

疫情风暴过后强势反弹，中资美元债市场持续火热

2020 年中资美元债市场回顾与 2021 年展望



2021 年 1 月 18 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

疫情风暴过后强势反弹，中资美元债市场持续火热

——2020 年中资美元债市场回顾与 2021 年展望

联合资信评估股份有限公司 主权部

摘要

2020年，新冠疫情暴发引发全球金融市场在3月出现大幅震荡，中资美元债发行随即跌至谷底，但随后美联储连续非常规降息令利率保持在近零低位，下半年以来中国货币政策边际收紧，中美利差继续走扩，中资美元债融资成本优势进一步凸显，叠加人民币汇率开启升值趋势的利好，中资美元债一级市场经历疫情初期的急速遇冷后强势复苏。2020年，跨境融资监管政策“有保有压”，在推出多项跨境融资便利化措施的同时，地产和城投融资政策依然处于收紧态势。

从一级市场发行情况来看，2020年，中资美元债一级市场共发行628期，同比下降3.4%，发行规模达到2,073.7亿美元，同比小幅下降2.6%，在全球疫情及金融市场波动加剧的背景下仍然保持了较高的发行热度。从发行主体行业分布看，中资美元债发行仍集中在金融、房地产、城投三大板块，但行业集中度有所降低，城投美元债受政策限制以及境内融资替代效应等多重因素影响年内发行表现清淡。从发行票息来看，受美国债收益率明显回落影响，中资美元债发行利率大幅下行，金融类和城投行业平均票息均创历史低点。从发行方式及发行架构来看，以RegS私募方式发行的债券规模仍居主导，北大方正拒认提供维好协议的美元债券事件令维好协议风险再度聚焦，风险溢价上升，导致以维好架构发行的债券规模大幅下降。从发行期限来看，发行期限以中长期为主，加权平均发行期限同比有所拉长，但城投美元债平均发行期限有所缩短。从债项评级来看，无评级发行债券占比仍稳定在近半水平，投资级债券发行占比显著提升，且发行主体集中在金融类行业，高收益债券发行主体仍以房地产企业为主，在疫情加剧资金链压力的背景下，发债企业信用风险呈现加快暴露的趋势。从二级市场表现来看，受新冠疫情引发风险情绪急升以及恒大、永煤等中企负面信用事件影响，中资美元债二级市场交易行情全年波动加剧，全年仍延续了上行趋势，各行业美元债回报率同比均明显下降。

展望2021年，中美国债收益率利差可能会边际收窄，但美联储利率仍将维持在相对低位，加上中国基本面的比较优势以及对外资吸引力持续，人民币汇价依然存在升值空间，中资美元债市场仍具备一定融资成本优势和吸引力。企业跨境融资政策将较上年略有收紧，房地产、城投新增融资继续受限，“为出海而出海”的美元债融资需求可能会下降，而互联网媒体行业受到疫情带来行业红利提振，布局国际的诉求提升，美元融资规模有可能继

续攀升。2021年仍处于中资美元债的到期高峰，部分弱资质企业违约风险加大，风险溢价可能将继续上扬，在疫情超预期发展的情境下，部分主体债务接续可能面临困境，需警惕信用风险加速暴露的可能。

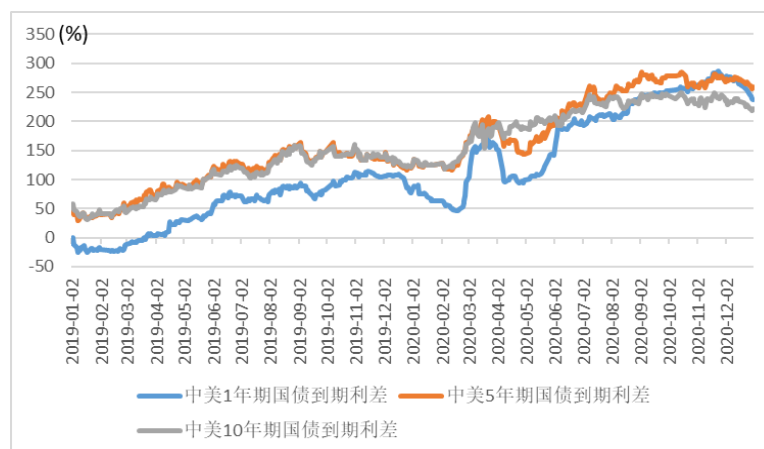
一、中资美元债发行市场环境

新冠疫情下中资美元债市场经历了从“急速遇冷”到“强势反弹”的过程，中美利差继续走扩，美元融资的相对成本优势是中资美元债市场在疫情下仍能保持韧性的重要原因之一

2020 年，中资美元债市场经历了从“急速遇冷”到“强势反弹”的过程。3 月新冠疫情暴发后，短期内迅速蔓延至美国以及全球各地，金融市场恐慌情绪弥漫，美元流动性骤然紧张，叠加中企停工导致的企业基本面趋劣，中资美元债市场遭到大幅抛售，一级市场发行急速遇冷。为应对疫情冲击，美联储于 3 月 3 日和 16 日分别调降联邦基准利率 50BP 与 100BP，连续两次非常规降息，将联邦目标利率区间维持在 0~0.25% 的低位，同时启动 7,000 亿美元资产购买计划，开启“无限量化宽松”模式，向市场释放大量流动性。此后美联储年内又陆续推出市政流动性便利工具、紧急贷款机制等举措，避免市场在疫情期间出现重大波动。随着美国一系列救市政策的启动，美元流动性得到修复，债券发行成本也一路下行至近 4 年新低，推动了中资美元债一级市场的回暖。

从国内货币政策看，2020 年，开年突如其来的新冠肺炎疫情对中国经济社会带来前所未有的冲击，上半年央行三次降低存款准备金率，共释放了 1.75 万亿元长期资金，同时加大对冲疫情的货币信贷支持力度，采取了设立专项再贷款、增加再贷款贴现专用额度、普惠小微企业贷款信贷支持计划等举措定向支持疫情防控的重点领域和企业，但由于中国货币宽松适度，中美利差仍呈走扩态势。下半年以来，随着国内疫情率先得到有效控制，各行业有序复工复产，经济增速稳步回升，央行货币政策开始边际收紧，国债收益率逐步上行，中美利差走扩趋势进一步显现，离岸美元债券市场融资成本比较优势凸显。2020 年，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债年内平均利差分别达到 183.0 个、217.8 个和 206.2 个 BP，较 2019 年相应期限平均利差分别走扩 130.7 个、110.6 个和 102.1 个 BP，处于历史相对较高水平，表明中资美元债发行成本具备较强的比较优势，这也是疫情之下中资美元债一级市场仍能保持韧性的重要原因之一。

图 1 中美各期限国债利差率走势



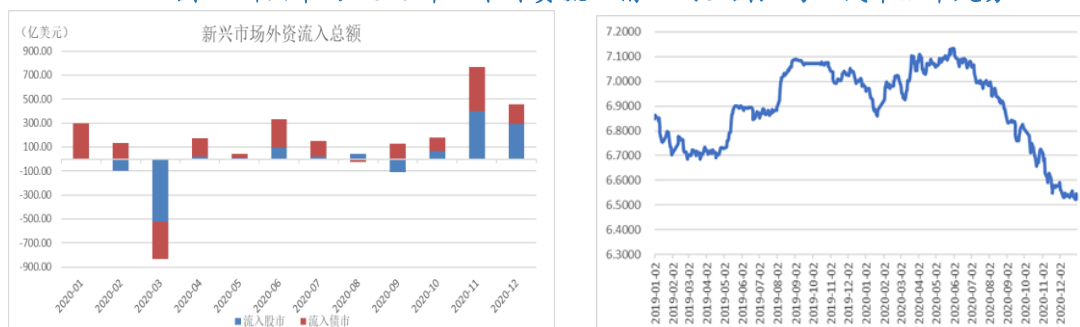
数据来源：Wind，联合资信整理

弱美元周期下的人民币升值预期有利于提振境内主体的美元债发行动力，叠加国际投资者风险偏好逐步修复、对新兴市场债市增仓明显的因素等，共同推动了中资美元债市场的加速恢复

从人民币汇率走势来看，2020 年人民币汇率呈现先贬后升走势，1~5 月，受疫情冲击影响，人民币汇率震荡贬值。下半年以来，海外疫情持续暴发，而中国疫情得到控制，复工复产显著提速，成为全球唯一实现正增长的主要经济体。同时，受美元指数走弱以及疫苗进展等抗疫积极因素推动，国际投资者风险偏好开始逐步修复并重新布局新兴市场。2020 年下半年，国际资本流入新兴市场总额达到 1,596 亿美元，其中流入债市约 888 亿美元，较上半年增长 64%，这进一步助推人民币汇率开启了一轮快速升值过程。2020 年下半年，人民币兑美元累计升值近 8%，全年累计升值近 7%。

当人民币处于升值周期时，发行美元债将增加中资发行主体人民币资产价值，而同时能够降低美元负债成本，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，人民币升值预期也提高了发行主体的发行意愿，推升了市场热情，推动了中资美元债发行市场的加速恢复。

图 2 新兴市场 2020 年以来外资流入情况（左图）与人民币汇率走势



数据来源：IIF、Wind，联合资信整理

跨境融资监管政策“有保有压”，在推出多项跨境融资便利化措施的同时，地产和城投融资政策依然处于收紧态势

2020 年以来，央行和监管机构先后出台了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。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。2020 年 3 月以来，跨境融资支持政策继续密集出台。一是央行和外汇局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，提高企业融资上限，鼓励企业利用境外低成本资金；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更多便利，推动了中资美元债市场的迅速复苏。

但另一方面，2020 年地产和城投的跨境融资政策仍延续了前期的收紧态势。2019 年年中出台的“666 号文”和“778 号文”规定了城投和房地产企业的境外债发行用途只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，如果需要以其他用途在境外发债，则只能通过发行一年内到期债券，且即使是用于偿还到期债务的美元债发行，审批流程也趋于变缓。2020 年 8 月，住建部和人民银行在召开重点房地产企业座谈会上明确了重点房地产企业资金监测和融资管理规则的“三道红线¹”，令房企资金链进一步承压，前期杠杆高企的企业将受到明显影响。地产和城投前期的监管政策收紧仍持续对美元债发行产生结构性影响。

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

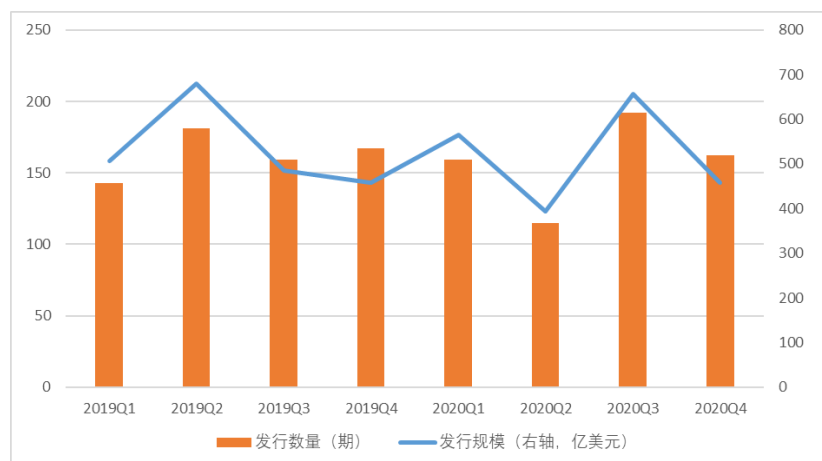
受疫情暴发初期美元流动性危机导致的避险情绪上升影响，中资美元债估值剧烈波动，直接冲击中资美元债一级市场，但下半年以来已逐步恢复发行常态

¹ 红线一：剔除预收款的资产负债率不得大于 70%；红线二：净负债率不得大于 100%；红线三：现金短债比不得小于 1 倍。根据“三道红线”的触线情况，将房企分为“红、橙、黄、绿”四档：红色档：如果三条红线都触碰到了，则不得新增有息负债；橙色档：如果碰到两条线，负债年增速不得超过 5%；黄色档：碰到一条线，负债年增速不得超过 10%；绿色档：三条线都未碰到，负债年增速不得超过 15%。

² 所有数据统计以发行日期为准。

2020 年，中资美元债一级市场共发行 628 期，同比下降 3.4%，发行规模达到 2,073.7 亿美元，同比小幅下降 2.6%，在全球疫情及金融市场波动加剧的背景下仍然保持了较高的发行热度。从年内的发行分布来看，2020 年上半年，3 月以来新冠疫情全球范围内暴发以后，美元流动性风险骤起，在国际投资者抛售资产的风潮下，作为新兴市场美元债券的中资美元债也遭遇了流动性溢价上升及估值的大幅波动，直接导致了一级市场发行困难的局面，上半年发行规模同比下滑逾 19%，而二季度的发行规模更是较上年同期大幅下滑 42%，几近腰斩。但自下半年以来，随着美国推出一系列财政和货币救助政策，美元流动性好转，市场情绪有所恢复，中资美元债市场也逐步回归发行常态，发行表现强势反弹。下半年发行规模达到 1,113.7 亿美元，较 2019 年同期增长 18%；其中 2020 年第三季度发行规模更是达到了 656.1 亿美元，创下近年来仅次于 2019 年二季度的单季发行新高。

图 3 中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

中资美元债发行仍集中在金融、房地产、城投三大板块，但行业集中度有所降低，城投美元债受政策限制以及境内融资替代效应等多重因素影响年内发行表现清淡

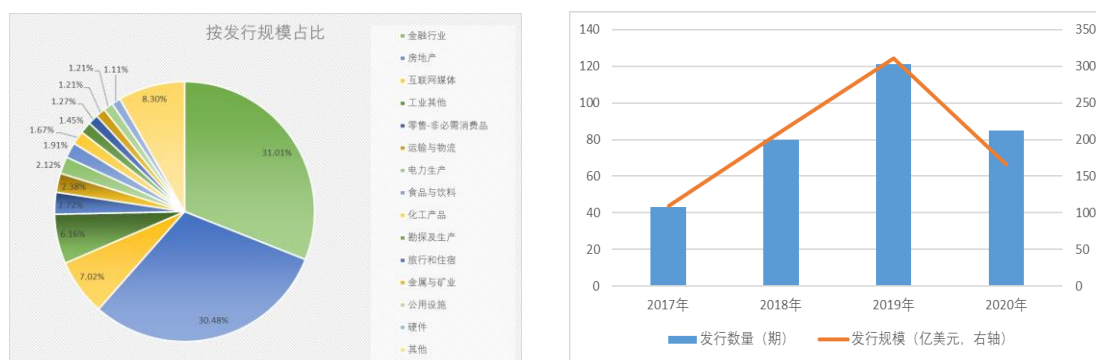
从发行主体的行业分布来看，2020 年，中资美元债发行仍集中在金融³、房地产、城投三大板块，其发行规模合计约占发行总额的 70%，较 2019 年下降约 11 个百分点，行业集中度有所降低。具体来看，2020 年，金融机构共发行 226 期，发行规模为 643.1 亿美元，占总发行规模的 31.0%，同比上升 3.2 个百分点，取代房地产企业成为 2020 年第一大发行主体。受二季度疫情之下经济活动停摆造成的发行骤降及房企海外融资政策限制等因素影

³ 包括银行、人寿保险、商业金融机构、消费金融以及金融服务机构等。

响，房地产行业全年发债节奏趋缓，全年共发行 205 期，发行规模为 632.1 亿美元，同比分别下滑 9.3% 和 23.3%，发行规模占总发行规模的 30.5%，同比下降 8.2 个百分点。此外，受疫情以来居家办公、社交隔离带来的行业红利提振，互联网媒体企业的发债规模出现攀升，2020 年发行期数和规模分别达到 16 期和 145.5 亿美元，同比分别大幅上升约 78% 和 62%。

城投美元债方面，2020 年，城投美元债共发行 85 期，发行规模为 166.4 亿美元，同比分别大幅下滑约 30% 和 47%。究其原因，一方面是前期受境外流动性冲击影响，城投美元债的融资渠道受限现象明显；另一方面 666 号文后城投境外融资限于借新还旧，政策限制效应仍在；同时今年疫情之下中国“宽信用”政策导向下城投境内融资较为顺畅，部分城投主体发行需求转移至境内，境内城投债总发行规模同比飙升近 70%，也使得境外城投债总体发行量较 2019 年出现明显下滑。

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



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

中资美元债发行成本大幅下行，金融类和城投行业平均票息均创历史低点

2020 年，疫情之下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自下半年开始迅速下行，全年平均加权发行票息⁴为 4.1%，同比下降 129.1 个 BP，继续拉低最低发行成本纪录。

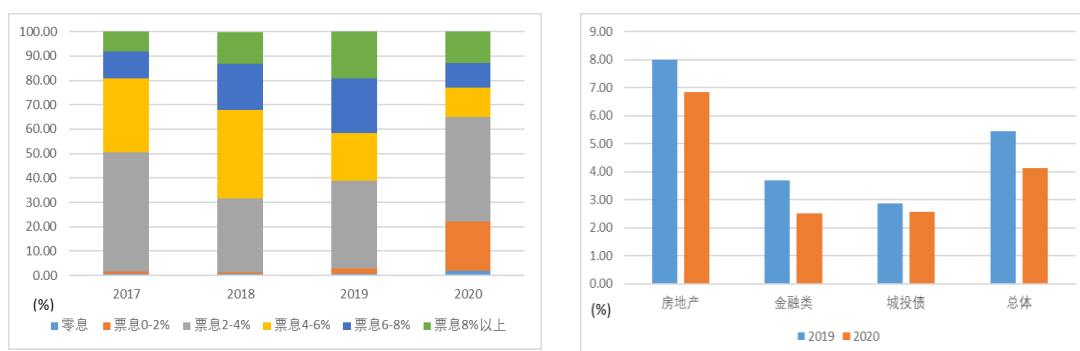
从发行票息分布来看，2020 年中资美元债发行利率中枢下移明显。发行票息在 0~4%（含 4%）的低息债券规模占比达 63%，较 2019 年大幅上升 25 个百分点，其中票息在 0~2%、2~4%、4~6%、6~8%、8% 以上的发行规模占比分别约为 20%、43%、12%、10% 和 13%，零息债券占比约为 2%。受疫情及全球宏观环境影响，投资人对低资质主体的风险偏好有所下降，高收益债券的发行活跃度随之显著回落。2020 年，发行票息在 6% 以上的较高票息区间中资美元债规模占比仅为 23%，较 2019 年大幅下降 19 个百分点。

⁴ 剔除零息和付息债券，以债券发行的原始期限为权重，下同。

分行业来看，2020 年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。房地产企业总体发债成本依然维持最高，全年平均加权发行票息为 6.8%，同比下行 113.7 个 BP；在发行利率处于 8% 及以上高利率区间的债券中，房地产行业债券发行期数占到了 85%，其中香港理想投资有限公司的发行票息高达 14.8%。另一方面，2020 年金融和城投美元债平均加权票息均创下历史低位。其中，金融行业平均加权票息为 2.5%，同比大幅下行 116.5 个 BP；城投美元债平均加权票息为 2.6%，同比下滑 30.1 个 BP，均为 2017 年以来的发行成本新低。

从票息类型来看，在货币环境中期内偏宽松的预期下，2020 年中资美元债发行仍以固定票息为主，且占比进一步上升。具体看，2020 年固定利率债券发行规模达到 1,688.4 亿美元，占总规模的 81.4%，同比上升 2.3 个百分点。其次是可变票息债券⁵和浮息债券，发行规模分别为 223.7 亿美元和 115.7 亿美元，占总规模的比重分别为 10.8% 和 5.6%，前者同比上升 3.9 个百分点，后者则同比下降 3.5 个百分点。

图 5 中资美元债近年发行票息分布（左图）及主要行业平均加权票息对比



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

以 RegS 方式发行的债券规模仍居主导，北大方正拒认提供维好协议的美元债券事件令维好协议风险再度聚焦，风险溢价上升，导致以维好架构发行的债券规模大幅下降

从发行方式来看，私募方式发行的 RegS⁶ 仍然是 2020 年中资美元债主要发行方式。具体来看，全年非公开发行的 RegS 的债券规模达到 1,782.8 亿美元（565 期），占全年总发行规模的 86.0%，同比下降 4.3 个百分点。年内选择以 144A 和 SEC 公开发行方式的中资

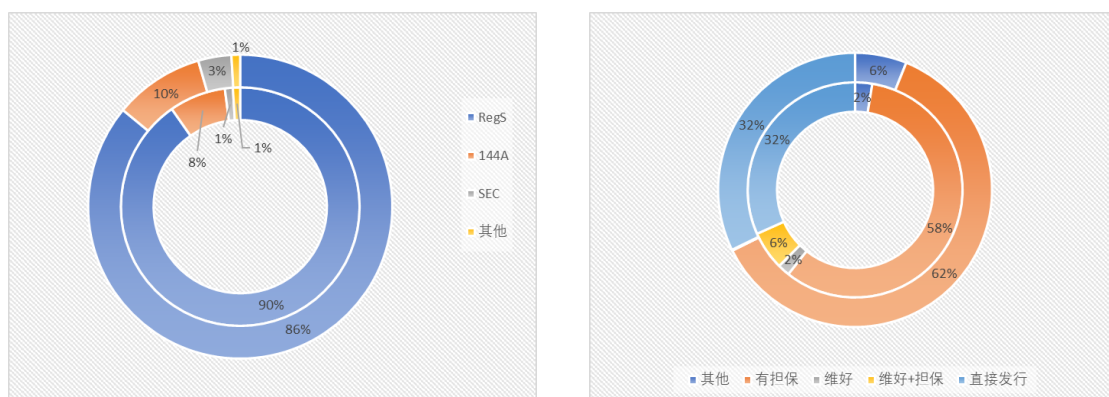
⁵ 彭博分类为“variable”。

⁶ 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。

美元债规模占比也较 2019 年有所上升，发行规模分别达到 198.6 亿美元和 73.0 亿美元，占全年发行规模的比重分别为 9.6% 和 3.5%，占比同比分别上升 1.9 个和 2.4 个百分点。

从发行架构⁷看，2020 年，担保发行和直接发行仍是中资美元债最常用的两种发行架构。具体来看，担保发行共 432 期，发行金额达 1,277.5 亿美元，占总规模的比重近 62%，同比上升 3.5 个百分点；直接发行共 183 期，发行金额总计 667.7 亿美元，规模占比约 32%，同比小幅上升 0.5 个百分点。2020 年，以维好方式架构增信的中资美元债缺席发行，同时以“维好+担保”架构发行的中资美元债规模占比也由 2019 年的 5.8% 下滑至不足 0.1%。目前，以维好协议在中国的法律可执行和监管方面存在较大不确定性，特别是年内北大方正集团拒绝确认此前提供维好协议的美元债权事件，令维好协议风险再次成为市场聚焦点，以维好协议结构发行的债券风险溢价需要在预期违约风险之外包含更多的结构性后偿风险，风险溢价上升，从而导致以该种结构发行的美元债券规模大幅下降。

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、外圈分别代表 2019 和 2020 年数据

资料来源：Bloomberg，联合资信整理

2020 年发行期限方面仍以 1~10 年中长期为主，加权平均发行期限同比有所拉长，但城投美元债平均发行期限有所缩短

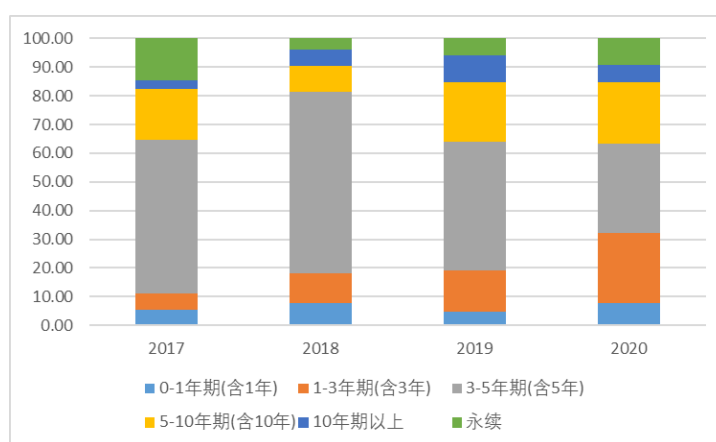
从发行期限分布来看，2020 年中资美元债发行期限仍以 1 年以上 10 年以内的中长期为主，1~10 年期发行规模占比约 77%，同比下降了 3 个百分点。依据发行规模占比从高到低的分布来看，2020 年，3~5 年期（含 5 年）的发行规模占比约 31%，同比大幅下滑 14 个百分点；1~3 年期（含 3 年）的发行规模占比则同比上升了 10 个百分点至 24%；5~10（含 10 年）年期的发行规模占比约 22%，同比基本持平。1 年期以下的短期美元债发行规模占

⁷ 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。

比同比上升约 3 个百分点至 8%，而 10 年期以上的美元债发行规模占比则下降约 3 个百分点至 6%；此外，2020 年永续债的发行规模占比同比上升逾 3 个百分点至 9%。

从平均期限来看，2020 年中资美元债的加权平均期限约为 5.6 年，较 2019 年增加了 1.3 年，这与 2020 年投资级发行占比提升、市场对于长期限接受度提高有关。从各个行业的期限来看，2020 年，房地产行业的加权平均期限为 3.8 年，同比拉长 0.3 年；金融行业的加权平均发行期限为 4.4 年，同比亦拉长 0.3 年；城投美元债的加权平均发行期限为 2.9 年，同比下降 0.2 年，可能与市场对城投行业的风险偏好有所下行相关。

图 7 中资美元债发行期限分布（发行规模占比，%）



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

无评级发行债券期数占比仍稳定在近半水平，投资级债券发行规模占比显著提升，且发行主体集中在金融类行业，高收益债券发行主体仍以房地产企业为主；在疫情加剧资金链压力的背景下，发债企业信用风险呈现加快暴露的趋势

2020 年仍有近半数的中资美元债选择无评级发行，在 628 只中资美元债中共有 263 期中资美元债无评级⁸发行，占全部发行期数的 42%，同比小幅上升 1 个百分点；无评级债券发行规模占总发行规模约 20%，同比小幅下降 1 个百分点。从评级分布看，2020 年在新冠疫情加剧金融市场波动及企业基本面受到冲击的背景下，市场的风险偏好偏于下行，投资级中资美元债券的发行规模占比显著提升。具体来看，2020 年，在有评级的中资美元债中，投资级中资美元债发行期数合计 226 期，发行规模合计 1,150.5 亿美元，占总发行规模的比重为 55.5%，同比上升 9.9 个百分点。另一方面，BBB-级以下⁹投机级高收益债券发行期数

⁸ “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。

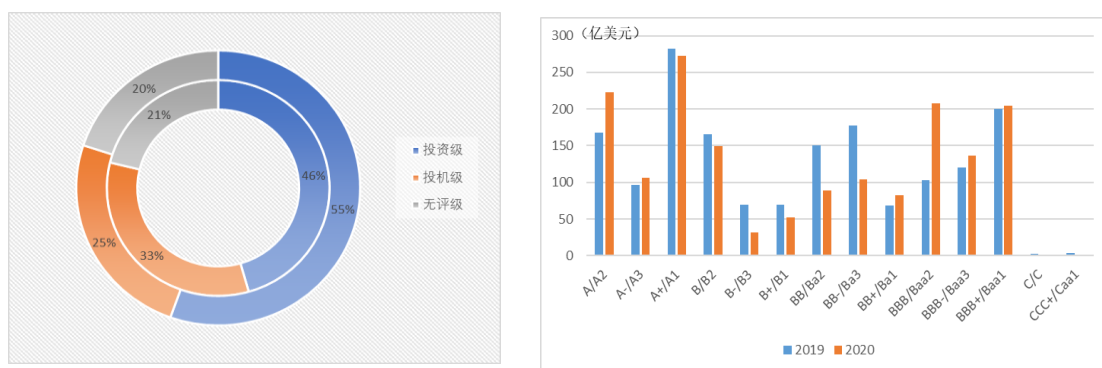
⁹ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

合计 139 期，发行规模合计 509.0 亿美元，占总发行规模的比重为 24.5%，同比下降 8.7 个百分点。

从评级行业分布来看，2020 年，高收益债券发行主体仍主要集中在房地产企业，在 139 期高收益债券中有 116 期自于房地产企业，投机级房企发行规模占投机级债券发行总规模的 80%，同比仅略有下降，其级别分布以 BB-和 B 级为主，这两个等级的合计发行金额占高收益债券发行总规模的一半。投资级债券的主体行业分布相对分散，主要集中于金融类行业中。投资级中资美元债中金融类发行主体共发行 91 期中资美元债，发行规模合计 453.4 亿美元，占全部投资级债券总规模的 39%。

从信用风险暴露的情况来看，2020 年，共有 27 只中资美元债违约，涉及主体 16 个，违约金额 86 亿美元，与去年相比均大幅上升。从违约特征来看，国企、地方城投平台的违约有所增多。2020 年，天津房地产集团、青海省投资集团有限公司等国企、地方城投平台相继出现美元债违约，打破了民企作为境外债券的违约主体的局面，削弱了大型国企和城投平台的刚兑信仰。同时，部分民企在疫情、能源价格大幅下跌背景下，存在利润下滑，资金链断裂，治理能力存在缺陷等问题依然是民企美元债违约的主要原因。此外，境内外违约的联动效应更为显著，如方正集团境内债券违约触发的美元债交叉违约就达到了 9 笔。

图 8 中资美元债债项评级及级别分布情况



注：内、外圈分别代表 2019 和 2020 年数据（按发行规模占比统计）

资料来源：Bloomberg，联合资信整理

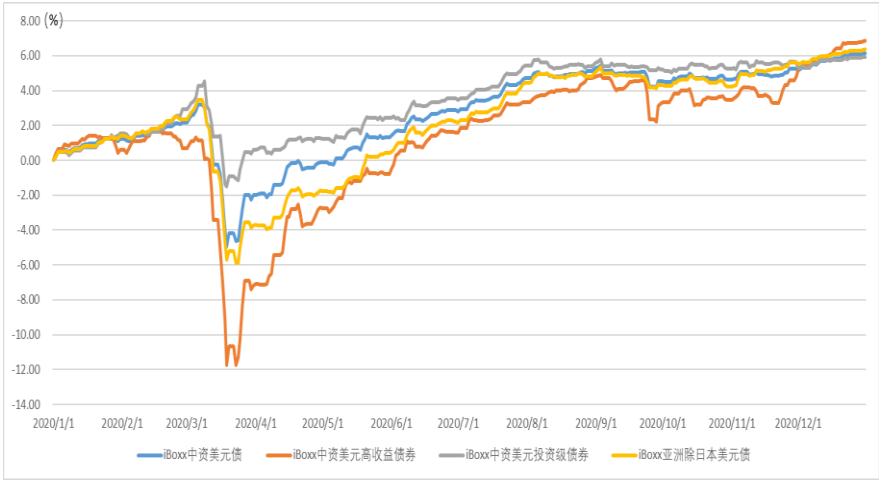
三、中资美元债二级市场表现

受新冠疫情引发风险情绪急升以及恒大、永煤等中企负面信用事件影响，中资美元债二级市场交易行情波动加剧，但各行业回报率同比现明显下降

2020 年，受新冠疫情引发风险情绪急升以及中企信用事件影响，中资美元债二级市场交易行情跌宕起伏，波动加剧。3 月中旬，在新冠疫情引发市场避险情绪急升以及美元流动性骤然收紧的情况之下，作为新兴市场债券的中资美元债遭到大幅抛售，回报率纷纷探底。

3月19日，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率下探至-5%左右，Markit iBoxx 中资美元高收益债券回报率更是深跌至-12%的谷底。此后，随着美元流动性危机的解除以及风险情绪的修复，中资美元债二级市场交易行情持续大幅回暖，虽然下半年受中资美元债重要发债房企的恒大负面消息以及国内永煤违约造成的联动情绪影响，中资美元高收益债券回报率出现一定波动，但整体仍延续了上行趋势。从全年看，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率为 6.1%，较 2019 年下降 3.8 个百分点；中资美元高收益债券回报率为 5.9%，较 2019 年下滑 5.4 个百分点；投资级中资美元债回报率为 5.9%，较 2019 年下跌了 3.1 个百分点；高收益中资美元债回报率为 6.9%，同比下跌 5.4 个百分点。

图 9 2020 年中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

分行业看，2020 年，受疫情带来的市场情绪以及利率下行影响，各行业中资美元债回报率同比均呈现下降态势，且高收益美元债回报率跌幅普遍高于投资级美元债。具体来看，房地产中资美元债的总体回报率为 8.0%，同比下降 5.7 个百分点，其中高收益房地产美元债回报率（8.7%）同比大幅下降 6.2 个百分点，投资级房地产美元债回报率（6.3%）同比下降 5.1 个百分点。金融机构美元债 2020 年总体回报率为 6.6%，同比下跌 4.3 个百分点，其中金融机构投资级债券回报率为 5.6%，同比下跌 3.1 个百分点，高收益级债券回报率为 7.9%，同比下跌 6.0 个百分点；非金融机构美元债券全年回报率为 5.2%，同比下跌 3.6 个百分点，其中非金融机构投资级债券回报率为 6.0%，同比下跌 3.4 个百分点；高收益债券回报率则转正为负跌至-0.3%，同比下跌 5.6 个百分点。

表 1 中资美元债近年分行业回报率（%）

	2020	2019	2018	2017
金融机构	6.6	10.9	-0.4	4.6
金融机构-投资级	5.6	8.7	1.0	3.8
金融机构-高收益	7.9	13.9	-3.0	7.0

非金融机构	5.2	8.8	-1.4	5.2
非金融机构-投资级	6.0	9.4	-0.1	5.0
非金融机构-高收益	-0.3	5.3	-7.1	7.5
房地产	8.0	13.7	-2.2	6.7
房地产-投资级	6.3	11.5	-0.4	5.8
房地产-高收益	8.7	14.9	-3.1	7.1

资料来源：Bloomberg，联合资信整理

四、2021 年中资美元债市场展望

中美国债收益率利差可能会边际收窄，但因美国疫情前景仍不明朗，预计美联储利率仍将维持在相对低位，加上中国基本面的比较优势以及对外资吸引力持续，人民币汇价依然存在升值空间，中资美元债市场仍具备一定融资成本优势和吸引力

2021 年，虽然美国经济同比好转的可能性加大，美联储加码宽松的概率较低，特别是 2020 年年底以来美债收益率有所上行，显示美联储货币边际趋紧的节奏可能快于预期，但由于美国疫苗接种实现群体免疫仍需要一段时间，新冠疫情不确定性仍然存在，加上美国政府庞大的债务压力等因素，预计美联储预计短期内仍会将利率维持在相对低位。而从国内看，国内经济正在逐渐回暖，随着投资、工业产出、消费和进出口等数据整体回升，2021 年货币政策在整体保持稳健的基础上也可能较 2020 年边际趋紧，中美利差或将有所收窄。从人民币汇率走势看，由于去年下半年以来人民币开启了一波快速升值趋势，监管层推出了一系列意在稳定汇率的措施，包括“逆周期因子”淡出使用和下调远期售汇风险准备金率至零，将企业跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 下调至 1 等，释放出抑制人民币过快升值的信号，但由于本轮人民币升值是由中国基本面所驱动，国内经济更快复苏令资产收益率提升吸引外资流入的态势预计仍将持续，2021 年人民币汇率仍将有一定的上升空间。总体来看，2021 年中资美元债市场仍具备一定的融资成本优势和吸引力。

企业跨境融资政策将较上年略有收紧，房地产、城投新增融资继续受限，“为出海而出海”的美元债融资需求可能会下降，而互联网媒体行业受到疫情带来行业红利提振，布局国际的诉求提升，美元融资规模有可能继续攀升

从跨境融资政策走向来看，2021 年预计金融监管将更趋严格，房地产和城投等行业的新增融资受限的趋势仍将继续。2020 年 8 月房地产“三道红线”融资新规颁布之后，2021 年元旦后“三道红线”试点企业即将扩容的消息频传。与此同时，2020 年 12 月 31 日央行

又颁布针对银行的“两道红线¹⁰”。1月7日，央行、外汇局决定将企业的跨境融资宏观审慎调节参数由1.25下调至1，境内企业跨境融资的敞口空间被进一步压缩。房地产金融的监管日益严格，不少房企抓住发债窗口期在2021年开年“抢跑”融资。截至1月10日，已有近30家房企发行债券，境内外债券发行规模已达550亿元；截至1月14日，已有超过20家房企披露各阶段境外债融资进展，包括碧桂园、世茂集团、正荣地产、旭辉控股、中梁控股等企业，融资额在100亿美元左右。但从发债用途来看，由于政策限制，大部分房企发债都将用于偿还即将到期的存量债务，城投平台的新增美元债融资也主要用于债务滚续。

在此背景下，虽然房地产企业和城投平台等重要的美元债发行主体“借新偿旧”的再融资需求仍将是支撑2021年美元债一级市场的重要基础，但在目前中央经济会议提出坚持扩大内需、注重需求侧管理，形成强大国内市场是构建新发展格局的重要支撑，预计中资企业“为了出海而出海”的发债诉求预计将被削弱。另一方面，受到疫情以来居家办公、社交隔离等“宅经济”带来的行业红利提振，预计互联网媒体后疫情时代企业对于融资渠道多元化、提升国际影响力的诉求将进一步加强，中资互联网媒体企业美元债融资规模在2021年有可能继续攀升。

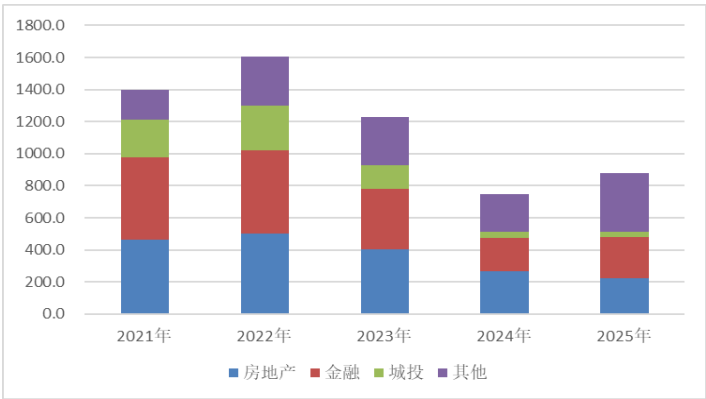
2021年仍处于中资美元债的到期高峰，部分弱资质企业违约风险加大，风险溢价可能将继续上扬；疫情超预期发展的情境下，部分主体债务接续可能面临困境，需警惕信用风险加速暴露的可能

2021年中资美元债到期量为1,399亿美元，较2020年进一步增长。具体来看，2021年有10个月份到期量均在100亿美元以上，尤其是9月和11月，到期量均将超过150亿美元，存在一定的集中兑付压力。从行业分布来看，2021年金融、房地产和城投三个行业到期量合计达到了1,213亿美元，占总到期量之比高达85%以上，较上年明显增加；尤其是投机级发行主体较多的房地产行业，2021年到期量占到了合计到期量的33%，在集中兑付压力与融资政策收紧的背景下，部分资质相对较弱的企业信用风险可能会进一步暴露，风险溢价将会继续上扬，与投资级债券的利差也可能继续拉大。

与此同时，若2021年新冠变异病毒超预期发展，疫苗保护效果不足，全球抗疫形势再度恶化，则中资美元债市场巨幅波动可能重演，届时高收益债一级市场将再度遭遇发行冰点，部分弱资质高负债企业的债务接续可能面临困境，信用风险亦有加速暴露的可能。

¹⁰ 两道红线即房地产贷款集中度管理原则，是指银行业金融机构（不含境外分行）房地产贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例（以下简称房地产贷款占比）和个人住房贷款余额占该机构人民币各项贷款余额的比例（以下简称个人住房贷款占比）应满足人民银行、银保监会确定的管理要求，即不得高于人民银行、银保监会确定的房地产贷款占比上限和个人住房贷款占比上限，开发性银行和政策性银行参照执行。

图 10 中资美元债到期分布



注：按发行日期截至 2020 年 12 月 31 日统计

数据来源：Bloomberg，联合资信整理