

# 中资美元债市场报告

## 中诚信国际 & 中诚信亚太 2021 年上半年中资美元债市场报告

### 作者

刘启杰 852-28607124  
[jacky\\_lau@ccxap.com](mailto:jacky_lau@ccxap.com)

苏世杰 852-28607127  
[simon\\_so@ccxap.com](mailto:simon_so@ccxap.com)

王国威 852-28607130  
[george\\_wang@ccxap.com](mailto:george_wang@ccxap.com)

### 其他联系人

胡辰雯 852-28607120  
[elle\\_hu@ccxap.com](mailto:elle_hu@ccxap.com)

### 报告发布日期

2021 年 7 月 30 日

### 2021 年上半年中资美元债市场回顾

- 2021 年上半年中资美元债新发行量同比上升，但发行规模仍低于 2019 年同期，主要是受监管政策边际收紧以及投资者风险偏好波动影响。2021 年上半年，201 家中资发行人共发行 319 只美元债，发行金额约为 1,007.2 亿美元，发行金额同比增加 6.1%，发行规模仍低于 2019 年同期的 1,113.3 亿美元。
- 发行节奏受投资者情绪及发行人结构变化影响呈波动态势。房地产提前安排其再融资计划，年初 1 月份发行金额创月度新高。但其后受中国华融、重庆能投及华夏幸福等信用事件影响，中资美元债新发行相对平淡。
- 中资房地产美元债新发行放缓，城投美元债新发行较为活跃，发行净增量主要由产业板块贡献。按行业分类，房地产、城投、金融机构及产业类企业分别占 2021 年上半年新发行约 29.3%、9.4%、25.5%及 35.7%。
- 投资级发行活跃，高收益发行承压。2021 年上半年，79 家投资级发行人共发行 604.9 亿美元，同比增加 7.5%，占总发行规模约 60.1%；62 家高收益发行人的新发行金额为 280.2 亿美元，占新发行规模约 27.8%。
- 中资美元债平均票息由 2021 年一季度的 3.83% 下降至 2021 年二季度的 3.69%；平均发行期限从 2020 年下半年的 3.70 年提升至 2021 年上半年的 3.88 年。
- 美国国债收益率上行叠加信用事件频发，中资美元债二级市场持续波动，投资级优于高收益表现。上半年房地产发行人出现信用事件，导致高收益房地产板块价格承压。

### 评级调整与信用事件

- 中资发行人信用资质持续分化，其中房地产企业最为明显。2021 年上半年国际三大评级机构对 120 家中资发行人采取了评级行动，其中对 67 家采取正面行动，60 家采取负面行动。评级行动主要集中在房地产行业。
- 弱资质企业的信用风险持续暴露。2021 年上半年境外债券市场有 6 家中资企业违约，违约金额约 39.2 亿美元，较 2020 年上半年的 31.9 亿美元有所上升。

### 展望

- 在通胀压力及美联储货币政策收紧的可能性增加的背景下，美国国债长期收益率或将进一步上升，加上随着美国经济复苏美元汇率也将走强，境外融资成本优势或将有所缩小。
- 中国信用环境边际趋紧，加上信用事件频发，投资者风险偏好转趋谨慎，预计下半年部分弱资质发行人的融资渠道难以大幅改善，信用风险或将有所抬升。在此背景下，预计 2021 年下半年中资美元债市场将持续波动。
- 房地产市场调控趋严常态化，房企信用资质分化加剧。在销售增速放缓、盈利空间收窄、融资渠道紧缩及投资者信心不足的背景下，部分前期投资激进、内部管控较差及债务集中到期压力较大的房地产企业出现现金流紧张的可能性增加。
- 同时，在融资监管趋紧及投资者趋保守的背景下，区域融资分化将更为明显，部分弱资质地区的城投企业或面临更大的再融资压力，对其债务及流动性管理提出更高要求。

## 引言

2021年年初随着新冠疫苗接种率上升，全球经济逐步重启，投资者对通货膨胀预期升温；后续受接种进展不一以及新冠病毒变种影响，投资者担忧经济复苏仍面临一定不确定性，美国国债长期收益率呈现先升后跌的态势，10年期国债收益率由3月的高位有所回落。考虑到2020年上半年低基数效应，2021上半年中资美元债总发行量较去年同期有所回升，但由于中资企业信用事件频发，第二季度新发行量相对平淡，二级市场价格指数持续承压。中资发行人的信用资质持续分化，尤其是房地产企业在融资环境趋紧的背景下，部分房地产发行人的信用风险进一步暴露。同时，地方政府财政收支矛盾及债务规模有所加大，加上城投融资监管进一步规范化，部分弱资质城投的信用风险有所上升。

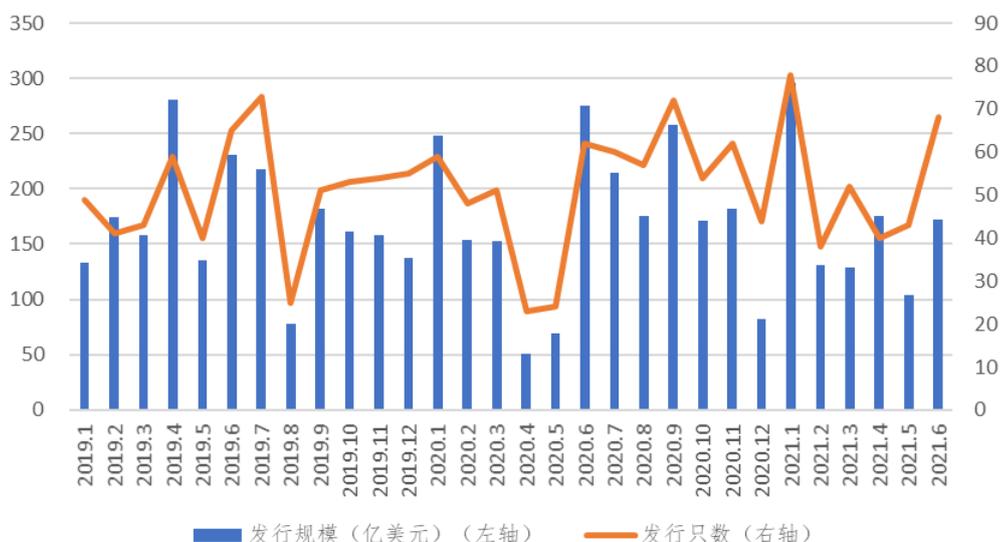
## 2021 年上半年中资美元债市场回顾

### 一级市场

2021 年上半年中资美元债新发行量同比上升，但发行规模仍低于 2019 年同期，主要是受监管政策边际收紧以及投资者风险偏好波动影响。2021 年上半年，201 家中资发行人共发行 319 只美元债，发行金额同比增加 6.1%至 1,007.2 亿美元，净融资金额同比增加 23.8%至 357.7 亿美元。但由于中资房地产境外债券融资政策收紧，加上信用事件频发导致投资者信风险偏好更趋谨慎，2021 年上半年的发行规模仍低于 2019 年同期的 1,113.3 亿美元。

发行节奏受投资者情绪及发行人结构变化影响呈波动态势。房地产提前安排其再融资计划，年初 1 月份发行金额创月度新高。但其后受中国华融、重庆能投及华夏幸福等信用事件影响，中资美元债新发行相对平淡。尽管中资美元债新发行量在 4 月及 6 月有所反弹，主要是因为腾讯和美团等大型科网企业（4 月）以及招银国际和华泰国际等金融机构（6 月）集中发行，高收益房地产美元债发行量仍维持相对低位。

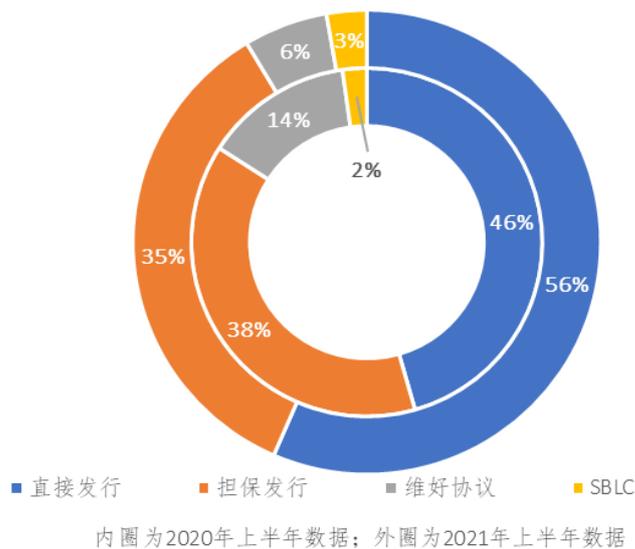
图 1：2019 年至 2021 上半年中资美元债发行情况



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

从发行结构来看，直接及担保发行是中资美元债主要发行方式，2021年上半年新发行金额分别为569.3亿美元及351.4亿美元，占新发行量约56.5%及34.9%。在市场风险偏好波动的背景下，部分弱资质企业通过增信措施为境外债券的偿付提供保障，其中以区县级城投发行人为主。2021年上半年有30只债券通过SBLC发行，发行规模约28.0亿美元，同比增加32.2%。此外，相较直接、担保及SBLC发行，维好协议具有明显的局限性，因此投资者在选择维好协议的债券时，需要更注重债券信用主体的信用质量、债券条款等细节。2021年上半年有58.6亿美元债通过维好协议发行，同比下降54.9%。

图 2：2020 及 2021 年上半年中资美元债发行结构分布（按发行金额）

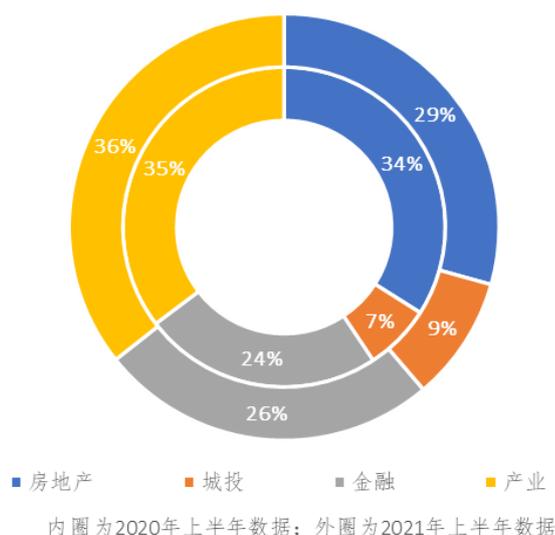


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

**中资房地产美元债新发行放缓，城投美元债新发行较为活跃，发行净增量主要由产业板块贡献。**按行业分类，房地产、城投、金融机构及产业类企业分别占2021年上半年新发行量约29.3%、9.4%、25.5%及35.7%。2021年上半年，城投美元债发行规模同比增长49.5%至95.1亿美元，其中25家城投企业为首次发行，发行金额约38.2亿，占城投发行规模约40.1%。其中城投新发行人以江苏省为主共有10家。金融机构美元债发行规模为257.3亿美元，同比增长13.0%。产业美元债新发行同比增长7.1%至359.3亿美元，其中非日常消费品行业的发行金额最大，发行金额为149.3亿美元，同比大幅增加246.1%，主要由阿里巴巴及美团等大型科技企业贡献。

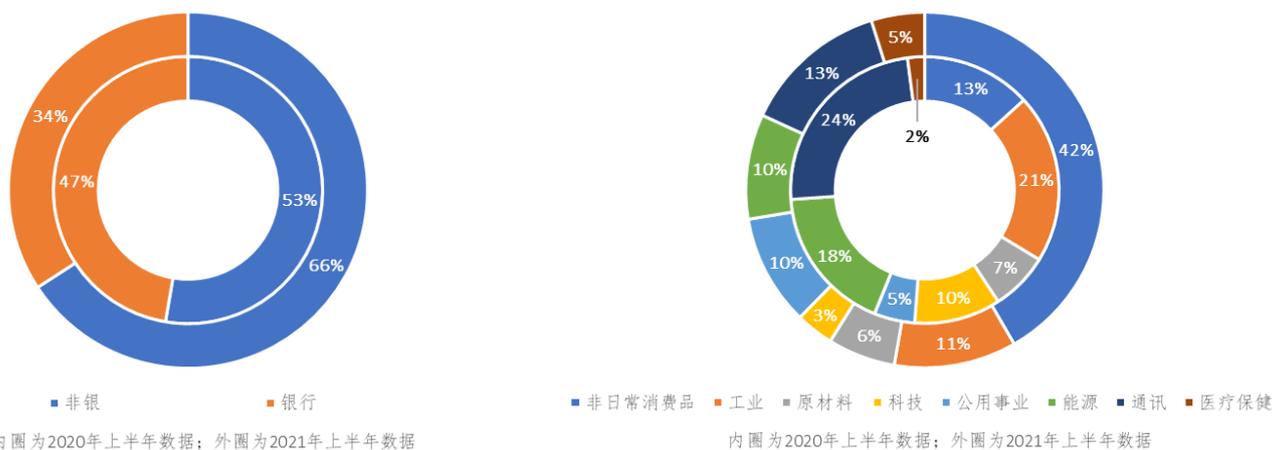
房地产企业仍为中资美元债的最主要发行人之一，但随着行业债务监管及融资政策趋严，限制了房地产企业的债务增量。另一方面，房地产企业信用事件频发，投资者对部分弱资质发行人偏好转趋谨慎，导致以高收益发行人为主的房地产板块发行量有所收缩。2021年上半年60家房地产发行人共发行93只美元债，发行金额同比下降8.4%至295.6亿美元，其中47家高收益发行人共发行230.2亿美元，同比减少10.5%。由于房地产美元债的到期规模庞大叠加发行规模缩小，导致房地产行业的净融资额由2020年上半年的115.5亿美元降至2021年上半年的64.2亿美元。

图 3：2020 及 2021 年上半年中资美元债行业分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

图 4：2020 及 2021 年上半年中资金融及产业美元债行业分布（按发行金额）

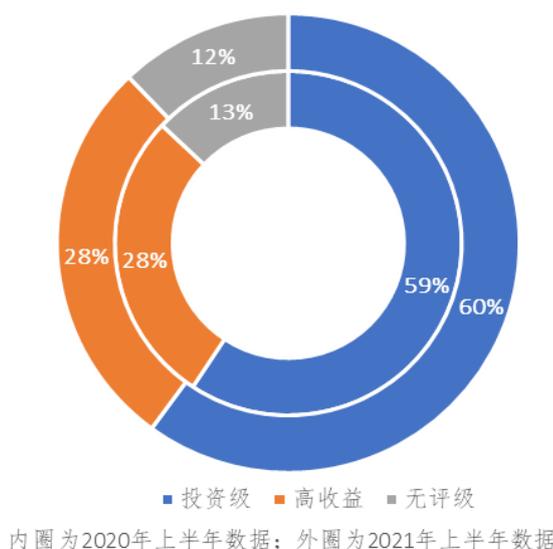


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

**投资级发行活跃，高收益发行承压。**2021年上半年，中资美元债新发债主体共有201家，其中141家获得国际三大评级机构的境外评级<sup>1</sup>。2021年上半年，79家投资级发行人共发行604.9亿美元，同比增加7.5%，占总发行规模约60.1%。2021年上半年境外市场持续波动，投资者偏好倾向谨慎，吸引投资级企业发行境外美元债。2021年上半年62家高收益发行人的新发行金额为280.2亿美元，占新发行规模约27.8%，与2020年同期相当，少于2019年同期的39.2%。高收益债券以房地产发行人为主，在降杠杆进程推进及投资者偏好转弱的背景下，高收益美元债发行仍处于相对低位。

<sup>1</sup> 截至2021年6月30日数据，如国际三大评级机构级别有差异，按级别最高的统计

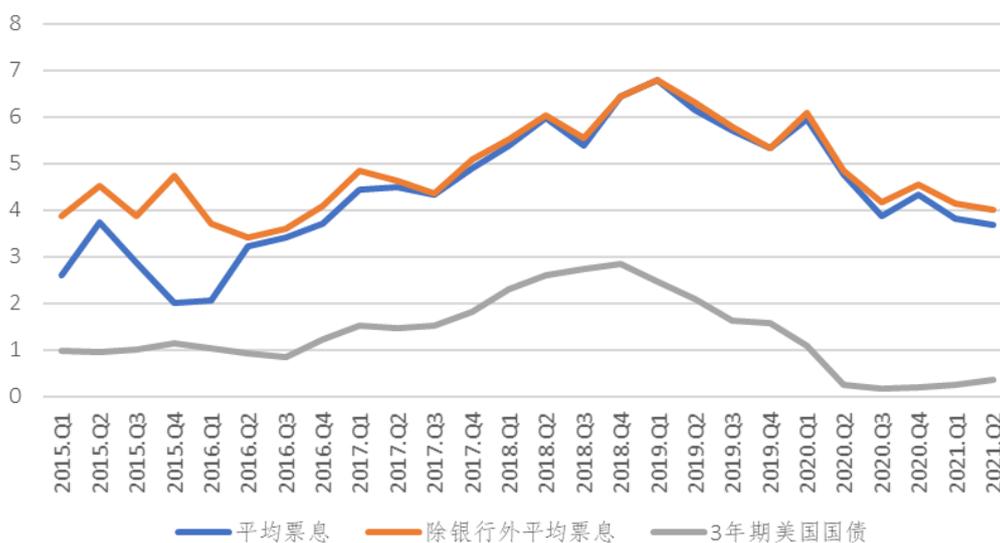
图 5：2020 年及 2021 年上半年中资美元债主体信用评级分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

2021 年二季度高收益房地产发行人减少，中资美元债发行票息持续下行。2021 年第二季高收益债券发行量较第一季度回落，随着高收益房地产发行人减少，中资美元债平均票息<sup>2</sup>由 2021 年一季度的 3.83% 下降至 2021 年二季度的 3.69%。从行业来看，2021 年二季度房地产及城投美元债平均票息为 8.87% 及 3.22%，环比分别下跌 17 个基点及 19 个基点。

图 6：2015 年一季度至 2021 年二季度中资美元债平均发行票息 (%)



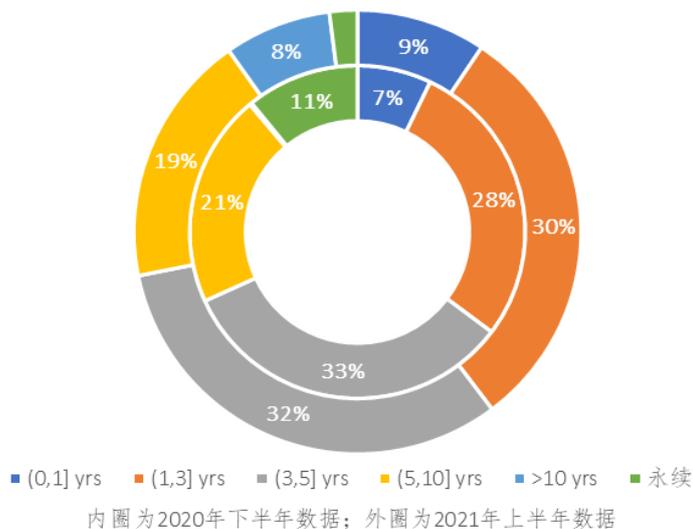
数据来源：彭博，中诚信亚太整理

中资美元债发行期限以中长期为主，平均发行期限有所延长。2021 年上半年，1 到 5 年期限的中资美元债仍然为主要发行品种，发行金额 629.2 亿美元，占上半年新发行量的 62.5%。此外，部分中资发行人把握低利率窗口，发行长期债券以调整债务结构，5 年以上的长期债券发行规模环比有所增加，占比由 2020 年下半年的 20.9% 增加至 2021 年上半年的 26.1%。

<sup>2</sup> 统计口径为固定票面利率、没有回购及回售条款的债券

因此，中资美元债平均发行期限<sup>3</sup>从2020年下半年的3.70年提升至2021年上半年的3.88年。

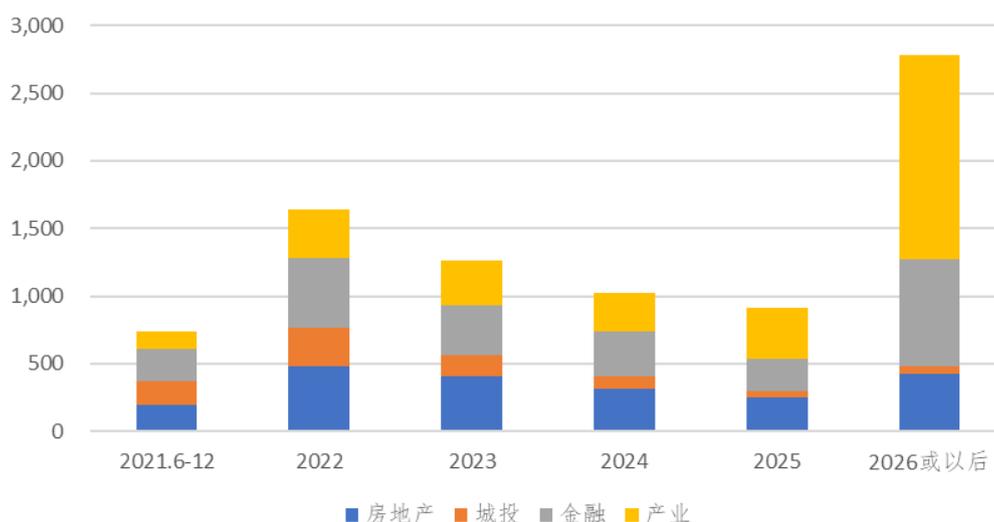
图 7：2020 年下半年及 2021 年上半年中资美元债发行期限分布（按发行金额）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

截至2021年6月30日，中资美元债存量总额为8,359.3亿美元，其中2021年下半年、2022年及2023年的到期规模分别为742.4亿美元、1,641.2亿美元及1,263.9亿美元。按行业来看，未来两到三年为房地产美元债的到期高峰期，中资房地产企业将持续面临再融资压力，2021年下半年、2022年及2023年的到期规模分别为192.5亿美元、481.8亿美元及407.6亿美元。城投美元债方面，175.2亿美元存量债将于2021年下半年到期，2022年及2023年到到期规模分别为285.5亿美元及159.2亿美元。受房地产及城投境外债借新还旧政策的持续影响，预期行业未来净融资规模或有所缩减。

图 8：截至 2021 年 6 月 30 日存量中资美元债到期分布（亿美元）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

<sup>3</sup> 统计口径不包括永续债券

## 二级市场

美国国债收益率上行叠加信用事件频发，中资美元债二级市场持续波动，投资级优于高收益表现。2021年初，市场消息指美国拟将更多中资企业纳入投资黑名单，导致投资者提前出售部分中资企业的美元债。尽管随后市场价格有所收复，但华夏幸福及重庆能投等企业先后发生信用事件，市场避险情绪再度升温，引发二级市场价格再度下跌。同时，在新冠疫情及房地产市场调控的影响下，部分房地产企业的经营业绩逊于预期，导致其存量美元债遭到抛售。4月，中国华融现债务危机，且财务报告延期披露，引发中资境外债券市场价格暴跌。受惠于充裕的流动性，投资者情绪反弹，部分超卖债券回升。然而，5月底6月初中国恒大及蓝光发展等房地产发行人先后出现信用事件，导致高收益房地产板块价格承压。截至2021年6月30日，中资美元债年初至今回报率<sup>4</sup>为-0.68%，其中投资级债券回报率为-0.32%，高收益债券回报率为-1.56%。

图9：2021年上半年Markit iBoxx中资美元债回报率走势

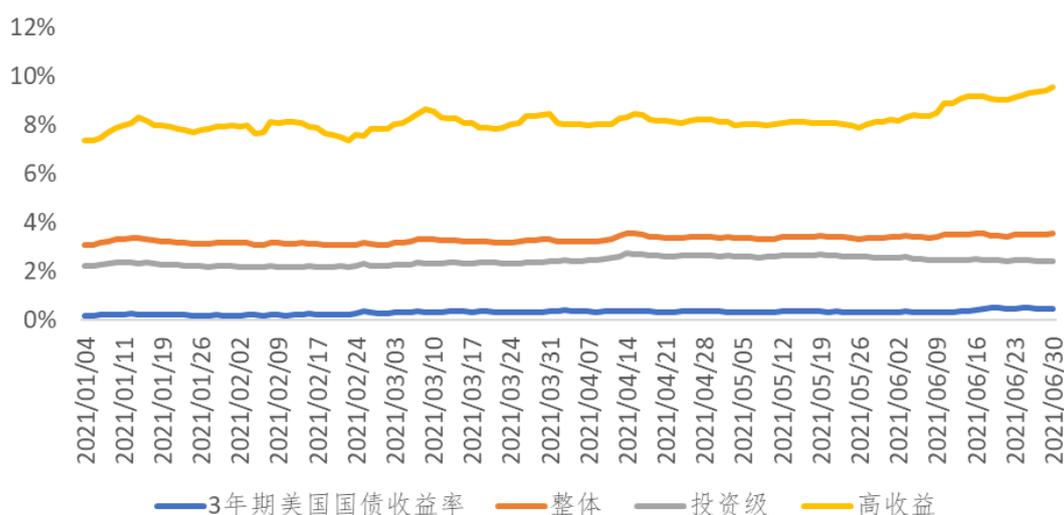


数据来源：彭博，中诚信亚太整理

收益率方面，截至2021年6月30日中资美元债最差收益率为3.53%，较年初走阔47bp。其中高收益债券升幅较大，最差收益率较年初走阔221bp至9.56%，投资级债券最差收益率较年初走阔22bp至2.42%。

<sup>4</sup> 回报率以2021年1月4日为基数计算

图 10: 2021 年上半年 Bloomberg Barclays 中资美元债最差收益率情况



数据来源: 彭博, 中诚信亚太整理

房地产受行业政策和信用事件影响明显分化, 金融债券表现不佳, 城投板块表现较优。按板块来看, 截至2021年6月30日, 房地产美元债券表现最差, 年初至今回报率为-2.47%, 其次是金融(-1.85%)、非金融(1.23%)和城投(0.93%)。房地产行业方面, 受华夏幸福违约事件影响, 第一季度整体房地产板块走弱; 随后, 部分房地产企业负面舆情持续发酵, 房地产高收益指数表现继续下探, 第二季度回报率录得-2.55%。城投板块方面, 受重庆能投负面消息等因素影响, 投资者忧虑弱资质国企能否持续获得政府支持, 导致3月城投美元债指数大幅下滑; 但随着投资者信心有所恢复, 第二季度城投指数企稳, 回报率录得2.04%。金融板块方面, 4月初中国华融公告延迟刊发其2020年度业绩, 投资者担忧其偿债能力下滑, 避险情绪蔓延至其他AMC及金融机构, 第二季度金融板块回报率进一步下滑。另一方面, 随着经济活动逐步恢复, 能源、原材料等周期性行业的风险有所缓解, 2020年表现承压的高收益非金融板块有所反弹。

表 1: 2021 年上半年中资美元债回报率 (按行业分类)

Markit iBoxx 中资美元债回报指数	一季度	二季度	上半年
房地产 TRI	-1.26%	-1.54%	-2.47%
- 投资级 TRI	-0.02%	0.96%	1.02%
- 高收益 TRI	-1.71%	-2.55%	-3.82%
金融 TRI	-0.59%	-1.34%	-1.85%
- 投资级 TRI	-0.24%	-1.33%	-1.67%
- 高收益 TRI	-1.03%	-1.38%	-2.09%
非金融 TRI	-1.03%	1.97%	1.23%
- 投资级 TRI	-1.22%	1.97%	1.04%
- 高收益 TRI	1.53%	2.00%	3.93%
城投 TRI	-1.14%	2.04%	0.93%
- 投资级 TRI	-1.17%	1.47%	0.34%
- 高收益 TRI	-1.06%	3.85%	2.81%

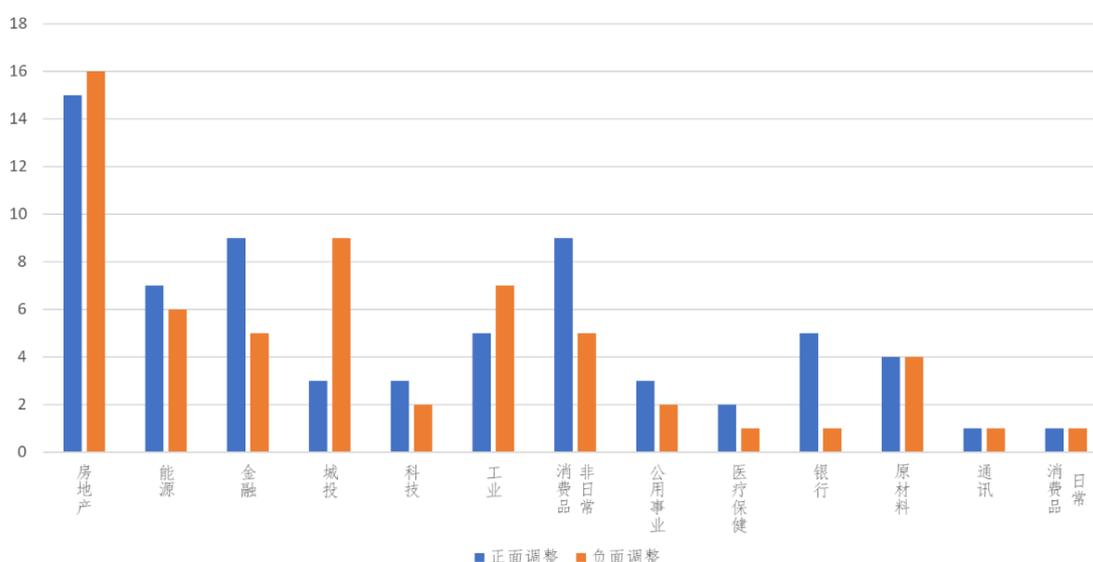
数据来源: 彭博, 中诚信亚太整理

## 评级调整与信用事件

中资发行人信用资质持续分化，其中房地产企业最为明显。2021年上半年国际三大评级机构对120家中资发行人采取了评级行动<sup>5</sup>，其中对67家采取正面行动，60家采取负面行动；其中有29家属于主体评级上调，37家属于主体评级下调。负面评级行动占全部评级行动53.9%，相比2020年上半年的91.1%，负面占比有所下降。按行业分布来看，评级行动主要集中在房地产行业，呈现出分化趋势，分别有15家发行人获正面调整以及16家发行人遭负面调整。此外，得益于经济的逐步复苏改善非日常消费品市场前景，9家非日常消费品行业发行人录得14次的正面调整。

由于房地产行业集中度提高，龙头企业的竞争优势更为明显，加上“三道红线”融资新规出台，推动发行人加快降杠杆进程，其运营及财务状况有所改善，因此评级机构对多家房企发行人采取正面评级行动。另一方面，在监管趋紧及新冠疫情的冲击下，由于部分房企过往采取激进的投资策略，其运营状况、盈利能力及流动性明显承压，加上债券二级市场波动加剧或将影响后续的融资能力，行业内信用分化加剧，个别房企甚至出现违约事件。最近市场消息指央行欲将“三道红线”试点房企商票数据纳入监测范围内，要求相关房企将商票数据监测数据每月上报。中诚信认为此措施主要是填补部分房企通过商票以达至去杠杆的缺口，这将有助监控因商票敞口过大而带来的信用风险，但同时部分房企的去杠杆压力亦会有所上升。另外，有消息称监管部门要求被纳入“三道红线”的试点房企购地金额不得超年度销售额40%，这一比例限制包括公开市场拿地及收并购等方式拿地支出。中诚信认为此措施有助控制房企的投资支出以达至信用风险管控的目的，但同时亦会导致房地产行业进一步分化。在行业增长放缓及去杠杆的背景下，对部分土储质量较好及规模充足的头部房企来说，拿地支出限制对其信用状况或相对有限；但对部分土储规模不足或布局相对集中的中小型房企来说，这措施或限制其布局及增长策略，对其信用质量带来较大的负面影响。

图 11：2021 年上半年境外评级行动家数（按行业分布）



数据来源：彭博，中诚信亚太整理

<sup>5</sup> 7家发行人在期内曾被同时采取正面及负面评级行动

由于 2020 年新冠疫情的爆发，全国经济增长放缓，地方政府财政收支矛盾及债务规模有所加大，但境内信用环境相对宽松使得城投融资通畅。2021 年以来城投行业政策边际收紧，加上部分地方国企和城投传出非标违约或信用事件，削弱投资者对于政府支持可能性的信心，导致部分区域的城投企业再融资受阻、信用风险提升。2021 年城投评级遭密集下调，境外评级机构对 9 家城投发行人采取 11 次负面评级行动，主要是因为公司所在的地区财政状况转弱、公司管治较弱或融资渠道受限。境内评级方面，2021 年上半年城投发行人的负面评级行动明显增加，负面行动多于正面行动，反映城投信用分化加剧，弱资质城投流动性承压。其中，负面行动的信用主体主要集中在贵州等区域，反映地方财力较弱及债务规模较高的区域面临的信用风险有所增加。

2021 年随着新冠疫情的防控工作成果初步显现，全国经济及地方政府财政收入有所恢复，在“守住不发生系统性风险的底线”要求下，地方政府隐性债务严监管政策重回既定轨道。7 月 11 日，银保监会发布“15 号文”《关于银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》，旨在要求加强融资平台公司新增融资管理，银行保险对承担地方隐性债务的客户，不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质融资，亦不能为其参与地方政府专项债券项目提供配套融资。此外，文件还对合规化解地方政府隐性债务、加强风险监管监测等做出了具体规定。作为对既有化债政策框架的补充，15 号文实操性较强、指导意义较大。中诚信认为短期内融资平台或将面临流动性风险上升，区域间融资分化或将加剧，弱资质地区尤其是债务率分档在红橙的地区风险不容忽视。但长期来看，政策执行需要平衡“稳增长”与“防风险”，牢牢守住不发生系统性风险的底线，而且 15 号文诸多表述富有弹性，在实际执行中存在“一事一议”的空间，因此长期来看融资平台债务面临的实际政策冲击可能相对有限。

**弱资质企业的信用风险持续暴露。**根据彭博资料，2021 年上半年境外债券市场有 6 家中资企业违约，违约金额约 39.2 亿美元，较 2020 年上半年的 31.9 亿美元有所上升。上半年有 5 家新增违约主体，其中新华联控股、华夏幸福及泛海控股均涉及房地产业务，协鑫新能源主要从事光伏电力行业，启迪控股则是科技投资控股集团。虽然违约主体的行业有所差异，但其违约原因呈现一定的共通性。这些企业在发展初期均采用高杠杆的发展策略，加上部分企业的内部管治能力较弱，受新冠疫情影响行业经营环境转弱、企业经营状况转差，现金回款滞后，融资渠道受阻，最终资金链断裂导致债务违约。

表 2：2021 年以来中资发行人境外市场违约及信用事件

企业简称	违约事件
新华联控股	根据彭博消息，新华联控股有限公司（“新华联控股”）无法偿还 1 月 4 日到期的约 2.1 亿美元债券，构成实质性违约。
紫光集团	1 月 29 日，紫光集团有限公司（“紫光集团”）公告称无法偿还共 20 亿美元境外债券的票息，构成实质性违约。
协鑫新能源	2 月 1 日，协鑫新能源控股有限公司（“协鑫新能源”）公告称无法偿还 1 月 30 日到期的 5 亿美元票据，构成实质性违约。
华夏幸福	2 月 26 日，华夏幸福基业股份有限公司（“华夏幸福”）公告称未能偿付于年 2 月 28 日到期的 5.3 亿美元离岸债务。
泛海控股	5 月 24 日，中国泛海控股集团有限公司（“泛海控股”）公告称未能偿付于年 5 月 23 日到期的 1.34 亿美元离岸债务。

企业简称	信用事件
启迪控股	7月8日, 启迪控股股份有限公司(“启迪控股”)公告称未能偿付于6月18日到期的5.5亿美元离岸债务的利息, 未能在7天的宽限期内完成支付, 构成实质违约。
海航集团	1月29日, 海航集团有限公司(“海航集团”)及其多家子公司因无法清偿到期债务, 分别被债权人向海南省高级人民法院提出重整的申请, 海航集团面临因重整失败而被宣告破产的风险。截至6月30日, 海航集团共有1只存量美元债, 合计约2亿美元, 分别于2021年10月5日到期。
重庆能源	3月1日, 重庆市能源投资集团有限公司(“重庆能源”)向债委会报送称, 无法归还其3月1日到期的平安银行银行承兑汇票6.85亿元、浙商银行信用证2.3亿元, 已形成违约。截至6月30日, 重庆能源拥有一只存量美元债, 债券余额5亿美元, 票息5.625%, 将于2022年3月18日到期。
中国华融	4月1日, 中国华融资产管理股份有限公司公告将延迟刊发2020年度业绩, 公告称由于相关交易尚待确定, 审计师需要更多数据和时间以完成有关2020年度业绩的审核程序。4月8日, 彭博引述知情人士称, 中国华融寻求剥离非核心资产, 作为更广泛提振盈利能力计划的一部分, 以避免债务重组或政府注资。截至6月30日, 中国华融拥有32只存量美元债, 合计约205.1亿美元。
蓝光发展	7月12日, 蓝光发展公告称, 公司2019年度第一期中期票据(19蓝光MTN001)应于7月11日兑付本息。截至到期兑付日, 发行人未能按照约定筹措足额偿付资金及按期足额偿付本息, 已构成实质性违约。截至6月30日, 蓝光发展拥有3只存量美元债, 合计约10.5亿美元, 其境内债券违约或触发其美元债的交叉违约条款。
中国恒大	6月以来, 受集团少量商票逾期兑付、房地产项目暂停预售许可及银行申请诉前财产保全等负面舆情影响, 中国恒大和恒大地产多只境外债券价格出现大幅下跌。截至6月29日, 恒大有息负债约5,700多亿元, 与去年最高时的8,700多亿元相比, 大幅下降了约3,000亿元。截至6月30日, 公司存续美元债有13只, 存量规模共192.4亿美元; 另有一只港元债, 存量20亿港元。

数据来源: 公开信息, 中诚信亚太整理

## 展望

2021年疫苗接种进度持续推进，全球主要国家经济有所恢复，但病毒变种导致疫苗效果不及预期，未来复苏进程具有一定不确定性。在通胀压力及美联储货币政策收紧的可能性增加的背景下，美国国债长期收益率将进一步上升，加上7月初中国央行全面下调金融机构存款准备金率，短期内国内债券收益率或出现小幅下行，中美国债利差有所收窄。随着美国经济复苏美元汇率也将走强，境外融资成本优势或将有所缩小。另一方面，中国信用环境边际趋紧，加上信用事件频发，投资者风险偏好转趋谨慎，预计下半年部分弱资质发行人的融资渠道难以大幅改善，信用风险或将有所抬升。在此背景下，预计2021年下半年中资美元债市场将持续波动，考虑到新增净融资和再融资需求仍将支撑中资美元债的新发行量，预计2021年全年发行规模将与2020年相若。房地产市场调控趋严常态化，对房企的回款能力、资金调配及运营能力等方面提出更大的挑战。此外，房企信托等非标融资余额已持续呈现下降趋势，受投资者信心较弱影响部分房企境内外信用债发行亦在一定程度上受阻，导致房企信用资质分化加剧。在销售增速放缓、盈利空间收窄、融资渠道紧缩及投资者信心不足的背景下，部分前期投资激进、内部管控较差及债务集中到期压力较大的房地产企业出现现金流紧张的可能性增加。同时，在融资监管趋紧及投资者趋保守的背景下，区域融资分化将更为明显，部分弱资质地区的城投企业或面临更大的再融资压力，对其债务及流动性管理提出更高要求。

## 版权

本文版权归**中诚信国际信用评级有限公司、中国诚信(亚太)信用评级有限公司**（合并简称“中诚信”）和/或其被许可人所有。本文件包含的所有信息受法律保护，未经中诚信事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、传播、删改、截取、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

## 重要资讯

本文件中包含的信息由中诚信从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

在法律允许的范围内，中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人不对任何人或任何实体就(a)中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人在获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或(b)即使中诚信或其董事、经理、雇员、代表、代理人事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

中诚信的信用级别、评估或意见应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述。任何人不能据此采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售、持有任何证券的建议。中诚信的信用评级评估和其他意见无意供散户投资者在做出投资决定时使用。投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。



### 中诚信国际信用评级有限责任公司

地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同2号银河SOHO6号楼  
邮编：100020  
电话：(8610) 6642 8877  
传真：(8610) 6642 6100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

China Chengxin International Credit Rating Co., Ltd  
Address: Building 6, Galaxy SOHO,  
No.2 Nanzhugan hutong, Chaoyangmennei Avenue,  
Dongcheng district, Beijing, 100020  
Tel: (8610) 6642 8877  
Fax: (8610) 6642 6100  
Website: <http://www.ccxi.com.cn>



### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场1号  
怡和大厦19楼1904-1909室  
电话：(852) 2860 7111  
传真：(852) 2868 0656  
网址：<http://www.ccxap.com>

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited  
Address: Suites 1904-1909, 19/F, Jardine House,  
1 Connaught Place, Central, Hong Kong  
Tel: (852) 2860 7111  
Fax: (852) 2868 0656  
Website: <http://www.ccxap.com>