），支持房地产市场平稳健康发展，保持房企信贷、债券等融资渠道稳定。同时，优质房企及白名单企业保持融资优势。1月11日，首批改善优质房企资产负债表名单出炉，龙湖、碧桂园、新城控股、远洋集团、金地集团、美的置业、杭州滨江在列。值得注意的是，尽管各部门积极出台政策支持房地产企业，但房企资质分化趋势显著，融资仍倾向于优质房企，高杠杆民营地产公司的信用风险事件依旧频发，以上坤地产、正荣地产、泛海控股为代表的多个房地产企业的美元债出现违约或寻求展期。

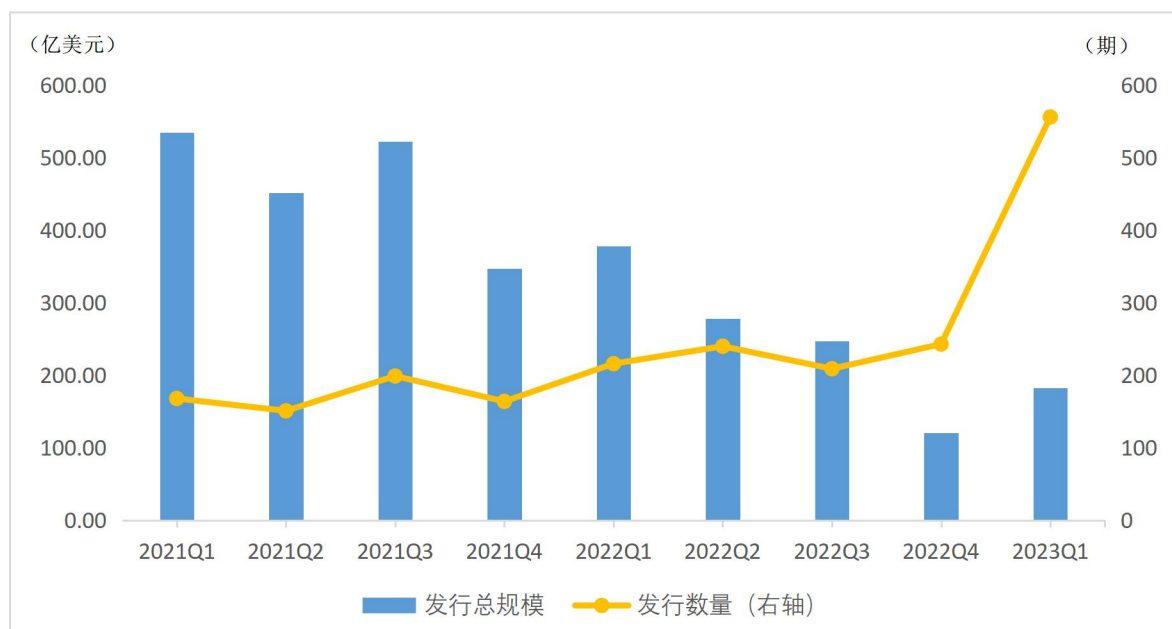
从城投板块看，防范化解隐性债务的监管方向并未改变，城投相关的外债融资政策依旧保持严格。一方面，2023年2月习近平总书记在《当前经济工作的几个重大问题》中指出：防范化解地方政府债务风险。要压实省级政府防范化解隐性债务主体责任，加大存量隐性债务处置力度，优化债务期限结构，降低利息负担，稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管，坚决遏制增量、化解存量。表明隐性债务“遏增化存”的政策导向未变，信贷、债券、非标仍延续之前的管控力度并未放松。另一方面，城投区域分化仍将持续，在严控地方新增隐性债务政策的影响下，资质弱的区域城投债融资严重受限，暴露出部分城投的资金紧张和债务结构失衡问题。2022年12月，中央经济工作会议提出“要防范化解金融风险，压实各方责任，防止形成区域性、系统性金融风险”，在一定程度上体现出对于区域性债务风险的重视。财政部部长发文“坚决防范地方政府融资平台债务风险，强化融资平台公司综合治理，在有效支持经济高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，意味着围绕着地方政府融资平台，包含投融资、偿债安排等各方面的管理措施都将进一步加强，城投信用得到一定修复，城投信仰也得到一定支撑。整体看，政府对于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

受益于中美双边汇率波动放缓以及房地产支持政策持续发力，本季度中资美元债一级市场逐步复苏，但较去年同期仍有一定差距

2023 年一季度，受益于中美双边汇率波动放缓以及房地产支持政策持续发力，中资美元债发行规模小幅回暖。本季度，一级市场共发行 556 只中资美元债，发行规模升至 182.85 亿美元，环比大幅增长 51.37%，但同比仍大幅下跌 51.68%，说明中资美元债一级市场逐步复苏，但较去年同期水平仍有一定差距。

具体来看，随着房地产行业“三支箭”以及实施改善优质房企资产负债表计划等政策的持续发力，房企通过美元债渠道的融资途径得到修复，带动 1 月中资美元债发行市场显著回暖，累计发行金额达到 91.71 亿美元。2 月，美国通胀粘性压力仍存导致美联储释放“鹰派”态度，美债收益率受此影响继续走高，发行成本走高叠加再融资需求显著回落，本月发行规模深跌至 29.02 亿美元。3 月，得益于城投企业境外融资增加及个别金融机构的大额美元债发行，中资美元债一级市场发行有所回暖，发行规模上升至 62.11 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

中国太平和中金香港发行大额美元债，带动金融板块成为本季度的发行主力；

² 所有数据统计以发行日期为准。

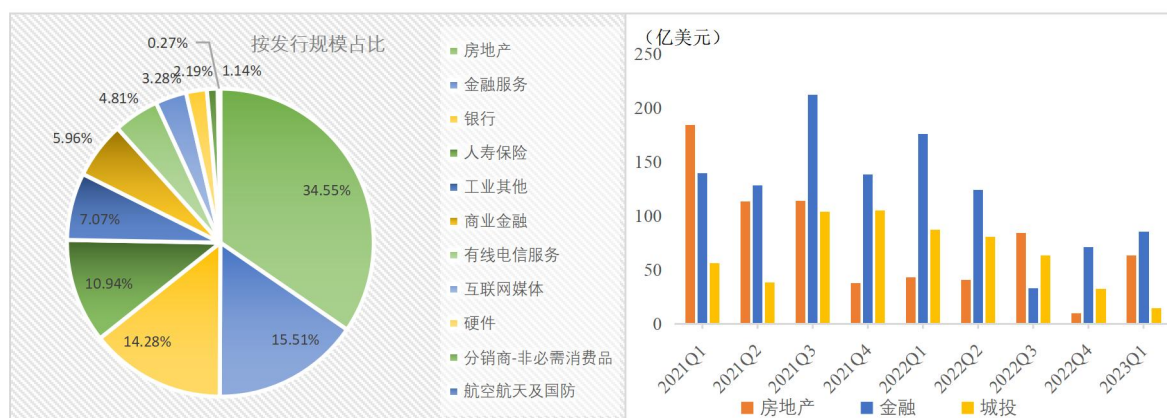
受益于政策的持续发力，房企通过美元债渠道的融资途径得到修复，地产美元债发行规模显著回暖；受政府严控债务增量、城投风险事件发酵以及自贸区债券分流等因素影响，城投板块发行规模显著下滑

从发行主体行业分布³看，金融板块成为本季度发行规模最大的板块，占总发行规模的 46.69%；其次为房地产板块，发行规模占比为 34.55%；而本季度城投板块发行规模降至不足 15 亿美元，占总发行规模的 7.80%。

具体来看，金融美元债方面，3 月中国太平和中金香港分别发行价值 20 亿美元和 12.50 亿美元的中资美元债，带动本季度金融机构美元债规模回升至 85.37 亿美元，发行规模环比大幅增长 20.63%，但同比仍大幅回落 51.40%。

房地产美元债方面，随着房地产行业“三支箭”以及实施改善优质房企资产负债表计划等政策的持续发力，房企通过美元债渠道的融资途径得到修复，带动房地产美元债发行市场显著回暖。本季度发行期数为 8 只，发行规模达到 63.17 亿美元，环比和同比分别大幅上涨 549.82%和 45.85%。其中，万达地产环球有限公司直接发行 2 只美元债，实现了房地产美元债新发“破冰”。

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，再加上城投区域分化持续，2022 年负面信用事件对城投信仰造成一定影响，市场观望情绪抬升拖累城投美元债的发行。此外，今年以来自贸区债券凭借其成本优势及独特的制度优势持续火热，在境外融资时选择自贸区债券的城投企业持续增多，对美元债发行起到一定分流作用。本季度城投美元债共发行 13 只，发行规模合计 14.26 亿美元，环比和同比分别下降 56.12%和 83.58%。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 4 2023Q1 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

³ 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

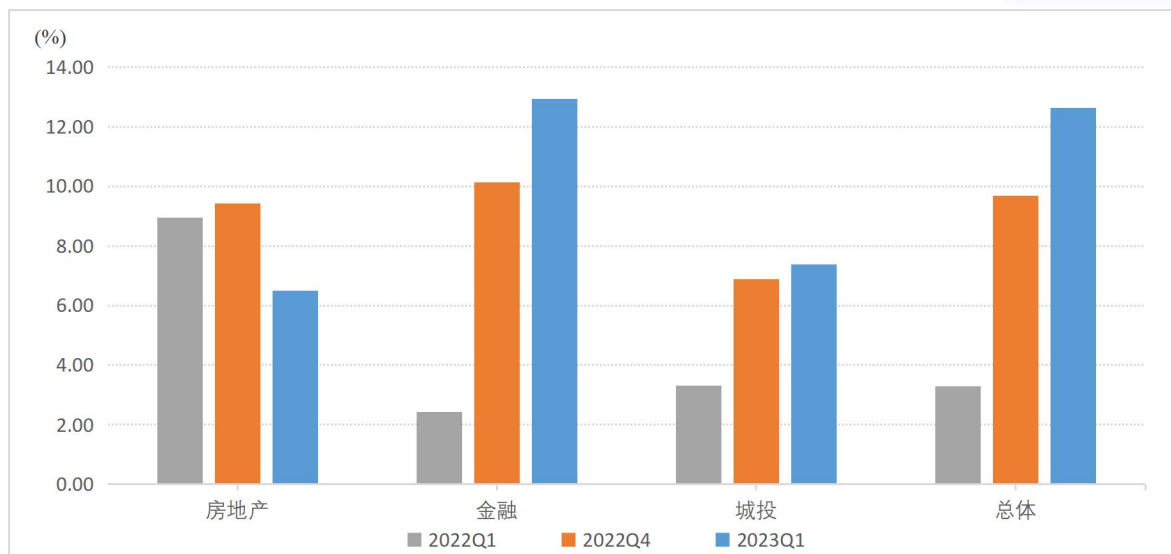
受美债收益率继续抬升以及金融板块融资成本大幅走高的影响，带动中资美元债发行成本上升至历史新高，其中金融板块受部分高票息债券影响涨幅较大；受益于房地产融资政策的持续支持以及部分房企完成债务重组，地产板块平均票息显著回落；固定票息仍是最主要的票息类型

2023 年一季度，受美债收益率继续抬升以及金融板块融资成本大幅走高的影响，中资美元债整体发行成本创历史新高。本季度中资美元债平均发行票息⁴为 12.63%，环比和同比分别大幅上涨 294.21 个和 934.03 个 BP。

分行业来看，首先，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 12.93%，创历史新高，环比和同比分别大幅上涨 278.99 个和 1,049.99 个 BP，主要是因为中信证券国际发行了多只高票息的短期中资美元债，带动金融板块以及整体中资美元的发行成本大幅走高。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 5.78%。其次，在美元债融资成本走高以及部分城投信用风险暴露的背景下，城投美元债本季度平均发行票息为 7.38%，环比和同比分别大幅上涨 49.91 个和 406.91 个 BP。最后，受益于房地产融资政策的持续支持以及部分房企完成债务重组，带动本季度房地产板块的融资成本回落至 2018 年一季度以来的新低，平均发行票息降至 6.50%，环比和同比分别大幅下降 293 个和 244.01 个 BP，其中华夏幸福的美元债重组方案于 1 月通过，华夏幸福在现金偿还现有债券本金的 1%后，剩余部分重组为三只票息 2.5%、本金合计 48.47 亿美元的新债券，因此带动房地产板块发行票息下降。

从票息类型来看，本季度中资美元债票息类型包括固定票息、浮动票息、可变以及零息四种类型，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 138.52 亿美元，占总发行规模的 75.75%，环比下降 10.04 个百分点；可变票息债券发行规模为 20.05 亿美元，占总发行规模的 75.75%，环比上涨 10.35 个百分点，主要是因为中国太平发行价值 20 亿美元的可变票息美元债；浮动利率债券发行规模为 16.15 亿美元，发行主体均为金融机构，占总发行规模的 10.97%，环比下滑 0.65 个百分点；零息债券发行规模为 8.13 亿美元，占总发行规模的 4.45%，较上季度基本持平。

⁴ 剔除浮息和零息债券，以下同。



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，采用备证架构发行的中资美元债仍集中在城投板块

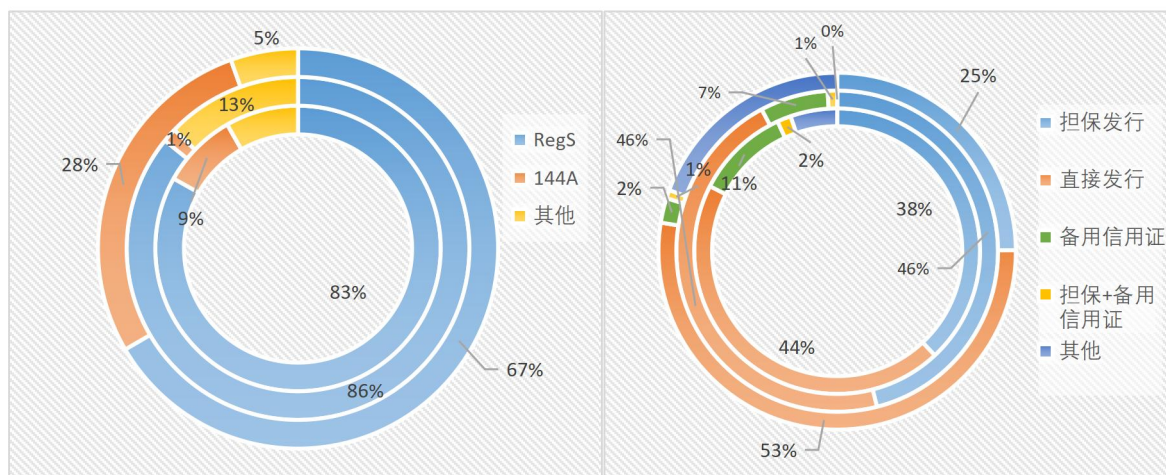
从发行方式来看，**RegS**⁵具有对信息披露要求较为宽松以及发行流程相对较快的优势，因此 **RegS** 仍是本季度中资美元债最主要的发行方式，发行规模达到 121.75 亿美元，占本季度总发行规模的 66.59%，环比和同比分别下滑 19.26 和 16.57 个百分点。本季度采用 144A 发行方式的债券规模大幅攀升至 51.15 亿美元，占本季度总发行规模的 27.98%，环比和同比分别上涨 26.65 个和 19.39 个百分点，主要原因在于华夏幸福美元债重组后按照 144A 方式发行了 4 只价值 51.15 亿美元的债券；本季度其他发行方式发行规模合计为 9.94 亿美元，发行规模占比为 5.44%，环比和同比分别下降 7.40 个和 2.82 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⁶看，2023 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 54.15 亿美元，占总发行规模的 52.64%，环比和同比分别上涨 6.44 个和 8.15 个百分点；采用担保发行的发行规模达到 25.63 亿美元，占总发行规模的 24.92%，环比和同比分别下降 21.10 个和 13.12 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

⁵ 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 注册属于公开发行的方式，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 属于非公开发行的方式，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。

⁶ 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。

3.08 亿美元，占总发行规模的 3%，环比和同比分别下降 4.78 个和 8.39 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，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 2022Q1、2022Q4 和 2023Q1 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金融板块，无评级债券的发行主体分布较为分散

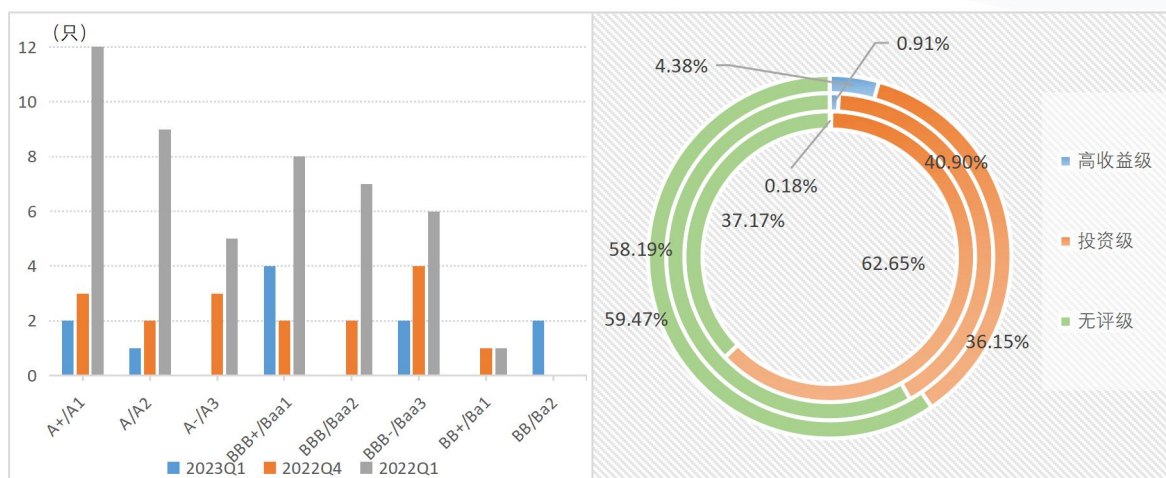
从评级状况来看，2023 年一季度无评级⁷中资美元债发行规模为 108.75 亿美元，占总发行规模的 59.47%，环比和同比分别增长 1.29 个和 22.30 个百分点。一是弱资质企业发行难度走高，进一步导致无评级发行占据主流；二是因为备用信用证发行架构对债券起到增信作用，削弱了部分发行主体的评级需求。

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 66.10 亿美元，合计占总发行规模的 36.15%，环比和同比分别下降 4.75 个和 26.50 个百分点。本季度高收益级中资美元债（BBB-级以下⁸）发行规模降低至 8.00 亿美元，占总发行规模的 4.38%，环比和同比分别下跌 3.46 个和 4.20 个百分点。

从行业分布来看，本季度投资级发行主体行业集中在金融板块，发行规模为 57.5 亿美元，占到投资级发行规模的 86.99%；无评级行业分布则较为分散，其中房地产、金融板块和工业其他占比较高，占比分别为 50.74%、25.63%、10.41%。

⁷ “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。

⁸ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。



注：右图中内、中、外圈分别代表 2022Q1、2022Q4 和 2023Q1 数据

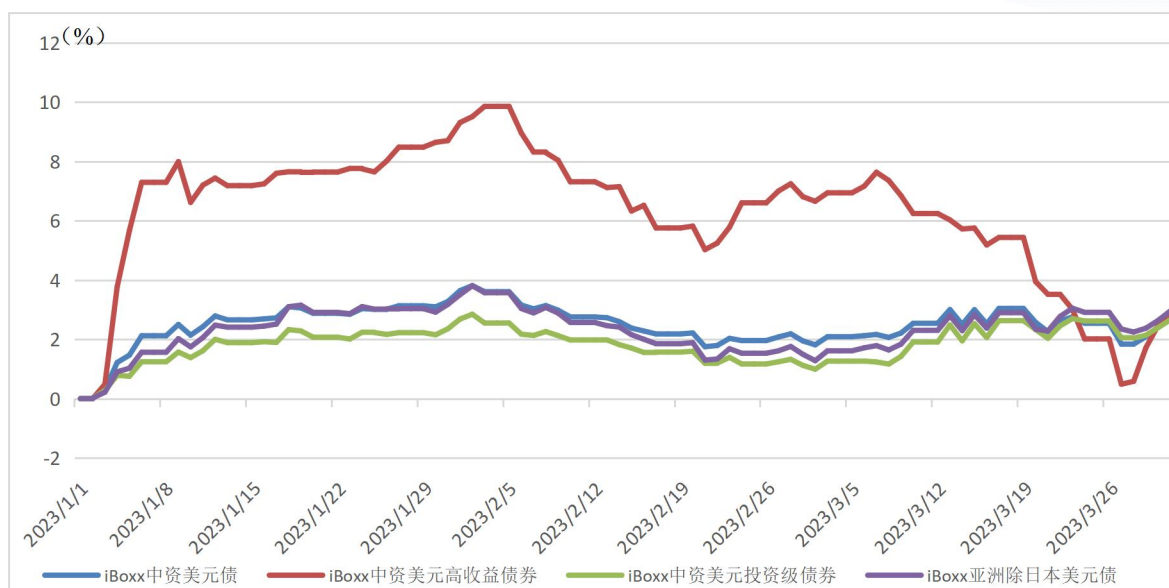
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

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

美联储持续加息叠加欧美银行业危机爆发，导致市场避险情绪走高，中资美元债二级市场回报率呈现分化走势；分行业来看，地产板块宏观政策密集出台以及实施改善优质房企资产负债表计划，都对地产板块表现形成支撑，而金融板块受欧美银行业流动性风险波及，二级市场表现有所走弱

2023 年一季度，美联储持续加息叠加欧美银行业危机爆发，加重了投资者的避险情绪，对高收益美元债的回报率造成较大冲击；但另一方面，本季度中国经济显示出较强的复苏优势，提振了市场对中资美元债的投资信心。在二者的相互作用下，本季度中资美元债二级市场呈现分化走势。具体来看，截至一季度末，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率录得 2.71%；其中，高收益中资美元债回报率为 2.91%，投资级中资美元债回报率为 2.66%。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 8 2023 年一季度中资美元债回报率走势

分行业来看，监管部门先后向房地产业发出“三支箭”，分别从信贷、债券、股权三个融资主渠道给予地产支持，以及实施改善优质房企资产负债表计划，提振了投资者对中资地产企业的投资信心，因此本季度地产板块的回报率高于总回报率（2.71%），达到 3.70%，同比大幅增长 23.15 个百分点，但在高基数效应下，环比下跌 15.20 个百分点；高收益债券和投资级债券回报率差异不大，分别为 3.40% 和 4.17%。本季度，受欧美银行业流动性风险波及，金融板块债券回报率回落至 2.29%，环比下跌 2.56 个百分点，但同比回升 9.86 个百分点；其中，高收益级债券回报率为 2.83%，投资级债券回报率为 2.13%。本季度，非金融机构行业总回报率为 3.24%，环比和同比分别上涨 1.47 个和 8.48 个百分点；其中，高收益债券和投资级债券回报率分别为 3.85% 和 3.21%。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

	2023Q1	2022Q4	2022Q1
金融机构	2.29	4.85	-7.56
金融机构-投资级	2.13	1.18	-3.81
金融机构-高收益	2.83	21.79	-15.18
非金融机构	3.24	1.77	-5.25
非金融机构-投资级	3.21	1.69	-5.46

	2023Q1	2022Q4	2022Q1
非金融机构-高收益	3.85	3.22	-2.41
房地产	3.70	18.90	-19.45
房地产-投资级	4.17	2.41	-8.34
房地产-高收益	3.40	37.13	-27.30

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

四、2023 年二季度中资美元债市场展望

在中美货币政策分化走势下，中美国债利差仍将保持倒挂趋势，中资美元债发行端仍将持续承压；中国经济有望延续复苏态势，预计人民币兑美元汇率波动区间或将有所收窄，对中资美元债发行形成一定支撑

展望 2023 年二季度，美联储货币政策将面临艰难选择。一方面，虽然美国通胀组成中的能源价格已经得到显著回落，但 4 月 OPEC+成员国宣布了一项集体减产决定，涉及沙特、伊拉克和阿联酋等国，合计减产规模达 166 万桶/日，将从 5 月生效至 2023 年底。OPEC+进一步减产的决定预计将加剧原油市场供求失衡，预计将带动国际原油价格走高，美国通胀压力有反弹的可能。再加上美国劳动力市场表现强劲，服务业岗位供不应求叠加工资价格上涨，导致美国通胀粘性较高，美联储需要继续对抗通胀走高。另一方面，虽然美国中小银行业的流动性危机得到一定缓解，但考虑到美联储的基准利率已经上升至限制性区间，对经济造成的负担不仅体现在中小银行业，还体现在商业地产、政府债务等领域，美国经济面临较大的衰退压力。4 月美国供应管理协会（ISM）公布的数据显示，美国 3 月 ISM 制造业 PMI 仅为 46.3，创 2020 年 5 月以来最低，远低于 2 月的 47.7 和市场预期的 47.5，也是连续五个月处于荣枯线下方，表明美国制造业活动进一步陷入萎缩，工厂产出放缓势头会逐步蔓延至其他领域，经济下行压力进一步彰显。在此背景下，预计二季度美联储货币政策将继续与通胀博弈，美国国债收益率将趋向宽幅波动。

从国内来看，预计二季度央行仍将继续精准有力的实施稳健的货币政策。央行货币政策委员会 2023 年第一季度例会表示，要搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，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。完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企

业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。在此背景下，预计二季度中国货币政策将保持平稳，中美国债利差仍将继续保持倒挂走势，中资美元债发行端仍将持续承压。

从汇率波动角度看，考虑到美联储加息或进入尾期以及美国经济下行压力加剧，美元指数或将延续一季度的波动走弱趋势。在中国经济平稳复苏以及地产支持政策持续发力的作用下，二季度中国经济有望延续复苏态势，将对人民币汇率形成一定支撑。预计二季度人民币兑美元汇率波动区间较一季度或将有所收窄，对中资美元债发行形成一定支撑。

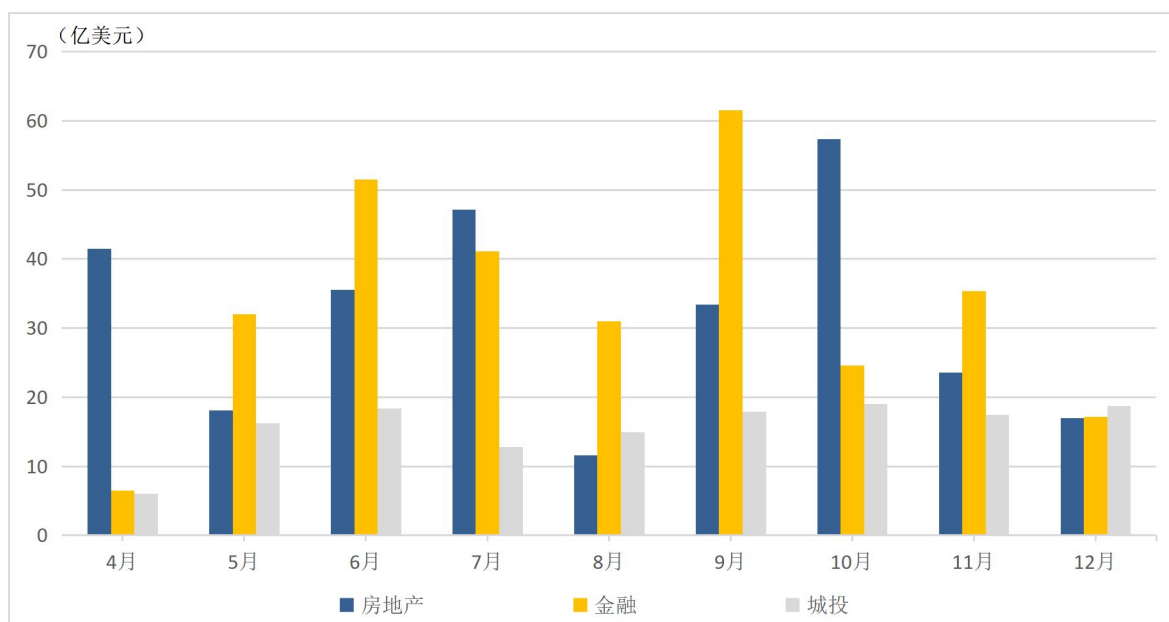
预计二季度房地产政策将以稳为主，房企融资政策有望继续边际放松，房地产美元债发行规模有望企稳回升；城投板块仍将坚持防范化解地方政府隐性债务的总体方向不变，城投企业发债难度依旧较大，信用风险分化预计进一步加剧

预计二季度房地产政策将以稳为主，引导市场预期稳步修复，逐步化解市场信用风险。从供给端看，在销售回暖和融资能力增强的综合影响下，部分房企具备了一定购地补库的能力，房地产土地市场或将逐步回暖，地产企业投资性支出意愿将有所上升。住房销售企稳回升及融资工具的支持效果有望得到进一步强化，信贷、债券、股权三支箭将接续发力，头部优质房企融资环境将明显改善。从需求端看，国内宏观经济及消费者预期在疫情政策优化后逐步回暖，购房者预期也有望随之改善，预计二季度房价可能出现先抑后稳的态势。同时，监管部门和各地政府配合因城施策，地方将以支持刚需和改善性需求释放为切入点，进一步解除购房限制。整体看，房地产市场供给端和需求端利好正不断形成合力，产生共振效应，促进房地产与金融加快恢复正常循环，预计二季度房地产美元债发行规模将企稳走高，对中资美元债一级市场发行起到支撑作用。

预计二季度城投板块仍坚持防范化解地方政府隐性债务的总体方向保持不变。中央化债决心坚定，地方隐性债务化解和融资平台公司治理的执行力度有望进一步加大，城投债融资环境难有大幅放松。2023 年经济复苏将是政策主基调，基建稳增长预期仍在，预计城投债市场仍以稳控为主线，融资端表现将趋于稳定，同时城投债发行监管或将延续扶优限劣的思路。预计二季度城投信仰将继续修复，城投公司发生违约的概率依然较低，但在隐性债务“控增化存”的常态化管控、区域土地市场景气度下降、融资渠道偏紧及到期债务压力的影响下，信用风险分化预计进一步加剧，尾部城投企业债务滚续压力不减。整体看，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，预计二季度城投美元债发行继续承压。

二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信用风险，房企再融资需求依旧较高；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 2023 年 3 月末数据显示，2023 年 4—12 月共有 934 只中资美元债到期，累计未偿额约 985 亿美元；其中二季度有 350 只合计 330.58 亿美元的中资美元债到期，偿付压力依旧较大。金融美元债方面，金融板块的集中到期规模位居第一，4—12 月共有 721 只金融中资美元债到期，累计到期规模约 300.67 亿美元，其中二季度到期规模约为 90 亿美元，压力主要集中在 6 月的 51.5 亿美元债务到期。在较大的兑付压力下，二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依旧较大，4—12 月共有 91 只地产中资美元债到期，累计到期规模约 285.18 亿美元，其中二季度到期规模约为 95 亿美元，偿付规模较上季度环比增长约 22%，房企再融资需求依旧较高。城投美元债方面，4—12 月共有 72 只到期债券，累计未偿额约为 141.30 亿美元，其中二季度到期规模约为 40 亿美元，兑付压力相对较低。预计二季度城投企业的流动性压力尚可，但仍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 2023 年 4—12 月中资美元债各板块未偿额到期分布情况

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。