



万象更新：中资离岸债券发行明显转暖，高收益美元债回报率领跑市场

联合资信 主权部 | 张敏

受益于存续主体再融资需求强劲以及部分违约主体成功进行了债券重组，2024 年上半年中资离岸债券发行规模明显回暖。具体来看，大量离岸债券集中到期导致城投企业面临较大偿付压力，为实现“借新还旧”，城投企业加快离岸债券发行节奏；中国房地产市场持续下行导致购房者信心受挫，中资房地产开发商违约进一步抑制了中资房地产离岸债券的发行。从二级市场来看，尽管中资房地产企业在离岸债券市场仍有出险，但受益于中国监管部门和金融机构不断出台政策刺激房地产行业积极发展，中资美元债回报率在上半年波动上行，高收益美元债回报率领跑市场表现。

展望下半年，考虑到城投企业再融资需求依然旺盛，且近期监管机构出台了鼓励信用资质较好的企业发行中长期离岸债券的相关文件，预计中资离岸债券发行规模将在 2024 年下半年延续增长态势。



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



一、中资离岸债券市场发行环境

中美货币政策持续分化导致中美国债收益率利差继续波动走扩；中国政府加大对城投债务的管控力度导致城投企业境内融资渠道持续收紧，大量再融资需求旺盛的城投企业转战点心债市场

融资环境方面，2024 年上半年，美国通胀数据出现反复、美联储暗示将维持更长时间的紧缩货币政策导致市场降息预期摇摆不定，各期限美债收益率先涨后跌。另一方面，中国人民银行自年初以来接连降准、降息继续放松货币政策使得各期限中国国债收益率走低，中美国债收益率利差较 2023 年末进一步走扩。



图 1.1 2023—2024 年 6 月中美国债收益率利差

政策环境方面，3 月发布的政府工作报告提出，统筹好地方债务风险化解和稳定发展，进一步落实一揽子化债方案，妥善化解存量债务风险、严防新增债务风险。建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，完善全口径地方债务监测监管体系，分类推进地方融资平台转型。进一步明晰中央政府对地方城投企业债务处置的监管态度以及城投企业未来的发展方向。4 月召开的中共中央政治局会议指出，要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。进一步压实地方政府债务化解责任。境内融资渠道层层收紧导致城投企业、特别是离岸债券到期压力较大的部分城投企业转战点心债券市场进行离岸人民币债券融

资以实现债务滚续。

二、中资离岸债券一级发行情况¹回顾

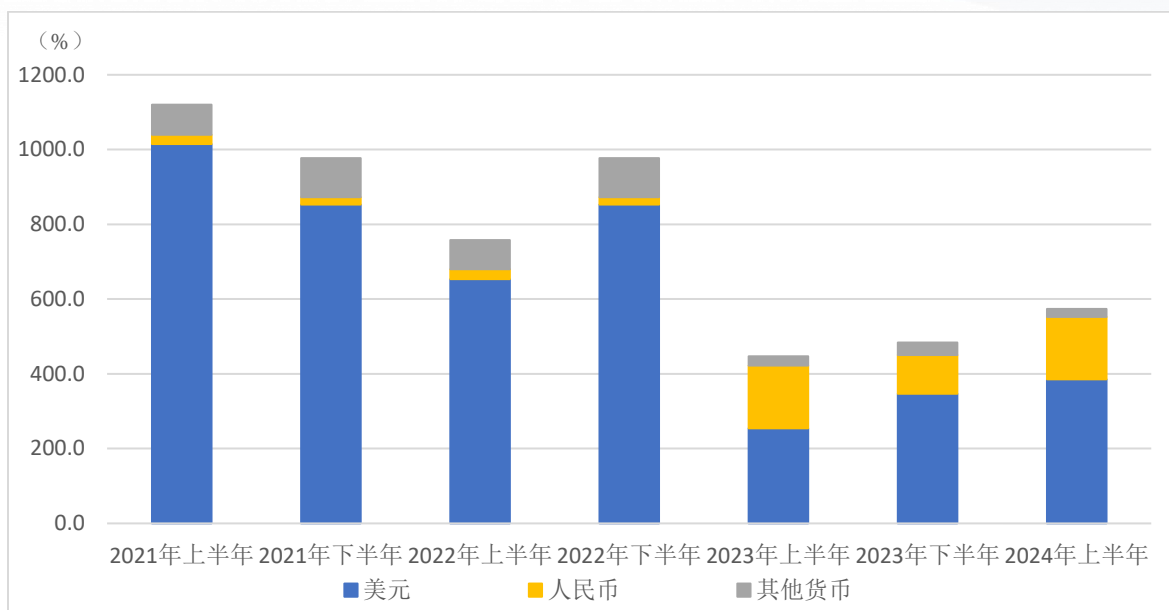
受益于融资环境放松、存续主体再融资需求强劲以及部分违约主体成功进行债券重组，2024 年上半年离岸债券市场发行规模明显转暖；中资美元债新发规模明显上涨，离岸人民币债券发行量小幅下跌

2024 年上半年，中资离岸债券市场共新发债券 571 只，发行规模达 573.53 亿美元，同比上涨 28.37%，创 2022 年下半年以来新高。

具体来看，2024 年上半年，中资离岸美元债券发行规模较 2023 年同期（254.75 亿美元）大幅上涨至 385.02 亿美元，同比增长 51.13%。由于美国通胀比市场预期更具黏性、且美联储表态频频打击市场降息预期，美债利率在 2024 年初呈上升趋势。随着通胀重回下降区间、劳动力市场出现放缓，市场降息预期有所升温，美债利率也随之下行，中资离岸美元债券发行环境得到一定改善。大量离岸城投美元债券在上半年来到期，债务集中到期催生的借新还旧需求刺激大批企业发行离岸债券进行再融资，推动了离岸债券发行规模增长。除此之外，房地产发行人的大规模违约债券重组计划也促进了离岸美元债券的发行增长。

另一方面，由于监管部门在 2023 年年中出台了监管政策，收紧对自贸区债券的发行管理要求，自贸区债券自 2023 年下半年以来再无新发，2024 年上半年发行的中资离岸人民币债券均为点心债券。2024 年上半年，由于中国政府及监管部门对城投企业的融资活动提出了更多限制措施，中资离岸人民币债券发行规模同比小幅下降 0.06%至 167.32 亿美元。

² 所有数据统计以发行日期为准。



数据来源：联合资信整理

图 2.1 中资离岸债券发行情况

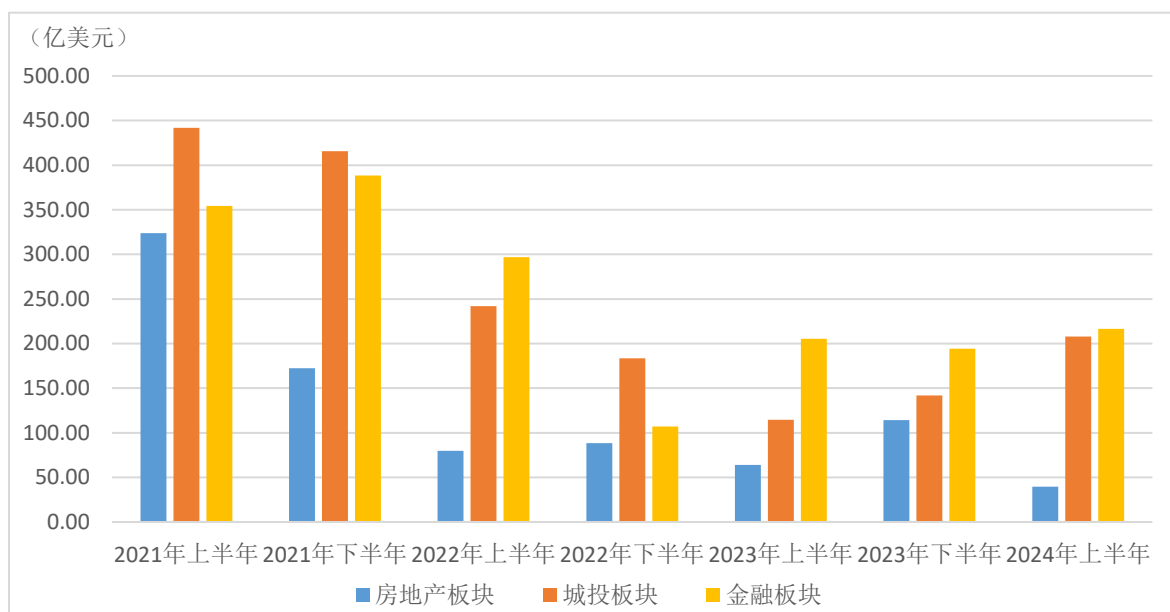
金融机构发行表现较上年变化不大；强劲的再融资需求推动离岸城投债券实现明显增长；中资房地产开发商信用风险事件不断导致房地产债券发行继续受抑

从发行主体行业分布看，金融板块仍是中资离岸债券一级市场规模最大的主要发行板块。2024 年上半年，中资离岸金融债券发行规模较 2023 年同期上涨 5.4% 至 216.39 亿美元，但发行规模占中资离岸债券发行总额的比重同比下降了 8.24 个百分点至 37.73%。

2024 年前几个月，城投企业以发行点心债券为主。由于部分城投企业、特别是信用资质较弱的发行主体无法承担巨额本金偿付，因此尽管融资成本较高，多数城投企业仍急于筹资以进行债务滚续。为提高发债效率，许多城投企业不再发行 1 年期以上的债券，转而发行 364 天离岸票据，但该类票据的发行在 2024 年 3 月监管意见出台后迅速中断。尽管中央政府仍对城投企业的离岸债券发行施以严格监管、且离岸美元债券的发行成本远高于离岸人民币债券，但大量离岸债务在 2024 年二季度集中到期促使城投企业加快离岸美元债券发行节奏。总体来看，2024 年上半年，中资离岸城投债券发行规模由 2023 年同期的 114.75 亿美元激增至 207.97 亿美元，同比增速高达 81.23%；离岸城投债券发行规模占离岸债券发行总额的比重同比大幅上涨逾 10 个百分点至 36.26%。

房地产板块是唯一发行规模同比下降的主要板块。2024 年上半年，中资房地产离岸债券新发只数由 2023 年同期的 22 只下降至仅 14 只，债券发行规模几近腰斩，

发行总额仅为 39.70 亿美元，其中 94.4% 的新发债券来自违约债券重组计划，新发债券规模占离岸债券发行总额的比重与 2023 年上半年（14.35%）相比下滑至 7% 以下。具体来看，4 月和 5 月没有新发房地产离岸债券；1 月、2 月和 6 月的单月新发行规模均在 10 亿美元以下。



数据来源：联合资信整理

图 2.2 近年各板块离岸债券发行趋势

金融板块是发行成本最低的主要板块；房地产板块虽然发行成本大幅下滑，但仍是平均发行票息最高的主要板块，城投是发行票息唯一上涨的主要发行板块

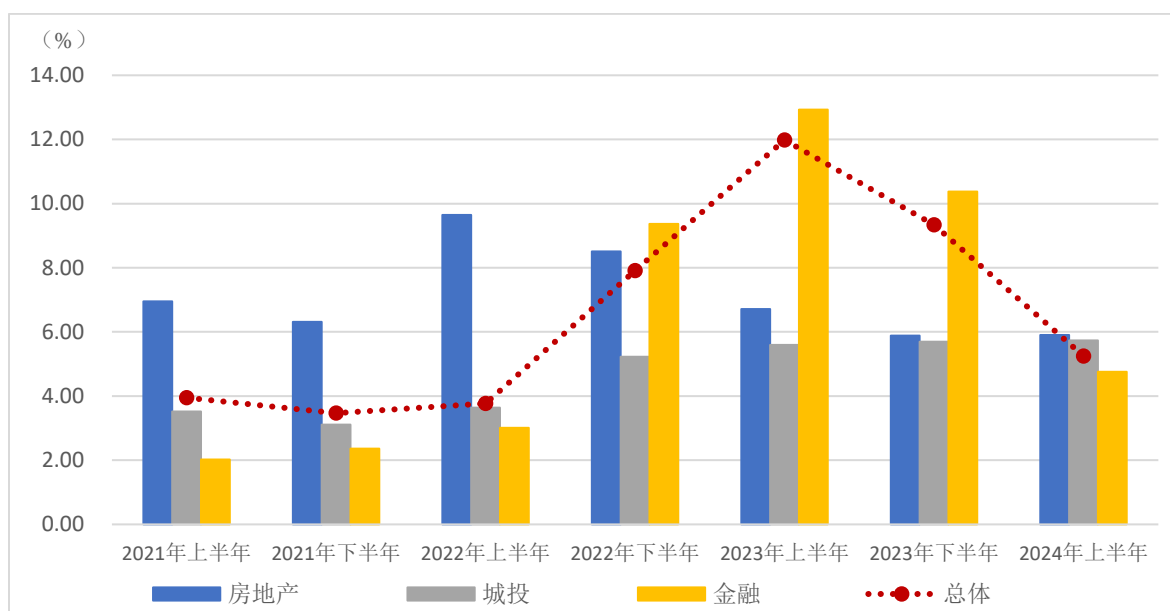
2024 年上半年，美联储加息预期摇摆不定导致美债利率波动下行，叠加大批信用资质较弱的发行主体退出中资美元债市场，中资离岸债券市场发行成本大幅下跌，2024 年上半年平均发行票息为 5.24%，同比大幅下跌 675.15 个 BP。

受益于发行主体信用资质普遍较好、以及此前发行高息小额美元金融票据的主体转向发行票息较低的人民币金融票据，金融板块平均发行票息较上年同期下降至 4.75%，同比大跌逾 800 个 BP，是唯一发行成本下降至 5% 以下、且票息跌幅最大的主要发行板块。

城投企业发债需求激增导致发行成本小幅上涨，2024 年上半年平均发行票息较上年同期上涨了 13.19 个 BP 至 5.73%，是主要板块中唯一成本同比上涨的发行板块。

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，平均发行票息受外界因素的影响较小。2024 年上半年，房地产板块平均发行票息较上年同期下跌了 81.48 个百分点至 5.90%，是发行成本最高的主要发行板块。



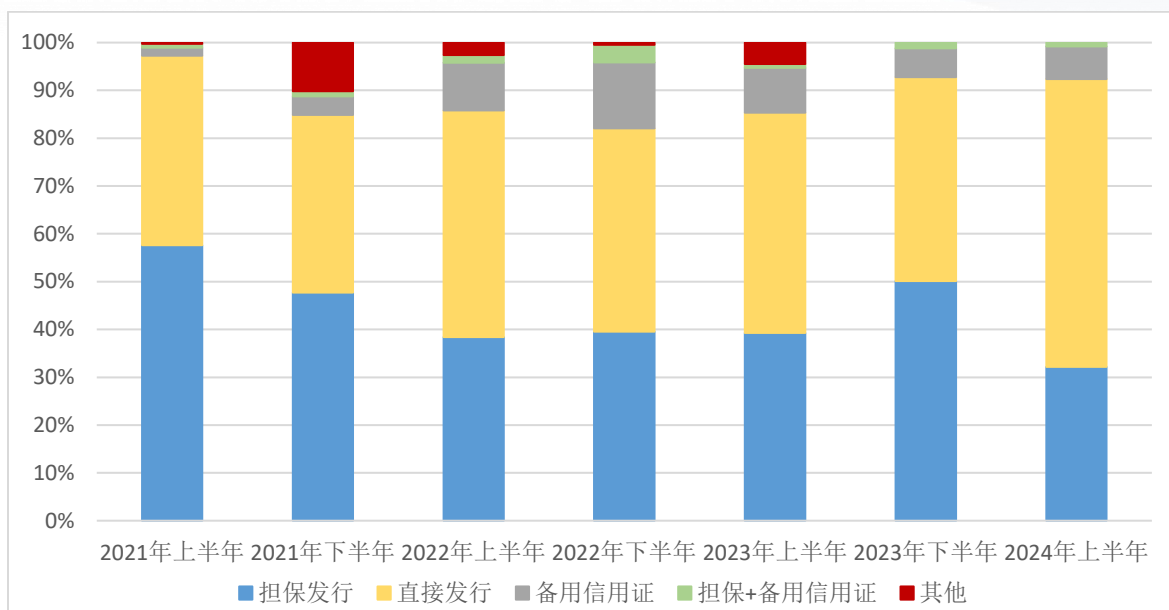
数据来源：联合资信整理

图 2.3 中资离岸债券主要板块平均票息对比

发行架构方面，采用直接发行架构的债券比重明显增加，以备用信用证架构进行增信的中资离岸债券发行规模出现下滑

从发行架构²来看，2024 年上半年，采用直接架构发行的中资离岸债券规模较 2023 年同期大幅上涨了 67.92%至 345.30 亿美元，其占离岸债券发行总额的比重也同比上涨了逾 14 个百分点至 60.21%，成为 2024 年上半年最受欢迎的发行架构。以担保架构发行的中资离岸债券新发规模达 184.57 亿美元，同比增长了 5.15 个百分点，但其占离岸债券发行总额的比重却同比下滑了 7.11 个百分点至 32.18%。使用备用信用证进行增信的债券规模较上年同期明显下降，新发债券规模仅为 39.19 亿美元，其发行规模占离岸债券发行总额的比重也较上年同期下降至 7% 以下。

² 根据数据及实际发行情况，我们将中资离岸债券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。



数据来源：联合资信整理

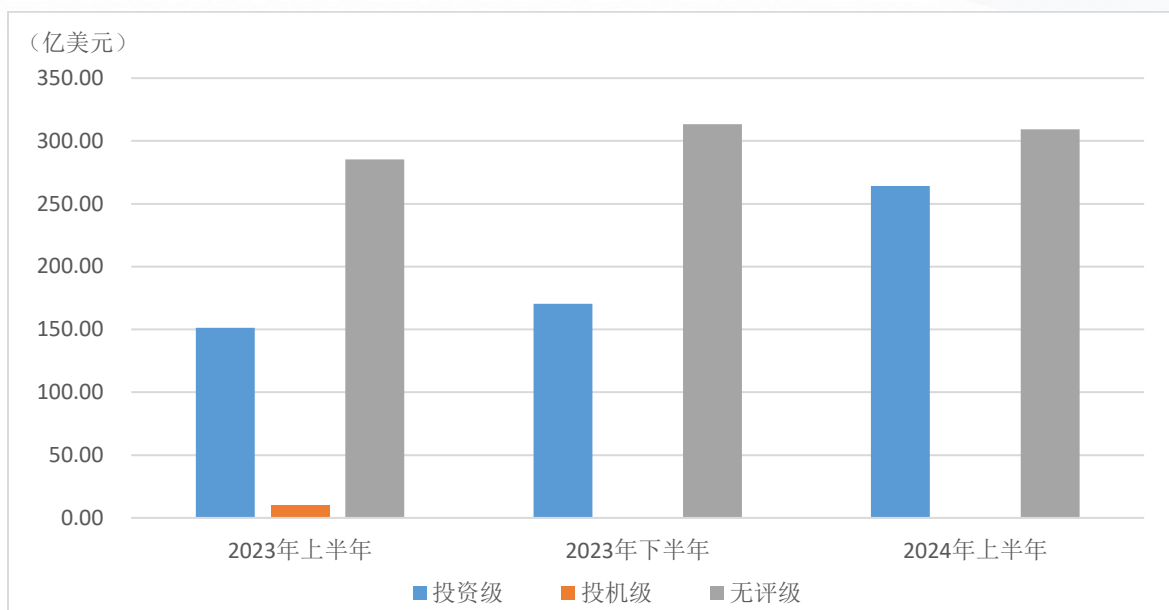
图 2.4 中资离岸债券发行架构分布（发行规模占比）

中资离岸债券的评级意愿有所反弹，附评级发行离岸债券规模持续增长，但高收益债券已经绝迹，无评级债券发行规模占比有所下滑

从债券评级表现来看，近几年中资房地产企业在离岸债券市场不断出险、国际评级机构调整对中国主权评级展望以及诸多大型中资资管公司和房地产企业的评级结果导致投资者对离岸债券信用风险偏好有所下滑，选择附评级发行的债券规模持续增长。2024 年上半年，附评级发行的中资离岸债券规模达 264.16 亿美元，同比大幅增长了 74.54 个百分点，且全部为投资级债券。由于离岸债券市场主体持续进行“动态清洗”，信用资质较弱的发行主体已基本退出中资离岸债券市场，自 2023 年下半年以来，新发行的高收益债券已经绝迹。

2024 年上半年，无评级³中资离岸债券的发行规模虽同比增长了 8.38 个百分点至 309.37 亿美元，但其占中资离岸债券发行总额的比重同比大跌近 10 个百分点至 53.94%。

³ “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。



数据来源：联合资信整理

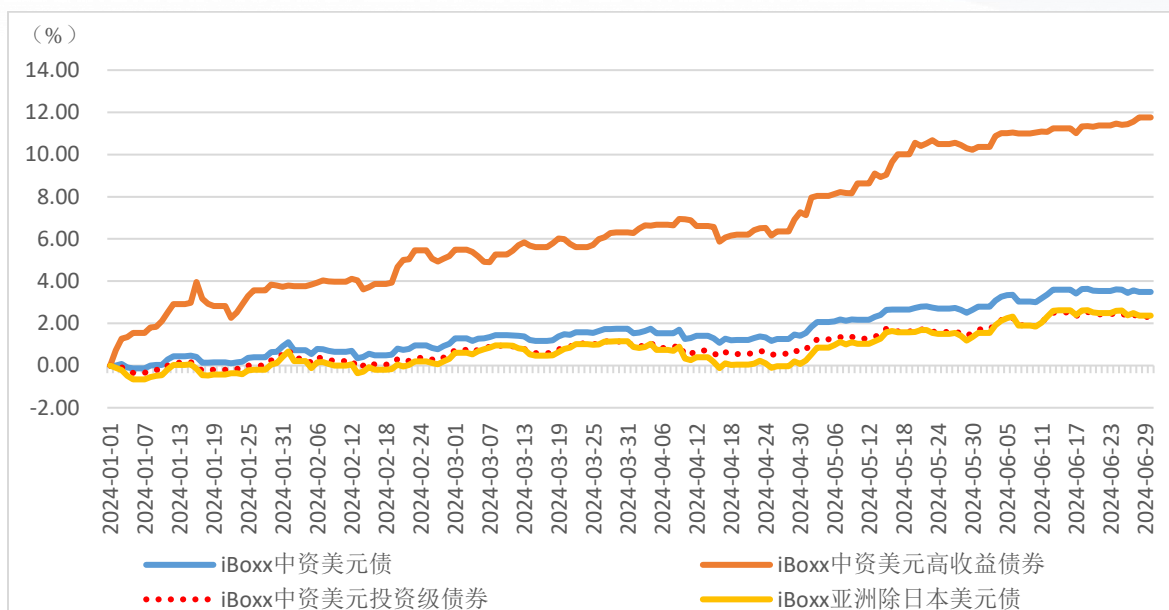
图 2.5 中资离岸债券评级表现

三、中资离岸债券二级市场表现

尽管中资房地产企业在离岸债券市场仍有出险，但受益于中国监管部门和金融机构不断出台政策刺激房地产行业积极发展，中资美元债回报率在上半年波动上行，高收益美元债回报率领跑市场表现

截至 2024 年 6 月 30 日，Markit iBoxx 中资美元债指数总回报率收于 3.49%。投资级美元债回报率略低于中资美元债整体表现，上半年回报率收于 2.30%。高收益美元债是同期回报率最高的主要板块，上半年回报率收于 11.76%，领跑市场表现。

具体来看，2023 年末一线城市放松房屋限购要求使市场情绪有所缓和，随后中国人民银行先后宣布降准、降息使高收益美元债回报率受鼓舞有所上行；4 月末以来，中共中央政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，中国人民银行接连发布通知放松购房贷款条件、下调个人住房公积金贷款利率，各项支持政策带动中资美元债市场情绪全线转暖，其中以房地产美元债为主的高收益美元债回报率受鼓舞大幅上行，远超市场整体表现；投资级美元债回报率虽也受到一定提振波动上涨，但涨幅相对较小。



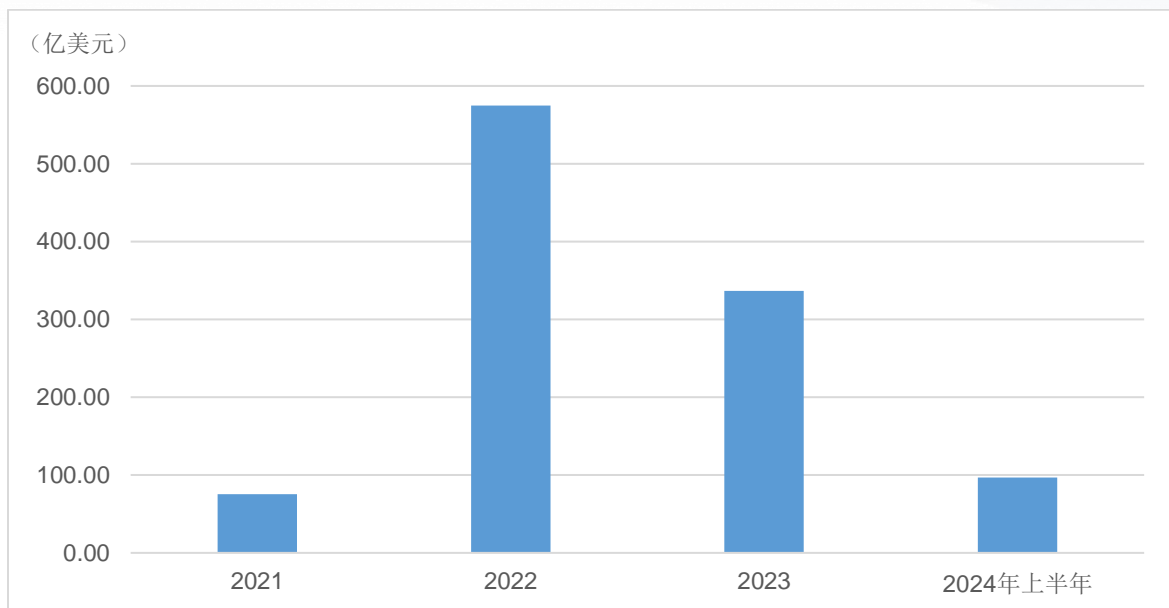
数据来源：联合资信整理

图 3.1 2024 年以来中资美元债回报率走势 (%)

2024 年上半年中资离岸债券违约规模有所回落，违约主体仍集中在房地产企业

2024 年上半年，中资离岸债券违约规模较去年有所回落，违约未偿额为 96.93 亿美元，其中离岸美元违约债券规模高达 88.34 亿美元，占违约债券未偿总额的比重逾 90%。

2024 年上半年出现违约的中资离岸债券仍集中在房地产行业。市场关于美联储的加息预期反复导致美债收益率波动上行，美元融资成本仍处于相对高位，部分未偿美元债务规模较大的房地产企业难以承担较高的再融资成本。另一方面，尽管监管部门及金融机构积极出台刺激政策以期提振房地产市场表现，但市场反应相对平淡，房屋销售表现疲软、房屋销售价格也有所下滑，房地产企业回款进度相对较慢，较难实现通过营业收入履行债务偿付义务的目的。



数据来源：联合资信整理

图 3.2 2021—2024 年上半年中资离岸债券违约统计（以未偿额计）

四、2024 年下半年中资离岸债券市场展望

美联储主席鲍威尔公开讲话暗示降息在即，美国货币政策转向近在眼前；中国人民银行 7 月再度降息保持流动性合理充裕，中美货币政策预计将由分化转为趋同，中美国债收益率利差有望收窄，中资美元债融资环境预将继续修复

2024 年 8 月，美联储主席在备受瞩目的杰克逊霍尔全球央行会议上首度对改变货币政策给予正面表态，随后多位美联储重要官员发声支持降息。美联储在 9 月降息几乎是“板上钉钉”。另一方面，中国人民银行于 7 月再度降息，保持流动性合理充裕。美联储即将启动政策转向意味着中美货币政策方向将由此前的分化转为趋同，美债利率下行速度或将加快，中美国债收益率利差预计将由走扩转为收窄，离岸美元债券的发行环境有望持续修复。

监管部门发文鼓励发行长期境外债券有望促进离岸债券市场的长远发展；134 号文的出台为城投企业提供了新的债务滚续思路，部分城投企业或回流境内债券市场

2024 年 7 月，国家发展和改革委员会（“发改委”）发布了《支持优质企业借用中长期外债 促进实体经济高质量发展的通知》（“《通知》”），《通知》简化了优质企业发行外债的审核要求与流程，并严格界定了优质企业的标准。发改委此次发文为近两年持续低迷的离岸债券市场注入了一定信心，此前中资美元债券市场密集发生信用风险事件促使监管部门大幅收紧离岸债券发行要求，导致中资离岸债券，特别是中资美元债发行规模出现较大下滑。此次《通知》对鼓励发债的主体资质进行了更加明确的界

定，同时对债券的发行期限也做出了相应的规定，对于信用资质较好的主体而言境外融资功能预计将得到明显恢复。长期来看，此次发文预计将推动中资离岸债券市场的发行主体信用资质进行更深层次的“动态清洗”，利好中资离岸债券的健康、长久发展。除此之外，鼓励发行长期境外债券还将推动改善境外债券期限结构，延长债务偿付期限、减轻短期偿付压力。

除了《通知》之外，近期监管部门下发的 134 号文为正在集中精力化解债务的城投企业提供了新的债务滚续思路。134 号文的要点包括将 35 号文延期至 2027 年 6 月、允许双非债务纳入债务置换和重组范畴、不许新增 1 年以内的境外债，境外债可以用境内债来做借新还旧、以及城投企业退平台之后，地方政府对该主体要做至少 1 年的风险监测。在 134 号文发布之前，多数前期在离岸债券市场积累了大量未偿债务的城投企业一直苦于越来越高的境外债券发行成本以及持续收紧的境内外融资渠道。此次发文使市场对城投企业的“刚兑信仰”重拾一定信心，同时允许城投企业通过发行境内债用于境外债的“借新还旧”将利好主要在离岸债券市场进行人民币债券融资的城投发行人，且部分城投企业或因境内相对更低的发行成本、更加简便的审核要求以及更加高效的发债流程回流至境内债券市场。对于未偿债券以美元债券为主的城投发行人而言，考虑到美元债券融资成本即将迎来较大下行空间、大额资金的汇兑风险等因素，美元债券融资需求较大的发行人预计将继续留在离岸债券市场进行外币债券融资。

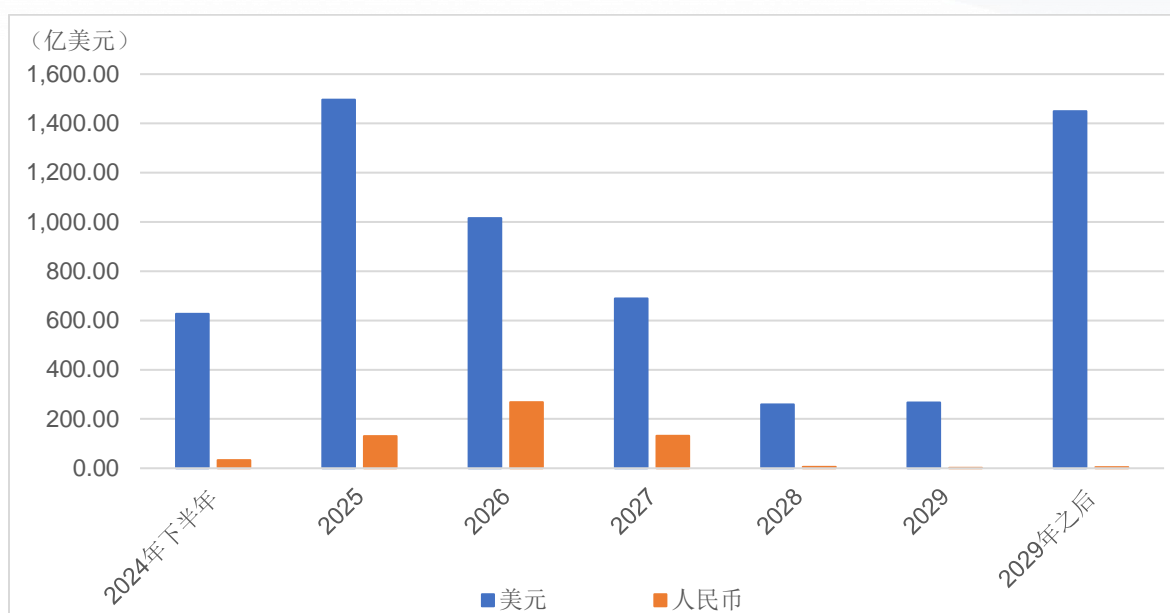
未来五年，中资美元债偿付压力主要集中在 2025 年和 2026 年，且待偿债券以中资美元债为主

截至 2024 年 6 月末，中资离岸债券未偿总额达 6,784.77 亿美元，其中 56.6%（约 3,841.09 亿美元）将在 2024 年下半年至 2026 年到期。

具体来看，2024 年下半年有 703.62 亿美元中资离岸债券到期，相当于上半年新发债券总额的 182.7%，偿债高峰主要集中在 2024 年四季度。另一方面，2025 年和 2026 年分别有约 1,768.51 亿美元和 1,368.96 亿美元的中资离岸债券到期。

从币种结构来看，未偿债券仍以美元债为主，未偿美元债券规模占中资离岸债券未偿总额的比重高达 85.53%，未偿人民币债券占未偿债券总额的比重为 8.46%。

总的来看，考虑到监管部门对于境外债券发行的态度有所放松、下半年债务到期规模较大、以及城投企业再融资需求依旧旺盛，预计下半年中资离岸债券将延续此前的增长态势，全年发行规模有望突破 1,000 亿美元。



数据来源：联合资信整理

图 4.1 2024 年下半年及之后中资离岸债券到期统计（以未偿额计）

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@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。