



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

# 再融资需求推动一级市场反弹， 信用风险事件频发拖累二级市场表现

——2021 年三季度中资美元债研究报告



2021 年 10 月 28 日

联合资信评估股份有限公司

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

## 再融资需求推动一级市场反弹， 信用风险事件频发拖累二级市场表现

——2021 年三季度中资美元债研究报告

联合资信评估股份有限公司 主权部

### 摘要

2021 年三季度，得益于持续扩张的经济活动、新一轮财政支持政策和美联储政策态度转向，中长期美债收益率在季中跌至历史低位后止跌反弹；各期限中国国债收益率季中波动下探，中短期中美国债利差进一步收窄。在美元指数波动上行的背景下，人民币汇率在区间内小幅双向调整，相对平稳的汇率环境对增发中资美元债构成利好；但房地产企业信用风险事件持续发酵使得投资者避险情绪显著上升。

从一级市场发行情况来看，2021 年三季度中资美元债一级市场共发行 199 期，发行规模达到 522.3 亿美元，同比大幅下滑但环比有所上涨。从发行主体看，金融板块跃升为本季度最大的发行群体，城投等传统行业的中资美元债发行规模环比上涨；从发行票息看，中资美元债发行成本保持下行趋势；从发行方式及发行架构看，本季度中资美元债发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，144A 发行方式有所回落，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；从发行期限看，中长期债券仍占据中资美元债新发债券的主要地位，但短期债券占比有所上升；从债项评级看，无评级发行债券占比显著上升，高收益债券发行主体仍集中在房地产企业，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，房地产行业信用风险事件频发导致高收益级债券回报率持续下行，拖累中资美元债二级市场回报率大幅走低，非金融机构表现稳定对投资级收益率起到提振作用。

展望 2021 年四季度，美联储 Taper 计划的实施力度和中资地产发行人信用风险事件的发酵程度预计将成为主导中资美元债市场表现的决定性因素。Taper 计划启动之后，美债收益率预计将加速上升，美元流动性或将不断收紧，中美国债利差预计将进一步收窄。此外，房地产企业信用风险持续升温、部分市场热度极高的美元债发行主体面临偿付困境都在一定程度上加剧了市场紧张情绪，受此影响四季度中资美元债发行将大概率放缓。另一方面，“南向通”正式落地进一步拓宽了南北双向投资渠道，尽管开通初期存在交易系统设置、交易机构资质要求等限制因素，但长期来看中资美元债有望逐步成长为“南向通”主流配置资产。

## 一、中资美元债发行市场环境

**得益于持续扩张的经济活动、新一轮财政支持政策和美联储政策态度转向，中长期美债收益率在季中跌至历史低位后止跌反弹；各期限中国国债收益率季中波动下探，中短期中美国债利差进一步收窄**

2021 年三季度，美国经济复苏势头保持强劲，制造业 PMI 连续 3 个月位于 60 以上，7 月制造业 PMI 更是创下 63.4 的纪录新高；服务业 PMI 虽较二季度有所下滑，但经济活动仍处于扩张区间。与此同时，今年 5 月以来美国通货膨胀率连续 4 个月保持在 5.0% 以上高位，6 月和 8 月 CPI 水平创 2008 年以来新高（5.4%），但美联储对此表态乐观，认为当前的高通胀只是“暂时的”，且符合其一段时间内允许通胀率适度高于 2% 的政策目标。从劳动力市场表现来看，美国三季度失业率连月走低，就业人数较二季度大幅增长，劳动力市场得到明显改善，不断向美联储设定的“充分就业”目标迈进。暂时性的高通胀水平和持续向好的就业市场表现均为美联储调整货币政策方向提供了支持，7 月 29 日，美联储宣布新建国内常设回购工具（SRF）和外国与国际货币当局回购工具（FIMA）两个常设回购协议工具用于防范流动性过度充裕引发的金融风险，并为未来的缩减债券购买计划（Taper）做铺垫。8 月 10 日，美参议员通过规模高达 1.2 万亿美元的《基础设施投资和就业法案》，助力后疫情时代美国经济增长。8 月 18 日公布的会议纪要显示美联储内部已开始讨论缩减购债的相关事宜，8 月 27 日，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会表态，“如果经济复苏进度符合预期，那么今年开始放缓购债速度是合适的”。9 月 22 日，美联储进一步明确 Taper 时间表，鲍威尔表示通胀和就业均已取得“进一步实质性进展”，美联储内部的讨论结果是在明年年中结束 Taper，同时强调加息与 Taper 实施标准不同，二者同时进行可能性不大。尽管未对何时加息予以回应，但一向“鸽派”的鲍威尔此番言论已让市场闻风而动，各期限美债收益率随即大幅上行。截至 9 月 30 日，1 年期、5 年期和 10 年美债收益率分别升至 0.09%、0.98% 和 1.52%。

2021 年以来，得益于疫情控制得当和经济复苏进展顺利，中国货币政策已回归常态，但在 7 月人民银行下调金融机构存款准备金率及三季度经济下行压力加大的背景下，中国各期限国债收益率在三季度波动下探，震荡幅度较二季度明显变宽。截至 9 月 30 日，1 年期、5 年期和 10 年期中国国债收益率分别下降至 2.33%、2.71% 和 2.88%。各期限中美国债收益率的走势分歧使得中短期中美国债收益率利差延续上季度收窄趋势，长期中美国债收益率利差则表现走扩。具体来看，2021 年三季度，1 年期和 5 年期中美国债收益率平均利差分别较上季度收窄 17.43 个和 18.41 个 BP 至 220.41 个和 193.96 个 BP，10 年期中美国债

收益率平均利差则较上季度小幅走扩 2.33 个 BP 至 156.80 个 BP。总体来看，三季度美元的相对融资成本优势进一步缩小。

图 1 中美各期限国债利差走势



数据来源：Wind，联合资信整理

### 美元指数波动上行，人民币汇率区间内小幅双向调整，相对平稳的汇率环境对增发中资美元债构成利好

2021 年 7 月，美联储在对 Taper 操作和加息具体实施时间问题上三缄其口，相对鸽派的表态导致美元指数承压下挫；8 月起美联储态度开始转向，频频向外界释放政策切换预告信号，叠加能源价格激增和供应链中断导致美国三季度通货膨胀月均保持在 5.4% 左右的历史高位，美元指数乘势连月上行，并在 9 月实现近一年来首次升破 94 关口，9 月 30 日收于 94.2638，较二季度末上涨了 2.05%。

与之相对，人民币汇率表现则更加平稳。自疫情暴发以来，人民币汇率与美元指数走势保持高度一致，但更迅速地进入经济复苏区间和更稳定地经济运行情况使得人民币自 2020 年以来一直处于动态升值区间。为应对人民币过快升值带来的不利影响，中国人民银行已在今年二季度上调外汇存款准备金率予以干预，三季度人民币汇率在 6.46~6.50 区间内双向小幅波动，浮动范围较二季度（6.38~6.57）明显收窄。此外，美元指数在三季度的亮眼表现对主要非美货币均造成一定打压，多重因素影响下美元兑人民币汇率在 9 月 30 日收于 6.4854，较二季度末上涨了 0.39 个百分点。与更加稳定的汇率环境带来的便利相比，人



人民币小幅贬值对中资美元债发行成本的影响微乎其微，考虑到 Taper 实施后美元指数对人民币汇率变动的方向影响和波动幅度、以及相对发行成本优势，多家发行人抓住美联储政策转向前的最后时机扩大美元债券发行规模，9 月中资美元债也凭此创下年内迄今月度次高发行规模。

图 2 2020 年以来美元指数（左图）及人民币汇率走势



资料来源：Wind，联合资信整理

### 房地产企业信用风险事件持续发酵，投资者避险情绪显著上升

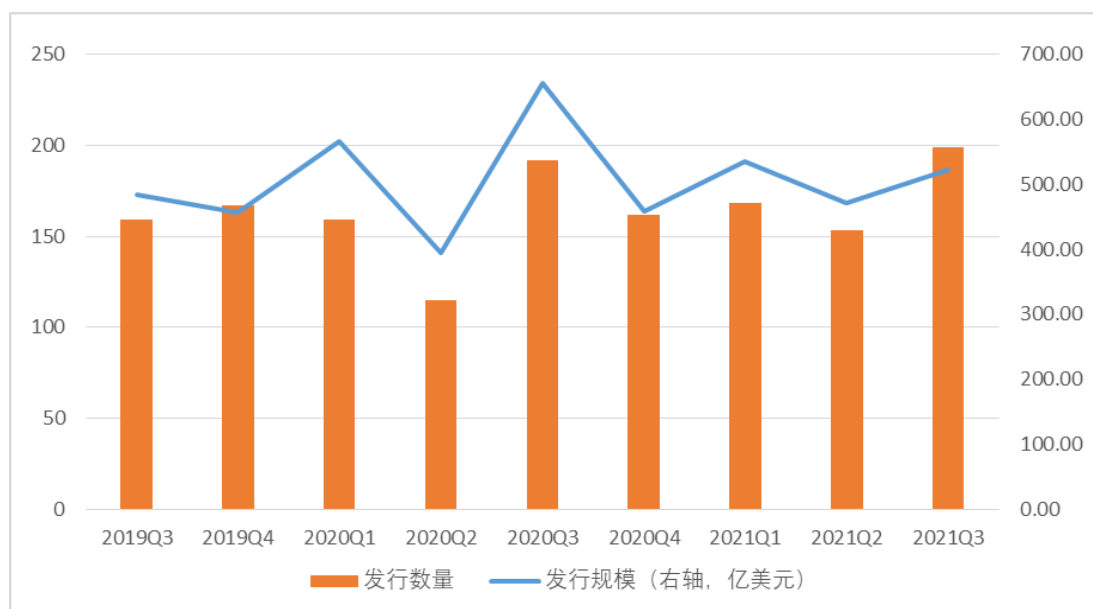
2021 年三季度，中资美元债市场信用风险事件频发。7 月 12 日，蓝光发展境内发行的“19 蓝光 MTN001”因未能足额偿付本息构成实质违约，投资者对其能否如约偿付存续的 10.5 亿美元债券的担忧升温；考虑到恒大庞大的债务规模、脆弱的现金流以及企业的经营状况，标普、惠誉和穆迪自 7 月起连续数次下调恒大及其子公司长期发行人级别；8 月 12 日，阳光 100 的一笔 2 亿美元可转换债券被爆有 5,239 万美元未予偿付，出现违约，且该违约事件同时触发其将于 2022 年到期的 2.2 亿美元优先绿色债券交叉违约条款，随后标普将阳光 100 长期发行人评级下调至“SD”；惠誉和标普在 7 月先后下调了花样年评级展望，并在 9 月进一步下调了其发行人级别，同时花旗和瑞信私人银行部门自 9 月初起停止接收花样年发行的债券作为抵押品，引发市场对其流动性的高度关注。信用风险事件频现一定程度上增加了中资美元债市场的不确定性，同时也打压了投资者信心。另一方面，部分境内金融机构对于房地产企业“三线四档”监管要求理解有误，执行力度过于严格，导致企业在回款偿债之后无法获得再融资以支持新项目开工，部分中资主体出现资金链紧张、偿债能力下滑的局面，这在加剧房地产企业信用风险危机的同时进一步推升了市场避险情绪。在避险情绪主导下，中资美元债二级市场持续下跌，其中高收益级美元至下跌更加显著。

## 二、中资美元债一级市场发行情况<sup>1</sup>分析

### 三季度中资美元债发行有所回暖，从单月看发行期数和发行规模均呈现“V”型走势

2021 年三季度，中资美元债一级市场共发行 199 期，同比增长 3.7%，环比增长 30.1%；发行规模达到 522.3 亿美元，同比下降 20.4%，环比上涨 10.7%，发行规模环比上涨的主要原因受较大的再融资压力驱动。为应对三季度美元债务到期高峰、免于陷入违约境地，多家发行人面临较大的再融资需求。特别是对具有实质外债融资需求、但受限于境内严格监管条件的中资主体而言，通过境外市场发行美元债券用于“借新还旧”是其主要目的。此外，二季度的基数效应影响和发行成本进一步下降也是影响本季度发行表现的重要因素。从单月情况看，三季度中资美元债发行呈现“V”型走势：得益于发行成本下降，中资美元债发行规模在 7 月有所回暖，发行期数和发行规模为 67 期，发行规模上升至 193.2 亿美元；受信用风险事件持续发酵以及美债中长期收益率走高等因素影响，8 月中资美元债发行期数和规模分别大幅下降至 53 期和 106.4 亿美元；受金融板块大规模增量发行及房地产行业发行回暖的影响，9 月发行期数和发行规模分别上升至 79 期和 222.7 亿美元。

图 3 中资美元债发行情况



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

<sup>1</sup> 所有数据统计以发行日期为准。

## 金融板块跃升为本季度最大的发行群体，城投等传统行业的中资美元债发行规模环比上涨

从发行主体行业分布<sup>2</sup>看，2021 年三季度，房地产、金融机构（包括银行、财产保险、商业金融机构以及金融服务机构）、城投等传统行业的中资美元债发行量依旧占据较大比重。其中房地产和城投板块的发行规模较二季度均有所回升，金融板块跃升为本季度最大的发行群体。

金融机构美元债方面，本季度金融机构美元债共发行 89 期，环比和同比分别增长 12.7% 和 45.9%；合计发行规模达到 212.2 亿美元，环比大幅增长 65.2%，环比下降 21.8%；发行规模占总发行规模的比重为 40.6%，跃升为本季度最大的发行群体，其中工商银行本季度大规模增量发行 61.6 亿美元。

房地产美元债方面，虽然房地产行业三季度仍面临监管持续趋严、信用风险事件频发影响，但多家房地产企业面临债务偿还压力和再融资需求，房地产中资美元债发行规模小幅回升。本季度房地产美元债共发行 44 期，环比上涨 4.8%，同比大幅下降 21.4%；发行规模为 113.8 亿美元，环比增长 0.5%，同比大幅下降 33.9%，发行规模占总发行规模的比重为 21.8%。

城投美元债方面，本季度城投美元债发行有所回暖，一是受到基数效应影响，2020 年三季度和 2021 年二季度，受到地方政府隐性债务的监管趋严、城投债“红黄绿”分档等政策因素影响，城投美元债发行规模均较低；二是债务集中到期使城投企业面临再融资需求。因此虽然本季度“15 号文”的落地对城投企业造成一定冲击，但整体板块呈现显著上升趋势。2021 年三季度，城投美元债共发行 44 期，环比和同比分别增长 100.0% 和 120.0%；发行规模合计 91.7 亿美元，同比和环比分别显著上涨 175.3% 和 125.4%；发行规模占总发行规模的比重为 17.6%，环比和同比分别上升 10.5 个和 11.4 个百分点。

从发行主体类别来看，本季度公司债占比有所回落，共计发行 122 期，发行规模为 276.0 亿美元，占发行总规模的比重高达 52.8%，环比和同比分别下降 19.7 个和 11.1 个百分点；政府相关债占比有所上升，共计发行 77 期，发行金额 246.3 亿美元，环比和同比分别上升 19.7 个和 11.2 个百分点。

<sup>2</sup> 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

图 4 2021Q3 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

### 美元流动性保持充裕，中资美元债发行成本保持下行趋势

2021 年三季度，尽管美联储透露出收紧货币政策的意向，但美元流动性仍保持相对充裕，中资美元债融资成本继续下降，平均发行票息<sup>3</sup>为 3.4%，环比和同比分别大幅下降 60.8 个和 92.3 个 BP，发行成本再创新低。

从发行票息分布来看，2021 年三季度，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 27.2%、48.5%、13.7%、2.9% 和 7.1%，此外零息债券占比 0.6%。具体来看，本季度中资美元债发行成本以低票息为主，发行票息低于 4%（含零息债）的债券规模占比高达 76.3%，环比和同比分别上涨 6.8 和 7.6 个百分点；具体来看，发行票息在 0~2% 之间的中资美元债占比为 27.2%，环比上涨 5.7 个百分点，同比下降 10.4 个百分点；发行票息在 2~4% 之间的中资美元债占比显著提升，占总发行规模的 48.5%，环比和同比分别增长 10.2 个和 17.6 个百分点；发行票息在 4~6% 之间的占比小幅上涨，占总发行规模的 13.7%，环比和同比分别增长 1.6 个和 2.3 个百分点；发行票息在 6~8% 的占比为 2.9%，环比和同比分别下降 5.5 个和 7.9 个百分点；发行票息在 8% 以上的高票息占总发行规模的 7.1%，环比和同比分别下降 2.8 个和 2.0 个百分点。

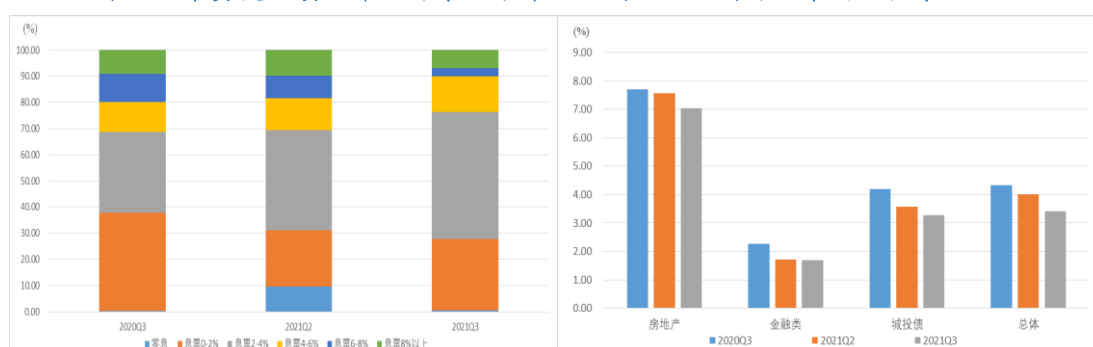
分行业来看，本季度房地产行业发债成本显著下降但仍维持高位，本季度平均发行票息为 7.0%，环比和同比分别大幅下降 52.1 个和 66.1 个 BP；在发行利率处于 8% 及以上高利率区间的 20 期债券中，房地产行业债券共有 17 期，其中 9 期债券发行票息处于 12~14%，阳光开曼、银城国际、汇景控股等多家房企的发行票息高达 12.5%。金融和城投行业的平均发行利率均呈现下降趋势，其中金融类美元债发行成本维持在较低水平，本季度平均发行票息为 1.7%，环比下降 0.6 个 BP，同比显著降低 56.2 个 BP；城投美元债本季度平均发行票息为 3.3%，环比和同比分别显著下降 31.1 个和 93.3 个 BP。

<sup>3</sup> 除浮息债券，下同。



从票息类型来看，三季度中资美元债票息类型种类较多，分别为固定票息、浮动票息、累进票息、可变票息以及零息五种类型，其中固定利率仍占据主要地位。具体来看，固定票息债券发行规模达到 439.9 亿美元，占总规模的 84.2%，环比小幅下降 2.9 个百分点，同比上涨 0.4 个百分点；可变票息债券发行规模为 68.8 亿美元，占总规模的 13.2%，环比和同比分别增长 10.0 个和 3.5 个百分点。浮动债券发行规模为 8.0 亿美元，占总规模的 1.53%；零息债券发行规模为 2.7 亿美元，占总规模的 0.51%。

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

## 中资美元债发行方式仍以非公开发行的 RegS 为主，144A 发行方式有所回落，从发行架构看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

从发行方式来看，RegS<sup>4</sup>具有发行成本低、流程快的优势，仍然是中资美元债发行方式首选，144A 发行方式有所回落，SEC 公开发行方式小幅提升。具体来看，本季度以非公开发行的 RegS 的债券规模达到 473.4 亿美元（176 期），占本季度总规模的 90.6%，环比增长 8.0 个百分点，同比下降 2.5 个百分点；144A 方式发行的中资美元债规模为 30.5 亿美元，发行规模占比为 5.8%，环比下降 11.5 个百分点，同比小幅提升 1.7 个百分点；以 SEC 公开发行方式的发行的债券规模为 10.0 亿美元，占总规模的 1.9%，环比上升 1.9 个百分点，同比下降 0.5 个百分点。

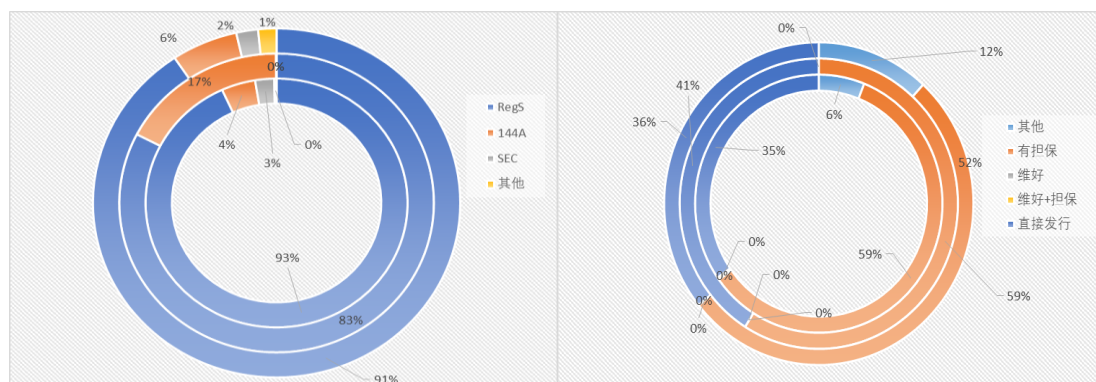
从发行架构<sup>5</sup>看，2021 年三季度，担保发行和直接发行仍是中资美元债最主要的两种发行方式。具体来看，担保发行债券共计发行 124 期，发行规模合计达到 273.6 亿美元，

<sup>4</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 仅面向美国境内以外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。

<sup>5</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+维好协议双重架构和维好协议发行等。

约占总规模的 52.4%，环比和同比分别下降 6.5 个和 6.6 个百分点；直接发行债券共 74 期，发行金额达到 187.1 亿美元，占总规模比为 35.8%，环比下降 5.3 个百分点，同比上升 1.1 个百分点；本季度仍然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，表明市场对于维好架构的增信作用的认可度持续下降。

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，%）



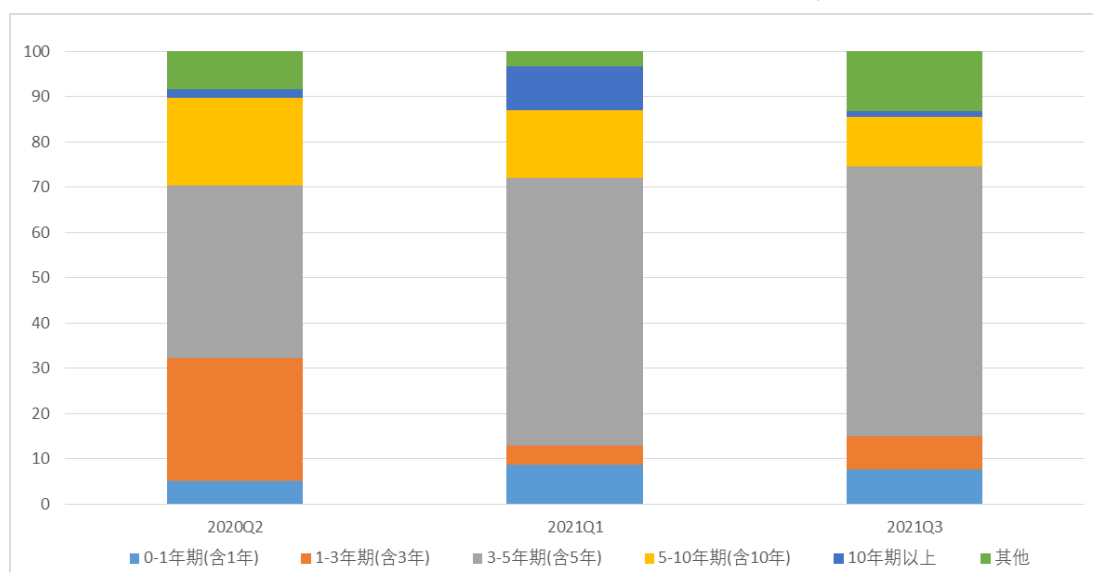
注：内、中、外圈分别代表 2020Q3、2021Q2 和 2021Q3 数据

资料来源：Bloomberg

## 中长期债券仍占据中资美元债新发债券的主要地位，但短期债券占比有所上升

从发行期限来看，本季度中长期债券仍占据中资美元债新发债券的主要地位，但短期债券占比有所上升。具体来看，2021 年三季度，1 年期及以下中资美元债发行规模占比为 7.7%，环比小幅下降 1.03 个百分点，同比上涨 2.6 个百分点；1~3 年期中资美元债发行规模占比为 7.2%，环比上涨 3.1 个百分点，同比大幅下降 19.6 个百分点；3~5 年期的中资美元债发行规模占比最高，为 59.5%，环比和同比分别上涨 0.3 个和 21.4 个百分点；5~10 年期的债券发行规模占比为 11.0%，环比和同比分别下降 3.8 个和 8.46 个百分点；10 年期以上长期债券发行规模占比为 13.2%，环比和同比分别上涨 10.0 个和 4.8 个百分点。

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显著上升，高收益债券发行主体仍集中在房地产企业，投资级债券发行主体行业相对较为分散

从评级状况来看，2021 年三季度共有 109 期中资美元债无评级<sup>6</sup>发行，占全部发行期数的 54.8%，环比和同比分别上涨 10.3 个和 18.8 个百分点；无评级债券发行规模为 107.8 亿美元，占总发行规模的 20.6%，环比和同比分别上升 1.6 和 7.0 个百分点。整体来看，无评级发行债券期数和规模较上季度均有所上涨。

在有评级的中资美元债中，2021 年三季度投资级别中资美元债发行期数合计 67 期，占全部发行期数的 33.7%，环比和同比分别下降了 0.3 个和 9.6 个百分点；投资级债券发行规模为 291.9 亿美元，合计占总发行规模的 55.9%，环比和同比分别下降了 3.4 个和 6.2 个百分点，投资级发行债券期数和规模占比均延续上季度下降趋势。此外，投机级别中资美元债发行期数和规模也较上季度明显下降，BBB-级以下<sup>7</sup>高收益债券发行期数合计 23 期，占发行期数的比重为 11.6%，环比和同比分别下降 10.0%和 9.2%个百分点，高收益级发行规模为 122.6 亿美元，占总发行规模的 23.5%，环比上涨 1.8 个百分点，同比下降了 0.8 个百分点。

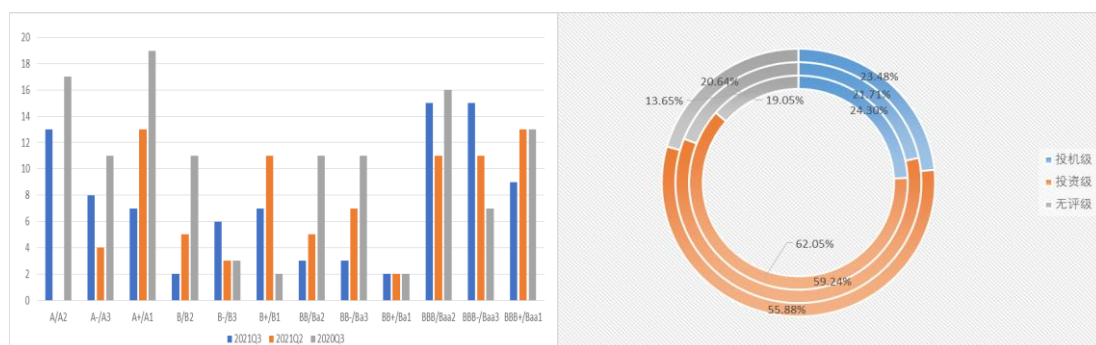
从行业分布来看，高收益级债券发行主体集中在房地产企业，2021 年三季度高收益级房地产企业共计发行 18 期，发行期数占总体高收益级别的 78.3%，发行规模为 48.2 亿美

<sup>6</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。

<sup>7</sup> 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

元，占高收益级发行规模的 39.3%；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 26 期，发行规模占总规模的 21.7%。

图 8 中资美元债债项级别分布



注：内、中、外圈分别代表 2020Q3、2021Q2 和 2021Q3 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

**房地产行业信用风险事件频发导致高收益级债券回报率持续下行，拖累中资美元债二级市场回报率大幅走低，非金融机构表现稳定对投资级收益率起到提振作用**

随着多家重量级房地产企业接连爆雷发生信用风险事件，市场对中资美元债信用风险担忧再次升温，拖累中资美元债二级市场表现。三季度 Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率下降至-2.1%，环比和同比分别下降 2.0 个和 3.8 个百分点。其中，高收益级债券回报率本季度持续下行趋势，主要受房企信用风险事件影响，回报率在 7 月和 9 月大幅下降，本季度回报率降至-9.9%，成为拖累中资美元债回报率下行的主要原因；投资级债券回报率本季度先升后降，本季度回报率为 1.0%，环比上涨 0.7 个百分点，同比下降 0.7 个百分点。

图 9 2021Q3 中资美元债回报率走势



资料来源：Bloomberg

具体来看，三季度房地产中资美元债的回报率继续走低至-12.1%，环比和同比分别大幅下降 10.5 个和 13.8 个百分点，降至年内最低水平；其中房地产行业高收益债券回报率大幅下降是导致回报率下行的主要因素，本季度房地产行业回报率降至-16.7%，环比和同比分别大幅下降 14.1 个和 18.3 个百分点。三季度金融机构回报率继续下探至-3.5%，环比和同比分别下降 2.2 个和 5.3 个百分点；其中金融机构行业内高收益债券回报率大幅走低至-10.9%，环比和同比分别下降 9.6 个和 12.6 个百分点。三季度非金融机构回报率为 0.1%，虽然有所下降但仍保持正值，环比和同比分别下降 1.8 个和 1.4 个百分点。

表 1 中资美元债分行业回报率 (%)

	2021Q3	2021Q2	2020Q3
金融机构	<b>-3.53</b>	<b>-1.34</b>	<b>1.74</b>
金融机构-投资级	1.88	-1.33	1.77
金融机构-高收益	-10.92	-1.38	1.65
非金融机构	<b>0.14</b>	<b>1.97</b>	<b>1.51</b>
非金融机构-投资级	0.16	1.97	1.50
非金融机构-高收益	-0.22	2.00	1.58
房地产	<b>-12.08</b>	<b>-1.54</b>	<b>1.76</b>
房地产-投资级	-1.15	0.96	2.27
房地产-高收益	-16.69	-2.55	1.59

资料来源：Bloomberg



#### 四、2021 年四季度中资美元债市场展望

**随着市场对美联储收紧货币政策的预期不断加强，美债收益率预计将加速上涨，中美国债利差或将进一步收窄，预计汇率变动对中资美元债影响相对有限**

自韩国在 9 月作为首个发达国家率先宣布加息后，市场对美欧等传统发达经济体何时发声回归货币政策常态的关注度进一步加强。近期美联储“鹰派”成员频频表态 Taper 时机已到、鲍威尔公开讲话政策态度转向、并逐步透露 Taper 计划均表明美联储收紧货币政策已是箭在弦上。按当前公布的“明年年中结束 Taper 操作”的时间进度来看，美联储最早或在 11 月举行的议息会议上正式宣布 Taper 实施细节，并在年内启动该操作，Taper 结束之后美联储最快或于 2022 年下半年开始计划加息，美元流动性或将自 Taper 计划实施起出现阶段性收紧，并推动美债收益率上行。考虑到当前美国新冠疫苗覆盖程度较高、就业市场持续改善、经济复苏进展良好以及美联储对当前通胀表现态度乐观，四季度美债收益率预计较上季度存在更大上升空间，上涨速度也将进一步加快。

从国内货币政策来看，10 月 15 日，中国人民银行货币政策司司长孙国峰表示，人民银行已针对近期主要经济体可能进行的货币政策调整作出前瞻性政策安排，以降低美联储等发达经济体央行政策调整可能带来的外溢冲击，下阶段将继续实施稳健的货币政策，灵活精准、合理适度、以我为主、稳字当头。同时人民银行还在推动常备借贷便利（SLF）改革，以提高操作效率、稳定市场预期，为四季度大规模到期的中期借贷便利（MLF）做好准备。人民银行为维护金融市场稳定运行而作出的各项安排预计将使中国国债收益率曲线在四季度“稳中有升”，但变动幅度可能不及美债，中美国债利差或在四季度再度全线收窄，中资美元债相对发行成本优势将遭到进一步打压。

得益于持续强劲的出口贸易，10 月以来人民币汇率在美元强压之下逆势升值，并在 19 日突破 6.4。10 月 20 日，国家外汇管理局局长潘功胜在 2021 金融街论坛年会上表示国内稳固的经济基本面可为外汇市场应对冲击提供基本保障，同时人民币汇率弹性增强也有助于其更加充分地发挥自动调节作用，未来将继续加强外汇市场监测预警，使人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。临近年关，进出口贸易企业将迎来季节性结汇高峰，短期内集中换汇需求高涨可能推动人民币进一步升值，人民币汇率大概率震荡加剧。但考虑到央行动用工具使其回归在均衡水平上双向浮动的可能性，汇率变动对中资美元债影响相对有限。

**房地产企业信用风险危机尚未消散，受此影响四季度中资美元债发行将大概率放缓，而财政部新发主权美元债券将在一定程度上减缓投资者信心的下挫**

进入 10 月以来，房地产企业信用风险进一步发酵。花样年在 10 月 4 日公告宣布未能如约偿付一笔 5 亿美元到期票据，出现实质违约，市场恐慌情绪迅速扩散，波及多家中资美元债房地产企业发行主体。作为资产规模逾 2 万亿人民币、涉及逾 1,000 家独立法人的头部房企，恒大集团近来因流动性危机备受关注。10 月 15 日，中国人民银行金融市场司司长邹澜表示，恒大金融负债不足三分之一，债权人相对分散，单个金融机构风险敞口不大，其风险对金融行业外溢性可控；政府也将敦促其加大资产处置力度，加快恢复项目建设。10 月 22 日，恒大公告宣布已将需在 23 日偿付的 0.84 亿美元利息转至指定账户，市场紧张情绪有所缓和。恒大在 29 日还有 0.45 亿美元利息需要支付，市场对其能否按时足额付息仍保持高度关注，时刻警惕违约事件出现产生的风险外溢并予以防范。10 月 26 日，当代置业公告称未能按时偿还一笔于 25 日到期、价值 2.5 亿美元的票据本金及其应计但未付利息，构成违约。

接连出现的房地产企业信用风险事件迅速将负面情绪扩散至整个行业。10 月 13 日，标普预期绿地控股可能在未来 12 个月内出现现金流枯竭将其长期发行人级别下调至“B”；10 月 14 日，惠誉因当代置业宣布延期支付 2 亿美元债券将其长期本外币发行人评级下调至“C”；10 月 18 日，穆迪集中下调了包括富力地产、绿地控股、中国奥园和阳光城等 10 家房地产企业评级，以示对中资房地产企业运营情况、流动性、融资能力和离岸债务偿付能力等重要财务指标的担忧。评级机构批量下调房地产企业信用级别给外界释放出强烈的预警信号，考虑到更加严格的监管环境、脆弱的偿付能力以及现房回款周期较长等因素，四季度房地产板块美元债券发行或将大幅下滑，并影响中资美元债市场整体发行表现。

另一方面，10 月 19 日，中国财政部在香港发行了总规模 40 亿美元、期限不等的多支主权美元债券，国际市场对此反应热烈，创下逾 6 倍超额认购和历史新低主权美元债券发行定价利差。目前我国美元外汇储备充足、外币偿付实力强健，主权美元债券发行的象征意义要远大于其交易价值。此次财政部发行的主权美元债券横跨 3 年、5 年、10 年和 30 年多个期限，进一步丰富了政府美元债券种类，同时在中资美元债市场动荡之际有助于稳定投资者信心，并有望在未来吸引更多具有长期、大额外债融资需求的高资质中资发行人进入中资美元债市场。

**“南向通”正式落地进一步拓宽了南北双向投资渠道，尽管开通初期存在交易系统设置、交易机构资质要求等限制因素，但长期来看中资美元债有望逐步成长为“南向通”主流配置资产**

9 月 24 日，债券通“南向通”正式上线，宣告内地与香港金融市场之间的互联互通渠道愈发完善，两地投资者可配置资产范围也进一步拓宽。截至 10 月 22 日，符合“南向通”交

易资格的标的债券共有 4,735 支，总流通额达 14,272.9 亿美元，其中美元计价债券 10,324.8 亿美元，占可投资范围总量的 72.3%，人民币计价资产和港元计价资产分别占 5.7% 和 16.1%。目前“南向通”共有通过境内托管行实现跨市场资产配置和通过交易中心与上海清算所、人民币跨境支付系统（CIPS）、债务工具中央结算系统（CMU）等交易平台合作的 2 种渠道实现交易互联互通，前者包含所有币种可投资产品，后者仅可用于港元和人民币金融资产。由于第二种渠道系统设置更加便利，故开通至今“点心债”和人民币债券资产配置较之美元债更加火热。香港金融管理局对此表示，目前正在与内地监管沟通 CMU 和 CIPS 系统升级问题，争取将投资标的币种扩张到其他外币，早日实现多元化币种标的投资。

除初期系统设置之外，交易机构资质也在一定程度上限制了境内投资者南下布局金融资产。目前香港金管局仅指定了中信银行、工商银行、花旗、汇丰、摩根大通等 13 家金融机构作为“南向通”做市商，大部分境内机构不具备通过“南向通”开展跨境债券投资的资质，内地投资者对中资美元债境外投资仍主要依赖现行交易渠道，短期内“南向通”对中资美元债市场的激活作用或难出现明显效果。但从长期来看，交易系统设置日臻完善、市场需求热度居高不下以及中资美元债市场自身庞大的存量基数都有望推动中资美元债成为“南向通”渠道下交易规模最大的标的资产，中资美元债市场的流动性和活跃度有望得到持续提升。