



离岸债发行热度维持高位， 二级市场回报率持续上涨

中资离岸债券市场月报（2024 年 8 月）

联合资信 主权部

主要观点

- 市场环境方面，美联储主席鲍威尔放松对货币政策转向的讨论、美国通胀数据稳步下降以及劳动力市场有所放缓推动降息预期快速升温，各期限美债收益率波动下行，中美国债收益率利差集体收窄，美元指数震荡下挫
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模小幅回落至 136.82 亿美元，为今年以来单月发行的第三高点，其中离岸港元债发行规模大幅增长
- 二级市场方面，美联储降息预期增强叠加境外融资政策有所放松助力中资美元债回报率持续上涨，截至月末上行至 5.90%，但月度回报率全线回调
- 信用风险方面，部分出险房企的重组事宜取得新进展，但仍有已出险企业再度违约；9 月中资离岸债券的到期偿付压力较上月明显增加，且到期债券主要集中在金融和城投板块



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

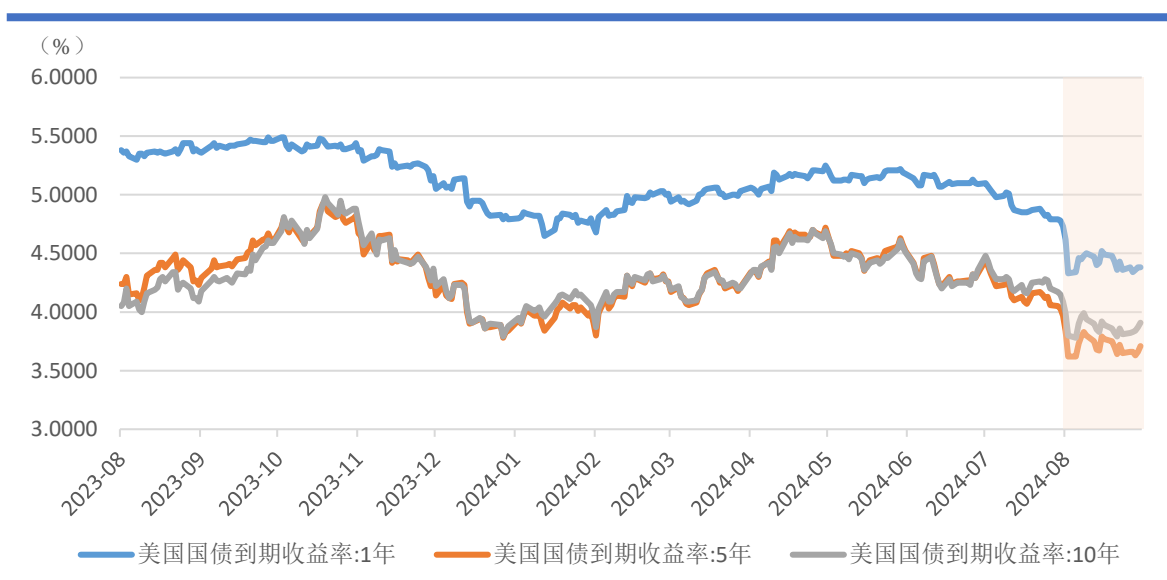


一、中资离岸债¹发行市场环境

● 各期限美债收益率波动下行，美元指数震荡下挫

美联储主席鲍威尔在 7 月末举办的议息会议上首度放松对货币政策转向的表态使降息预期得到明显增强。随后公布的经济数据显示美国通胀持续下行、劳动力市场有所放缓，为未来的降息行动进一步提供数据支持。8 月末，美联储主席在杰克逊霍尔会议发表公开讲话，传递了更加明确的政策预期，美联储即将在 9 月降息的市场预期持续升温推动各期限美债收益率波动下行。截至月末，1 年期、5 年期和 10 年期美债收益率分别较上月末下跌 35.00 个、26.00 个和 18.00 个 BP 至 4.38%、3.71% 和 3.91%。

图 1：各期限美国国债到期收益率走势

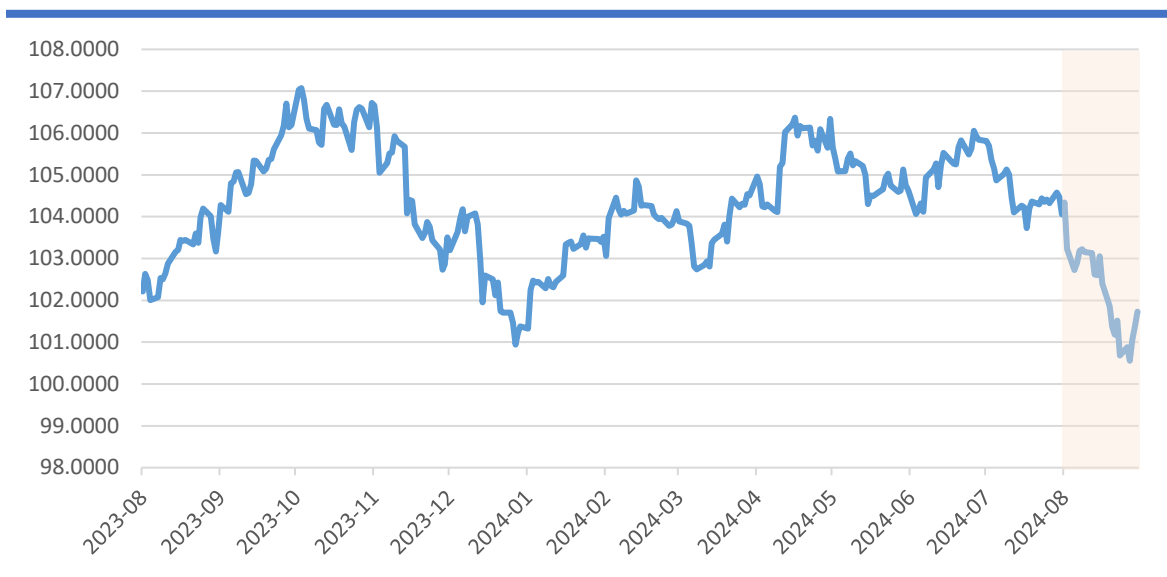


资料来源：Wind，联合资信整理

本月，随着市场降息预期在美联储 7 月议息会议召开后不断加强，美元指数承压大幅下滑，并在鲍威尔出席杰克逊霍尔会议期间下跌至 100 附近，随后小幅回升。截至月末，美元指数收于 101.7320，较上月末大幅下跌 2.23%。

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

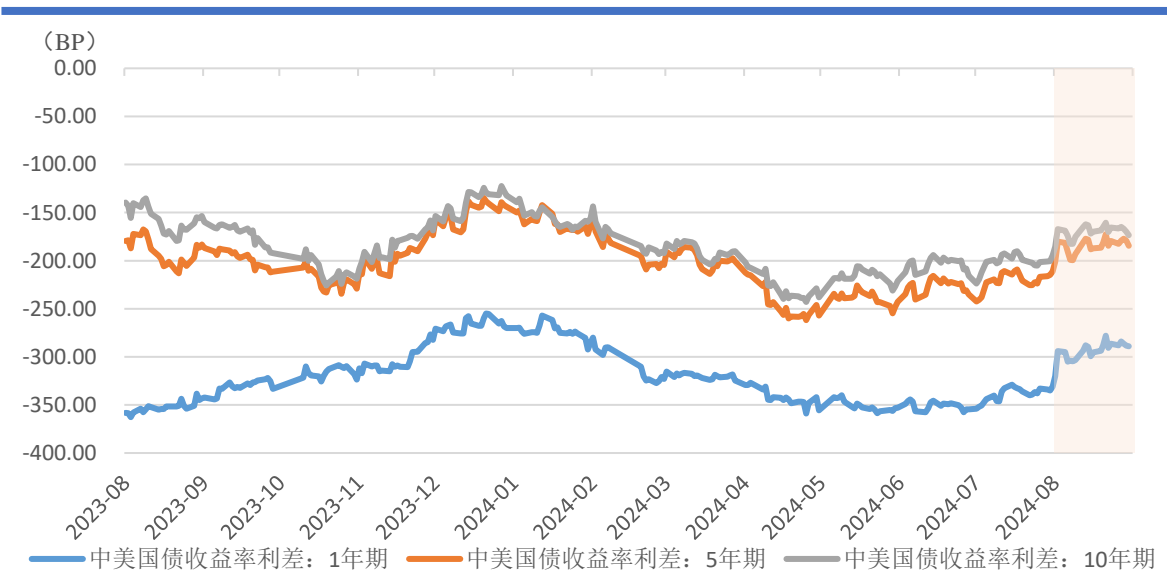


资料来源：Wind, 联合资信整理

● 各期限中美国债利差集体收窄，离、在岸人民币双双走强

8 月，鲍威尔松口对货币政策转向的讨论使市场降息预期持续升温，各期限美债收益率均表现下跌，受此影响，各期限中美国债收益率利差集体收窄。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收窄了 42.09 个、26.80 个和 20.88 个 BP 至-288.90BP、-184.37BP 和-173.47BP。

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，在美元指数走弱的背景下，离、在岸人民币汇率双双走强。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.1124，较上月末下跌 0.31%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.0904，较上月末下跌 1.88%。

图 4：离、在岸人民币汇率走势



资料来源：Wind, 联合资信整理

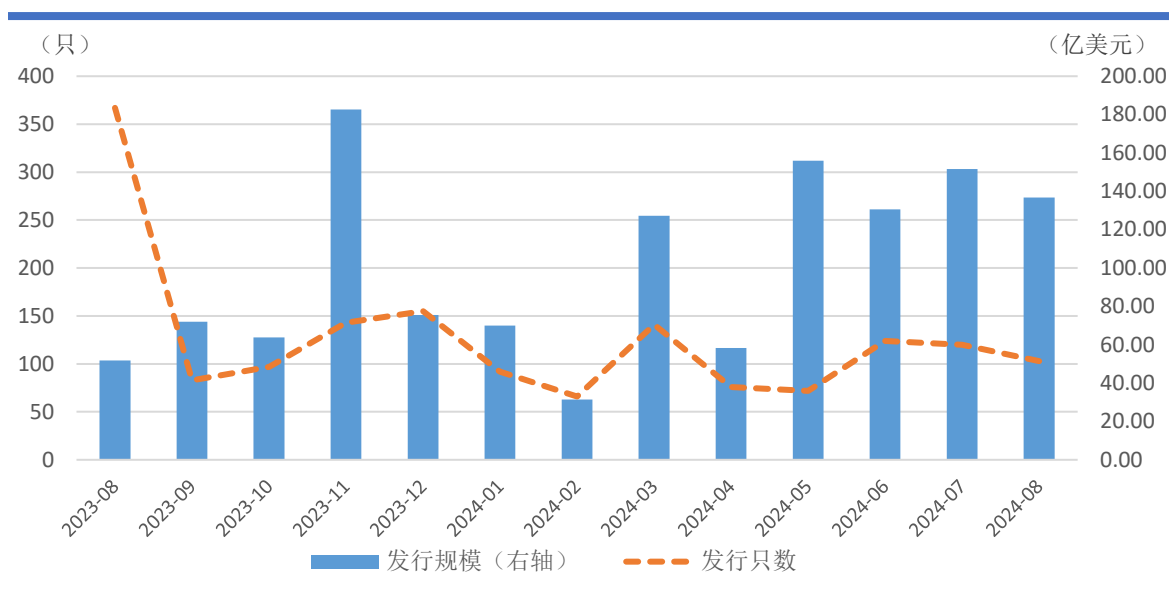
二、 中资离岸债一级市场概况

● “借新还旧”需求有所减弱，但一级市场发行热度仍维持高位

8月，美联储降息预期加强推动各期限美债收益率大幅下滑、美元债券融资环境有所改善，借新还旧需求虽小幅减弱，但离岸债券发行热度仍维持高位。

本月中资离岸债券一级市场共新发债券 103 只，发行规模合计 130.82 亿美元，环比减少 9.73%，但同比仍大涨逾 160%，为今年以来离岸债券单月发行规模第三高。

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

● 美元债券发行占比有所回落但仍是主流，港元债券发行规模明显增长

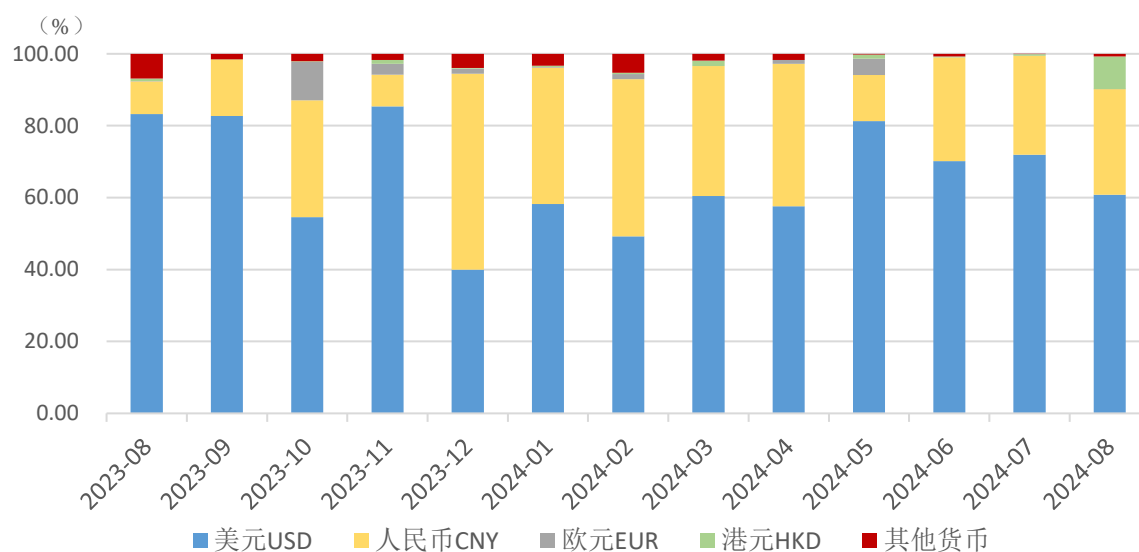
本月中资美元债发行有所回落但仍占据主流，月内共发行 40 只中资美元债，发行规模较上月回落至 83.15 亿美元，占发行总额的比重为 60.77%，环比和同比分别回落了 11.19 个和 22.50 个百分点。

本月新发 57 只离岸人民币债券，发行规模小幅下跌至 40.28 亿美元，占发行总额的比重为 29.44%，环比和同比分别上涨了 1.91 个和 20.34 个百分点。

本月中信建投国际以及交通银行分别发行了约 9 亿美元和 3.5 亿美元的港元计价债券，港元离岸债券单月发行规模创 2021 年 12 月以来新高，发行规模占发行总额的比重达 9.06%，环比和同比分别上涨了 8.62 个和 8.33 个百分点。

除此之外，本月还发行了 4 只其他币种离岸债券，发行规模合计 1.00 亿美元，占发行总额的币种不足 1%。

图 6：中资离岸债币种结构情况



资料来源：联合资信整理

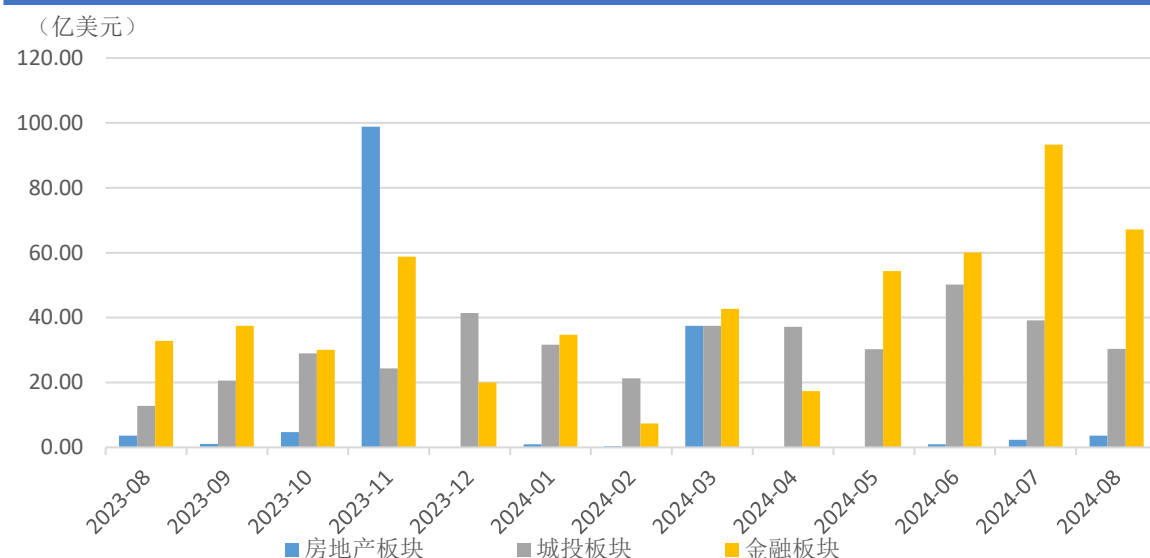
● 城投和金融板块发行规模双双回落，房地产板块新发规模小幅增长

本月新发中资离岸债仍以城投和金融板块为主。具体来看，本月城投企业共发行离岸债券 21 只，发行规模较上月回落至 30.37 亿美元，环比下跌 22.34%，但同比大涨逾 130%，占中资离岸债发行总额的比重为 22.19%。

本月离岸金融债共发行 51 只，发行规模较上月回落至 67.15 亿美元，环比下跌 28.06%，但同比大涨逾 100%，占月内中资离岸债发行总额的比重近半。

本月房地产板块发行规模环比上涨了 56.03%至 3.64 亿美元，其中 2.27 亿美元的新发债券来自违约债券重组计划。

图 7：房地产、城投及金融三大板块发行规模情况

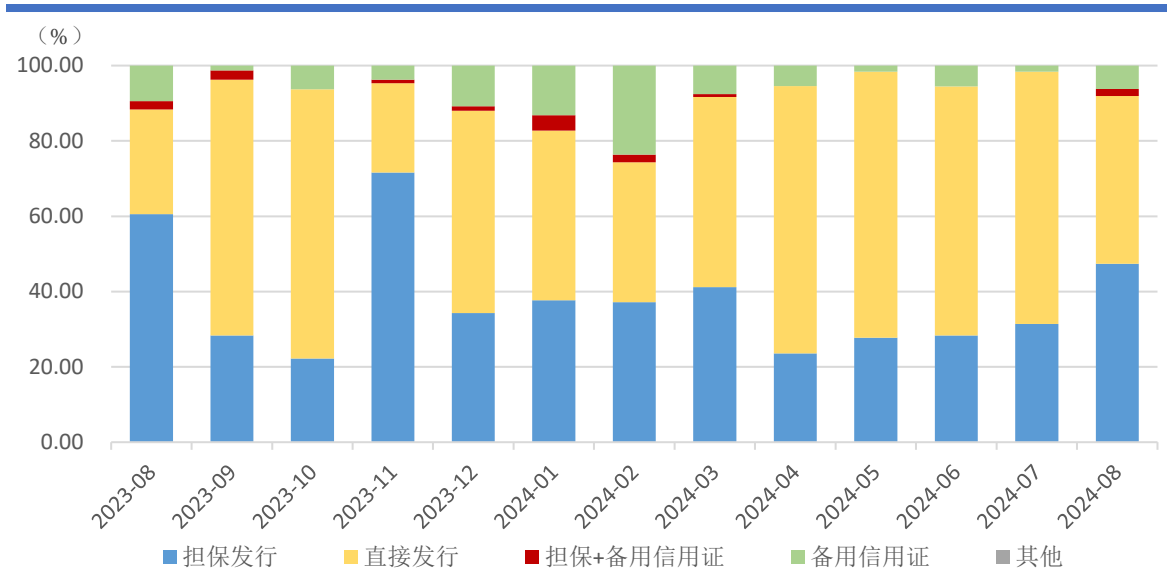


资料来源：联合资信整理

● 直接发行的债券规模占比创近半年新低，采用担保架构发行的债券规模创今年以来新高

本月新发的中资离岸债中，直接发行的离岸债券不再是主流架构，发行规模占发行总额的比重较上月大幅下滑逾 20 个百分点至 44.52%，创近半年新低。本月以担保架构发行的离岸债券成为发行主流，发行规模占发行总额的比重大幅上涨 16.02 个百分点至 47.40%，创今年以来单月新高。以备用信用证架构发行的离岸债占比也有所反弹，环比上涨 4.59 个百分点至 6.21%。

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升，其中房地产板块发行成本上涨幅度最大

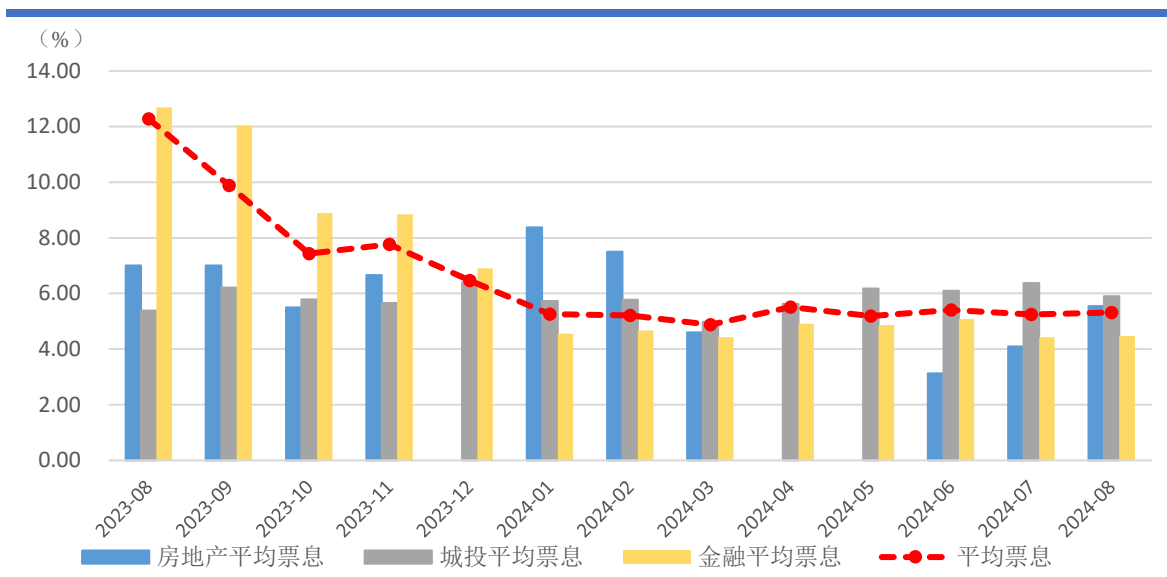
尽管美债收益率呈下行趋势，但本月中资离岸债券平均发行票息仍较上月小幅反弹了 7.14 个 BP 至 5.31%。

本月房地产板块发行成本明显上升，由于超过 60% 的新发房地产债券来自债券重组计划，发行票息主要受到重组条款约束，本月房地产板块平均发行票息环比上涨 145.00 个 BP 至 5.55%，为本月平均发行成本涨幅最大的主要板块。

本月金融板块平均发行票息保持基本稳定，环比小幅上涨 4.37 个 BP 至 4.47%。

城投板块是本月唯一发行成本环比下降的主要板块，本月平均票息环比下降了 47.60 个 BP 至 5.90%，但仍是发行成本最高的主要发行板块。

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

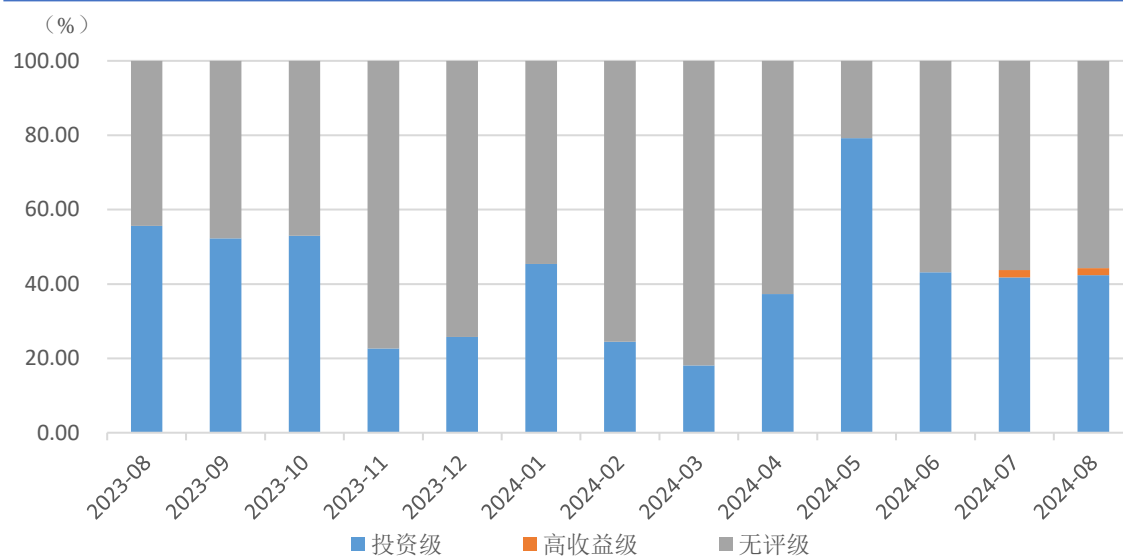
● 无评级发行中资离岸债仍占据主流，附评级债券发行规模占比与上月基本一致

本月，中资离岸债券市场上无评级债券²仍占据主流，但发行规模占比较上月小幅下跌 0.52 个百分点至 55.70%。附评级中资离岸债³共发行 17 只，其中 16 只为投资级债券，附评级债券发行规模占比为 44.30%，与上月基本一致。

² “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

³ 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。

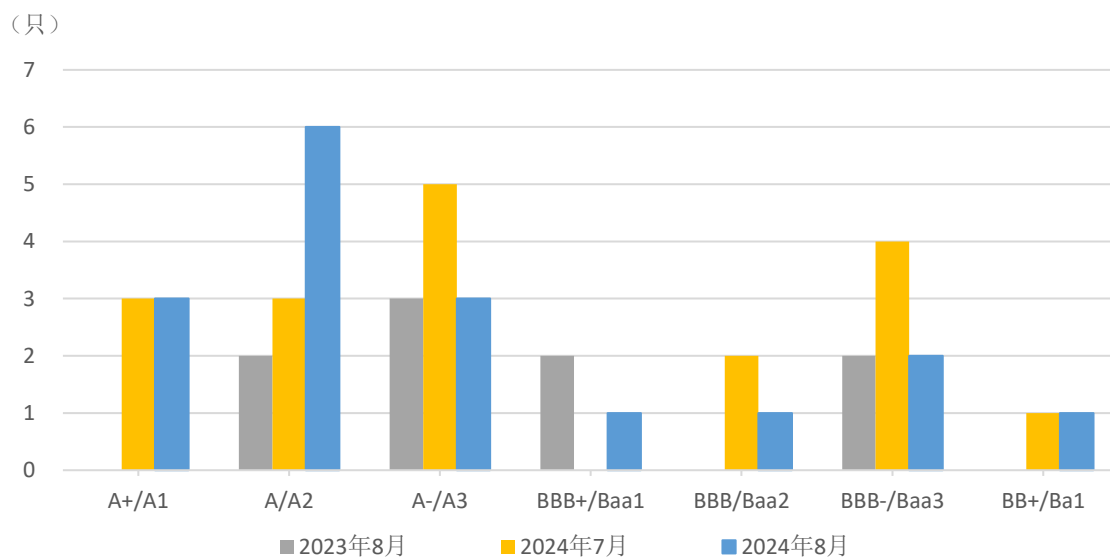
图 10：投资级和投机级债券发行占比



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与上月保持一致，主要集中在 BBB-级至 A-级，主要为金融机构及城投企业发行的离岸债券。

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

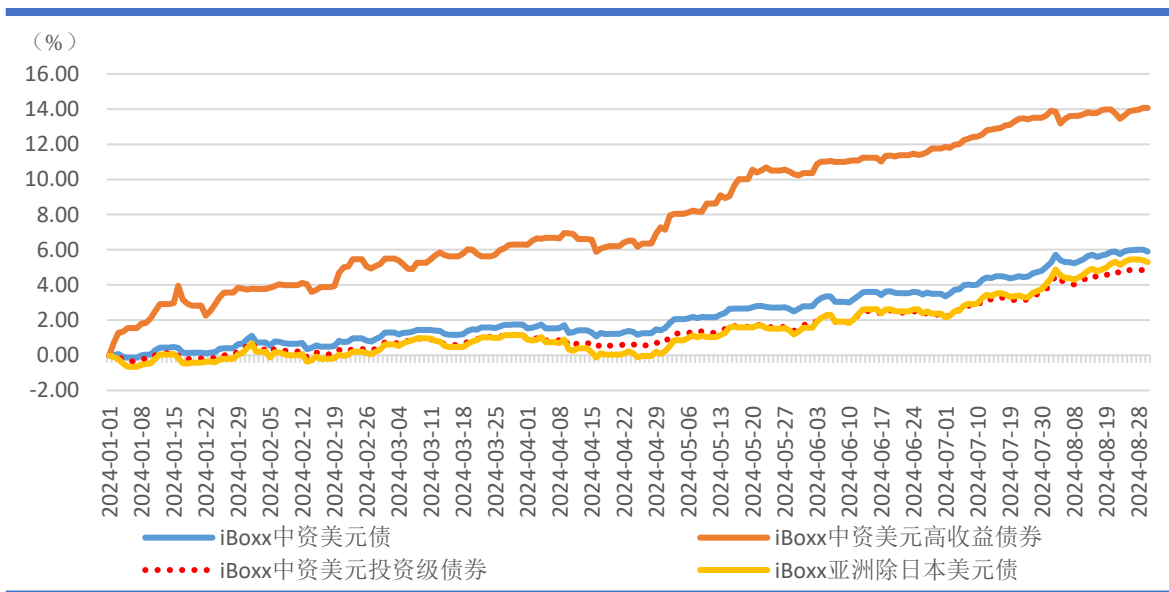
● 美联储降息升温、境外融资政策有所放松推动中资美元债回报率

⁴继续上行

以 2024 年 1 月 1 日为基点，中资美元债的总回报率在 8 月末收于 5.90%，较上月末上涨了 0.87 个百分点。

本月，在美联储主席鲍威尔接连表态暗示降息政策即将到来的背景下，中资美元债回报率波动上涨。受益于监管部门 7 月末发文鼓励优质企业发行长期境外债券的新规，投资级中资美元债回报率涨幅相对更大。截至 8 月末，高收益级中资美元债回报率较上月末上涨 0.40 个百分点至 14.07%，投资级中资美元债回报率则较上月末上涨了 0.94 个百分点至 4.74%。

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小幅回落，各板块回报率全线回调

本月中资美元债仍维持正回报（0.60%），但环比下跌了 1.07 个百分点，其中投

⁴ 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跌了 0.96 个和 1.47 个百分点至 0.67% 和 0.14%。

表 1 各板块中资美元债月度回报率

	2023.8	2024.7	2024.8
总回报率	-0.83	1.67	0.60
投资级债券	-0.31	1.63	0.67
高收益债券	-4.85	1.61	0.14
金融机构	-1.45	1.30	0.50
金融机构-投资级	-0.59	1.13	0.58
金融机构-高收益	-5.47	1.98	0.22
城投	0.26	0.90	0.57
城投-投资级	0.38	0.84	0.53
城投-高收益	-0.56	1.18	0.50
房地产	-9.15	2.94	-0.33
房地产-投资级	-4.58	2.23	0.44
房地产-高收益	-15.70	3.23	-0.67

资料来源：联合资信整理

本月金融美元债回报率环比回落 0.80 个百分点至 0.76%，其中投资级和高收益级金融美元债回报率环比分别下跌了 0.55 个和 1.76 百分点至 0.58% 和 0.22%。

城投板块本月回报率环比下跌 0.33 个百分点至 0.57%，其中投资级和高收益级城投美元债回报率环比分别环比下跌了 0.31 个和 0.68 个百分点至 0.53% 和 0.50%。

房地产板块是本月唯一实现负回报的主要板块，也是回报率环比跌幅最大的主要板块，月度回报率环比大幅下跌 3.27 个百分点至 -0.33%，其中投资级和高收益级房地产美元债月度回报率环比分别下跌了 1.79 个和 3.90 个百分点至 0.44% 和 -0.67%。

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，部分出险房企的重组事宜取得新进展

8 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重组事宜取得新进展，个别已出险企业再度违约：远洋集团试图通过

“英国重组计划”方式进行重组；佳兆业与债权人小组订立重组支持协议；富力地产子公司怡略未能在宽限期内支付利息触发实质性违约。

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
远洋集团	8月22日，远洋集团发布公告披露境外债务重组进展，称于公告日期，占A组债务72.5%的持有人已加入重组支持协议。据该集团了解，很多其他债权人支持重组计划及正在进行内部程序以加入重组支持协议。
佳兆业集团	8月20日，佳兆业集团发布境外债务重组重大进展。公告显示，过去数月，佳兆业一直与债权人小组成员及双方各自的顾问保持建设性沟通，以达成经各方同意的重组。佳兆业与债权人小组于公告当日订立重组支持协议，有关债权分别占佳兆业范围内债务未偿还本金总额的34%以上及瑞景范围内债务未偿还本金总额的36%以上。
富力地产	富力地产于8月11日晚间发布内幕消息称，由于集团目前面临现金流压力，旗下怡略有限公司发行的三笔美元优先票据，未能在到期前以现金支付利息。公告显示，三笔美元优先票据未偿还本金分别为10.34亿美元、19.22亿美元和15.71亿美元。根据怡略发行票据条款，富力地产应于今年7月11日以现金方式支付上述三笔优先票据的利息，宽限期为30天。而截至此次宽限期满，富力尚未支付相关利息。

资料来源：联合资信整理

● 评级调整汇总

8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，其对6家中资企业进行了信用级别/展望的调整，其中包括下调2家房地产企业的信用级别。此外，惠誉上调了1家城投企业的信用级别。

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
惠誉 (Fitch)	漳州市交通发展集团有限公司	绵阳市投资控股(集团)有限公司		
标普 (S&P)		美的集团股份有限公司、甘肃省公路航空旅游投资集团有限公司		
穆迪 (Moody's)		宁波市海曙开发建设投资集团有限公司、杭州上城区国有资本运	万科企业股份有限公司、龙湖集团控股有限公司	山东国惠投资控股集团有限公司

		营集团有限公司、瑞声科技控股有限公司		
--	--	--------------------	--	--

资料来源：各评级机构官网

本月，联合国际对 2 家主体的信用级别进行上调，均为城投主体。

表 4 联合国际本月等级调整

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	
济宁城市发展资本控股有限公司	BBB	稳定	2024/8/14	BBB-	稳定	2023/12/12	上调级别
漳州市九龙江集团有限公司	A-	稳定	2024/8/30	BBB	稳定	2023/9/1	上调级别

资料来源：联合国际官网

● 9 月中资离岸债券到期偿付压力明显增加，兑付重点集中在金融和城投板块

9 月，预计将有 193.82 亿美元的中资离岸债到期，到期偿付压力较上月明显增加。分币种来看，下月将有 151.71 亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的约 78%；离岸人民币债到期规模为 14.71 亿美元，到期偿付压力相对较小。

分板块来看，下月金融板块和城投板块到期偿付压力相对较大，分别将有 116.39 亿美元和 32.66 亿美元离岸债券到期。城投板块到期待偿规模约为 21.61 亿美元。

表 5 中资离岸债 9 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	151.71
	人民币	17	14.71
	其他币种	14	27.4
按板块划分	金融板块	65	116.39
	房地产板块	11	21.61
	城投板块	17	32.66

资料来源：联合资信整理

联系人

投资人服务 010-85679696-8624 chenjialin@lhratings.com

相关研究

[【跨境债市研究】离岸债券发行热度再度走高，二级市场回报率显著上涨——中资离岸债券市场月报（2024 年 7 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，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

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评级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。使用者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本研究报告所载内容和信息并自行承担风险，联合评级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。