



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

联合资信 主权部 | 张敏

2023 年二季度，美联储加息推高发行成本以及信用风险事件不断导致中资美元债发行大幅缩量，本季度共发行 656 只中资美元债，发行规模仅为 92.21 亿美元，创近十年新低。另一方面，欧美银行业危机持续发酵以及美联储持续加息导致投资者的避险情绪走高，中资美元债二级市场回报率呈现分化走势。

展望 2023 年下半年，预计中美货币政策将继续表现分化，中美国债收益率利差也将保持深度倒挂，人民币汇率有望在政策支撑下企稳。行业政策方面，政府或加大对房地产行业的政策支持力度，同时继续贯彻对地方政府隐性债务的从严管理。从债券到期分布来看，下半年偿债高峰主要集中在 9、10 月份，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¹发行市场环境

尽管美国银行业风险反复导致美债收益率有所承压，但美债上限谈判一波三折、美国经济数据表现强劲、美联储 5 月继续加息以及市场加息预期不断走强推动各期限美债收益率波动上行；中国人民银行时隔十个月后再度降息使中美货币政策分歧加剧，中美国债收益率利差倒挂程度明显加深

始于一季度的美国银行业危机于二季度波澜再现。受美联储 3 月加息的余威影响，美国银行业流动性风险持续发酵，第一共和银行因资金链中断于 5 月 1 日被关闭并由监管机构美国联邦储蓄保险公司（FDIC）接管，成为继美国硅谷银行、签名银行之后第三家因破产而被 FDIC 接管的商业银行。银行业风险再现导致市场恐慌情绪迅速攀升，中长期美债收益率表现承压。另一方面，美国两党就政府债务上限的谈判拉锯数月，虽然最终有惊无险达成一致意见，但谈判期间投资者对于美国政府或出现违约的预期推动美债收益率一路走高。除此之外，美国 CPI 持续回落、新增非农就业人数频超预期增加、初申失业金人数降幅创近两年新低均表明美国通胀已在缓解阶段、且劳动力市场持续吃紧。5 月 3 日，美联储宣布上调基准利率 25 个 BP 至 2006 年以来新高。尽管美联储在 6 月议息会议上并未加息，但包括鲍威尔、沃勒、鲍曼和威廉姆斯在内的多位美联储重磅官员在公开讲话中表达了偏鹰派的货币政策态度，使美联储将在未来继续加息的市场预期持续走强。多方因素影响下，各期限美债收益率在二季度波动上行。截至 2023 年二季度末，1 年期、5 年期和 10 年期美债收益率分别较季初上涨了 80.00 个、61.00 个和 38.00 个 BP 至 5.40%、4.13% 和 3.81%。

二季度以来，中国稳健的货币政策精准有力，支持经济运行回升向好。流动性方面，中国人民银行通过放松货币政策使市场流动性维持合理充裕：6 月 13 日，中国人民银行对 7 天逆回购（OMO）操作利率和常备借贷便利（SLF）利率各调降 10 个 BP；6 月 15 日，对中期借贷便利（MLF）利率也下调 10 个 BP；6 月 20 日，对 1 年期和 5 年期贷款市场报价利率（LPR）分别调降 10 个 BP，为 2022 年 8 月以来 LPR 的首次调整。在此背景下，中国各期限国债收益率在二季度波动下行。截至 2023 年二季度末，1 年期、5 年期和 10 年期中国国债收益率分别较季初下跌了 36.05 个、27.02 个和 22.53 个 BP 至 1.87%、2.42% 和 2.64%。

中美央行在二季度采取了方向相反的货币政策导致各期限中美国债收益率利差在一季度基础上倒挂程度进一步加深。截至 2023 年二季度末，1 年期、5 年期和 10 年期中美国债收益率利差分别较一季度末走扩 112.05 个、78.90 个和 54.77 个 BP 至-

¹ 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。

352.77 个、-170.53 个和-117.49 个 BP。



数据来源：Wind，联合资信整理

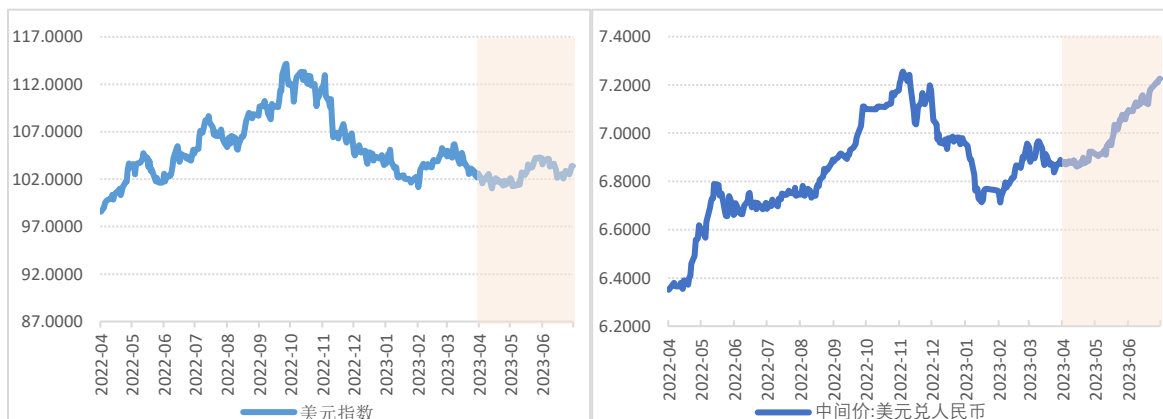
图1 中美各期限国债利差率走势

在美国银行业危机再现、美联储加息以及市场加息预期走强等多重因素影响下，美元指数在二季度呈“先升后降”之势；中、美实施反向货币政策以及中国经济复苏尚未稳固导致人民币汇率走势出现波动，汇率双向浮动区间有所扩大

二季度以来，受第一共和银行破产以及美国一季度经济增速不及预期影响，市场避险情绪被再度推高，美元指数也随之承压下行。随着美国财政部长耶伦表态已准备好额外措施维护储户资金安全，投资者对银行业危机的担忧有所缓解。另一方面，美联储在 5 月不惧衰退压力继续加息以及就业和通胀数据均表现向好使美元指数乘势上涨；虽然美联储在 6 月暂停加息使市场对未来加息预期出现短暂反复、并导致美元指数小幅下跌，但多位美联储官员的鹰派表态再度加深市场对未来政策的加息预期，美元指数止跌反弹。截至 2023 年二季度末，美元指数收于 103.3788，较上季度末微涨 0.76%。

中国外汇市场运行总体平稳，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。但自 4 月中旬以来，受美元指数走强、国内央行降息、经济恢复基础尚未稳固等多重因素的影响，人民币汇率出现一定波动，但并未偏离基本面，外汇市场运行总体平稳，汇率预期和跨境资金流动保持相对稳定。截至 2023 年二季度末，美元兑人民币汇率中

间价较上季末上涨了 5.15% 至 7.2258，汇率波动性较一季度有所增大。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2 2023 年二季度美元指数（左）及美元兑人民币汇率走势情况

监管部门对于地方政府债务化解的态度未有松动，城投企业境、内外融资环境仍然偏紧；虽然政府及监管部门从政策和金融条件等多方面对房地产行业予以支持，但行业整体复苏较弱以及房地产企业持续出险导致市场信心恢复缓慢，房地产企业境外融资渠道仍有待进一步恢复

二季度以来，中央政府及监管部门对于地方政府债务问题依旧坚持严控债务增长、加强债务管理、对债务处置不力问题积极问责的政策态度。4 月 28 日召开的中共中央政治局会议对地方债务问题再次明确，“要加强地方政府债务管理，严控新增隐性债务”。坚持标本兼治，开正门、堵旁门、化存量、控增量，积极夯实地方基本财力和自我发展能力。向外界传递中央政府及监管部门将继续贯彻落实对于地方政府债务的严格管理取向、并加强对地方政府融资平台管理和监督的信号。6 月 26 日发布的《国务院关于 2022 年中央决算的报告》提出要“进一步压实地方和部门责任，建立健全防范化解地方政府隐性债务风险长效机制。督促省级政府加大对市县工作力度，立足自身努力，统筹资金资产资源和各类政策措施稳妥化解隐性债务存量，逐步降低风险水平。对新增、少报漏报隐性债务和化债不实等问题及时查处、追责问责”。这进一步表明中央政府将明确对地方政府债务责任主体的监管态度、坚决严格限制债务增长的政策目标，同时还将对债务处理不当的问题予以时候追责的管理态度。6 月 29 日公布的《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于 2022 年中央决算草案审查结果的报告》中提出建议，“指导地方扎实做好项目库建设和前期准备工作，提升债券资金使用效率和效益。建立政府偿债备付金制度，防范债务兑付风险。稳步推进地方政府隐性债务和法定债务合并监管。严禁通过新增隐性债务上新项目、铺新摊子，

对违法违规举债融资行为要严肃问责”。从事前、事中以及事后三方面针对地方政府债务问题进行建言，以期通过提高地方政府债务利用效率、严防新增不合理债务规模、对非法债务融资进行严肃处理等手段有效地防范、压降及化解地方政府债务风险。中央政府及监管部门频频发声强调对地方政府隐性债务实施严格管理导致城投企业融资环境依然偏紧，但城投债券供给短缺造成的“资产荒”引发了二季度末市场对于城投债券特别是高质量城投债券的认购热情，在一定程度上缓解了因政策环境不利对城投美元债发行市场的打压。

继一季度放松房地产行业政策以来，政府部门及监管机构在二季度继续发力支持房地产行业发展和融资活动，同时表态高度关注房地产行业债务风险问题。政策方面，4月28日的中共中央政治局会议指出，“要有效防范化解重点领域风险，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产业发展新模式”。继续强调“房住不炒”的行业定位，并释放出或加速推进房地产行业健康发展的政策信号。5月8日，住建部和市场监管总局联合发布了《关于规范房地产经纪服务的意见》，针对房地产经纪服务收费、经纪服务内容、从业主体管理等多个方面的问题进行了政策约束，以优化房地产经纪服务行业生态、引导房地产经纪服务健康发展。5月30日，国务院国有资产监督管理委员会发布了《中央企业债券发行管理办法》，规定国资委批准的中央企业集团公司年度债券发行计划当年有效，不与中央企业在债券市场注册的债券额度挂钩。6月29日，中国银行间市场交易商协会发布了《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，用好“第二支箭”，聚焦现代产业体系建设、区域协调发展、乡村振兴等领域，提高项目评议服务效率，加强对市场业务投入正向激励。进一步为房地产企业融资提供政策便利。融资条件方面，中国人民银行自6月以来持续放松利率环境，并调降LPR以刺激融资需求，提升潜在购房者置产意愿。虽然政府频频释放政策和金融条件利好为房地产企业债务融资提供机会，但碍于市场需求偏弱、以及海外市场持续有房地产企业信用暴雷，市场信心回升缓慢，房地产债券融资规模也受到一定抑制，二季度房地产企业新发中资美元债以交换要约债券为主，境外融资渠道仍有待进一步恢复。

二、中资美元债一级发行情况²分析

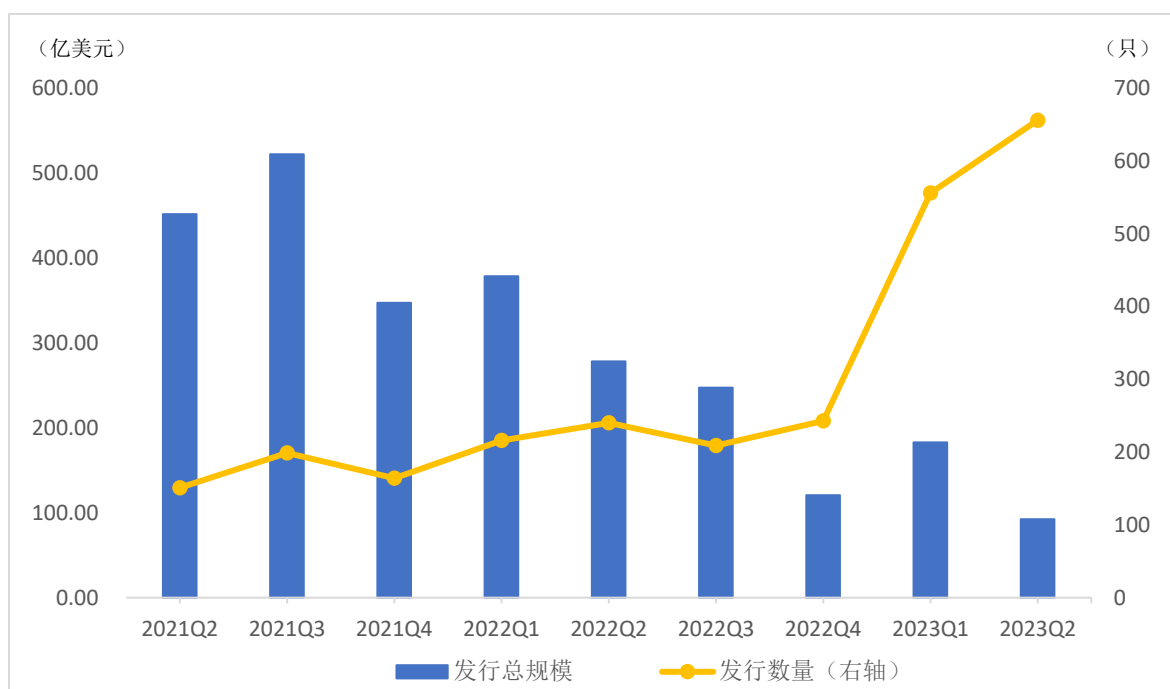
受制于美联储持续加息推高发行成本、汇率波动性加大以及房地产行业信用风

² 所有数据统计以发行日期为准。

险继续扩散等因素，中资美元债一级市场发行大幅缩量，二季度发行规模创近十年新低

2023 年二季度，美联储于 5 月再度加息继续收紧美元融资环境，并推高美元债券发行成本；与此同时，中国经济复苏尚未稳固、中国央行全面降息导致人民币汇率波动性较一季度有所扩大，对发行人的汇率预期造成一定干扰。此外，中资房地产企业在海外债券市场持续发生信用风险事件导致市场信心受到一定抑制。多重因素影响下，本季度中资美元债发行规模创 2013 年四季度以来新低：一级市场共发行中资美元债 656 只，发行规模仅为 92.21 亿美元，环比和同比分别大幅下跌 49.57% 和 66.85%。

具体来看，4 月和 5 月受中资房地产企业持续出险以及美联储加息抬高发行成本影响，单月发行规模在 25 亿美元左右；美联储在 6 月暂停加息并暗示将在 7 月再度加息为发行人提供了一段利率相对稳定的“窗口期”，中资美元债发行规模在 6 月迎来反弹，单月发行规模突破 40 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

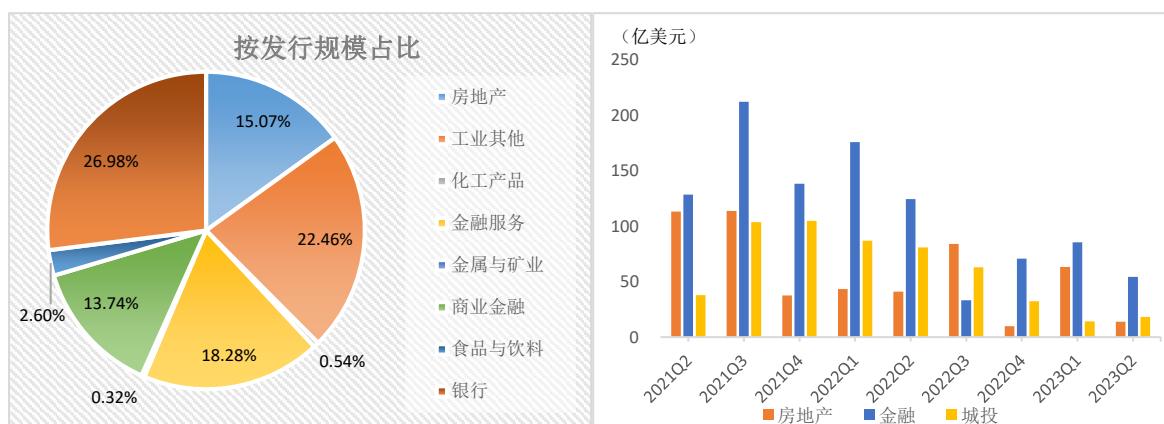
欧美银行业危机导致金融板块受到波及，金融美元债单季发行规模明显下滑；行业修复缓慢以及部分企业持续出险导致本月新发房地产美元债以交换要约债券为主；在发行成本下滑以及“资产荒”压力的推动下，本季度城投美元债发行规模小幅上行

从发行主体行业分布³看，金融板块蝉联单季发行规模最大的主要板块，发行规模占季度发行总额的比重跃升至 59.00%，城投板块发行规模占比也显著上升（19.78%），房地产板块发行规模占比则被压缩至 20% 以下。

具体来看，受瑞士信贷宣布完全减计其 160 亿瑞郎（约合 172 亿美元）的 Additional Tire 1 Bond（“AT1 债券”）以及美国第一共和银行关闭影响，金融美元债市场受到冲击、发行规模锐减，本季度新发债券以高息小额金融债为主，发行总额较一季度环比下跌 36.28% 至 54.40 亿美元。

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，本季度新发房地产美元债多为交换要约债券，单季发行规模不足 20 亿美元，环比和同比分别暴跌 78.00% 和 66.00%。

二季度“资产荒”对高质量城投债券的强烈需求在一定程度上助长了“严监管”环境下城投美元债的供给，并刺激城投债券融资成本下滑、为城投美元债提供了成本优势，进一步带动城投美元债实现发行反弹，城投美元债单季发行规模环比上涨 27.88% 至 18.24 亿美元，是本季度唯一实现增长的主要发行板块。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 4 2023 年二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

美联储再度加息持续推高美元债券发行成本，中资美元债市场整体发行利率继续上行；欧美金融市场危机导致避险情绪急剧升温，金融板块成为本季美元债发行利率涨幅最大的主要板块；受益于“资产荒”下市场对优质城投债券需求增大，城投美元债发行成本小幅下滑

受美联储持续加息抬高美元融资成本影响，二季度中资美元债发行利率继续上行，

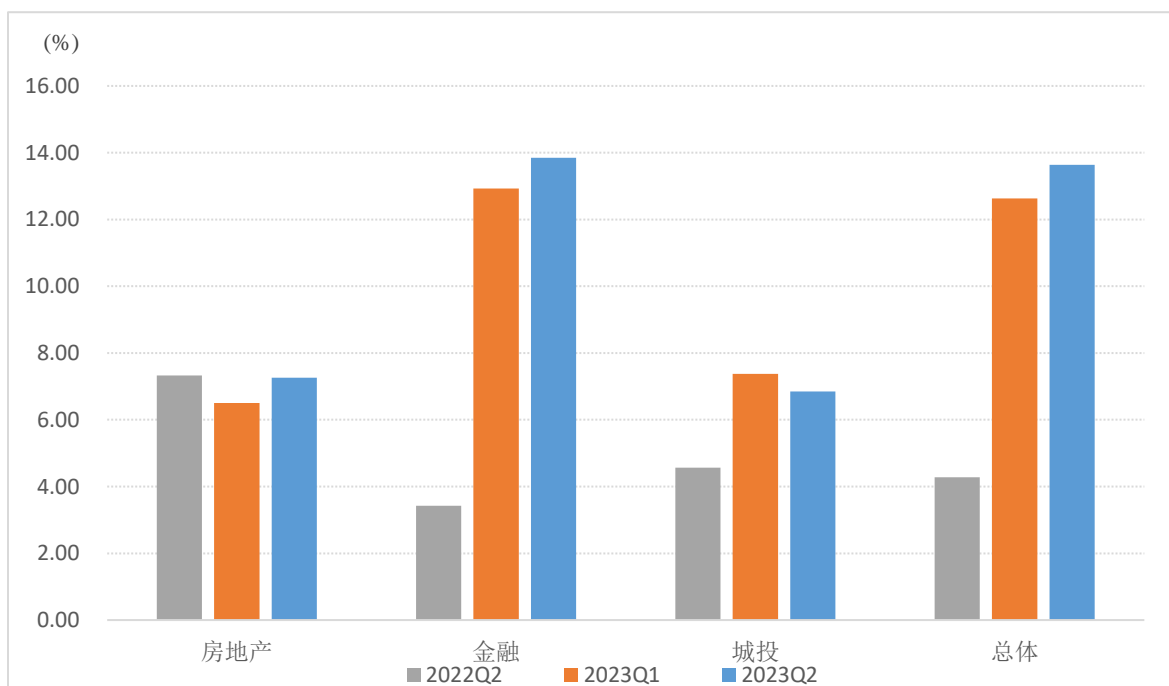
³ 按彭博 BICS2 级行业分类统计，下同。

平均发行票息⁴为 13.64%，环比和同比分别暴涨 100.80 个和 935.62 个 BP。

分板块来看，欧美银行业风险发酵阶段性推高了全球市场对金融债券的避险情绪，瑞士信贷 AT1 债券减计风波和美国再现银行倒闭事件重创国际资本市场，并导致金融机构债券发行成本明显上行，叠加美联储加息整体抬高利率成本，本季度金融美元债发行利率高达 13.85%，环比上涨 92.03 个 BP，同比暴涨逾 1,000 个 BP，为二季度发行利率涨幅最大的主要板块。

由于本季度房地产新发美元债券以交换要约债券为主，根据交换要约内容，新发债券票息通常较被置换债券而言更高，因此本季度房地产板块融资成本也有所上行，二季度房地产美元债发行成本为 7.26%，环比上涨 76.25 个 BP，但同比下跌 6.48 个 BP。

尽管监管环境仍然趋严，但受益于“资产荒”环境下市场对城投债券的需求明显加大，本季度城投美元债发行成本环比下跌 53.08 个 BP 至 6.85%，是二季度唯一实现成本环比下降的主要发行板块。



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

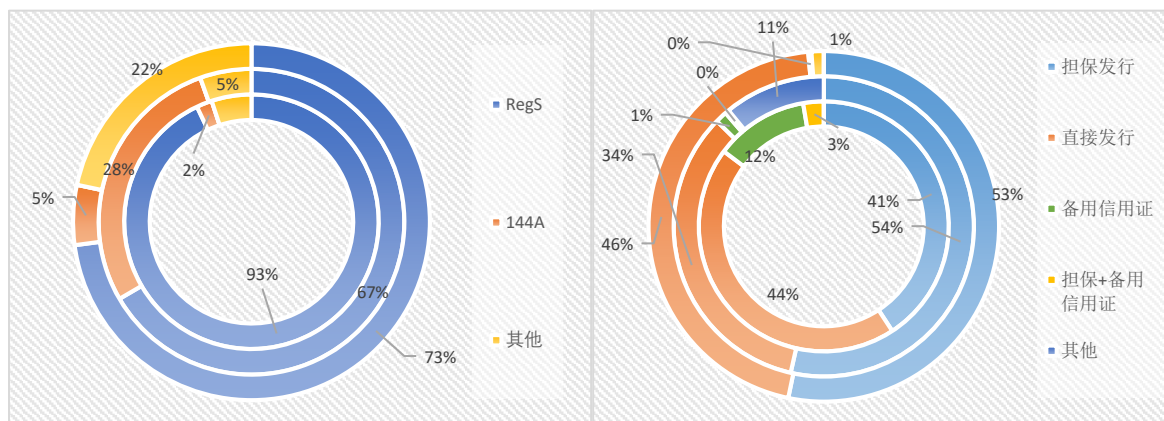
二季度以 RegS 和其他方式发行的中资美元债规模占比进一步增加；采用直接发

⁴ 剔除浮息和零息债券，以下同。

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减少

从发行方式来看，对信息披露要求相对更少的 RegS⁵仍是最受发行人青睐的发行方式，二季度以 RegS 方式发行的中资美元债规模达 67.22 亿美元，占季度发行总额的 72.90%，环比上涨了 6.31 个百分点，但同比下滑 20.06 个百分点。本季度以 144A 方式发行的中资美元债大幅缩量，单季发行规模仅为 5.00 亿美元，发行规模占发行总额的比重环比大跌 22.55 个百分点至 5.42%。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）规模大幅增加，季度发行规模达 19.99 亿美元，发行规模占比为 21.68%，环比和同比分别上涨了 16.24 个和 16.61 个百分点。

从发行架构⁶来看，直接发行和担保发行是二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 49.11 亿美元，担保发行的中资美元债规模为 41.80 亿美元，分别占季度发行总额的 53.26%和 45.33%；以其他架构发行的中资美元债合计规模占比不足 5%。二季度新发债券中，使用备用信用证进行增信的中资美元债规模较一季度明显下滑。



注：内、中、外圈分别代表 2022Q2、2023Q1 和 2023Q2 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明显增加；债券级

⁵ 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。

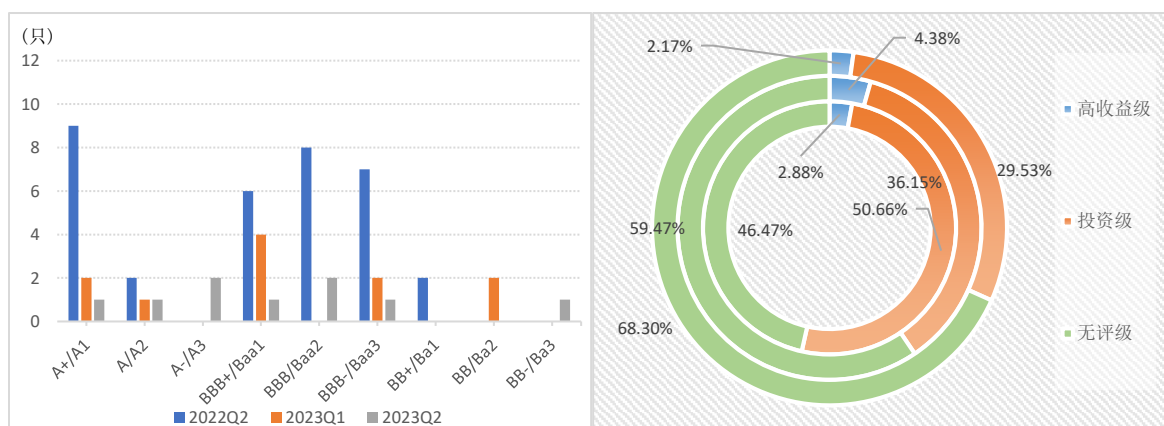
⁶ 根据数据及实际发行情况，我们将中资美元债发行架构主要划分为直接发行、担保发行、担保+维好协议双重架构、维好协议发行、备用信用证发行和担保+备用信用证发行等。

别分布区间较一季度有所扩大

从债券评级情况来看，二季度附评级发行的中资美元债规模大幅下跌，单季发行规模仅为 29.23 亿美元，占季度发行总额的 31.70%。附评级发行的中资美元债中，高收益中资美元债（BBB-级以下⁷）新发 1 只，规模为 2.00 亿美元，占债券发行总额的 2.17%，环比和同比分别下跌 2.21 个和 0.71 个百分点；投资级债券发行 8 只，规模为 27.23 亿美元，占发行总额的比重环比和同比分别下跌 6.62 个和 21.13 个百分点至 29.53%。无评级⁸中资美元债虽然发行规模也明显下跌（单季发行规模为 62.98 亿美元），但发行规模占季度发行总额的比重环比和同比分别上涨了 8.83 个和 21.83 个百分点至 68.30%。

无评级债券发行规模占比持续上升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。

从债券分布级别区间来看，二季度附评级发行的中资美元债评级分布区间较上季度有所扩大，债券结果主要分布在 A+~BB-级，其中 A~BBB-级区间债券数量相对更加集中。



注：右图中内、中、外圈分别代表 2022Q1、2022Q4 和 2023Q1 数据

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 7 中资美元债债项级别分布

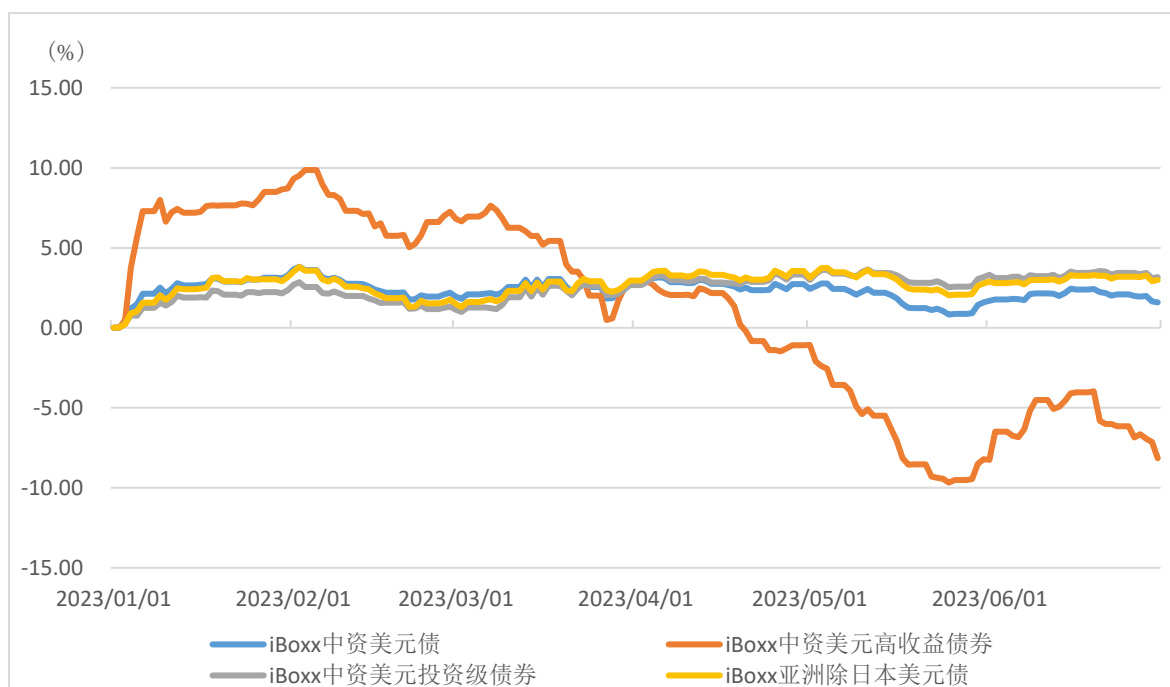
⁷ 级别按国际三大评级机构给予的最高级别统计，以下同。

⁸ “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。

三、中资美元债二级市场表现

欧美银行业危机发酵以及中资房地产企业信用风险事件频发导致市场避险情绪不断攀升，中资美元债回报率表现全面下行，高收益和投资级债券回报率走势分化加剧；金融美元债受欧美银行业危机影响回报率转跌，房地产板块受中资房地产企业持续暴雷影响回报率大幅下调

二季度以来，随着欧美银行业风险持续发酵、中资房地产企业接连被爆兑付不力以及美联储加息助长市场对经济衰退前景的预期，市场避险情绪不断升温，中资美元债市场回报率受创下挫。截至 2023 年二季度末，Markit iBoxx 中资美元债指数回报率较上季度末下跌 1.12 个百分点至 1.58%。其中，高收益级债券因对市场负面消息的敏感性相对更大，回报率较一季度末暴跌 11.07 个百分点至-8.16%；投资级债券受益于配置性价比得到凸显，回报率表现优于整体水平，截至二季度末收于 2.17%，较上季度末上涨了 0.50 个百分点。总体看来，高收益级债券和投资级债券回报率走势分化明显加剧。



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，各主要板块回报率表现较一季度全面走弱。金融板块受欧美银行业危机事件冲击，回报率由正转负至-2.13%，其中高收益金融美元债受影响相对更大，回

报率环比大幅下跌 15.41 个百分点至-12.59%，投资级金融美元债跌幅较小，本季度仍收于正回报（0.81%）。非金融机构美元债虽是本季度表现最佳的主要板块，但总回报率仍较上季度下跌了 3.02 个百分点至 0.22%，其中投资级债券回报率环比下跌 3.05 个百分点至 0.15%，高收益级债券回报率环比下跌 1.79 个百分点至 2.07%，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。房地产美元债是二季度回报率表现最差的主要板块。受中梁控股、合景泰富以及建业地产等中资房地产企业接连宣告无力兑付境外债务的影响，本月房地产美元债回报率环比大跌 19.69 个百分点至-15.99%，国际评级机构下调万达地产信用级别也动摇了市场对信用状况相对较好的中资民营房地产企业信心，投资级房地产美元债回报率较上季度下滑 4.27 个百分点至-0.10%，高收益级房地产美元债则因房地产企业接连暴雷回报率环比重挫逾 30 个百分点至-28.54%。

表 1 中资美元债分行业回报率（%）

	2022Q2	2023Q1	2023Q2
金融机构	-4.52	2.29	-2.13
金融机构-投资级	-2.07	2.13	0.81
金融机构-高收益	-11.09	2.83	-12.59
非金融机构	-1.87	3.24	0.22
非金融机构-投资级	-1.78	3.21	0.15
非金融机构-高收益	-3.60	3.85	2.07
房地产	-16.11	3.70	-15.99
房地产-投资级	-9.05	4.17	-0.10
房地产-高收益	-23.16	3.40	-28.54

数据来源：Bloomberg，联合资信整理

四、2023 年下半年季度中资美元债市场展望

美联储 7 月加息势在必行，但加息周期是否见顶仍待观察；预计下半年中美货币政策仍将维持分化，中美利差也将保持深度倒挂；考虑到美元指数继续上行空间十分有限，且中国央行已出台政策稳定汇率，人民币兑美元汇率或在下半年企稳，中资美元债发行环境有望得到一定程度改善

随着以美联储主席鲍威尔为首的多位美联储实权官员在 5、6 月密集发声支持进一步收紧货币政策，市场目前基本已经完全消化美联储将在 7 月议息会议上继续加息

这一货币政策预期，同时美国基础利率或即将见顶的市场押注也有所增强。近日公布的美国 6 月 CPI 数据（同比增长 3.0%）显示美国通胀已降至 2021 年 3 月以来最低水平，且十分接近美联储 2% 的政策目标，表明美联储通过采取紧缩性货币政策使通胀回归目标水平的政策效果已较为明显。与此同时，最新公布的就业数据显示美国初申失业金人数再度意外下降至近两个月新低，劳动力市场依然保持强劲，表明美联储接连抬升利率水平并未使就业市场出现明显放缓迹象，美联储仍有一定余地以继续收紧货币政策，这使市场对此轮加息周期是否即将结束的预期产生动摇。预计 2023 年下半年，美国国债收益率或在小幅上行后在较长时间内保持相对稳定。

中国货币政策方面，中共中央政治局于 7 月 24 日召开会议部署下半年经济活动，会议指出，要用好政策空间、找准发力方向，扎实推动经济高质量发展。要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，延续、优化、完善并落实好减税降费政策，发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、实体经济和中小微企业发展。此次会议向外界传递出下半年中国央行将综合运用多项货币政策工具以满足流动性合理充裕，降准、降息都有一定的政策操作空间。预计中国国债收益率将延续上半年的波动下行走势，中美国债收益率利差将继续保持深度倒挂。

关于人民币兑美元汇率表现，考虑到目前美国通胀已得到明显缓解，美元指数上行动力主要源自美联储的加息行动，因此其上涨空间已十分有限；且中国央行和外汇管理局已宣布自 7 月 20 日起将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5，24 日举行的中共中央政治局会议也强调要“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。因此人民币兑美元汇率有望在政策支撑下在下半年企稳，汇率波动区间或较一季度有所收窄，中资美元债发行环境有望得到一定程度改善。

从当前政策表态来看，下半年政府对房地产行业的政策支持力度有望进一步加大；另一方面，中央政府将继续贯彻对地方政府隐性债务实施从严管理的政策态度，城投企业融资环境仍然趋紧

7 月 10 日，中国人民银行和国家金融监督管理总局发布了《关于延长金融支持房地产市场平稳健康发展有关政策期限的通知》，将《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》有关政策有适用期限的，将适用期限统一延长至 2024 年 12 月 31 日。此次政策延期既是给予更多时间使政策得以充分落实，同时也显示出政府对于房地产企业融资活动的鼓励和支持态度，有提振市场信心之意。7 月 24 日召开的中共中央政治局会议指出，要切实防范化解重点领域风险，适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适

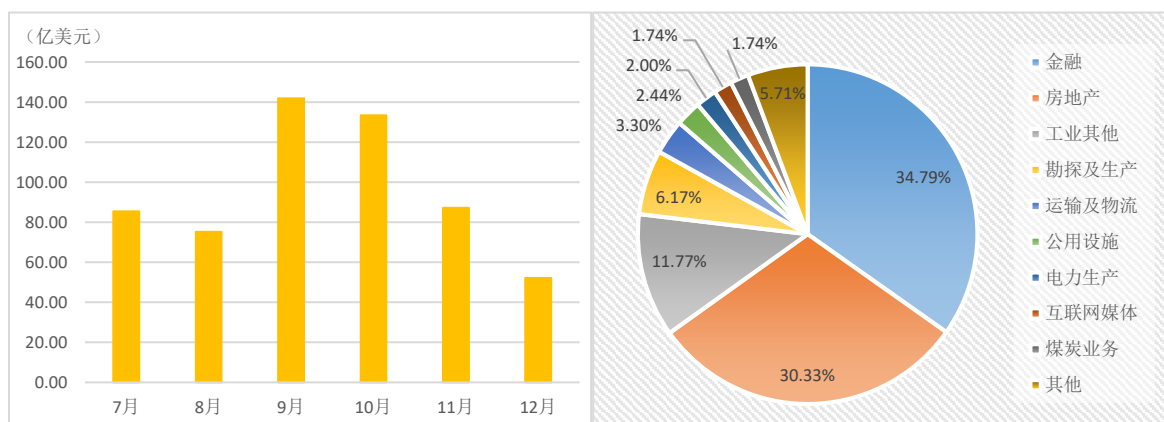
时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。会议内容释放出当前购房需求遇冷、房地产市场供过于求的特征变化已受到关注，政府部门有望在下半年加大对房地产行业发展的政策支持力度，预计下半年将陆续有政策出台提振市场对房地产企业的信心，房地产企业融资活动也有望得以改善。

除此之外，会议还定调“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案。要加强金融监管，稳步推动高风险中小金融机构改革化险”，延续了此前中央政府及监管部门对地方政府隐性债务的严格管理态度，预计 2023 年下半年城投企业融资环境仍然偏紧，政策限制下城投企业境内、外债券融资难度依旧很大。随着“资产荒”得到缓解，2023 年下半年城投美元债发行量或再度回落。

中资美元债市场将在 9、10 月份迎来阶段性偿债小高峰；从行业分布来看，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 年二季度末，年内共有 948 只中资美元债到期，未偿规模达 574.94 亿美元，三季度和四季度分别有 302.29 亿美元和 272.66 亿美元的中资美元债到期。从单月待偿规模来看，下半年的偿债高峰主要集中在 9 月和 10 月，单月到期规模双双突破 130 亿美元。

从行业分布来看，金融美元债仍是下半年的主力待偿板块，到期规模达 200.03 亿美元，占到期美元债总额逾三分之一；房地产美元债待偿规模次之，下半年共有 174.27 亿美元债务到期；其余行业到期美元债合计规模占比不足 30%。从目前市场表现来看，下半年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。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 9 2023 年下半年中资美元债月度到期待偿规模及行业分布情况（右）

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](#)

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。