

2021年中国离岸债券市场回顾和2022年展望： 物竞天择的过程中渐露曙光

在2021年下半年，中国房地产开发商引发的一系列违约和信用相关事件严重打击了中国离岸债券市场。由于债券收益率的大幅飙升，与票面利率利差不断扩大，开发商的债券融资渠道几乎被关闭。因此，在2021年首十个月，中国离岸美元债券发行额下降至1,655亿美元，同比减少了11.9%。尤其是2021年下半年截至10月底的四个月内，离岸美元债的发行额同比减少了30%。

2021年下半年截至10月底的四个月内，中国房地产开发商的离岸美元债券发行额同比下降51.4%，仅占总发行额的18%。当开发商的大部分现金被项目公司而不是控股公司持有，以及一些非标准化融资的提前还款契约被触发时，开发商的违约风险也相应增大。在运营方面，开发商的合约销售额在2021年下半年出现收缩，当中大多数开发商也迅速减少了土地购买的支出以保障其流动性状况。

2021年下半年截至10月底的四个月内，中国地方政府融资平台（“城投”）的离岸美元债券发行额同比反弹了17.9%。投资者们的避险偏好使得其更倾向于投资级别的城投债券。中央政府敦促地方政府解决由隐性债务和不断增加的债务负担带来的风险。同时，各省的财政状况因应不同地区也有所差异。

绿色和可持续债券的发行量在2021年维持快速增长。在2021年首十个月，境内企业一共发行了60只离岸绿色和可持续债券，而2020年全年仅有18只。在2021年11月，香港特区政府出售了约30亿美元等值的绿色美元债券和绿色欧元债券以及50亿元人民币的绿色人民币债券，这有助于建立绿色债券市场的收益率曲线。

对于大多数中国房地产开发商来说，因为海外投资者在高收益债券投资中遭受巨大损失，公共美元债券的融资渠道近乎被关闭的情况可能至少会持续到2022年上半年。我们预计，投资者在评估开发商的信用和流动性状况时，会更加谨慎地审查其流动性和财务现况。债券持有人还将更加关注募集说明书中的债券发行条款。投资级别的发行人受信用事件的影响相对较小，但其再融资能力也受到了削弱。

相对于规模增长，中国房地产开发商将优先考虑其财务状况的稳健性。我们预计合约销售额将在2022年下降10-20%，这是开发商面临的主要营运风险。这将打击开发商的财务和现金状况，并增加利息覆盖率下滑的风险。如果政府没有采取积极行动缓解目前的局面，流动性压力的风险可能会蔓延到评级较高的开发商。

对于城投而言，不同城投之间的信用状况两极化在 2022 年将会继续存在。在核心政策职能中作用较小且政府支持能见度较低的城投会面临更高被整合的风险。此外，在经济和财政状况较差的地区，城投在融资和维持充足的现金流方面将面临更多挑战。地价上限和集中征收土地销售收入可能会削弱地方政府财政状况的灵活性。

注：本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国国际于 2021 年 12 月 3 日发表的英文版内容为准。（*China Offshore Bond Market 2021 Review and 2022 Outlook: There is Light at the End of the Natural Selection Process*）

分析师

何昊洺

首席执行官

(852) 3462 9568

stan.ho@lhratingsglobal.com

孔令彦

高级董事

(852) 3462 9577

alex.kung@lhratingsglobal.com

游志文

董事

(852) 3462 9586

ben.yau@lhratingsglobal.com

何志忠

董事

(852) 3462 9578

toni.ho@lhratingsglobal.com

业务拓展联系人

池欣庭

董事总经理

(852) 3462 9569

joyce.chi@lhratingsglobal.com

免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：www.lhratingsglobal.com

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合信用管理有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2021