

2022 年 5 月 24 日

中资美元债研究

信用风险缓释工具落地，利好民营地产美元债

Liu Beite

albert.liu@gisf.hk

(852) 3550-6859

1 民营地产借助信用保护工具发行债券

1.1 五家示范性房企进入发债序列

5月中旬以来，碧桂园、龙湖集团、美的置业、旭辉控股和新城控股五家民营地产公司先后被监管部门列为示范性房企，并于近期发行人民币债券。5月16日，深交所发布公告，推出中证金融和中信证券联合创设的信用保护凭证，与龙湖供应链ABS配套发行。龙湖供应链ABS发行总规模4.02亿元，信用保护凭证名义本金为4000万元。这也是市场落地的首单民营房企信用保护工具。

5月17日，碧桂园地产集团在22碧地01的发行文件中提到，中证金融与中信建投证券拟为本期债券共同创设信用保护合约，保护期限不超过1年。美的置业、新城控股等也将在信用风险缓释凭证支持下发行债券。在民营地产行业融资较为困难的情况下，信用风险缓释工具对改善融资环境有重要作用。

1.2 信用风险缓释工具发展历程

信用风险缓释工具最早由中国银行间市场交易商协会于2010年10月提出，起初包括信用风险缓释合约及信用风险保护凭证两类工具。2016年9月协会发布试用规则公告（《银行间市场信用风险缓释工具试点业务规则》），再次扩充工具种类，发布信用违约互换和信用联结票据两种工具（详见图1）。

图1 四种信用风险缓释工具简介

风险工具名称	提出日期	简介
信用风险缓释合约	2010年10月	指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的标的债务向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约
信用风险缓释凭证	2010年10月	指由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债务提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证
信用违约互换	2016年9月	指交易双方达成的，约定在未来一定期限内，信用保护买方按照约定的标准和方式向信用保护卖方支付信用保护费用，由信用保护卖方就约定的一个或多个参考实体向信用保护买方提供信用风险保护的金融合约
信用联结票据	2016年9月	指由创设机构向投资人创设，投资人的投资回报与参考实体信用状况挂钩的附有现金担保的信用衍生产品

资料来源：银行间市场交易商协会

2022年5月24日 中资美元债研究

四种信用风险缓释工具有两种分类方式，一是按照风险保护的标的区分，信用风险缓释合约和信用风险缓释凭证都是保护主体的单一债务，信用违约互换和信用联结票据针对可能出现风险的主体，涵盖范围更广。二是按照是否可以在市场中转让分类，信用风险缓释凭证和信用联结票据都属于凭证类工具，可以在市场中转让。信用风险缓释合约和信用违约互换都是合约类工具，不可以转让（详见图2）。

图2 四种信用风险缓释工具的分类

风险工具名称	特点	风险保护标的	是否可以在市场中转让
信用风险缓释合约	合约类工具	主体的单一债务	不可以转让交易
信用风险缓释凭证	凭证类工具	主体的单一债务	可以转让交易
信用违约互换	合约类工具	整个主体	不可以转让交易
信用联结票据	凭证类工具	整个主体	可以转让交易

资料来源：银行间市场交易商协会

由于民营企业在信用环境紧张时，发行债券的难度较大，因此信用风险缓释工具可以帮助债权人降低投资风险，改善债务人的融资环境。2018年10月，人民银行在引导设立民营企业债券融资支持工具的过程中，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，支持民营企业债券融资。本次五家示范性房企也将应用信用风险缓释工具发行债券，直接反映出监管机构对民营地产企业融资的支持信号。

2 信用风险缓释工具应用，利好民营地产美元债

2.1 示范性房企美元债价格回升

由于被挑选的示范性房企具有标杆作用，在后续融资中更容易得到政策扶持及投资者的信任，这些房企的美元债价格在上周明显上涨。以碧桂园集团的美元债为例，在中资美元债地产板块指数上涨2.00%的情况下，碧桂园多只债券价格周涨幅达到18%以上，强于地产板块的整体表现（详见图3）。

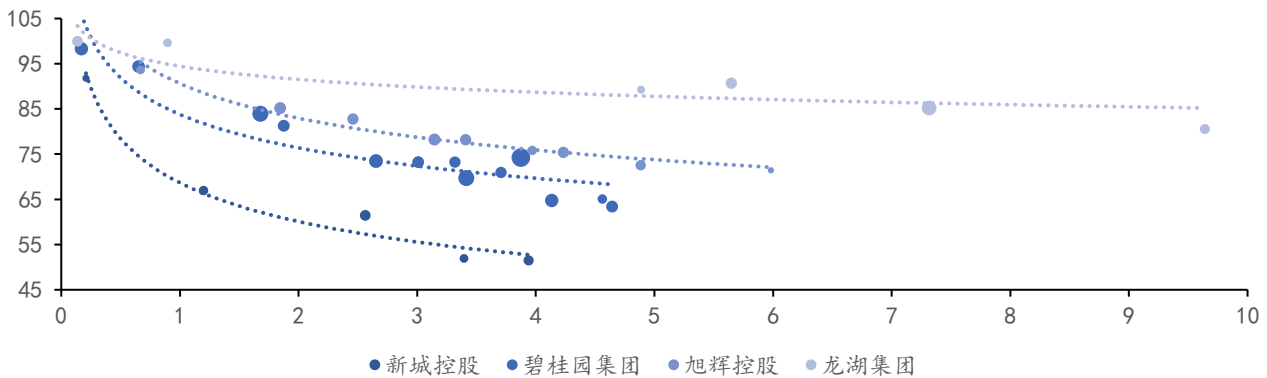
图3 上周碧桂园美元债价格快速上行

名称	5月20日收盘数值	周涨幅(%)	月涨幅(%)
COGARD 7 1/4 04/08/26	73.93	20.40	0.97
COGARD 5.4 05/27/25	72.87	19.97	-0.13
COGARD 4.2 02/06/26	70.55	19.52	-2.03
COGARD 8 01/27/24	83.39	18.93	-0.14
COGARD 3 1/8 10/22/25	68.71	18.35	-1.23
中资美元债地产板块指数	203.26	2.00	-3.48

资料来源：Bloomberg

在五家示范性房企中，美的置业没有存续美元债。分析其他四家地产公司的美元债情况，可以看出龙湖集团的债券价格基本位于85以上，而随着到期日增长，其他债券的价格均有不同程度的下降（详见图4，其中每个数据点的大小代表该只债券的未偿还额）。然而当到期日距离现在较近时，四家公司的债券价格均稳定在95附近，这说明投资者对其还本付息的预期相对稳定。

图4 四家示范性房企美元债价格与到期期限的关系

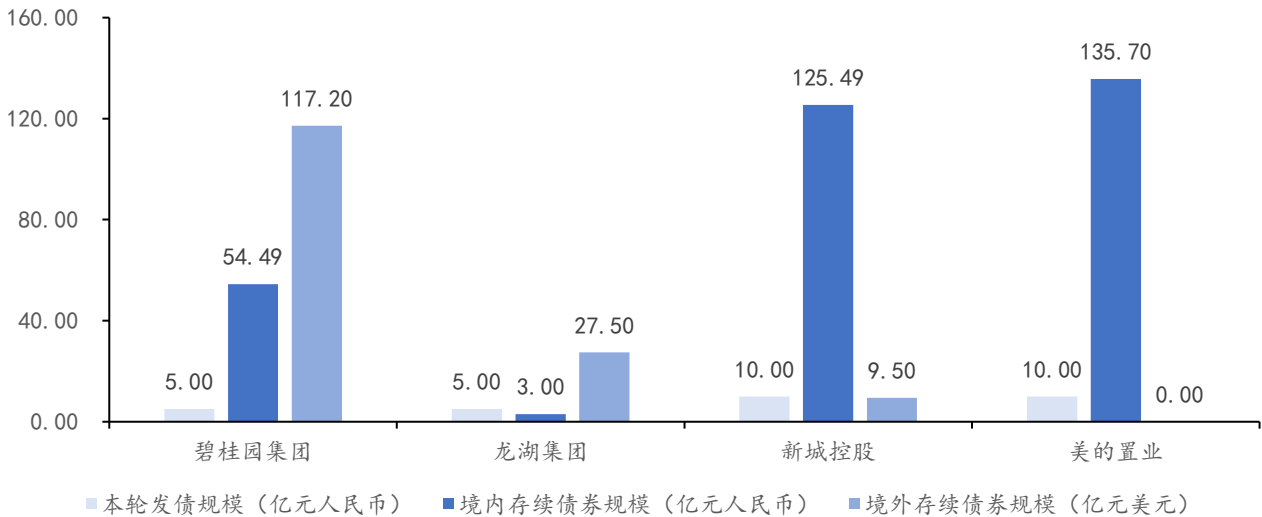


资料来源: Bloomberg

2.2 示范性发债名单可能继续扩大

尽管当前信用风险缓释工具还未应用在地产企业美元债的发行中,而且本次示范性发债企业的发行规模相对较小(碧桂园集团、龙湖集团发行5亿元人民币债券,新城控股、美的置业发行10亿元人民币债券,详见图5),但采用信用风险缓释工具的政策意义更加明显。示范性企业成功发债,能够提高自身融资稳定性,对后续美元债还本付息有积极影响。

图5 四家地产行业本轮发债规模与存续债券规模比较



资料来源: DMI、新闻整理

在监管部门不断加强对房地产行业融资支持的背景下,后续示范性发债名单可能从当前资质较好的民企地产公司继续扩大。在投资者预期逐步回暖后,一些融资相对困难的地产公司也将受益。因此后续可以密切关注示范性发债企业名单的扩容行动及信用分析缓释工具的应用。

风险因素:

地产行业政策不及预期、货币政策不及预期

免责声明

本周报仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本周报仅供本公司客户使用。本周报仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本周报的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本周报所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本周报当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本周报所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本周报所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本周报所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本周报的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。

在任何情况下，本周报中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本周报中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有周报中提到的公司所发行的证券并进行证券交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本周报所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本周报作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本周报可以取代自己的判断。

本周报版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处，且不得对本周报进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

地址：香港湾仔告士打道 38 号中国恒大中心 20 楼 2004-6 室

联络电话：+852 3550 6888

传真：+852 3550 6999

网址：www.gisf.hk