



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）

联合资信 主权部

主要观点

- 市场环境方面，美联储在 7 月议息会议释放出明显的“鸽派”信号，随着美国劳动力市场继续降温，市场对于美国经济或陷入衰退的担忧升温，进一步增强市场对美联储的降息预期，各期限美债收益率呈波动下行趋势，导致各期限中美国债利差倒挂有所收窄，美元指数震荡收跌
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模明显回升至 151.57 亿美元，创下今年以来单月发行的第二高点，其中中资美元债发行规模有所回升
- 二级市场方面，美联储降息预期叠加房地产市场回暖助力中资美元债回报率持续上涨，年初至 7 月末达到 5.03%，其中房地产板块本月表现相对亮眼
- 信用风险方面，部分出险房企的重组及清盘事宜取得新进展；8 月中资离岸债券的到期偿付压力较上月继续减轻，且到期债券仍集中在房地产和金融板块



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

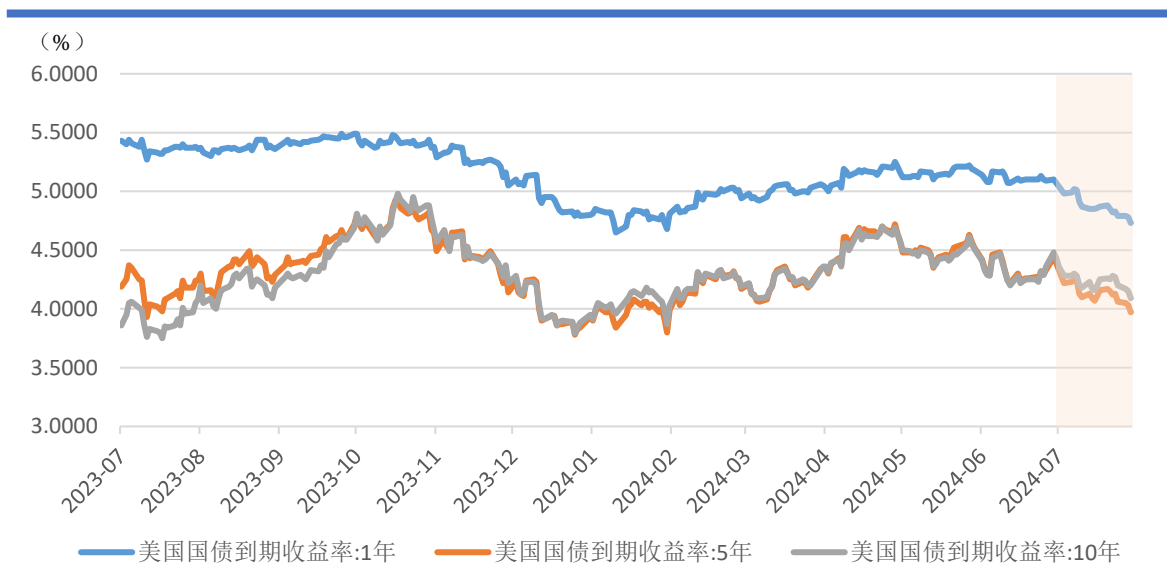


一、中资离岸债¹发行市场环境

● 各期限美债收益率继续波动下行，美元指数震荡收跌

虽然美联储在 7 月议息会议上继续维持基准利率水平不变，但本次会议声明中删除了“高度关注通胀风险”的常用措辞，取而代之的是“关注价格和就业的双向风险”，释放出明显的“鸽派”信号，市场对美联储 9 月降息预期进一步走高。另一方面，美国 7 月新增非农就业人数低于预期且失业率走高至 4.3%，美国劳动力市场继续降温，市场对于美国经济或陷入衰退的担忧升温，进一步增强市场对美联储的降息预期。在此背景下，各期限美债收益率呈波动下行趋势。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 36.00 个、36.00 个和 27.00 个 BP 至 4.73%、3.97% 和 4.09%。

图 1：各期限美国国债到期收益率走势



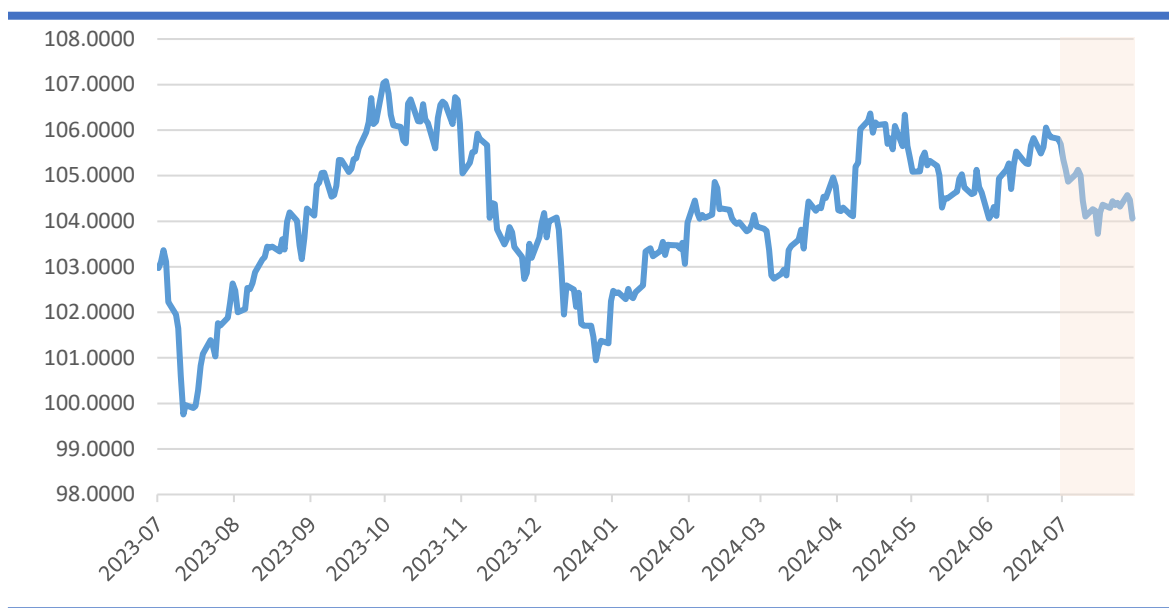
资料来源：Wind，联合资信整理

本月，美元指数震荡下跌，回落至 104 点位上方。月初，美国劳工部发布的就业数据显示，美国新增非农就业人数减少且失业率上涨，美国劳动力市场“降温”态势明显，增强了市场对美联储 9 月降息的预期，带动美元指数大幅下探。月中公布的美

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。

国 6 月 CPI 数据弱于预期且环比出现负增长，加速美元指数震荡下跌，美元指数一度跌破 104 点位。此外，拜登宣布退出 2024 年总统大选，未来将全力支持哈里斯获得民主党总统候选人的提名，民主党临时“换帅”加剧了美国大选的不确定性，导致美元指数双向波动加剧。截至月末，美元指数收于 104.0574，较上月末下跌 1.69%。

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倒挂有所收窄，离、在人民币汇率出现分化

7 月，中国央行持续加大货币政策实施力度。央行于 22 日在公开市场调降 7 天期逆回购利率、1 年期贷款市场报价利率（LPR）和 5 年期及以上 LPR10 个 BP，随后央行又在 25 日调降中期借贷便利（MLF）利率 20 个 BP，央行旨在保持市场流动性合理充裕，相应导致各期限中国国债收益率继续走跌。由于各期限美债收益率跌幅大于中国各期限国债收益率，本月中美国债收益率利差倒挂有所收窄。截至月末，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债收益率利差较上月末收窄了 23.49 个、24.04 个和 21.42 个 BP 至-330.99BP、-211.17BP 和-194.35BP。

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，离、在岸人民币汇率出现明显分化，在岸人民币汇率变化不大，离岸人民币汇率显著走强。主要是因为月末日本央行突然加息，导致日元汇率大幅走强，受此影响离岸人民币汇率也显著走强。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.1346，较上月末微涨 0.11%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.2266，较上月末下跌 1.00%。

图 4：离、在岸人民币汇率走势



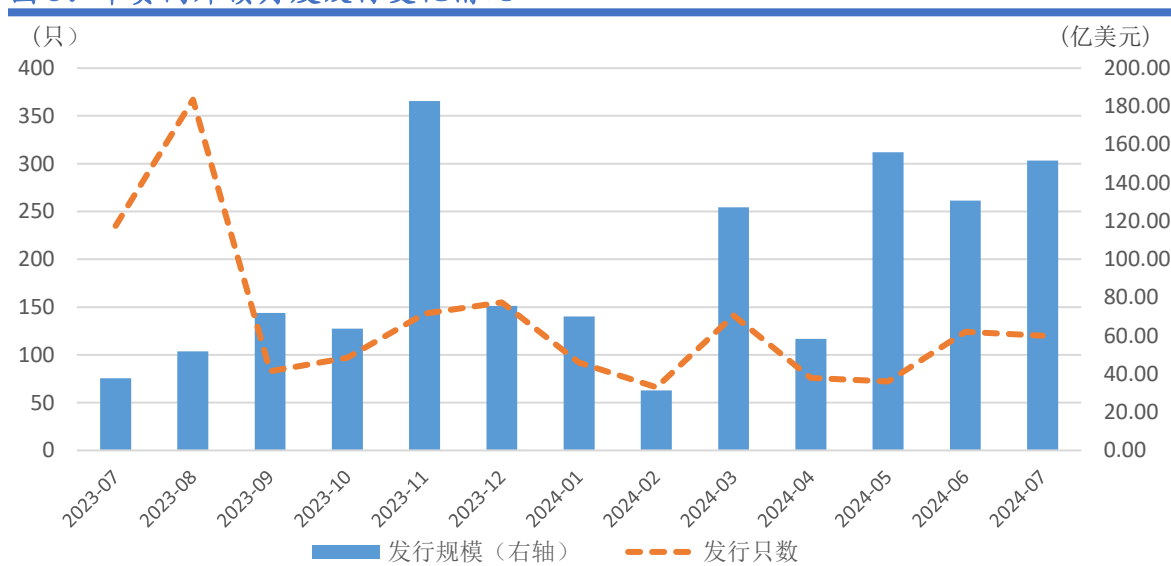
资料来源：Wind, 联合资信整理

二、 中资离岸债一级市场概况

● 中美国债收益率利差倒挂收窄叠加人民银行继续降息，本月中资离岸债一级市场发行明显回升，创下今年以来单月发行的第二高点

7 月，美联储降息预期大幅走强导致中美各期限国债收益率利差倒挂有所收窄，离岸美元债融资环境得到边际改善。本月，中资离岸债券一级市场共新发债券 120 只，发行规模合计 151.57 亿美元，环比和同比分别增长 16.03% 和 300.97%，创下今年以来单月发行的第二高点。

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

● 美元债发行保持主流地位，人民币债发行占比小幅回落

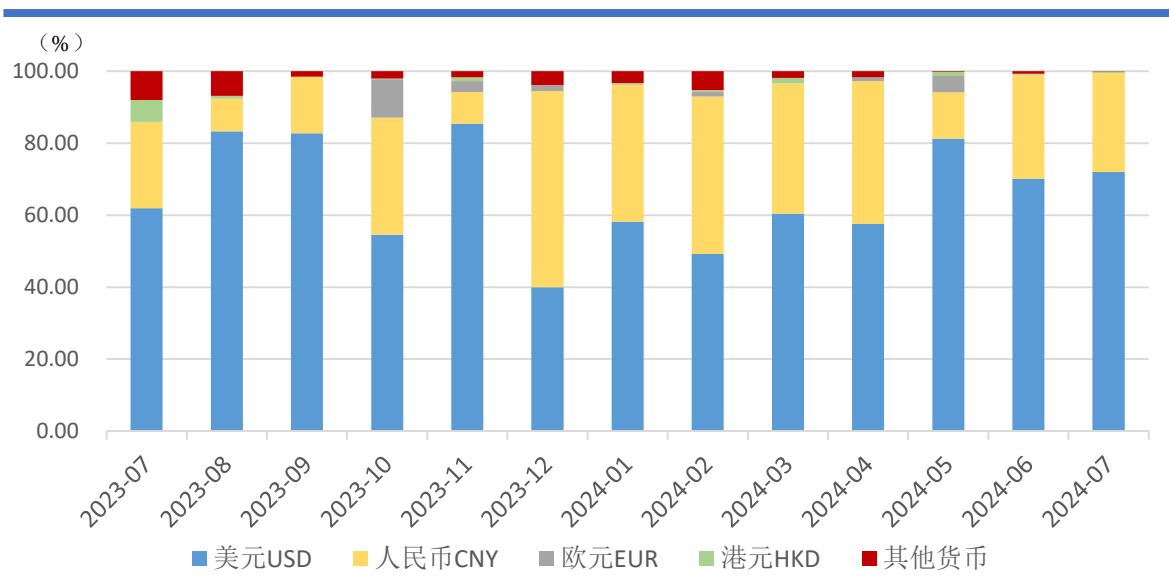
本月中资美元债发行小幅回升且继续占据主流地位，月内共发行 59 只中资美元债，发行规模回升至 109.07 亿美元，占发行总额的比重为 71.96%，环比和同比分别增长 1.82 个和 10.08 个百分点。

本月新发 57 只离岸人民币债券，发行规模小幅上涨至 41.73 亿美元，占发行总额的比重为 27.53%，环比小幅下跌 1.34 个百分点，但同比仍增长 3.56 个百分点。

除此之外，本月分别发行 3 只离岸港元债和 1 只离岸日元债，发行规模合计 0.77

亿美元，约占发行总额的 0.5%。

图 6：中资离岸债币种结构情况



资料来源：联合资信整理

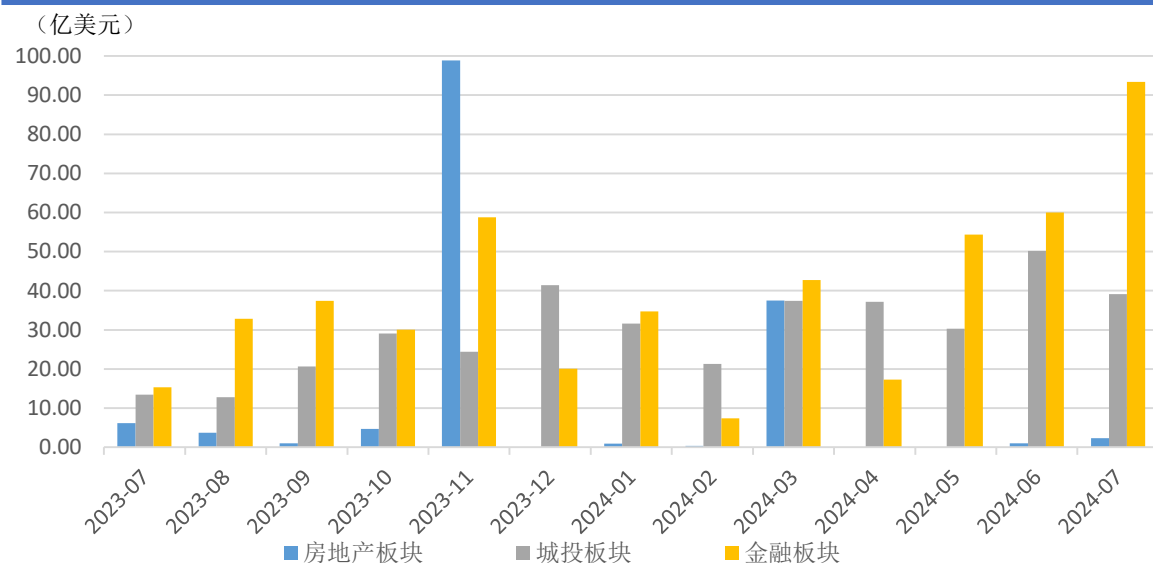
● 金融板块发行创近年来单月发行新高，城投板块发行有所回落，新增香港房地产企业发行离岸人民币债

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 34 只，发行规模达 39.10 亿美元，环比下跌 22.13%，但同比大幅上涨 191.23%，占中资离岸债发行总额的比重约为 25%。

本月离岸金融债共发行 79 只，发行规模达 93.35 亿美元，创下 2021 年 9 月以来的单月发行新高，占中资离岸债发行总额的 60% 以上。

此外，本月新增 1 期房地产企业发行的离岸人民币债，发行人为香港越秀地产的全资附属公司。

图 7：房地产、城投及金融三大板块发行规模情况

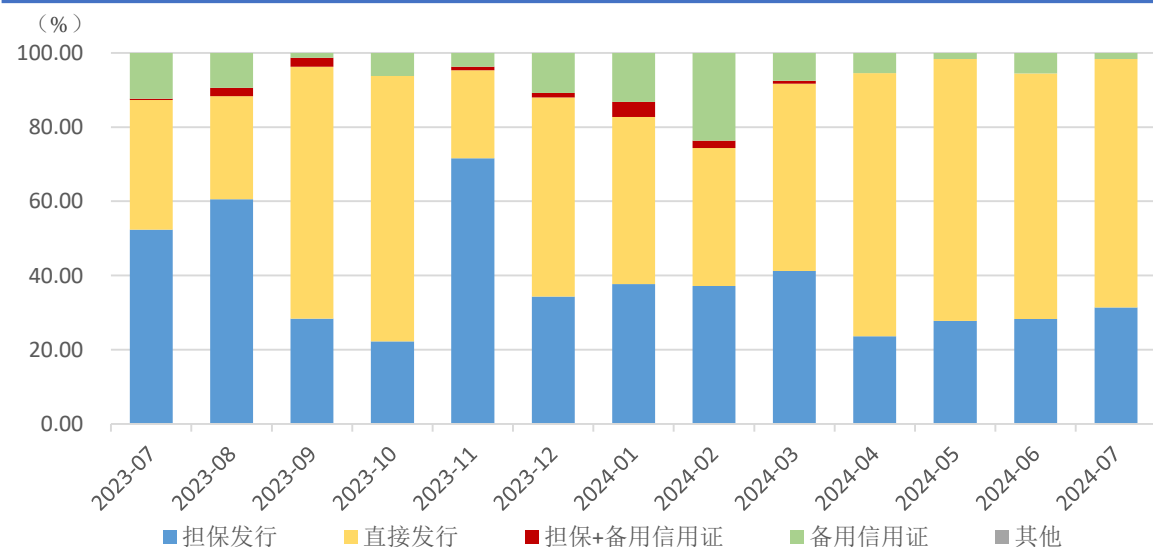


资料来源：联合资信整理

● 采用直接发行的中资离岸债仍占据主流，采用备用信用证的中资离岸债占比明显回落

本月新发的中资离岸债中，直接发行的离岸债仍占据主流，发行规模占发行总额的比重较上月小幅上涨至 67.01%；以担保架构发行的离岸债规模占比小幅上涨至 31.38%；以备用信用证架构发行的离岸债占比回落至 1.62%，均为城投企业发行。

图 8：中资离岸债发行架构规模占比

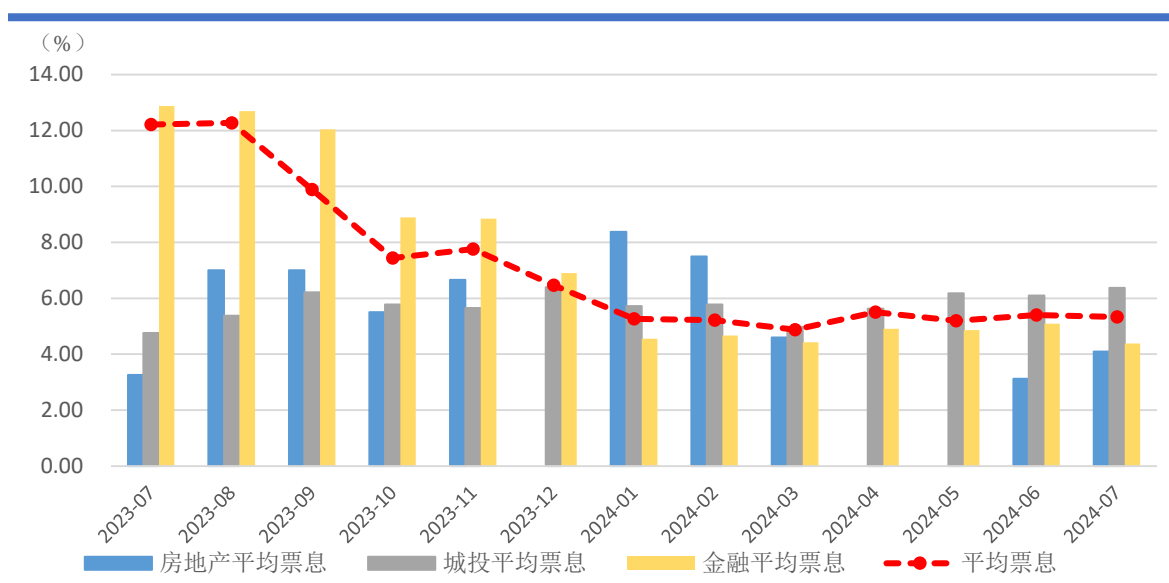


资料来源：联合资信整理

● 新发中资离岸债的平均融资成本小幅下降，其中金融板块降幅较为明显

在各期限美债收益率和国债收益率纷纷下行的背景下，本月中资离岸债券平均发行票息也小幅下跌 7.48 个 BP 至 5.33%。本月金融板块发行成本显著回落，平均发行票息环比和同比分别大幅下跌 71.13 个和 849.29 个 BP 至 4.38%，创 2022 年 7 月以来的最低水平，主要系部分国有银行境外分行所发债券融资成本较低所致。本月城投板块平均发行票息有所回升，环比和同比分别上涨 27.54 个和 161.55 个 BP 至 6.37%，回升至 2023 年 12 月以来的最高水平。此外，本月房地产板块发行票息为 4.10%，较上月上涨约 1 个百分点。

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

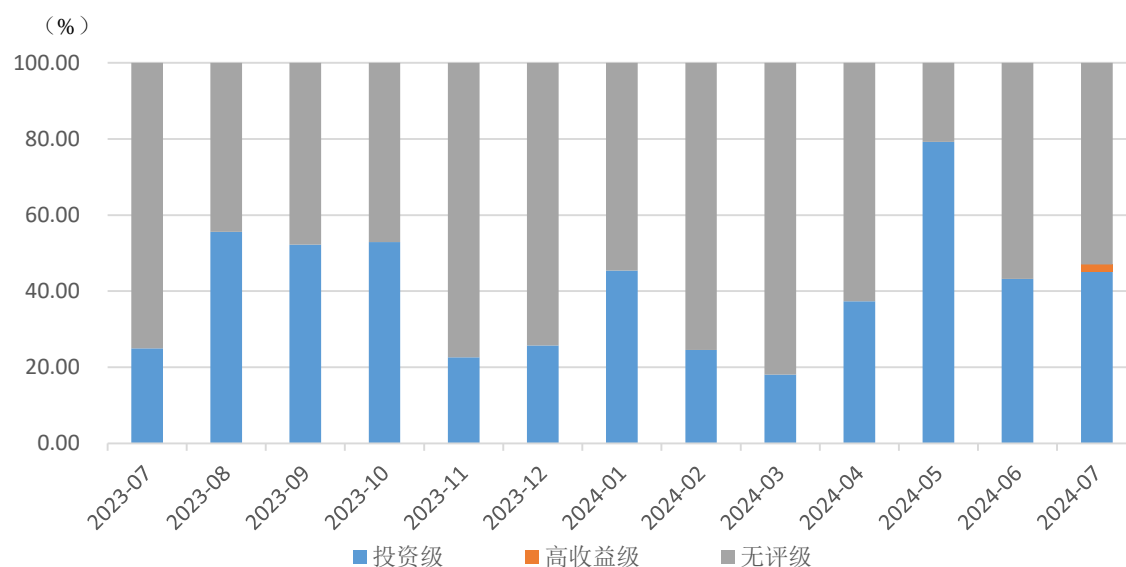
● 无评级发行的中资离岸债继续占据主流，有评级债券的等级分布趋于分散

本月，中资离岸债券市场上无评级债券²继续占据主流，发行规模占比高达 52.98%，

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。

但较上月下降 3.83 个百分点。附评级中资离岸债³共发行 20 只，其中多数为投资级债券，发行规模占比为 45.04%，环比增长 1.85 个百分点；本月新增 1 只高收益级债券，发行规模为 3 亿美元。

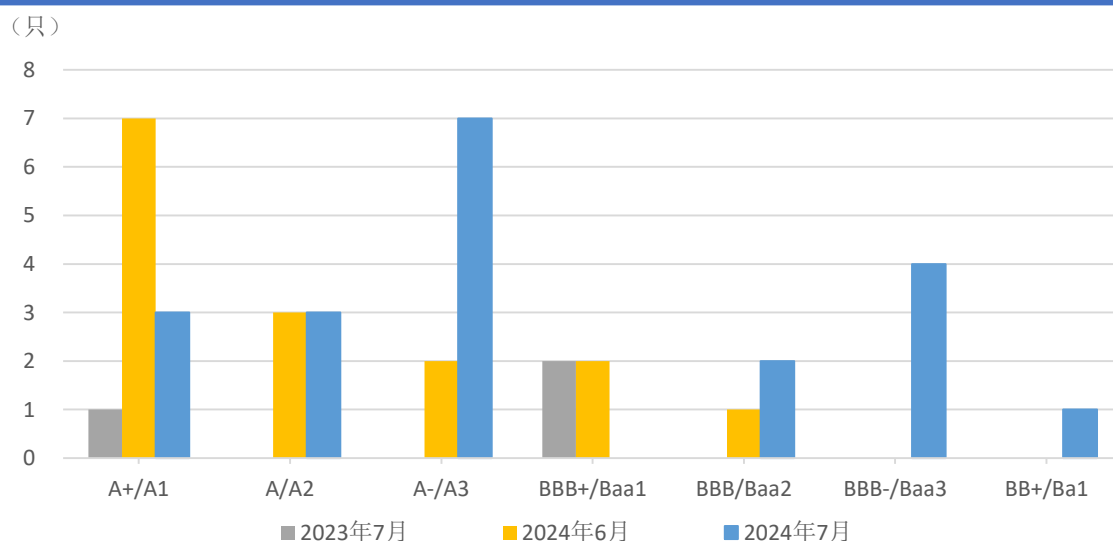
图 10：投资级和投机级债券发行占比



资料来源：联合资信整理

本月新发的中资离岸债信用级别区间较上月有所走扩，主要集中在 BB+ 级至 A+ 级，等级分布趋于分散，低等级债券发行有所增长。

图 11：有评级债券信用等级分布



资料来源：联合资信整理

³ 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。

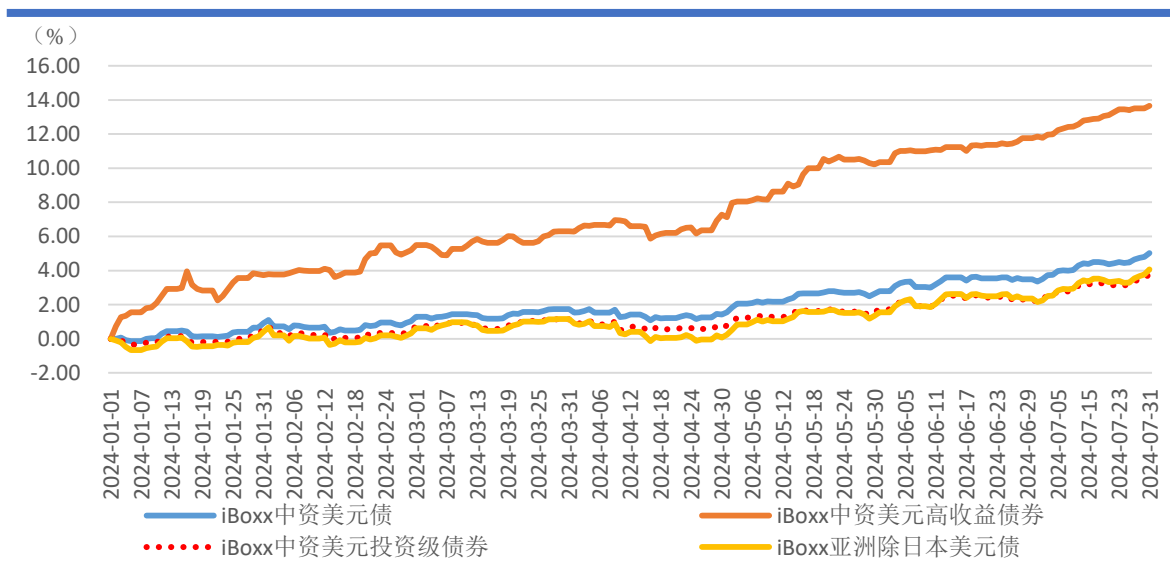
三、 中资离岸债二级市场概况

● 美联储降息预期叠加房地产市场回暖助力中资美元债回报率⁴持续上涨

以 2024 年 1 月 1 日为基点，中资美元债的总回报率在 7 月末收于 5.03%，较上月末上涨了 1.55 个百分点。

在美联储降息预期持续走高的背景下，中资美元债回报率呈平稳上涨趋势，其中高收益级中资美元债回报率涨幅较为显著，这主要得益于中国政府对地产政策持续加码，供给层面聚焦保障房并对地产企业融资需求给予支持，需求层面降低贷款和首付比例，有助于缓解房地产企业的流动性压力。截至 7 月末，高收益级中资美元债回报率较上月末上涨 1.90 个百分点至 13.66%，投资级中资美元债回报率则较上月末上涨 1.49 个百分点至 3.79%。

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，各板块回报率涨幅普遍收窄

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%。

本月中资美元债总回报率维持正收益，且涨幅继续走扩，环比上涨 0.99 个百分点至 1.67%，其中投资级和高收益级美元债回报率环比分别上涨 1.06 个和 0.34 个百分点至 0.57% 和 1.27%。

表 1 各板块中资美元债月度回报率

	2023.7	2024.6	2024.7
总回报率	-0.27	0.68	1.67
投资级债券	0.48	0.57	1.63
高收益债券	-5.52	1.27	1.61
金融机构	-0.79	0.76	1.30
金融机构-投资级	0.57	0.56	1.13
金融机构-高收益	-6.40	1.42	1.98
城投	0.49	2.14	0.90
城投-投资级	0.48	0.81	0.84
城投-高收益	0.55	2.73	1.18
房地产	-9.16	0.69	2.94
房地产-投资级	-0.52	0.57	2.23
房地产-高收益	-18.64	1.25	3.23

资料来源：联合资信整理

本月金融美元债回报率环比增长 0.54 个百分点至 1.30%，其中投资级和高收益级金融美元债回报率环比分别上涨 0.57 个和 0.56 个百分点至 1.30% 和 1.13%。

城投板块是本月唯一下跌的主要板块，月度回报率环比回落 1.25 个百分点至 0.90%，其中投资级美元债回报率环比微涨 0.03 个百分点至 0.84%，高收益级城投美元债回报率环比下跌 1.55 个百分点至 1.18%。

本月房地产板块收益继续上涨，月度回报率环比增长 2.25 个百分点至 2.94%，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增长 1.65 个和 1.98 个百分点至 2.23 和 3.23%。

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及清盘事宜取得新进展

7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及清盘事宜取得新进展，禹洲集团与多数初始同意债权人订立修订契据，将公司现有贷款纳入重组方案及计划；龙光集团表示，持有现有票据未偿还本金总额超过92%的现有票据持有人已签署债权人支持协议；正荣地产重组支持协议的最后截止日期进一步延长。

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
禹洲集团	7月11日，禹洲集团发布公告，宣布与多数初始同意债权人达成修订契据，同意修订重组支持协议，并将现有贷款纳入重组方案及计划中。根据公告，鉴于重组方案将主要透过拟于开曼群岛及香港生效的平行及互为条件的计划安排实施，禹洲集团已向开曼群岛大法院及香港特别行政区高等法院原讼法庭申请批准召开相关计划债权人会议，借以考虑及酌情批准各项计划。
龙光集团	7月11日，龙光集团发布境外债务重组进展的公告。公告表示，于本公告日期，持有现有票据未偿还本金总额超过92%的现有票据持有人已签署债权人支持协议。公司目前正积极与包括现有票据持有人在内的境外债权人磋商，力求达成境外债务的全面整体重组。
远洋集团	该公司本月宣布一项整体债务管理提案，涉及未偿本金总额约56.36亿美元，但根据媒体最新消息，超过60%债券持有人反对该重组支持协议。另外，市场传该集团债权人小组致函中国人寿，敦促其履行大股东义务，为重组提供资金支持。

资料来源：联合资信整理

● 评级调整汇总

7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标普，其对7家中资企业进行了信用级别/展望的调整，其中包括下调4家国有企业的信用展望；此外，穆迪则下调了3家港资银行的信用等级。

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)	甘肃省电力投资集团有限责任公司、北京首钢基金有限公司	华鲁控股集团有限公司		

标普 (S&P)	中国航空技术国际控股有限公司	上海电气集团股份有限公司、上海电气控股集团有限公司		北京建工集团有限公司、国银航空金融租赁有限公司、国银金融租赁有限公司、北新集团建材股份有限公司
穆迪 (Moody's)	新奥天然气股份有限公司		创兴银行有限公司、集友银行有限公司、招商永隆银行有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司	

资料来源：各评级机构官网

本月，联合国际对 1 家主体的评级展望进行上调，为城投类企业。

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	
漳州市交通发展集团有限公司	BBB+	正面	2024/07/10	BBB+	稳定	2023/07/10	上调展望

资料来源：联合国际官网

● 8 月中资离岸债券到期偿付压力继续减轻，兑付重点仍集中在房地产和金融板块

8 月，预计将有 90.97 亿美元的中资离岸债到期，到期偿付压力较上月继续降低。分币种来看，下月将有 85.47 亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的近 94%；离岸人民币债到期规模为 3.48 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 27.41 亿美元和 35.09 亿美元离岸债到期。城投板块到期偿付规模较上月明显回落，下月将有 9.85 亿美元离岸城投债到期。

表 5 中资离岸债 8 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	111	85.47

	人民币	12	3.48
	其他币种	9	2.01
按板块划分	金融板块	105	27.41
	房地产板块	13	35.09
	城投板块	7	9.85

资料来源：联合资信整理

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenjialin@lhratings.com

相关研究

[离岸债券发行维持较高热度，二级市场回报率持续上涨——中资离岸债券市场月报（2024年6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。