

新冠疫情冲击下中资美元债发行冲高回落，高收益债券回报率跌幅明显加深

——2020 年一季度中资美元债研究报告



2020 年 4 月 24 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

新冠疫情冲击下中资美元债¹发行冲高回落，高收益债券回报率跌幅明显加深

——2020 年一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 年一季度，美联储连续两次意外降息推动各期限美债收益率大幅回落，中美国债利差进一步扩大，中资美元债融资成本优势进一步显现，但人民币兑美元汇率波动加剧打击了部分潜在的中资美元债发行人的发行意愿。疫情冲击下，全球市场出现“美元荒”，中资美元债，尤其是地产美元债备受冲击。

从一级市场发行情况来看，2020 年一季度，中资美元债共发行 159 期，发行规模共计 565.91 亿美元。从单月情况看，受新冠疫情影响中资美元债发行量在 1 月份冲高后回落。从发行主体行业分布看，房地产和金融类行业依旧是中资美元债的前两大主要发行主体，1 月份单月融资规模创历史新高带动一季度房地产行业美元债发行量整体走高，城投公司海外发债受限导致城投板块美元债发行规模进一步回落。从发行票息来看，房地产和城投行业发债成本均出现走低，但房地产行业仍然是中资美元债发行成本最高的行业。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，另一方面担保债券占比大幅上升。从发行期限来看，发行期限仍以 3~5 年期为主但占比有所下降，10 年期以上长期债券占比有所提升。从债项评级来看，无评级发行债券占比进一步下降，投机级债券的行业集中度更加明显。从二级市场表现来看，避险情绪上升推动中资美元债二级市场回报率整体由正转负，高收益债券回报率跌幅明显加深。

展望 2020 年，中美国债利差在二季度或将有所收窄，在一定程度上削弱中资美元债的融资成本优势，但人民币兑美元汇率在基本面支撑下有望回归稳定，为中资美元债的发行提供一定支撑。新冠疫情对中资美元债市场的影响有望进一步显现，2020 年二季度发行量或将出现明显下降，在中国宏观经济下行压力加大、企业盈利状况恶化背景下，企业偿债能力或将出现明显下降。此外，由于房地产和城投境外融资限制仍然较严，叠加新冠疫情导致房地产行业经营业绩明显下滑，房企偿债压力和信用风险有所加大。

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

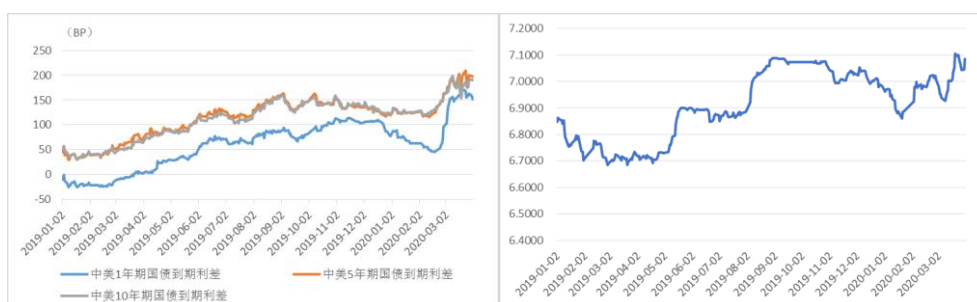
美联储连续两次意外降息推动各期限美债收益率大幅回落，中美国债利差进一步扩大，中资美元债融资成本优势进一步显现，但人民币兑美元汇率波动加剧打击了部分潜在的中资美元债发行人的发行意愿

3 月以来，新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“新冠疫情”）在美国迅速蔓延，从月初的不足 100 例，迅速增长至超 10 万例，美国经济受到了重创。具体来看，就业方面，美国劳工部数据显示，受新冠疫情停工影响，美国初次申请失业金人数出现脉冲式飙升，仅 3 月第 3 周的失业补助申请数量就高达 328 万人，刷新了美国战后的历史记录。生产方面，新订单和商业活动都出现了萎缩，费城联储制造业指数从 2 月的 36.7 跌至 3 月的-12.7，其中新订单指数从 33.6 跌至-15.5；纽约制造业调查指数从 2 月的 12.9 跌至 3 月的-21.5，其中新订单指数从 22.1 跌至-9.3，一般商业活动指数从 9.8 跌至-13.1，相当于 2008 年 3 月的水平；3 月 Markit 制造业 PMI 也跌至金融危机之后的最低点（49.2）。从消费和投资来看，受新冠疫情爆发影响，美国服务业接近停摆，航空公司航班取消量大幅上升、餐饮就座率和酒店入住率出现大幅滑坡。确诊病例人数不断增长以及企业停工加剧了人们对经济的担忧，3 月份密西根大学消费者信心指数终值大跌 11.9 点，至三年低点 89.1，创 2008 年 10 月以来最大降幅，投资者信心指数也大幅降至 0.2。为降低新冠疫情对经济的影响，当地时间 3 月 2 日，美联储启动了自 2008 年金融危机以来首次紧急降息，宣布将联邦基金利率区间下调 50 个基点至 1~1.25%，还将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%；3 月 16 日，美联储再度紧急降息 100 个基点至 0~0.25%的水平，同时推出 7,000 亿美元的量化宽松计划。美联储两次紧急降息以及市场对美国经济增长前景的悲观预期使得美国各期限国债收益率显著下行，1 月期和 3 月期美国国债收益率跌至负利率水平，10 年期美债收益率首次跌破 1%，与通胀挂钩的 30 年期美国国债收益率首次跌破零，推动中资美元债发行成本走低。

从国内来看，为支持实体经济发展、降低社会融资实际成本，2020 年 1 月 6 日，中国人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放资金 8,000 亿元。3 月 16 日，中国人民银行决定实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准 1 个百分点，支持发放普惠金融领域贷款，共释放长期资金 5,500 亿元。流动性持续趋向宽松使得年初以来中国国债收益率呈现下行趋势，但下降幅度（尤其是 3 月以来）明显不及美国国债收益率下降幅度，这使得中美国债利差环比进一步走扩，5 年期和 10 年期中美国债利差分别走扩了 13.98 个和 10.31 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，受贸易纷争缓和、经济数据超预期影响，1 月人民币汇率一路走强。然而，1 月底开始，新冠疫情的迅速扩散使得人民币升势戛然而止，尤其是进入 3 月以来，受美股暴跌、美元流动性紧张影响，美元指数不断走强，一度突破 100 关口，人民币被动贬值，一季度人民币兑美元汇率累计贬值了 1.88%，对中资美元债的发行成本造成一定影响，同时汇率不确定性的加大也打击了部分潜在的中资美元债发行人的发行意愿，2 月和 3 月，中资美元债发行量较 1 月出现明显下降。

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

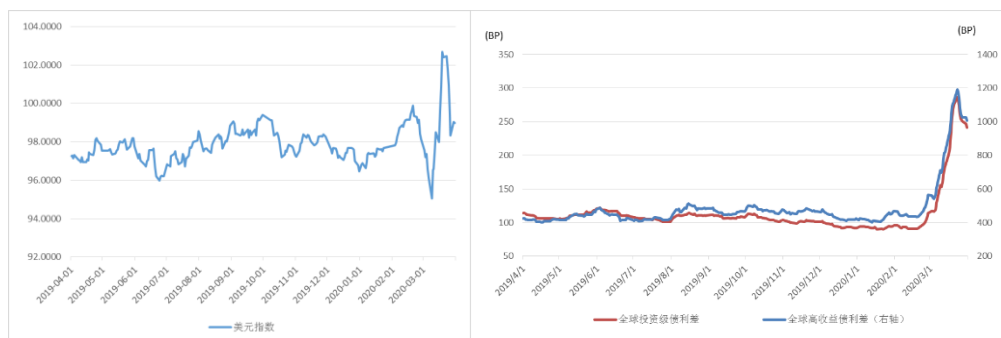
新冠疫情冲击下，全球市场出现“美元荒”，市场避险情绪大幅上升，对中资美元债市场的影响开始有所显现，尤其是地产美元债备受冲击

2020 年 3 月以来，随着新冠疫情在全球范围内迅速蔓延，全球对于美元的需求激增，导致市场流动性大幅下降，推动美元持续走高，3 月第三周末美指录得 11 年最大单周涨幅，最高触及 103 关口；全球投资级债利差和高收益债利差分别急速走扩 124.00 个和 446.60 个 BP（其中高收益债利差最高接近 1,200 个 BP），均达到 2008 年全球金融危机以来的最高值，显示出市场风险偏好的大幅降低。与此同时，海外金融市场对快速蔓延的疫情作出激烈反应，下跌速度堪比 2008 年金融危机。3 月份美股 10 天内触发 4 次熔断；亚太股市遭重挫，澳大利亚暴跌 9.7%，创下自 1992 年 6 月以来最大跌幅、菲律宾、印度、泰国跌逾 5%、韩国跌逾 3%、日本收跌 2.5%、A 股上证指数大跌 3.4%、港股恒生指数跌 4%、印度 SENSEX 指数跌幅扩大至 7%；欧洲主要股指全线大幅低开，早盘法国 CAC40 指数、欧洲斯托克 50 指数跌超 9%，德国 DAX 指数跌超 8%，英国富时 100 指数跌近 8%。被称为市场的“恐惧指标”的芝加哥期权交易所波动率指数（VIX）飙升至 80 以上。

在此背景下，投资者出于对资金安全的考虑大量从新兴市场撤离，中资美元债尤其是中资地产美元债备受冲击。为应对 2020 年的债券兑付高峰及新冠疫情带来的不确定因素，2020 年初多家房企积极通过美元债融资，1 月份单月融资规模创历史新高（170.55 亿美元）。但随着新冠疫情超预期冲击全球经济，美元流动性紧缺和投资者避险需求导致各类资产均

遭到不同程度的抛售，中资美元债一级市场发行也显著放缓（2 月和 3 月发行规模分别为 39.98 亿和 54.23 亿美元）、二级市场价格剧烈波动，中资房企的再融资压力有所抬升。

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



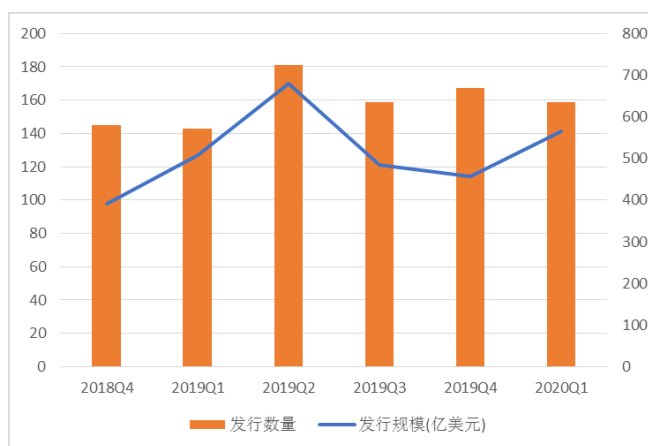
资料来源：Wind, Bloomberg

二、中资美元债一级市场发行情况²分析

受新冠疫情影响，中资美元债发行量在 1 月份冲高后回落

2020 年一季度，中资美元债共发行 159 期，环比下降 4.70%，发行规模共计 565.91 亿美元，环比增加 23.72%；与上年同期相比，发行期数和发行规模分别增长 11.19% 和 11.62%。从单月情况看，受中美达成第一阶段经贸协议、央行 1 月降准等因素影响，1 月份中资美元债市场较为火热，发行明显放量，达到 259.64 亿美元，随着新冠疫情冲击并蔓延至海外，2 月和 3 月中资美元债发行量显著回落，分别为 152.59 亿美元和 153.68 亿美元。

图 3 中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg

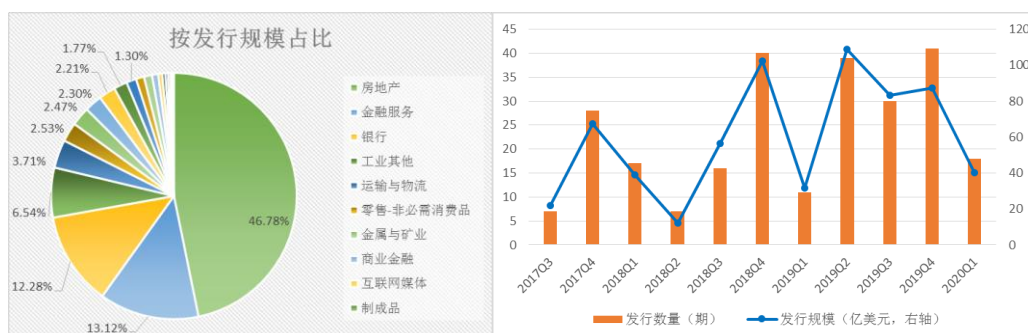
² 所有数据统计以发行日期为准。

1 月份单月融资规模创历史新高带动一季度房地产行业美元债发行量整体走高，城投公司海外发债受限导致城投行业美元债发行规模进一步回落

从发行主体行业分布³看，2020 年一季度，房地产和金融类行业（主要包含银行、商业金融和金融服务类等）企业依旧是中资美元债的前两大主要发行主体。具体来看，一季度，房地产行业共发行 71 期，发行规模合计 264.76 亿美元，与上季度相比分别大幅上升 31.48% 和 63.63%；房地产行业本季度发行规模约占总发行额的 46.78%，环比上升 11.41 个百分点，同比下降 8.33 个百分点。随着国内新冠疫情的爆发，房企销售端承压，为应对 2020 年的债券兑付高峰及新冠疫情带来的不确定因素，多家房企积极通过美元债融资，1 月份单月融资规模创历史新高(170.55 亿美元)从而带动一季度房地产行业美元债发行量整体走高。包含银行、金融服务、商业金融在内的多种金融相关主体则是本季度第二大发行主体，合计发行 48 期，发行规模 156.75 亿美元，占总规模的 27.70%，环比下降 1.89 个百分点，同比上升 4.36 个百分点。

城投美元债方面，由于各级城投公司海外发债仍然受到严格限制，本季度城投美元债发行期数和发行规模均进一步下滑。2020 年一季度，城投美元债共发行 18 期，发行规模合计 40.41 亿美元，分别较上季度大幅下滑 56.10% 和 53.64%；本季度城投债发行规模占总规模的 7.14%，环比下降了 11.92 个百分点，同比小幅上升了 0.87 个百分点。

图 4 2020Q1 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

³ 按彭博 BICs2 级行业分类统计，下同。

房地产和城投行业发债成本均出现走低，但房地产行业仍然是中资美元债发行成本最高的行业

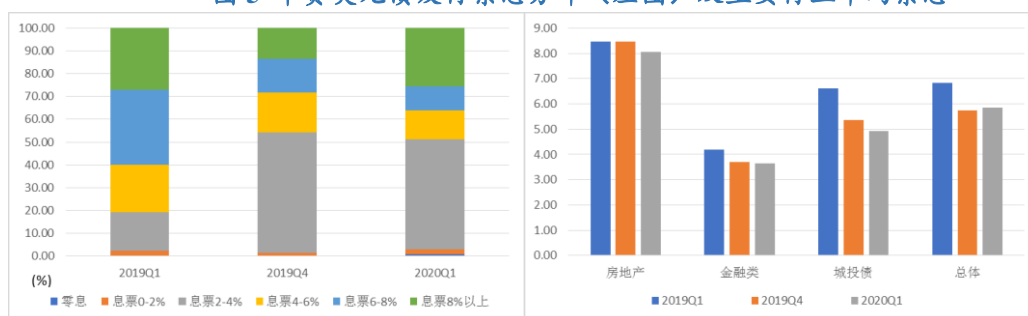
2020 年一季度，中资美元债平均发行票息为 5.86%⁴，环比略微上升 0.11 个百分点，同比小幅下行 0.97 个百分点。

从发行票息分布来看，2020 年一季度，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 2.31%、48.30%、12.64%、10.41% 和 25.63%，同时，零息债券占 0.70%。具体来看，发行票息在 2~4% 之间仍是中资美元债的高发区间，本季度发行规模占比为 48.30%，环比小幅下滑了 4.46 个百分点，同比则大幅上升了 31.52 个百分点；发行票息在 8% 以上的债券发行规模占比有所上升，占总发行规模的 25.63%，环比上升了 12.33 个百分点；零息债券以及发行票息在 0~2% 之间的债券规模占比也较上季度呈现出不同程度的上升；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。

房地产行业本季度平均发行票息为 8.06%，仍然是目前中资美元债发行成本最高的行业，但与上季度相比，本季度平均发行成本下滑了 41.05 个 BP；金融类和城投行业的平均发行利率也呈现下行趋势，其中金融类美元债本季度平均发行票息为 3.64%，环比和同比分别下滑 5.00 个和 56.00 个 BP；城投美元债本季度平均发行票息为 4.93%，环比和同比分别下滑 44.28 个和 168.86 个 BP。

从票息类型来看，大部分中资美元债仍以固定利率发行。2020 年一季度，固定利率债券发行规模达到 437.66 亿美元，占总规模的 77.34%，环比上升了 3.77 个百分点，同比下降了 5.84 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

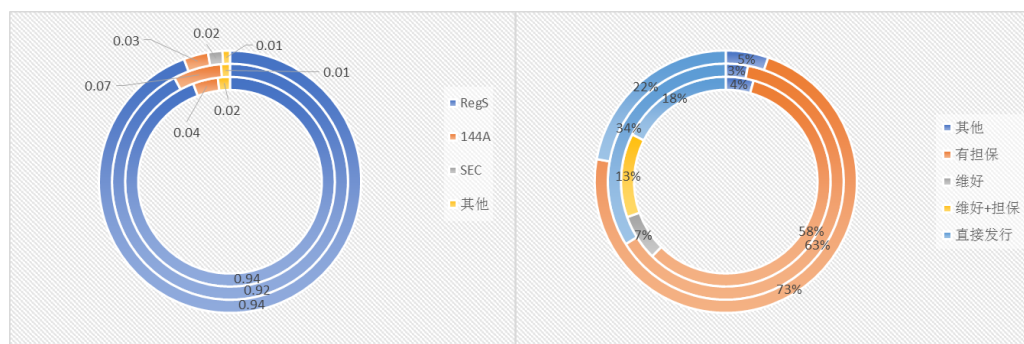
⁴ 除浮息债券，下同。

中资美元债发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主；从发行架构看，担保债券占比大幅上升

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。2020 年一季度，非公开发行的 RegS 发行的债券规模达到 533.58 亿美元（146 期），占本季度总规模的 94.29%，环比小幅上升 2.11 个百分点，同比基本持平；2 期中资美元债选择 144A 方式发行，发行规模占总规模的 3.02%，环比和同比分别下降 3.57 和 0.82 个百分点；2 期中资美元债选择 SEC 公开发行方式，发行规模为 10 亿美元，约占本季度总规模的 1.77%。

从发行架构⁶看，2020 年一季度，担保发行和直接发行仍是最主要的两种发行方式。具体来看，市场风险偏好降低使得本季度担保债券占比大幅上升，担保发行债券合计达到 410.28 亿美元，约占总规模的 72.50%，环比和同比分别上升 9.38 和 14.36 个百分点；直接发行债券共 38 期，发行金额达到 125.94 亿美元，占总规模比为 22.25%，较上季度下降 11.62 个百分点，同比则上升 4.68 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 2019Q1、2019Q4 和 2020Q1 数据

资料来源：Bloomberg

发行期限仍以 3~5 年期为主但占比有所下降，10 年期以上长期债券占比有所提升

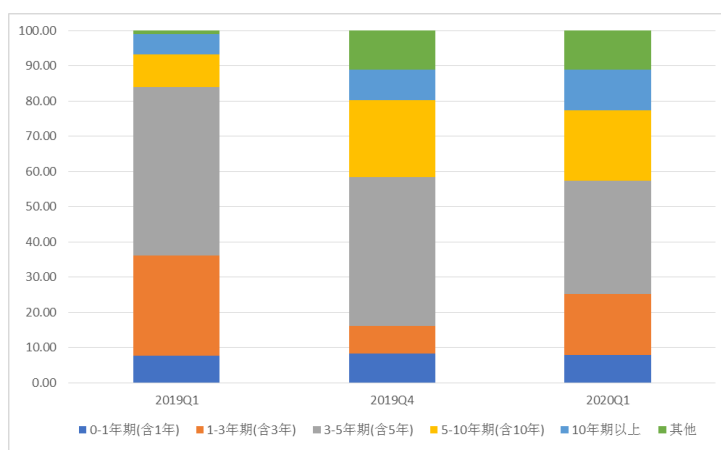
从发行期限来看，中资美元债发行期限仍以 3~5 年期为主但占比有所下降，10 年期以上的长期债券发行规模占比有所上升。具体来看，2020 年一季度，3~5 年期的中资美元债

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。

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。

发行规模占比最高，为 32.19%，环比和同比分别下降 9.93 个和 15.64 个百分点；其次为 5~10 年期，本季度规模占比为 19.95%，环比小幅下滑 1.98 个百分点，同比上升 10.74 个百分点；1~3 年期中资美元债发行规模占比为 17.28%，环比上升 9.43 个百分点，同比则下降 11.09 个百分点；10 年期以上长期债券发行规模占比有所提升，本季度发行规模占比为 11.49%，环比和同比分别上升 2.86 个和 5.67 个百分点；0~1 年期中资美元债本季度规模占比为 7.92%，环比和同比基本持平。

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进一步下降，投机级债券的行业集中度更加明显

从评级状况来看，2020 年一季度共有 63 期中资美元债无评级⁷发行，占全部发行期数的 39.62%，环比和同比分别下降了 2.29 个和 5.83 个百分点；无评级债券发行规模占总发行规模的 17.44%，环比和同比分别下降了 5.31 个和 7.70 个百分点。整体来看，无评级发行债券期数和规模进一步下降。

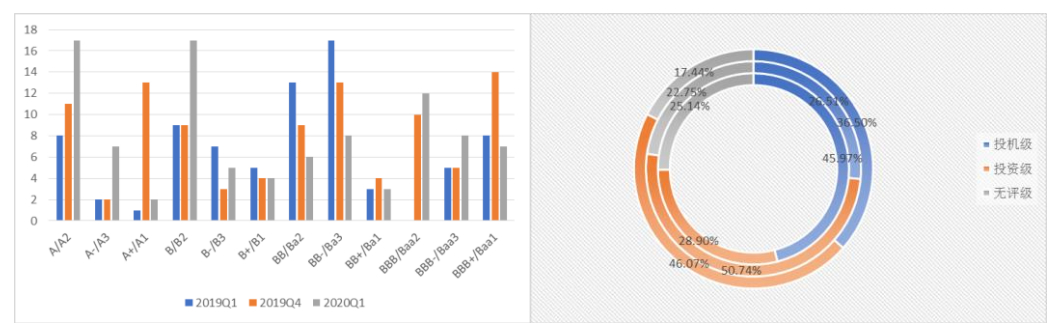
在有评级的中资美元债中，2020 年一季度投资级别中资美元债发行期数合计 53 期，发行规模合计占总发行规模的 46.07%，环比下降了 4.67 个百分点，同比大幅上升了 17.17 个百分点；BBB-级以下⁸高收益债券发行期数合计 43 期，发行规模占总发行规模的 36.50%，环比上升了 9.99 个百分点，同比下降了 9.47 个百分点。从行业分布来看，高收益债券发行主体主要集中在房地产企业，43 期高收益债券中有 39 期来自于房地产企业，投机级房地

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。

产债券占全部投机级债券总额的 90.70%；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 21 期，发行规模占总规模的 39.62%。

图 8 中资美元债债项级别分布



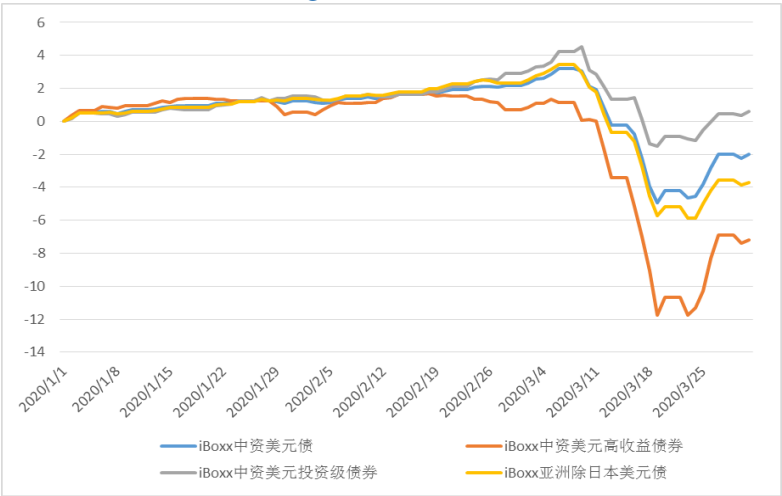
注：内、中、外圈分别代表 2019Q1、2019Q4 和 2020Q1 数据（按发行规模统计）
资料来源：Bloomberg

三、中资美元债二级市场表现

避险情绪上升推动中资美元债二级市场回报率整体由正转负，高收益债券回报率跌幅明显加深

受新冠疫情冲击下风险偏好下降、信用风险隐忧提升以及美元流动性收紧等因素影响，2020 年一季度，中资美元债二级市场避险情绪大幅上升。本季度，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率由正转负，为-2.00%，环比和同比分别下降 3.31 和 6.80 个百分点，但仍略好于亚洲除日本美元债指数一季度总回报率（-3.73%）。其中，高收益中资美元债一季度回报率大幅下滑至-7.19%，环比和同比分别下降 9.91 和 14.95 个百分点，是拖累本季度总回报率的主要原因；投资级中资美元债一季度回报率为 0.62%，环比小幅持平，同比下降 2.95 个百分点。

图 9 2020Q1 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg

由于高收益债在本轮抛售潮中受到的冲击更大，以高收益债为主的地产板块整体下跌幅度也显著高于其他行业。具体来看，一季度房地产中资美元债的回报率下降幅度最大，为-6.41%，环比和同比分别下降 9.89 和 13.77 个百分点，房地产高收益债券总回报指数增幅大幅下跌（-8.26%）是拖累房地产行业总回报率的主要原因。金融机构一季度回报率也由正转负，为-3.41%，环比和同比分别下降 5.75 和 8.75 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下跌 10.80 和 14.94 个百分点，至-6.88%。非金融机构一季度回报率为-0.05%，环比持平，同比下降 4.16 个百分点，其中非金融机构行业内高收益债券回报率为-9.08%，为本季度分行业项下回报率最低的种类。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

	2020Q1	2019Q4	2019Q1
金融机构	-3.41	2.34	5.34
金融机构-投资级	0.03	0.95	3.47
金融机构-高收益	-6.88	3.91	8.05
非金融机构	-0.05	-0.05	4.12
非金融机构-投资级	1.08	0.35	3.66
非金融机构-高收益	-9.08	-2.51	6.74
房地产	-6.41	3.48	7.36
房地产-投资级	-1.76	1.31	4.79
房地产-高收益	-8.26	4.43	8.68

资料来源：Bloomberg

四、2020 年二季度中资美元债市场展望

中美国债利差在二季度或将有所收窄，在一定程度上削弱中资美元债的融资成本优势，但人民币兑美元汇率在基本面支撑下有望回归稳定，为中资美元债的发行提供一定支撑

美联储将联邦基准利率下调至 0~0.25% 之后，美国货币政策基本已达极限，实施负利率的可能性较小，但由于美联储已经宣布实施无限 QE 政策，未来一段时期内美债收益率有望保持低位。国内方面，4 月央行启动了年内第三次降准，宣布对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，逆回购、MLF 和 LRP 利率相继下调 20 个 BP，在降准和降息的带动

下国内利率水平有望持续下行。基于以上因素，预计中美国债利差在二季度或将有所收窄，中资美元债的融资成本优势将有所削弱。

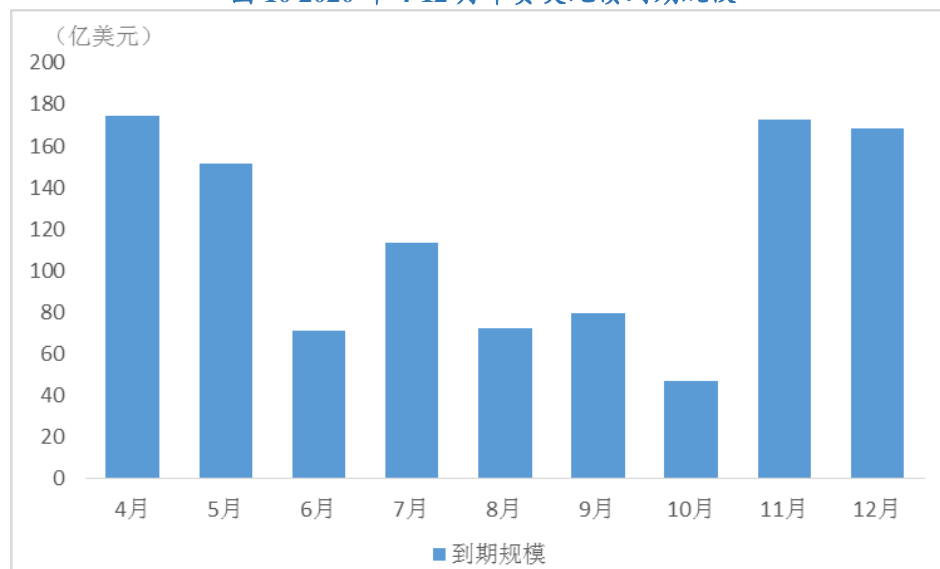
人民币汇率方面，随着中国国内新冠疫情得到有效控制、内需开始逐步恢复，中国与其他经济体的“增长差”从二季度开始可能逐渐扩大。随着“美元荒”逐步缓解，人民币兑美元汇率在基本面支撑下有望回归稳定，为中资美元债的发行提供一定支撑。

新冠疫情对中资美元债市场的影响有望进一步显现，2020 年二季度发行量或将出现明显下降；在中国宏观经济下行压力加大、企业盈利状况下降背景下，企业偿债能力或将有所削弱

从目前来看，海外疫情形势仍较严峻，多国新增确诊人数仍在不断上升。4 月中旬，IMF 将 2020 年全球经济增速预期下调至-3%，其中发达经济体为-6.1%，美国为-5.9%，欧元区为-7.5%。中资美元债定价角度来看，3 月中资美元债定价规模环比大幅下降逾 68%。在全球流动性收缩、风险偏好收紧等背景下，中资美元债展期或新增融资将面临一定难度，结合海外新冠疫情状况尚未明朗、美元流动性紧张的状况仅得到边际性缓解、全球避险情绪的上升带来的资金回流等不确定性因素，未来一段时期中资美元债发行量仍有再度下行的可能。

从中资美元债未来到期规模来看，2020 年未来三个季度中资美元债到期量分别为（考虑售回条款）397.01、264.69 及 387.75 亿美元，尤其是二季度的到期规模较大。受 1 月新冠肺炎疫情爆发以及全国停工停产的双重影响，2020 年一季度中国国内生产总值同比增幅回落 6.8%，为 1992 年以来首次单季度负增长。具体来看，由于企业正常经营活动受到抑制，1-2 月全国规模以上工业企业利润同比大幅下降 38.3%，41 个工业大类行业中，37 个行业利润出现下降，其中电子、汽车、电气机械、化工等重点行业利润分别下降 87.0%、79.6%、68.2%和 66.4%；服务业经济活动也大幅收缩，餐饮、酒店、旅游等行业受到较大冲击，经营压力陡升。在经济下行压力加大的背景下，由于企业经营压力和流动性压力有所抬升，尤其是自身资质较差、竞争实力较弱的企业的偿债能力或将有所削弱。

图 10 2020 年 4-12 月中资美元债到期规模



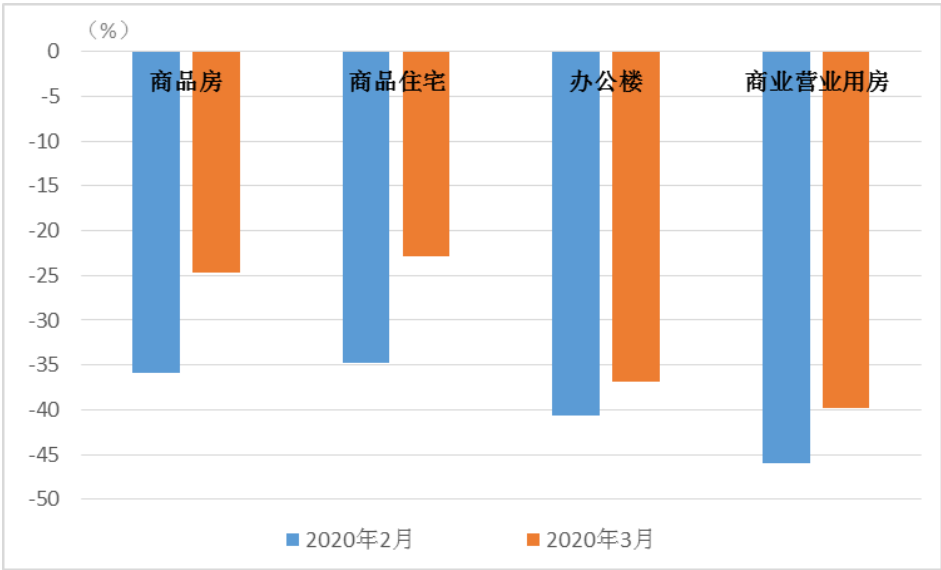
资料来源：Bloomberg

境外融资政策出现一定宽松，但对房地产和城投境外融资限制仍然较严，叠加新冠疫情导致房地产行业经营业绩明显下滑，房企偿债压力和信用风险有所加大

为进一步扩大利用外资、便利境内机构跨境融资、降低实体经济融资成本，3月12日，中国人民银行、国家外汇管理局联合发布通知，将全口径跨境融资宏观审慎调节参数由1上调至1.25。参数调整后，企业跨境融资风险加权余额上限由原来净资产的2倍提高到2.5倍，向境外融资的空间较之前扩大了25%，特别是当前境外市场政策利率水平普遍处于低位，为中资企业境外融资提供了更大空间，但此次政策调整不适用于地方政府融资平台和房地产企业。

受疫情影响，房地产行业整体经营业绩明显下滑，对那些较大依赖自有资金回笼进行偿债的融资主体，无疑加大了其偿债压力；同时，中资地产美元债展期的难度也预计会加大。从短期来看，对于资质状况不高、业绩下滑比较明显、流动性本身比较紧张的房企，其信用风险较大。

图 11 2020 年 2-3 月份房地产行业销售额累计增长



资料来源：国家统计局