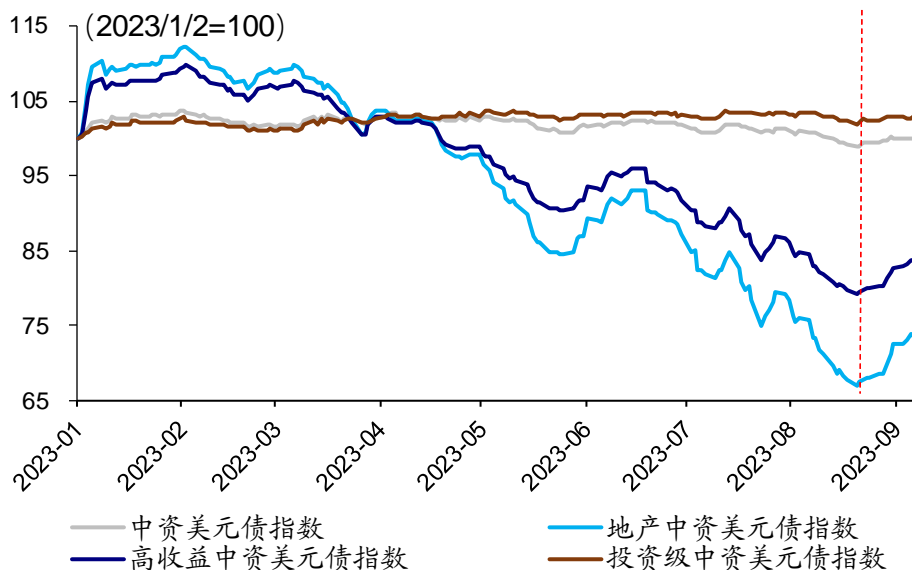


美债利率居高不下，中资美元债路在何方？

中资美元债相关指数年内表现差异较大



数据来源: Bloomberg, 国泰君安国际

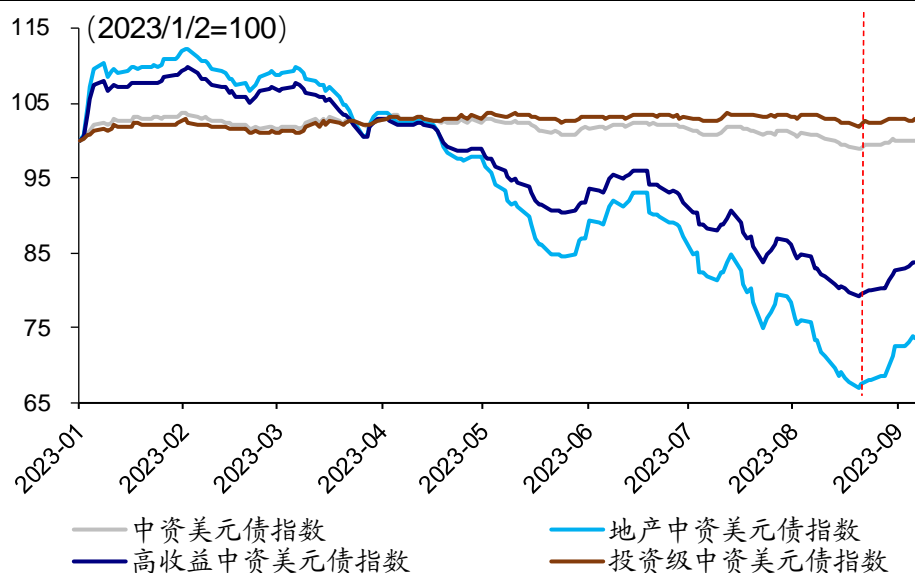
- 近期房地产政策利好频出，地产中资美元债指数及高收益级中资美元债指数再次回暖。但是在房地产企业违约风险未完全消退情况下，市场对于中资美元债，尤其是房地产中资美元债的回暖依旧存在是否“昙花一现”的担忧。
- 对中资美元债而言，收益率决定了其吸引力以及投资者群体。作为中国企业在境外发行的美元计价债券，其收益率受到来自中美两地经济环境的共同影响。长端美债收益率是中资美元债收益率的走势基础，国内经济环境以及发行主体信用风险等因素则决定了中资美元债的最终收益率。
- 按收益率划分，投资级中资美元债与美债利差更多的是对中国经济基本面风险的反映，高收益级中资美元债与美债利差除了对经济基本面的反映以外，还纳入了对发行主体信用风险等因素的考量。
- 虽然近两个月中资美元债发行规模略有反弹，但是在美元利率居高不下的背景下，不断升高的融资成本势必会削弱中资美元债的吸引力，一级市场即使“解冻”也很难再现辉煌。另一方面，在房地产企业流动性问题频发的情况下，地产中资美元债已经接近“停发”。
- 综上所述，基于中美国债收益率持续倒挂的预期，中资美元债市场收缩几成定局。对部分境外融资存在刚需的客户而言，点心债凭借相对合理的融资成本，将会成为中资企业境外融资的重要工具。

房地产中资美元债回暖是否“昙花一现”？

近期房地产刺激政策密集落地，继9月初一线城市全面宣布“认房不认贷”后，截至9月19日，南京、沈阳、大连等11个二线城市进一步宣布全面取消限购，广州也在近日取消限购。在房地产政策利好频出的背景下，占中资美元债比重接近四分之一的地产债让市场重新关注中资美元债的投资价值。

今年以来中资美元债以及投资级中资美元债波动较小，地产中资美元债以及高收益中资美元债受风险事件影响波动较大。对后者而言，在年初疫情防控措施调整的刺激下，经济修复预期带来了指数的急速拉升，随后便随着经济数据的走弱双双进入了长时间的下行。8月下旬房地产利好政策支撑经济预期修复后，指数再次回暖。但是在房地产企业违约风险未完全消退背景下，市场对于中资美元债，尤其是房地产中资美元债的回暖依旧存在是否“昙花一现”的担忧。

图 1：中资美元债相关指数年内表现差异较大



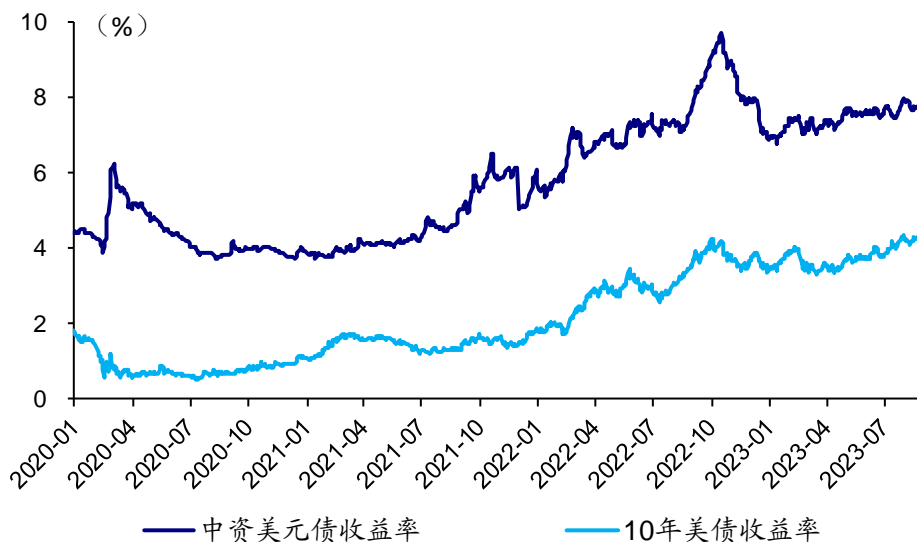
数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

什么因素影响中资美元债的投资价值

对中资美元债而言，收益率决定了其吸引力以及投资者群体。作为中国企业在境外发行的美元计价债券，其收益率受到来自中美两地经济环境的共同影响。

长端美债收益率是中资美元债收益率的走势基础。从2022年以来，美联储为缓解通胀压力，连续多次大幅加息将联邦基金目标利率推升至几十年高位，受此影响，长端美债利率也一路上行。截至本月中旬，10年美债收益率已经基本站稳4.3%-4.4%水平，并且似乎仍未见顶。10年美债收益率的攀升反映出美元资金成本的上行，这也推升了以美元计价的中资美元债收益率。总体而言，中资美元债收益率虽然在2022年下半年后有所回落，但是目前上行趋势亦相对明朗。

图 2：长端美债收益率是中资美元债收益率的走势基础

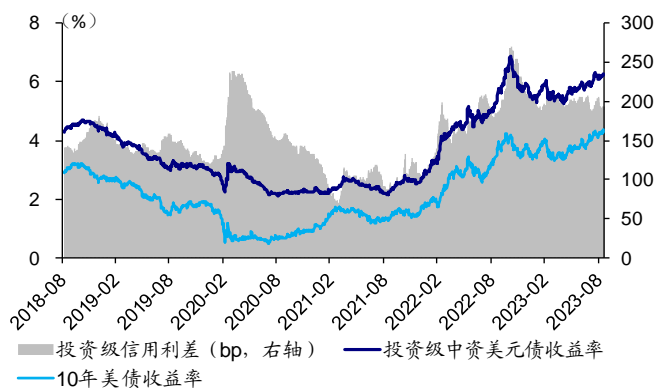


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

在长端美债利率基础上，国内经济环境以及发行主体信用风险等因素决定了中资美元债的最终收益率。投资级中资美元债与美债利差更多的是对中国经济基本面风险的反映。自 2018 年以来，投资级信用利差长期在 150bp-200bp 之间波动。由于发行主体位于中国境内，在 2020 年新冠疫情爆发之初以及去年疫情相对严重之际，利差出现了 100bp 左右的较大幅度抬升，但是在疫情稳定后便逐步下行。

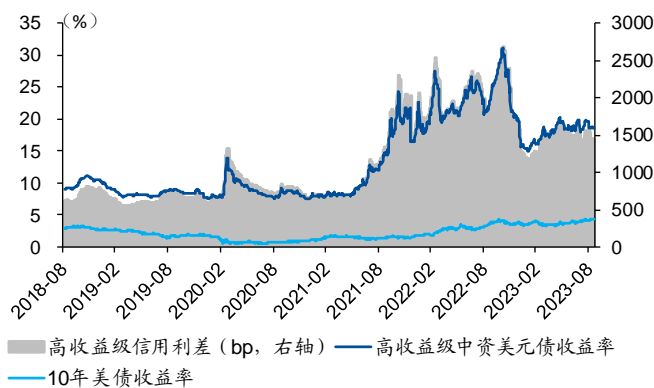
高收益级中资美元债与美债利差除了对经济基本面的反映以外，还纳入了对发行主体信用风险等因素的考量。在 2021 年下半年开始，受到房企流动性问题干扰，高收益级中资美元债收益率利差从 700bp 持续升高至超过 2,500bp，直至 2022 年 11 月支持房地产政策的“三支箭”落地，利差才逐步回落。但由于房地产市场依旧相对疲软，利差在回落至 1,500bp 附近后难以进一步下行。

图 3：投资级中资美元债与 10 年美债利差



数据来源：万得，国泰君安国际

图 4：高收益级中资美元债与 10 年美债利差



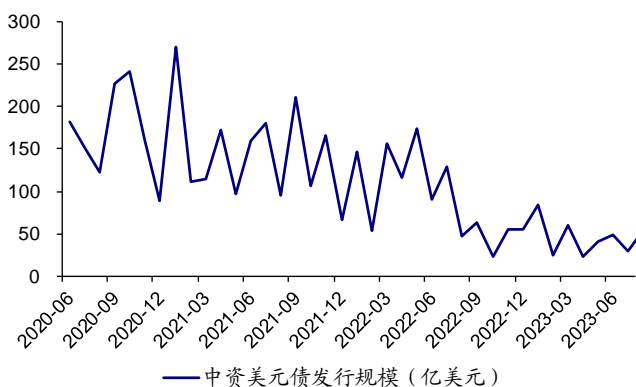
数据来源：万得，国泰君安国际

一级市场仍未完全“解冻”

中资美元债一级市场或已触底。在 2023 年 8 月，中资美元债一级市场总计发行规模在 53 亿美元左右，较 7 月环比增长 79.7%，较去年同比增长 3.5%。9 月 1 日至 20 日发行中资美元债规模达到 57 亿美元，已经超过 8 月全月规模。

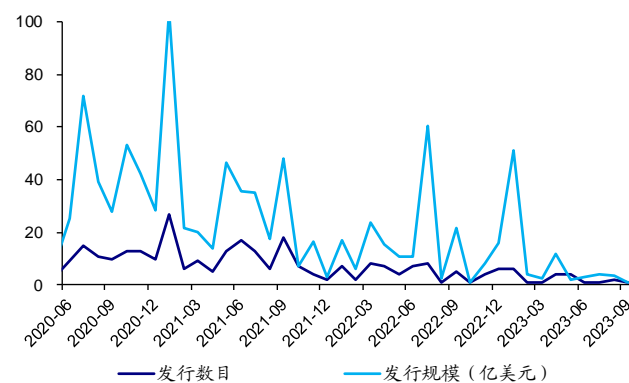
新发行债券中，房地产债已基本“消失”。房地产中资美元债一级市场在 2020 年达到峰值，月发行规模接近 140 亿美元，随着房地产景气度下滑以及美元融资成本的抬升，今年下半年以来月发行量仅有一只或者两只，月均规模不到 4 亿美元。

图 5：中资美元债一级市场或已触底



数据来源：万得，国泰君安国际

图 6：房地产中资美元债一级市场已经基本“消失”



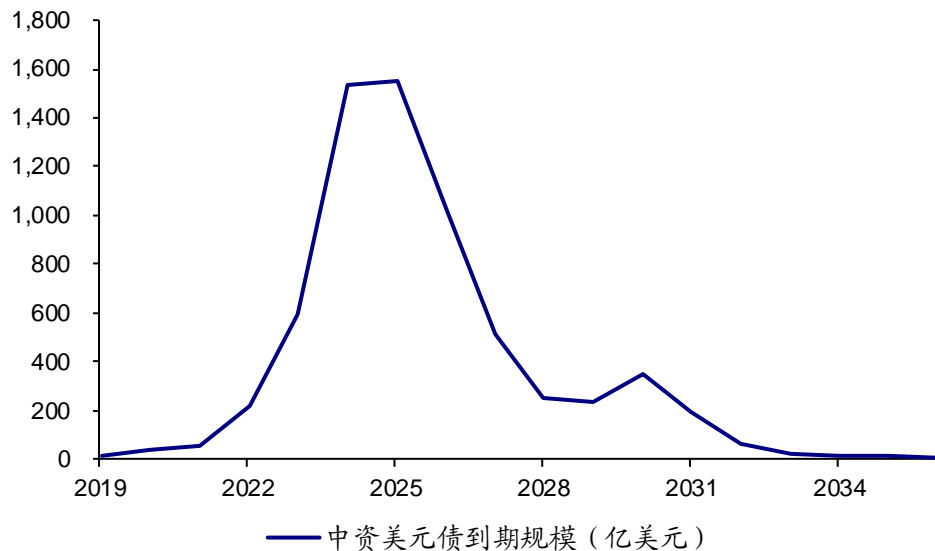
数据来源：万得，国泰君安国际

净发行量转负，中资美元债该何去何从？

随着前期已发行债券的陆续到期以及新发行规模的缩减，中资美元债净发行量自 2022 年开始转负，并且在 2024 年及 2025 年将迎来到期规模的峰值。对于部分信用风险较低以及无展期需求的企业而言，停止通过中资美元债融资不失为一个较优选择。但是对于流动性可能存在问题或者仍需展期的企业而言，如何以较低成本获取融资迫在眉睫。

中期时间维度上，美元利率居高不下是大概率事件。年初在美联储连续大幅加息的背景下，市场预期美国通胀将会快速回落，美联储亦会开始降息。然而时至今日，越来越多的数据表明美国通胀短期内很难回到美联储认为“适宜”的 2% 目标水平，市场对美联储降息的预期已经从最初的 2023 年第四季度推迟到 2024 年中甚至“遥遥无期”。

图 7：中资美元债在未来两年将迎来到期规模峰值

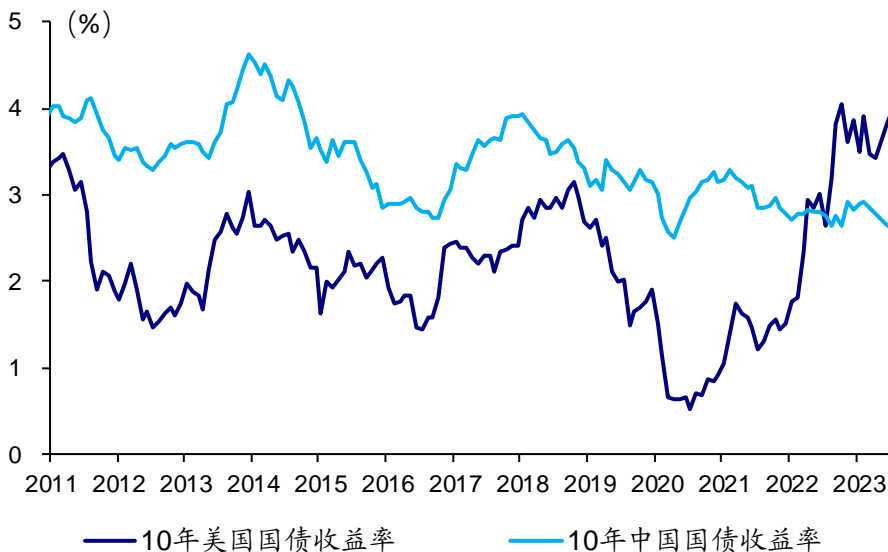


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

中美国债收益率持续倒挂，点心债或成为“新宠”。往前看，人民币利率尚存下行空间，美元利率中期内大概率居高不下，这意味着美元人民币收益率持续倒挂将会持续存在，甚至有进一步扩大的可能性。对于有离岸融资需求的企业而言，以人民币计价的利率更低的点心债（Dim Sum Bond）吸引力逐渐凸显。从发行规模看，点心债自 2007 年首次发行以来表现相对平淡，直至 2022 年发行规模开始飙升，截止 2023 年至今总发行规模已经超过 1,000 亿美元。

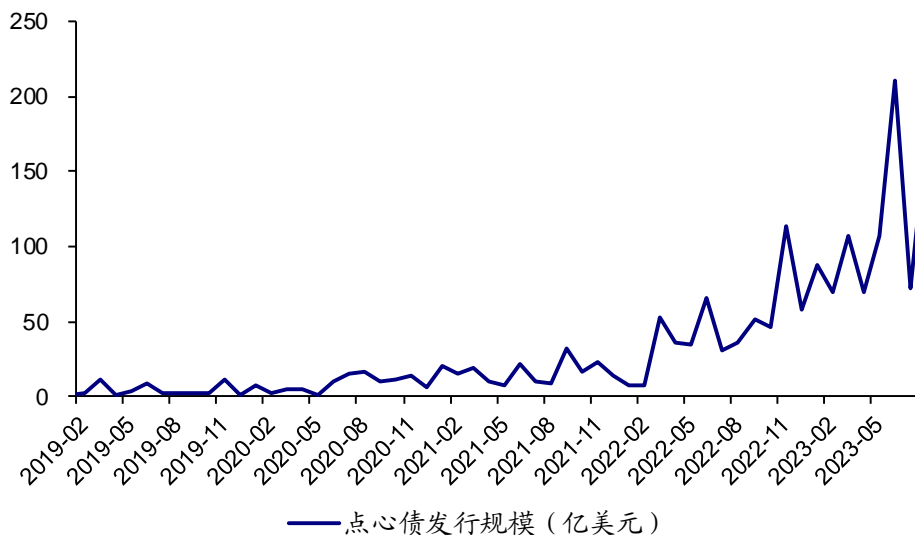
综上所述，在中美国债收益率持续倒挂的背景下，中资美元债规模收缩几成定局。对部分境外融资存在刚需的客户而言，点心债依托相对合理的融资成本，将会成为中资企业境外融资的重要工具。

图 8：中美国债收益率持续倒挂



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

图 9：点心债发行规模激增



数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

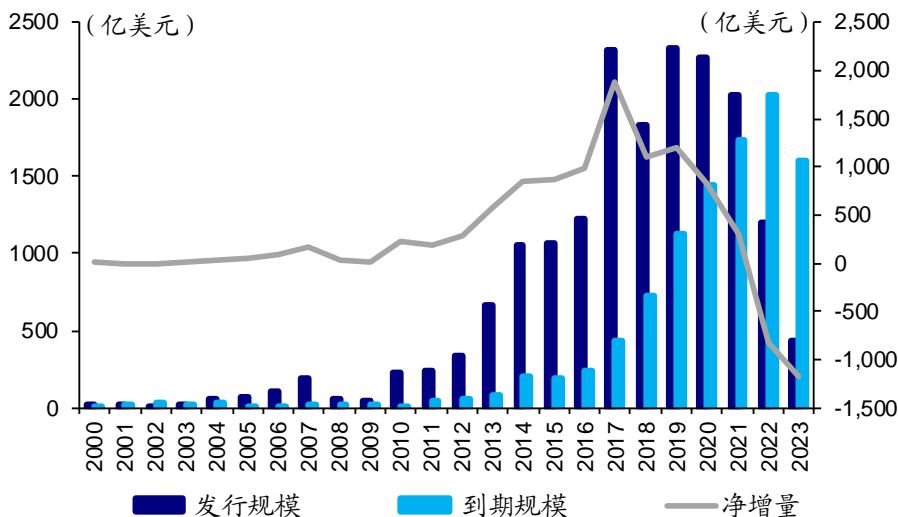
附录：中资美元债市场历史回顾

中资美元债主要是指中国境内企业及其控制的境外企业或者分支机构在境外发行的、以美元计价的、按约定还本付息的债券，它是中国企业在全球资本市场上筹集资金的一种方式。中资美元债通常由中国的国有企业、商业银行、金融机构和其他企业发行，旨在满足它们的融资需求。这些债券的发行通常会通过境外的证券交易所，如香港、新加坡、伦敦或纽约等地进行。

(一) 发行规模

本轮中资美元债发行规模增长迅猛，从 2011 年 230 亿美元的年发行量飙升到超过 2,300 亿美元仅用了 7 年左右时间，在历经短暂调整后，发行量从 2021 年开始持续下行。与此同时，随着前期已发行债券的陆续到期，中资美元债净发行量自 2022 年开始转负。

图 10：中资美元债净发行量已经进入“负区间”

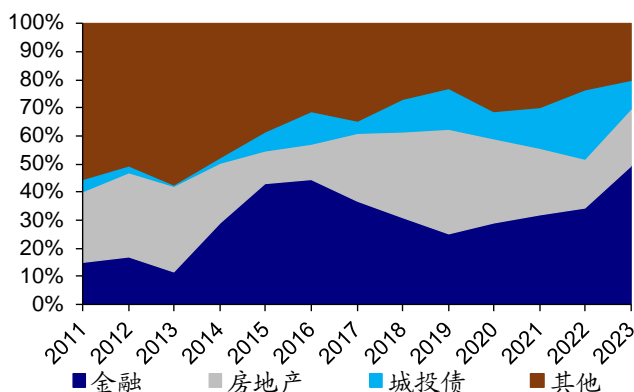


数据来源：Bloomberg, 国泰君安国际

(二) 发行主体行业

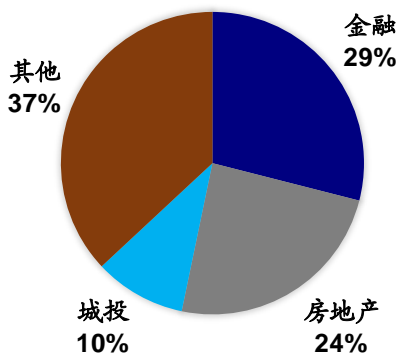
按行业划分，金融（银行、金融服务、保险等）、房地产、城投是最主要的发行主体。整体而言，金融部门中资美元债占比最大，长年维持在30%-40%水平之间，房地产中资美元债在2019年占比达到峰值后开始回落。截至2023年9月，金融（银行、金融服务、保险等）、房地产以及城投存量规模位居前三位，分别为2,213、1,853、7,489亿美元，占比分别为29%、24%、10%。

图 11: 已发行中资美元债主体构成



数据来源: 万得, 国泰君安国际

图 12: 存量中资美元债主体构成



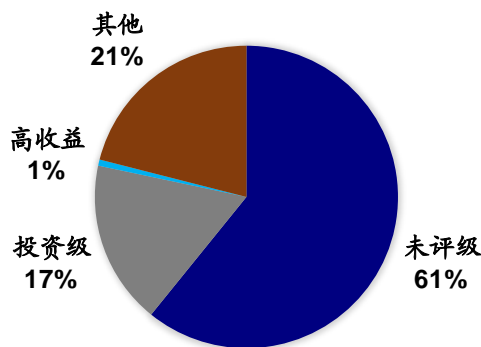
数据来源: 万得, 国泰君安国际

(三) 发行债券评级

按彭博综合评级划分，未评级、投资级是最主要类型，占总发行量比重分别为61%、17%，占存量中资美元债比重分别为43%、39%。需要注意的是，未评级并不意味着债券质量较差，也有可能是以下原因：

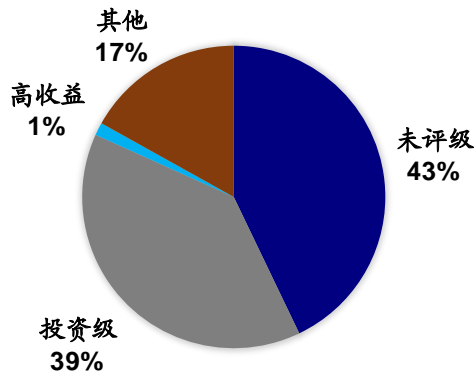
1. 发行主体主动选择不评级：在评级成本相对较高，或者发行主体认为市场对其足够了解的情况下，发行主体选择不评级。
2. 评级机构选择不评级：若评级机构认为该债券的市场需求较低，评级对市场参与者的决策没有重要影响，可以选择不对其进行评级。

图 13: 已发行中资美元债评级结构



数据来源: 万得, 国泰君安国际

图 14: 存量中资美元债评级结构



数据来源: 万得, 国泰君安国际

个股评级标准

参考基准:香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
买入	相对表现超过 15% 或公司、行业基本面展望良好
收集	相对表现 5% 至 15% 或公司、行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或公司、行业基本面展望中性
减持	相对表现-5% 至 -15% 或公司、行业基本面展望不理想
卖出	相对表现小于-15% 或公司、行业基本面展望不理想

行业评级标准

参考基准: 香港恒生指数

评级区间: 6至18个月

评级	定义
跑赢大市	相对表现超过 5% 或行业基本面展望良好
中性	相对表现-5% 至 5% 或行业基本面展望中性
跑输大市	相对表现小于-5% 或行业基本面展望不理想

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的发行人的任何财务权益。
- (3) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上。
- (4) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司在过去12个月内没有与本研究报告所评论的发行人存在投资银行业务的关系。
- (5) 国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司没有为本研究报告所评论的发行人进行庄家活动。
- (6) 没有任何受聘于国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司的个人担任本研究报告所评论的发行人的高级人员。没有任何国泰君安国际控股有限公司及/或其附属公司有联系的个人为本研究报告所评论的发行人的高级人员。

免责声明

本研究报告并不构成国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安”)对购入、购买或认购证券的邀请或要约。国泰君安与其集团公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

国泰君安的销售人员, 交易员和其他专业人员可能会口头或书面提供与本研究报告中的观点不一致或截然相反的观点或投资策略。国泰君安的资产管理和投资银行业务团队亦可能会做出与本报告的观点不一致或截然相反的投资决策。

本研究报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安不会对该等资料的准确性和完整性做出任何承诺。本研究报告中可能存在一些基于对未来政治和经济状况的某些主观假定和判断而做出的前瞻性估计和预测, 而政治和经济状况具有不可预测性和可变性, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资之目的和当中的风险, 如有需要, 投资者在决定投资前务必向其个人财务顾问咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对且无意向任何隶属于或位于某些司法辖区内之人士或实体发布或供其使用, 如果此等发布、公布、可用性或使用会违反该司法辖区内适用的法律或规例, 或者会令国泰君安或其集团公司因而必须在此等司法辖区范围内遵守相关注册或牌照规定。

© 2023 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有, 不得翻印

香港中环皇后大道中181号新纪元广场低座27楼

电话 (852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk