



中资美元债能否平息动荡， 正在经历何种变化



前不久，龙光展期的风波才算刚刚平息，3月24日一则“融创40亿债券即将展期”的消息又传出，虽然仅仅是一笔债券展期，但市场上关于融创“躺平”“暴雷”的传闻广为流传，债价和股价都受到牵连，影响也蔓延至美元债市场。

如果说中概股正在经历“黑暗时刻”，那么同样作为离岸市场重要一部分的中资美元债，已经持续一年多处于史诗级的动荡。

去年中资美元债整体回报为-5.5%，远远低于过往十年平均6%的年化回报。分开来看，投资级其实并未下跌，而高收益级下跌了21.3%。按板块来分，房地产板块的跌幅更高达27.6%。

进入今年一季度，美元债市场动荡仍未结束，在地缘风险、通胀预期和个别信用事件的影响下继续震荡下行，中概和港股大跌，也在交易情绪和流动性的层面，一定程度上拖累了中资美元债市场。

高收益地产板块的跌幅连续两个月超过10%，即使是信用级别相对较高的房企债价也出现了大幅波动。目前投资级和高收益中资美元债的到期收益率已经比2020年3月流动性危机的时候还要高很多。

如果从去年1月算起，高收益中资美元债指数已经跌去了35%，地产板块中资美元债跌幅接近50%。要知道，高收益级中资美元债在2008年金融危机时候的回撤也不过是38%。

在中资美元债的市场上，虽然以往也一直都在讲违约常态化，但市场

真正出现变化还是在 2020 年下半年。

从 2020 年下半年以来，“三条红线”融资新规出台，紧接着维好债违约、恒大债务传闻等事件频出，到年末三家国企上演了超预期的连环违约，震动了整个美元债市场。

去年上半年华融事件更是一石激起千层浪，到了下半年再有恒大债务问题、花样年“恶意”违约，反复冲击中资美元债市场，投资者风险偏好急剧回落，市场交易情绪一度冻结至冰点。

从实际违约情况来看，中资美元债前年累计有 92 个债券违约，去年这一数字上升到 156，在违约数量和金额上都较往年明显上升。

但引发市场巨震的并不仅仅是这些直接的违约事件，而是市场信心的一次次破裂。中资美元债市场在这段“至暗时刻”里，与房地产行业的一系列风险事件息息相关，“雷曼时刻”、“沃尔克时刻”之类的传言频繁传出。

不过，在经历了一年半的市场阵痛之后，近期政策端传出的好消息开始多于坏消息。例如，年初的时候，有房地产预售资金监管政策的利好消息，近期多地楼市政策吹暖风，房地产税试点暂缓扩大，房企融资回暖等等。

但是遗憾的是，这些利好消息并没有给离岸市场带来太多令人惊喜的表现，在不断的信用事件冲击下，美元债市场对于地产政策的边际放松改

善房企信用的效果缺乏信心。

我们认为，短期内政策底部已经大致呈现，房企在融资端和销售端的压力大概率会慢慢降下来，现金流实质性改善的拐点可能会在今年出现。但是，这个过程需要时间，恢复过程也具有不确定性。

与股票等风险资产最大的不同是，债券是有到期日的。对于发行人来说，能否赶在即将的到期日前解决问题，才是摆在眼前更为实际的困难。

市场的悲观情绪并非没有道理，多个房企会在接下来面临数个大额资金偿付的重要时点考验。2017年、2018年开始正是内地房企境外发债的小高潮，由于发行的大多数是较短年期，刚好在2021年到2022年密集到期，也正是美元债最艰难的一段时间。

今年全部中资美元债到期规模估算为1684亿美元，其中，地产板块到期规模为584亿美元，占到近三分之一，更相对集中在今年上半年。

个别房企违约事件，风险本是点状的，但仍会给整个美元债市场造成进一步冲击，到期集中偿付风险会被市场放大。

此外，中资美元债作为离岸美元品种，其流动性更加取决于离岸的流动性，在美联储收水和地缘政治下，市场对流动性和基准利率的预期变化更为影响交易情绪。

换一个角度，从一级市场发行情况来看，尽管挑战重重，但中资美元债在2021年全年仍然发行超过2048亿美元，距离2019年的历史高峰，仅

相差不到 5%。

大体上看似乎受到的影响不大，但仔细观察新债发行结构，就会发现市场已经大不相同。去年以来，超过一半的发行量都来自于投资级别，高收益仅占到两成，还有不到三成来自无评级。

其中，地产美元债的发行在去年 1 月的高峰之后，就大幅缩水。传统的 1 月发行旺季，在今年也没有出现，首两个月地产板块的发行量甚至都没有占到市场的 5%，这和 2020 年以前动辄超过一半的占比，大相径庭。

取而代之的是投资级占比大幅增加，金融和城投占据主力，零售和互联网等分散于各个行业的发行人也后来居上。

随着发行人结构的巨大变化，存量市场结构也发生重大转变，相对应地，参与的投资人也与往日的美元债市场大不相同，可以说，市场的“游戏规则”发生了改变。

今年对中资美元债，恐怕难言是扭转局势的一年，无论从回报、发行量、潜在风险来看，市场情绪都还没有出现回暖。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39755

