

投资级中资美元债恰逢其时

——2024春季中资美元债展望

证券分析师：金倩婧 A0230513070004 王胜 A0230511060001

2024.3.26



- **投资策略：2024年美国国债利率大方向趋于下行大背景下，投资级美元债或迎来更多配置机会：城投板块**，2024年预计“化存控增”政策持续推行，特殊再融资债密集落地背景下，城投短期偿债压力得到有效缓解，预计基本面持续改好背景下，境外城投美元债收益率将持续下行，关注高评级城投债机会；**地产板块**，2024年1-2月房企销售情况持续走弱，房企融资和销售情况改善仍需政策支持，房价持续承压，短期行业受负面新闻扰动市场较为波动，建议关注优质央国企地产债调整后机会；**金融板块**，《征求意见稿》背景下，金融美元债一级市场有望改善，可关注商业银行存续债券。
- **高收益美元债投资策略**：目前高收益美元债仍处于政策预期和信用违约预期博弈阶段，2024年信用风险扰动概率仍大，下沉风险偏高，**可筛选短期到期压力不大，且融资支持边际加强的头部房企中1Y期内短期债券适度下沉，针对长久期及民营房企高收益债券的投资仍需谨慎。**
- **城投美元债如何挖掘？**纵观2023年，基准利率短期震荡，且信用风险持续扰动背景下，建议优选投资级美元债进行配置，在投资级美元债供给主体中，进一步结合主体境内外价差及存量债券久期进行挖掘。截至2024年3月19日，城投投资级美元债与同期限国债信用利差为210.60BP，利差分位数为15.90%，仍存在一定挖掘空间。
- **风险提示**：中资美元债到期收益率受海外宏观政策影响较大，中资美元债到期收益率可能随美债收益率波动上行；境内外融资成本差异较大背景下，境外中资美元债发行监管政策或将进一步收紧；2024年中资美元债信用风险仍然偏高，个体信用风险有概率引起市场担忧情绪；数据提取口径出现偏差，导致实际结果出现偏误等。

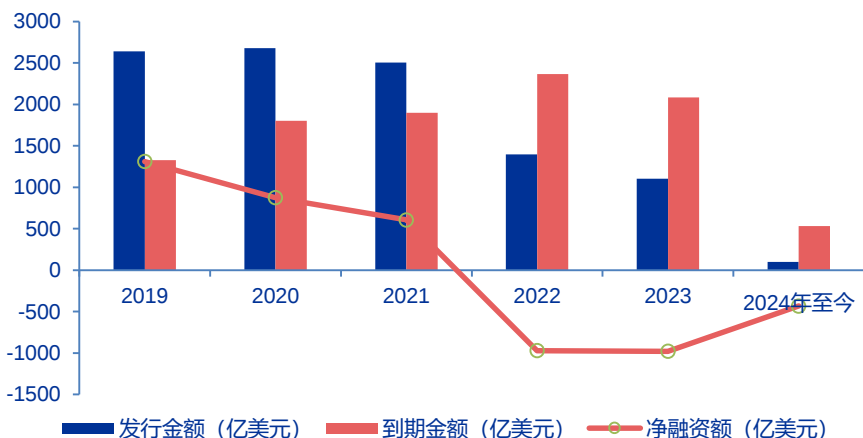
主要内容

1. 中资美元债现状分析
2. 2023年中资美元债市场行情复盘
3. 2023年中资美元债信用风险事件回顾
4. 2024年中资美元债市场展望
5. 城投美元债投资机会如何把握？

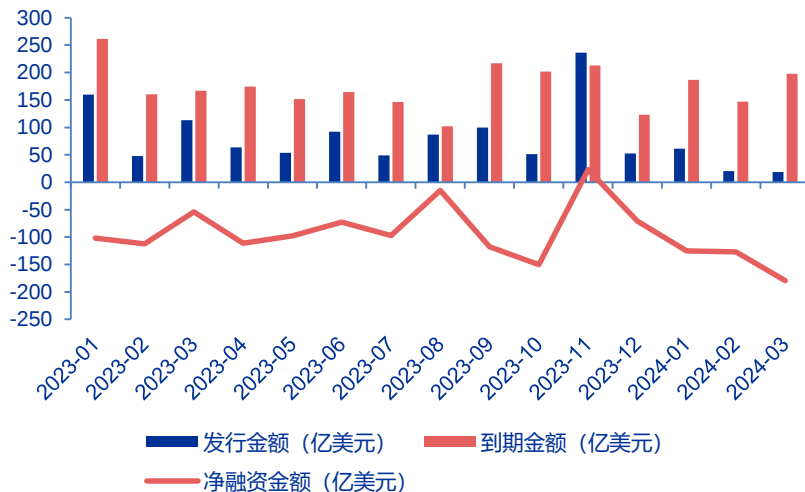
一级市场：2022年以来中资美元债净融资持续为负

- 截至2024年3月15日，存量中资美元债余额为8295.39亿美元，存量债券只数为2471只，2023年2月以来，中资美元债单月净融资持续为负。
- 2023年全年中资美元债发行量合计约1105.58亿美元，同比下降约20.87%。中美基准利差持续走阔背景下，中资美元债存量规模持续收缩，2023年全年净融资为-977.41亿美元。
- 2024年至今，中资美元债发行市场持续低迷。截至2024年3月15日，中资美元债发行总量不足100亿美元，净融资流出超400亿美元。
- 在中美基准利差持续走阔、城投及房企境外发债政策收缩背景下，预计中资企业海外发债节奏将持续放缓，一级市场供给短期将持续承压。

中资美元债存量市场规模持续收缩（亿美元）



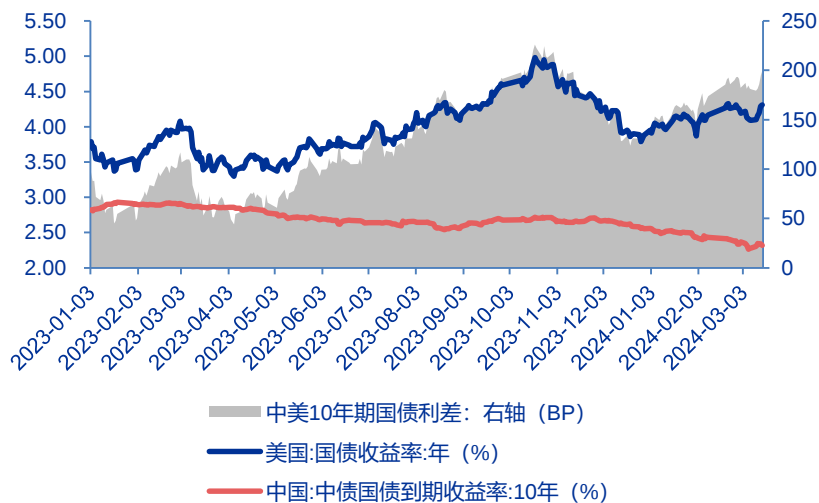
2023年中资美元债市场全年净融资为负（亿美元）



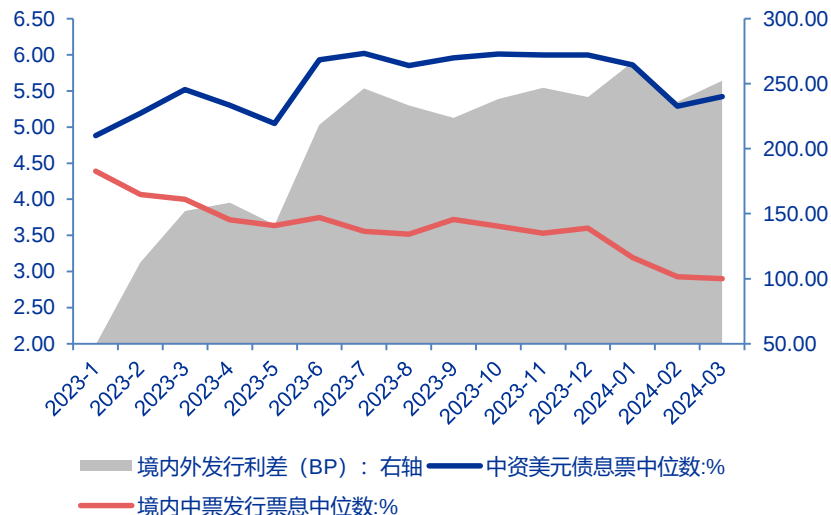
一级市场：基准利率持续走高背景下融资成本高企

- 2023年以来，受美联储加息等宏观因素影响，中美10年期国债到期收益率利差持续走扩，一度突破220BP，截至2024年3月15日，中美国债利差维持199BP高位，较2023年年初上行100BP以上。
- 受基准利差走扩影响，中资美元债融资成本高企。2023年以来，受国债收益率单边下行、债券供给收缩、化债政策利好等多方面因素影响，境内中票发行利率持续走低；2023年2月以来，美联储持续上调联邦基金目标利率，推动中资美元债融资成本持续走高；此消彼长，截至2024年3月15日，企业境内外债券发行利差达250BP以上。

中美10年期国债利差仍处高位（%，BP）



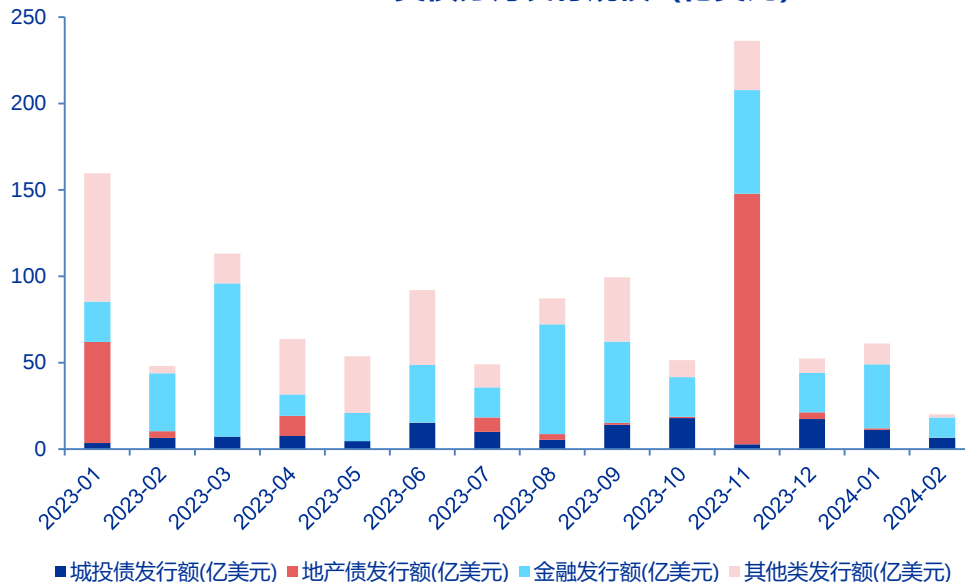
2023年至今境内外债券发行票息利差持续走阔（%，BP）



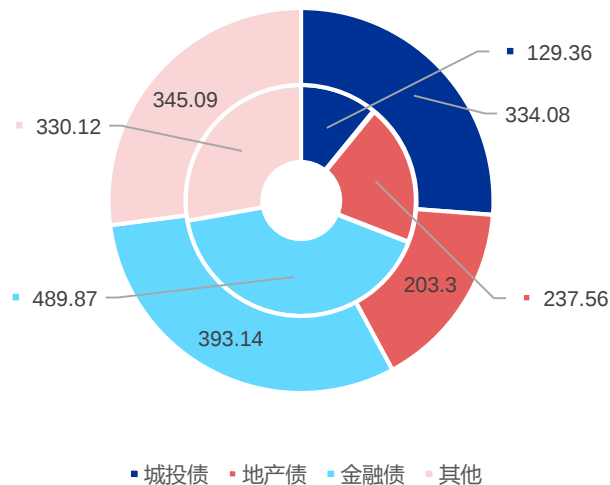
一级市场：城投及地产美元债发行同比下降

- 2023年至2024年2月底，中资美元债发行总规模为1186.91亿美元，分债券类型来看，金融债、城投债、地产债分别发行489.87亿美元、129.36亿美元、237.56亿美元。
- 受融资政策监管影响，2023年以来境内融资平台城投美元债发行规模持续压降，2023年全年城投美元债发行金额仅为111.76亿美元，较2022年全年下降222.32亿美元。
- 2023年11月地产美元债发行金额大幅上升，主因系融创中国境外债务重组，剔除此项影响后，2023年以来中资地产美元债发行同比下降。

2023-2024M2美债分月发行规模 (亿美元)



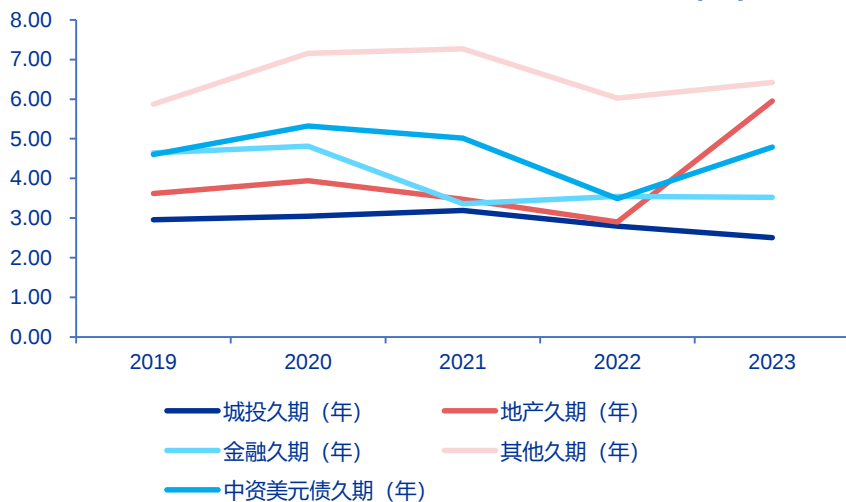
2022年及2023-2024M2美元债发行类型对比 (亿美元)



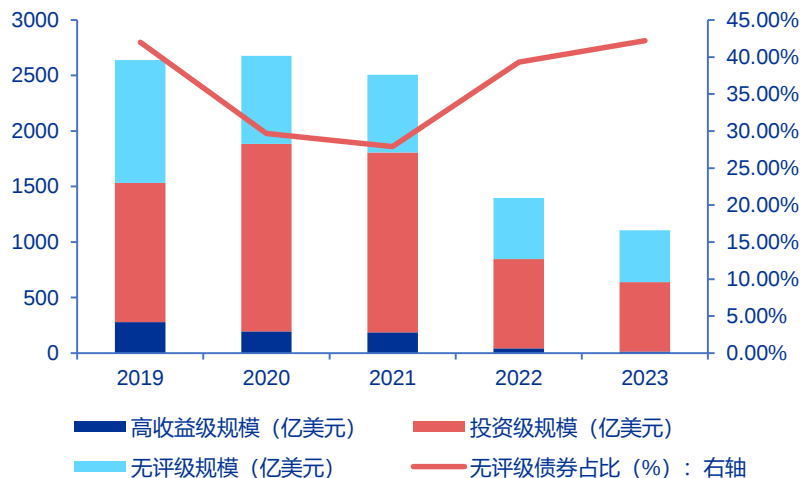
一级市场：发行久期拉长，无评级债券占比上升

- **2023年中资美元债发行加权久期为4.79年，金融、地产、城投及其他行业发行久期分别为3.52年、5.95年、2.50年、6.42年，加权发行久期同比有所上升。**
- 金融美元债发行久期较为平稳；由于相关监管政策对企业中长期外债（1年期以上）发行进行了限制，城投美元债发行久期呈缩短趋势，364D美元债发行规模有所上升；地产美元债久期大幅上升，主要系违约企业债券重组计划下的新发债券和涉险企业交换要约项下发行的美元债券发行久期较长。
- **2023年发行的中资美元债中，无评级债券占比达42.23%，国外评级机构下调中国主权信用展望背景下，企业出于避免获得较低初始评级或因市场情绪影响而被调低信用级别等目的，采取债券评级的意愿进一步下降。**

2023年中资美元债发行久期整体拉长（年）

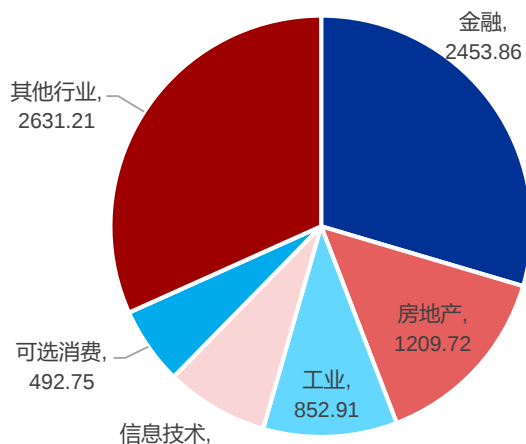


2023年新发中资美元债无评级占比大幅提升（亿美元，%）

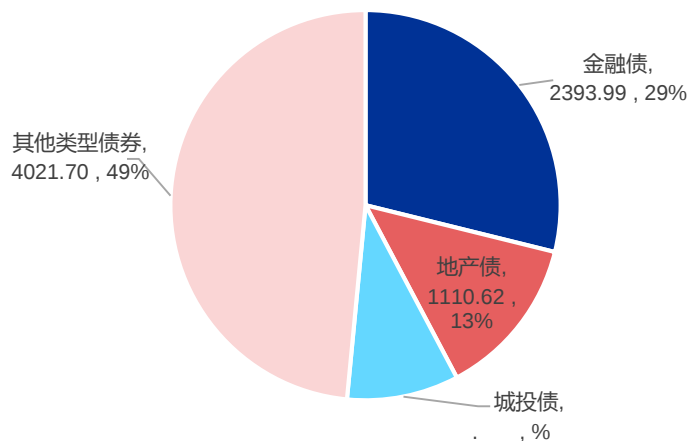


- **存量中资美元债行业分布较为集中，金融机构、房地产企业、地方融资平台是中资美元债供给主力。**截至2024年3月15日，金融业、房地产业、工业、信息技术、可选消费为主要供给行业，存量余额分别为2453.86亿美元、1209.72亿美元、852.91亿美元、654.94亿美元、492.75亿美元，前五大行业规模占存量债券规模比例约为68.28%。从发行人性质来看，金融机构、房地产企业、地方融资平台是存量中资美元债的主要发行方，占存量中资美元债比重分别为28.86%、13.39%、9.27%。
- **2022年以来，房地产债券违约潮频发及地方融资平台境外融资政策收紧背景下，房企及城投中资美元债存量占比持续下降。**

存量中资美元债行业供给较为集中（亿美元）



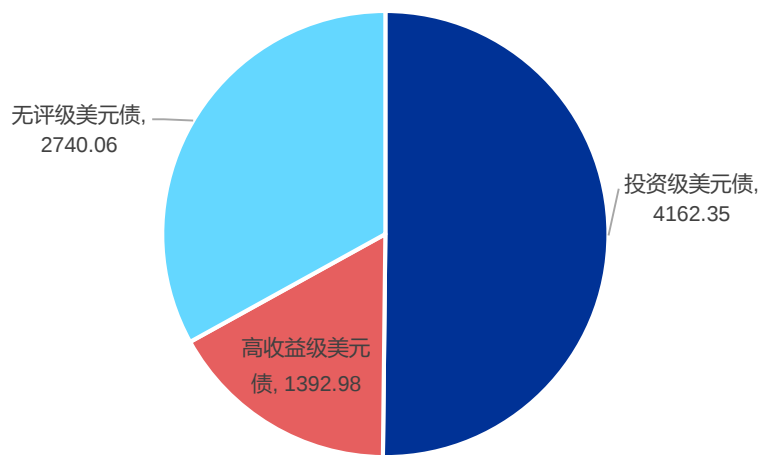
房企、金融、城投中资美元债占据存量美元债半壁江山（亿美元）



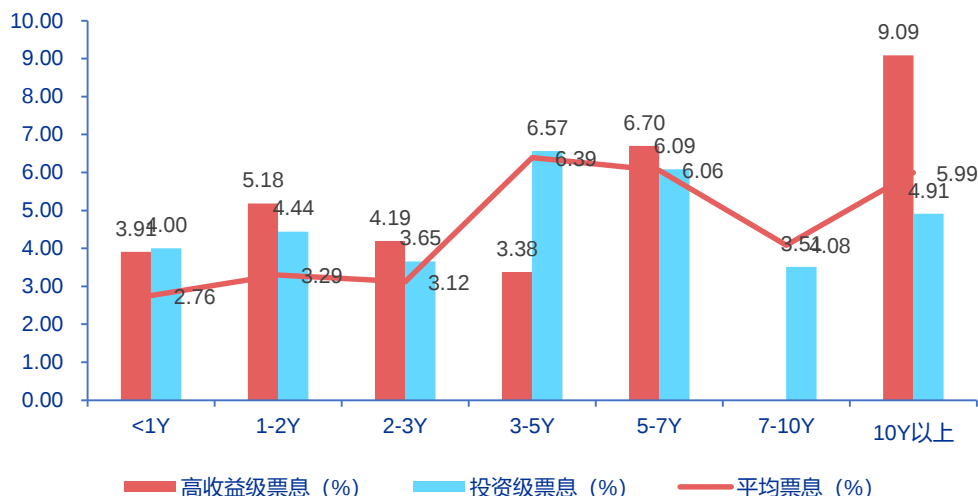
以投资级为主，部分期限投资级债券具有比较优势

- 存量中资美元债以投资级为主，剩余期限在1年以内及3-5Y投资级债券票息具有比较优势。
- 截至2024年3月15日，存量中资美元债中投资级、高收益级、无评级占比分别为50.18%、16.79%、33.03%，存量中资美元债以投资级为主，但近年来有资质下沉倾向。
- 截至目前，存量中资美元债中投资级、高收益级及无评级债券加权票面利率分别为3.35%、5.80%、4.21%，分期限来看，剩余期限在1Y以内及3-5Y的投资级美元债票息具有比较优势。

存量中资美元债以投资级为主 (亿美元)

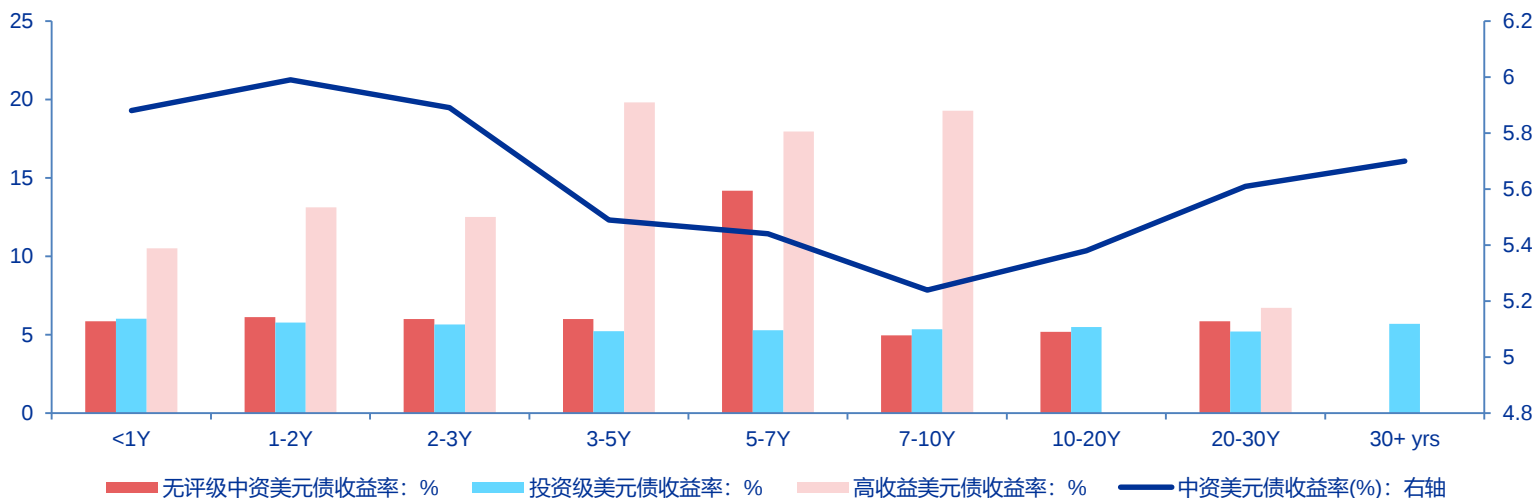


投资级债券票面利率主要集中于[2%-5%] (%)



- 截至2024年3月15日，存量中资美元债加权平均估价收益率为5.87%，投资级、高收益级、无评级中资美元债收益率分别为5.73%、12.43%、5.88%。
- 中资美元债期限收益率曲线整体呈先降后升趋势，其中剩余期限在1-2Y的收益率最高，为5.99%，7-10Y的收益率最低，为5.24%，或与高收益债券期限分布有关。
- 投资级美元债收益期限曲线整体较平，整体围绕[5.21%,6.03%]窄幅波动，无评级中资美元债整体收益率曲线除5-7Y偏高（14.19%）外，整体与投资级较为类似。
- 受负面舆情持续扰动，高收益级中资美元债估值整体偏高，10Y内各期限收益率均在10%以上。

收益率曲线整体呈先降后升趋势（%）



主要内容

1. 中资美元债现状分析
- 2. 2023年中资美元债市场行情复盘**
3. 2023年中资美元债信用风险事件回顾
4. 2024年中资美元债市场展望
5. 城投美元债投资机会如何把握？

■ 2023年中资美元债整体回报转正，强于境内信用债表现

- 2021年起，受中资房企美元债券信用舆情扰动影响，中资美元债整体表现较弱，指数回报率持续低于境内信用债。
- 2023年11月以来，市场一致预期美联储本轮加息政策已至尾声，美债收益率震荡下行，中资美元债整体回报转正。
- 投资级美元债走势与基准利率相关性较强，受信用风险事件冲击影响较小，且本轮估值修复中反弹较大，全年录得6.50%回报。
- 房地产营收持续承压叠加美联储加息背景下境外融资成本高企，中资民营房企美元债风险暴露，受此拖累中资高收益美元债指数回报持续为负，全年为-15.00%。

各类债券资产回报率

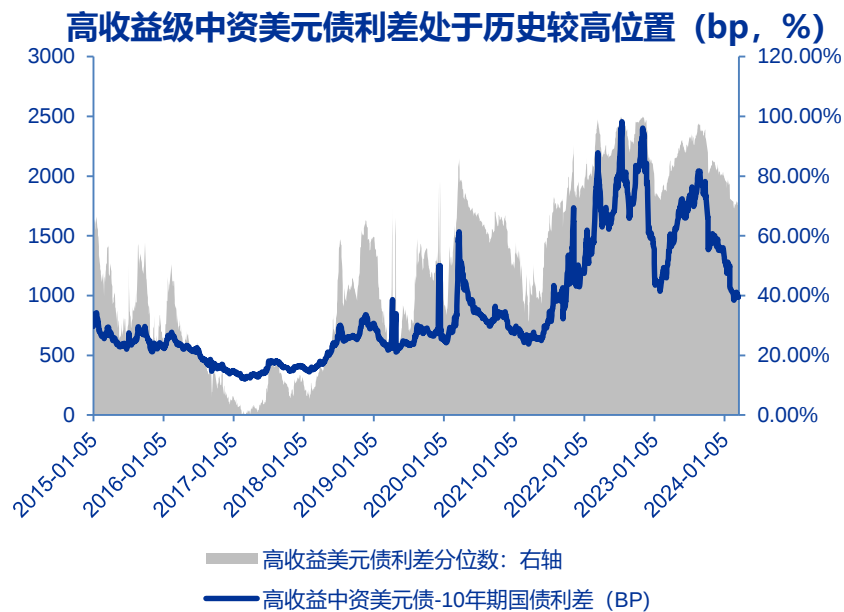
	2019	2020	2021	2022	2023	2024至今
投资级中资美元债	8.94%	5.84%	0.34%	-7.68%	6.50%	0.61%
高收益级中资美元债	12.06%	6.47%	-21.46%	-13.29%	-15.00%	5.02%
中资美元债总体	9.75%	5.93%	-5.52%	-9.53%	3.75%	1.10%
中债高信用等级债券指数	1.25%	-0.13%	1.36%	-0.62%	2.08%	0.66%
中债高收益企业债指数	2.95%	-1.68%	-1.25%	-2.01%	2.86%	0.87%

资料来源：Bloomberg（彭博数据终端），Wind,申万宏源研究

注：2024年截至3月18日

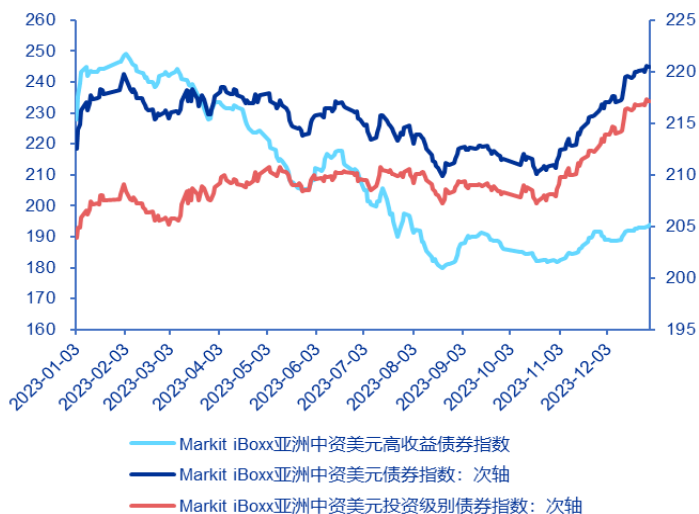
■ 投资级中资美元债利差处于历史较低分位数，高收益中资美元债利差自2021年以来持续处于偏高位置。

- 2023年11月以来，境内债券收益率持续压降，机构加大配置投资级美元债规模，加之化债政策持续落地背景下，城投短期偿债压力缓解，投资级美元债信用利差持续下行，截至2024年3月18日，投资级美元债与10年期国债利差为118.13BP，处2015年以来历史12.60%分位数。
- 高收益美元债信用利差自2021年起波动性明显增加，2023年9月以来，受益于房地产行业利好政策释放，高收益债券利差有所下行，但目前仍处于70%以上分位数。

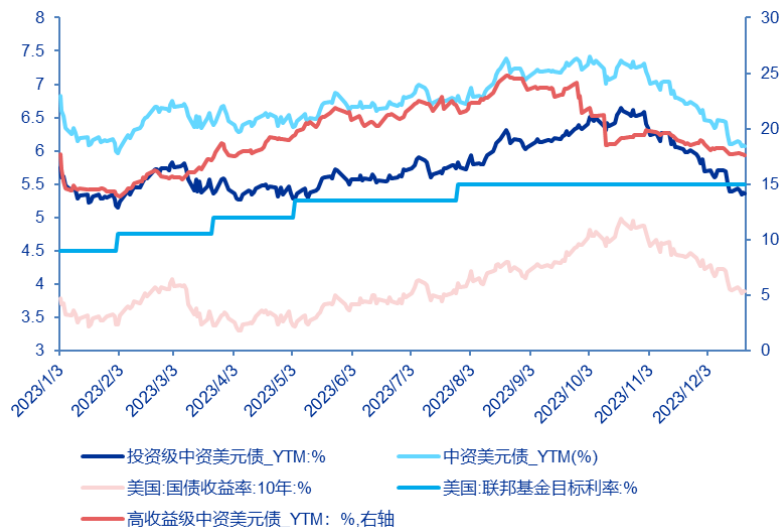


- **2023年以来，中资美元债指数呈现先下后上趋势，2-7月美元债指数整体回落，以Markit iBoxx中资美元债指数衡量，截至7月末中资美元债指数、投资级债券指数及高收益级债券指数较2月初分别变动-2.11%、0.86%、-20.62%。8-10月美国经济韧性较强，但市场对于美联储本轮加息已到尾声的预期较为一致，美债指数整体低位震荡。11月以来，由于美国10月CPI降幅大超预期，市场博弈美联储降息预期，中资美元债指数大幅走扩。**
- **全年来看，中资美元债指数、投资级债券指数及高收益级债券指数较年初分别变动3.75%、6.50%、-15.00%，中资美元债全年回报率录得正区间，投资级债券表现较好，受中资房企持续暴雷等信用事件影响，高收益债券指数大幅下行。**

2023年中资美元债指数呈先下后上趋势

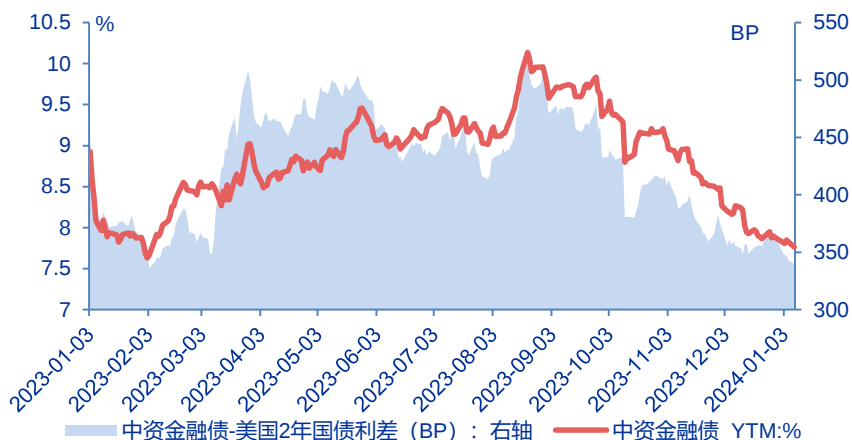


中资美元债收益率整体随基准利率变化



- **2023年全年金融美元债YTM波动范围在250BP左右，走势基本与中资美元债一致，截至12月末金融美元债收益率为7.88%，较年初下行104.73BP。以Markit iBoxx中资美元金融债券指数衡量，金融美元债全年录得回报率0.65%。**
- 走势可分为3个阶段：（1）1月在美国通胀快速回落因素下，金融美元债收益率快速下行，至2月2日达7.63%年度低点；（2）2月初美联储上调联邦基金目标利率25bp至4.75%，并于2-8月期间连续4次上调联邦基金目标利率，3月以来，在美国硅谷银行信用风险事件等因素的影响下，2-8月金融美元债收益率持续上行，一度突破10%；（3）9-12月，美联储暂停加息加之中资金融债供给大幅收缩，中资金融债收益率总体震荡收窄：11月初以来，美国通胀数据的较快回落加强了市场对美联储的降息预期，金融美元债到期收益率随基准利率快速下行。

2023年中资金融美元债利差先下后上（%，BP）

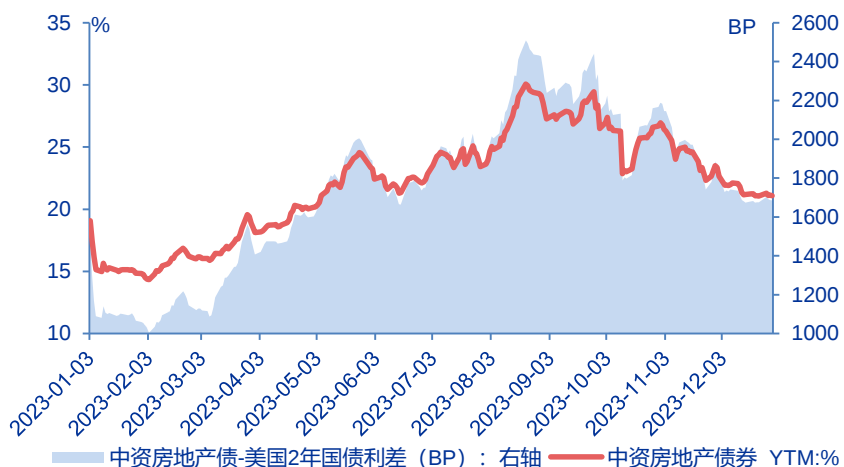


2023年中资金融美元债指数回报小幅为正



- **2023年全年地产美元债收益率较年初增加，受民营房企债券持续违约拖累，指数回报持续为负。截至12月末，地产美元债收益率为21.09%，较年初增加219.06bp，以Markit iBoxx中资美元房地产债券指数衡量，房地产美元债全年录得回报率-27.98%。**
- **分段来看：**（1）1月政策集中落地背景下，房企美元债券收益率下行，利差大幅收窄；（2）2-9月美联储持续加息、销售数据不及预期、信用事件频发等因素推动中资房地产美元债债券收益率大幅上行；（3）9月下旬起，多地官宣“认房不认贷”，11月17日，央行、金监局、证监会联合召开金融机构座谈会，向金融系统下达了“三个不低于”的要求，房地产企业尤其是非国有房企的融资需求得到了保障，行业利好政策释放推动行业估值持续修复，至12月末时中资房地产债券收益率与同期限美国国债收益率利差收窄至1685.85BP，但仍较年初上行200BP以上。

2023年中资地产美元债利差整体走扩（%，BP）

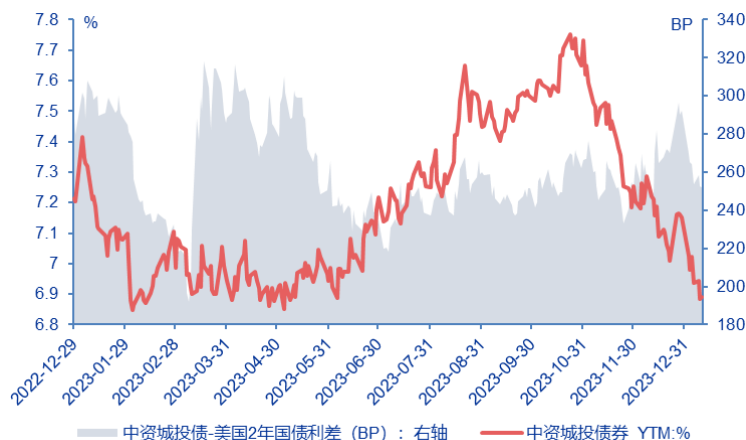


2023年中资地产美元债指数大幅下滑

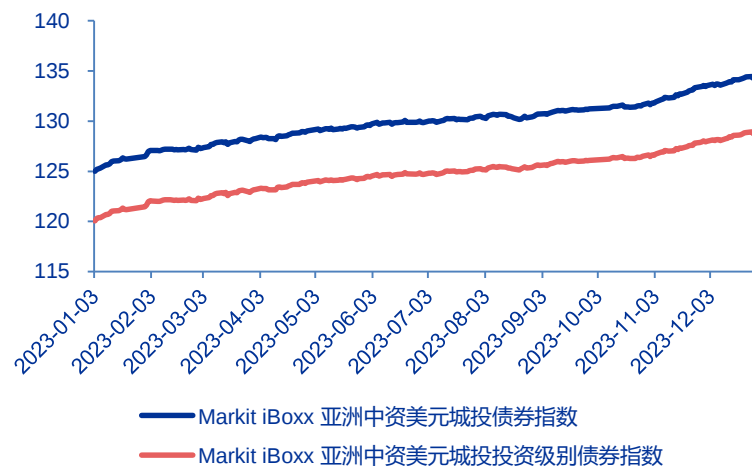


- **2023年以来，城投美元债收益率基本跟随基准利率变动，截至2023年末，城投中资美元债、城投投资级美元债收益率分别为7.15%、6.76%，较年初分别下行26.32bp、58.45bp。全年来看城投美元债与2年期美国国债利差基本在190-320BP之间窄幅震荡，表现较为平稳。以Markit iBoxx指数衡量，中资美元城投债及城投投资级中资美元债年度收益率分别为7.46%、7.27%，全年表现亮眼。**
- **分阶段看：**（1）1-5月，中资城投美元债收益率在伴随基准利率下行后，维持震荡下行趋势，中资城投债到期收益率与同期限美国国债收益率利差呈“快速下行-短期跳升-缓慢修复”走势，至5月底中资城投债估值基本修复；（2）6-10月，中资城投债收益率随基准利率影响持续上行，信用利差维持在240BP左右低位震荡；（3）10月末以来，国内地方债务风险化解措施持续出台，伴随美联储降息预期持续加强，中资城投美元债收益大幅收窄。

2023年中资城投美元债利差窄幅震荡（%，BP）



2023年中资城投美元债指数表现亮眼



主要内容

1. 中资美元债现状分析
2. 2023年中资美元债市场行情复盘
- 3. 2023年中资美元债信用风险事件回顾**
4. 2024年中资美元债市场展望
5. 城投美元债投资机会如何把握？

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/81803704100006054>