



# 中资离岸债新增发行有所回落， 二级市场回报率上涨势头不减

中资离岸债券市场月报（2024 年 9 月）

联合资信 主权部

## 主要观点

- 市场环境方面，美联储降息落地推动各期限美债收益率下行，美元指数持续回落，各期限中美国债利差持续收窄，离、在岸人民币大幅走强
- 一级市场方面，9 月中资离岸债新增发行有所回落，但仍维持在 100 亿美元以上水平，美元债和人民币债发行占比双双回升
- 二级市场方面，美联储降息落地、中国政府推出大规模经济刺激计划等因素推动中资美元债回报率继续上行，截至月末达到 7.16%，各板块回报率全线上涨，房地产板块表现尤为亮眼
- 信用风险方面，多家出险房企的重组事宜取得新进展，万科遭到标普和惠誉接连下调评级；10 月中资离岸债券到期偿付压力明显减轻，兑付重点集中在金融和城投板块



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



## 一、 中资离岸债<sup>1</sup>发行市场环境

### ● 美联储降息落地推动各期限美债收益率下行，美元指数持续回落

9月，美联储宣布大幅降息50个基点，并预计将在今年剩余的两次会议中继续降息。受此影响，各期限美债收益率明显下行，但后续公布的经济数据使得市场对于美联储11月再度大幅降息的预期有所减弱，各期限美债收益率反弹回升。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下跌40个、13个和10个BP至3.98%、3.58%和3.81%。

图1：各期限美国国债到期收益率走势

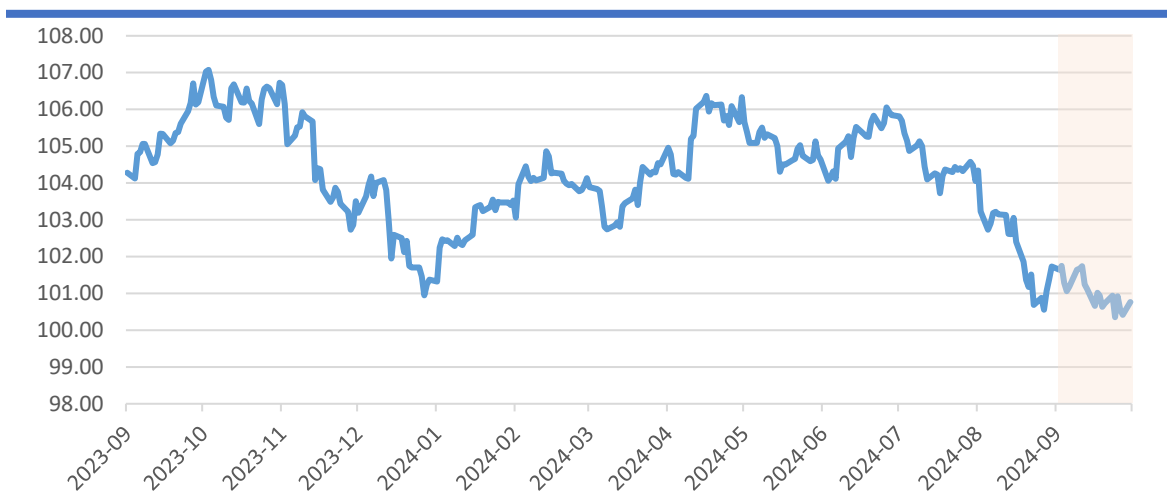


资料来源：Wind，联合资信整理

本月，在美联储大幅降息的背景下，美元指数持续回落。截至月末，美元指数收于100.7604，较上月末下跌0.96%，创下今年以来最低水平。

<sup>1</sup> 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。

图 2：美元指数走势

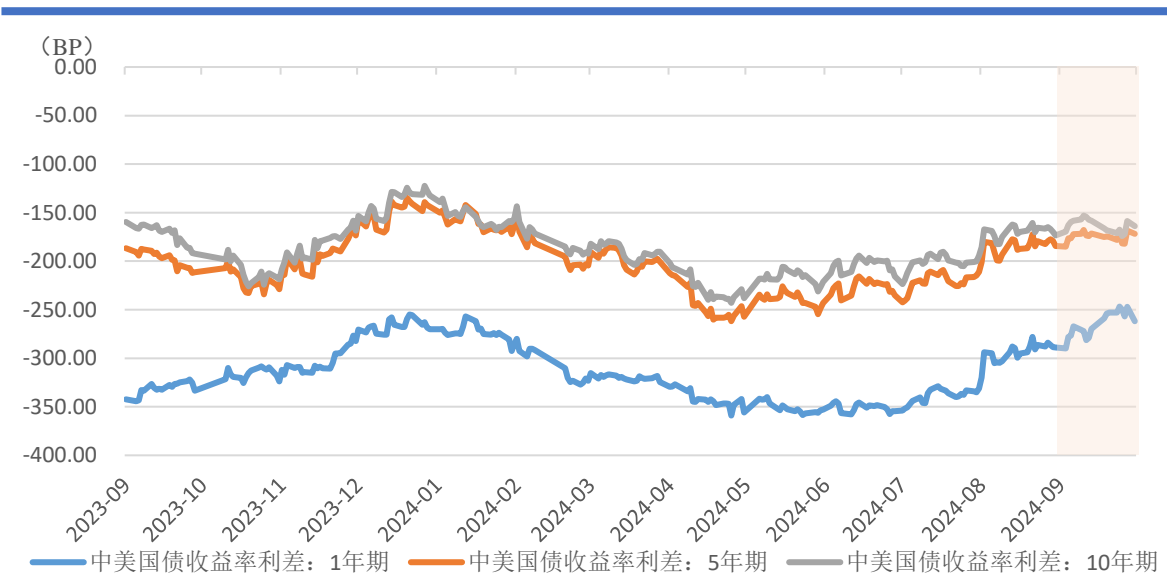


资料来源：Wind, 联合资信整理

### ● 各期限中美国债利差持续收窄，离、在岸人民币大幅走强

本月，中国央行在美联储降息落地后实施降准降息等措施，同时政府推出大规模经济刺激计划使得市场对于中国经济增长前景预期有所回暖，各期限国债收益率企稳回升，使得各期限中美国债收益率利差持续收窄。截至月末，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收窄了 26.93 个、12.44 个和 9.45 个 BP 至-261.97BP、-171.93BP 和-164.02BP。

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，在美元指数走弱及中国推出大规模经济刺激计划的背景下，离、在岸人民币汇率大幅走强，其中离岸人民币汇率一度跌破 7，创下一年多以来的新低。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.0074，较上月末下跌 1.48%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.0066，较上月末下跌 1.18%。

**图 4：离、在岸人民币汇率走势**



资料来源：Wind, 联合资信整理

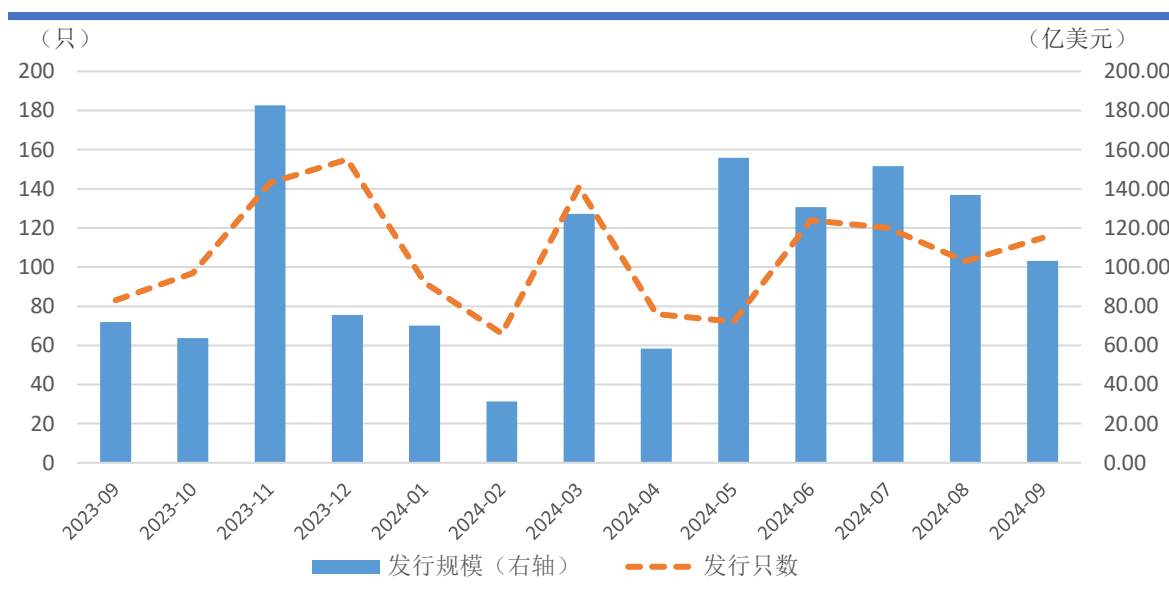
## 二、 中资离岸债一级市场概况

### ● 一级市场发行有所回落，但仍维持在 100 亿美元以上水平

9 月，美联储降息落地推动各期限美债收益率持续下滑，但美元融资成本仍维持相对高位，此外中秋假期等因素也使得离岸债券发行有所回落。

本月中资离岸债券一级市场共新发债券 115 只，发行规模合计 103.22 亿美元，环比减少 24.56%，但同比仍大涨逾 40%，且连续第五个月超过 100 亿美元。

图 5：中资离岸债月度发行变化情况



资料来源：联合资信整理

## ● 美元债和人民币债发行占比双双回升

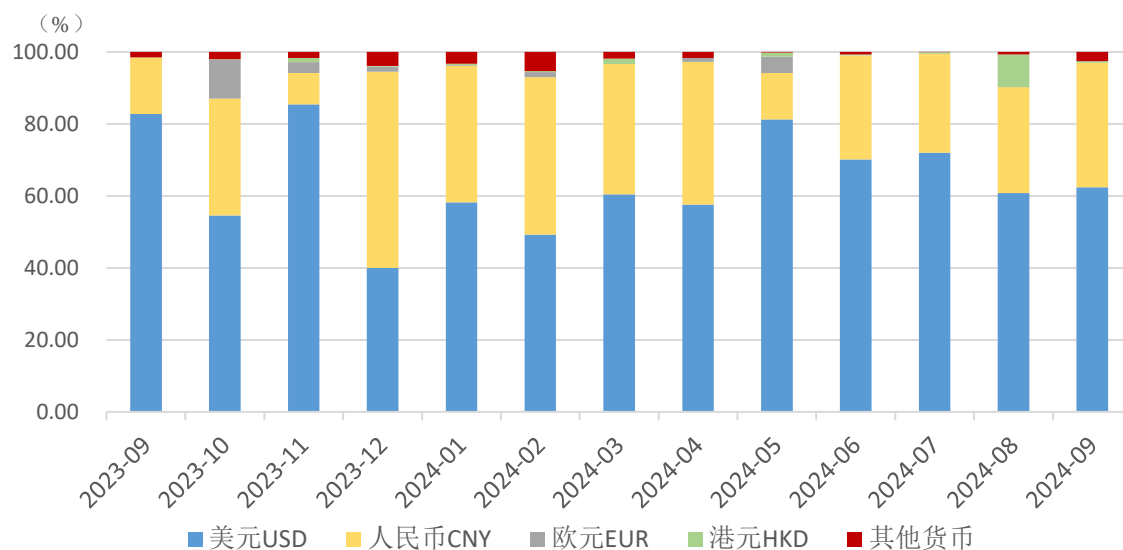
本月中资美元债发行持续回落但仍占据主流，月内共发行 46 只中资美元债，发行规模较上月进一步回落至 64.38 亿美元，但占发行总额的比重环比小幅回升至 62.37%。

本月新发 64 只离岸人民币债券，发行规模进一步下跌至 35.71 亿美元，占发行总额的比重为 34.59%，环比和同比分别上涨了 5.16 个和 18.84 个百分点。

除此之外，本月还发行了 5 只其他币种（港元、日元和新加坡元）计价的离岸债券，发行规模合计 3.13 亿美元，占发行总额的比重约为 3%。



图 6：中资离岸债币种结构情况



资料来源：联合资信整理

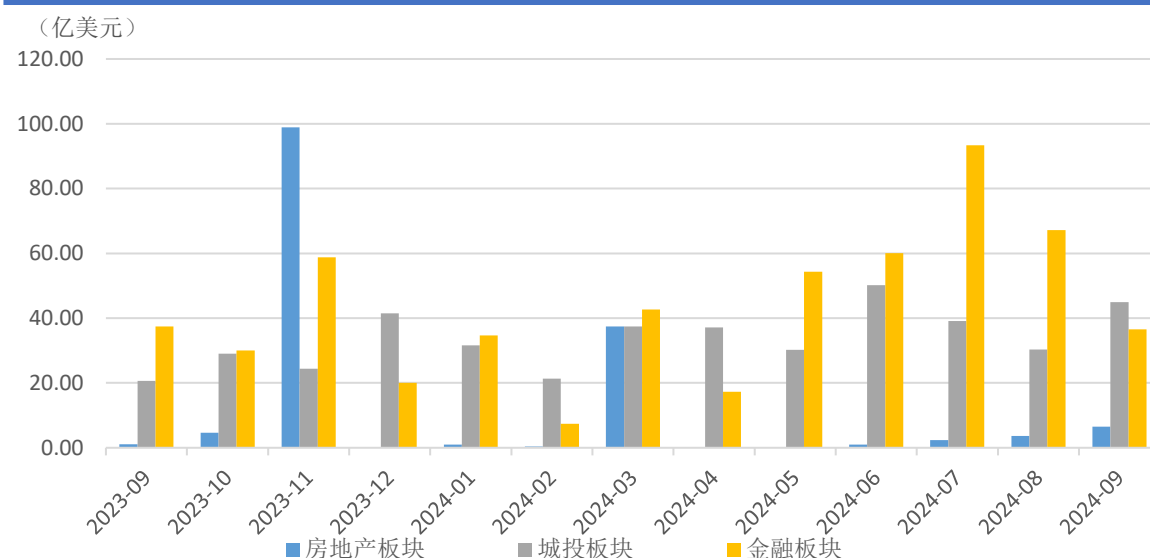
## ● 城投和房地产板块发行规模持续增长，金融板块显著回落

本月新发中资离岸债仍以城投和金融板块为主。具体来看，本月城投企业共发行离岸债券 41 只，发行规模较上月回升至 44.91 亿美元，环比和同比分别大涨 47.89% 和 117.78%，创下今年以来单月第二高点并再度超过金融板块发行规模。

本月离岸金融债共发行 52 只，发行规模较上月大幅回落至 36.56 亿美元，环比和同比分别下跌 45.57% 和 2.31%。

本月房地产板块发行规模环比大涨 78.10% 至 6.48 亿美元，其中 4.29 亿美元来自衢州信安发展（新潮中宝）开展交换要约发行的新债券。

图 7：房地产、城投及金融三大板块发行规模情况

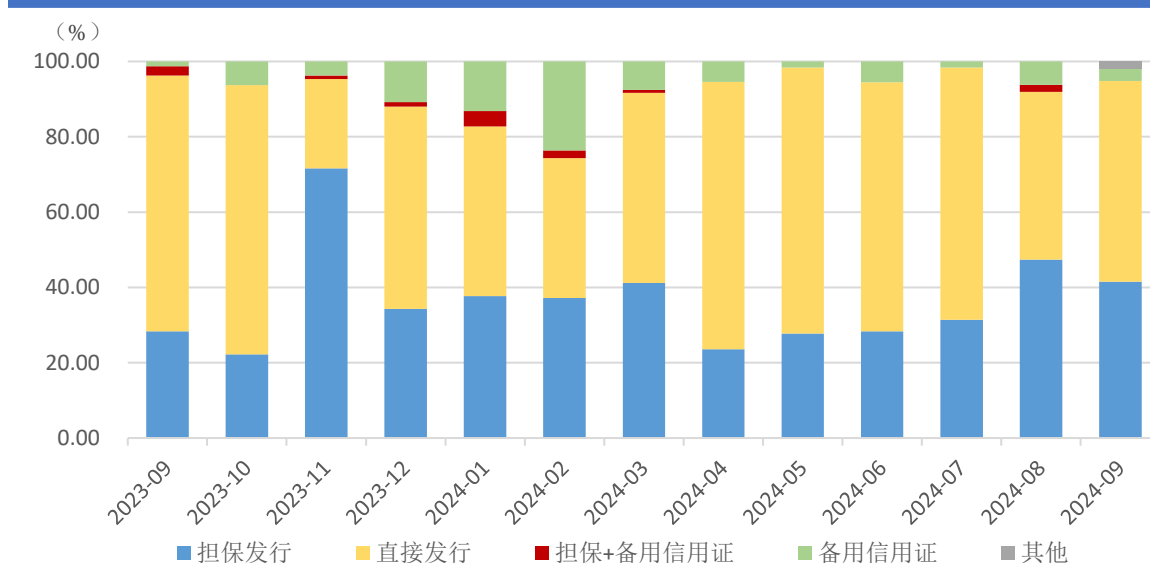


资料来源：联合资信整理

## ● 直接发行再度成为主流，担保架构发行占比有所回落

本月新发的中资离岸债中，直接发行的离岸债券再度成为主流，发行规模占比环比回升 8.77 个百分点至 53.29%。以担保架构发行的离岸债券规模占比则环比回落 5.88 个百分点至 41.52%，以备用信用证发行的离岸债券规模占比也回落至 3.36%。

图 8：中资离岸债发行架构规模占比



资料来源：联合资信整理

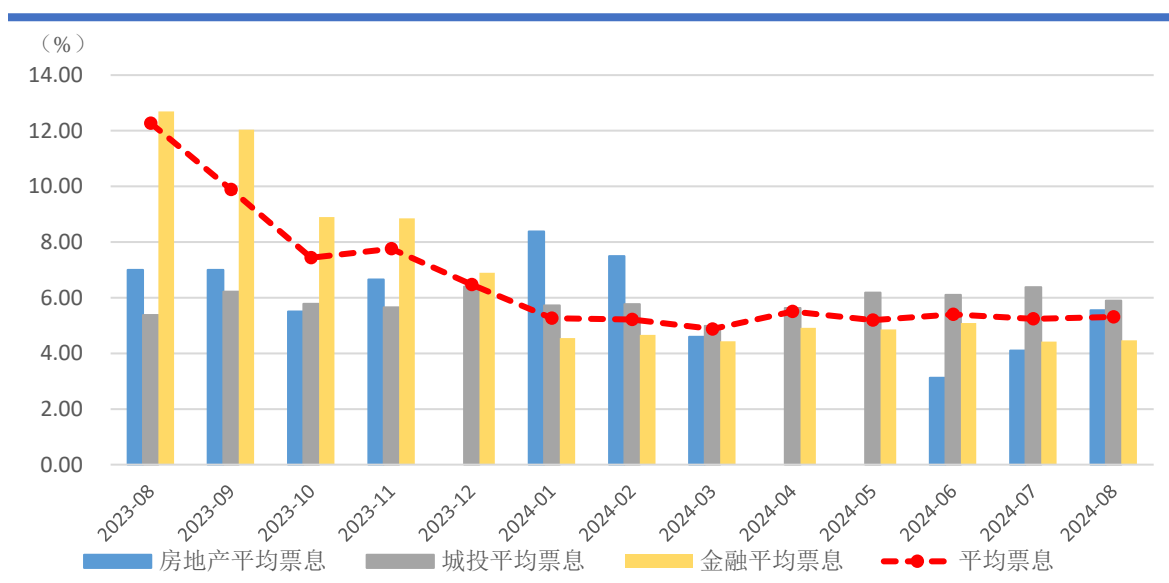
## ● 中资离岸债券平均发行成本持续走高，其中房地产板块发行成本上涨幅度最大

尽管美债收益率呈下行趋势，但本月中资离岸债券平均发行票息仍较上月走高 16.05 个 BP 至 5.47%。

由于本月新发房地产债券主要来自于交换要约达成后的发行，根据相关条款发行票息被大幅上调，因此本月房地产板块平均发行票息环比上涨 175.83 个 BP 至 7.31%，为本月平均发行成本涨幅最大的主要板块，同时也是成本最高的主要板块。

本月城投板块平均票息环比上涨 25.36 个 BP 至 6.15%，金融板块平均发行票息则环比小幅下降 17.86 个 BP 至 4.29%。

图 9：中资离岸债平均票息变动情况（总体及分板块）



资料来源：联合资信整理

## ● 无评级发行中资离岸债占比再度转升，评级中枢有所下滑

本月，中资离岸债券市场上无评级债券<sup>2</sup>仍占据主流，且发行规模占比较上月提升 5.44 个百分点至 61.14%，为近 5 个月以来最高水平。附评级中资离岸债<sup>3</sup>共发行 12

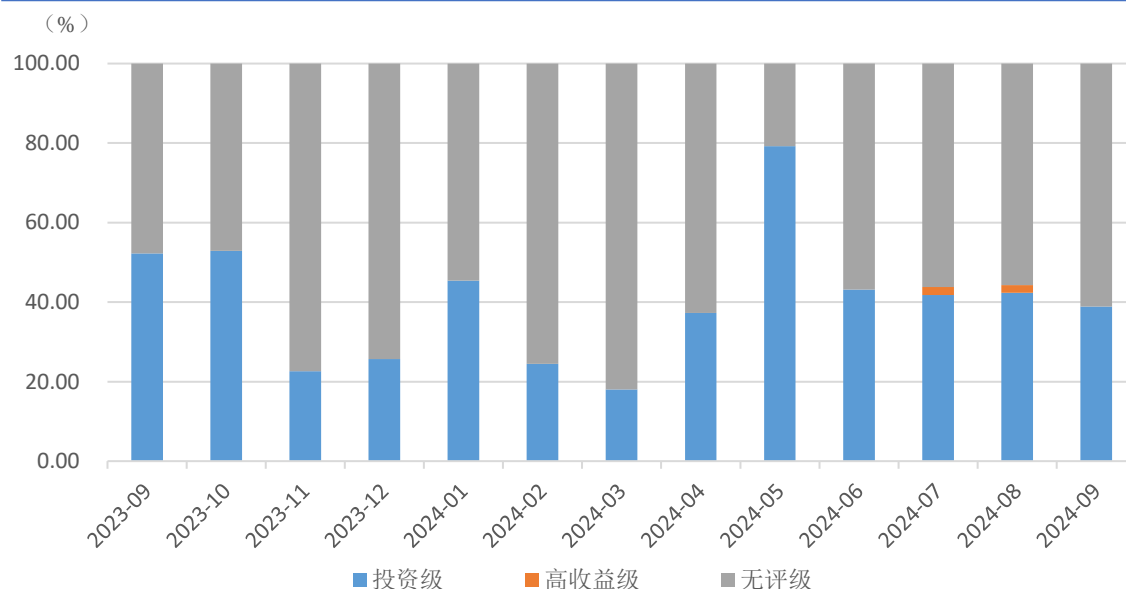
<sup>2</sup> “无评级债券”指国际三大评级机构均未给予级别的债券，以下同。

<sup>3</sup> 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。



只，全部为投资级债券，而高收益债券时隔两个月再度缺席。附评级债券发行规模占比为 38.86%，较上月下滑 3.47 个百分点。

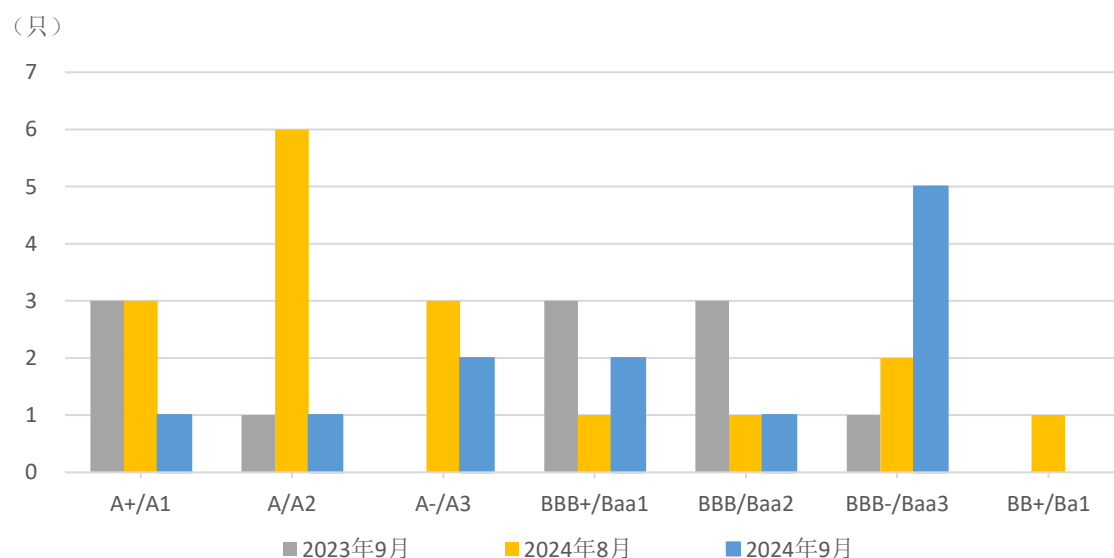
**图 10：投资级和投机级债券发行占比**



资料来源：联合资信整理

本月新发中资离岸债券的信用级别区间较上月变化不大，主要分布在 BBB-级至 A+级，但评级中枢明显下滑，进一步向 BBB-级集中。

**图 11：有评级债券信用等级分布**



资料来源：联合资信整理

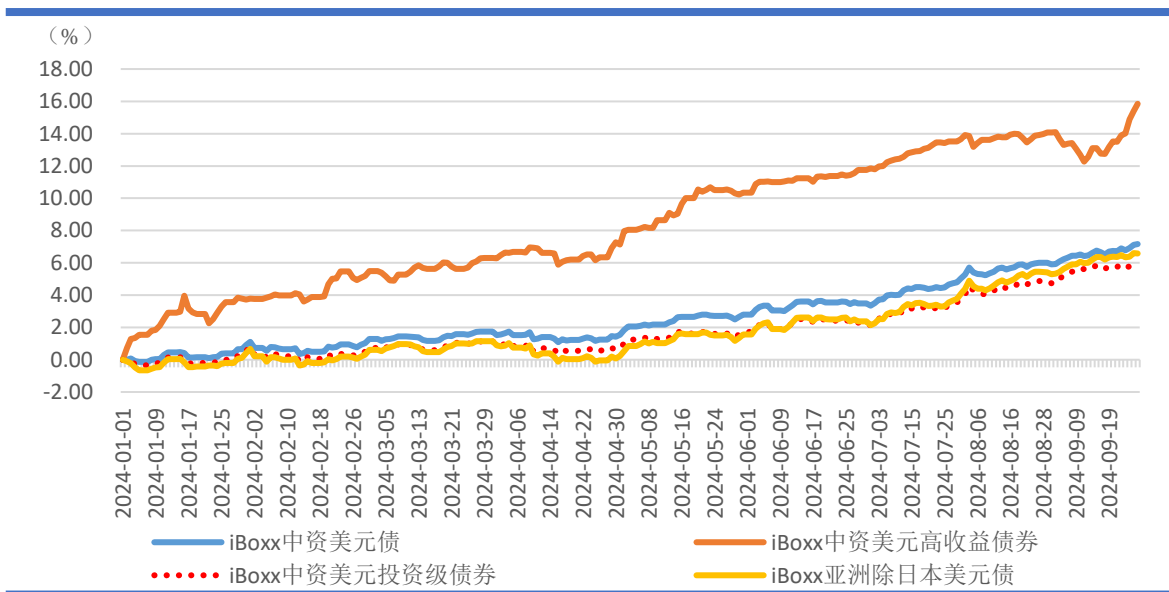
### 三、 中资离岸债二级市场概况

#### ● 美联储降息落地、中国政府推出大规模经济刺激计划等因素推动中资美元债回报率<sup>4</sup>继续上行

以 2024 年 1 月 1 日为基点，中资美元债的总回报率在 9 月末收于 7.16%，较上月末上涨了 1.26 个百分点。

本月，得益于美联储降息落地、中国政府推出大规模经济刺激计划等因素，中资美元债回报率波动上涨。受益于央行等监管部门推出多项支持房地产政策，高收益中资美元债回报率涨幅相对更大。截至 9 月末，高收益中资美元债回报率较上月末上涨 1.78 个百分点至 15.85%，投资级中资美元债回报率则较上月末上涨了 1.18 个百分点至 5.91%。

图 12：2024 年以来中资美元债回报率变动情况



资料来源：联合资信整理

<sup>4</sup> 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%。

## ● 中资美元债月度回报率有所回升，各板块回报率全线上涨，房地产板块表现尤为亮眼

本月中资美元债仍维持正回报，且环比上涨了 0.57 个百分点至 1.17%，其中投资级和高收益美元债回报率分别上涨了 0.44 个和 1.40 个百分点至 1.11% 和 1.54%。

本月金融美元债回报率环比上涨 0.49 个百分点至 0.99%，其中投资级和高收益金融美元债回报率环比分别上涨 0.23 个和 1.45 百分点至 0.80% 和 1.67%。

城投板块表现较为稳定，本月回报率为 0.64%，较上月变化不大，其中投资级和高收益城投美元债回报率环比分别小幅上涨 0.10 个和 0.19 个百分点至 0.63% 和 0.69%，两者之间表现差异不大。

得益于多项支持房地产政策的推出，房地产板块本月表现最佳，月度回报率也由负转正至 2.69%，其中高收益房地产美元债月度回报率更是环比大幅上涨 3.91 个百分点至 3.24%，投资级房地产美元债月度回报率则进一步上涨至 1.51%。

**表 1 各板块中资美元债月度回报率**

	2023.9	2024.8	2024.9
总回报率	-0.42	0.60	1.17
投资级债券	-0.33	0.67	1.11
高收益债券	-1.17	0.14	1.54
金融机构	-0.21	0.50	0.99
金融机构-投资级	0.11	0.58	0.80
金融机构-高收益	-1.73	0.22	1.67
城投	0.42	0.57	0.64
城投-投资级	0.45	0.53	0.63
城投-高收益	0.28	0.50	0.69
房地产	-4.32	-0.33	2.69
房地产-投资级	-2.64	0.44	1.51
房地产-高收益	-7.14	-0.67	3.24

资料来源：联合资信整理

## 四、 中资离岸债信用风险动态

### ● 中资离岸债信用风险及相关处置仍主要集中在房地产板块，多家出险房企的重组事宜取得新进展

9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。本月禹州集团、大发地产、旭辉控股、龙光集团等多家出险房企的债务重组事宜取得新进展，个别已出险企业再度违约。

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
阳光城	9月3日，阳光城发布公告，SUNSHI 7.875 09/04/24的所有未偿还本金金额及其应计利息于2024年9月3日到期应付。发行人尚未支付票据的剩余未偿还本金金额及其相关应计利息。
禹州集团	9月17日，禹洲集团发布公告，境外债务重组计划已获得所需法定大多数计划债权人的支持和批准。
大发地产	9月27日，大发地产发布公告，宣布与债权人订立重组支持协议，并邀请加入。根据公告，重组方案提供三种选项供债权人选择。
旭辉控股	9月27日，旭辉控股发布公告，公司已与债券持有人小组成员签订正式重组支持协议，债券持有人小组合计占境外票据未偿还本金总额的46.9%，占境外总债务本金总额的31.1%。旭辉控股集团的境外重组涉及10笔高级债、1笔可转债和1笔永续债，以及13笔境外贷款，本金总规模达68.58亿美元。
龙光集团	9月30日，龙光集团公告，境外重组已取得重大进展，即持有现有票据未偿还本金总额超过92%的持有人已签署债权人支持协议；2024年8月15日，公司拥有50%股权的相关项目公司麒湾（香港）投资有限公司已成功就凯玥项目获得一笔82亿港元的再融资，凯玥项目为公司重要境外资产，对境外重组至关重要。此外，公司还宣布延长了境外重组的最后截止日期至11月11日。

资料来源：联合资信整理

### ● 评级调整汇总

9月，国际评级机构对中资机构的信用级别/展望调整主要集中在房地产及互联网行业，其中万科遭到标普和惠誉接连下调等级，而美团则被三家评级机构都上调了评

级。此外，中升集团被穆迪和惠誉相继下调评级展望至负面。

表 3 国际三大评级机构本月等级调整

国际评级机构	上调级别	上调展望	下调级别	下调展望
惠誉 (Fitch)	海底捞国际控股有限公司、美团		中国西部水泥有限公司、万科企业股份有限公司、万科地产(香港)有限公司	中升集团控股有限公司
标普 (S&P)	美团		万科企业股份有限公司、万科地产(香港)有限公司	
穆迪 (Moody's)	美团、京东集团股份有限公司	中国宏桥集团有限公司	希慎兴业有限公司、利丰有限公司、东风汽车集团股份有限公司	中升集团控股有限公司

资料来源：各评级机构官网

本月，联合国际对 3 家主体的信用级别进行上调，均为城投主体。

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	
兴业控股有限公司	BBB+	稳定	2024/9/7	BBB-	稳定	2023/10/27	上调级别
云南省能源投资集团有限公司	A	稳定	2024/9/11	A-	正面	2023/9/11	上调级别
泰州华信药业投资有限公司	A-	稳定	2024/9/19	BBB	稳定	2023/9/21	上调级别

资料来源：联合国际官网

## ● 10 月中资离岸债券到期偿付压力明显减轻，兑付重点仍集中在金融和城投板块

10 月，预计将有 102.42 亿美元的中资离岸债到期，到期偿付压力较上月明显减轻。分币种来看，下月将有 82.83 亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的 80%左右；



离岸人民币债到期规模为 4.33 亿美元，到期偿付压力相对较小。

分板块来看，下月金融板块和城投板块到期偿付压力相对较大，分别将有 47.96 亿美元和 29.16 亿美元离岸债券到期。房地产板块到期待偿规模约为 8.23 亿美元，其中大部分已经违约。

**表 5 中资离岸债 10 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	49	82.83
	人民币	14	4.33
	其他币种	9	15.26
按板块划分	金融板块	43	47.96
	房地产板块	4	8.23
	城投板块	20	29.16

资料来源：联合资信整理

## 联系人

投资人服务    010-85679696-8624    [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

## 相关研究

[【跨境债市研究】 离岸债发行热度维持高位，二级市场回报率持续上涨——中资离岸债券市场月报（2024 年 8 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。