

加息周期下中资美元债投资机会和策略展望

■ **中资美元债市场现状。**中资美元债的发行主要集中在港交所。评级分布上，以无债项评级为主；由于海外评级机构相对国内评级机构更严格，同一主体在境外或被赋予更低的评级、增加发行人融资成本，加上港交所对上市债券并无强制评级要求，所以大部分中资美元债没有信用评级。行业分布上，金融美元债、地产美元债和城投美元债是最主要的发行方向，投资级中资美元债以金融和城投为主要行业，高收益中资美元债券中则主要是房地产，占比达 60%。交易方式上，中资美元债以场外做市商交易为主，做市商提供活跃报价，而且中资美元债市场参与主体多元、投资策略差异性大，市场整体流动性较好、交易活跃。

■ **美债市场展望。**投资级美元债受基准利率影响为主，主要是基准利率加流动性溢价；高收益债走势由中资美元地产债主导，发行人信用风险的差异决定其信用风险溢价。2021 年以来美债利率随着加息预期大幅上行，投资级美元债到期收益率也明显上升带动信用利差走阔，投资级债券价格下跌风险有所释放，整体保护边际有所加大；但高收益级债券信用利差还在调整，价格下跌的底部尚难确定。展望来看，美国通胀基本见顶，但粘性仍较大；坚挺的就业数据为加息提供空间；预计美联储将维持强硬加息政策推升失业率、打击通胀至 2% 的目标。政策基准利率抬升至 4.25-4.5% 及以上的概率加大，加息周期进入后半程。短期市场对货币紧缩预期定价还未结束，但已进入尾声，预计美债 10Y 利率还将上行，但空间可能不大，高点或在 3.8%。美国经济衰退风险渐行渐近，随着美国通胀趋势性下行及就业弱化的到来，美债 10Y 基准利率将下行，利差有望缩窄，美债价格有望回升。在基准利率水平较高的情况下，中资美元债收益率也将维持较高区间运行。收益率走势与基准利率贴合程度较高的投资级美元债配置价值逐步突显，当前是左侧配置/加仓中资美元债的一个窗口期。

■ **投资机会及风险因素。**中资美元债收益率水平处相对高位，较中债具有票息优势。风险方面，从违约情况看，违约风险集中在房企，且行业风险还在上升。当前人民币仍有贬值压力，美元兑离岸人民币远期掉期为负，增加锁汇成本。如果流动性紧张，则存在推升流动性溢价的风险，但目前美债流动性尚且充裕。投资方向上，以城投债和金融债为主，规避高收益级地产债。配置策略，以投资级美元债持有到期的票息策略为主；中期维度市场利率可能从高位逐步回落，在信用违约风险可控的前提下，或可获得部分资本利得收入。

苏畅

招商银行研究院

资本市场研究员

☎: 0755-83077951

✉: suchang9898@cmbchina.com

何静

北京分行

投资银行部产品经理

☎: 010-66426530

✉: hejingdee@cmbchina.com

康慨

北京分行

投资银行部产品经理

☎: 010-66426238

✉: kangkai0602@cmbchina.com

刘东亮

招商银行研究院

资本市场研究所所长

☎: 0755-82956697

✉: liudongliang@cmbchina.com



目 录

一、中资美元债市场现状.....	1
(一) 发行情况：集中在港交所，金融、地产和城投是主要发行主体.....	1
(二) 交易情况：中资美元债的流动性好于境内信用债.....	2
二、美债市场展望：紧缩预期交易进后半程，基准利率将逐步筑顶.....	3
(一) 中资美元债的影响因素：基准利率和信用利差.....	3
(二) 美债下跌风险释放，中资美元债有左侧配置机会.....	4
三、投资机会及风险：中资美元债收益率处相对高位，地产违约风险还在上升.....	6
(一) 中资美元债较中债具有票息优势.....	6
(二) 风险因素分析	6
1. 发行主体基本面：规避高收益级地产债	6
2. 汇率因素：锁汇成本及汇兑损益	7
(三) 投资策略：以投资级美元城投债和金融债持有票息为主.....	8

图目录

图 1：中资美元债发行市场规模占比.....	1
图 2：中资美元债评级分布.....	1
图 3：高收益中资美元债行业分布.....	2
图 4：投资级中资美元债行业分布.....	2
图 5：无评级中资美元债行业分布.....	2
图 6：中资美元债的影响因子.....	3
图 7：投资级债到期收益率与基准利率走势一致.....	4
图 8：高收益级债受地产债影响较大.....	4
图 9：投资级中资美元债利差（vs 国债）.....	4
图 10：高收益级中资美元债利差（vs 国债）.....	4
图 11：9 月 FOMC 会议点阵图.....	5
图 12：中资美元债与境内信用债收益率之差由负转正（以城投债为例）.....	6
图 13：高收益中资美元债价格指数.....	7
图 14：投资级中资美元债价格指数.....	7
图 15：2022 年以来中国境外公司违约规模攀升.....	7
图 16：2022 年中资美元债违约行业集中在地产.....	7
图 17：人民币仍有一定贬值压力.....	8
图 18：美元兑离岸人民币掉期为负增加锁汇成本.....	8
图 19：中资美元债的收益率及利差水平.....	9

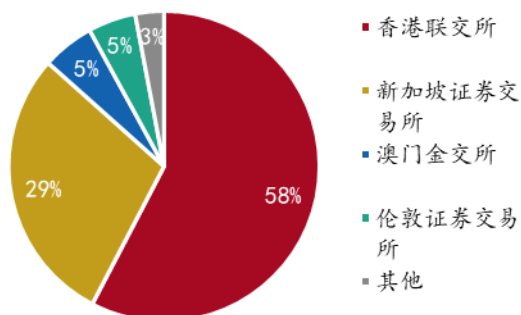
一、中资美元债市场现状

（一）发行情况：集中在港联所，金融、地产和城投是主要发行主体

中资美元债是境内企业在海外市场发行以美元计价的债券，属于美元资产的一种，是中资海外债的主要构成部分。

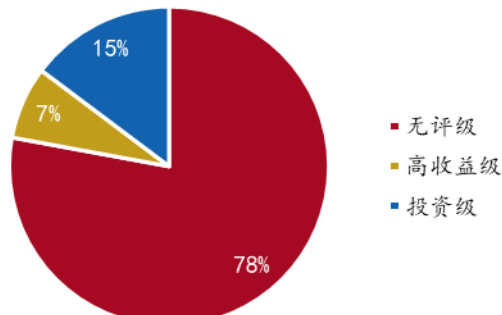
目前，中资美元债的发行主要集中在香港、中国澳门、新加坡、欧洲等地区交易所。截止 2022 年 8 月末，在香港发行的中资美元债占比约 60%，占据主导地位。新加坡证券交易所也承担了中资美元债其余大部分的发行和交易。其中房地产美元债、城投美元债相对集中在港交所交易。

图 1：中资美元债发行市场规模占比



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 2：中资美元债评级分布



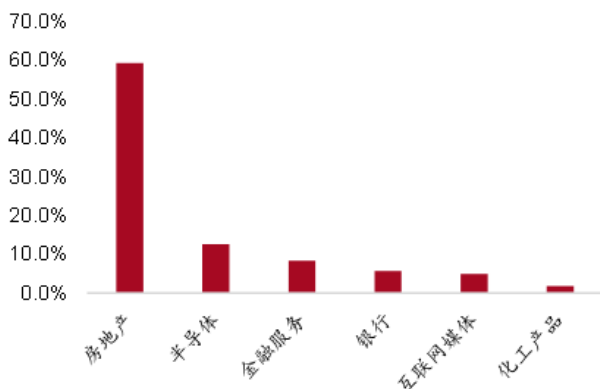
资料来源：Wind、招商银行研究院。

评级分布看，无债项评级为主。由于海外评级机构相对国内评级机构更严格，国内评级高的企业通常被境外评级机构赋予更低的评级，这将增加其融资成本，加上港联所以对上市债券并无强制评级要求，所以大部分（约 80%）中资美元债没有信用评级。投资级占比约 15%，高收益级占比约 7%。

行业分布看，金融美元债、地产美元债和城投美元债是最主要的发行方向。投资级中资美元债以金融和城投为主要行业。存量债中占比最高的为银行、油气勘探、分别为 23%、14%；这两个行业以国企或国资属性为主，具有较高的海外业务拓展的资金需求。排在第三的是 AMC、地方融资平台等为主的金融服务行业，也是近年来在海外发债较为积极的主体。高收益中资美元债券中则主要是房地产，占比约 60%。其他行业的分布较为分散，占比第二、第三的分别是以城商行为主的银行，以及部分特殊背景的无评级发行主体的金融服务。在无评级的中资美元债中，存量债券则集中在房地产、银行和金融服务行业中。

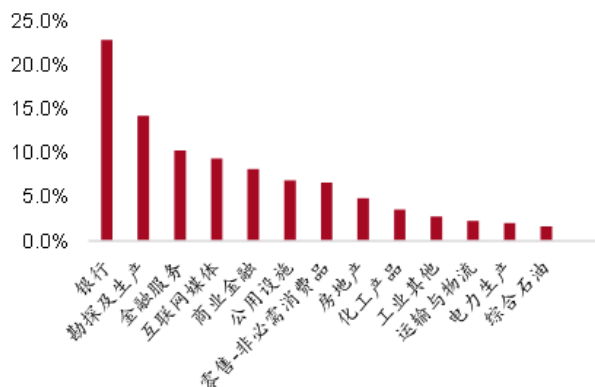


图 3：高收益中资美元债行业分布



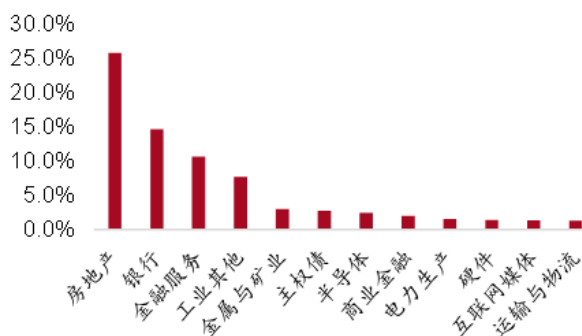
资料来源：Bloomberg、招商银行研究院。BBB-及以下为高收益级，BBB-及以上为投资级。

图 4：投资级中资美元债行业分布



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院。BBB-及以下为高收益级，BBB-及以上为投资级。

图 5：无评级中资美元债行业分布



资料来源：Bloomberg、招商银行研究院。

（二）交易情况：中资美元债的流动性好于境内信用债

从较为成熟的场外做市商制度、参与主体多元及投资策略差异性大两方面来看，中资美元债的流动性好于境内信用债。

场外 OTC 交易是中资美元债的主要交易方式，做市商机制为市场提供充裕的流动性。投资者通过电子交易平台（例如 Bloomberg, Tradeweb 等）与做市商进行双边谈判成交，做市商为投资者的直接对手方，托管和清算在 Euro Clear（欧清所）。做市商提供活跃报价，自身通过买卖价差实现一定利润的同时，增加市场即时性和流动性。境内债券交易主要在银行间市场，参与主体主要是银行，做市商提供的流动性不如境外市场，在我国债券市场规模较大的环境下，银行间债券市场中的信用债交易活跃度偏低。

境外投资者类型具有全球性和多元性，交易需求和投资策略不易趋同，也提高了市场流动性。境内信用债投资者主要为同质性相对较高的境内银行机构，投资决策趋同，容易形成单边市场，流动性相对较弱。而境外中资美元债市场投资者结构更加多元，包括外资金融机构、离岸设立子公司的中资金融机构、享有直接出海渠道的境内金融机构及专业个人投资者。不同市场参与者投资需求有差异，海外市场卖空、利差交易等交易工具也加强了市场的双向流动性，盘活市场参与热度，市场流动性较高。

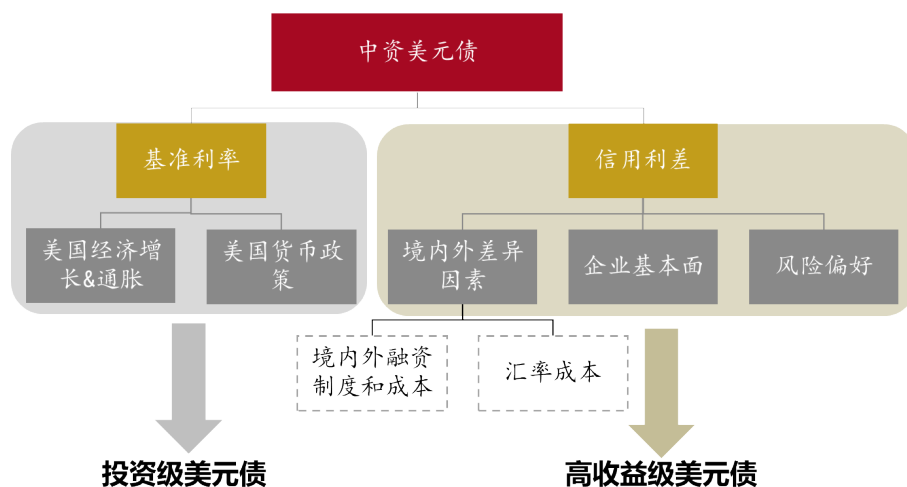
根据彭博数据显示，离岸市场中资美元债日交易量通常在 10-20 亿美元波动。正常情况下，中资美元债月交易量在 300-600 亿美元左右，市场交易活跃。2022 年 3-7 月离岸市场中资发行人总交易量为 154 亿美元、68 亿美元、69 亿美元、104 亿美元、68 亿美元，分别达成交易 8273 笔、4495 笔、4340 笔、6885 笔、5527 笔。

二、美债市场展望：紧缩预期交易进后半程，基准利率将逐步筑顶

（一）中资美元债的影响因素：基准利率和信用利差

投资级美元债受基准利率影响为主，高收益债受信用利差影响为主。基准利率由美国的经济基本面和货币政策及流动性，共同决定长短端的利率走势及债券曲线形态。信用利差则主要受市场风险偏好、企业基本面影响，由信用风险溢价和流动性溢价组成，并主要受前者影响。另外，境内外融资成本差异和汇率预期也是其他的影响因素。

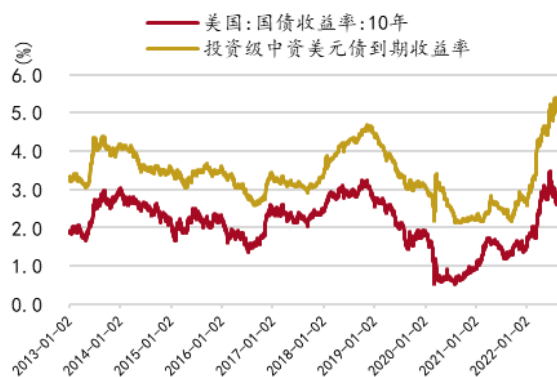
图 6：中资美元债的影响因子



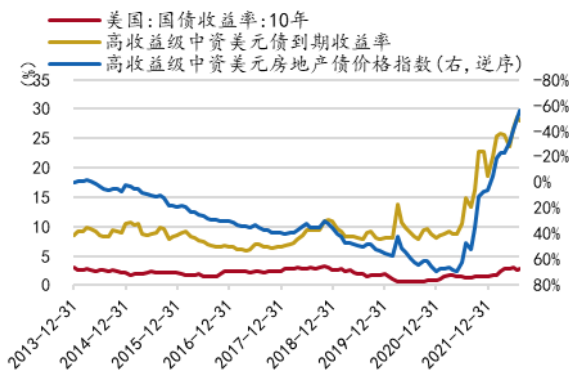
资料来源：公开信息整理，招商银行研究院

从历史走势看，投资级美元债到期收益率受美债基准利率主导，一般是基准利率加流动性溢价。投资级债发行主体在资质和信用上差别不大，只要不出

现极端的流动性危机，利差波动区间与高收益级债相比是相对稳定的。投资级债收益率与美债基准利率走势较为趋同，所以，可以从美国 10 年期国债利率的趋势，判断投资级美元债的投资机会。高收益级美元债的走势主要由中资美元地产债主导，由发行人信用风险的差异决定个券的信用风险溢价，波动率则更贴近于股票资产。

图 7：投资级债到期收益率与基准利率走势一致


资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

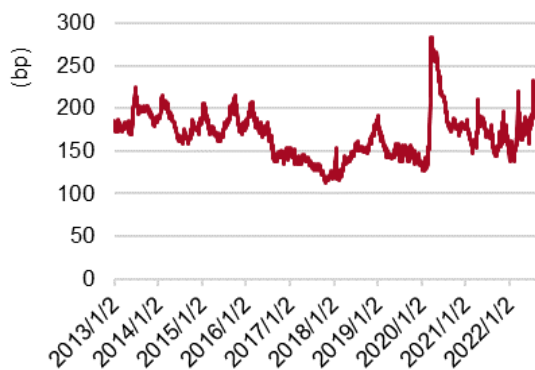
图 8：高收益级债受地产债影响较大


资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

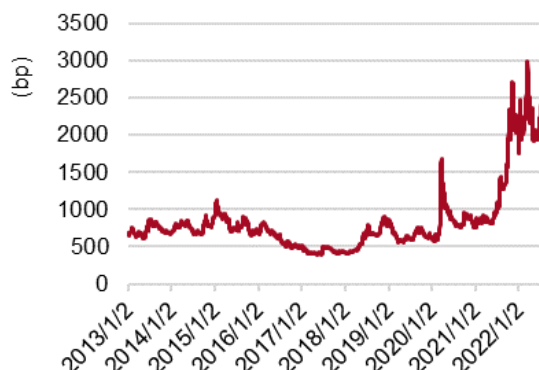
（二）美债下跌风险释放，中资美元债有左侧配置机会

2021 年以来美债利率随着加息预期大幅上行，美债价格下跌风险有所释放。今年 3 月美联储进入加息周期，到期收益率也明显上升，信用利差走阔，美元债价格指数跌幅显著。

中资美元债信用利差走阔。当前，投资级债到期收益率上行带动信用利差随之走阔，目前投资级债券信用利差已至 2013 年以来的较高位置，继续走阔的空间有限，投资级债券价格继续下跌的幅度也收窄，利差保护边际有所加大；而高收益级中资美元债利差还在继续调整，价格下跌的底部尚难确定。

图 9：投资级中资美元债利差（vs 国债）


资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

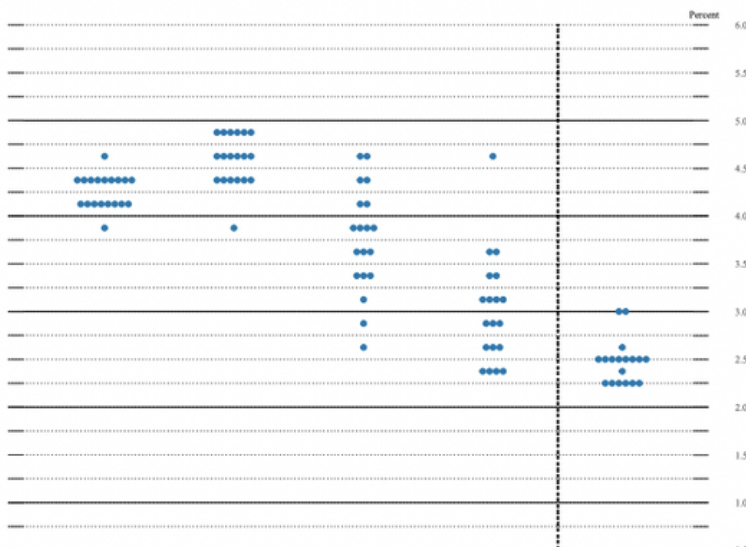
图 10：高收益级中资美元债利差（vs 国债）


资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

展望来看，通胀现基本见顶，美债价格下跌压力有所缓解。7月以来CPI从最高点9.1%持续边际回落至8.3%，但粘性仍较大，长期通胀预期中枢抬升。就业数据作为经济周期的领先指标，美国8月失业率3.7%，回到了疫情前的较低水平，显示劳动力市场仍然紧俏，经济距离实质性衰退还有距离，**坚挺的就业数据为加息提供空间**。因此，美联储将维持强硬加息政策推升失业率、打击通胀至2%的目标。从9月美联储议息会议点阵图显示，**预计2022年12月末预期基准利率抬升至4.25-4.5%及以上**。在2023年仍有可能继续加息，并将政策利率保持在高位水平，降息或于2024年才会出现。短期市场对货币紧缩预期定价还未结束，预计美债10Y基准利率还将继续上行。但随着加息进程进入下半场，异常紧迫的加息步伐也加大经济硬着陆提前到来的概率，美国经济衰退风险渐行渐近，长端利率上行空间可能不大，高点或在3.8%。随着美国通胀趋势性下行及就业弱化的到来，美债10Y基准利率将下行，利差有望缩窄，美债价格有望回升。

综上所述，在基准利率水平较高的情况下，中资美元债收益率也将维持较高区间运行。收益率走势与基准利率贴合程度较高的投资级美元债配置价值逐步突显，当前是左侧配置/加仓中资美元债的一个窗口期。

图 11：9 月 FOMC 会议点阵图



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_46624

