

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

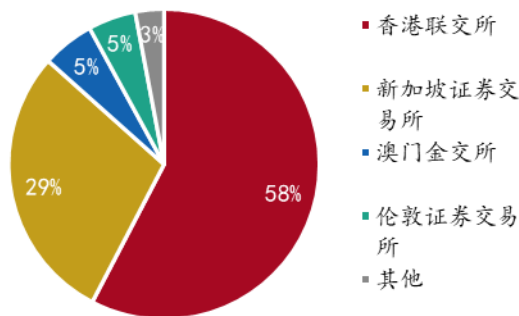
一、中资美元债市场现状

（一）发行情况：集中在港交所，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。

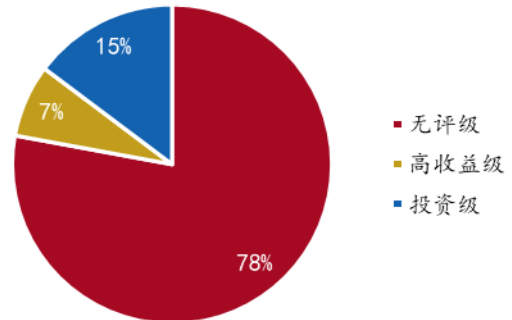
目前，中资美元债的发行主要集中在香港、中国澳门、新加坡、欧洲等地区交易所。截止 2022 年 8 月末，在香港发行的中资美元债占比约 60%，占据主导地位。新加坡证券交易所也承担了中资美元债其余大部分的发行和交易。其中房地产美元债、城投美元债相对集中在港交所交易。

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

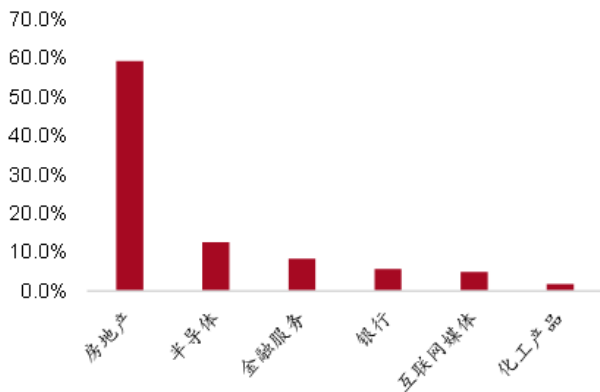


资料来源：Wind、招商银行研究院。

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，加上港交所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%。

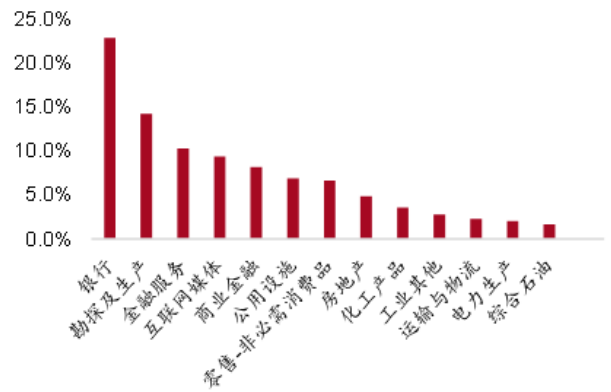
行业分布看，金融美元债、地产美元债和城投美元债是最主要的发行方向。投资级中资美元债以金融和城投为主要行业。存量债中占比最高的为银行、油气勘探、分别为 23%、14%；这两个行业以国企或国资属性为主，具有较高的海外业务拓展的资金需求。排在第三的是 AMC、地方融资平台等为主的金融服务行业，也是近年来在海外发债较为积极的主体。高收益中资美元债券中则主要是房地产，占比约 60%。其他行业的分布较为分散，占比第二、第三的分别是以城商行为主的银行，以及部分特殊背景的无评级发行主体的金融服务。在无评级的中资美元债中，存量债券则集中在房地产、银行和金融服务行业中。

图 3：高收益中资美元债行业分布



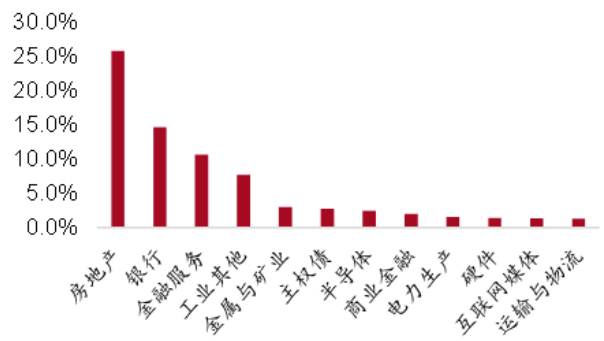
资料来源：Bloomberg、招商银行研究院。BBB-及以下为高收益级，BBB-及以上为投资级。

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。

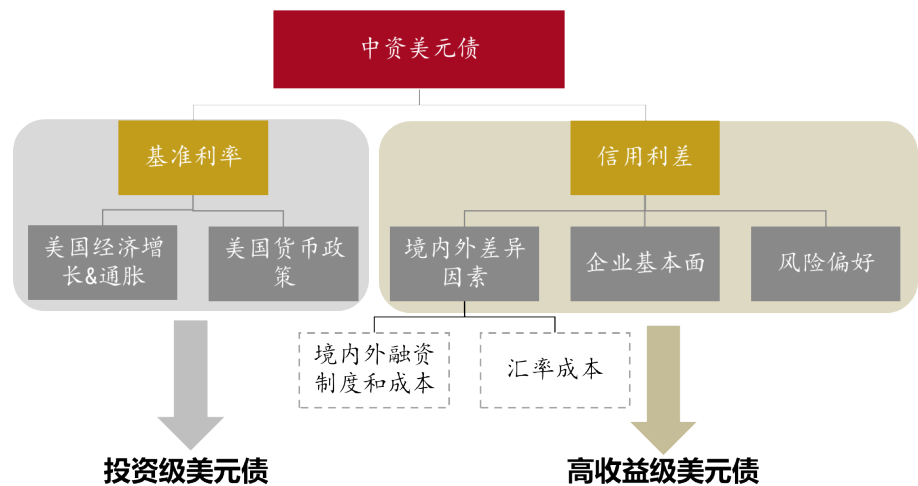
根据彭博数据显示，离岸市场中资美元债日交易量通常在 10-20 亿美元波动。正常情况下，中资美元债月交易量在 300-600 亿美元左右，市场交易活跃。2022 年 3-7 月离岸市场中资发行人总交易量为 154 亿美元、68 亿美元、69 亿美元、104 亿美元、68 亿美元，分别达成交易 8273 笔、4495 笔、4340 笔、6885 笔、5527 笔。

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

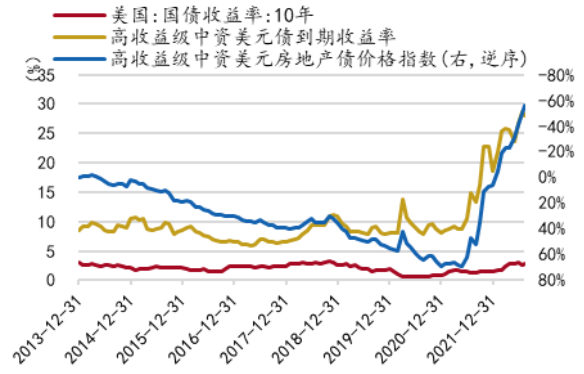
现极端的流动性危机，利差波动区间与高收益级债相比是相对稳定的。投资级债收益率与美债基准利率走势较为趋同，所以，可以从美国 10 年期国债利率的趋势，判断投资级美元债的投资机会。高收益级美元债的走势主要由中资美元地产债主导，由发行人信用风险的差异决定个券的信用风险溢价，波动率则更贴近于股票资产。

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



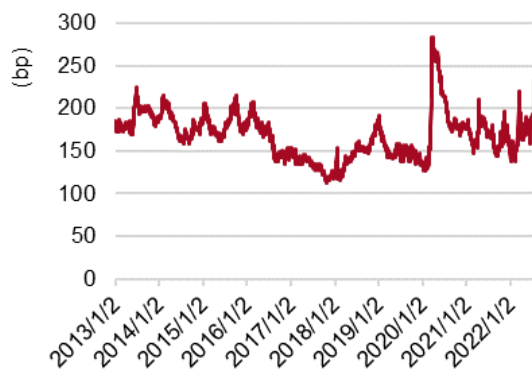
资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

（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。

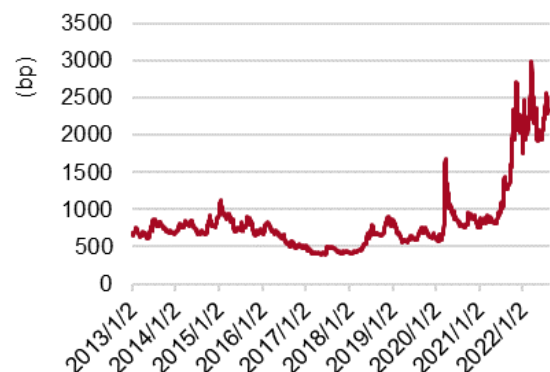
中资美元债信用利差走阔。当前，投资级债到期收益率上行带动信用利差随之走阔，目前投资级债券信用利差已至 2013 年以来的较高位置，继续走阔的空间有限，投资级债券价格继续下跌的幅度也收窄，利差保护边际有所加大；而高收益级中资美元债利差还在继续调整，价格下跌的底部尚难确定。

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)

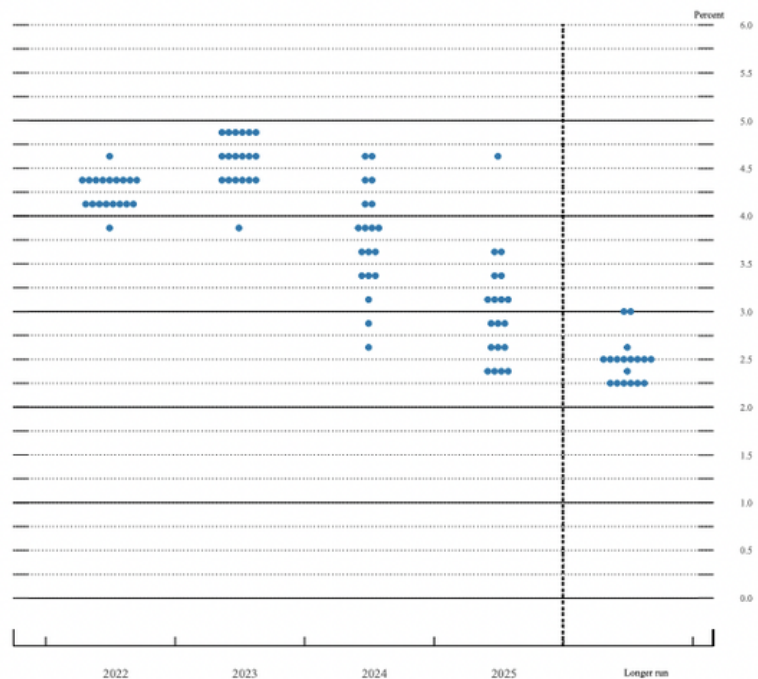


资料来源：Bloomberg、招商银行研究院

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



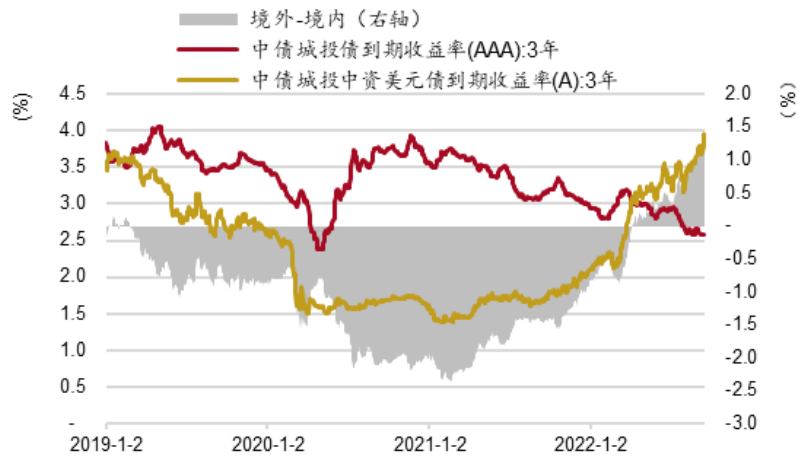
资料来源：美联储，招商银行研究院

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

（一）中资美元债较中债具有票息优势

美国今年较其他国家率先进入加息周期，中国在稳增长、宽信用的目标下维持宽松的货币政策，中美经济周期差异导致货币政策周期错峰，中债收益率处于低位，美元债经过大跌后则相对具有吸引力。中债 10Y 利率维持在 2.7-2.8% 的低位区间震荡，美债 10Y 利率波动中枢在 3.2%，近日上行至 3.5% 附近，中资美元债相比同等级境内人民币债券具备收益率更高的票息优势。

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）



资料来源：Wind，招商银行研究院

（二）风险因素分析

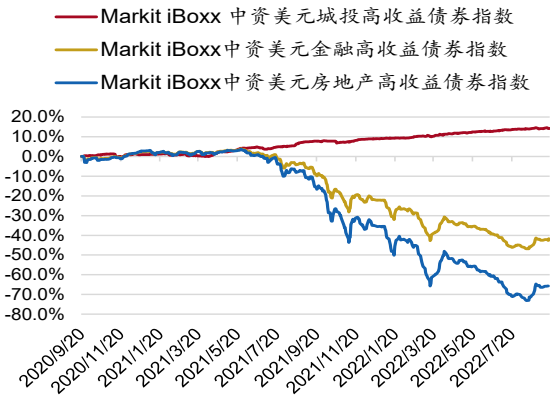
1. 发行主体基本面：规避高收益级地产债

今年以来信用风险、市场风险均主要集中于房地产行业，地产债风险仍在不断暴露中。境内降杠杆引发的违约潮，海外信用质量差的债券出现抛售。尽管政策对地产需求支持力度进一步加大，包括通过降息推动房贷融资成本下行，以及各地限购限贷进一步松动。但基本面的销售和新开工数据仍然维持疲弱，行业内生造血功能尚待恢复，基本面的积极信号尚需等待，行业主体风险也还在出清。

城投债方面，今年依托于稳增长政策，在经济修复动能偏弱的背景下，风险较其他行业相对可控。在控制政府债务增量的大方向下，融资渠道边际收紧，疫情反复加剧大部分地区财政收入下滑的压力，偿债压力加大，境内城投企业的风险事件增加，由于土地出让金等收入是可用于偿债的重要资源，财政收入中对土地出让金依赖度较高的区域风险暴露加大，区域间信用资质延续分化态势。

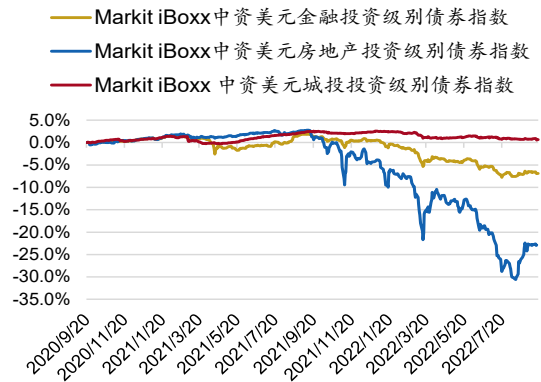
金融债方面，国内今年稳增长和宽信用的持续时间或将延续，美元债发行是缓解银行负债端压力的重要渠道。国有行是金融板块的主要发行人，估值压力主要来自美债利率上行风险，中小银行尤其是与房地产业务关联密切的主体，其估值压力来自房企违约风险，驱动力不同造成走势分化。

图 13: 高收益中资美元债价格指数



资料来源: Wind、招商银行研究院

图 14: 投资级中资美元债价格指数

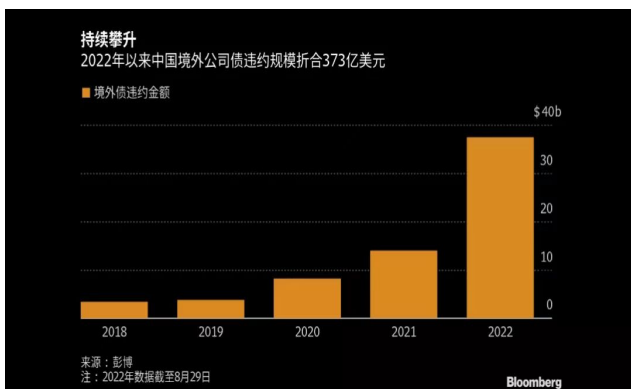


资料来源: Wind、招商银行研究院

从违约情况看，地产中资美元债占据了绝大部分的违约规模，违约风险主要集中在房企。今年以来截至 8 月末，中国境外公司的违约规模约 373 亿美元，较前几年持续攀升。其中，房地产行业的中资美元债违约规模超过 300 亿，并且违约风险也还在不断上升。

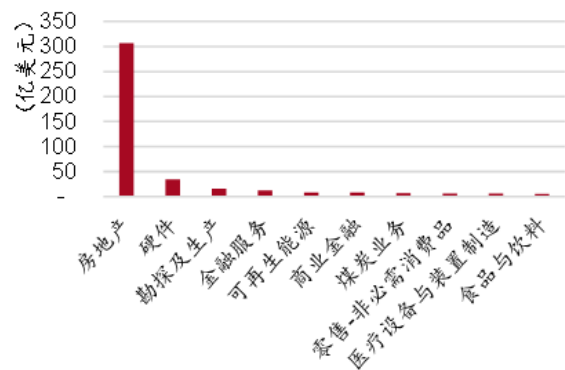
如果按照违约金额占中资美元债存量规模（截至 8 月末为 9680 亿美元）的比例来看，地产债违约比例占 3.5%，其他行业违约比例均在 0.5% 以下。对比银保监会披露的今年二季度末商业银行不良贷款率 1.67%，地产行业违约率远高于其他行业和市场平均，其他行业违约比例则低于国内银行的不良贷款率。

图 15: 2022 年以来中国境外公司违约规模攀升



资料来源: 彭博资讯、招商银行研究院

图 16: 2022 年中资美元债违约行业集中在地产



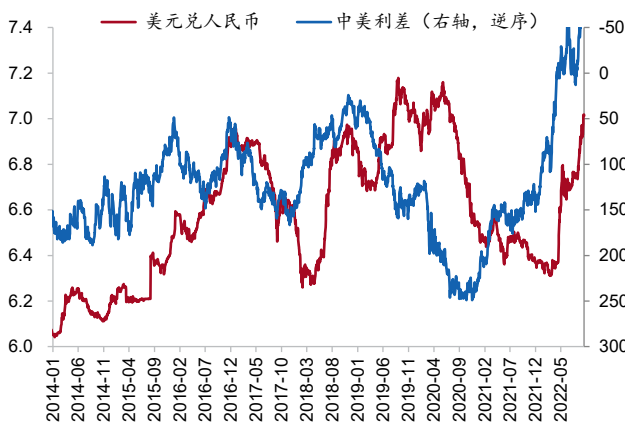
资料来源: Bloomberg、招商银行研究院

2. 汇率因素：锁汇成本及汇兑损益

对于要参与中资美元债产品的投资者，若以人民币募集、参与、退出和计价，需要经过换汇后投资于境外市场以美元计价的金融工具，取得外汇盈利后需要重新兑换成人民币。这种运作模式在人民币汇率变动的情况下，与国内市场投资相比，需要面临因本币与外币之间汇率差异而引起投资风险。下阶段，在美元走强、中美利差倒挂、内外需疲弱的共同作用下，人民币贬值压力还在释放，由此产生一定的风险敞口。

目前常用的锁汇方法是通过外汇远期进行操作，今年以来美元持续走强，因此远期点（美元兑离岸人民币掉期价格）持续下调，5月以来锁汇收益转正为负，现阶段参与投资或将产生相对偏高的锁汇成本，约100+bp左右。但长期来看，人民币对美元有望保持双向波动走势，美元继续走强的空间随着加息结束会收窄，掉期点有望转正，届时锁汇的成本将降低。总体而言，建议选取时间窗口、滚动锁汇等方式控制锁汇成本，减少汇率波动风险敞口。

图 17：人民币仍有一定贬值压力



资料来源：Wind、招商银行研究院。

图 18：美元兑离岸人民币掉期为负增加锁汇成本



资料来源：Wind、招商银行研究院。

（三）投资策略：以投资级美元城投债和金融债持有票息为主

投资级债券中，建议如上文分析避免或谨慎配置地产行业债券，重点关注金融、城投等两大主体。高收益债建议暂时规避。

当前投资级债券的绝对收益水平具备一定吸引力。截至9月中，收益率水平在5%附近，位于历史90%分位数。由于境内外发债主体的基本面相同，在当前境内外利差倒挂的率背景下，中资投资级美元债较境内债券溢价2%，位于历史92%分位数，相比境内有相对明显的收益。

考虑今年美债收益率已经到历史偏高水位，后续市场虽仍有震荡下行的空间，但美债价格下跌最快的时候已经过去，当前处于左侧配置的窗口期，建议采用票息策略相对适宜。在中期维度来看，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。



图 19: 中资美元债的收益率及利差水平

	当前水平		当前水平历史分位		历史中位数		历史1/4分位数		历史3/4分位数	
	投资级	高收益	投资级	高收益	投资级	高收益	投资级	高收益	投资级	高收益
收益率(%)	5.22	26.88	90%	96%	3.58	9.33	3.14	8.04	4.44	11.25
利差(bp)	145	2309	12%	94%	185	809	158	678	216	982
较境内溢价(%)	2.28	22.20	92%	96%	-0.54	3.53	-1.28	2.18	0.02	5.82
评级间利差(%)	21.66		97%		5.47		4.44		6.87	

资料来源: 中金公司, 招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇