

中资美元债3月月报 风波未尽，稳妥套息

平安证券研究所 固收团队

刘璐 郑子辰

2022年3月4日

1. **【市场回顾：投资级、高收益美元债下跌】**受春节月以及地产融资冻结两个因素影响，2月中资美元债同比低于20、21年同期。2月中资美元债一级市场发行规模48.96亿美元，环比回落120.91亿美元，同比回落83.51亿美元。二级市场方面，2月投资级美元债跟随美债下跌1.52%，高收益美元债市场情绪依然疲弱，延续大幅下跌，高收益美元债指数下跌8.61%。亿达中国、国瑞置业、正荣地产、景瑞控股、阳光城集团、世茂集团等多个房企暴露信用风险。

2. **择时策略短期暂无趋势机会，建议维持短久期防守策略；投资级美元债相较境内债估值正在渐具吸引力，但仍不够极致。**

【择时策略】当前市场对俄乌冲突的定价更趋向衰退而非通胀，后续偏鸽的市场表现不排除纠偏可能。且美国经济复苏仍然强劲，联储短期将对俄乌冲突持观察态度，若通胀持续超预期将加码紧缩政策。后续长端美债或继续重返上行通道，投资级美元债难有趋势性机会。对于高收益美元债，虽然地产行业正在走出凛冬，但房企资金端仍然艰难，当前房地产销售增速除一线城市外仍在回落，未来需持续跟踪政策端的发力程度和销售端的回暖程度，当前仍是偏左侧时点。

【择券策略】继去年底央行和银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》后，多家金融机构为房企并购提供金融服务。如浦发银行发行首单50亿元房地产项目并购主题债券，招商、浦发和交通银行为部分优质房企如华润置地、大悦城等共提供合计约630亿元并购融资额度。对于准违约债投资者，在政策释放利好推动行业并购的背景下，可以挖掘消息面的 α ，博弈部分债券的清算价值，但需要考虑到中资美元债违约后追偿的一些法律障碍的问题。

【套息策略】在美债处于逆风状态的背景下，投资级杠杆票息策略仍相对占优。投资级美元债1个季度内能抵御23BP的收益率上行幅度，有一定套息价值，但22年短端利率上行确定性很高，套息策略的性价比不及21年，需要随时测算安全保护空间。

【跨市场套利策略】考虑锁汇收益后，中资美元债的估值正在逐渐具备吸引力，但投资级的定价仍不够极致，高收益债能需要等待市场风险偏好继续修复。当前投资级美元债收益率、利差相对美国企业债的估值优势不大，但考虑锁汇收益后，境内外利差能抵御一个季度上升17BP。

3. **【风险提示】**1) 新冠疫情的发展演变超出市场预期。2) 需持续关注美联储政策表态。3) 经济数据快速向好。



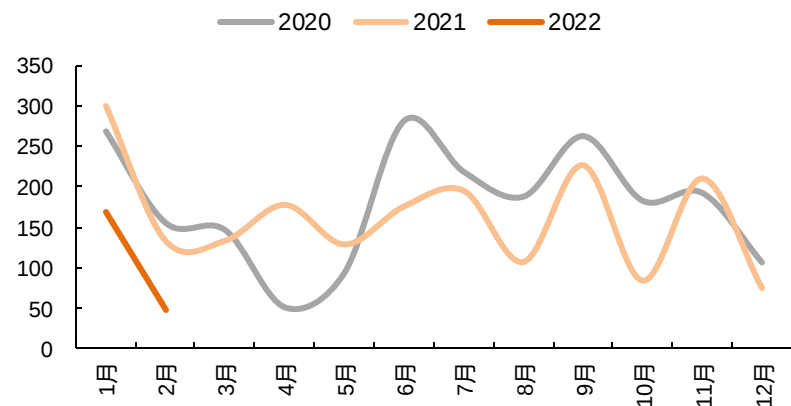
CONTENT 目录

- 市场回顾：投资级、高收益美元债下跌
- 策略与展望：投资级套息、高收益择券
- 风险提示

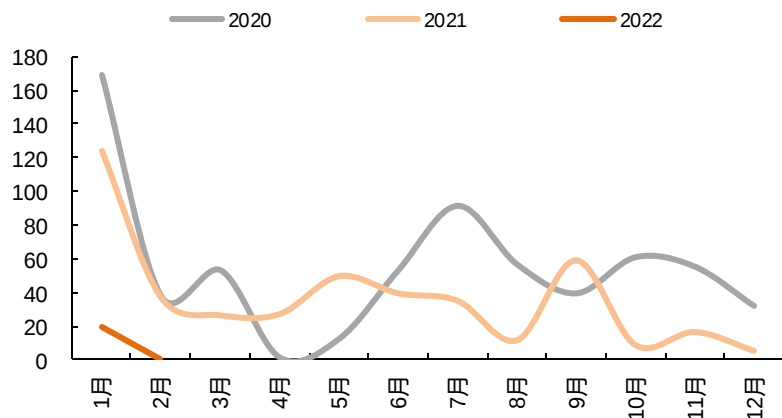
1.1 一级市场：2月美元债融资仍处于近三年最低水平

- 受春节月以及地产融资冻结两个因素影响，2月中资美元债同比低于20、21年同期。2月中资美元债一级市场发行规模48.96亿美元，环比回落120.91亿美元，同比回落83.51亿美元。结构上，2月无地产美元债发行；城投美元债发行量6.30亿美元，同比下降-1.49亿美元；金融美元债发行量31.68亿美元，同比下降-5.23亿美元。

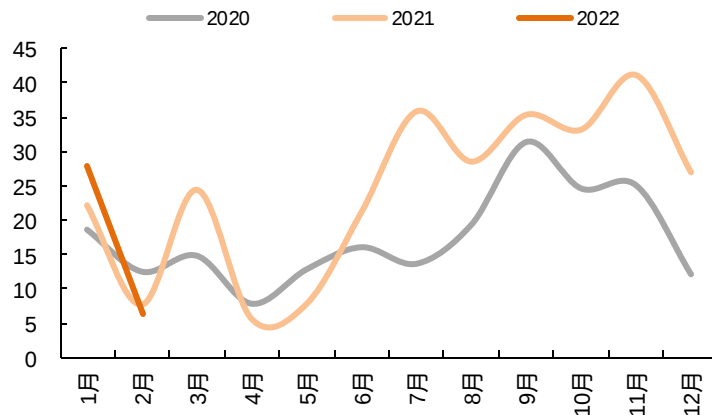
中资美元债发行量同比下降（亿美元）



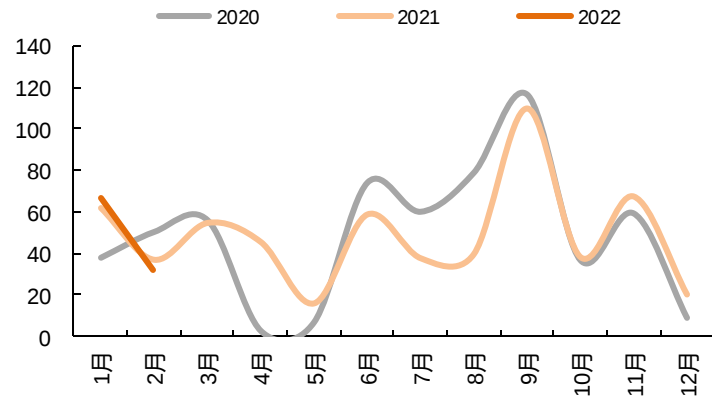
2月地产美元债无新发行（亿美元）



城投美元债发行量同比小幅下降（亿美元）



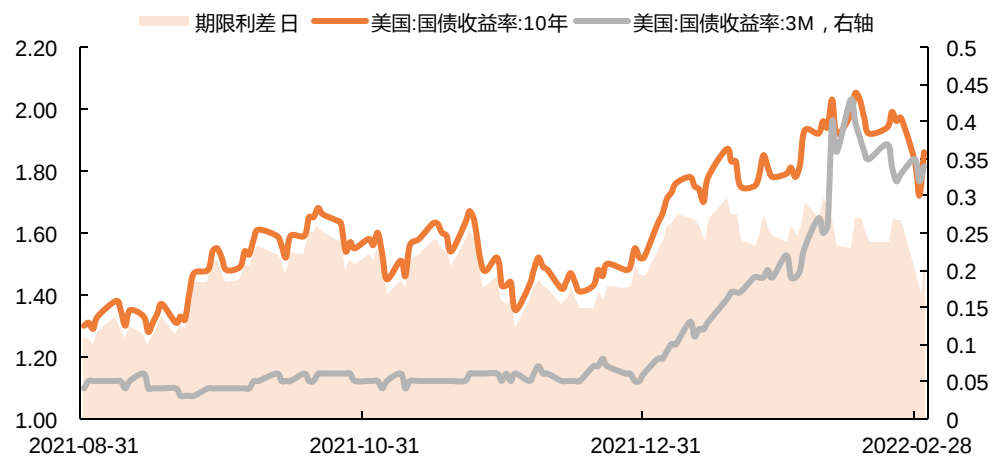
金融美元债发行量同比小幅下降（亿美元）



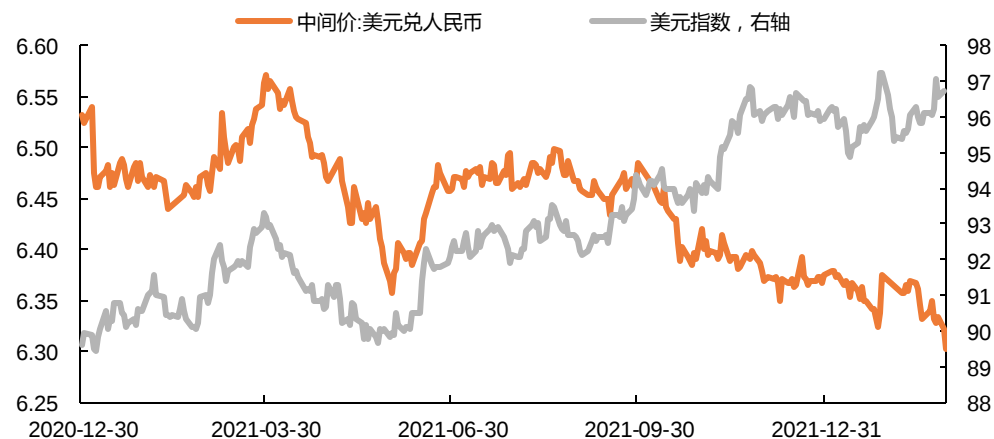
1.2 基准跟踪：美债利率曲线熊平，人民币兑美元汇率维持强势

- 2月10Y美债收益率整体先上后下，全月小幅上行4BP；资金成本继续抬升，全月3M美债收益率上行13BP。2月上旬市场仍在定价美联储的紧缩预期，2月上半月10Y美债大幅上行26BP；美东时间2月16日，美联储发布议息会议纪要，纪要并未额外释放鹰派信号，市场悲观情绪有所缓和，2月底的俄乌冲突导致市场的避险情绪抬升、长端美债加速下行，2月下半月10Y美债整体下行22BP。全月来看，2月10Y美债上行4BP。
- 2月美元贬值、人民币兑美元汇率调升。2月28日美元指数96.71，较上月基本持平，小幅升0.07%；人民币兑美元仍然受益于偏强的出口表现，较1月末调升524个基点。

2月美国10Y国债收益率整体先上后下，全月上行4BP（%）



2月人民币兑美元汇率较上月调升524个基点



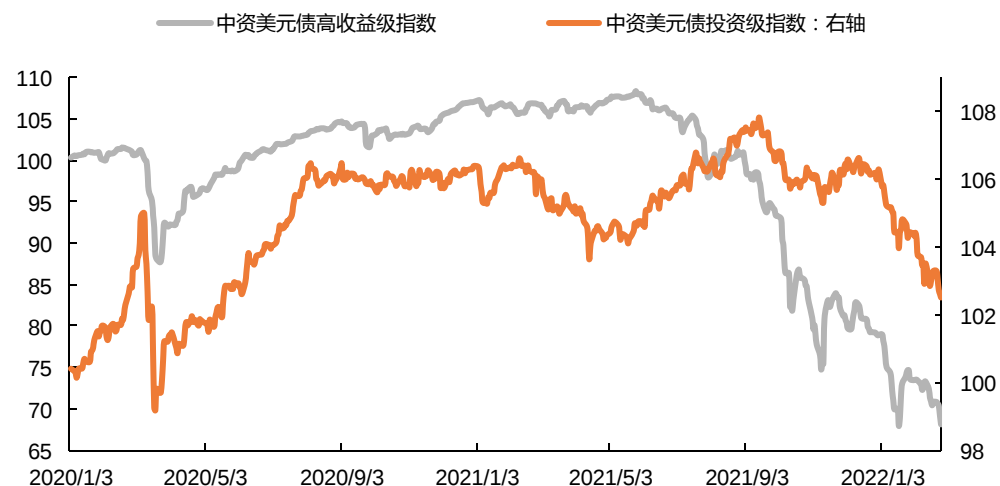
1.3 市场价格：美元债普跌，投资级表现好于高收益债

- 2月投资级美元债跟随美债下跌，高收益美元债市场情绪依然疲弱，延续大幅下跌。彭博巴克莱指数方面，高收益美元债下跌8.61%，投资级美元债下跌1.52%。收益率方面，高收益美元债收益率上行231BP，投资级美元债收益率上行34BP。

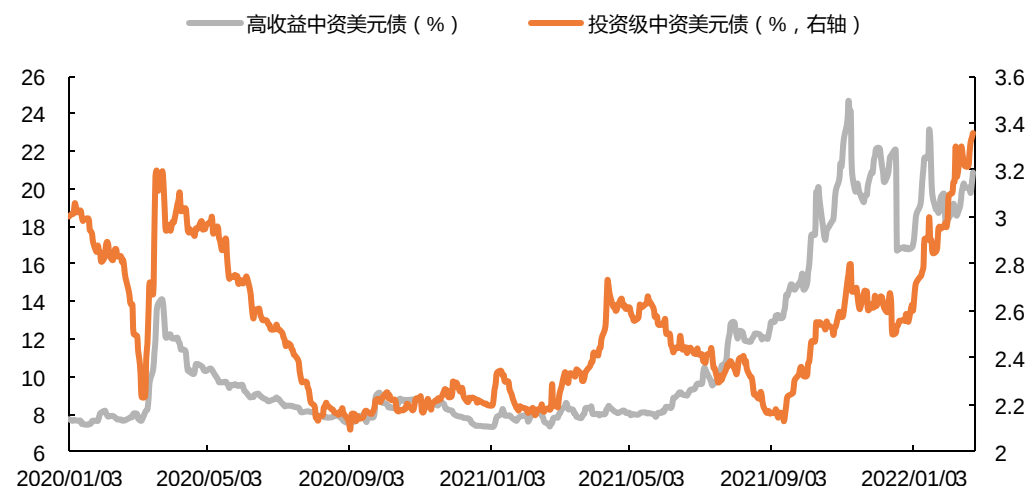
2月美元债整体明显下跌（彭博巴克莱指数）

		较上月变化	较21年底变化
高收益级	中资美元债	-8.61%	-14.96%
	美国美元债	-1.03%	-3.73%
投资级	中资美元债	-1.52%	-3.28%
	美国美元债	-2.00%	-5.30%

彭博巴克莱指数：高收益美元债下跌8.61%，投资级美元债下跌1.52%

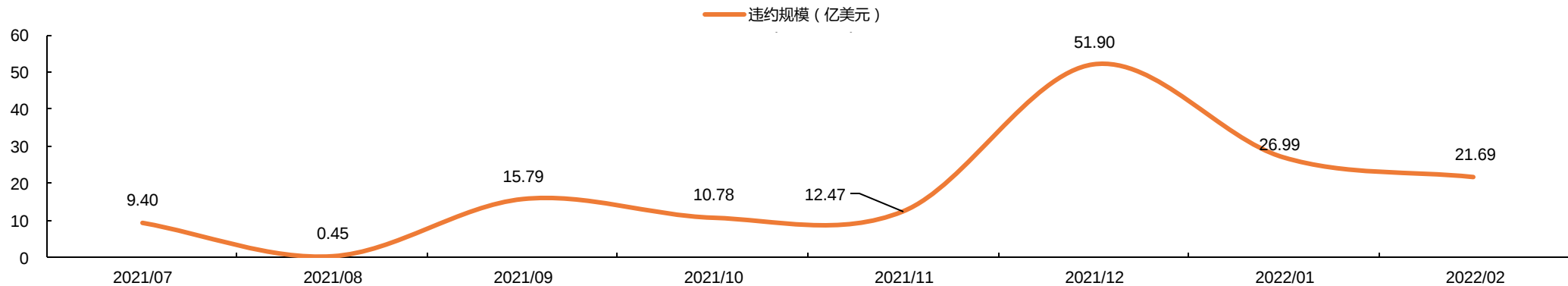


高收益美元债收益率上行231BP，投资级美元债收益率上行34BP



1.4 2月地产美元债信用风险仍在发酵

2月中资美元债违约规模22亿美元



2月亿达中国、国瑞置业、正荣地产、景瑞控股、阳光城集团、世茂集团等多个房企暴露信用风险

房企	风险事件
亿达中国	2020年2月26日，公司公告称，对于2020年4月19日到期的3亿美元债进行要约交换，最终82.38%的投资者接受置换方案。 2020年3月27日，亿达中国发行约2.25亿美元的置换票据，新票据将于2022年3月27日到期。 2022年2月8日，公司公告称，对于上述置换票据寻求契约修订，将到期日由2022年3月27日延长至2025年4月30日。 2022年2月17日，公司公告称，已获94.04%的持有人同意，自签订书面豁免及补充契约起及之后，不论是否同意，票据的现有及未来持有人将受该书面豁免及经补充契约所修订及补充的契约条款所约束。
国瑞置业	2022年2月14日，公司公告称，就未偿付2024年到期的14.25厘优先票据的最低接纳金额提出交换要约。
正荣地产	2022年1月5日，公司公告称，将于2022年3月5日悉数赎回所有发行在外的美元永续债ZHPRHK 10.25 PERP。 2022年2月18日，公司公告称，可用于清偿债务的内部资金有限，因此就原定2022年3月赎回的美元永续债提出若干建议豁免及修订。 2022年2月21日，公司公告称，就4只美元票据和1只海外人民币票据进行要约交换。
景瑞控股	2022年2月23日，公司公告称对2022年3月到期12.75厘优先票据发起交换要约。
世茂集团	2022年2月16日，世茂集团寻求将规模60亿人民币的“中信信托·深圳龙岗融资集合资金信托计划”展期偿付。
阳光城集团	2022年2月17日，公司在上交所公告称，阳光城未能在30日豁免期内支付2笔境外债券利息共计2727万美元。



CONTENT 目录

● 市场回顾：投资级、高收益美元债下跌

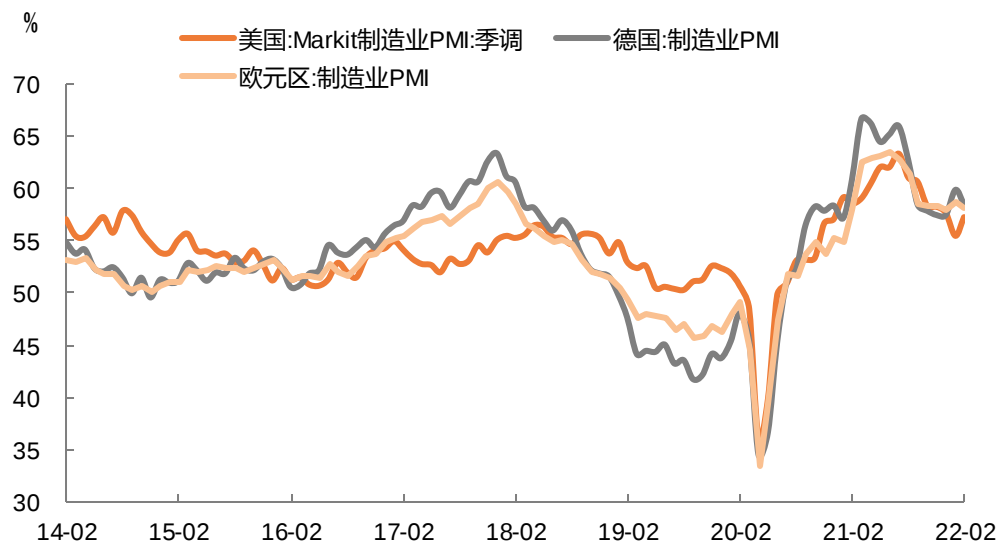
● 策略与展望：投资级套息、高收益择券

● 风险提示

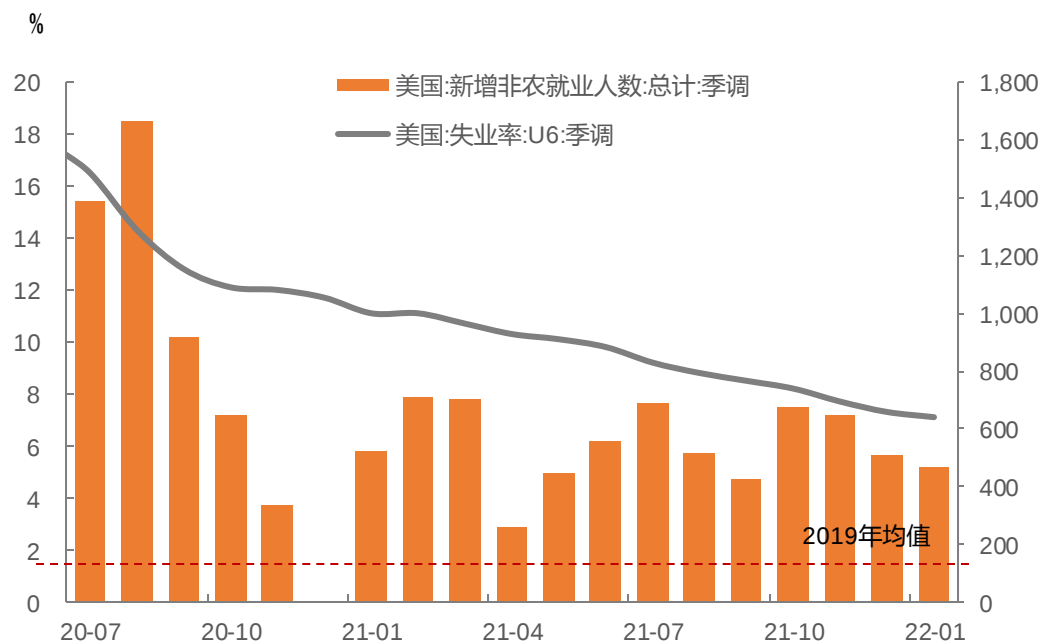
2.1 基准利率：美国经济复苏仍然强劲

- 美国经济复苏仍然强劲。1月新增非农、零售销售和通胀数据均超预期，2月美国Markit制造业PMI不降反升，达到57.3%的高水平。

2月美国制造业PMI高位反弹 (%)



美国就业数据仍然强劲



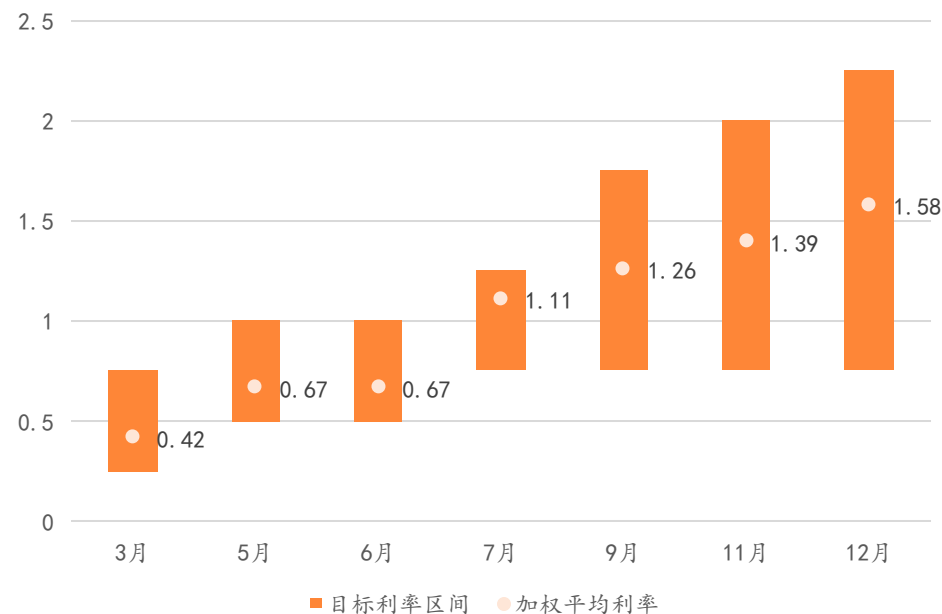
基准利率：联储加息在即，俄乌冲突对通胀的影响让事情变得更复杂

- 联储加息在即，市场预期受俄乌冲突开始分歧。2月美联储议息会议并未额外释放鹰派信号，但根据此前鲍威尔的发言和美联储票委的态度，3月加息25BP板上钉钉，但是否需要加息50BP存在分歧。缩表的时间预期从三季度也有所提前。不过后续收紧的节奏仍然需要盯住通胀和就业两个核心指标，特别是需要关注核心通胀中的房租和二手车价格。此外，美联储paper显示预期外的10%油价涨幅将带动核心PCE在6个月内提高0.3%，意味着去年12月以来的油价上涨对上半年核心PCE的额外贡献大约为1.2%，俄乌冲突在多大程度上加剧这种影响需要持续观察。

2022年2月10日以来美联储票委对于加息态度

票委	职位	观点
布雷纳德	美联储副主席(提名)	赞成加息25bp，支持在未来几次会议上开启“缩表”
鲍曼	美联储理事	支持在未来几次会议上开启“缩表”。
沃勒	美联储理事	若物价压力持续加剧，则支持3月加息50 bp，并支持年中前加息100 bp；支持在不迟于7月议息会议前开始“缩表”
威廉姆斯	纽约联储主席	一开始就大幅加息的理由还不充分；认为应在3月加息后削减资产负债表
布拉德	圣路易斯联储主席	应三次会议上分散加息，7月前累计加息100bp，并从第二季度起缩减资产负债表，削减购债规模，在3月初会议前结束购债，且若通胀减速未达预期则考虑出售所持资产。
梅斯特	克利夫兰联储主席	赞成3月加息 25 bp；应尽快开始“缩表”，在合适的时点出售一些抵押贷款支持证券（MBS）
乔治	堪萨斯城联储主席	美联储应考虑主动出售一些国债和抵押贷款支持证券以加快缩减资产负债表
哈克	费城联储主席	赞成3月加息25bp

3月以来美联储可能的目标利率（%）



基准利率：但是美债市场短期内定价经济衰退，后续需要防范预期的反复

- 当前市场对俄乌冲突的定价更倾向于经济衰退，后续有可能反向开始定价通胀。俄乌冲突影响市场的路径有两个，一是推升通胀水平，二是导致经济增长放缓。此前美债对俄乌冲突的反应主要是遵循第二条路径，即经济增长放缓。俄乌冲突以后，2月下旬10年美债收益率累计下行22BP，未来不排除纠偏可能。参考70年代滞胀时期经验可知，当通胀失控时联储会首先控通胀，其次才是恢复经济增长。

◎ 俄乌冲突可能的两方面影响：通胀高企和经济衰退

俄乌地缘冲突直接推升通胀水平

从供应短缺和跨境贸易受阻的角度推升全球原材料价格。

- 工业品：原油、煤炭、天然气、铝、镍等。
- 农产品：小麦、玉米、葵花籽等，化肥等农用产品。

通胀



衰退

高通胀导致经济增长放缓

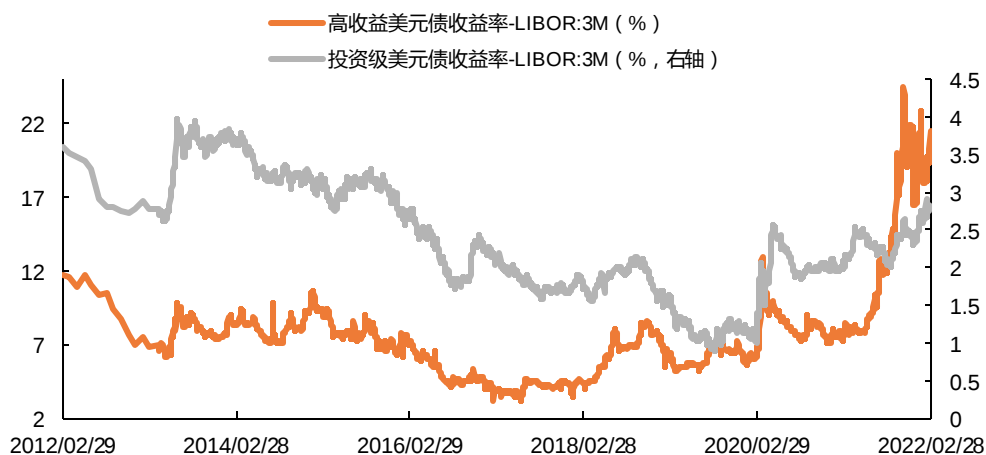
总需求不变，成本抬升压缩中下游企业利润，从而导致投资下滑。

- 生产：与国内2021年基建投资乏力类似，高成本导致投资下滑。
- 金融：实体回报率下滑，导致资金流入并淤积在金融体系。

2.2 在此背景下，美债处于逆风状态，投资级杠杆票息策略仍相对占优

- 在此背景下，美债整体处于逆风状态，而投资级美元债大约滞后美债约1个月（如果21年我们按照投资级美元债滞后10Y美债1个月进行操作，胜率为100%），我们对3月投资级美元债表现仍然不乐观。
- 此时，投资级美元债套息策略确定性相对较高。当前投资级美元债和3个月LIBOR的套息空间在280BP，套息空间位于历史68%分位数，能抵御1个季度投资级美元债收益率上行23BP，而国债期货隐含10Y美债1个季度收益率上行的幅度约4BP，投资级美元债的估值能提供一定的保护。

投资级美元债和资金成本的分位数为68.36%



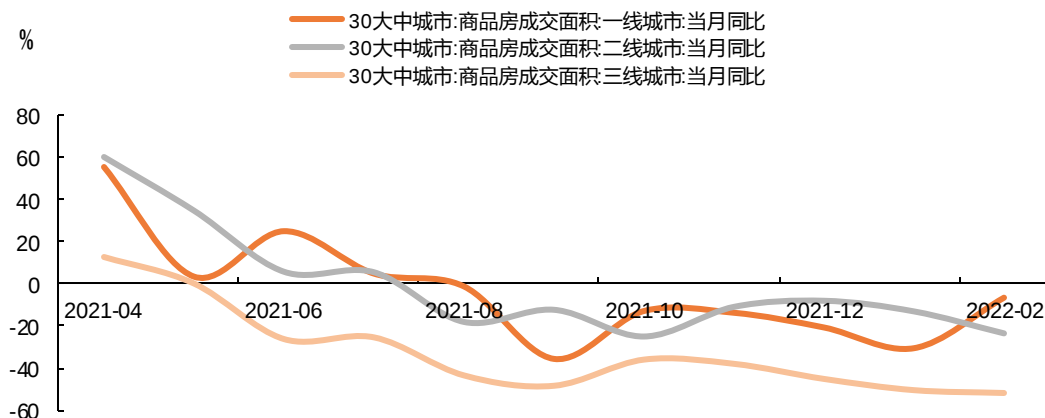
21年如果按滞后10Y美债1月来做投资级美元债操作，胜率为100%（表格单位：BP）

	投资级美元债收益率变化	10Y美债收益率变化
2021年1月	-1	16
2021年2月	1	36
2021年3月	19	29
2021年4月	22	-4
2021年5月	-6	-3
2021年6月	-13	-17
2021年7月	-6	-24
2021年8月	-21	6
2021年9月	18	21
2021年10月	25	6
2021年11月	2	-15
2021年12月	-6	9
2022年1月	36	13
2022年2月	33	2

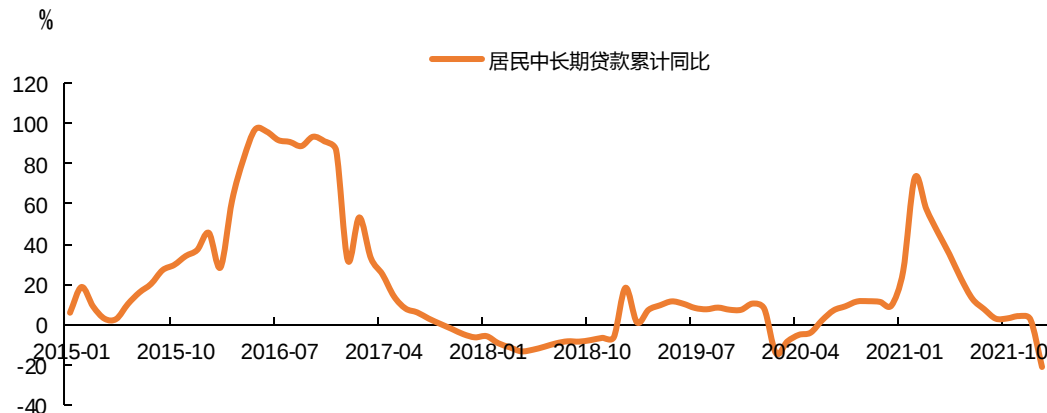
2.3 高收益美元债收益率仍在筑顶，当前仍是偏左侧时点

- 对于高收益美元债，当前仍是偏左侧时点。2月以来地产相关的放松政策在持续演绎，主要是从两个方面：（1）部分城市出现需求端的放松政策如首套房首付比率下调、房贷利率下调，如菏泽、驻马店、佛山、南通等城市非限购区域部分楼盘下调首付比率，广州、南京等地区房贷利率也有下调。（2）全国性的预售资金监管政策出台，此前部分预售资金监管的城市得到纠偏。当前政策纾困思路明确，也在按部就班发力。但与此同时行业的流动性风波也仍在发酵，2月正荣、景瑞、世茂等房企暴露信用风险事件，高收益美元债2月也继续大幅下跌8.61%。虽然地产行业正在走出凛冬，但从政策吹暖风到房企流动性得到实质性改善，核心是看到销售的企稳回暖。从30城商品房成交来看，2月一线城市销售同比有所改善，而二三线城市销售增速仍在继续下滑，当前地产销售端仍然疲弱。内生现金流的良性循环是提振金融市场信心的关键，未来需持续跟踪政策端的发力程度和销售端的回暖程度，我们预计行业利差见顶可能发生在一季度以后，当前仍然是偏左侧时点。

2月一线城市销售有所回暖，二三线城市销售增速仍在筑底



按揭尚未看到好转，1月居民按揭贷款同比增速-21%



2.3 但已经可以自下而上博弈部分债券的清算价值

- 对于准违约债投资者，在政策释放利好推动行业并购的背景下，可以挖掘消息面的 α ，博弈部分债券的清算价值。继去年底央行和银保监会出台《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》后，多家金融机构为房企并购提供金融服务。如浦发银行发行首单50亿元房地产项目并购主题债券，招商银行、浦发银行和交通银行为部分优质房企如华润置地、大悦城等提供合计约630亿元并购融资额度。可以挖掘消息面的 α ，目前已经违约或市场预期违约的，价格在35元以下的地产美元债规模达到850.19亿美元，占地产美元债42.69%。破产重整/和解/庭外协商等方式下的真实回收高于清算价值15%-25%，可基于清算价值释放的安全垫做高收益债择券尝试。
- 但需要考虑到中资美元债违约后追偿的一些法律障碍的问题。比如目前美元债投资者担心维好协议发行无法绑定债权人与境内集团的关系，最终进入法律程序后无法被认可为普通债务，无法抄底和定价。我们认为大的原则是首先要在法律层面无瑕疵地掌握资产，其次是资产是否有流动性能以好的价格卖出去，再次是资产卖出以后的偿付顺序。

地产美元债不同买价区间存量规模和占比

价格区间	区间地产美元债存量(亿美元)	占比
(0, 35]	850.19	42.69%
(35, 50]	213.28	10.71%
(50-60]	56.19	2.82%
(60-70]	99.30	4.99%
(70-80]	169.73	8.52%
(80-90]	123.75	6.21%
90元以上	478.99	24.05%

金融机构通过发行并购主题债券、提供并购融资额度助力房地产企业并购

时间	事件
2022/1/24	浦发银行发行50亿元房地产并购主题债券“22浦发银行02”，募集资金将用于房地产项目并购贷款投放。
2022/1/25	招商银行为华润置地和华润万象生活分别提供200亿和30亿并购融资额度
2022/2/14	招商银行为大悦城控股提供100亿元并购融资额度。
2022/2/18	浦发银行为大悦城控股提供100亿元并购融资额度。
2022/2/21	交通银行为五矿地产提供100亿元并购融资额度。
2022/2/25	浦发银行为瑞安房地产提供100亿元并购及ESG可持续发展融资额度。

中资美元债的跨市场静态估值正在逐渐具备吸引力，对于投资级可以保持观望

- 当前投资级美元债收益率、利差相对美国企业债的估值优势不大。当前投资级美元债收益率、利差分位数分别为53%和45%，而投资级美国企业债的收益率、利差分别处于57%和51%分位数。
- 考虑锁汇收益后，中资美元债的估值正在逐渐具备吸引力，但投资级的定价仍不够极致，高收益债能需要等待市场风险偏好继续修复。2月投资级美元债收益率已经高于境内3Y期AAA收益率38BP，考虑锁汇收益后，当前投资级境内外套息策略套息空间209BP，位于历史76%分位数，当前的套息空间能够抵御境外-境内利差一个季度内上升17BP。



投资级中资美元债相较美国企业债的估值优势不大

		当前值	历史分位数
中资美元债	投资级收益率	3.31%	53%
	投资级利差	162BP	45%
	高收益级收益率	21.99%	100%
	高收益级利差	2280BP	100%
美国企业债	投资级收益率	3.21%	57%
	投资级利差	127BP	51%
	高收益级收益率	5.48%	21%
	高收益级利差	362BP	24%



考虑锁汇收益后，高收益境内外利差在95%历史分位数

		利差/收益 (BP)	历史分位数
考虑汇率后的套息策略	人民币换美元，卖出境内AAA债，买入投资级美元债	209	76%
	人民币换美元，买入高收益美元债，卖出境内AA-债	1781	95%
不考虑锁汇收益	投资级：美元债-3YAAA中票	38	89%
	高收益级：美元债-3YAA-中票	1611	97%

资料来源：Bloomberg，平安证券研究所，数据截至2022年2月28日

注：当前1年期锁汇收益率约1.70%，锁汇收益率=即期人民币换美元，远期1年美元换人民币的收益率

2.5 四种策略中，确定性最高的是杠杆票息

择时策略

投资级、高收益美元债短期内均无趋势性行情，建议维持短久期。

推荐指数：

高收益美元债

投资级美元债

择券策略

当前高收益美元债的部分债券的定价接近清算价值，即垃圾债违约的安全垫。

推荐指数：

高收益美元债 ★

杠杆套息策略

投资级美元债杠杆套息可行，但在资金利率上行背景下需要随时测算安全垫。

推荐指数：

投资级美元债 ★★

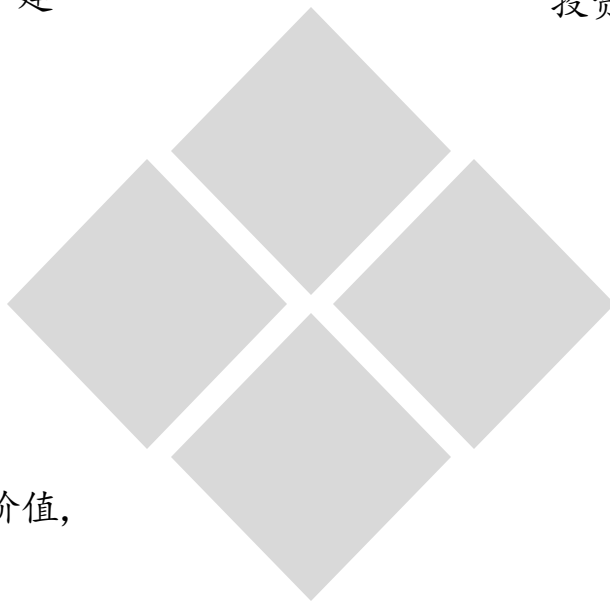
跨市场套利策略

考虑锁汇收益后，投资级美元债相较境内债有相对估值优势。

推荐指数：

高收益美元债

投资级美元债 ★



- 1) 新冠疫情的发展演变超出市场预期，疫苗落地效果不及预期、疫情控制不力可能导致企业经营现金流再次受到冲击。
- 2) 需持续关注美联储表态，若美联储加息时间早于市场预期、加息幅度大于市场预期，美债基准利率或将上行。
- 3) 社会秩序快速恢复，经济数据快速向好，可能导致美债收益率上行。

平安证券研究所固收团队

分析师	邮箱	资格类型	资格编号
刘璐	LIULU979@PINGAN.COM.CN	投资咨询资格	S1060519060001
郑子辰	ZHENGZICHEN160@PINGAN.COM.CN	投资咨询资格	S1060521090001

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2022版权所有。保留一切权利。