



# 寒雪梅中尽，春风柳上归

## ——2023 年中资美元债市场回顾与 2024 年展望

联合资信 主权部 | 张敏

2023 年，美联储继续加息导致美元债券融资成本高位上行，欧美银行业流动性危机和地缘政治风险不断升级、中资房地产信用风险持续发酵等因素推高市场避险情绪。在此背景下，中资美元债一级市场发行规模仅为 623.07 亿美元，创 2014 年以来新低。二级市场表现受政府密集出台支持政策提振明显改善，但投资级和高收益美元债回报率分化明显加剧。

展望 2024 年，考虑到美联储货币政策转向渐行渐近、中国政府部门预计将继续发力出台政策修复市场预期，离岸美元债券融资环境有望迎来明显改善，中资美元债市场春风可期，一级市场表现预计将有所转暖。



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



## 一、中资美元债<sup>1</sup>发行市场环境

美联储年内四度加息持续抬高中资美元债发行成本，中国人民银行年内两次降准、降息使得中美货币政策分歧加剧，各期限中美国债收益率利差倒挂程度加深，中资美元债融资条件进一步收紧

2023 年，美国通胀表现回落、劳动力市场持续吃紧支撑美联储在 2 月和 3 月连续加息，各期限美债收益率大幅上行。但一季度末，以美国硅谷银行为首的一系列欧美银行宣告破产重创国际金融市场、美国国会两党就债务上限谈判一波三折以及银行业流动性危机反复导致市场避险情绪陡升，各期限美债收益率大幅回落。受益于就业市场表现持续强劲、经济增速大超预期，美联储在 5 月和 7 月继续加息收紧货币环境，各期限美债收益率止跌回升，10 年期美债收益率一度创近 16 年新高。12 月以来，随着美联储连续数次暂停加息、美国通胀数据持续下降以及美联储主席鲍威尔表态美联储内部已开始讨论降息相关问题，市场对美联储或较快启动降息的预期迅速升温，各期限美债收益率承压纷纷下行。2023 年，1 年期、5 年期和 10 年期美国国债收益率均值分别较上年上涨了 228.52 个、105.87 个和 100.84 个 BP 至 5.08%、4.06% 和 3.96%。

2023 年以来，面对欧美央行继续加息吸引资本回流、国际地缘政治风险不断升级等外部压力，以及需求不足、社会预期偏弱等内部挑战，中国人民银行年内两次降准、降息，保持流动性合理充裕，各期限中国国债收益率继续下探。中美货币政策方向分化加剧导致年内各期限中美国债收益率利差倒挂程度进一步加深。截至 2023 年 12 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年末走扩 7.73 个、9.45 个和 28.00 个 BP 至 -271.04 个、-143.99 个和 -132.47 个 BP，中资美元债融资条件进一步收紧。

---

<sup>1</sup> 中资美元债又称“功夫债”，指在离岸债券市场由中资企业发行的美元计价债券。本文中资美元债是根据彭博“功夫债”板块数据，按发行币种为美元、风险涉及国家定义为中国（即主要业务在中国）、排除 CD（银行同业存单）筛选。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.1 各期限中美国债收益率利差走势

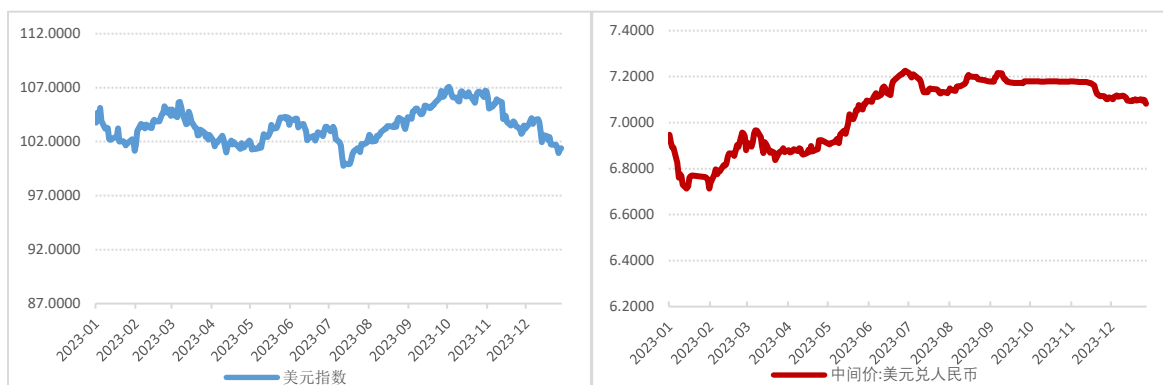
在美联储连续加息、欧美银行业危机爆发冲击国际金融市场、国际地缘政治风险加剧以及年末市场降息预期不断升温等多重因素作用下，美元指数年内震荡下挫；受益于中国人民银行加大汇率稳定政策执行力度，人民币汇率波动相对平稳，汇率浮动区间显著收窄

2023 年，美联储年内 4 次加息、美联储官员持续释放鹰派表态、美国经济数据向好以及劳动力市场持续吃紧为美元指数上行提供强劲动力；另一方面，欧美银行业危机反复导致国际金融市场受挫、巴以冲突爆发使地缘政治风险不断升级、美联储在四季度连续暂停加息、年末市场对美联储或较快转向降息的预期逐步加深导致美元指数承压。多方因素作用下，美元指数年内宽幅震荡，截至 2023 年末收于 101.3778，较年初下跌 2.30%。

2023 年美元兑人民币汇率走势在波动上行后保持相对平稳双向浮动。年初的季节性结汇需求支撑人民币汇率短期走强，但美联储在之后数次加息导致人民币汇率承压，叠加中国人民银行年内两次降准、降息，人民币汇率上行动力较弱。受益于中国人民银行和国家外汇管理局在 7 月将企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数由 1.25 上调至 1.5、中国人民银行于 9 月将外汇存款准备金率由 6% 下调至 4% 等稳定汇率、合理引导人民币汇率预期等政策的推出，人民币汇率在下半年转为窄幅双向浮动。



11 月以来，在美元指数走弱、国内经济基本面有所改善的背景下，人民币汇率再度走强。截至 2023 年末，美元兑人民币汇率收于 7.0827，较年初上涨 1.95%，汇率浮动区间较 2022 年显著收窄。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 2023 年以来美元指数（左图）及美元兑人民币汇率走势情况

2023 年，外债管理部门发布新外债融资审核政策，持续强化外债管理要求。另一方面，中央及地方政府持续推出利好政策优化房地产行业发展、刺激购房需求；中央监管部门继续加强对地方政府的债务监管力度，防范化解债务风险的政策进一步完善，城投企业境外融资政策依然趋紧

2023 年 1 月，国家发展和改革委员会（“发改委”）发布了《企业中长期外债审核登记管理办法》（“56 号文”），新的外债管理办法自 2 月 10 日起正式生效。56 号文对企业发行中长期外债的审核管理方法有了明显升级：包括将中长期外债的审核形式由备案登记制改为审核登记制、将审核时限由 7 个工作日延长至 3 个月、增加了“不新增地方政府隐性债务”等限制条件，从事前、事中以及事后多角度收紧企业中长期债务发行条件，强化外债管理要求。

房地产板块方面，中央和地方政府继续坚持积极促进房地产行业健康发展、坚决防范、化解房地产企业风险的政策方向，年内多次出台利好政策意图提振房地产市场表现并释放对支持房地产行业发展的正向态度。6 月，中国银行间市场交易商协会发布《关于进一步提升债务融资工具融资服务质效有关事项的通知》，提出加大对重点领域的支持力度，进一步提升民营企业发债便利。8 月，中国人民银行和金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，同意下调全国住房商贷最低首付比例，以刺激购房需求。北京、上海、广州和深圳四大一线城市随即先后出台政策，执行“认房不认贷”，进

一步释放一线城市购买需求。10月召开的中央金融工作会议提出，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。为市场提出房地产企业未来发展新方向的指引。融资条件方面，中国人民银行年内通过降息、降准等方式不断放松融资条件，为潜在购房者提供置产便利。

从城投板块来看，2023年以来，中央监管部门对化解地方政府债务风险的决心未有放松，并采取了多项举措以加快化债节奏、提振市场信心。7月举行的中共中央政治局会议提出，“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”，此为中央首次提出要制定实施一揽子化债方案。9月，特殊再融资债券重启发行，截至2023年末发行规模已突破万亿人民币。10月，全国人大常委会审议通过《国务院关于增加发行国债支持灾后恢复重建和提升防灾减灾救灾能力的议案》（“议案”）。根据议案，中央财政将在2023年四季度增发国债1,0000亿元，作为特别国债管理。特殊再融资债券和万亿特别国债的发行均将在一定程度上缓解地方政府的财政压力，特别是短期债务到期规模较大的部分地方政府。除此之外，持续的大规模化债方案的出台也向市场传达出中央和地方政府积极解决城投债务风险的决心，有利于提升市场对城投企业的信心。

## 二、中资美元债一级发行情况<sup>2</sup>分析

受美元融资成本持续上行、房地产企业频频爆雷导致市场信心低迷等因素影响，各季度中资美元债发行规模先降后升，年内发行总额创近十年新低

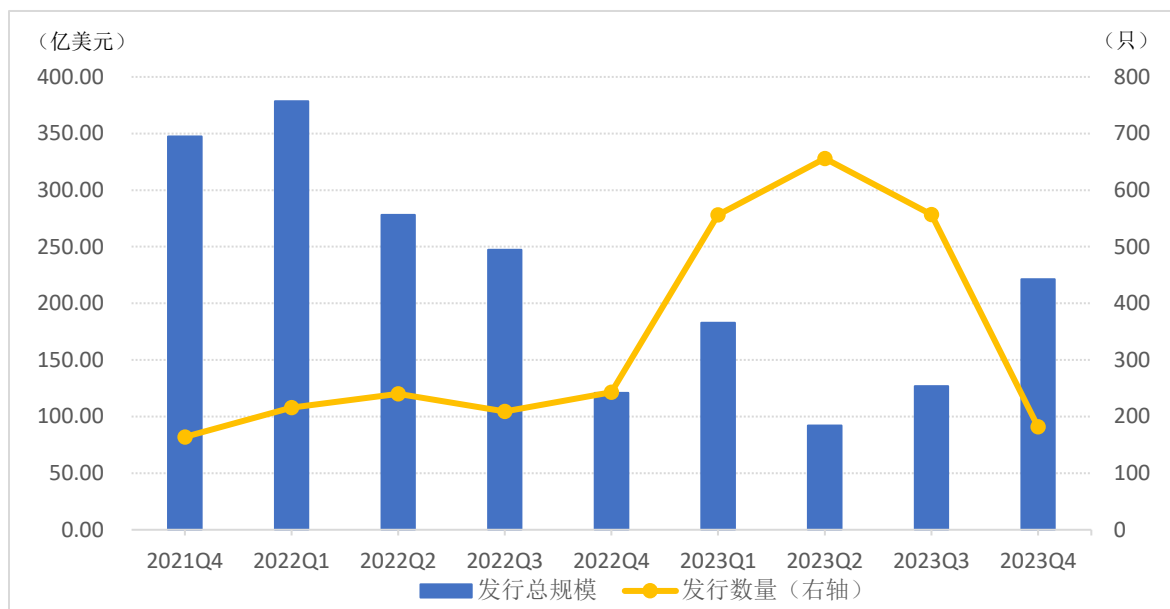
2023年，中资美元债市场新发债券总计1,951只，债券发行总额仅为623.07亿美元，同比大跌39.19%，为近十年来全年发行规模首次跌破1,000亿美元，并创2013年以来纪录新低。

具体来看，受益于2022年末中央政府出台多项救助政策的提振、房地产销售在一季度短暂回暖、金融机构大规模发债以及市场信心有所抬升等因素，中资美元债发行规模在一季度环比增长；美联储继续加息大幅推高发行成本、欧美银行业爆发流动性危机导致避险情绪陡增、中资房地产企业持续出险以及美国国会关于债务上限谈判引发衰退预期等因素导致二季度中资美元债发行规模大幅回落，单季发行规模创近十年新低；金融机构大规模发债以及发改委在9月举行政策交流会释放关于境外债券利好政策信号带动中资美元债发行规模在三季度止跌回升；融创中国逾90亿美元境外债重组计划生效、中央及地方政府密集出台大规模支持性政策提振市场情绪以及中资

---

<sup>2</sup> 所有数据统计以发行日期为准。

美元债融资成本下跌推动四季度中资美元债发行规模大幅上行，单季发行规模突破 200 亿美元。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.1 中资美元债发行情况

发行成本攀高以及欧美银行业危机导致金融板块美元债发行规模有所回落，但市场地位有所提升；发行成本大涨以及境外融资条件未有松懈使城投美元债发行规模下跌过半；房地产美元债年内发行规模有所反弹，但发行债券以交换要约项下和债券重组计划下发行的债券为主

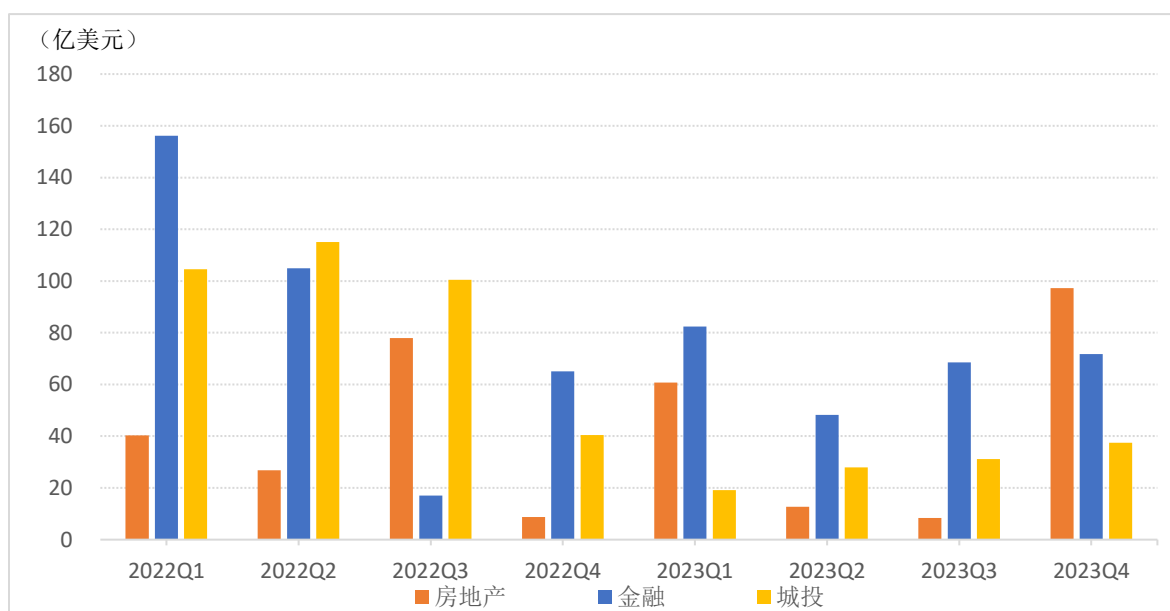
从发行主体行业分布<sup>3</sup>看，金融板块仍是主导一级市场、规模最大的主要发行板块。中国太平和中金香港在一季度发行了大规模金融美元债为金融板块发行表现提供了有力支撑，但发行成本持续攀高以及欧美银行破产潮引发的流动性危机导致避险情绪大幅上行，金融美元债发行总额也受到一定抑制。2023 年，金融美元债发行规模虽同比下跌 21.51% 至 269.29 亿美元，但发行规模占中资美元债发行总额的比重则较上年增长近 10 个百分点至 43.22%，市场地位有所提升，也是唯一发行规模突破 200 亿美元的主要发行板块。

56 号文的出台大幅收紧企业中长期境外债券发行条件，叠加发行成本上行、监管部门仍严压地方政府隐性债务增长等因素导致境外融资政策仍然趋严。在此背景下，大量资质较弱的城投企业、特别是区县级城投企业因无力承担高额美元融资成本选择

<sup>3</sup> 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

退出中资美元债市场，转向点心债券或自贸区债券市场进行离岸融资。受此影响，城投美元债发行规模下跌过半。2023 年，城投美元债全年发行规模仅为 115.79 亿美元，较 2022 年重挫 67.89%，发行规模占中资美元债发行总额的比重同比下跌 16.60 个百分点至 18.58%。

房地产板块是本年唯一发行规模同比增加的主要板块。但具体来看，年内发行的房地产美元债主要为违约企业债券重组计划下、以及部分濒临出险的房地产企业为避免实质性违约以交换要约形式发行的美元债。2023 年，房地产美元债发行规模较 2022 年同比增长 16.38% 至 179.00 亿美元，发行规模占全年发行总额的比重上行至 28.73%。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.2 近年各板块美元债发行趋势

美联储年内 4 次加息导致中资美元债发行成本高位继续上行，主要板块中金融板块平均发行票息最高，城投美元债发行成本也出现明显上涨，房地产美元债由于本年度新发债券多为交换要约及债券重组计划项下债券，其发行成本由交换要约或债券重组计划条款决定，是发行票息唯一下跌的主要板块

2023 年，美联储年内 4 次加息、国际地缘政治风险升级带动各期限美债收益率年内先涨后跌，其中 10 年期美债收益率一度突破 5%，创近 16 年新高，中资美元债发行成本受此影响发行成本继续高位上行，全年平均发行票息同比暴涨 6.16 个百分点至 12.87%。

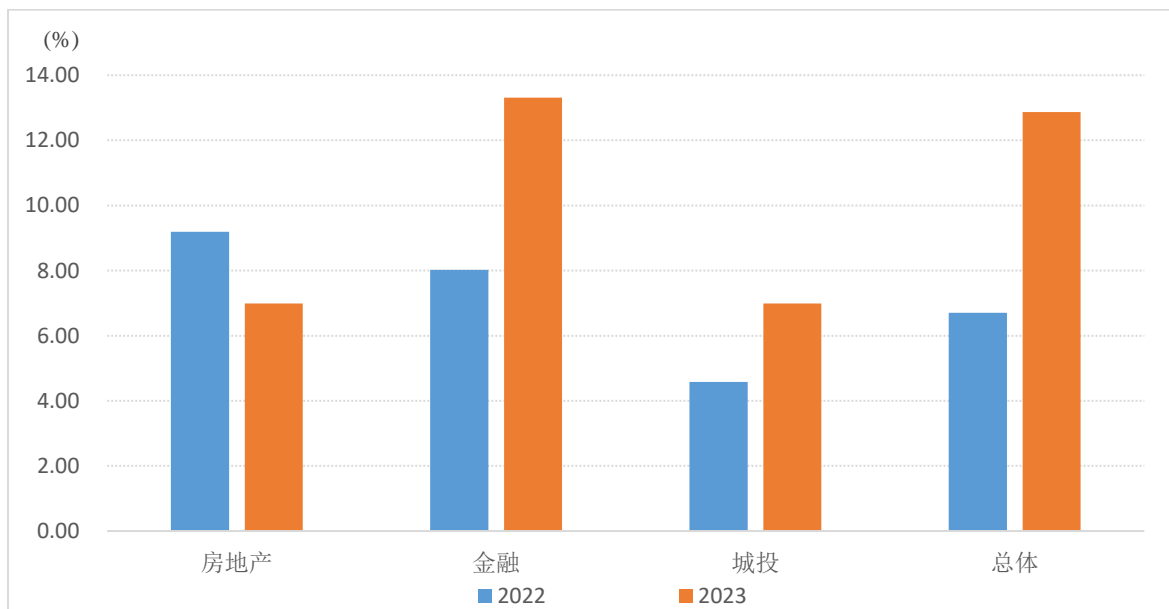
具体来看，受中资海外金融机构年内发行了多只小额高息美元票据影响，2023 年



金融美元债平均发行票息同比大涨 528.19 个 BP 至 13.31%，为平均发行票息最高、票息涨幅最大的主要发行板块。

尽管选择担保方式进行增信的城投企业有所增加，但美元融资成本普遍上涨导致城投美元债发行成本仍有所上行。2023 年，城投美元债平均发行票息较上年上涨 240.78 个 BP 至 6.99%。

由于房地产板块绝大部分新发债券为违约企业债券重组计划下的新发债券和涉险企业交换要约项下发行的美元债券，债券发行票息主要由重组计划和交换要约条款决定，平均发行票息受中资美元债发行成本普遍上涨等外界因素的影响较小。2023 年房地产美元债平均发行票息较上年大跌 220.34 个 BP 至 6.99%，是唯一发行成本有所下跌的主要发行板块。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.3 中资美元债主要行业平均加权票息对比

以 RegS 方式发行的中资美元债占比虽大幅下滑，仍其是最受发行人青睐的发行方式；发行架构方面，采用担保架构发行的中资美元债规模明显增加

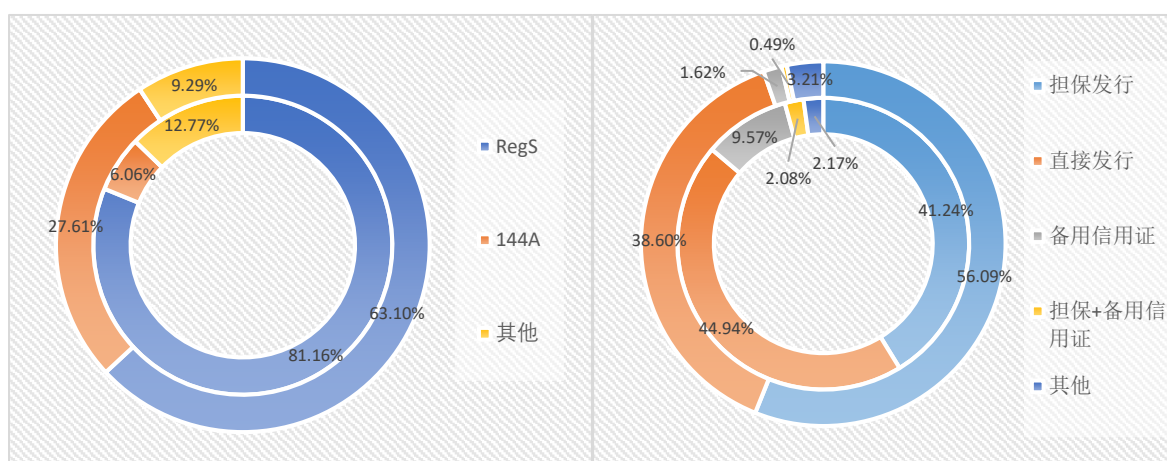
从发行方式来看，RegS<sup>4</sup>虽仍是发行人最受青睐的发行方式，但以该方式发行的中资美元债规模占比有所下滑。2023 年，以 RegS 方式发行的中资美元债规模较上年度腰斩过半至 393.17 亿美元，其占发行总额的比重也同比下跌 18.06 个百分点至

<sup>4</sup> 中资美元债的发行方式主要有三种，分别是 RegS、144A、SEC 注册发行。其中 SEC 注册属于公开发行业方式，是指企业通过向美国证券交易委员会（SEC）等级注册而向公众公开发行债券募集资金的方式；RegS 和 144A 属于非公开发行业方式，主要区别在于 RegS 仅面向美国境外的投资者发行债券，144A 则包括美国本土投资者发行。



63.10%。本年度以 144A 方式发行的中资美元债规模同比大增 176.97%至 172.00 亿美元，其占发行总额的比重也较上年提升至 27.61%。以其他方式发行的中资美元债也大幅缩量，发行规模不足 60 亿美元，其占发行总额的比重也退至 10% 以下。2023 年，仍没有以 SEC 注册方式公开发行的中资美元债。

从发行架构<sup>5</sup>看，在美元债券融资成本大幅走高的背景下，城投企业出于降低发行成本、提振投资者信心等目的加大了为债券“增信”的力度，使得以担保架构发行的中资美元债比例大幅增加——担保架构发行的美元债规模虽较去年减少 17.29%至 349.49 亿美元，但其占发行总额的比重却同比上涨 14.85 个百分点至 56.09%。直接发行不再是最受投资者欢迎的发行架构，本年度直接发行的美元债发行规模占发行总额的比重较上年下跌 6.34%至 38.60%。以备用信用证架构发行的美元债规模也大幅下跌，全年发行规模仅 10 亿美元左右。



注：内、外圈分别代表 2022 年和 2023 年数据

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.4 中资美元债发行方式（左）及发行架构分布（发行规模占比）

中资企业发行美元债的评级意愿进一步下降，附评级发行美元债规模继续缩量，无评级债券发行规模占比大增，高收益美元债寥寥无几

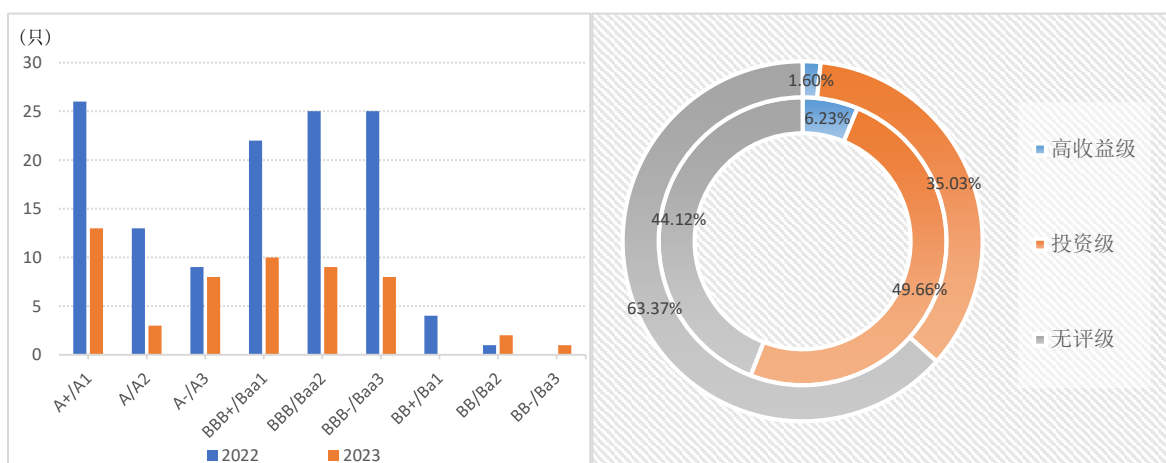
从债券评级表现来看，美元融资成本持续走高逼退大量信用资质较弱企业离开中资美元债市场、国际评级机构密集下调中资房地产企业评级或展望、并调整对中国主权的信用展望以及大型中资资管公司的评级意见使市场情绪受到一定扰动。企业出于避免获得较低初始评级或因市场情绪影响而被调低信用级别等目的，采取债券评级的

<sup>5</sup> 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构、维好协议发行、备用信用证发行和担保+备用信用证发行等。

意愿进一步下降，附评级发行债券规模同比大跌逾 60%至 228.25 亿美元。

具体来看，2023 年无评级<sup>6</sup>中资美元债发行规模虽下滑至 394.82 亿美元，但其占发行总额的比重却同比大增近 20 个百分点至 63.37%。

选择附评级发行的美元债中，信用级别主要集中在 BBB 级区间，高收益级债券寥寥无几。2023 年，投资级美元债发行规模同比下挫 57.11%至 218.25 亿美元，发行规模占发行总额的比重较 2022 年下跌 14.63 个百分点至 35.03%。高收益美元债仅新发 10 亿美元，同比暴跌 84.32%，主要集中在房地产行业。



注：右图内、外圈分别为 2022 年和 2023 年数据

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 2.5 中资美元债债项级别分布

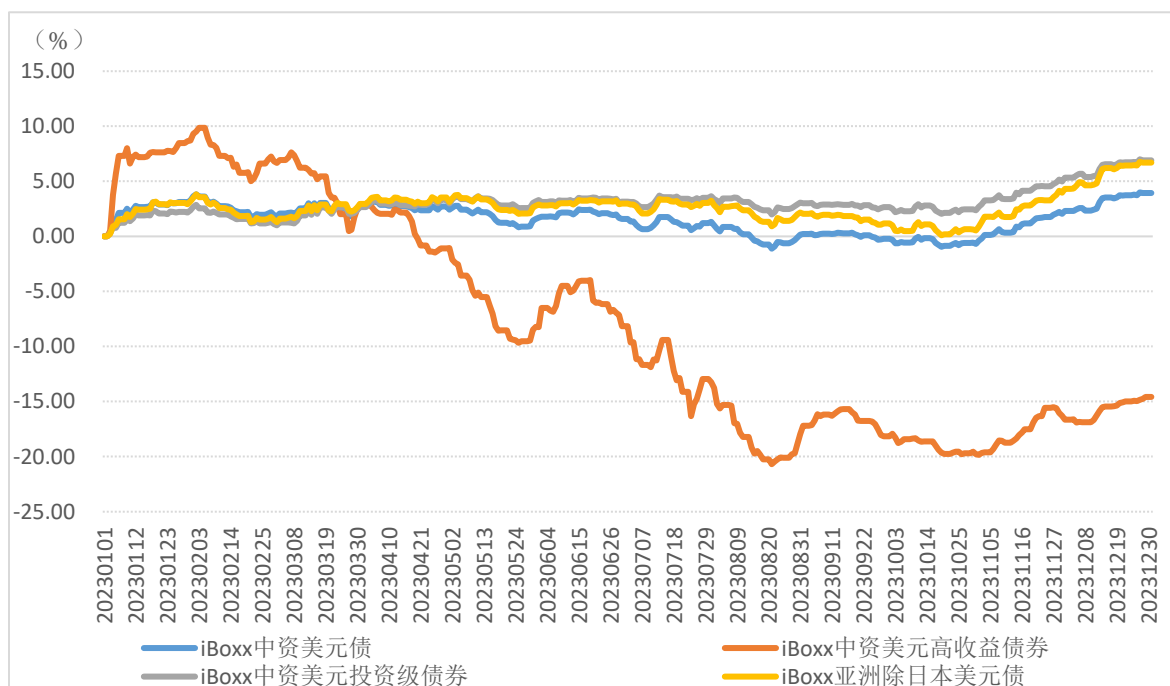
### 三、中资美元债二级市场表现

美联储激进加息、地缘政风险升级导致年内避险情绪一直维持在较高水平，中国监管部门对房地产企业融资支持和城投债务风险化解的政策陆续落地使中资美元债回报率在四季度止跌回升，但投资级和高收益美元债回报率分化明显加剧

截至 2023 年 12 月 31 日，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率由负转正，同比上涨 13.97 个百分点至 3.94%。投资级美元债回报率也由负转正且显著优于中资美元债整体回报，全年回报率同比大涨 14.86 个百分点至 6.90%。高收益美元债是唯一回报率不及 2022 年表现的主要板块，全年回报率较去年下跌 0.62 个百分点至-14.59%。投资级和高收益美元债回报率分化加剧，由 2022 年的 6.01 个百分点大幅走扩至 21.49 个百分点。

<sup>6</sup> “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。

具体来看，年初受中央监管部门频频推出支持房地产企业融资政策的鼓舞，中资美元债指数回报率大幅上行；3月起欧美银行流动性危机爆发导致全球金融市场避险情绪大幅上扬，投资级和高收益美元债回报率出现分化；7月以来，国际评级机构接连下调中资房地产企业信用级别导致市场信心剧烈震荡，高收益美元债受影响相对更大，回报率继续下探；虽然监管部门在9月继续发声支持境外债券市场发展短暂拉升各板块中资美元债回报率，但受累于房地产企业频频信用风险事件不断、龙头民营房地产企业被爆兑付困难，高收益中资美元债回报率继续下探；11月起，随着中央及地方政府支持房地产企业的政策力度不断加码、以及“一揽子化债方案”落地缓解了投资者对城投债务风险的担忧，市场风险情绪得到一定修复，各板块中资美元债回报率止跌回升。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 3.1 2023 年中资美元债回报率走势 (%)

分行业来看，受益于中央政府年内密集出台政策支持经济增长、在 2022 年的基础上进一步加强对房地产企业融资活动的政策支持力度、出台“一揽子债务化解”方案积极推进地方城投企业债务风险化解，各板块美元债回报率均较去年出现改善。

具体来看，金融机构美元债回报率由负转正，同比大增 12.03 个百分点至 0.93%。其中投资级金融机构美元债回报率较去年上涨 13.47 个百分点至 6.17%，高收益金融机构美元债受欧美银行业危机引发的避险情绪高涨波及回报率较去年下挫 3.33 个百

分点，收于-18.22%。

城投美元债是唯一各子板块均收于正回报的主要发行板块。具体来看，2023 年城投美元债回报率由正转负，较去年上涨 9.18 个百分点至 7.55%，其中投资级城投美元债回报率涨幅超过 10 个百分点至 7.36%，高收益城投美元债回报率涨幅较小，年末收于 9.71%。

房地产美元债延续上年度的较差表现，全年回报率仅小幅回升 1.26 个百分点至-27.51%，仍是表现最差的主要板块。受益于监管部门不断加大政策支持力度、市场情绪有所提振，投资级房地产美元债回报率较去年大涨近 20 个百分点至 0.61%；高收益房地产美元债回报率则因房地产企业信用风险事件频发继续下挫，同比暴跌 14.32 个百分点至-50.28%。

**表 1 中资美元债分板块回报率（%）**

	2021	2022	2023
<b>金融机构</b>	-10.24	-11.10	0.93
金融机构-投资级	-0.38	-7.30	6.17
金融机构-高收益	-24.02	-14.89	-18.22
<b>房地产</b>	-27.61	-28.77	-27.51
房地产-投资级	-4.84	-19.34	0.61
房地产-高收益	-37.24	-35.96	-50.28
<b>城投</b>	3.27	-1.63	7.55
城投-投资级	1.69	-3.35	7.36
城投-高收益	7.97	6.06	8.71

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

**图 3.2 2023 年房地产和城投中资美元债回报率走势**

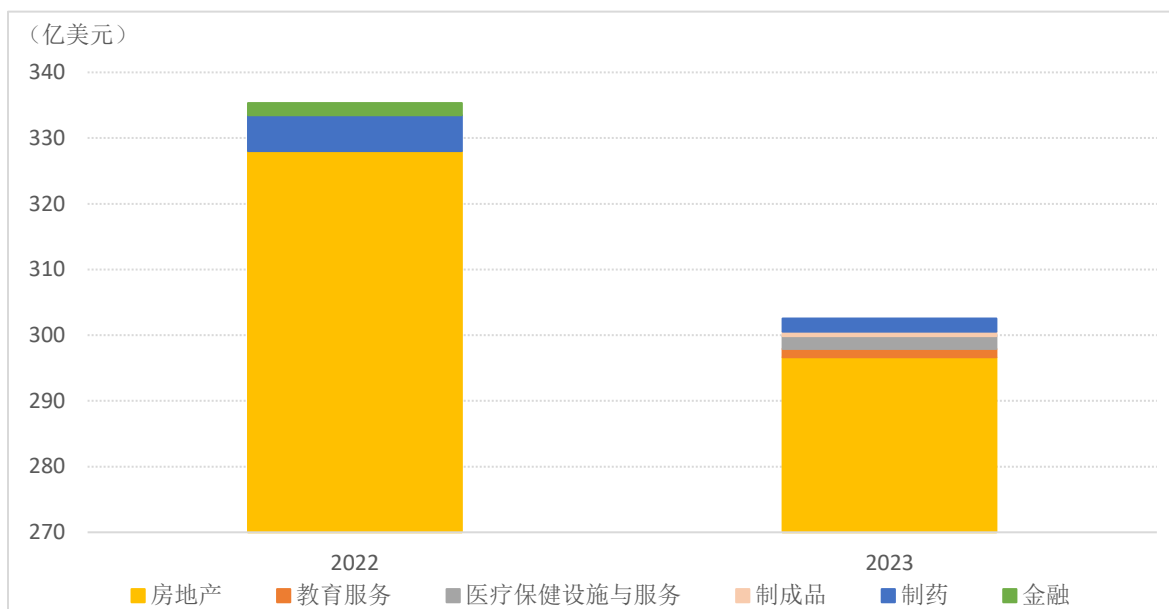
### 2023 年中资美元债违约规模有所回落，违约主体仍集中在房地产企业

2023 年，中资美元债违约规模较去年有所回落，年内共有 69 只美元债出现实质性违约，违约未偿额高达 294.31 亿美元，较 2022 年同比下跌 12.24%。

2023 年违约中资美元债的行业集中度较去年进一步上升，逾 98% 的违约债券来自房地产行业。由于美联储持续加息导致境外融资难度不断加强，部分债务到期规模较大的房地产企业无力承担较高的融资成本和庞大的到期本金。另一方面，市场情绪低位徘徊导致房屋销售收入较弱、房地产企业营业收入持续承压。多重因素影响下，



中资房地产企业成为本年度中资美元债信用风暴中的主要出险主体。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 3.2 2022—2023 年中资美元债违约统计（以未偿额计）

## 四、2024 年中资美元债市场展望

尽管市场对美联储启动降息的呼声渐高，但最新公布的经济数据和美联储官员表态并不支持“尽快降息”的市场预期，2024 年美债收益率或呈现“先升后跌”之势；中美国债收益率利差倒挂程度预计将有所改善，人民币汇率有望企稳，中资美元债融资环境或得到一定修复

2024 年 1 月上旬，美国劳工部公布的 2023 年 12 月新增非农就业人数大超预期，表明劳动力市场仍然保持火热。1 月中旬，美国劳工部公布的美国 2023 年 12 月消费者价格指数（CPI）同比增速由 11 月的 3.1% 超预期回升至 3.4%，使市场对美国 CPI 能否延续此前的下降趋势产生动摇。从当前就业表现和物价水平来看，美联储仍有一定货币政策收紧空间，以推动 CPI 顺利回落至 2% 的目标水平附近。虽然美联储去年 12 月议息会议记录显示，决策者已开始讨论货币政策转向的问题，但开年以来，美联储官员发声表态并不支持逐渐火热的“尽早降息”这一市场预期。克利夫兰联储总裁梅斯特表示，最新 CPI 数据显示美联储在 3 月下调利率可能为时过早；纽约联储总裁威廉姆斯表态其对于合适降息“没有答案”；美联储理事沃勒认为在没有明确 CPI 是否能持续降低之前，不应急于下调利率水平。各联储总裁和理事的发言表明美联储内部对于何时启动降息仍十分谨慎，在通胀数据未出现明显改善之前，美联储预计将继续

续按兵不动，最早或于今年二季度启动首次加息。

另一方面，中国人民银行 2024 年 1 月 24 日宣布，决定自 2024 年 2 月 5 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点(不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构)。此次超预期降准向外界传达出央行将继续支持经济活动增长的信号，有助于提升市场信心。2024 年中国稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，保持流动性合理充裕，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。预计 2024 年中美货币政策周期错位将得到一定改善，倒挂程度有望在下半年有所减弱。

人民币汇率方面，考虑到美联储 2024 年降息可能性较大、人民币国际化程度不断加深，2024 年人民币资产重要性预将进一步提升，美元兑人民币汇率浮动区间有望进一步收窄，人民币汇率有望持续企稳，中资美元债融资环境预将得到一定修复。

虽然中央及地方政府积极推动落实多项支持政策改善房地产企业融资条件、刺激消费者购房需求，但考虑到投资者信心修复较慢，非重组及交换要约新发房地产美元债预计仍将回升乏力；债务到期高峰压力下，城投企业将继续通过“借新还旧”维持债务可持续性，但监管部门收紧对超短期离岸债券的发行管理或抑制部分地区城投美元债发行规模

2023 年 12 月，北京、上海先后宣布下调首套住房和第二套住房的最低首付比例。作为曾经房地产限购政策最为严格的城市，北京和上海在“认房不认贷”之后宣布下调首付比例显示出一线城市对于刺激消费者购房需求的政策力度和决心。2024 年 1 月 24 日，中国人民银行办公厅、金融监管总局办公厅联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》(“《通知》”), 细化了商业银行经营性物业贷款业务管理口径、期限、额度、用途等要求。明确 2024 年底前，对规范经营、发展前景良好的房地产开发企业，全国性商业银行在风险可控、商业可持续基础上，除发放经营性物业贷款用于与物业本身相关的经营性资金需求、置换建设购置物业形成的贷款和股东借款等外，还可发放经营性物业贷款用于偿还房地产开发企业及其集团控股公司(含并表子公司)存量房地产领域的相关贷款和公开市场债券。《通知》的推出表明中央监管对于房地产企业融资仍持大力支持之意，但考虑到 2023 年部分头部民营房地产企业暴雷使投资者信心进一步下挫、中资美元债市场风险仍未实现完全出清、已出险房地产企业的债券重组计划进展缓慢导致市场信心修复较慢，预计 2024 年房地产板块仍将以交换要约下或债券重组计划下发行的债券为主。

从城投板块来看，2024 年大量债务到期将促使城投企业通过“借新还旧”化解债务偿付压力，城投美元债发行量有望实现一定增长。特别是在美联储明确表示降息后，美债收益率将开始下行，中资美元债发行成本也有望随之回落，城投企业可通过

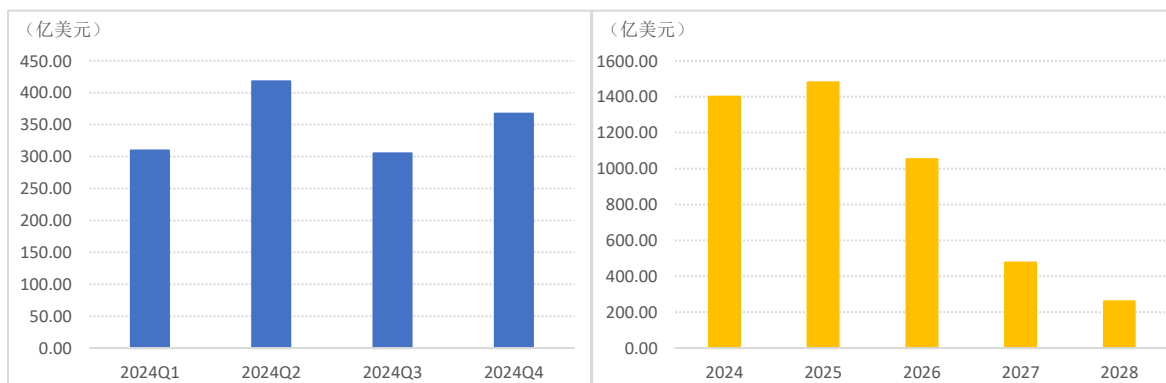
以较低成本发行债券提前兑付此前发行的高利率美元债，减轻债务偿付压力。但年初监管机构收紧对于部分地区城投企业发行“364天”超短期离岸美元债的管理或抑制部分区域的城投企业美元债发行规模。

**未来五年，中资美元债偿付压力主要集中在 2024 年和 2025 年，其中 2024 年各季度中资美元债待偿规模相对稳定，待偿债券仍主要来自房地产和金融板块**

根据 Bloomberg 数据，截至 2023 年末，2024—2028 年中资美元债待偿规模呈“先升后降”之势，其中 2024 年和 2025 年到期未偿中资美元债规模分别高达 1,399.77 亿美元和 1,480.97 亿美元，债券集中到期压力较大。

具体来看，2024 年各季度未偿美元债规模在 300~400 亿美元左右，债务分布将对均衡，其中二季度中资美元债待偿规模达 418.16 亿美元，为全年单季最高。从行业分布来看，2024 年待偿美元债仍集中在金融和房地产板块，其中金融美元债到期规模达 558.70 亿美元，房地产美元债到期规模达 342.00 亿美元，二者合计占 2024 年到期美元债规模总额的 64.37%。

由于当前房地产企业风险仍未完全出清，市场还需继续对中资企业离岸市场兑付情况保持密切关注。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

**图 4.1 2024—2028 年中资美元债到期统计（以未偿额计）**

寒雪梅中尽，春风柳上归。总体而言，尽管境外美元融资成本预计仍将在短期内保持在相对高位，但考虑到美联储政策转向已渐行渐近、中资美元债融资环境有望转暖以及庞大的到期债务催生的“借新还旧”需求，中资美元债一级市场有望在 2024 年触底反弹。

## 联系人

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

## 相关研究

[【跨境债市研究】一级市场发行小幅回暖，二级市场回报率呈现分化走势——2023 年一季度中资美元债研究报告](#)

[【跨境债市研究】一级市场发行创近十年新低，二级市场表现分化加剧——2023 年二季度中资美元债研究报告](#)

[【跨境债市研究】一级市场发行小幅回暖，二级市场表现震荡走弱——2023 年三季度中资美元债研究报告](#)

## 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。