



离岸债券发行明显降温， 二级市场回报率出现分化

中资离岸债券市场月报（2024 年 12 月）

联合资信 主权部

主要观点

- 市场环境方面，美联储降息后的鹰派表态及市场对于特朗普上台后美国财政状况的担忧推动中长期美债收益率明显上行，中美国债收益率利差集体走扩，美元指数上升至近两年新高
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模仅为 93.15 亿美元，为今年 4 月以来新低，但城投板块发行依然较为活跃
- 二级市场方面，中资美元债全年回报率收于 6.95%，其中投资级和高收益级出现分化
- 信用风险方面，部分出险房企的重组事宜取得新进展；2025 年 1 月中资离岸债券的到期偿付压力较上月明显上升，且到期债券主要集中在金融和房地产板块



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、中资离岸债¹发行市场环境

● 中长期美债收益率明显上行，美元指数上升至近两年新高

2024 年 12 月，各期限美债收益率走势出现分化。美联储如期降息 25BP 推动短期美债收益率波动下行，但美联储同时暗示后续降息节奏将明显放缓，再加上市场对于特朗普上台后美国政府财政赤字状况的担忧，推动中长期美债收益率明显上行。截至月末，1 年期美债收益率较上月末下降 14 个 BP 至 4.16%，5 年期和 10 年期美债收益率则较上月末分别上涨 33 个和 40 个 BP 至 4.38% 和 4.58%。

图 1：各期限美国国债到期收益率走势



资料来源：Wind，联合资信整理

本月，美联储鹰派表态及市场对于特朗普上台后普遍加征关税政策的担忧为美元指数持续上涨提供了动力，而欧元区、英国等经济体经济前景趋于疲弱则使得美国经济的相对优势持续凸显，进一步推动美元指数走强。截至月末，美元指数收于 108.4816，较上月末上涨 2.56%，达到 2022 年 11 月以来的最高水平。

¹ 中资离岸债指中资企业在离岸债券市场发行的债券。本文的中资离岸债是根据彭博数据按风险涉及国家为中国（即主要业务在中国）、排除 CD（银行同业存单）、排除政府类债券等条件筛选。

图 2：美元指数走势



资料来源：Wind, 联合资信整理

● 各期限中美国债利差集体走扩，离岸人民币汇率有所走软

本月，美国国债美债收益率呈现短期限下跌、中长期期限上涨的走势，而中国各期限国债收益率则在央行货币政策转向宽松基调的背景下进一步下行，各期限中美国债收益率利差集体走扩，且中长期期限利差走扩幅度更为明显。截至月末，1年期、5年期和10年期中美国债收益率利差分别较上月末走扩12.36个、58.58个和75.21个BP至-305.23BP、-296.60BP和-290.68BP。

图 3：各期限中美国债收益率利差走势



资料来源：Wind, 联合资信整理

本月，在美元指数大幅走强的背景下，离岸人民币汇率有所走软，在岸人民币汇率则保持相对稳定。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.1884，较上月末上涨 0.01%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.3371，较上月末上涨 1.23%。

图 4：离、在岸人民币汇率走势



资料来源：Wind, 联合资信整理

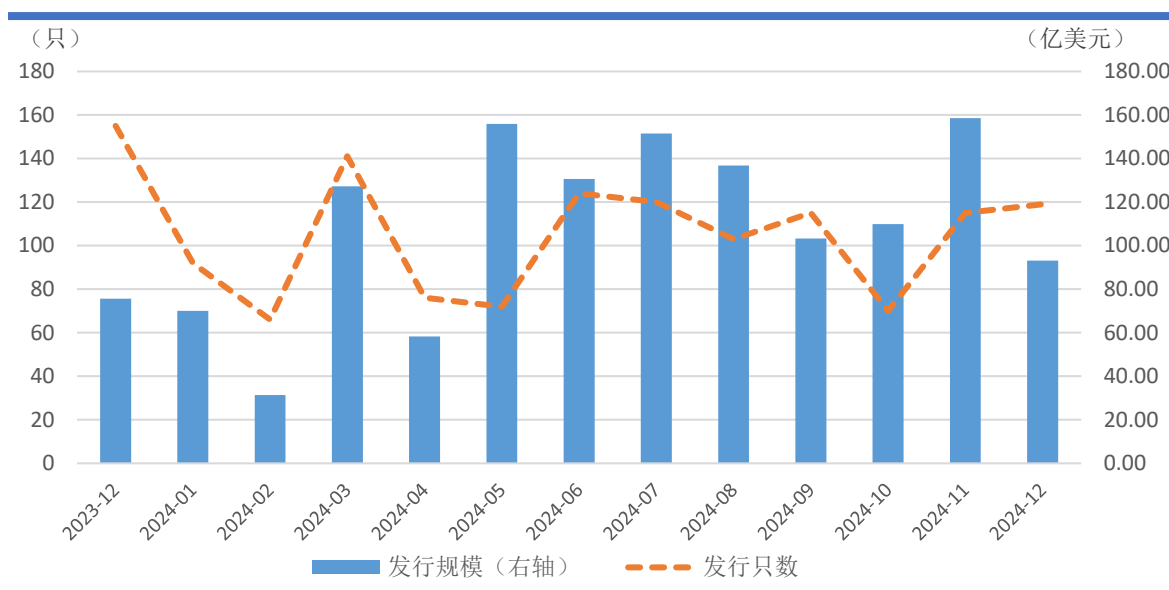
二、 中资离岸债一级市场概况

● 美联储鹰派表态及再融资需求减弱使得离岸债券月度发行规模降至今年 4 月以来新低

12 月，尽管美联储如期降息，但其鹰派表态及市场对于美国财政前景的担忧推动中长期美债收益率明显上升，美元债券融资条件有所恶化，再加上本月境外债券到期规模不大使得再融资需求减弱，中资离岸债券发行规模显著回落。

具体来看，本月中资离岸债券一级市场共新发债券 119 只，发行规模合计 93.15 亿美元，环比和同比分别下跌 41.23% 和 13.25%，降至 2024 年 4 月以来的最低水平。

图 5：中资离岸债月度发行变化情况



资料来源：联合资信整理

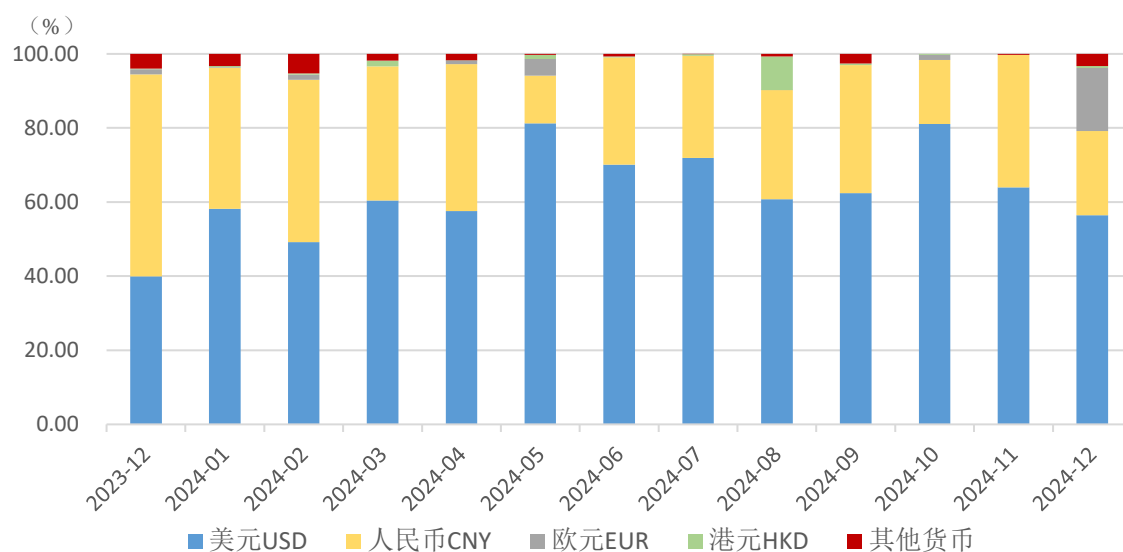
● 美元和人民币债券发行占比双双回落

本月中资美元债发行规模占比虽有所回落但仍是发行主流，月内共新发 63 只中资美元债，发行规模环比减少至 52.56 亿美元，占月内离岸债券发行总额的比重为 56.42%，环比回落 7.52 个百分点，同比则上涨 16.47 个百分点。

本月共发行了 48 只离岸人民币债券，发行规模达 21.20 亿美元，占发行总额的比重为 22.75%，环比和同比分别回落 13.04 个和 31.80 个百分点。

除此之外，本月还发行了 1 只欧元债券，发行规模为 15.9 亿美元，为安踏体育发行的零息有担保可换股债券；另有 3 只港元债券发行规模为 0.42 亿美元，4 只其他货币债券发行规模为 3.07 亿美元。

图 6：中资离岸债币种结构情况



资料来源：联合资信整理

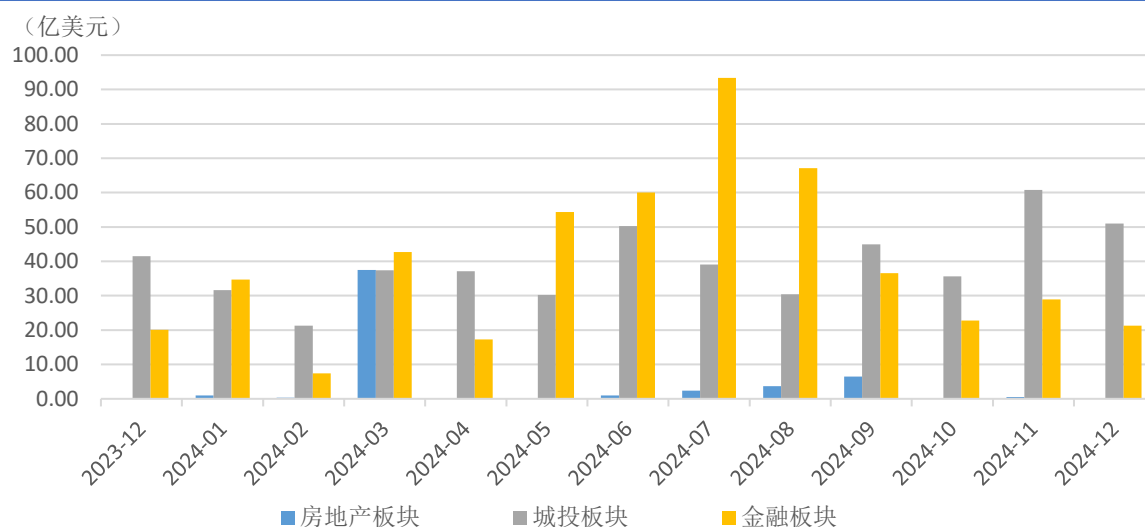
● 城投板块发行占比显著提升，金融板块发行保持低位

本月新发中资离岸债仍以城投和金融板块为主，且城投板块发行占比显著提升。具体来看，本月城投离岸债券共发行 60 只，发行规模为 51.01 亿美元，环比下降 16.06%，但同比仍上涨 23.03%，占中资离岸债发行总额的比重高达 54.76%，为今年 4 月以来再度超过 50%。

本月离岸金融债共发行 53 只，发行规模为 21.33 亿美元，环比下降 26.27%，但同比仍上升 6.45%。

本月房地产板块未发行债券。

图 7：房地产、城投及金融三大板块发行规模情况

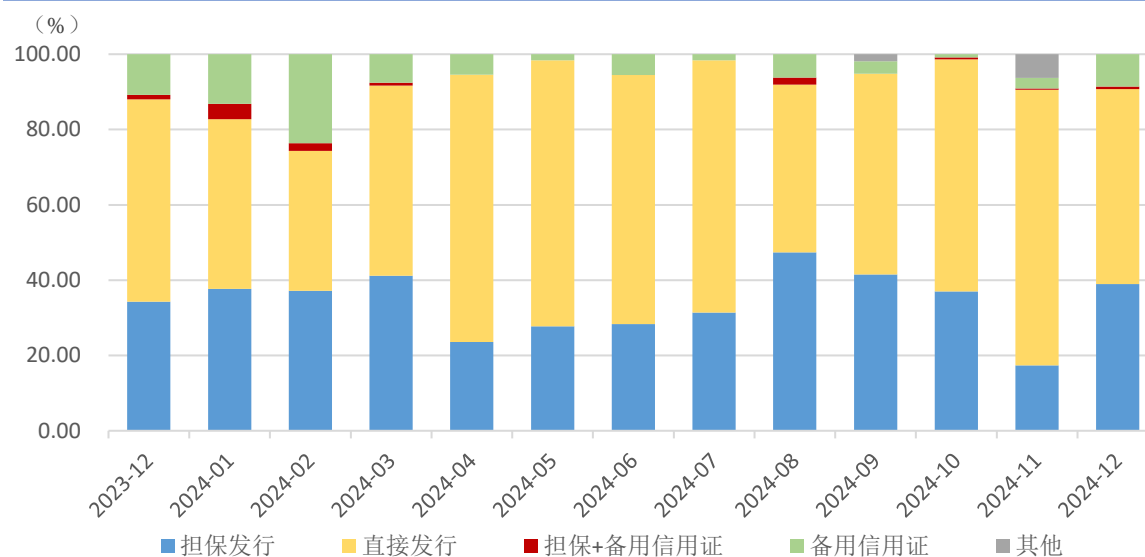


资料来源：联合资信整理

● 直接发行仍是主流架构，担保发行的债券规模占比大幅上升

本月新发的中资离岸债中，直接发行的离岸债券仍是主流架构，但发行规模占发行总额的比重环比下降 21.40 个百分点至 51.80%。本月以担保架构发行的离岸债券规模占比大幅上升 21.55 个百分点至 38.94%，以备用信用证架构发行的离岸债占比则上升 5.79 个百分点至 8.55%。

图 8：中资离岸债发行架构规模占比



资料来源：联合资信整理

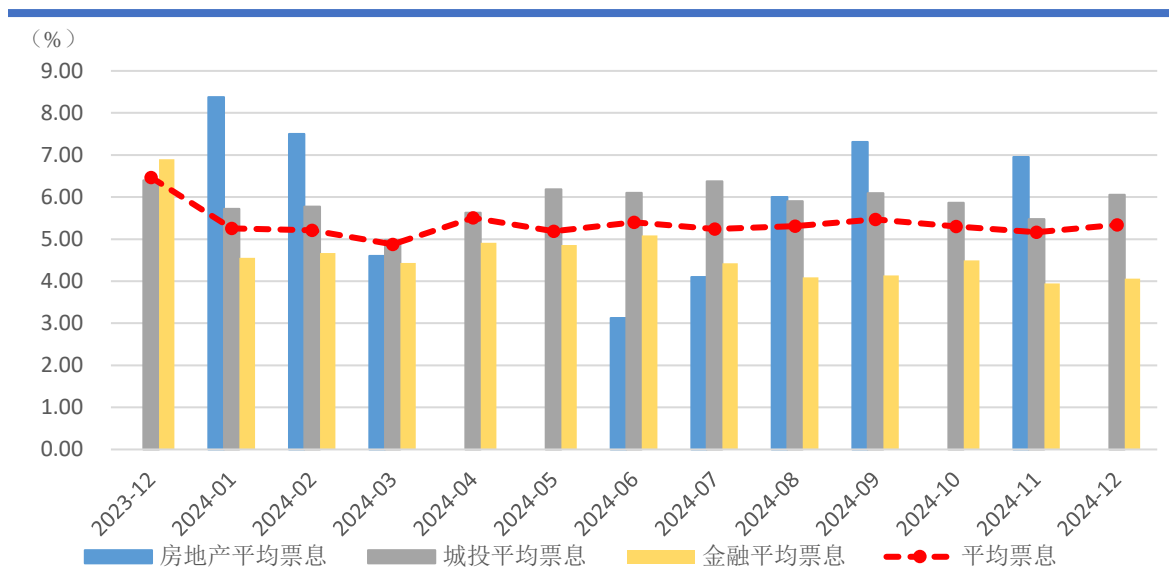
● 新发中资离岸债的平均融资成本小幅上涨

在中长期美债收益率上升的背景下，本月中资离岸债券平均发行票息环比小幅上升 17.35 个 BP 至 5.34%。

城投板块是本月发行成本上涨的主要板块，本月平均票息环比上升 257.59 个 BP 至 6.05%。

本月金融板块平均发行票息也有所上涨，环比小幅增长了 11.30 个 BP 至 4.06%，但仍是发行票息最低的主要发行板块。

图 9：中资离岸债平均票息变动情况（总体及分板块）



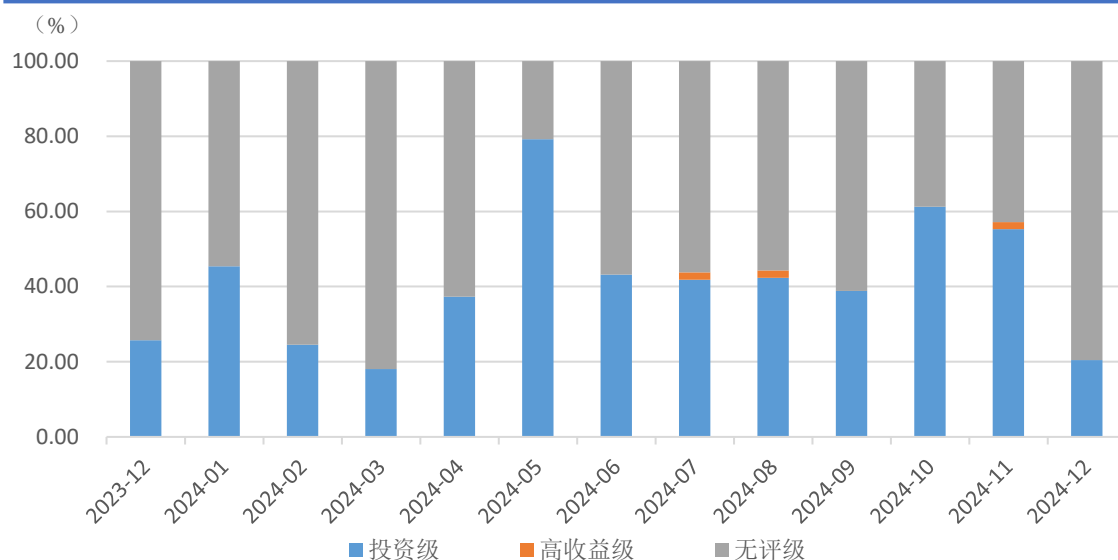
资料来源：联合资信整理

● 无评级债券发行规模占比大幅提升，附评级债券全部为投资级

本月，中资离岸债券市场上无评级中资离岸债²占据主流，附评级债券发行规模占比环比大幅下跌了 34.86 个百分点至 20.42%。具体来看，本月共发行 7 只附评级债券，全部为投资级债券。无评级债券发行规模占比环比大幅上涨了 36.75 个百分点至 79.58%。

² 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。

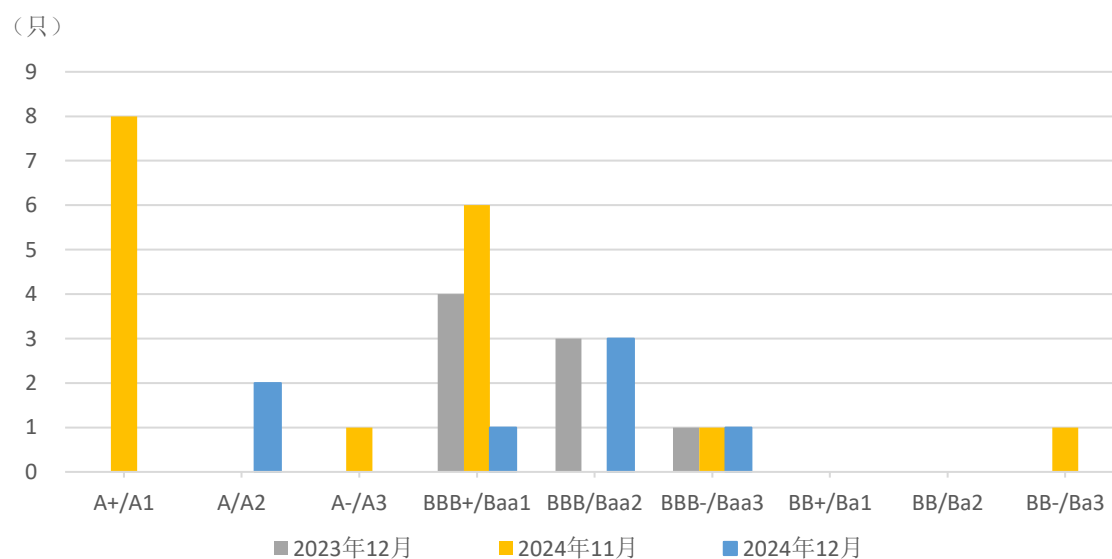
图 10：投资级和投机级债券发行占比



资料来源：联合资信整理

本月新发中资离岸债券的信用级别区间环比有所收窄，主要集中在 BBB-级至 A 级，主要为城投企业及中资银行境外分行发行的离岸债券。

图 11：有评级债券信用等级分布



资料来源：联合资信整理

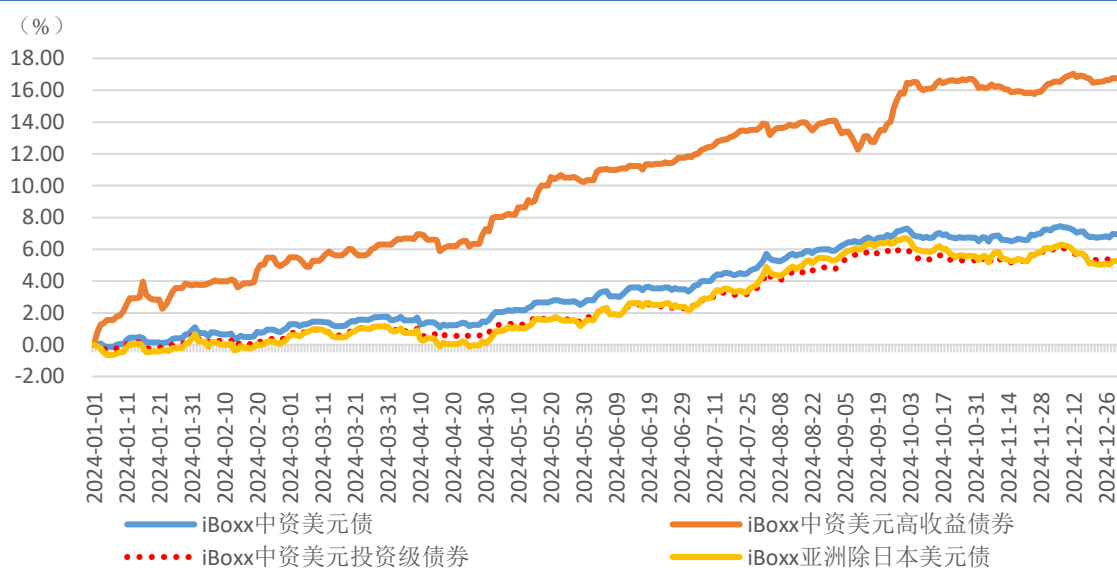
三、 中资离岸债二级市场概况

● 中资美元债总回报率³小幅回落，投资级和高收益级出现分化

以 2024 年 1 月 1 日为基点，中资美元债的总回报率在 12 月末收于 6.95%，较上月末小幅降低 0.27 个百分点。

本月，美联储鹰派表态及市场对于特朗普政府拟定政策的担忧使得市场情绪有所回落，但中央经济会议提出要实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并强调持续用力推动房地产市场止跌回稳，为市场注入一些信心。截至 12 月末，投资级中资美元债回报率则较上月末下降 0.40 个百分点至 5.54%，高收益中资美元债回报率则较上月末上涨 0.62 个百分点至 16.75%。

图 12：2024 年以来中资美元债回报率变动情况



资料来源：联合资信整理

● 中资美元债月度回报率由正转负，除城投外各板块回报率普遍回调

本月中资美元债月度回报率由正转负至-0.29%，环比下降 0.96 个百分点，其中投

³ 本文中所指回报率是根据 iBoxx 中资美元债指数计算的回报率，计算公式为（最终指数-初始指数）/初始指数×100%。

资级和高收益级美元债回报率分别环比下降 0.47 个和 0.38 个百分点至 0.31%和-0.38%。

表 1 各板块中资美元债月度回报率

	2023.12	2024.11	2024.12
总回报率	1.59	0.67	-0.29
投资级债券	1.48	0.78	0.31
高收益债券	2.48	0.00	-0.38
金融机构	1.24	0.44	0.17
金融机构-投资级	0.96	0.60	0.17
金融机构-高收益	2.57	-0.11	0.17
城投	0.55	0.44	0.51
城投-投资级	0.60	0.42	0.50
城投-高收益	0.22	0.54	0.55
房地产	3.87	-0.28	-0.56
房地产-投资级	1.70	1.38	-0.96
房地产-高收益	6.28	-1.05	-0.37

资料来源：联合资信整理

城投板块是本月唯一一个表现有所提升的主要板块，本月回报率环比小幅上升了 0.07 个百分点至 0.51%，其中投资级城投美元债环比小幅上升 0.08 百分点至 0.50%，高收益城投美元债回报率则基本保持不变。

金融板块本月回报率环比下降 0.27 个百分点至 0.17%，其中投资级金融美元债回报率环比下降 0.43 百分点至 0.17%，高收益金融美元债回报率则环比上升 0.28 个百分点至 0.17%。

房地产板块是本月唯一出现负回报的主要板块，月度回报率环比下跌 0.28 个百分点至-0.56%，其中投资级房地产美元债回报率环比大幅下降 2.34 百分点至-0.96%，高收益房地产美元债回报率则环比上升 0.68 个百分点至-0.37%。

四、 中资离岸债信用风险动态

- 中资离岸债信用风险及相关处置仍主要集中在房地产板块，部分出险房企债务重组取得新进展

12 月，中资离岸债券市场的信用风险事件及相关处置仍集中在房地产板块。本月部分出险房企的离岸债券重组事宜取得新进展，富力地产和世茂集团均计划进行境外债务重组，当代置业则出现境外债务违约事件。

表 2 中资离岸债风险事件及后续处置情况汇总

发行主体	风险事件及后续处置情况
富力地产	12 月 16 日，富力地产附属公司怡略有限公司发布公告，宣布拟对三只美元债进行重组，向债权人提供三个方案，并给予支持重组的债权人 5000 万美元面值的 4 年期同意费票据。
世茂集团	12 月 27 日，世茂集团发布公告称，计划进行境外债务重组。此次重组涉及的主要内容包括：根据特别授权发行强制可换股债券、向控股股东发行长期票据及强制可换股债券，并增加法定股本。公告中提到，截至最后实际可行日期，持有范围内债务本金金额 80.72% 的计划债权人已表明支持重组。
当代置业	12 月 30 日，当代置业发布公告称，由于流动资金问题，2023 年新票据及 2024 年票据的本金额及其应计但未支付的利息以及 2025 年票据、2026 年票据及 2027 年票据的现金利息的偿还安排均未能于各到期日达成。

资料来源：联合资信整理

● 评级调整汇总

本月，国际评级机构对中资机构的信用级别/展望调整主要集中在穆迪和惠誉，其中惠誉在万达商业完成不良债务交换后下调外币发行人评级至 RD，同时上调发行人违约评级至 CC。

表 3 国际三大评级机构本月等级调整

国际评级机构	上调级别	上调展望	下调级别	下调展望
穆迪 (Moody's)		上海电气控股集团有限公司、上海电气集团股份有限公司		健合 (H&H) 国际控股有限公司、光明食品国际有限公司、光明食品 (集团) 有限公司
惠誉 (Fitch)	中国广核能源国际控股有限公司、大连万达商业管理集团股份		大连万达商业管理集团股份有限公司、万达商业	北京首都开发控股 (集团) 有限公司

	有限公司、万达 商业地产(香港) 有限公司		地产(香港)有限 公司	
--	-----------------------------	--	----------------	--

资料来源：各评级机构官网

本月，联合国国际对 4 家主体的信用级别进行上调，其中 3 家为城投主体。

表 4 联合国国际本月等级调整

发行主体	最新评级			上次评级			评级变动
	评级	展望	日期	评级	展望	日期	
西安经发控股(集团)有限责任公司	A-	稳定	2024/12/02	BBB+	稳定	2023/11/27	上调级别
江苏华靖资产经营有限公司	BBB+	稳定	2024/12/03	BBB	稳定	2023/12/04	上调级别
湖南瑞鑫产业运营管理有限公司	BBB	稳定	2024/12/23	BBB-	稳定	2023/12/21	上调级别
中国宏桥集团有限公司	BBB-	稳定	2024/12/30	BB+	正面	2024/04/30	上调级别

资料来源：联合国国际官网

● 2025 年 1 月中资离岸债券到期偿付压力再度上升，兑付重点集中在金融和房地产板块

2025 年 1 月，预计将有 147.25 亿美元的中资离岸债到期，到期偿付压力较上月再度上升。分币种来看，下月将有 128.97 亿美元离岸债券到期，占到期总规模的 87.59%；人民币离岸债到期规模为 15.57 亿美元，到期偿付压力相对较小。

分板块来看，下月金融板块和房地产板块到期偿付压力相对较大，分别将有 53.76 亿美元和 42.32 亿美元离岸债券到期。

表 5 中资离岸债 12 月到期情况

划分标准	到期情况		
	类型	到期数量（只）	到期规模（亿美元）
按币种划分	美元	74	128.97
	人民币	14	15.57
	其他币种	3	2.71
按板块划分	金融板块	37	53.76

	房地产板块	17	42.32
	城投板块	29	31.01

资料来源：联合资信整理

联系人

投资人服务 010-85679696-8728 investorservice@lhratings.com

相关研究

[【跨境债市研究】单月发行创年内新高，二级市场回报率持续攀升——中资离岸债券市场月报（2024 年 11 月）](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。