



发行规模创近八年新低， 各板块美元债回报率普遍回调

中资离岸债券市场月报（2024 年 02 月）

联合资信 主权部|张敏

主要观点

- 市场环境方面，以鲍威尔为首的诸多美联储重磅官员发声打压近期可能降息的市场预期、美国劳动力市场数据超预期走强等因素推动各期限美债收益率集体上涨，相应期限中美国债收益率利差进一步走扩，美元小幅走强背景下人民币汇率维持偏弱波动
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模仅为 31.41 亿美元，锐减至 2016 年 3 月以来新低，但离岸人民币债券发行规模占比明显增加
- 二级市场方面，由于中资企业仍在海外市场出险且部分已出险企业面临清盘危机，市场情绪受到一定打击，中资美元债月度总回报率转负（-0.07%）
- 信用风险方面，中资离岸债市场的信用风险仍主要集中在房地产板块；3 月中资离岸债券的到期偿付压力较上月明显增加，且到期债券仍集中在金融和房地产板块



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

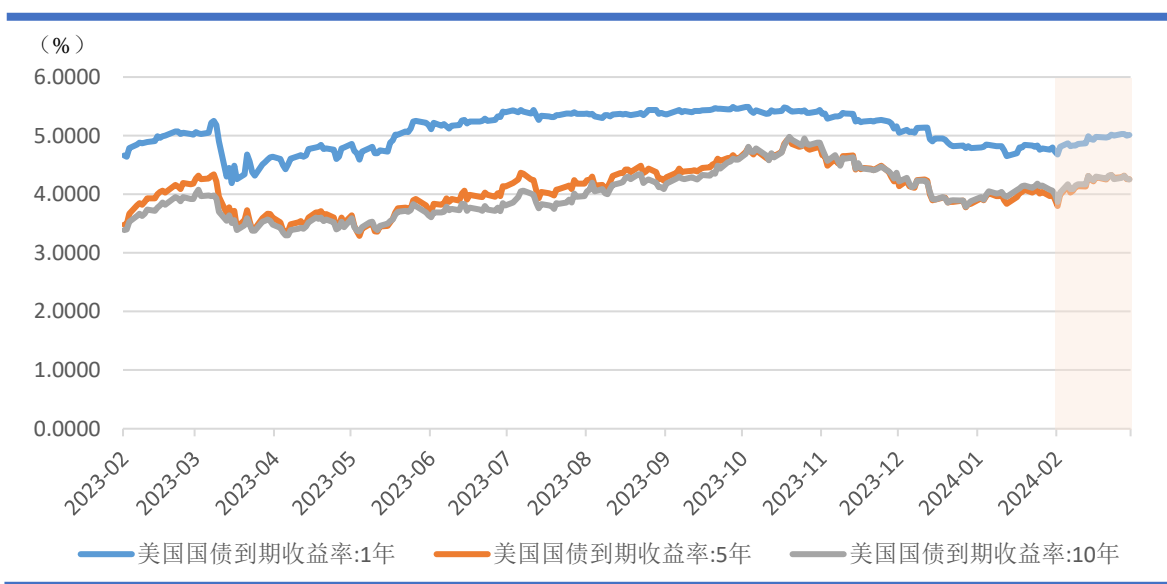


一、 中资离岸债¹发行市场环境

● 美联储官员表态普遍“偏鹰”推动各期限美债收益率大幅走高，美元指数先涨后跌

美联储主席鲍威尔在 2 月 1 日召开的今年首次议息会议上宣布维持当前利率水平不变，并表态 3 月启动降息可能性不大，近期可能降息的市场预期受到打击。除此之外，1 月非农就业数据大超预期、美国 1 月 CPI 环比上涨以及多位美联储官员发表“偏鹰”言论使降息预期进一步降温，各期限美债收益率大幅走高。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上涨了 28.00 个、35.00 个和 26.00 个 BP 至 5.01%、4.26% 和 4.25%。

图 1：各期限美国国债到期收益率走势



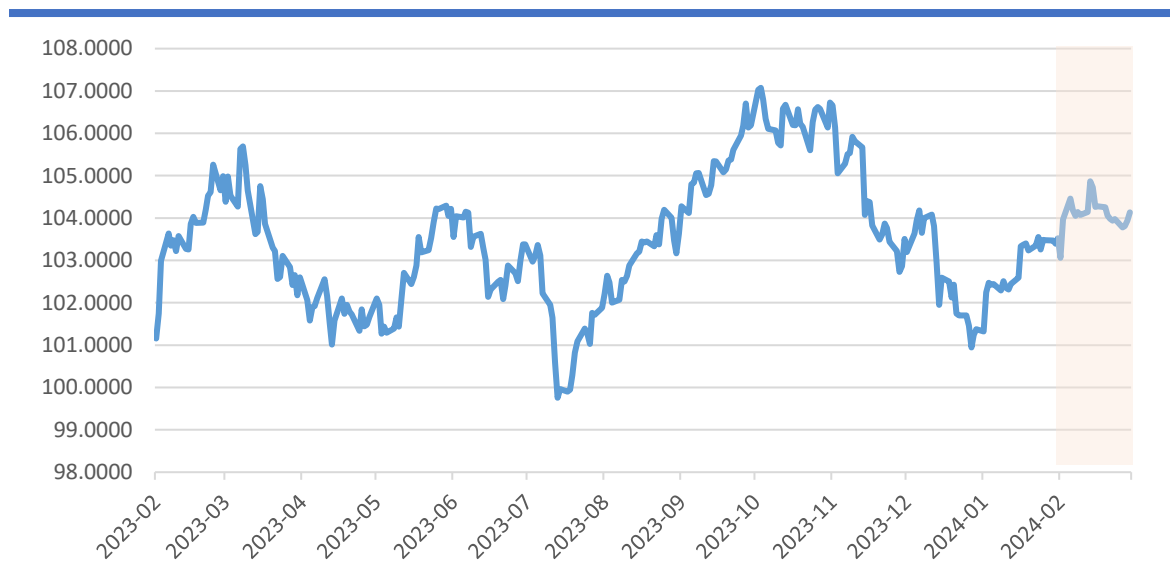
资料来源：Wind，联合资信整理

本月，美元指数呈“先涨后跌”之势。鲍威尔宣布维持当前利率水平不变并削弱近期加息预期、劳动力市场数据超预期走强以及多位美联储官员发声将对降息保持谨慎使市场预期的美联储或于近期启动加息的乐观情绪显著降温，美元指数月中一度逼近 105；随着市场预期得到修正、以及欧洲央行和英国央行也释放对降息事宜的讨论，

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。

美元指数波动下行。截至月末，美元指数收于 104.1359，较上月末上涨 0.59%。

图 2：美元指数走势

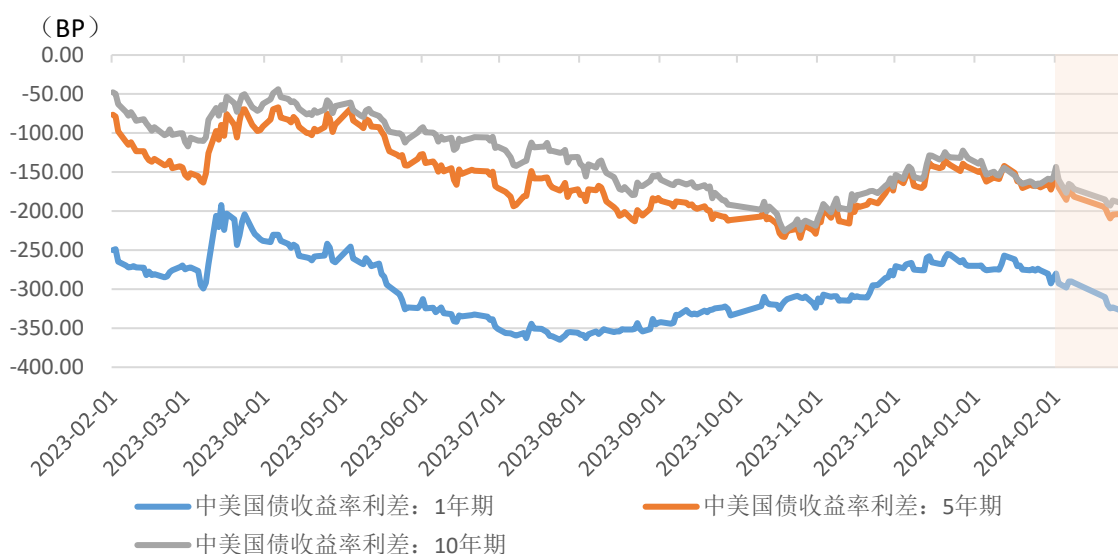


资料来源：Wind, 联合资信整理

● 中美国债收益率利差持续走扩，人民币汇率维持偏弱波动

2 月上旬，中国人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，向市场释放流动性，各期限中国国债收益率继续下行；下旬，中国人民银行宣布将 5 年期 LPR 下调 25 个 BP，创 LPR 挂钩房贷利率以来最大调降幅度，货币条件进一步宽松。中美货币政策进一步分化使各期限中美国债收益率利差持续走扩。截至 2 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月末走扩了 37.60 个、40.97 个和 35.75 个 BP 至 -323.10BP、-204.47BP 和 -192.25BP。

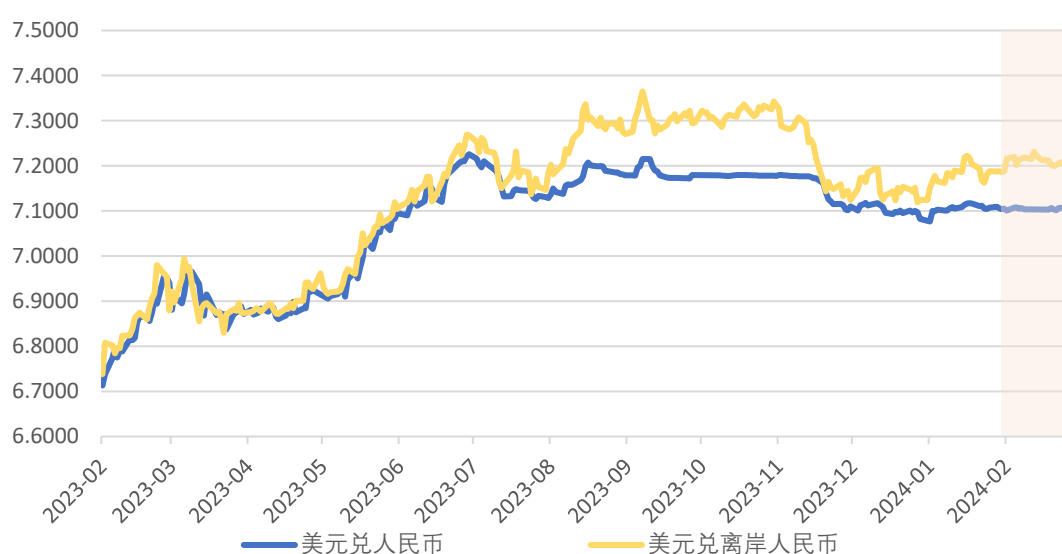
图 3：各期限中美国债收益率利差走势



资料来源：Wind, 联合资信整理

本月适逢中国春节假期，美元兑在岸人民币汇率表现较为平稳；美联储打击市场加息预期以及美国多项经济数据表现强劲使美元兑离岸人民币汇率小幅上行。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.1036，较上月末环比下跌 0.004%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.2070，较上月末增 0.27%。

图 4：离、在岸人民币汇率走势



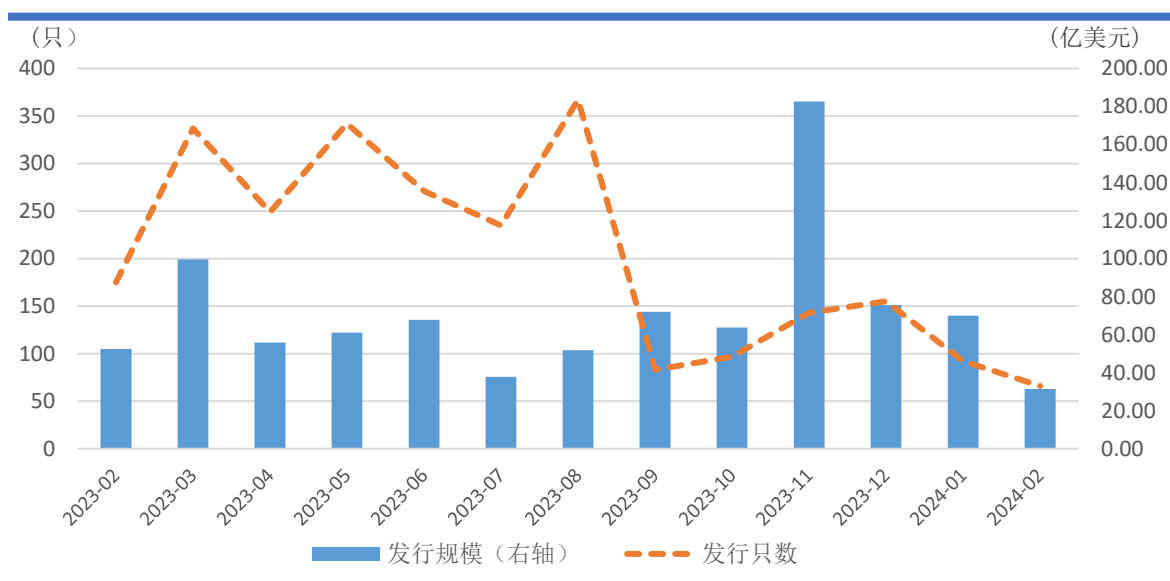
资料来源：Wind, 联合资信整理

二、 中资离岸债一级市场概况

● 美债收益率走高和中国假日因素导致一级市场发行遇冷，全市场发行规模创近八年新低

本月美联储“放鹰”导致美债收益率大涨，抑制离岸美元债券发行表现；适逢中国春节长假，离岸人民币债券发行节奏较上月大幅放缓。本月，中资离岸债券一级市场共新发债券 66 只，发行规模合计 31.41 亿美元，环比和同比分别下跌 55.17% 和 40.15%，创 2016 年 3 月以来纪录新低。

图 5：中资离岸债月度发行变化情况



资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

● 离岸人民币债券和其他非美货币债券发行占比均有所提升，呈现出更趋多元化的态势

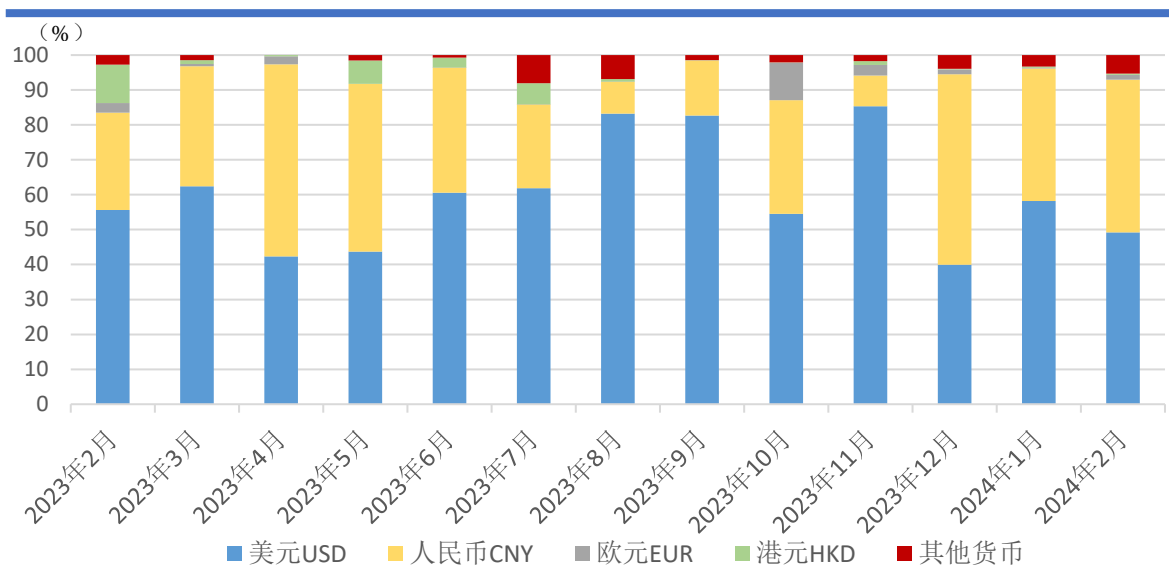
本月中资美元债仍是发行主力，月内共发行 23 只中资美元债，发行规模合计 15.45 亿美元，占发行总额的比重近半，但环比和同比分别下滑了 9.01 个和 6.44 个百分点。

本月新发 37 只中资离岸人民币债券，发行规模达 13.75 亿美元，占发行总额的

比重为 43.78%，环比和同比分别增长了 5.81 个和 15.90 个百分点。

除此之外，本月分别发行 2 只离岸欧元债、2 只离岸日元债、1 只离岸港元债和 1 只离岸泰铢债，发行规模合计 2.20 亿美元，发行规模占比较上月上涨至 7.01%。

图 6：中资离岸债币种结构情况



资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

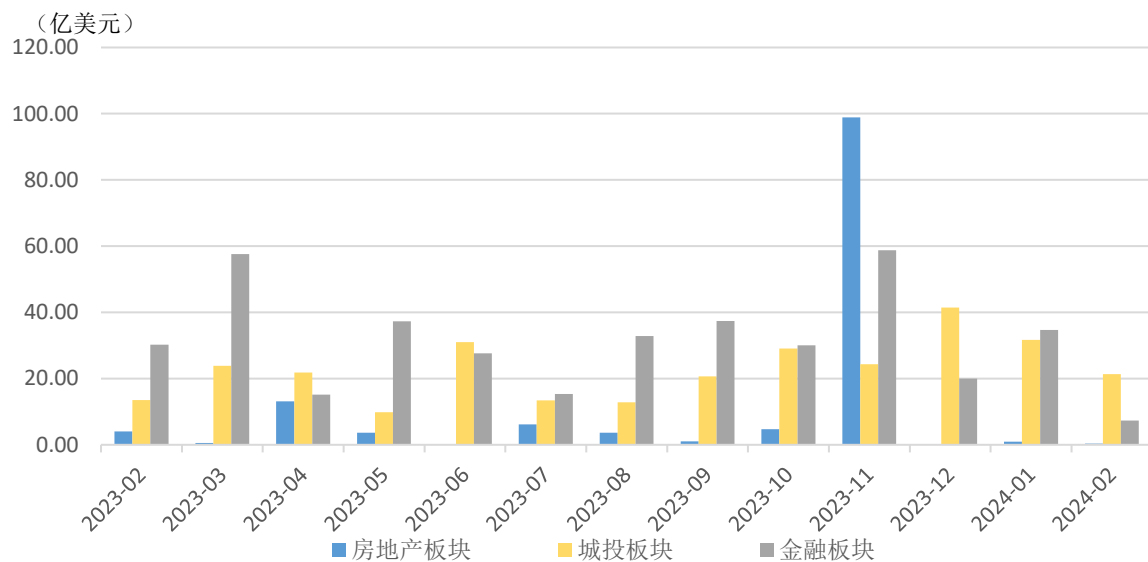
● 金融和城投板块仍为主力发行板块，房地产板块发行规模进一步下滑

本月新发中资离岸债仍以金融和城投板块为主，且城投板块发行规模远超房地产和金融板块。具体来看，受到期再融资需求的推动，本月城投企业共发行离岸债券 23 只，发行规模达 21.30 亿美元，环比下挫 32.70%，但同比上涨 57.52%，发行规模占月内中资离岸债券发行总额的比重近 70%。

本月离岸金融债券发行规模锐减，全月发行新债 36 只，但发行规模仅为 7.36 亿美元，环比和同比分别重挫逾 70%。

由于中资房地产企业信用风险尚未出清，本月房地产板块发行表现依旧疲软，全月仅新发 1 只债券，发行规模不足 0.5 亿美元，为碧桂园泰国子公司发行的以泰铢计价的离岸债券。

图 7：房地产、城投及金融三大板块发行规模情况

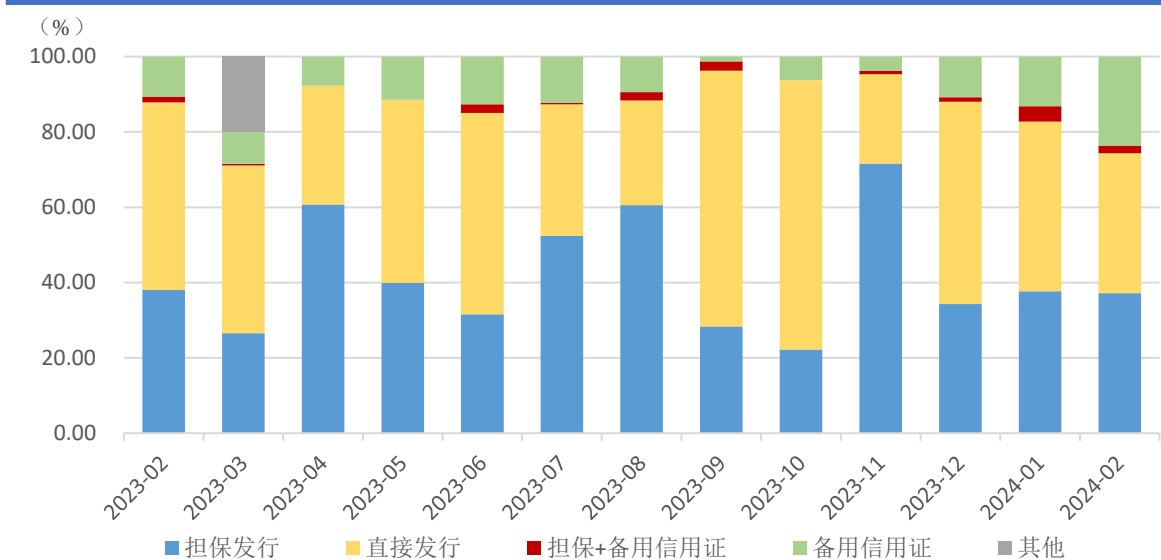


资料来源：Bloomberg，联合资信整理

● 直接发行和担保发行仍为主流架构，但选择备用信用证架构增信的债券占比有所上升

2月新发的中资离岸债中以“直接发行”和“担保发行”两种架构发行的债券虽仍是主流，但发行规模合计占比时隔11个月再度降至80%以下。其中，直接发行的离岸债券规模占比（37.21%）与上月基本持平；以担保架构发行的离岸债券规模占比则环比下跌7.92个百分点至37.12%。以备用信用证架构发行的离岸债券规模占比较上月明显增加，环比上涨10.42个百分点至23.63%，创近16个月新高。

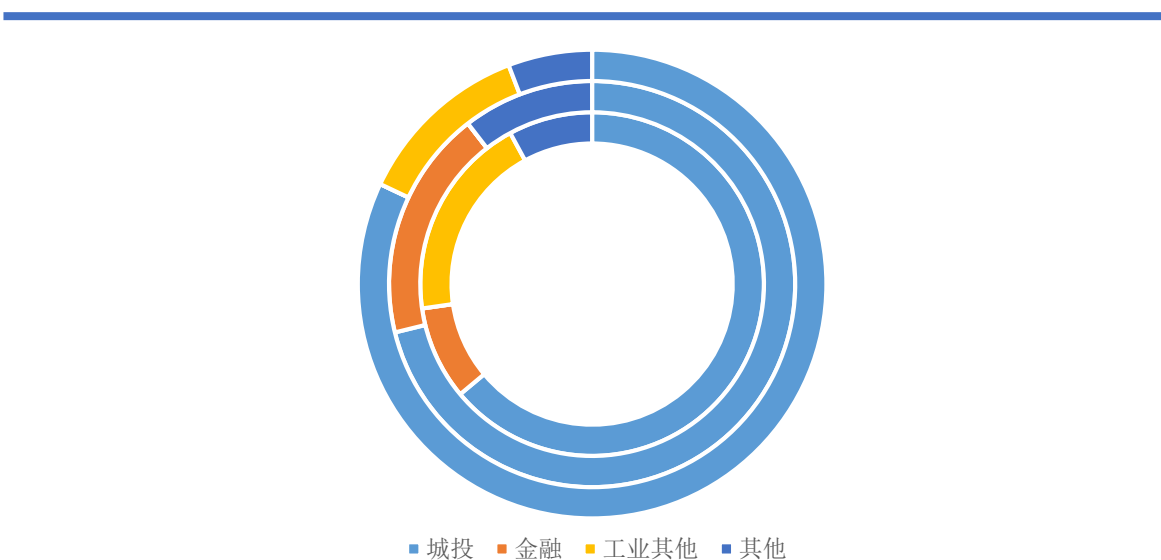
图 8：中资离岸债发行架构规模占比



资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

本月,共有 13 只新发离岸债采用备用信用证进行增信,发行规模达 8.06 亿美元,其中来自城投板块的债券发行规模达 6.61 亿美元,环比下跌逾 20%。来自工业其他行业和服装和纺织行业的离岸债券发行规模分别为 0.98 亿美元和 0.47 亿美元。

图 9：备用信用证发行架构板块分布



注：内、中和外圈分别为 2023 年 2 月、2024 年 1 月和 2024 年 2 月数据；

资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

● 新发离岸债券的平均融资成本与上月基本持平，不同板块平均发行票息表现各异

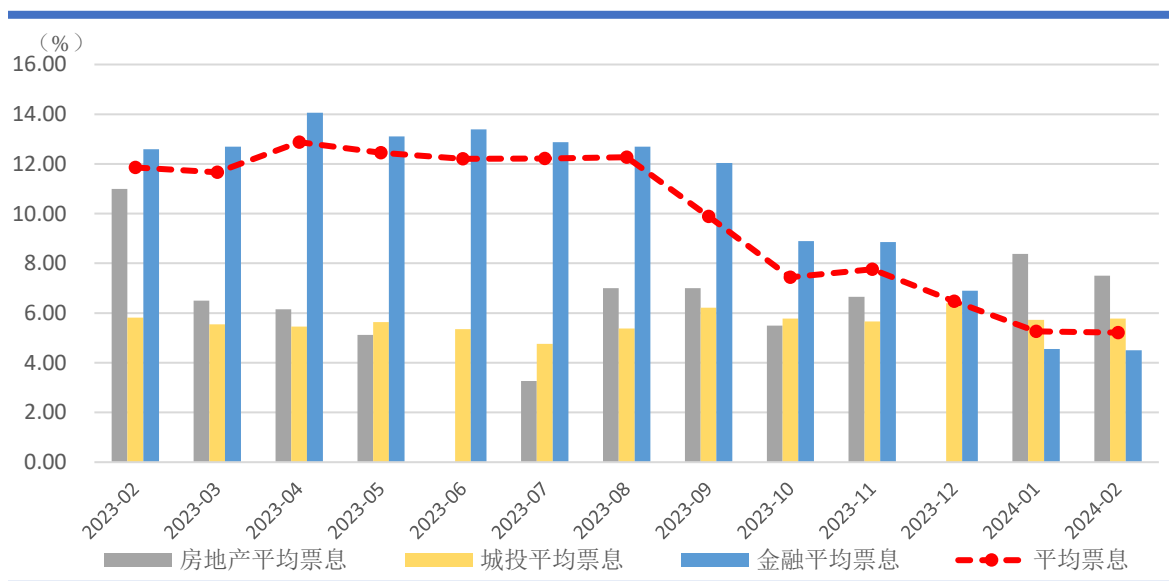
本月中资离岸债券平均发行票息（5.21%）与上月基本持平。

本月金融板块发行成本小幅下滑，平均发行票息环比下跌 4.48 个 BP 至 4.51%。

本月城投板块平均发行票息环比上涨 5.06 个 BP 至 6.05%，是本月唯一发行成本环比上涨的主要发行板块。

受样本较少等因素影响，房地产板块本月平均发行票息环比大跌 87.50 个 BP 至 7.50%。

图 10：中资离岸债平均票息变动情况（总体及分板块）



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

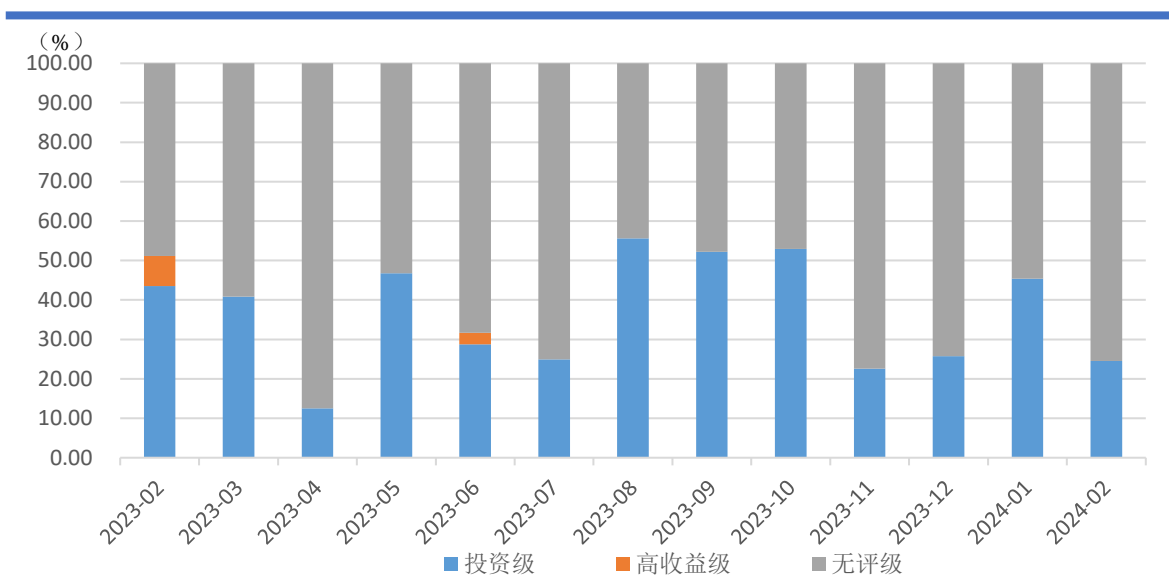
● 本月无评级发行规模占比大幅上涨，受评债券级别区间显著收窄

2 月，仅有 3 只中资离岸债附评级²发行，且均为投资级债券，发行规模占比达到 24.50%，环比下跌 20.90 个百分点。无评级债券³发行规模占比大幅上涨至 75.50%。

² 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。

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。

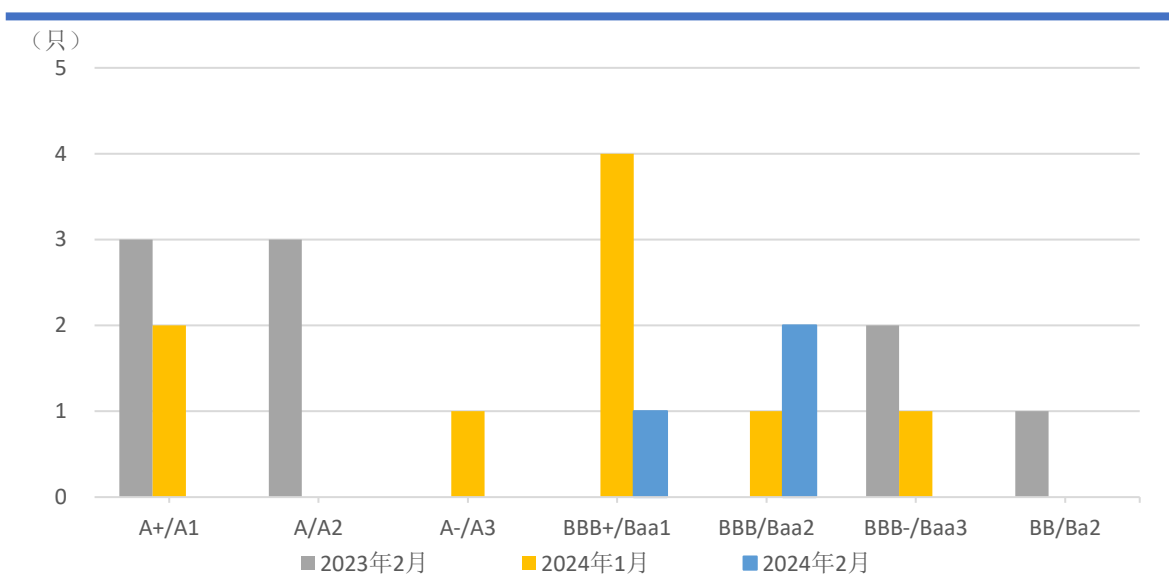
图 11：投资级和投机级债券发行占比



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

本月新发的中资离岸债信用级别区间大幅收缩，主要集中在 BBB-级至 BBB 级，主要为金融机构和其他行业企业所发的离岸债。

图 12：有评级债券信用等级分布



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

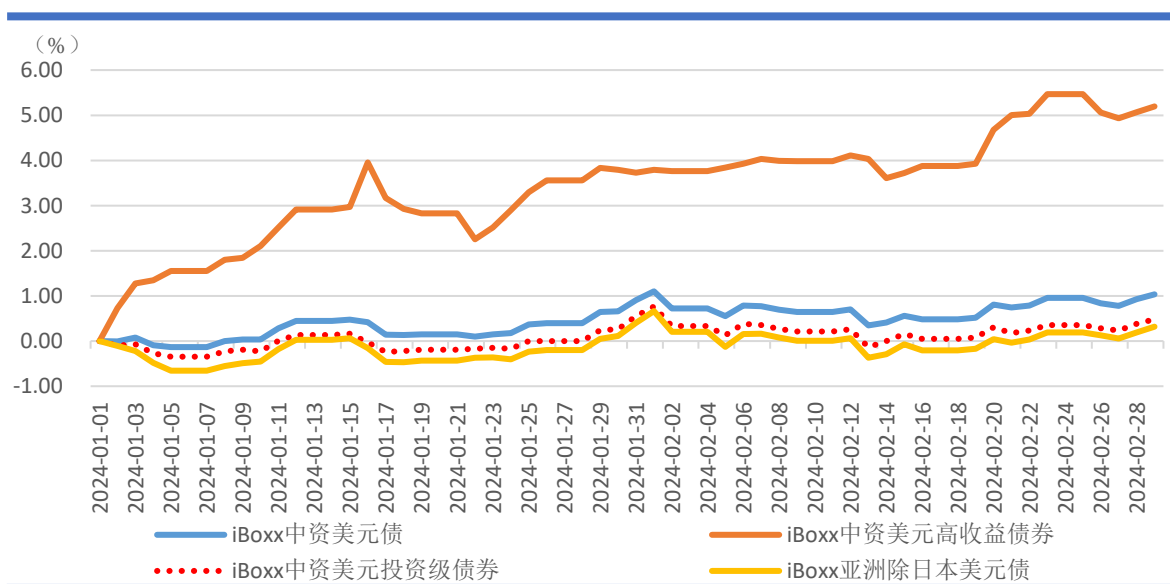
三、 中资离岸债二级市场概况

● 2 月以来中资美元债回报率⁴走势表现平缓，高收益级和投资级债券的回报率走势差异加剧

以 2024 年 1 月 1 日为基点，中资美元债的总回报率在 2 月末为 1.03%，较上月末上涨了 0.13 个百分点。

具体来看，中国监管部门持续放松货币政策、刺激购房需求等因素使投资者情绪受到一定提振，但中资主体继续触发信用风险事件以及部分出险企业面临清盘危机仍使市场情绪受到一定波及。截至 2 月末，高收益级中资美元债回报率较上月末上涨 1.47 个百分点至 5.19%，投资级中资美元债回报率则较上月末下跌 0.07 个百分点至 0.48%，高收益级和投资级美元债回报率的分化加剧。

图 13：2024 年以来中资美元债回报率变动情况



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

● 中资美元债月度回报率转负，各板块回报率表现较上月普遍回调

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时隔三个月再度转负，环比下跌 0.97 个百分点至-0.07%，其中投资级美元债回报率环比下跌 0.83 个百分点至-0.28%，高收益级美元债回报率环比下挫 2.38 个百分点至 1.35%。

表 1 各板块中资美元债月度回报率

	2023.2	2024.1	2024.2
总回报率	-1.41	0.91	-0.07
投资级债券	-1.32	0.55	-0.28
高收益债券	-1.89	3.73	1.35
金融机构	-1.09	1.23	0.24
金融机构-投资级	-0.77	0.67	-0.03
金融机构-高收益	-2.11	3.81	1.29
城投	0.34	0.95	0.54
城投-投资级	0.29	0.88	0.45
城投-高收益	0.73	1.41	1.09
房地产	-2.34	4.74	0.91
房地产-投资级	-1.09	0.80	-1.06
房地产-高收益	-3.20	8.55	2.77

资料来源：Bloomberg，联合资信整理

本月金融美元债回报率环比下跌 0.99 个百分点至 0.24%，其中投资级金融美元债回报率较上月下跌 0.70 个百分点至-0.03%，高收益级金融美元债回报率环比下跌 2.52 个百分点至 1.29%。

房地产板块显著反弹，月度回报率环比回升 0.87 个百分点至 4.74%，是本月涨幅最大的主要发行板块；其中，高收益级月度回报率涨幅显著，环比上涨 2.27 个百分点至 8.55%；投资级月度回报率环比小幅回落 0.90 个百分点至 0.80%。

城投板块是本月唯一总回报率和各子板块回报率均表现为正回报的主要板块。其中总回报率环比下跌 0.41 个百分点至 0.54%，投资级和高收益级城投美元债回报率环比分别下跌 0.43 个和 0.32 个百分点至 0.45%和 1.09%。

房地产板块是本月回报率跌幅最大的主要板块，总回报率环比大跌 3.84 个百分点至 0.91%，投资级和高收益级房地产美元债回报率环比分别下跌 1.86 个和 5.78 个百分点至-1.06%和 2.77%。

四、 中资离岸债信用风险动态

● 中资离岸债信用风险仍主要集中在地产美元债，中资房地产企业持续出险

2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。本月华南城公告称不会赎回相关票据掀起市场热议，地产美元债风险持续发酵。除此之外，碧桂园被发起清盘呈请也引发市场关注，尽管碧桂园表态将极力反对，但投资者对碧桂园能否度过此次危机仍表示存疑。

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
花样年控股	2月1日，花样年控股在港交所发布公告，宣布公司境外债重组支持协议的最后截止日期已经进一步延长至2月29日。 2月29日，花样年控股再度发布公告，关于2023年1月13日所达成的重组支持协议，其最终截止日期已经得到协议各方的进一步同意，延长至2024年3月15日。
华南城	2月9日，华南城发布公告，预计不会就2024年10月票据于2024年2月9日到期的强制赎回款项进行支付，这将导致2024年10月票据发生违约事件。
佳源国际	2月20日，佳源国际控股有限公司发布公告，该公司尚未偿还的2024年到期的11%优先票据已于2024年2月17日到期。
碧桂园	2月28日，碧桂园控股有限公司在港交所发布告称，Ever Credit Limited于2024年2月27日向香港特别行政区高等法院提出对公司的清盘呈请，主要涉及一笔本金约16亿港元的未支付定期贷款及应计利息。碧桂园在公告中表示，将极力反对相关清盘呈请，将征询法律意见，并采取一切必要行动保护合法权利，“呈请的提出不代表呈请人能成功对本公司进行清盘。”

资料来源：联合资信整理

● 评级调整汇总

2月，国际三大评级机构共对13家中资机构进行了信用级别/展望调整，其中标普月内下调了3家中资金融机构评级展望，惠誉对10家中资企业进行了信用级别的上调/下调。

表 3 国际三大评级机构本月等级调整

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	
标普（S&P）							
海通证券股份有限公司	BBB	负面	2024/02/08	BBB	稳定	2023/09/21	下调展望
海通国际证券集团有限公司	BBB	负面	2024/02/08	BBB	稳定	2023/03/22	下调展望
杭州市金融投资集团有限公司	BBB	负面	2024/02/19	BBB	稳定	2023/02/27	下调展望
惠誉（Fitch）							
青岛华通国有资本投资运营集团有限公司	BBB+	负面	2024/02/01	BBB	负面	2024/01/18	上调级别
阳光人寿保险股份有限公司	A-	稳定	2024/02/01	BBB+	稳定	2023/02/20	上调级别
海底捞国际控股有限公司	BBB-	正面	2024/02/01	BBB-	稳定	2023/04/19	上调展望
江西省水利投资集团有限公司	A-	稳定	2024/02/02	BBB+	稳定	2024/01/18	上调级别
河南航空港投资集团有限公司	BBB-	稳定	2024/02/02	BBB	稳定	2024/01/18	下调级别
秦淮数据集团控股有限公司	BB	稳定	2024/02/02	BBB-	稳定	2023/06/27	下调级别
四川发展(控股)有限责任公司	A	稳定	2024/02/05	A-	稳定	2024/01/18	上调级别
安徽省交通控股集团（香港）有限公司	A	稳定	2024/02/05	A-	稳定	2024/01/18	上调级别
青岛海发国有资本投资运营集团有限公司	BB+	稳定	2024/02/05	BBB-	负面	2024/01/18	下调级别
一嗨汽车租赁有限公司	CCC+	-	2024/02/15	B-	负面观察	2023/12/21	下调级别

资料来源：各评级机构官网

本月，联合国际对 2 家主体信用等级进行上调（具体见表 4）。

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	
成都空港兴城投资集团有限公司	A-	稳定	2024/02/07	BBB+	稳定	2023/02/21	上调等级

司							
泰兴市城市投资发展集团有限公司	BBB+	稳定	2024/02/19	BBB	稳定	2023/06/29	上调等级

资料来源：联合国际官网

● 3 月中资离岸债券到期规模显著增加，兑付重点仍集中在房地产板块

3 月，预计将有 170.59 亿美元的中资离岸债到期。分币种来看，下月将有 151.86 亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的 89.02%；人民币债到期规模为 7.87 亿美元，到期偿付压力较小；以港币和日元计价的中资离岸债券到期规模分别为 10.05 亿美元和 0.82 亿美元。

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 89.12 亿美元和 50.16 亿美元离岸债到期。城投板块到期偿付规模较上月明显增长，3 月将有 18.32 亿美元离岸城投债到期。

表 5 中资离岸债 3 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	115	151.86
	人民币	12	7.87
	其他币种	13	10.87
按板块划分	金融板块	112	89.12
	房地产板块	13	50.16
	城投板块	11	18.32

资料来源：Bloomberg，联合资信整理

联系人

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

相关研究

[【跨境债市研究】离岸日元债发离岸日元债发行热度不减，中资美元债回报率显著反弹——中资离岸债券市场月报（2024 年 01 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。