



# 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

联合资信 主权部 | 李为峰 程泽宇

2023 年三季度，中资美元债一级市场发行小幅回暖，本季度共发行中资美元债 557 只，发行规模为 126.82 亿美元。另一方面，房地产企业违约事件不断使得市场避险情绪仍然较高，中资美元债二级市场回报率呈现震荡走弱之势。

展望 2023 年四季度，美联储或将在未来较长时间内维持较高利率水平，中美利差也将保持深度倒挂，人民币汇率有望持续企稳。行业政策方面，随着万亿级特殊再融资债发行，地方政府债务风险有望得到一定程度缓释，同时也利好城投企业；各地楼市宽松政策陆续落地将有助于房地产行业基本面逐步修复，但在境外违约事件不断、融资成本高企的背景下，房地产美元债发行规模预计将维持低位。从债券到期分布来看，四季度偿债压力主要集中在房地产和金融行业，市场仍需对房地产企业偿债进度保持关注。



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

美国较强的经济基本面表现及具有韧性的通胀使得市场对于美联储在未来较长一段时期内保持较高利率水平的预期不断增强，各期限美债收益率持续走高，尤其是中长期美债收益率上行幅度更加明显，中美国债收益率利差则呈现短期收窄、中长期走扩的局面

尽管美联储在 7 月加息一次后在 9 月暂停加息，但得益于美国经济基本面表现持续超出市场预期，劳动力市场依旧强劲，再加上美国通胀仍具有一定韧性，市场对于美联储在未来较长一段时期内保持较高利率水平的预期不断增强，推动美债收益率在第三季度持续走高；另一方面，在美国财政部宣布大规模发债计划以及惠誉下调美国主权信用评级的双重作用下，市场对美国财政前景的担忧明显上升，使得中长期美债收益率上行幅度更加明显。截至 2023 年三季度末，1 年期、5 年期和 10 年期美债收益率分别较季初上涨了 6.00 个、47.00 个和 78.00 个 BP 至 5.46%、4.60% 和 4.59%。

另一方面，中国央行货币政策仍保持稳健基调不变，稳增长力度有所加大，在第三季度实施了年内第二次全面降准，但受国债供给压力加大叠加税期缴款影响，中国各期限国债收益率由降转升，尤其是在季末资金面紧张的情况下短期国债收益率上行更加明显。截至 2023 年三季度末，1 年期、5 年期和 10 年期中国国债收益率分别较季初上涨了 28.54 个、11.05 个和 3.51 个 BP 至 2.16%、2.54% 和 2.67%。在此背景下，中美国债收益率利差呈现短期收窄、中长期走扩的局面。截至 2023 年三季度末，1 年期中美国债收益率利差较二季度末收窄 23.54 个 BP 至 -329.23BP，5 年期和 10 年期中美国债收益率利差分别较二季度末走扩 38.91 个和 74.00 个 BP 至 -209.44 个和 -191.49 个 BP。

---

<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

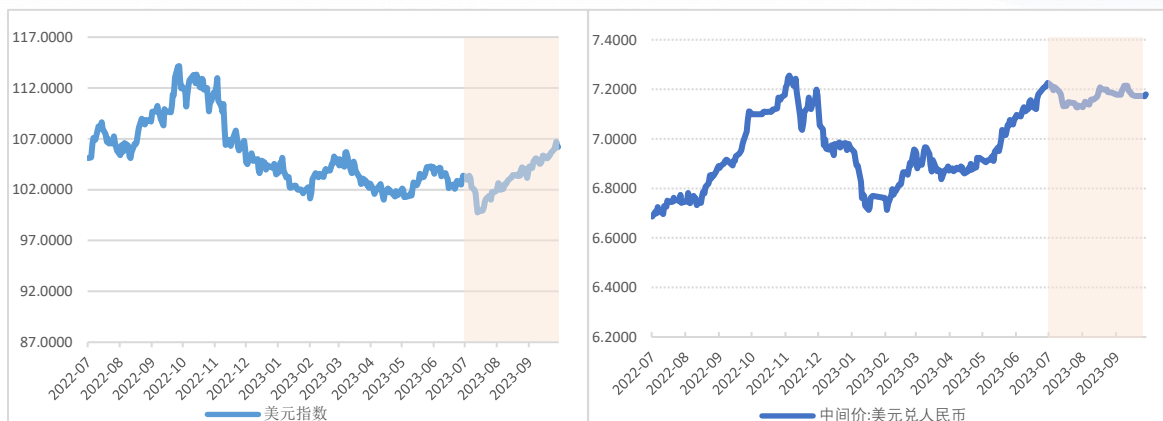
图1 中美各期限国债利差率走势

美元指数降至近一年多新低后持续走高，但在中国央行加大稳汇率政策力度及中国经济恢复向好的情况下，人民币汇率保持了较强的韧性，汇率波动区间也明显收窄

三季度初，市场普遍预期美联储加息行动已经接近尾声，美元指数一度降至近一年多新低，但随着美国经济数据表现接连超出市场预期，市场对于美联储在未来较长一段时期内保持较高利率水平的预期不断增强，推动美元指数持续反弹走高。截至2023年三季度末，美元指数收于106.1919，较上季度末上涨2.72%。

本季度，中国央行适时上调企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数、下调金融机构外汇存款准备金率，合理引导市场人民币汇率预期，再加上中国经济多项宏观指标恢复向好，人民币汇率在美元指数明显走强的背景下仍保持了较强的韧性。截至2023年三季度末，美元兑人民币汇率中间价较上季度末下跌了0.64%至7.1798，扭转了二季度单边走弱的局面，汇率波动区间也明显收窄。





数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2023年三季度美元指数（左）及美元兑人民币汇率走势情况

中央政府及监管部门对于防范化解地方政府债务风险的态度依然不改，城投企业融资环境出现边际改善；虽然针对房地产行业的各项利好政策密集出台，但对销售端的影响仍待显现，再加上境外市场房地产企业违约事件仍然不断，市场信心有待进一步恢复

三季度以来，中央政府及监管部门对于防范化解地方政府债务风险的态度依然不变。8月，十四届全国人大常委会第五次会议审议《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》，对于化债工作提出了几个要点：一是制定实施一揽子化债方案；二是进一步压实地方和部门责任，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求；三是中央财政积极支持地方做好隐性债务风险化解工作；四是防止一边化债一边新增；五是稳步推进地方政府债务合并监管，推动建立统一的长效监管制度框架。另一方面，三季度央行出台多项货币政策也为债务置换予以支持，包括为金融机构做债务展期提供流动性支持、通过降息为化债方案节约成本、设立SPV工具用作短期救急等。在各项政策的支持下，城投企业融资环境出现边际改善，境内外债券发行均有明显增加。

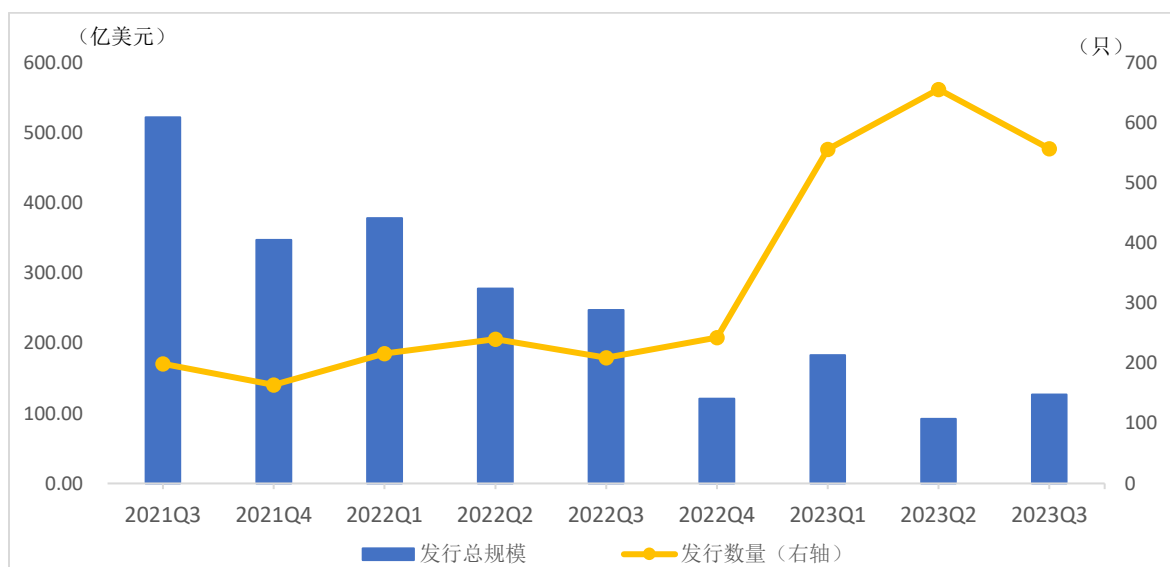
房地产行业方面，本季度各项稳地产政策频频出台：7月，政治局会议及之后的国常会均提出“适时调整优化房地产政策”；8月，央行、财政部、住建部等多部门相继推动“认房不认贷”、住房信贷优化、降低存量房贷利率、住房换购税收优惠等政策落地；9月，各地地产优化政策密集出台，涉及取消限购、优化限购限贷、优化限价等多方面。虽然各项利好政策密集出台，但对房地产销售端的影响仍待显现，再加上境外市场房地产企业违约事件仍然不断，市场信心有待进一步恢复，本季度房地产企业新发中资美元债仍以交换要约债券为主。

## 二、中资美元债一级发行情况<sup>2</sup>分析

本季度中资美元债一级市场发行有所回暖，但在美元融资成本高企及房地产行业信用风险持续的情况下，中资美元债发行仍处于相对低位

2023 年三季度，中资美元债发行规模虽然较上季度低点有所回暖，但仍处于相对低位。具体来看，一级市场共发行中资美元债 557 只，发行规模为 126.82 亿美元，虽然环比大幅增长 37.54%，但同比依旧大幅下跌 48.71%。

具体来看，7 月受美元融资成本继续走高、中资房地产企业信用风险加剧等因素影响，中资美元债一级市场发行规模再度跌至 24.16 亿美元的历史低位；8 月在金融美元债发行大幅增量的带动下，中资美元债一级市场发行规模企稳回升至 43.17 亿美元；9 月受益于美联储暂停加息，中资美元债一级市场持续回暖，发行规模回升至 59.49 亿美元。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图3 中资美元债发行情况

本季度金融板块在中资银行海外机构增量发行的带动下发行规模企稳回升；行业修复缓慢以及部分企业持续出险导致新发房地产美元债以交换要约债券为主；得益于一揽子化债方案提出及融资环境的边际改善，城投美元债发行小幅回暖

从发行主体行业分布<sup>3</sup>看，金融板块蝉联单季发行规模最大的主要板块，发行规

<sup>2</sup> 所有数据统计以发行日期为准。

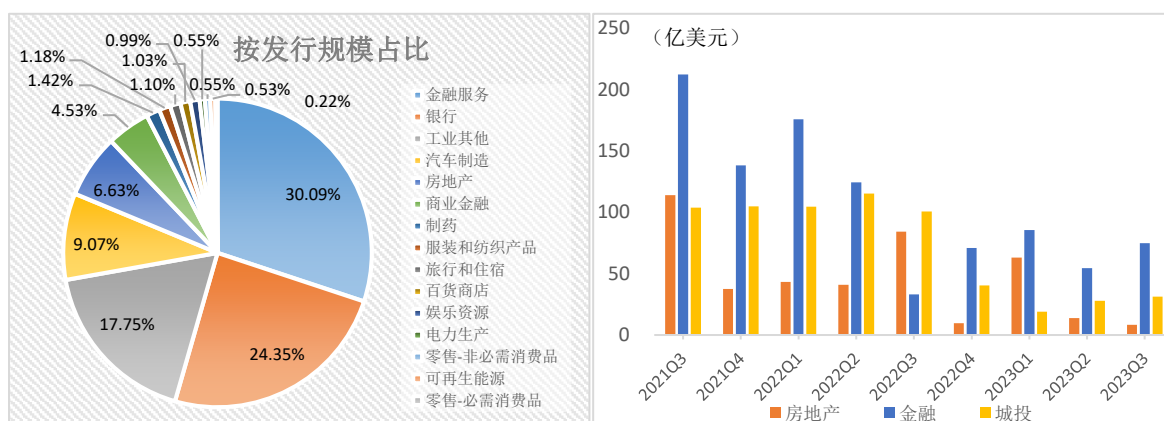
<sup>3</sup> 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

模占季度发行总额的比重继续保持在 58.98%；城投板块和房地产板块则分别大幅锐减至 0.73%和 6.63%；工业其他及汽车制造行业有崛起之势，占比分别走高至 17.75%和 9.07%。

具体来看，随着美国中小银行业危机暂时告一段落，本季度金融板块在中资银行海外机构增量发行的带动下，发行规模企稳回升，发行总额环比和同比分别上涨 37.49%和 125.71%，是本季度唯一实现增长的主要发行板块。此外，本季度高息小额新发金融债规模下降至 1 亿美元左右。

尽管政策环境为房地产企业融资提供了较多利好条件，但受制于行业修复缓慢以及中资房地产企业信用风险出清尚未结束，碧桂园和远洋集团等龙头房企频发信用事件，令市场再度风声鹤唳。本季度新发房地产美元债多为交换要约债券，单季发行规模锐减至 8.41 亿美元，环比和同比分别暴跌 89.99%和 39.48%。

得益于一揽子化债方案提出及融资环境的边际改善，本季度城投美元债发行市场小幅回暖，单季发行规模达到 31.20 亿美元，环比增长 11.58%，同比下滑 68.96%。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 4 2023 年三季度中资美元债发行主体行业分布（左）及近年各板块美元债发行趋势

9 月美联储暂停加息带动三季度中资美元债发行利率小幅回落；融资成本较低的中资银行海外机构增量发行，带动金融机构债券发行成本回落；城投美元债为本季度唯一同比和环比成本均上涨的发行板块

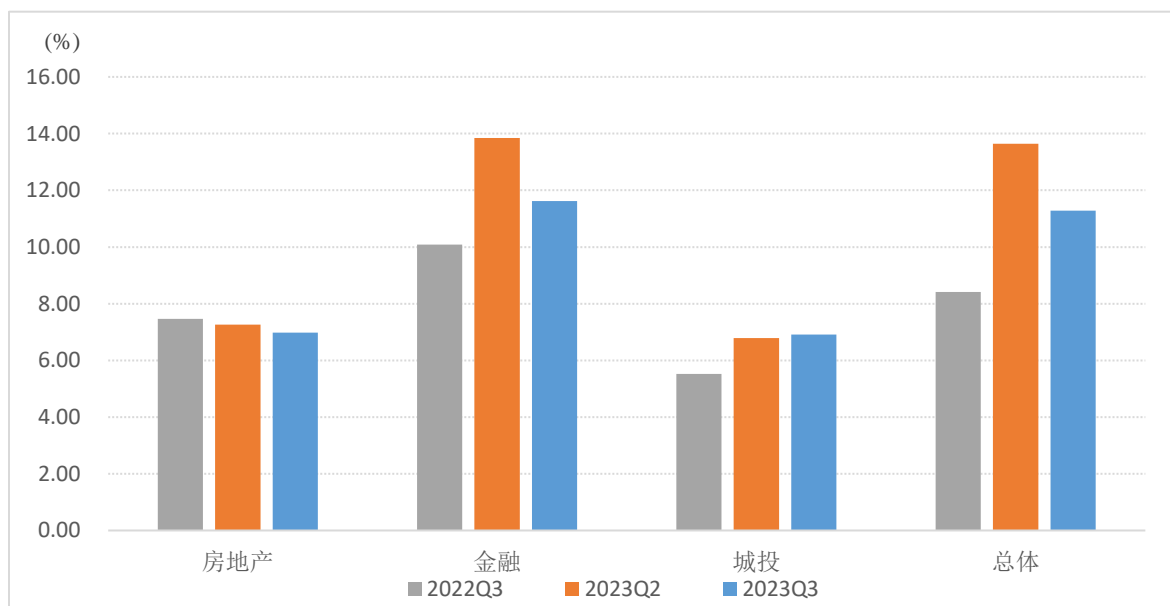
虽然美联储在 7 月继续加息推动美元债融资成本走高，但 9 月美联储暂停加息带动三季度中资美元债发行成本小幅回落，平均发行票息<sup>4</sup>为 11.28%，环比大幅降低 235.67 个 BP，但同比仍上涨 286.58 个 BP。

<sup>4</sup> 剔除浮息和零息债券，以下同。

分板块来看，本季度金融板块中的中资银行海外机构增量发行，且其融资成本较低，有助于拉低金融板块的平均融资成本，再加上高息小额新发金融债数量下降，导致金融机构债券发行成本明显回落，本季度金融美元债发行利率为 11.62%，环比大幅下降 222.93 个 BP，但同比仍上涨 153.58 个 BP。

本季度房地产板块仅发行 3 只美元债券，且以交换要约债券为主，虽然交换要约新发债券票息通常较被置换债券而言更高，但这 3 只地产美元债均为有担保发行，地产板块美元债的发行成本略有回落，三季度房地产美元债发行成本为 6.98%，环比和同比分别下跌 27.92 个和 48.25 个 BP，为本季度唯一实现成本下降的主要发行板块。

本季度城投美元债发行成本达到 6.91%，环比和同比分别上涨 12.11 个和 139.27 个 BP，为本季度唯一同比和环比成本均上涨的主要发行板块。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 5 中资美元债主要行业平均加权票息对比

三季度以 **RegS** 和 **144A** 方式发行的中资美元债规模占比进一步增加；采用直接发行和担保发行架构的中资美元债规模占比逾 **95%**，使用备用信用证进行增信的美元债规模明显上涨

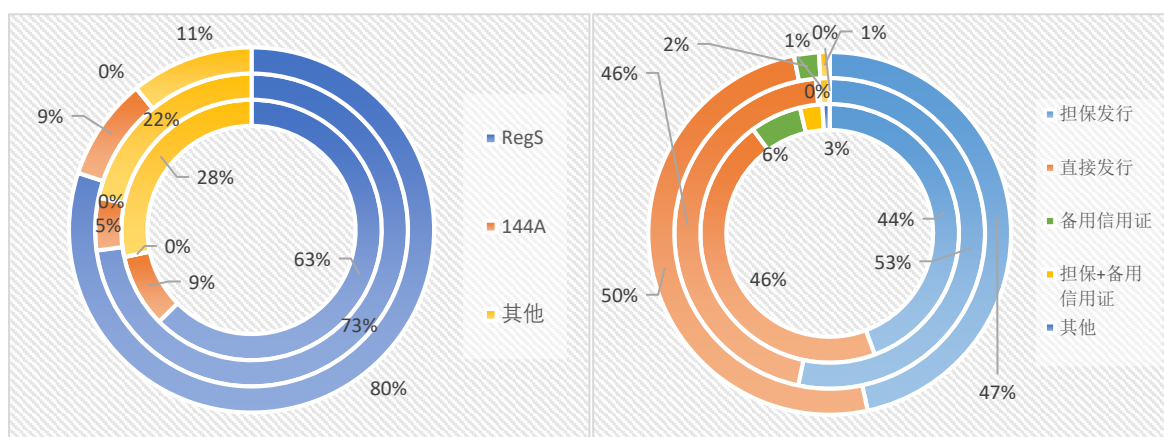
从发行方式来看，对信息披露要求相对更少的 **RegS**<sup>5</sup>仍是最受发行人青睐的发行方式，三季度以 **RegS** 方式发行的中资美元债规模达 101.53 亿美元，占季度发行总额

<sup>5</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。



的 80.06%，环比和同比分别上涨了 7.16 个和 17.49 个百分点。本季度以 144A 方式发行的中资美元债有所回暖，单季发行规模上升至 11.50 亿美元，发行规模占发行总额的比重环比增长 3.65 个百分点，但同比微跌 0.03 个百分点。本季度没有以 SEC 形式发行的中资美元债，但以其他方式发行的中资美元债（主要为交换要约债券）规模显著回落，季度发行规模为 13.78 亿美元，发行规模占比为 10.87%，环比和同比分别下跌了 10.81 个和 17.46 个百分点。

从发行架构<sup>6</sup>来看，直接发行和担保发行是三季度新发中资美元债中最常用的发行架构。其中直接发行的中资美元债规模达 63.65 亿美元，担保发行的中资美元债规模为 59.15 亿美元，分别占季度发行总额的 50.19% 和 46.64%；以其他架构发行的中资美元债合计规模占比不足 5%。三季度新发债券中，使用备用信用证进行增信的中资美元债规模较二季度明显上涨。



注：内、中、外圈分别代表 2022Q3、2023Q2 和 2023Q3 数据

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 6 中资美元债发行方式（左）及发行架构分布（发行规模占比，%）

附评级发行债券以投资级债券为主，无评级债券发行规模占比依旧较高；债券级别分布区间较二季度明显收窄

从债券评级情况来看，三季度附评级发行的中资美元债规模较二季度低点反弹，单季发行规模为 43.82 亿美元，占季度发行总额的 34.55%。附评级发行的中资美元债中，未发行高收益中资美元债（BBB-级以下<sup>7</sup>）；投资级债券发行 12 只，规模为 43.82 亿美元，占发行总额的比重环比和同比分别上涨 5.02 个和 1.63 个百分点至 34.55%。

<sup>6</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。

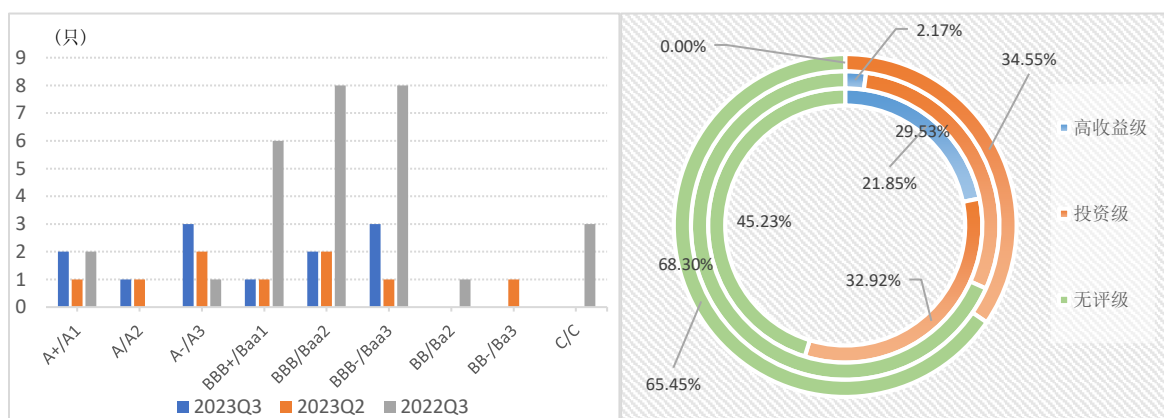
<sup>7</sup> 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。



无评级<sup>8</sup>中资美元债发行规模为 83.00 亿美元，发行规模占季度发行总额的比重为 65.45%，虽然环比下跌了 2.85 个百分点，但同比上涨了 20.21 个百分点。

无评级债券发行规模占比依旧较高，主要是由于发行成本持续上行以及信用风险事件不断导致市场对于弱质企业的接受能力较差，信用状况较差的弱质主体陆续退出中资美元债一级市场，同时部分评级结果不及预期的发行主体选择不附评级发行以消除信用级别对债券认购情况可能产生的影响。

从债券级别分布区间来看，三季度附评级发行的中资美元债评级分布区间较上季度明显收窄，主要集中在投资级，无投机级发行，且债券结果主要分布在 A+~BBB- 级，说明附级别发行美元债多为信用程度较好的企业。



注：右图中内、中、外圈分别代表 2022Q3、2023Q2 和 2023Q3 数据

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 7 中资美元债发行规模及级别分布

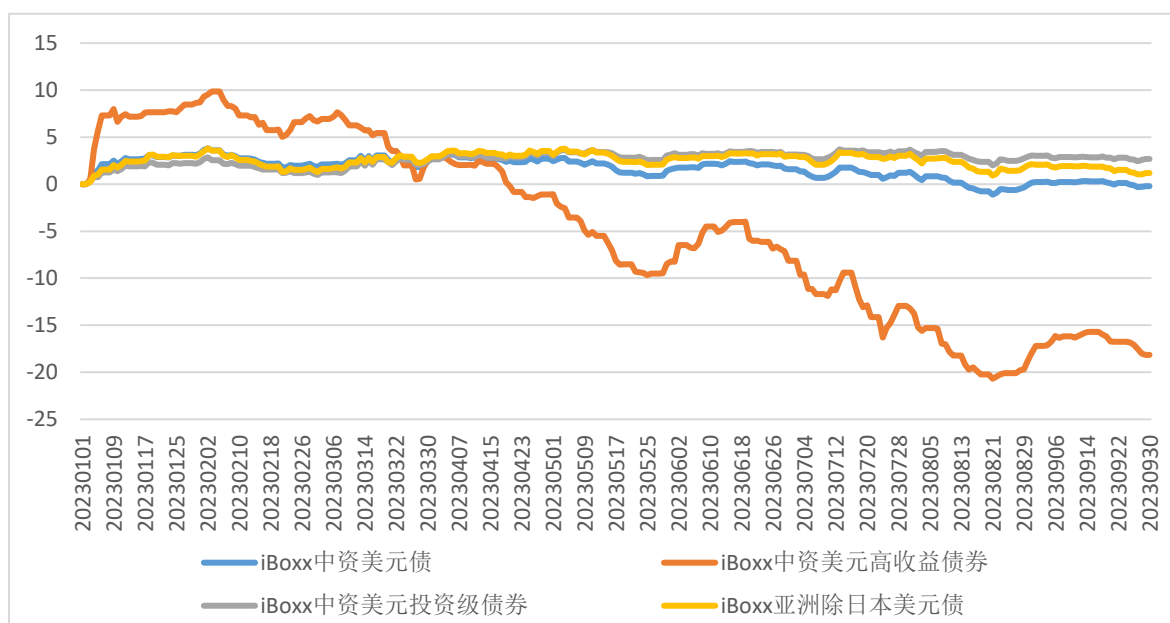
### 三、中资美元债二级市场表现

在内外双重压力下，中资美元债回报率震荡走弱，尤其是多个地产龙头企业发生信用风险事件，导致高收益中资美元债延续下跌趋势；金融美元债回报率继续下探，非金融机构美元债总回报率由正转负，房地产美元债依然是本季度回报率表现最差的主要板块

三季度以来，在内外双重压力下，中资美元债回报率震荡走弱，尤其是多个地产龙头企业发生信用风险事件，导致高收益中资美元债出现较大跌幅。截至 2023 年三季度末，Markit iBoxx 中资美元债指数回报率较上季度末下跌 1.79 个百分点，回报率由正转负至-0.21%。具体来看，尽管监管部门持续出台重磅政策支持房地产行业发展，

<sup>8</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。

但受多家龙头中资房地产公告境外债务兑付困难、部分美元债存续规模较大的违约主体债务重组进展缓慢等因素影响，高收益中资美元债回报率较二季度末暴跌 10.00 个百分点至-18.17%；但投资级美元债依旧具有较强的防御特征，截至三季度末收于 2.66%，较上季度末微跌 0.50 个百分点。总体看来，三季度中资美元债回报率震荡走弱。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

**图 8 2023 年以来中资美元债回报率走势**

具体来看，三季度各主要板块回报率表现较二季度多数走弱。金融美元债回报率继续下探至-2.37%，其中高收益金融美元债回报率延续跌势，环比微跌 0.15 个百分点至-12.73%；投资级金融美元债下跌 0.72 个百分点，虽然本季度仍收于正回报(0.09%)，但优势已经明显削弱。非金融机构美元债总回报率由正转负至-0.99%，较上季度下跌了 1.20 个百分点，但仍为本季度表现最佳的主要板块，其中投资级债券回报率下跌 1.27 个百分点，并由正转负至-1.12%；高收益级债券回报率环比上涨 1.06 个百分点至 3.12%，是本季度唯一一个高收益级债券回报率优于投资级债券回报率的主要板块。房地产美元债依然是本季度回报率表现最差的主要板块。受远洋集团、碧桂园、泛海控股等中资房地产企业频发信用风险事件的影响，本月房地产美元债回报率环比继续大跌 4.40 个百分点至-20.39%，其中投资级房地产美元债回报率较上季度下滑 6.84 个百分点至-6.94%，高收益级房地产美元债回报率环比继续下跌 6.98 个百分点至-

35.53%。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

|              | 2022Q3 | 2023Q2 | 2023Q3 |
|--------------|--------|--------|--------|
| <b>金融机构</b>  | -3.96  | -2.13  | -2.37  |
| 金融机构-投资级     | -2.68  | 0.81   | 0.09   |
| 金融机构-高收益     | -7.51  | -12.59 | -12.73 |
| <b>非金融机构</b> | -3.27  | 0.22   | -0.99  |
| 非金融机构-投资级    | -3.40  | 0.15   | -1.12  |
| 非金融机构-高收益    | -0.78  | 2.07   | 3.12   |
| <b>房地产</b>   | -11.50 | -15.99 | -20.39 |
| 房地产-投资级      | -5.14  | -0.10  | -6.94  |
| 房地产-高收益      | -17.00 | -28.54 | -35.53 |

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

## 四、2023 年四季度中资美元债市场展望

美联储或将在未来较长时间内维持较高利率水平，中美利差也将保持深度倒挂；人民币汇率有望持续企稳，再加上国家发改委和香港金管局签署备忘录支持中资企业跨境融资，中资美元债发行环境预计会得到边际改善

10 月公布的最新数据显示，美国三季度 GDP 增速达到 4.9%，创 2021 年四季度以来的最佳表现，此外零售销售、非农就业等经济数据也表明美国经济韧性仍存。另一方面，美国 9 月 CPI 同比增幅达到 3.7%，高于市场普遍预期。在 11 月 1 日举行的议息会议上，美联储再度暂定加息，同时释放了一定的“鸽派”信号。在美国经济韧性及通胀压力仍存的情况下，预计 2023 年四季度美联储维持利率水平不变的可能性较大。从美债供给的情况来看，由于上半年发生债务上限问题，四季度仍将是美债供给的高峰期，再加上美国政府“关门危机”仍存，或将给美债收益率造成一定扰动。总体来看，美债收益率有望在未来较长一段时间内仍将维持在相对较高水平。

中国货币政策方面，央行货币政策委员会在 2023 年第三季度例会上表示：“要持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度。其中，将加大已出台货币政策实施力度，保持信贷合理增长、节奏平稳。”10 月底召开的中央金融工作会议也提出，“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱”。预计四季度中国央行稳健的货币政策将会持续发力，可能会再次通过降准甚至是降息的

方式释放流动性。在此背景下，预计中国国债收益率将再度转为波动下行，中美国债收益率利差或将继续保持深度倒挂。

人民币汇率方面，从外部来看，尽管美国经济相对较好的表现将为美元指数提供支撑，但在美联储未来加息十分有限的情况下，美元指数有望在四季度见顶回落；从内部来看，中国经济企稳向好、央行外汇政策工具仍有调整空间、企业年底季节性结汇等因素也将给人民币汇率提供支撑。

此外，10月18日国家发改委与香港金融管理局签署了《关于支持中资企业跨境融资和推动香港债券市场发展的谅解备忘录》，提出“双方将针对在香港市场发行的中资企业境外债券和贷款，建立常态化沟通和信息交流机制，充分发挥香港独特的金融和专业服务优势助力中资企业跨境融资，支持和推动香港债券市场多元化发展，支持香港参与和助力‘一带一路’建设”。在两地监管合作持续加深的背景下，中资企业跨境融资便利程度或将得到提升。

总体来看，人民币汇率有望在四季度持续企稳，中资美元债发行环境预计会得到边际改善。

**随着万亿级特殊再融资债发行，地方政府债务风险有望得到一定程度缓释，同时也利好城投企业；各地楼市宽松政策陆续落地将有助于房地产行业基本面逐步修复，但在境外违约事件不断、融资成本高企的背景下，房地产美元债发行规模预计将维持低位**

10月初，内蒙古成为今年首个发行特殊再融资债（以下简称“特殊债”）的地区，预示着一揽子化债工作的正式落地，此后各地密集发债。根据中国债券信息网数据，截至10月31日，总计有24个省份合计发行特殊债10,431亿元，其中内蒙古、云南和辽宁的发债规模均超过千亿。本轮特殊债发行进度和规模明显超出市场预期，地方政府债务风险有望得到一定程度缓释，同时一些地方发行特殊债后计划将特殊债资金用于偿还隐性债务，利好城投企业。10月21日发布的《国务院关于金融工作情况的报告》提到：“要支持防范化解地方融资平台债务风险，在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融资平台债务风险系列文件，引导金融机构按照市场化、法治化原则，与重点地区融资平台平等协商，依法合规、分类施策化解存量债务风险。”这也将为后续地方政府及城投债务风险化解提供指引，金融机构对城投企业的支持力度也有望持续加强，城投企业融资环境有望得到持续改善。

房地产行业方面，随着各地楼市宽松政策陆续落地，开发商在部分城市加大推盘力度，预计四季度一线城市房地产市场有望率先企稳恢复，销售或将略有回升。随着行业基本面逐步修复，房地产企业债务危机有望逐步化解，有助行业走出周期底部，



但在境外违约事件不断、融资成本高企的背景下，预计四季度房地产美元债发行规模仍将维持在历史低位。

#### **四季度中资美元债待偿规模呈逐月下降之势，偿债压力仍主要集中在房地产和金融行业**

根据 Bloomberg 统计数据，截至 2023 年三季度末，年内待偿中资美元债规模达 267.46 亿美元，从各月来看则呈持续下降之势，到期规模从 10 月的 120.36 亿美元逐步降至 12 月的 59.15 亿美元。

从行业分布来看，房地产美元债待偿规模最大，四季度共有 93.13 亿美元债务到期，占到期美元债总额的逾三分之一；金融美元债待偿规模位居第二，达到 84.53 亿美元。从目前市场表现来看，四季度仍需对信用风险事件高发的房地产企业偿债情况保持重点关注，同时也要关注部分已违约房地产企业的美元债重组进展。

## 联系人

投资人服务    010-85679696-8759    [chenye@lhratings.com](mailto:chenye@lhratings.com)

## 相关研究

[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](#)

[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](#)

## 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。