



LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION

# 中资离岸债券市场发展的新趋势

联合资信 主权部 | 张敏、程泽宇

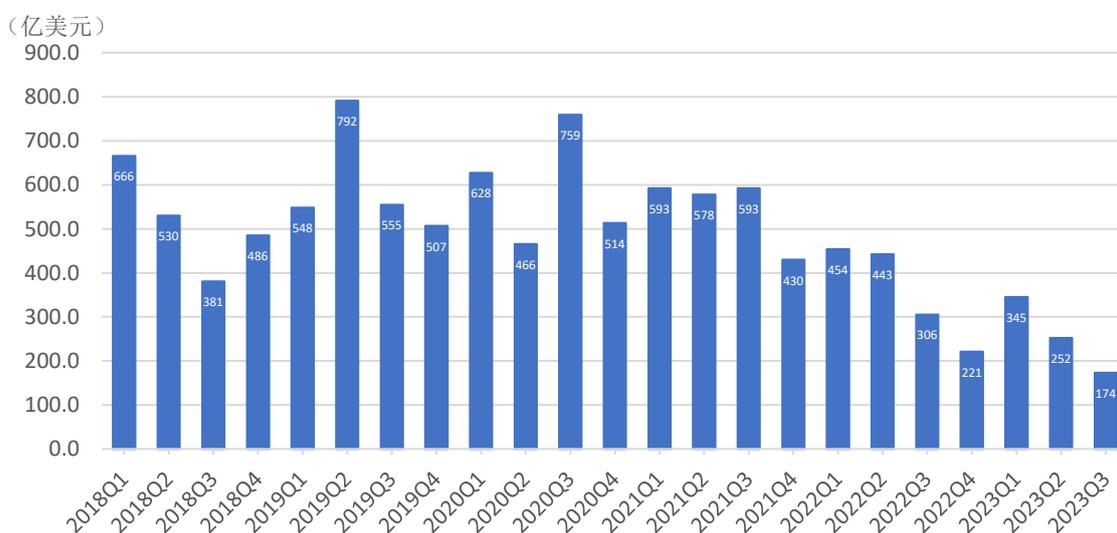
2023年以来,以欧美央行为首的全球多数央行继续加息,导致以美元、欧元等货币计价的债券融资成本大幅上行,相应币种中资离岸债券发行规模大幅缩量。与此同时,城投企业旺盛的再融资需求推动离岸人民币债券发行规模逆势上涨,点心债券和自贸区债券均表现不俗;绿色和可持续发展债券自2021年发行高峰后持续回落。展望2024年,中资美元债市场融资条件和外部环境短期内预计较难出现明显好转,一级市场将主要由大量到期债券的再融资需求支撑;离岸人民币债券有望延续今年火热行情,绿色和可持续发展债券或迎来新的发展契机。

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



## 一、人民币计价的中资离岸债券<sup>1</sup>发行成本优势彰显，美元债发行规模大幅下滑，中资离岸债券币种结构趋于多元化

2023年以来，以欧美央行为首的全球主要央行依旧采取紧缩的货币政策。美联储年内继续加息四次，将联邦基金目标利率继续推高100个BP至5.25%~5.50%区间，之后随着美国通胀压力得到逐步缓解，美联储连续三次暂停加息，但仍继续将高利率维持在较长时间，以防止粘性通胀反弹。美联储保持高利率水平导致美元债券发行成本高企，2年期和10年期美债收益率年内一度走高至5%以上，创2007年以来新高。叠加中资房地产企业接连出险导致市场情绪受抑，中资美元债发行规模显著下滑，2023年前三季度新发债券总额仅为409.4亿美元，同比大跌超过60%，发行规模占中资离岸债券市场发行总额的比重由去年同期的86.8%大幅压缩至53.1%。欧洲央行与美联储加息节奏同步，年内继续加息六次，将欧元区基准利率累计抬升200个BP，欧洲央行激进加息导致中资离岸欧元债券发行规模大幅缩量，2023年前三季度累计新发规模不足4亿美元，较去年同期暴跌近95%。美元和欧元融资成本走高导致中资离岸债券一级市场遇冷，发行规模大幅下滑，2023年前三季度，中资离岸债券发行总额仅771.1亿美元，较2022年同期（1,202.4亿美元）下跌超35%。



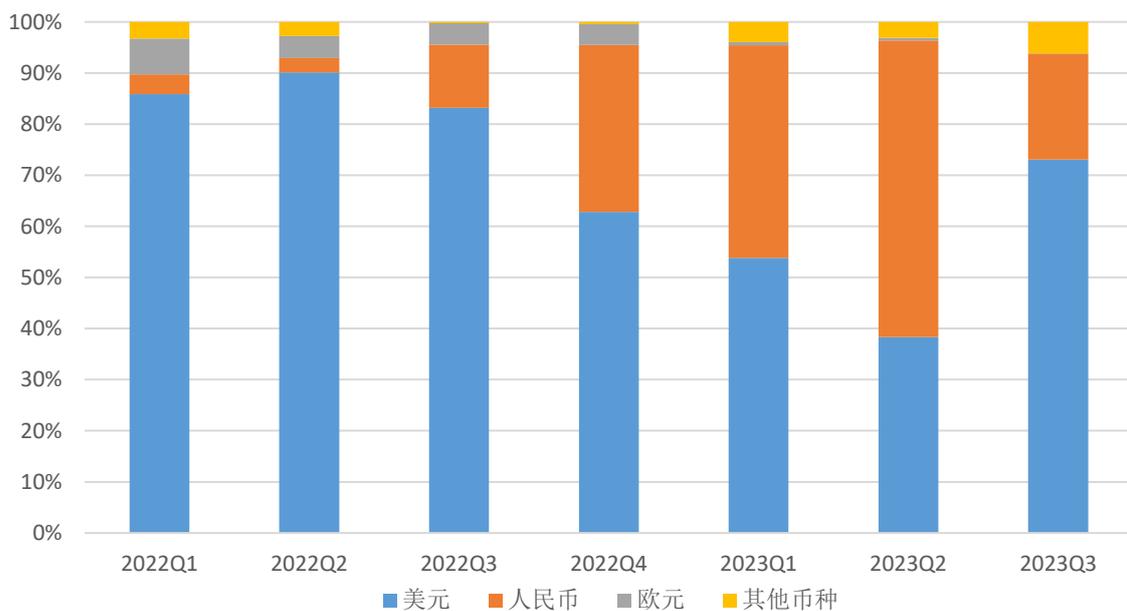
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图1 2018年—2023年三季度中资离岸债券发行情况

另一方面，俄乌冲突爆发以来，欧美政府不断推出对俄制裁措施，冻结俄罗斯海

<sup>1</sup> 本文统计的中资离岸债券仅包括公司债，不包括主权债和地方政府债。

外资产并限制俄罗斯在国际金融市场的外币融资能力，引发了各国对以美元和欧元计价资产安全性的担忧，各国政府由此开始加速资产多元化配置进程，人民币国际资产需求有所抬头。再者，人民币中资离岸债券的发行成本优势彰显。中国央行在2023年前三季度多次降息降准、维持流动性合理充裕，使人民币债券融资成本保持在相对低位，截至2023年9月末，2年期和10年期中美利差倒挂幅度分别达到503个BP和459个BP，较年初分别走扩了296个和362个BP；2年期和10年期中欧利差倒挂幅度分别达到316个BP和288个BP，较年初分别走扩了294个和326个BP，中美、中欧利差大幅倒挂提升了离岸人民币债券的吸引力。此外，自贸区债券市场加速发展也为离岸人民币债券市场的增长提供了强劲动力。2023年前三季度，中资离岸人民币债券发行规模较去年同期大涨近380%至326.1亿美元，占中资离岸债券市场发行总额的比重大幅跃升至40%以上，日元、港币等计价债券发行规模也有不同程度的增长，中资离岸债的币种结构更加多元。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图2 2022年—2023年三季度主要币种中资离岸债券发行占比

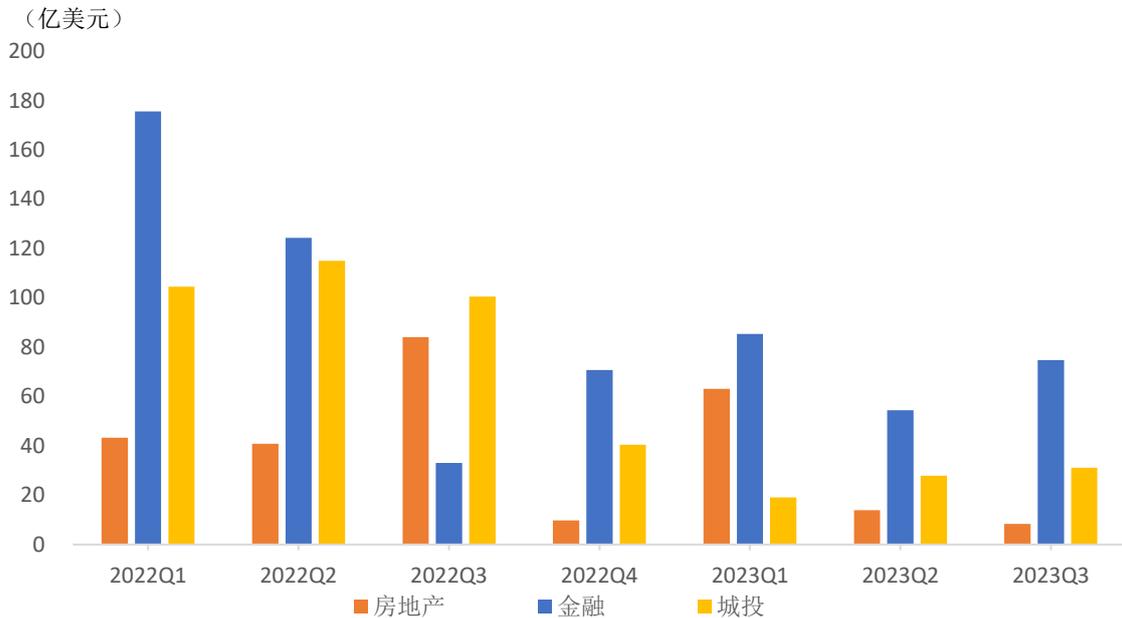
## 二、境内政策间接推动中资离岸债券各主要板块发生结构性转变，地产板块境外发行持续低迷，城投板块美元债发行逐季上升

中资离岸债券市场以美元债为主要品种，占比接近90%。中资美元债以地产、城投以及金融三大板块为主，但受境内政策调控以及市场风险出清等因素影响，地产和

城投板块发生结构性转变。

从地产板块看，地产美元债此前作为中资美元债的主要组成部分，是境外机构较为熟悉也是主要配置的标的资产之一，但受到前期政策调控以及市场需求萎缩等因素影响，地产美元债表现较为低迷。尤其是在经历了 2022 年中资美元债市场的历史性违约高峰后，尽管中央监管部门从加大政策支持和放松融资条件等多个方面发力，以期重拾市场对房地产行业的信心，但碍于中资美元债市场的房地产企业不断出险、市场需求回升缓慢，中资房地产企业仍面临较大的资金回流压力。此外，国际评级机构在前三季度密集下调中资主体、特别是房地产企业的信用级别，导致市场信心亦受到一定影响。2023 年前三季度房地产美元债合计发行规模仅为 85.5 亿美元，较去年同期下跌 49.2%，发行规模逐季下挫，其中一季度发行规模达 63.2 亿美元，二季度和三季度房地产美元债单季发行规模均不足 15 亿美元。

从城投板块看，由于境内城投债融资监管政策趋严，城投境外发债规模有所抬升。为防范化解隐性债务风险，监管部门对于城投平台公司在境内发债的监管要求越发严格，部分融资平台公司为拓宽融资渠道，将目光转向香港等境外债券市场，但在外债管理框架下，城投债境外发债的相关政策整体趋严。2023 年城投美元债是发行规模同比下滑幅度最大的主要板块，与房地产企业面临的支持性政策环境和相对宽松的融资条件不同，中央监管部门对城投企业债务管理仍采取从严态度。自 2023 年以来，除了发布外债发行管理新规、明文要求地方政府不得使用外债新增隐性债务之外，中央政府对于防范缓解地方政府债务风险的态度始终未有松懈。三季度以来，中央政府和监管部门继续发声督促各省级政府积极推进对地方政府债务风险的压降和化解。监管政策不断趋严以及融资利率上涨导致城投美元债发行规模严重承压，2023 年前三季度新发规模仅 78.3 亿美元，同比重挫 75.6%。有别于房地产美元债持续下跌的发行走势，城投美元债虽然发行总量出现暴跌，但单季发行规模逐季上涨。这一特殊现象主要是由于中资美元债券总供给大幅下滑，导致市场对于优质债券的需求急剧上升，优质债券资产稀缺引发的“资产荒”推动城投美元债在持续收紧的监管环境中发行规模不断回升，城投美元债作为优质资产的投资性价比得以凸显。



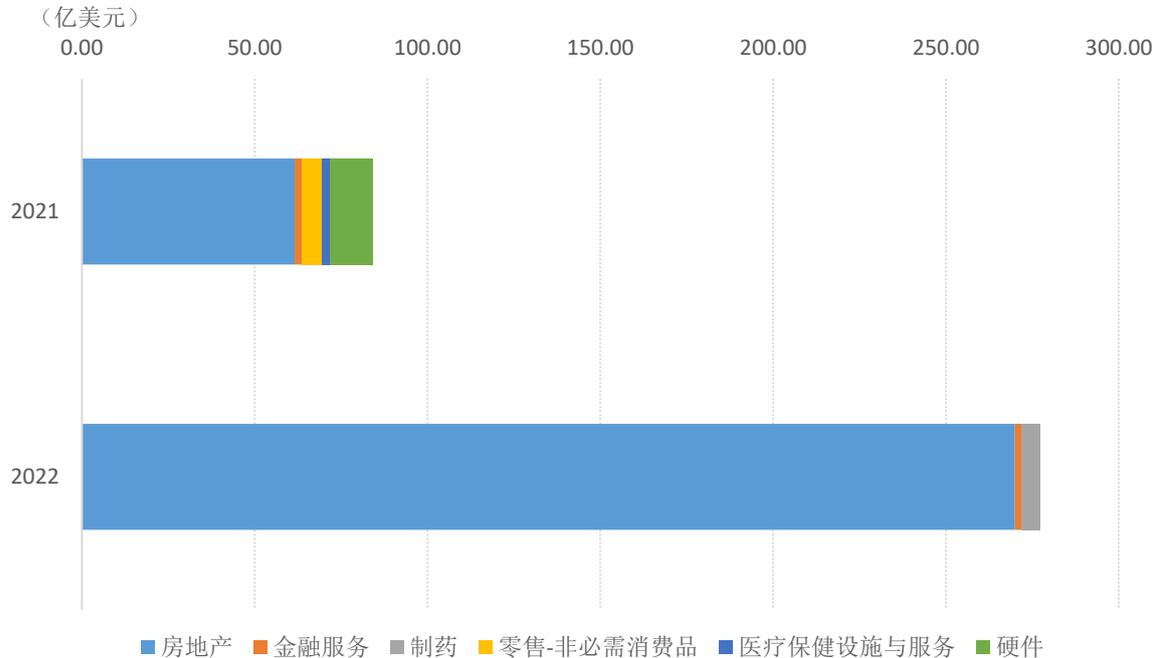
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图3 2022年—2023年三季度中资房地产、金融和城投美元债券发行情况

### 三、以房地产企业为主的中资美元债发行主体持续风险出清，城投美元债在信用资质方面则更胜一筹

自 2020 年起，中国人民银行联合银保监会、住建部和国家发改委等部门先后发布了多项监管新政以限制企业信贷盲目大规模扩张，其中房地产板块作为存续美元债规模最大的发行主体行业成为重点监管目标，房地产企业降杠杆测试密度不断加大。为满足“三档四线”监管要求，大量房地产企业 2021 年新增债务速度明显放缓，部分高杠杆企业因重度依赖债务融资，在“借新还旧”融资途径难以为继后出现了不同程度资金回笼速度不及时、企业流动性明显恶化、偿债能力严重承压的现象。在此背景下，2021 年中资美元债市场发生多起信用风险事件，对市场情绪造成沉重打击，投资者信心大幅下挫、避险情绪急剧上升，并反向作用于一级市场，导致中资美元债发行市场环境热度明显降温并显著抑制四季度发行表现。2022 年，中资美元债违约规模创纪录新高，年内共有 80 只美元债出现实质性违约，违约未偿额高达 277.26 亿美元，较 2021 年同比大增 229.81%。2022 年违约中资美元债的行业集中度较去年进一步上升，97% 的违约债券来自房地产行业。由于之前融资环境持续收紧，房地产企业境内外融资渠道急剧萎缩、企业再融资难度明显增加。另一方面，居民收入预期下滑、需求端表现低迷致使房屋销售收入不及预期、房地产企业回款能力较弱。除此之外，多数房地产企业盈利能力不佳、自身造血能力较弱导致流动性严重承压。多重因素影

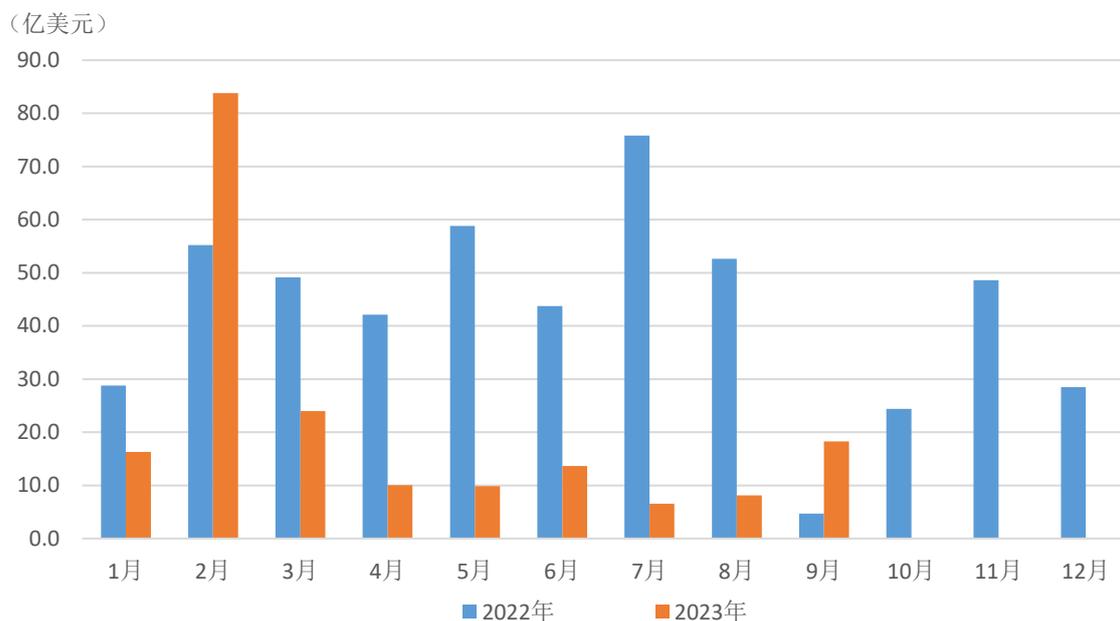
响下，中资房地产企业成为本年度中资美元债信用风暴中的主要出险主体。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 4 2021 年—2022 年中资美元债违约统计（以未偿额计）

2023 年以来，市场需求不振导致回款较慢、企业自身造血能力较弱等因素使得部分房地产企业信用风险持续暴露，以房地产企业为主的中资美元债发行主体继续出险，但整体违约规模较 2022 年明显下降。根据 Bloomberg 统计数据，2023 年前三季度，共有 48 只中资美元债违约，违约规模为 190.6 亿美元，较去年同期下降过半。具体来看，2023 年违约的中资美元债主要集中在一季度，其中 2 月违约债券规模达 83.8 亿美元，占前三季度违约总额的 44.0%。从行业分布来看，46 只违约债券来自房地产行业，违约规模（187.8 亿美元）占违约债券总额的 98.6%。目前，境内和境外市场均未发生过城投债券实质性违约，虽然关于城投企业的非标违约风波的讨论愈发热烈、以及中央政府不断表态不会“兜底”地方债务动摇了市场对于城投企业债务一直以来的“刚兑信仰”，但较之市场内其他行业的中资美元债，城投美元债在信用资质方面仍更胜一筹。

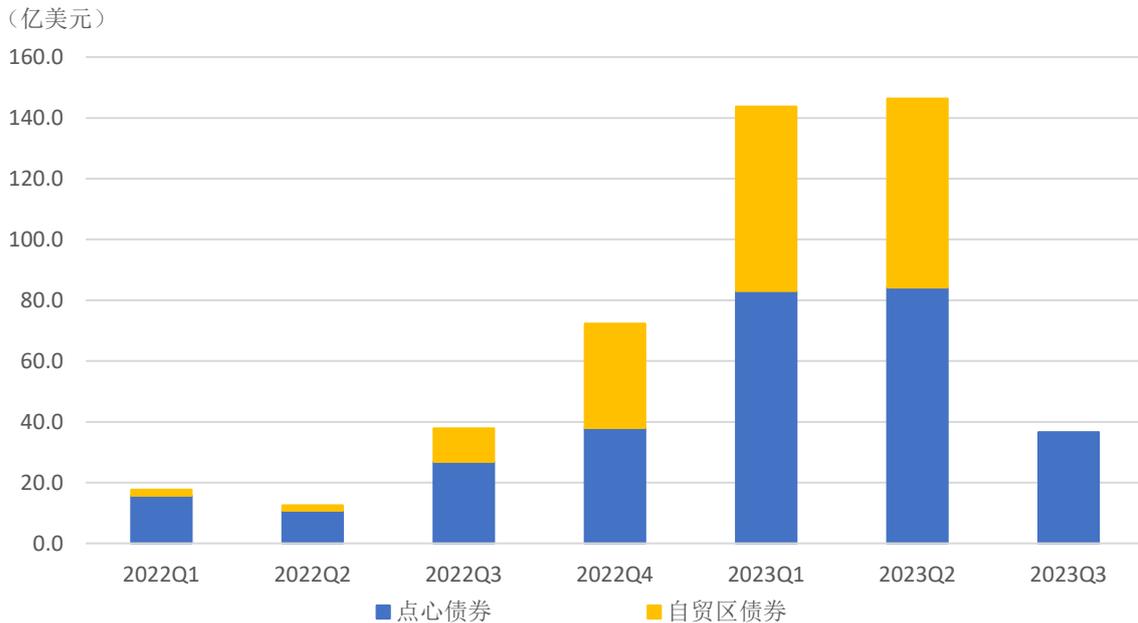


数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图5 2022年—2023年三季度中资美元债违约未偿金额统计

#### 四、以自贸区债券和点心债券为代表的离岸人民币债券迅速崛起，但后期发展受政策影响较大

目前，离岸人民币债券市场主要由点心债券和自贸区债券构成。在中美国债收益率利差进入倒挂阶段后，离岸人民币债券发行快速放量，发行规模实现 5 个季度的连续增长。从点心债来看，在美联储尚未启动本轮加息之前，点心债券市场发行主体以金融机构为主，由于城投企业在境内便可以享有较低的人民币融资成本，因此其发行离岸人民币债券的动力较弱，在境外市场融资更加偏好发行具有一定相对成本优势的美元债券。自 2022 年起，随着美联储大幅加息，美元债券融资利率加速上行，离岸美元债券的相对成本优势也随之消失，部分资质较弱的城投企业已无力负担持续上涨的融资成本，叠加城投企业境内外融资监管政策自 2022 年下半年起全面趋紧，城投企业本、外币债务融资难度均明显上升。面对大量集中到期的境外债务，境内城投企业开始尝试转向离岸人民币债券市场进行再融资，城投点心债发行规模由此持续上涨，发行规模占比一度过半。点心债券市场作为离岸人民币债券传统发行场所，在外部发行条件较好、市场对人民币国际资产需求有所提升的背景下，2023 年前三季度发行规模达 203.8 亿美元，较去年同期暴涨逾 283%。其中一季度和二季度发行规模均突破 80 亿美元，创 2014 年二季度以来单季发行新高；三季度发行规模大幅下跌，回落至 40 亿美元以下。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

**图6 2022年—2023年三季度中资离岸人民币债券发行统计**

从自贸区债来看，自贸区债券作为新兴债务融资产品正值推广阶段，监管要求和发行难度较其他离岸债券而言相对较松，其既可以使用企业已申请的境外发债额度，还可以实现全币种融资，是城投企业在符合监管要求的同时实现自身再融资需求的优质工具。在此背景下，部分城投企业，特别是信用资质相对较弱、境内融资渠道收缩明显的区县级城投企业为满足自身融资需求，开始利用自贸区债券作为补充融资工具进行人民币融资，并带动自贸区债券全年总发行额在2022年首次突破50亿美元，自贸区债券的“替代融资功能”得以凸显。2022年，城投自贸区债券发行规模占自贸区债券发行总额的比重逾60%，城投企业成为自贸区债券一级市场的最大发行主体。2023年前三季度，城投自贸区债券发行规模达56.5亿美元，占同期自贸区债券发行总额的46.0%，蝉联自贸区债券最大发行主体的市场地位。截至2023年三季度末，城投自贸区债券累计发行规模达91.9亿美元，占自贸区债券发行总额的50.3%，城投企业撑起了自贸区债券市场发展的半壁江山。除了城投企业之外，房地产和金融主体也在自贸区市场占据重要地位。截至2023年三季度末，房地产和金融主体发行的自贸区债券分别占自贸区债券发行总额的12.6%和17.0%，是自贸区一级市场的重要组成部分。

2023年上半年，自贸区债券合计发行规模达122.9亿美元，已超过2022年发行总额。但由于大量城投企业在并无自贸区内实际业务的情况下进入自贸区债券市场融

资虽然在一定程度上促进了自贸区债券市场的发展进程，但同时也导致了该债券市场的发展方向与设计原意出现明显背离。出于对自贸区债券市场发展方向进行“纠偏”、加强对城投企业债务管理效率的目的，监管部门于二季度末出台了自贸区债券窗口指导意见，加强了对自贸区债券发行人的监管要求，自贸区债券市场再度转冷，三季度无新发债券。截至 2023 年三季度末，自贸区债券累计发行规模达 182.6 亿美元，其中人民币计价债券发行规模达 177.3 亿美元，占自贸区债券发行总额的 97.1%。

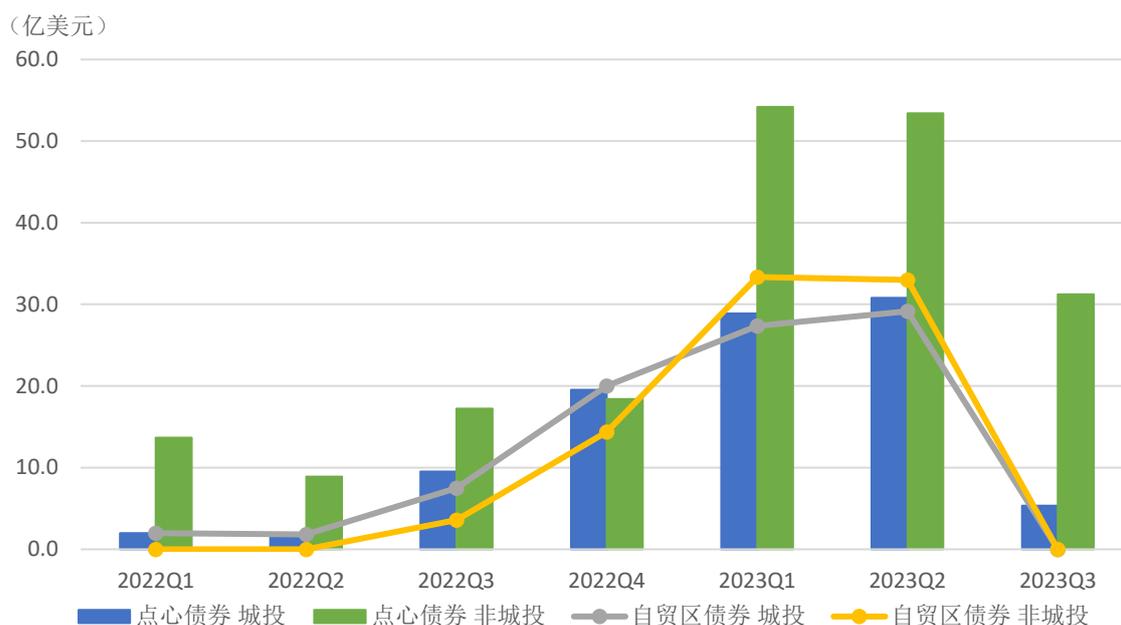
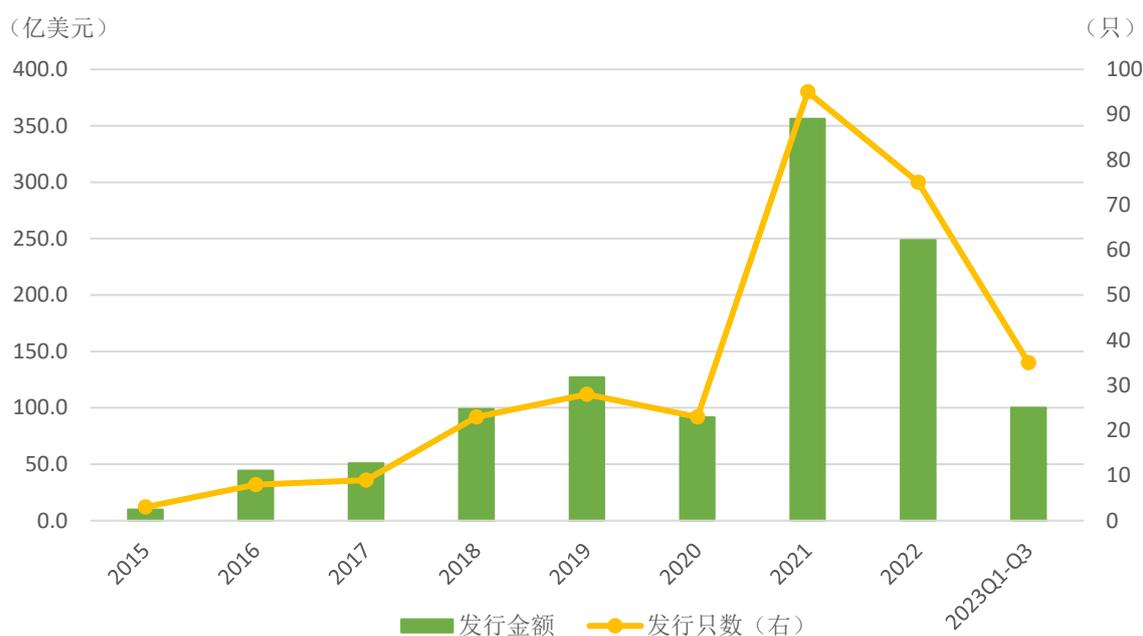


图7 2022年—2023年三季度城投點心债券和城投自贸区债券发行统计

## 五、随着 ESG 概念的兴起和推广，中资离岸绿色和可持续发展债券迅速崛起，但在融资成本高企的背景下 2023 年以来有所放缓

随着 ESG 概念的兴起和推广，与社会责任或环境目的挂钩的绿色债券和可持续发展债券应运而生。中国的绿色和可持续发展债券市场较国际市场起步略晚，但发展速度很快。2021 年 4 月，中国人民银行、发展改革委、证监会联合发布了《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》，对绿色债券支持项目进行明确划分，并且对其细分领域进行更加清晰的界定。2022 年 7 月，绿色债券标准委员会组织全体成员单位制定了《中国绿色债券原则》，标志着中国正式形成统一的绿色债券评估标准。在《生态文明体制改革总体方案》发布后，农业银行于同年 10 月在国际市场发行了首只中资离岸绿色债券，发行金额 5 亿美元，债券期限 5 年。中资离岸绿色和可持续发展债券市场由此进入快速发展阶段，并在 2019 年首次实现全年发行规模突破 100 亿美元；2020

年新冠疫情暴发导致绿色和可持续发展债券发行节奏有所放缓；在政府的政策和融资支持下，中资离岸绿色和可持续发展债券在 2021 年发行规模突破 350 亿美元，创纪录新高；2022 年发行规模回落至 250 亿美元以下；2023 年发行节奏进一步放缓，前三季度合计发行金额仅 100.1 亿美元，较去年同期下跌 55.9%。截至 2023 年三季度末，中资离岸绿色和可持续发展债券累计发行 299 只，发行规模达 1,127.7 亿美元。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

**图8 中资离岸绿色和可持续发展债券发行统计**

中资离岸绿色和可持续债券主要由金融机构债券和房地产债券组成。截至 2023 年三季度末，离岸金融绿色和可持续发展债券累计发行规模达 611.2 亿美元，占离岸绿色和可持续发展债券发行总额的 54.2%；离岸房地产绿色和可持续发展债券累计发行规模达 229.8 亿美元，占离岸绿色和可持续发展债券发行总额的 20.4%。中资离岸绿色和可持续发展债券的信用评级覆盖率很高，在已发行的 299 只债券中，共有 253 只绿色和可持续发展债券获得了至少一家国际三大信用评级机构的评级结果，合计发行规模达 1,039.0 亿美元。其中投资级债券 206 只，发行规模为 896.7 亿美元，占债券发行总额的 79.5%；高收益级债券 47 只，占债券发行总额的 12.6%；无评级债券发行占比不足 10%。2023 年前三季度发行的绿色和可持续发展债券中共有 21 只附评级发行，合计发行规模达 83.8 亿美元，占前三季度发行总额的 83.7%，且均为投资级债券。

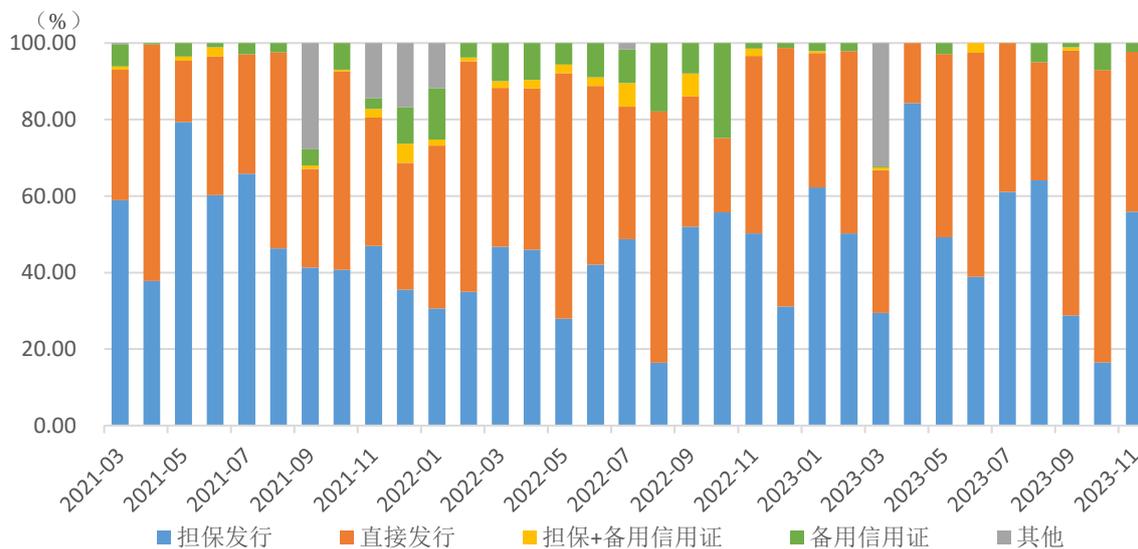
但绿色债券和可持续发展债券在发展过程中存在一些问题：一是存在不符合要求的债券“洗绿”行为。由于绿色和可持续发展债券目前正值大力推广发展期，地方政府对于此类债券的发行在监管政策要求上相对宽松，融资条件也有一定补贴，这导致部分企业为以较低成本、较快的速度获得融资资金，在自身不符合要求的情况下将债券进行包装“洗绿”，造成名不副实现象，违背了监管部门推广绿色和可持续发展债券市场的初衷，同时也在一定程度上损害了投资者对该市场的信任。二是发行主体高度集中，对于支持实体绿色项目的资金利用效率存疑。从目前的市场发行情况来看，大量的新发债券来自银行，产业主体债券发行占比相对较低。绿色债券对于资金用途有着明确的规定，银行符合绿色标准的合格绿色项目较少，其募集的大量资金可能无法得以有效投放，这将削弱资金配置和利用效率，并给市场带来不良示范作用。

## 六、维好结构的监管便利优势将再次彰显，但备用信用证模式在 2023 年呈现大幅收缩态势

自 2012 年起，迫于境内间接融资成本高企，债券市场直接融资也难以满足资金需求，以房企为代表的许多中资企业将目光投向了境外债券市场。中资企业赴境外融资急需开辟新的增信手段，以维好协议（Keepwell Deed）为核心的跨境债务交易应运而生。维好协议通常约定，母公司为境外子公司（即发行人）提供支持，向国际债券投资人承诺发行人会保持适当的净资产和流动资金，不会出现破产等情况，对投资人资金安全提供保护。因此，维好协议得发行架构也受到市场青睐。但 2017 年 1 月，外管局颁布了《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》（简称“3 号文”），允许内保外贷项下的资金调回境内使用。跨境担保发行债券全程合规，维好协议绕开监管的优势有所降低。自 3 号文后，尽管中资美元债的发行总量不断攀升，维好结构的发行却出现了回落。2017 年包括纯维好发行、维好搭配银行备用信用证（SBLC）以及维好搭配担保的各种含维好元素的发行总量为 323 亿美元，而 2018 年的维好发行总量跌破 300 亿美元，2019 至 2020 年均维持在 250 亿美元左右。截至 2023 年 12 月中旬，存续中维好结构的中资境外债券折合约 836 亿美元。发行人以金融机构为主，而地方国企则多是维好加上其他增信措施，比如备用信用证。考虑到自贸区离岸人民币债券被叫停后，境外债发行的选择变得非常有限，在这种不确定的环境下，维好结构的监管便利优势再次彰显。

备用信用证（SBLC）是中资美元债四种基本发行架构中的一种，相较于维好协议与股权回购承诺模式，备用信用证在法律层面上具备强制担保属性，增信力度更强；相较于直接发行和担保发行模式，备用信用证对境内母公司资信背景的要求稍低，可以借助银行信用提高债项评级。提供备用信用证的银行通常是境内主体的授信银行，

发行主体一般需提供反担保措施，包括保证金、抵押、质押等，银行通常按备用信用证金额的一定比例收取开证费用。2020 年以来备用信用证模式发行的中资美元债规模快速增长，发债主力是城投平台，且多为弱资质平台。备用信用证在国际上拥有相对成熟的规范，从信用角度看基本等同于独立保函，因此备用信用证市场认可度很高，对主体利差可起到 1~4 个百分点的调降作用。2021 年以来，随着信用风险事件增多以及美元债市场波动，备用信用证发债模式开始迅速扩容。2022 年采用备用信用证模式发行的中资美元债规模飙升至 121.7 亿美元，较 2021 年（72.3 亿美元）增长超过 68%，但 2023 年 1—11 月采用备用信用证模式发行的中资美元债规模下降至 11.3 亿美元，备用信用证模式在 2023 年呈现大幅收缩态势。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图9 2021年以来中资美元债发行架构规模占比

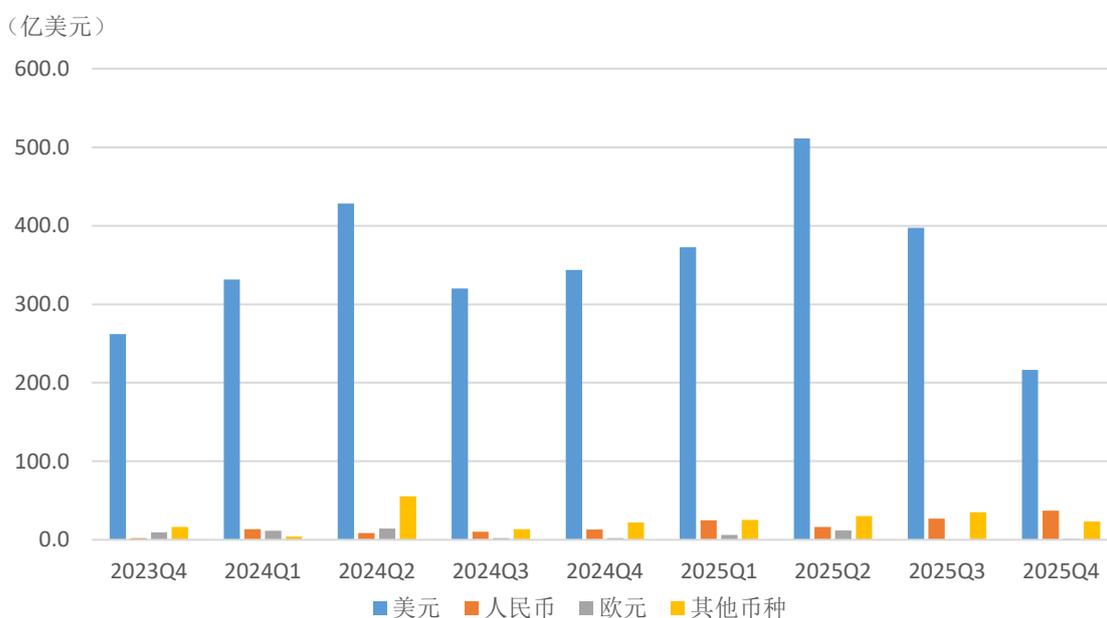
## 七、展望 2024 年，中资离岸人民币债券市场有望在大量城投企业的再融资需求推动下逆势崛起，绿色和可持续发展债券有望迎来新的发展契机

对比 2023 年以来的中资离岸美元债券市场和离岸人民币债券市场表现，可以发现中资离岸债券市场的发展趋势已不同以往：中资美元债市场在融资成本持续上行、信用事件风波不断、市场信心回升缓慢等因素的作用下主导地位已逐渐减弱；与此同时，中资离岸人民币债券市场则在大量城投企业的再融资需求推动下逆势崛起，并有望发展为中资离岸债券市场的中坚力量。

虽然美联储或于 2024 年开始降息，但中美国债收益率利差深度倒挂预计仍将持续一段时间，境外美元债发行意愿将继续受抑，离岸美元债一级市场短期内较难出现

明显起色。考虑到 2024 年到 2025 年将有大量中资美元债到期，预计中资美元债一级市场将主要由到期债券的再融资需求支撑。与此同时，中国央行始终保持货币政策的稳健性，人民币债券融资利率也维持在相对低位，由于非自贸区内的城投企业已较难通过自贸区债券进行融资，预计点心债券市场将成为城投企业未来进行离岸再融资的主要场所，中资离岸人民币债券市场方兴未艾。

债务到期方面，根据 Bloomberg 数据显示，2023 年四季度将有 289.7 亿美元中资离岸债券到期，其中以美元债为主，占比超过 90%。2024 年和 2025 年中资离岸债券的偿付压力不断增大，其中 2024 年的到期规模约为 1,593.6 亿美元，兑付高峰集中在二季度，兑付规模达到 506.4 亿美元；2025 年的到期规模进一步攀升至 1,736.9 亿美元，前三季度的兑付压力均较为显著，因此 2024 年和 2025 年中资离岸债的借新还旧需求较大，且如果 2024 年美联储转向宽松的货币政策，将有效降低中资美元债券的融资成本，有助于中资美元债券市场发展。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。



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图10 2023年四季度—2025年中资离岸债券到期规模统计

金融创新方面，国家发改委和香港金融管理局于 2023 年 10 月签订了《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》。根据谅解备忘录，国家发改委与金管局将在未来加强交流与合作，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。在支持中资企业在港发债、联合举办推广活动和推动香港债券市场多元化发展等重点领域深化合作。香港作为中资企业出海的第一站，一直是中资离岸债券的重要发行地点，此次谅解备忘录的签订将进一步加固双方的合作关系，对于拓展点心债券和绿色及可持续发展债券融资活动具有积极推动作用，绿色和可持续发展债券有望迎来新的发展契机。

## 联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjjalin@lhratings.com

## 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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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资信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。联合资信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。

