

中资美元债市场深跌后缓慢修复，房地产企业发债节奏大幅放缓

——2020 年二季度中资美元债研究报告



2020 年 7 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

中资美元债¹市场深跌后缓慢修复，房地产企业发债节奏大幅放缓

——2020 年二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 年二季度，美联储继续采取各种宽松举措推动各期美债收益率回落，中美国债利差进一步扩大，中资美元债融资成本优势显现，人民币汇率企稳也有效降低了汇兑风险。此外，美联储大量投入流动性有效缓解了“美元荒”，市场避险情绪大幅回落，有利于中资美元债市场的复苏。

从一级市场发行情况来看，2020 年二季度，中资美元债共发行 115 期，发行规模共计 394.06 亿美元。从单月情况看，4 月份中资美元债市场急速趋冷，发行规模明显萎缩；随着美联储采取积极的救市举措以及美国逐步重启经济，中资美元债发行量在 5-6 月逐步修复回升。从发行主体行业分布看，疫情冲击之下中资美元债发行行业集中度显著下降，互联网媒体取代房地产成为发行量第二大行业。从发行票息来看，本季度中资美元债发行利率大幅下行，房地产依旧是发债成本最高的行业，金融类和城投美元债本季度发行成本则明显下降。从发行方式及发行架构来看，中资美元债发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，而 144A 发行方式有所增多，从发行架构看本季度直接发行债券方式增长明显。从发行期限来看，发行期限范围有所扩大，其中 3~5 年期占比有所下降，1~3 年期和 5~10 年期的债券发行规模占比显著上升。从债项评级来看，无评级发行债券占比有所回升，高收益债券发行主体集中在房地产企业，投资级债券发行主体行业相对较为分散。从二级市场表现来看，投资者风险偏好回升推动中资美元债二级市场回报率整体由负转正，高收益债券回报率涨幅显著上升。

展望 2020 年下半年，中美国债利差在下半年或将有所收窄，在一定程度上削弱中资美元债的融资成本优势，人民币兑美元汇率预计下半年会宽幅调整，对潜在发行人的发行意愿造成一定影响。投资级尤其是金融板块整体发行规模有望较去年同期继续回升，房地产对净增量的贡献可能难有较大突破，在国内基建发力和地方债放量的背景下，城投公司海外发债意愿可能会有所降低。

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、中资美元债发行市场环境

美联储继续采取宽松举措推动各期美债收益率回落，中美国债利差进一步扩大，中资美元债融资成本优势显现，人民币汇率企稳有效降低货币汇兑风险

2020 年二季度，新型冠状病毒疫情（简称“新冠疫情”）在美国迅速蔓延，截至 6 月 30 日，美国确诊人数飙升至 272.8 万，令其公共卫生防控体系面临严峻考验。尽管政府在 5 月推出分阶段“重启美国经济”的尝试，但随后疫情二次暴发令美国经济再度陷入停摆。为缓解新冠疫情大肆蔓延对美国经济造成的严重打击，美联储在二季度继续出台多项货币政策：第一，美联储在 4 月和 6 月均维持联邦基金利率区间在 0%~0.25% 水平不变，政策利率持续保持在很低水平；第二，美联储通过信贷救助方案，向市场提供高达 5,000 亿美元的市政流动性便利（MLF）并进一步扩大债券购买范围；第三，美联储启用二级市场信贷工具（SMCCF）和一级市场企业信贷便利（PMCCF）为企业注资。在美联储频繁向市场释放宽松信号的背景下，市场流动性压力得到有效缓解，长短期美债收益率继续保持低位运行。截至 6 月 30 日，1 年期、5 年期和 10 年期美国国债收益率分别跌至 0.16%、0.29% 和 0.66%，较年初分别下降 140 个、138 个和 122 个 BP，与 4 月初基本持平，为中资美元债的发行创造了良好的环境。

从国内情况看，二季度中国新冠疫情得到有效控制，各行各业有序推进复工复产，使经济增速逐步企稳回升。但由于国际疫情形势依旧严峻，对国际贸易和全球生产供应链造成一定拖累，使国内相关企业承压。为支持实体企业发展以及加大对中小微企业的支持力度，央行二季度采取更加稳健和灵活适度的货币政策。4 月 3 日，央行宣布下调存款准备金率 1 个百分点，共释放长期资金约 4,000 亿元，是本年度内第三次降准，加上前两次降准共计释放 1.75 万亿元资金；同时央行决定自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%；此外，央行于 6 月初推出普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。货币政策及流动性持续宽松使得中国国债收益率在二季度继续保持低位运行，截至 6 月 30 日，1 年期、5 年期和 10 年期中国国债收益率分别跌至 2.18%、2.39% 和 2.55%，较年初分别下降 24 个、36 个和 36 个 BP，但下降幅度明显不及美国国债收益率下降幅度，使得中美各期限国债利差进一步走扩，二季度 1 年期、5 年期和 10 年期中美国债利差环比分别扩大 37.91 个、33.86 个和 50.28 个 BP，中资美元债发行成本优势进一步显现。

从人民币汇率走势来看，随着新冠疫情在中国得到有效控制、二季度中国经济增速由负转正以及“美元荒”压力得到适当缓解，国际投资者风险偏好逐步回升并重新布局新兴市场，表现在北向资金大幅回流中国资本市场。受此影响，虽然人民币依旧存在一定贬值压力，但人民币兑美元汇率逐步企稳，二季度人民币累计贬值幅度仅为 0.03%，较一季度

明显改善。人民币兑美元汇率波动企稳有助于降低货币汇兑风险，增强了很多潜在中资美元债发行人的发行意愿。

图 1 中美各期限国债利差（左图）及美元兑人民币汇率走势



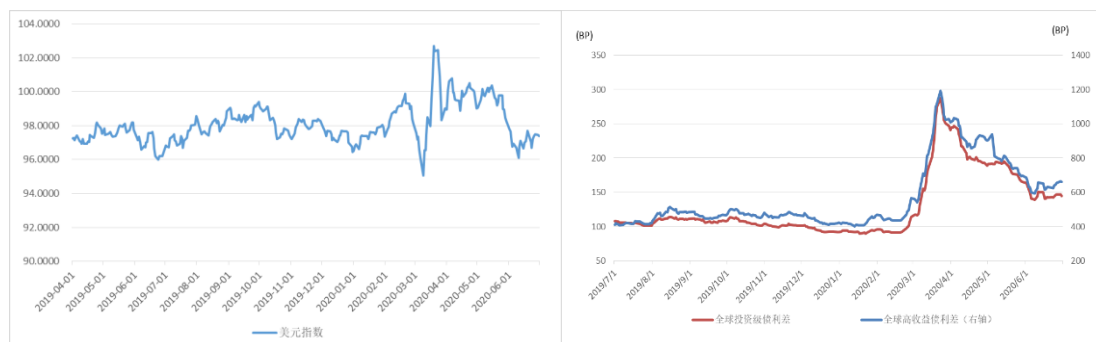
资料来源：Wind

美联储大量投入流动性有效缓解“美元荒”，市场避险情绪大幅回落，有利于中资美元债市场的复苏

二季度，在美联储积极救市、多国推进复工复产以及 OPEC+ 达成石油减产协议的作用下，国际投资者避险情绪得到有效缓解。具体来看，一是美联储采取有效的组合拳救市，通过购买市场上 2 周~3 个月的短期国债向市场注入短期流动性；提高与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行以及瑞士央行的 7 天期货币互换频率；宣布与 9 家央行建立临时美元流动性互换协议，以上举措有效缓解市场的“美元荒”问题。二是多国疫情得到明显控制并逐步推进复工复产，截至 6 月 8 日，全球至少有 30 个国家在零售、文娱、酒店、教育等领域出台解封政策，经济进入重启阶段，有助于提振投资者信心。三是 OPEC+ 就石油减产协议达成一致意见，随后国际油价企稳回升，有效缓解投资者的恐慌情绪。

受益于全球“美元荒”得到缓解以及投资者风险偏好回升，二季度美元指数企稳回落，其中 6 月 10 日美元指数触及 96 关口，接近 2019 年 7 月初水平；截至 6 月 30 日，美元指数下降至 97 左右，较上季度下跌 1.60%。另一方面，全球投资级债利差和高收益债利差显著收窄，二季度全球投资级债利差和高收益债利差分别大幅收窄约 353 个和 100 个 BP，表明市场风险偏好显著回升，有利于中资美元债市场的复苏。

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

延长境外债备案有效期和扩大跨境融资规模为中资美元债发行提供了便利

2020 年 2 月 4 日，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》。根据指引，已取得外债备案登记证明的企业，如确因疫情影响未能在有效期内完成外债发行的，可在有效期届满的 20 个工作日内向国家发展改革委提出关于延长有效期的书面申请，对符合条件的企业，有效期可延长 6 个月。

疫情防控期间，人民银行、外汇局出台多项跨境融资便利化措施，进一步扩大企业借用外债空间，便利企业更好利用国际国内两种资源、两个市场多渠道筹集资金，缓解融资难、融资贵问题。一是将跨境融资宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25，企业借债空间从原来净资产的 2 倍提高至 2.5 倍；二是扩大外债便利化试点，支持试点地区高新技术企业在一定额度内自主借用外债，并扩大一次性外债登记试点范围；三是建立外汇政策绿色通道，企业可在线上申请外债登记。这些措施为中资美元债的发行提供了便利，推动了中资美元债市场在 4 月陷入低谷后得以迅速复苏。

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

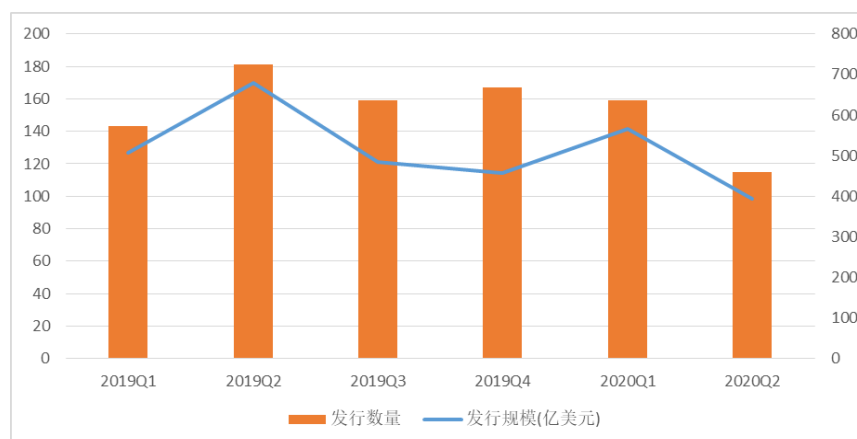
中资美元债发行量在 4 月陷入低谷后逐步修复回升

2020 年 3 月，风险资产下跌造成金融市场流动性层面的压力升级，流动性缺失造成投资者恐慌性抛售，中资美元债发行进入调整期。2020 年二季度，中资美元债发行量锐减，本季度共发行 115 期，环比下降 26.67%；发行规模共计 394.06 亿美元，环比下降 30.37%；与上年同期相比，发行期数和发行规模分别下降 36.46% 和 42.03%。从单月情况看，由于美国在 3 月底疫情严重暴发，引发市场恐慌情绪，4 月份中资美元债市场急速趋冷，发行

² 所有数据统计以发行日期为准。

规模明显萎缩，下降至 50.57 亿美元；随着美联储采取积极的救市举措以及美国逐步重启经济，5 月和 6 月中资美元债发行量逐渐恢复，分别上升至 72.59 亿美元和 270.90 亿美元。

图 3 中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg

疫情冲击之下中资美元债发行行业集中度显著下降，互联网媒体取代房地产成为发行量第二大行业

从发行主体行业分布³看，2020 年二季度，受新冠疫情影响，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）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萎缩，而互联网媒体则迅速攀升为发行量第二大行业。具体来看，金融类中资美元债为本季度的第一大发行主体，共发行 42 期，发行规模为 106.18 亿美元，占总发行规模的 26.95%，环比和同比分别小幅下降 0.75 和 2.26 个百分点。

受新冠疫情波及以及经济基本面恶化影响，房地产行业需求疲软，房地产企业中资美元债发债节奏大幅放缓，本季度共发行 24 期，发行规模为 59.38 亿美元，较上季度分别大幅降低 66.20% 和 77.57%；发行规模占总发行规模的 15.07%，环比和同比分别下降 31.72 和 20.15 个百分点。

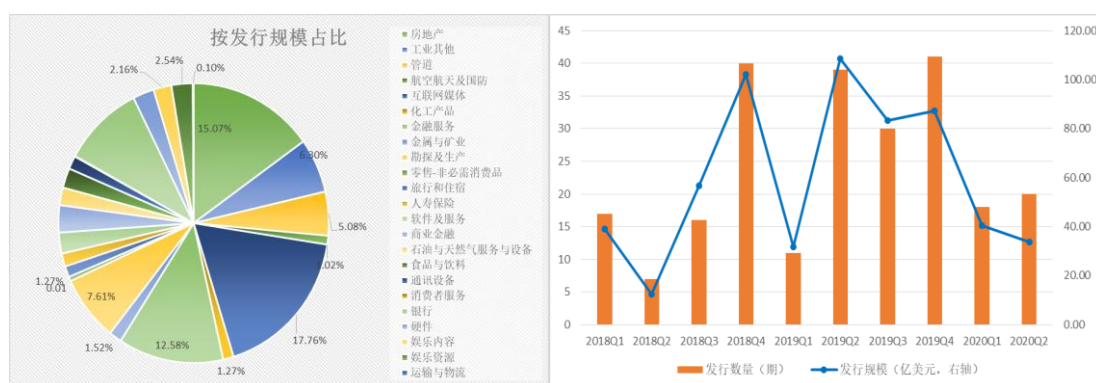
城投美元债方面，本季度城投美元债发行受到双重限制，一是多地政府继续坚持抑制政府隐性债务增长的政策，各级城投公司海外发债受到严格限制；二是城投美元债受全球流动性影响较为明显，在前期美元流动性趋紧背景下，城投美元债的融资渠道受限。因此，本季度城投美元债发行规模进一步下滑，创 2019 年一季度以来新低。2020 年二季度，城投美元债共发行 20 期，较上季度小幅增长 11.11%；发行规模合计 33.84 亿美元，较上季度

³ 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

减少 16.26%；发行规模占总发行规模的 8.59%，考虑到一季度中资美元债整体发行规模处于季度性低位，二季度环比小幅上涨 1.45 个百分点，但同比大幅下降 7.40 个百分点。

受居家办公以及社交隔离影响，互联网媒体行业发展规模迅猛增长，二季度互联网媒体中资美元债的发行规模上升至 70 亿美元，发行规模占总发行规模的 17.76%，环比和同比分别大幅上升 15.55 和 7.47 个百分点。

图 4 2020Q2 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

本季度中资美元债发行利率大幅下行，房地产依旧是发债成本最高的行业，金融类和城投美元债本季度发行成本明显下降

2020 年二季度，美联储创历史规模地向市场大量释放流动性，使得美国各期限国债收益率明显回落，中资美元债发行成本显著降低。本季度，中资美元债发行利率大幅下行，平均发行票息⁴为 4.78%，环比和同比分别下降 1.08 个和 1.79 个 BP，创 2017 年三季度以来的最低发行成本纪录。

从发行票息分布来看，2020 年二季度，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 22.57%、53.86%、9.54%、7.43% 和 6.22%，其中零息债券占比 0.39%。具体来看，本季度中资美元债发行成本以中低票息为主，发行票息在 0~4% 之间的债券规模占比高达 76.42%；环比和同比分别增加 25.81 和 36.14 个百分点；其中发行票息在 2~4% 之间仍是中资美元债的高发区间，占总发行规模的 53.86%，环比和同比分别增加 5.56 和 16.19 个百分点；另外发行票息在 0~2% 之间的低票息区间呈现明显上升趋势，占总发行规模的 22.57%，环比和同比分别大幅增加 20.25 和 19.95 个百分点。发行票息在 8% 以上的高票息区间下滑明显，占总发行规模的 6.22%，环比和同比分别大幅下降 19.41 和 15.88

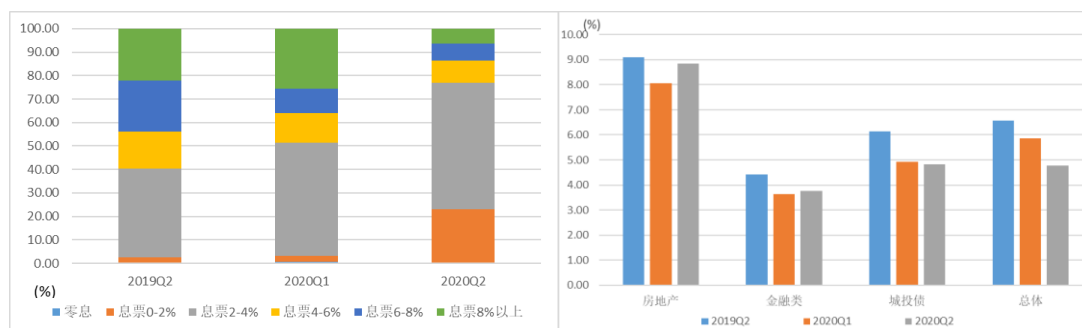
⁴ 除浮息债券，下同。

个百分点；零息债券规模占比较上季度小幅下降 0.31 个百分点，但同比小幅上升 0.34 个百分点；其他票息区间债券发行规模均较上季度有不同程度的下降。

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 8.84%，环比大幅上涨 77.55 个 BP，但同比下降 27.31 个 BP；在发行利率处于 8% 及以上高利率区间的 17 期债券中，房地产行业债券有 13 期，其中香港理想投资有限公司的发行票息高达 14.75%，祥生控股有限公司、银城国际控股以及佳源国际控股等地产企业发行票息也在 10% 以上。金融类和城投行业的平均发行利率呈现下行趋势，其中金融类美元债本季度平均发行票息为 3.75%，环比小幅增长 11.08 个 BP，同比大幅下滑 66.56 个 BP；城投美元债本季度平均发行票息为 4.81%，环比和同比分别下滑 11.15 个和 131.96 个 BP。

从票息类型来看，二季度中资美元债票息类型有所减少，主要有固定票息、浮动票息以及拨款三种类型，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 349.44 亿美元，占总规模的 88.68%，环比和同比分别上升了 11.34 个和 9.64 个百分点；浮动利率债券发行规模为 12.60 亿美元，占总规模的 3.20%，环比和同比分别下降了 6.44 个和 6.41 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

中资美元债发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，而 144A 发行方式有所增多，从发行架构看本季度直接发行债券方式增长明显

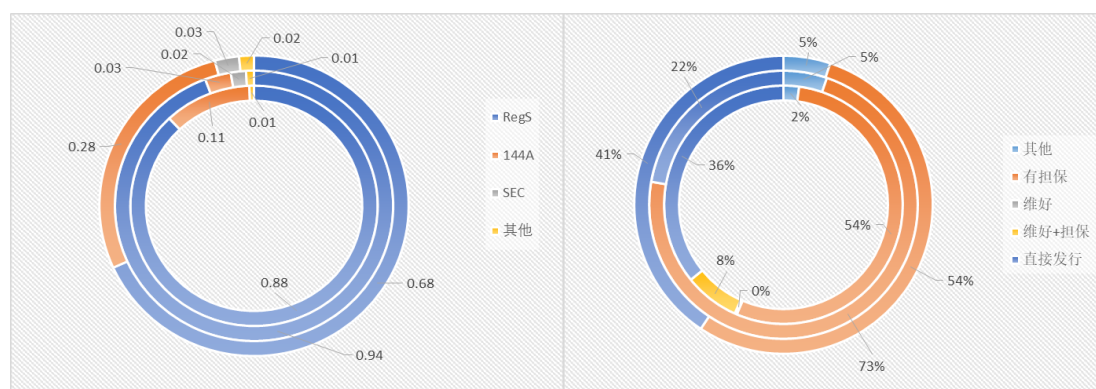
从发行方式来看，RegS⁵以发行成本低、流程快的优势仍然是中资美元债发行方式首选，但本季度 RegS 发行方式有所减少，而 144A 发行方式有所增多。具体来看，本季度以非公开发行的 RegS 的债券规模达到 268.94 亿美元（94 期），占本季度总规模的 68.25%，环比

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。

和环比分别大幅下降 26.24 和 19.71 个百分点；10 期中资美元债选择 144A 方式发行，发行规模占总规模的 27.66%，环比和同比分别上升 24.64 和 16.22 个百分点；2 期中资美元债选择 SEC 公开发行业方式，发行规模为 10 亿美元，约占本季度总规模的 2.54%。

从发行架构⁶看，2020 年二季度，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，担保发行债券合计达到 214.09 亿美元，约占总规模的 54.33%，环比下降 18.17 个百分点，同比基本持平；直接发行债券共 48 期，发行金额达到 159.97 亿美元，占总规模比为 40.60%，环比和同比分别上升 18.34 和 4.76 个百分点；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。

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 2019Q2、2020Q1 和 2020Q2 数据

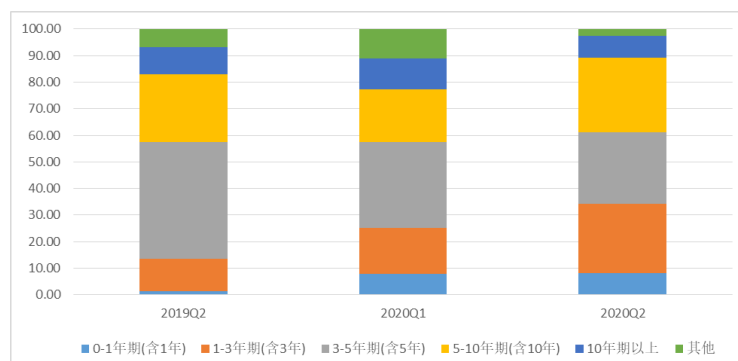
资料来源：Bloomberg

发行期限范围有所扩大，其中 3~5 年期占比有所下降，1~3 年期和 5~10 年期的债券发行规模占比显著上升

从发行期限来看，本季度中资美元债发行期限范围有所扩大，其中 3~5 年期占比有所下降，1~3 年期和 5~10 年期的债券发行规模占比显著上升。具体来看，2020 年二季度，5~10 年期的中资美元债发行规模占比最高，为 27.89%，环比和同比分别上升了 7.94 个和 2.57 个百分点；其次为 3~5 年期，本季度规模占比为 27.04%，环比和同比分别下滑了 5.16 个和 17.13 个百分点；1~3 年期中资美元债发行规模占比为 26%，环比和同比分别上升了 8.17 个和 14.03 个百分点；10 年期以上长期债券发行规模占比有所下降，本季度发行规模占比为 8.40%，环比和同比分别下降了 3.09 个和 1.75 个百分点；0~1 年期中资美元债本季度规模占比为 8.14%，环比和同比分别上升了 0.22 个和 6.71 个百分点。

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+维好协议双重架构和维好协议发行等。

图 7 中资美元债发行期限分布（发行规模占比，%）



资料来源：Bloomberg

无评级发行债券占比有所回升，高收益债券发行主体集中在房地产企业，投资级债券发行主体行业相对较为分散

从评级状况来看，2020 年二季度共有 60 期中资美元债无评级⁷发行，占全部发行期数的 52.17%，环比和同比分别上升了 11.29 个和 11.51 个百分点；无评级债券发行规模占总发行规模的 22.79%，环比上升了 4.65 个百分点，同比下降了 2.04 个百分点。整体来看，无评级发行债券期数和规模进一步增长。

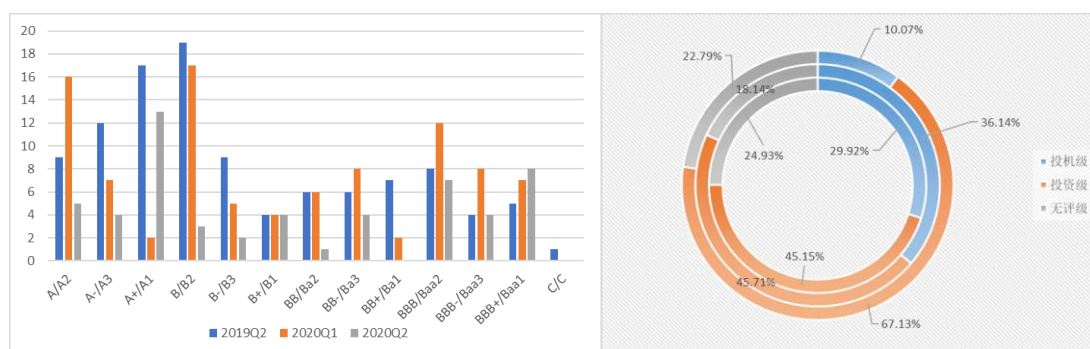
在有评级的中资美元债中，2020 年二季度投资级别中资美元债发行期数合计 41 期，占全部发行期数的 35.65%，环比和同比分别上升了 2.95 个和 5.43 个百分点；投资级债券发行规模合计占总发行规模的 67.13%，环比和同比分别大幅上升了 21.42 个和 22.54 个百分点，本季度投资级发行债券期数和规模均显著增长。此外，投机级别中资美元债发行期数和规模均明显下降，BBB-级以下⁸高收益债券发行期数合计 14 期，发行规模占总发行规模的 10.07%，环比和同比分别大幅下降了 26.07 个和 19.74 个百分点。

从行业分布来看，高收益债券发行主体集中在房地产企业，14 期高收益债券全部来自于房地产企业，其中以 BB-级为主，发行金额占高收益债券发行总规模的 38.04%；投资级债券发行主体行业相对较为分散，其中金融类中资美元债本季度合计发行 13 期，发行规模占总规模的 28.96%。

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。

图 8 中资美元债债项级别分布



注：内、中、外圈分别代表 2019Q2、2020Q1 和 2020Q2 数据（按发行规模统计）

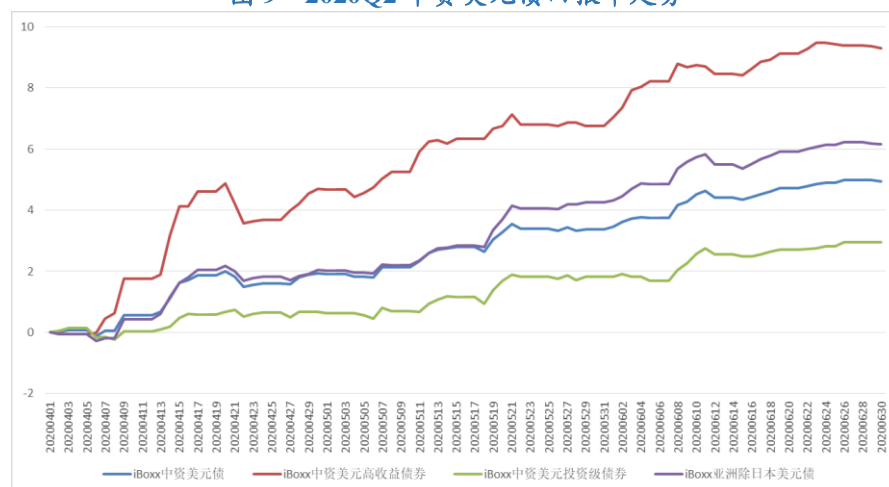
资料来源：Bloomberg

三、中资美元债二级市场表现

投资者风险偏好回升推动中资美元债二级市场回报率整体由负转正，高收益债券回报率涨幅显著上升

2020 年二季度，受益于美联储采取积极的救市举措，美元流动性问题得到有效缓解，中美利差和境内外利差存在一定溢价空间，对境内外资金具备一定吸引力。随着流动性的恢复，投资者风险偏好有所回升，中资美元债市场继续反弹，高收益反弹幅度明显高于投资级。具体来看，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率由负转正，为 4.95%，环比和同比分别上升了 6.95 和 2.68 个百分点。其中，高收益中资美元债二季度回报率也由负转正并大幅上涨至 9.30%，环比和同比分别回升 16.50 和 7.81 个百分点；投资级中资美元债本季度回报率继续保持正收益，为 2.95%，环比和同比分别小幅上升 2.33 和 0.31 个百分点。

图 9 2020Q2 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg

在美联储宣布“无限制”QE 政策以及经济逐渐重启的背景下，市场信心和金融资产流动性得到修复，带动中资美元债各行业收益率回升。具体来看，二季度房地产中资美元债的回报率上涨幅度最为明显，为 9.21%，环比和同比分别大幅上涨 15.62 和 7.03 个百分点，房地产高收益债券总回报指数大幅增长（11.82%）是推动房地产行业总回报率上涨的主要原因；金融机构二季度回报率由负转正，为 6.01%，环比和同比分别大幅上升 9.42 和 4.04 个百分点，其中金融机构行业内高收益债券回报率环比和同比分别上升 16.50 和 8.15 个百分点，至 9.61%；非金融机构二季度回报率也由负转正，为 3.52%，环比和同比分别上升 3.56 和 0.85 个百分点，其中非金融机构行业内高收益债券回报率为 7.28%，非金融机构高收益债券总回报指数大幅上涨至 7.28%，是推动非金融机构总回报率上涨的主要原因。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

	2020Q2	2020Q1	2019Q2
金融机构	6.01	-3.41	1.97
金融机构-投资级	2.69	0.03	2.39
金融机构-高收益	9.61	-6.88	1.46
非金融机构	3.52	-0.05	2.67
非金融机构-投资级	3.15	1.08	2.85
非金融机构-高收益	7.28	-9.08	1.60
房地产	9.21	-6.41	2.18
房地产-投资级	4.51	-1.76	3.00
房地产-高收益	11.28	-8.26	1.82

资料来源：Bloomberg

四、2020 年下半年中资美元债市场展望

中美国债利差在下半年或将有所收窄，在一定程度上削弱中资美元债的融资成本优势，人民币兑美元汇率预计下半年会宽幅调整，打击潜在发行人的发行意愿

美国方面，根据 6 月议息会议点阵图显示，美联储将继续保持联邦基准利率在 0~0.25% 区间至 2022 年末，美元依旧处于宽松周期。此外，美联储依旧会保持资产购买计划，出台了针对信用债流动性的购买高收益债券计划以及针对美元流动性的海外央行货币互换计划。因此，未来一段时期内美债收益率有望保持低位，但由于美联储采用负利率的意愿不强，美债收益率进一步下行的空间十分有限。国内方面，预计下半年政府货币政策操作将主要

通过结构性宽松的方式，定向支持制造业、中小微企业等实体经济的薄弱环节，有助于保障流动性的稳定宽松，中国国债收益率下行空间仍存。基于以上因素，预计中美国债利差在下半年或将有所收窄，中资美元债的融资成本优势将有所削弱。

人民币汇率方面，下半年存在诸多不确定因素，如美国疫情进一步严重并导致经济再次停摆、中美政治关系不确定性增大以及贸易摩擦风险上升等。在未来风险事件频发以及不确定增大的背景下，资本账户下资金流入和流出将更加频繁，人民币兑美元汇率预计下半年会宽幅调整，对潜在发行人的发行意愿造成一定影响。

投资级尤其是金融板块整体发行规模有望较去年同期继续回升，房地产对净增量的贡献可能难有较大突破，在国内基建发力和地方债放量的背景下，城投公司海外发债意愿可能会有所降低

整体看，如果下半年全球宏观经济面保持稳定，则中资美元债的投资级尤其是金融板块，因其境外融资成本优势和政策支持，整体发行规模有望较去年同期继续回升；因美元债市场的回暖、境内信用债市场的调整以及政策支持等因素，下半年中资美元债的高收益板块发行规模有望边际回升，高收益主体的市场融资意愿也可能边际改善。

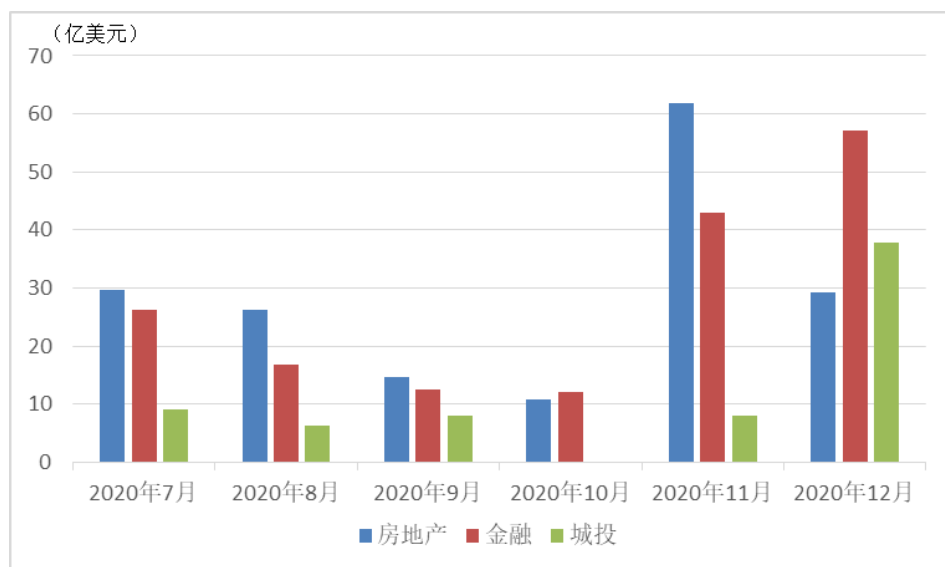
分行业看，对于房地产板块而言，目前我国房地产企业在外发行中资美元债成本较高，再加上 2020 年 1 月房地产中资美元债已经提前大量新发，预计下半年房地产对净增量的贡献可能难有较大突破。对于城投板块而言，在国内基建发力的背景下，全国各地加快推进重大工程和基础设施建设，再叠加地方债放量因素，城投的作用愈发突出。在国内政策利好城投发展以及融资便利的背景下，城投公司的海外发债意愿可能会有所降低，预计下半年城投中资美元债发行量增长空间有限。

疫情蔓延拖累房地产企业发展，下半年地产美元债到期债务偿付压力有所增大，金融和城投行业整体稳定性较好

当前全球多数国家积极推进经济重启，带动全球制造业向好发展。2020 年 6 月，全球制造业 PMI 为 49.1%，较上月增长 6.7 个百分点，连续两个月环比上升。但是，全球经济的好转与未来疫情是否反弹以及中美经贸关系走势密切相关，全球经济发展不确定性仍存。在此背景下，中资企业经营压力和流动性压力有所抬升，对于自身资质较差、竞争实力较弱的企业的偿债能力或将有所削弱，特别是部分房地产企业。疫情蔓延拖累了房地产行业整体经营和发展，加重了依赖自有资金回笼进行债务偿付的房企负担。2020 年下半年房地产中资美元债到期规模达到 172.26 亿美元，且到期高峰主要集中在 11 月和 12 月。由于房地产企业海外债务偿付主要依托于借新还旧，对于资质状况不高、业绩下滑比较明显且流

动性本身比较紧张的房企，下半年到期债务偿付压力有所增大。另一方面，2020 年下半年，金融和城投美元债到期规模分别为 168.05 亿美元和 69.07 亿美元，表明二者短期债务偿付压力较小。此外，金融和城投因投资者结构相对稳定且中美贸易摩擦尚未波及，整体稳定性较好。

图 10 2020 年 7 月~12 月主要行业中资美元债到期情况



资料来源：Bloomberg