



# 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

联合资信 主权部 | 李为峰 | 王祎凡

2022 年二季度，美联储加速收紧货币政策，中美利差持续处于倒挂区间，中资美元债发行端承压下行，本季度共发行 240 期中资美元债，累计发行规模 278.1 亿元。信用风险事件频发叠加中国疫情波动提升了市场避险情绪，同时美元流动性收紧加速资金流出，二级市场维持下行走势，但降幅较上季度有所收窄。下半年，预计中美货币政策分化将导致中美利差维持倒挂走势，中资美元债发行端或将持续承压，房地产企业预计将呈现分化走势，部分资质较弱省份的城投企业也需重点关注。



联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



## 一、中资美元债<sup>1</sup>发行市场环境

美国因通胀高企被迫收紧货币政策，同时市场对美国经济陷入衰退的预期显著提升，美债收益率波动性显著加大，整体呈现先升后降走势，中国稳健的货币政策趋向宽松，中美货币政策分化导致中美利差持续处于倒挂区间，中资美元债对发行人的吸引力有所降低

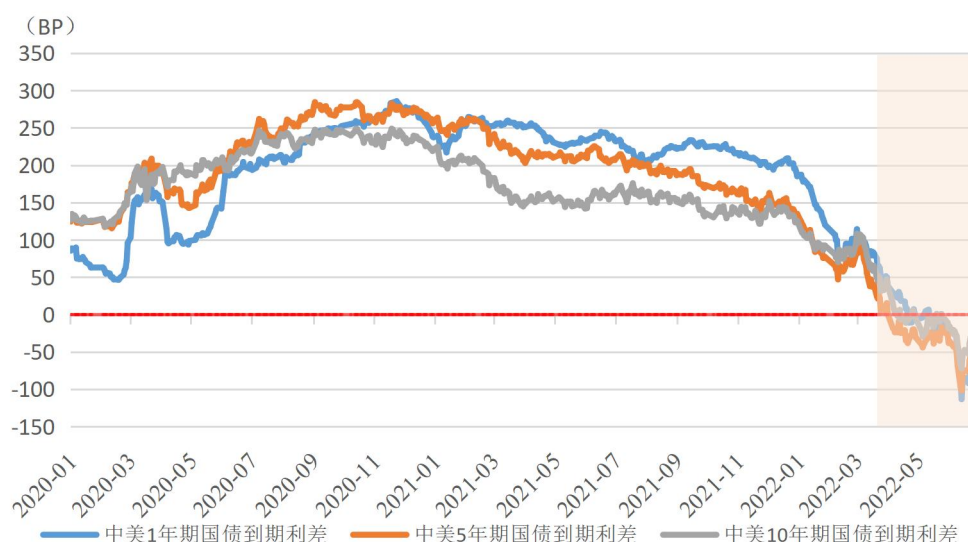
2022 年二季度，俄乌冲突导致以能源为代表的多种大宗商品价格持续上涨，美国通胀持续高企，5 月 CPI 同比涨幅达到 8.6%，再创近 40 年来新高。为遏制通胀水平进一步上涨，美联储被迫加速收紧货币政策，在 5 月和 6 月的议息会议中分别大幅加息 50 个和 75 个 BP。截至 6 月底，美联储联邦基金利率的目标区间已经达到 1.50%~1.75%，回升至疫情前的水平。同时，美联储自 6 月起开启缩表，计划每月将债券投资组合规模缩减 475 亿美元，并在 9 月将每月缩减规模增至 950 亿美元。6 月中旬，美联储停止对 150 亿美元的到期国债进行再投资，这是美联储自疫情暴发后启动债券购买计划以来首次缩表。另一方面，通胀高企导致企业生产和居民生活成本均显著上涨，美国经济面临供需两弱的局面，同时美联储的鹰派政策对需求端形成抑制，美国经济承压下行的风险显著提升。受上述双重因素影响，二季度各期限美债收益率波动性显著加大，整体呈现先升后降的走势。截至 6 月末，1 年期、5 年期和 10 年期美债收益率分别升至 2.80%、3.01%和 2.98%，季度内涨幅分别达 117 个、59 个和 66 个 BP。

中国方面，受国际地缘政治风险上升和国内疫情波动影响，二季度中国经济仍面临需求收缩、供给冲击以及预期转弱三重压力。在此背景下，中国央行稳健的货币政策趋向宽松。4 月 15 日，央行下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点；5 月 20 日，央行宣布将 5 年期贷款市场报价利率（LPR）下调 15 个基点至 4.45%，是 2019 年 LPR 机制改革后最大的降幅。受此影响，中国各期限国债收益率在 5 月底前呈现波动下行走势，但自 6 月以来，随着疫情好转和稳增长措施的持续发力，中国经济持续回暖，市场融资需求上涨带动各期限国债收益率上涨。

综合来看，在中美货币政策进一步分化的背景下，进入二季度后中国债券利率与美国债券利率的利差急剧收窄，随后形成倒挂走势，倒挂利差在 6 月中旬达到峰值，其中 1 年期中美利差倒挂幅度突破 113 个 BP、10 年期中美利差倒挂幅度一度接近 72 个 BP。虽然自 6 月中旬以来，受美债收益率波动下行以及中国国债收益率上涨影响，中美国债利差有所收窄，但仍处于倒挂区间。2022 年二季度，1 年期、5 年期和 10

<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。

年期中美国债平均利差分别为-22.38 个、-37.96 个和-15.73 个 BP，较 2022 年一季度平均利差分别大幅下滑 129.23 个、105.66 个和 97.16 个 BP。中美利差持续倒挂，导致中资美元债对发行人的吸引力有所降低。



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

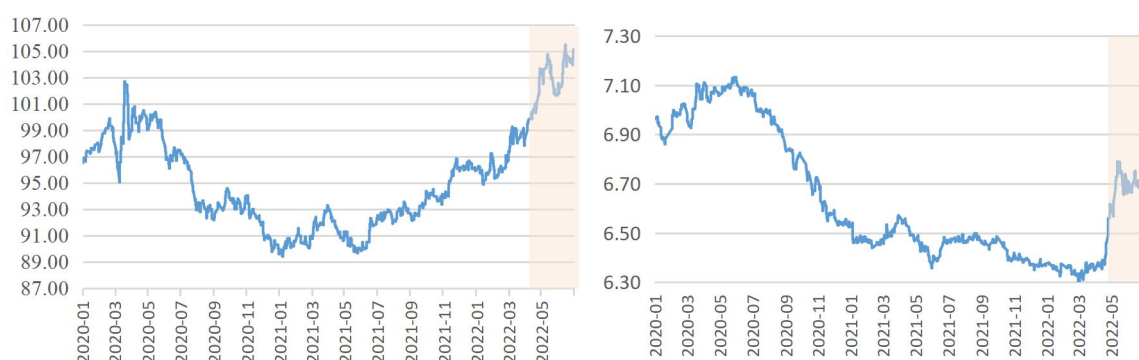
美联储加速收紧货币政策叠加经济衰退预期提升，美元指数波动性显著增大；疫情波动导致人民币在 4 月承压下行，随着疫情好转和稳增长政策的出台，人民币走势重回双向波动区间，人民币兑美元汇率波动区间较上季度有所走扩，削弱了中资美元债发行人的融资意愿

2022 年二季度，美联储加速收紧货币政策叠加经济衰退预期提升，美元指数呈现出较大的波动性。在通胀持续高企的背景下，美联储大幅加息行动成为支撑美元指数上涨的主要原因。但由于初请失业金人数超预期上涨、一季度 GDP 增速意外下修，多项经济数据表现不佳导致美元指数在 5 月下半月急剧下跌。进入 6 月后，美联储加速收紧货币政策叠加市场对经济下行的预期提升，美元指数在快速回升并一度突破 105 关口后呈现小幅波动走势。

另一方面，受疫情波动影响，4 月上海地区持续处于封锁状态，经济增长放缓压力增长导致人民币承压下行，并一度跌破 6.80 关口，创 2020 年 10 年以来新低。5 月中旬以来，上海地区疫情好转并逐步开展复工复产，同时多项稳增长政策相继出台。5 月底国务院召开常务委员会，部署了 6 方面 33 项稳定经济的措施。随后，国务院召开全国稳住经济大盘电视电话会议，会议强调要把稳增长放在更加突出位置，努力



推动经济重回正常轨道。疫情稳定叠加政策利好，市场对中国经济将持续向好的预期有力地提振了人民币走势，人民币兑美元汇率重回双向波动区间。截至6月30日，美元兑人民币汇率收于6.7114，较上季度末上涨5.72%，人民币兑美元汇率波动区间较上季度有所走扩，汇率风险有所提升，在一定程度上削弱了中资美元债发行人的融资意愿。



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2020年以来美元指数（左图）及美元兑人民币汇率走势情况

受疫情波动以及经济下行压力增大影响，房地产企业仍面临的一定的去化压力，信用风险事件频发导致一级市场持续承压，但同时行业政策趋向宽松也为部分房企成功达成交换要约提供了有利的政策环境；城投相关政策转向边际放松，但防范化解隐性债务的监管方向并未改变

从房地产板块看，受疫情波动以及经济下行压力增大影响，房地产企业仍面临的一定的去化压力，因此二季度房地产仍是信用风险事件集中爆发的板块。4月10日，正荣地产发布公告称，未能在30天宽限期内偿付两笔共计2,042万美元的利息，构成2020年5月和2021年6月票据的违约事件；4月18日，易居企业发布公告称，未能如期偿付于2022年4月18日到期的美元债，已构成2022年票据契约项下的违约事件，该事件同时触发了2023年6月10日到期的美元债的交叉违约。5月11日，融创中国发布公告表示，未能在30天宽限期内偿付于2022年4月11日到期的2,950万美元的息票；6月7日，祥生控股（集团）有限公司公告称，未能偿付一笔剩余本金总额为2亿美元的票据利息。房地产板块信用风险事件频发使得以房地产企业为代表的高收益级发行人面临融资困难的局面，导致中资美元债一级市场承压。

同时，房地产监管政策延续一季度以来边际放松的趋势，为部分房企成功达成交换要约提供了有利的政策环境。4月29日，中共中央政治局召开会议，强调要坚持

“房住不炒”的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求。5月15日，中国人民银行和中国银保监会联合发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，通知表示对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限LPR减20个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。同时，在全国统一的贷款利率下限基础上，央行、银保监会各派出机构按照“因城施策”的原则，指导各省级市场利率定价自律机制，根据辖区内各城市房地产市场形势变化及城市政府调控要求，自主确定辖区内各城市首套和二套住房商业性个人住房贷款利率加点下限。5月召开的国常会中也再次提出要因城施策，支持刚性和改善型住房需求。在此背景下，全国多地相继出台包括放松限购、降低首付比例在内的多种措施，促进房地产市场平稳健康发展。这些措施在一定程度上提振了中资美元债投资者的信心，缓解了中资美元债二级市场大幅下滑的局面。

从城投板块看，二季度城投行业政策出现边际放松。4月，中国人民银行和国家外汇管理局发布《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》（“金融23条”），明确提出要在风险可控、依法合规的前提下，保障融资平台公司合理融资需求。5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，明确到2025年以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展，为城投企业提供了新的发展机遇。但在行业政策边际放松的同时，防范化解隐性债务的监管方向并未改变。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，通报八起地方政府隐性债务问责典型案例，涉及新增隐性债务、隐性债务化解不实等行为。

## 二、中资美元债一级发行情况<sup>2</sup>分析

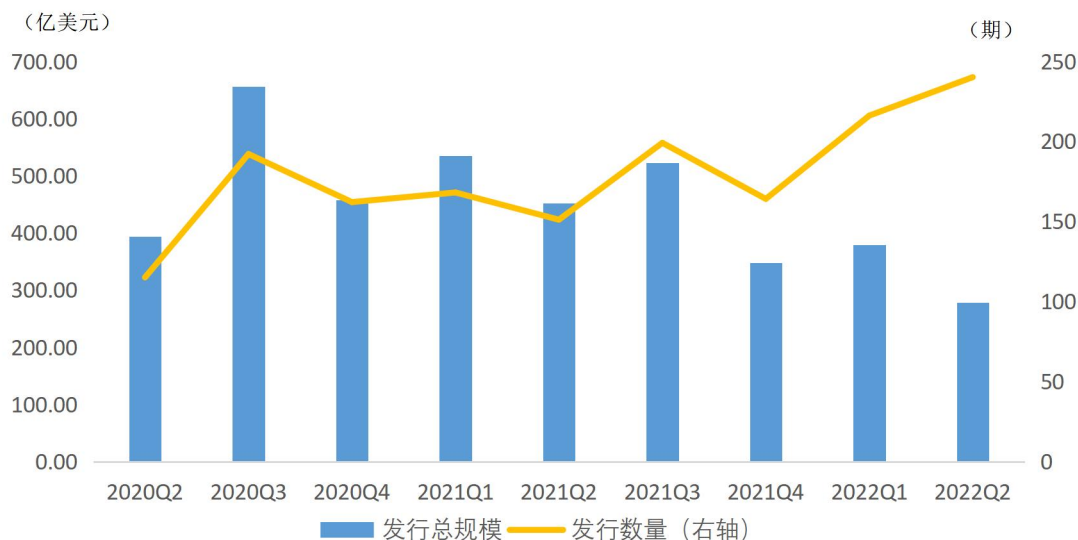
**本季度中美利差倒挂、融资成本上涨叠加房地产风险事件频发等多重因素导致中资美元债一级市场承压下行**

2022年二季度，在中美利差持续倒挂、人民币兑美元波动区间走扩以及房地产风险事件频发等多种因素共同作用的背景下，中资美元债发行期数上涨，但发行规模有所回落。本季度一级市场共发行240期中资美元债，环比和同比分别增长了11.1%和58.9%；发行规模降至278.1亿美元，环比和同比分别下降26.5%和38.4%。从发行节奏看，4月是本季度中资美元债发行期数和发行规模最高的月份，共发行103期中资美元债，累计发行金额达到118.1亿美元。4月发行规模较高主要是受益于融资成本优势，美债收益率在4月处于本季度内的相对较低水平，同时中美国债收益率利

---

<sup>2</sup> 所有数据统计以发行日期为准。

差在4月初尚未进入倒挂区间。5月，随着中美利差倒挂并急剧走扩，中资美元债一级市场承压下行，发行期数和发行规模分别下滑至49期和57.8亿美元。6月，随着年内兑付高峰的再次临近，企业再融资需求走高推动中资美元债发行数量和规模分别回升至88期和102.3亿美元。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图3 中资美元债发行情况

金融板块发行规模有所下降，但仍是本季度的发行主力；城投受境内行业趋向边际宽松、再融资需求增加和债务监管收紧和的影响，同比与环比表现分化；信用风险事件频发加大了房地产板块的融资难度，发行规模进一步下降

从发行主体行业分布<sup>3</sup>看，金融板块仍然是本季度的发行主力，发行规模占总发行规模的44.7%，其中银行业发行规模占比达到22.6%；其次为城投板块，发行规模占比为29.1%；最后为房地产板块，发行规模占比为14.7%。

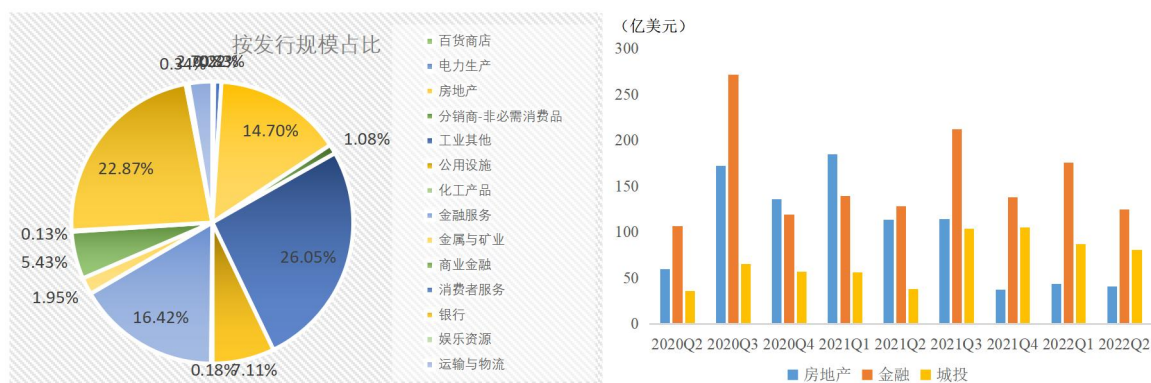
具体来看，受融资成本上涨影响，本季度金融机构美元债共发行150期，发行规模合计124.4亿美元，发行规模环比和同比分别下降29.2%和3.2%，是自2021年二季度以来发行量最少的一个季度。

城投美元债方面，本季度城投美元债共发行51期，发行规模合计80.8亿美元，同比上涨112.7%，但环比下降7.0%。城投板块发行规模维持高位的原因主要是因为城投板块将在三季度迎来兑付高峰，企业再融资需求强烈，同时行业政策边际放松也

<sup>3</sup> 按彭博BICS2级行业分类统计，下同。

为城投企业通过中资美元债融资提供了政策支持。但由于融资成本上涨叠加债务监管政策趋严，城投板块发行规模环比小幅下降。

房地产美元债方面，在经济下行压力增大的背景下，房地产企业仍面临一定的去化压力，同时叠加信用风险事件频发增加了投资人的观望情绪，房地产企业通过中资美元债的渠道进行融资仍面临一定困难。本季度房地产板块一级市场承压下行，发行期数为 22 期，发行规模为 40.9 亿美元，发行规模同比大幅下滑 63.9%，环比下降 5.6%。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 4 2022Q2 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

美联储加速收紧货币政策带动中资美元债发行成本环比上扬；信用风险事件频发导致房地产板块发行主体向高资质企业集中，平均票息逆势下行；固定票息仍是最主要的票息类型

2022 年二季度，受美债收益率上升影响，中资美元债整体发行成本延续上季度的上涨走势。本季度中资美元债平均发行票息<sup>4</sup>为 4.3%，环比和同比分别上涨 99.2 个和 24.6 个 BP。

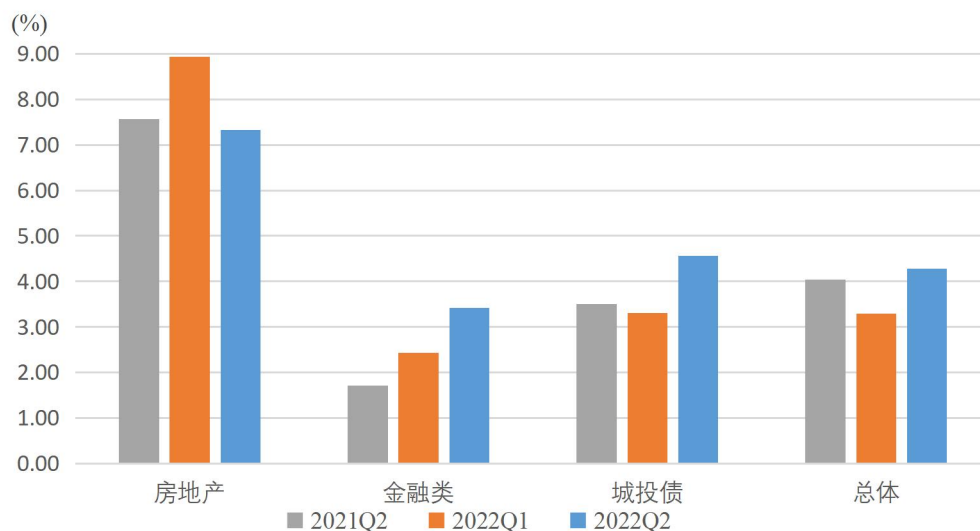
分行业来看，房地产依旧是发债成本最高的行业，但由于信用风险事件频发，房地产美元债发行主体进一步向高资质企业集中，带动板块发行成本逆势下行。二季度房地产板块平均发行票息降至 7.3%，环比和同比分别下降 161.3 个和 23.9 个 BP；在发行利率处于 10%及以上高利率区间的 11 期债券中，房地产行业债券有 7 期，其中力高集团在 4 月发行了一笔票息高达 13.0%的中资美元债，大唐集团、领地控股和海门中南投资均发行了票息在 12%及以上的债券。金融类中资美元债发行利率也呈现上升趋势，本季度平均发行票息为 3.4%，环比和同比分别上涨 99.6 个和 171.7 个 BP，中信证券国际发行了一只票息为 18.57%的中资美元债，发行票息为本季度最高；在

<sup>4</sup> 除浮息债券，下同。



城投债务监管趋严的背景下，城投美元债本季度平均发行票息为 4.6%，环比和同比分别大幅上涨 125.6 个和 105.7 个 BP。

从票息类型来看，本季度中资美元债票息类型保持稳定，主要有固定票息、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 246.4 亿美元，占总发行规模的 88.6%，环比下降 3.3 个百分点；浮动利率债券发行规模为 21.7 亿美元，发行主体均为金融机构，占总发行规模的 7.8%，环比上涨 7.5 个百分点。此外，可变和零息债券发行规模分别为 7.6 亿和 2.5 亿美元，占比分别为 2.7%和 0.9%。



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

中资美元债发行方式进一步向非公开发行的 RegS 集中；从发行架构看本季度直接发行和担保发行仍是中资美元债最主要的发行架构，采用备用信用证发行的债券占比进一步上涨

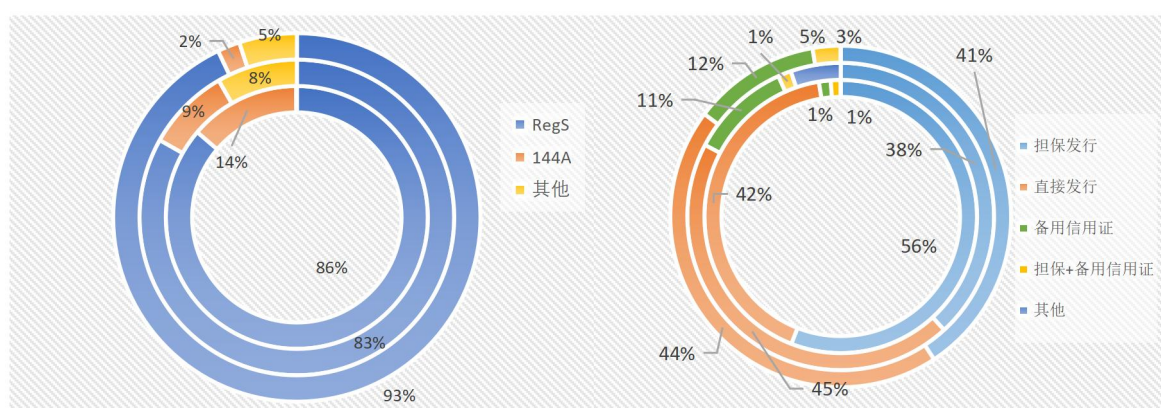
从发行方式来看，RegS<sup>5</sup>具有对信息披露要求较为宽松以及发行流程相对较快的优势，因此本季度中资美元债发行方式进一步向非公开发行的 RegS 集中，发行规模达到 258.6 亿美元，占本季度总发行规模的 93.0%，环比和同比分别上涨 9.8 和 6.7 个百分点。此外，本季度仅有一只中资美元债选择 144A 发行方式，为新奥能源发行的规模为 5.5 亿美元的中资美元债，发行规模占比为 2.0%，环比和同比下降 6.6 个和

<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 仅面向美国境外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。



11.7 个百分点；采用其他发行方式的债券规模为 14.1 亿美元，占本季度总发行规模的 5.1%，环比下降 3.2 个百分点，环比上涨 5.0 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<sup>6</sup>看，2022 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架构。具体来看，采用直接发行的债券发行金额达到 123.7 亿美元，占总发行规模的 44.5%，同比上涨 2.94 个百分点，环比基本持平；采用担保发行的发行规模达到 113.4 亿美元，占总发行规模的 40.8%，环比上涨 2.3 个百分点，同比下降 15.1 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 41.0 亿美元，占总发行规模的 14.8%，环比和同比分别上涨 2.7 个和 12.2 个百分点。采用备证架构发行的中资美元债主要集中在城投板块，占全部采用备证架构发行规模的 36.1%，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 2021Q2、2022Q1 和 2022Q2 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，%）

随着备用信用证发行架构的增多，市场评级需求有所减弱，无评级发行债券明显上涨；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，2022 年二季度中资美元债无评级<sup>7</sup>发行规模为 124.3 亿美元，占总发行规模的 44.7%，环比和同比分别上涨了 7.5 个和 24.8 个百分点。本季度采用

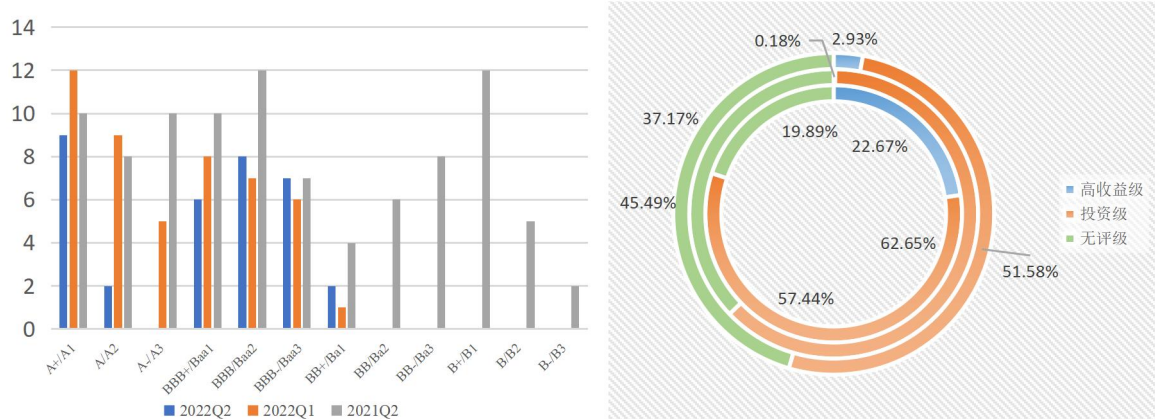
<sup>6</sup> 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构、维好协议发行、备用信用证发行和担保+备用信用证发行等。

<sup>7</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。

备证架构发行的债券规模进一步上涨，银行信用背书有助于对债券进行增信，得到投资人的认可和青睐，使得市场评级需求有所下降，本季度采用备证架构发行的 40 期债券中，共有 38 期无评级发行。

在有评级的中资美元债中，信用级别主要集中在 A 级别和 BBB 级别，受信用风险事件持续发酵的影响，高收益级中资美元债（BBB-级以下<sup>8</sup>）发行期数环比有所上涨，但仍维持在较低水平。本季度投资级中资美元债发行规模为 140.9 亿美元，合计占总发行规模的 50.7%，环比和同比分别下降了 12.0 个和 6.8 个百分点；高收益级债券总计发行 8 亿美元，占总发行规模的 2.9%，环比小幅上涨 2.7 个百分点，同比下滑 19.8 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 86.0 亿美元，占到投资级发行规模的 61.0%；无评级行业分布则较为分散，其中工业、金融和房地产板块占比较高，占比分别为 35.1%、29.7%、26.6%。



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

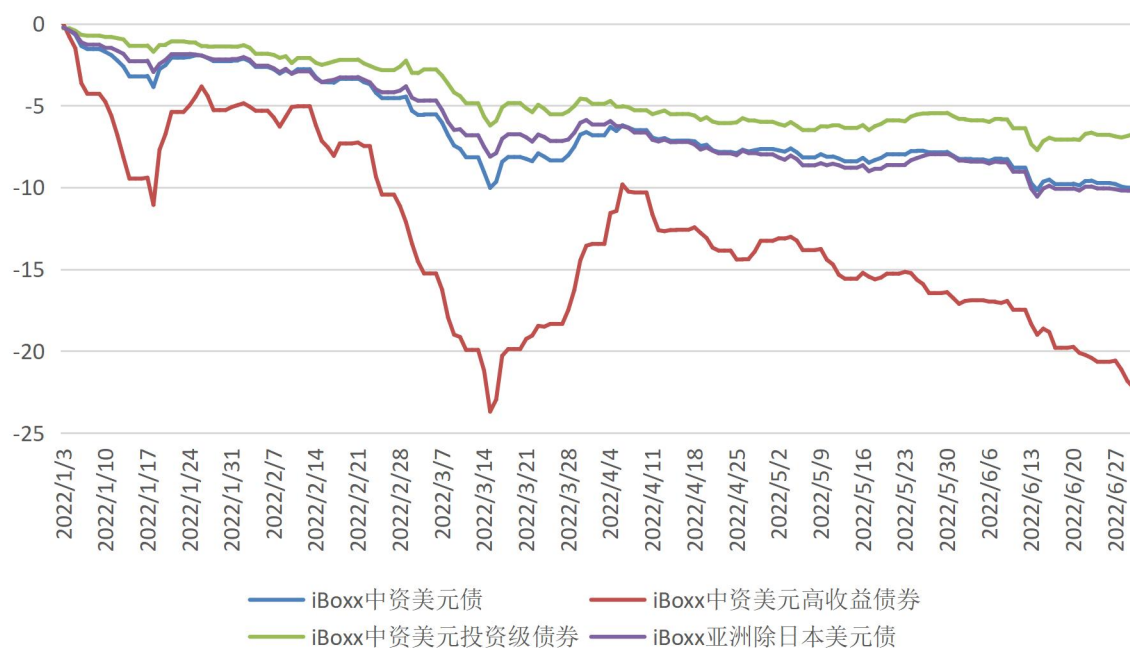
中资美元债市场信用风险事件频发叠加中国疫情波动提升了市场避险情绪，美元流动性收紧加速资金流出，中资美元债二级市场回报率维持下行走势；但 5 月以来中国疫情趋于稳定叠加多项稳增长政策相继出台，市场情绪有所回暖，下行幅度较上季度有所收窄

2022 年二季度，中资美元债市场仍发生多起信用风险事件，同时中国国内疫情

<sup>8</sup> 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

在4月出现波动，导致投资者仍保持一定的避险情绪。此外，美联储加速收紧货币政策，美元流动性收紧也导致部分资金流出中资美元债市场。中资美元债回报率在二季度保持下行趋势，但5月以来，中国国内疫情趋于稳定，上海地区逐步复工复产叠加各项稳增长政府相继落地，中国经济向好的预期在一定程度上缓解了市场的担忧情绪，因此下行区间较上季度有所收窄。同时，高收益级债券和投资级债券在6月出现一定的分化走势，其中投资级回报率趋于平稳，高收益级则进一步下探。

具体来看，截至二季度末，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率继续录得负值，为-10.0%，较一季度末进一步下行 3.4 个百分点。其中，高收益中资美元债回报率在二季度末下降至-22.2%，较上季度末下降 8.7 个百分点；投资级中资美元债回报率下降至-6.7%，较上季度末下降 2.1 个百分点。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

**图 8 2022 上半年中资美元债回报率走势（%）**

分行业来看，二季度房地产企业信用风险事件频发，房地产板块回报率呈现下行走势，但房地产行业政策边际放松仍对市场形成一定支撑，因此季度内回报率环比小幅上涨，本季度地产行业总回报为-16.1%，环比上涨 3.3 个百分点，同比下跌 14.6 个百分点，其中高收益债券回报率为-23.2%，投资级债券回报率为-9.05%。市场避险情绪下，金融机构本季度回报率为-4.5%，环比上涨 3.0 个百分点，同比下跌 3.2 个百分点，其中高收益债券和投资级债券回报率分别为-11.1%和-2.1%。非金融机构行业本



季度总回报率为-1.9%，环比上涨 3.4 个百分点，同比下跌 3.8 个百分点，其中投资级债券总回报率为-1.8%，高收益债券回报率为-3.0%。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

	2022Q2	2022Q1	2022Q1
金融机构	-4.52	-7.56	-1.34
金融机构-投资级	-2.07	-3.81	-1.33
金融机构-高收益	-11.09	-15.18	-1.38
非金融机构	-1.87	-5.25	1.97
非金融机构-投资级	-1.78	-5.46	1.97
非金融机构-高收益	-3.60	-2.41	2.00
房地产	-16.11	-19.45	-1.54
房地产-投资级	-9.05	-8.34	0.96
房地产-高收益	-23.16	-27.30	-2.55

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

## 四、2022 年下半年中资美元债市场展望

在中美货币政策分化走势下，下半年中美国债利差或将维持倒挂走势，中资美元债发行端将持续承压；随着中国经济回暖，预计人民币兑美元汇率或将维持双向波动走势，同时波动区间或将有收窄，对中资美元债发行产生一定支撑

2022 年下半年，预计美联储将维持鹰派的政策立场不变。美联储公布的 6 月会议纪要显示，为遏制持续高企的通胀，美联储官员支持 7 月议息会议中再次大幅加息，加息幅度可能为 50 或 75 个基点。如果通胀未能下降，美联储可能会采取更具限制性的政策。同时，美联储官员也认为抑制通胀可能导致经济放缓，但同时表示通胀水平回落也维持充分就业的关键。此前，美联储主席鲍威尔在出席国会听证会时也表达了更加鹰派的立场，他表示加息或将导致美国经济陷入衰退。在此背景下，预计下半年美国国债收益率将继续维持波动性上涨的走势，美联储加息将成为支撑各期限美债收益率维持上行趋势的关键因素，但市场对经济衰退的预期或将导致美债收益率在一段时间内承压下行。

从国内来看，预计仍将保持稳健的货币政策趋向宽松不变。中国人民银行货币政策委员会 2022 年第二季度例会表示，要坚持稳健的货币政策灵活适度，同时发挥好货币政策总量调节和结构调节的双重功能，同时强调要进一步疏通货币政策传导机制，

保持流动性合理充裕，增强信贷总量增长的稳定性，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。7月9日，央行发布《中国区域金融运行报告（2022）》，表示要将加大金融对实体经济的支持力度。预计二季度中美货币政策或将继续保持分化，同时中国经济向好将提升企业的融资需求，中国各期限收益率或将保持稳定或小幅上涨。基于以上因素，预计中美国债利差在三季度或将仍处于倒挂走势，并将导致中资美元债发行端持续承压。

美联储加速收紧货币政策将对美元指数形成支撑，预计下半年美元指数将维持在高位。从人民币汇率来看，国内疫情好转叠加稳增长政策相继出台，经济持续向好和强劲的出口将对人民币形成支撑，预计人民币兑美元汇率有望继续保持双向波动走势，同时波动区间较二季度或将有所收窄，汇率风险降低将有利于中资美元债发行。

**预计下半年房地产行业政策将保持边际放松的趋势，经济回暖也将部分减轻房企的去化压力，房地产美元债发行规模有望企稳；地方政府财政支持增强叠加债务监管趋严，预计城投企业将面临分化走势，“借新还旧”的需求减弱或将导致发行量下降**

中国人民银行货币政策委员会第二季度例会表示，维护住房消费者合法权益，更好满足购房者合理住房需求，促进房地产市场健康发展和良性循环。7月以来，多地稳定楼市的政策密集出台，预计房地产行业政策将保持边际放松的趋势，未来更多支持性政策有望落地。同时，中国经济回暖将在一定程度上减轻房企的去化压力，或将为房地产美元债一级市场提供一定支撑，发行规模在下半年有望企稳。

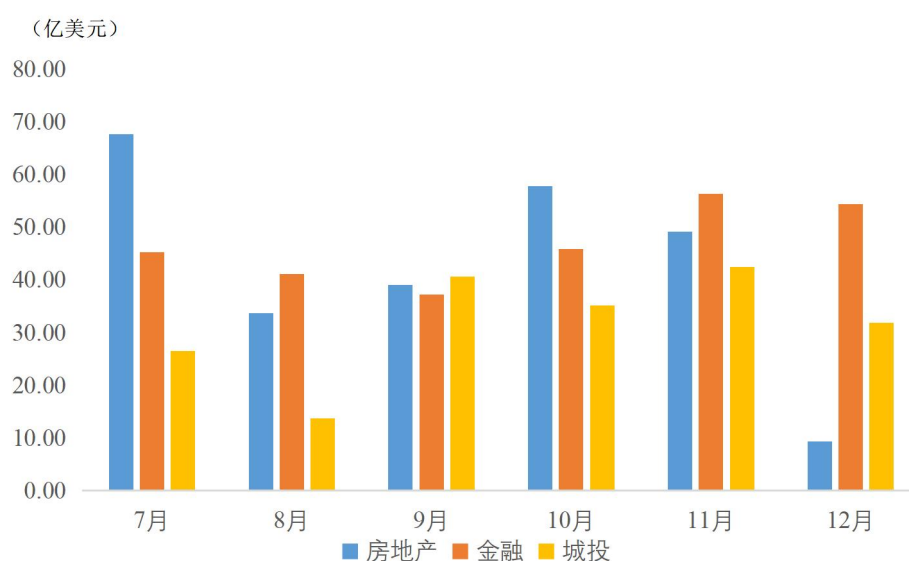
与房地产类似，预计下半年城投板块将面临行业政策趋向边际宽松和防范化解地方政府隐性债务的总体方向将保持不变。6月29日召开的国常会决定，将“运用政策性、开发性金融工具，通过发行金融债券等筹资3000亿元，用于补充包括新型基础设施在内的重大项目资本金、但不超过全部资本金的50%，中央财政予以适当贴息。债务监管方面，6月底国务院办公厅发布了《关于进一步推进省以下财政体制改革的指导意见》（“20号文”），文件要求清晰界定省以下各级财政事权，予以各省政府、省一级财政应有的支持，但同时“20号文”也表示要坚决遏制地方政府隐性债务增量，合理控制政府债务规模，切实防范债务风险。预计“20号文”的发布将利好财政实力较强省份的城投企业，城投企业仍将面临分化走势。在城投债务监管趋严的背景下，由于能够获得来自省级政府的外部支持，预计城投企业通过发行中资美元债“借新还旧”的需求或将有所减弱，城投美元债发行规模可能会出现一定程度的下降。

**行业政策趋向边际宽松，预计房地产企业将面临分化走势，仍将面临一定的信用风险，但较上半年或将有所减弱；“20号文”将降低城投企业的债务偿付压力，信**

## 用风险集中在部分资质较弱省份的城投企业

截至 2022 年 6 月末数据显示，2022 年下半年共有 360 期中资美元债到期，累计未尝额约 850 亿美元。具体来看，房地产板块的信用风险仍是需要重点关注的领域，下半年共有 87 期房地产中资美元债到期，累计到期规模约 257 亿美元。其中，7 月将房地产板块将再度迎来年内兑付高峰，累计未尝额约为 68 亿美元。在行业政策趋向边际宽松的背景下，房地产企业将面临分化走势，部分财务资质较高的企业能够通过调整财务结构或债务展期避免违约事件发生，但部分资质较弱的企业或将仍然难以偿还债务。从整体来看，预计下半年房地产板块可能仍将面临一定的信用风险，但较上半年或将有所减弱。

城投美元债方面，2022 年下半年共有 89 期到期债券，累计未偿额约为 190 亿美元。在“20 号文”的政策背景下，预计城投企业面临债务偿付压力将显著下降，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 2022 年下半年各板块中资美元债到期分布情况



## 联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

## 相关研究

[债券市场加速开放，熊猫债券发行亮点纷呈——熊猫债券市场 2021 年回顾与 2022 年展望](#)

[【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](#)

## 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。