



# 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）

联合资信 主权部 | 程泽宇

### 主要观点

- 市场环境方面，美联储继续保持基准利率不变且不断释放出“鹰派”信号，再叠加美国劳动力市场保持强劲，导致美债收益率总体波动走高，相应各期限中美国债收益率利差进一步走扩
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模环比变化不大，其中美元债发行规模走高，但人民币债受季节性因素影响发行规模锐减，离岸日元债在日本央行维持超宽松货币政策的背景下发行热度不减
- 二级市场方面，受益于市场预期美联储3月后降息的可能性走高、国内政策对于房地产的持续支持以及城投“一揽子化债方案”的推进，本月中资美元债市场的回报率显著反弹
- 信用风险方面，中资离岸债市场的信用风险仍主要集中在地产美元债板块，在金融监管总局强化信用风险管理，加大不良资产处置力度的背景下，多家房企积极推进后续债务处置工作



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

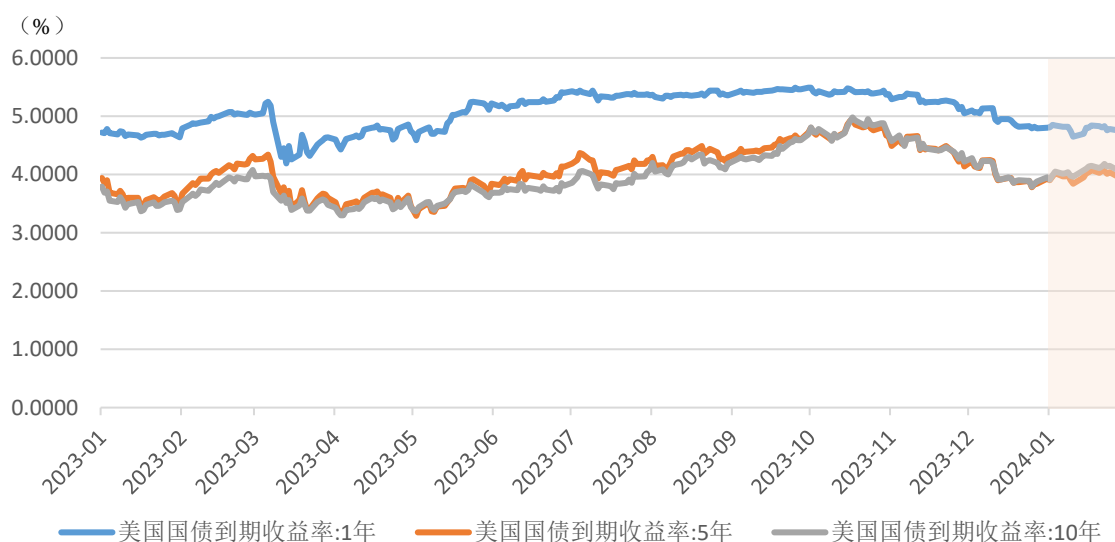


## 一、中资离岸债<sup>1</sup>发行市场环境

### ● 美联储3月降息可能性下降导致美债收益率总体波动走高，美元指数也明显走强

根据1月美国劳工部数据，受到能源价格反弹影响，美国去年12月的CPI环比增幅高于市场普遍预期，表明美国通胀压力依旧存在一定粘性。再加上12月非农新增就业大幅走高，表明美国就业市场继续保持强劲。美联储1月议息会议连续第四次将基准利率维持在5.25%~5.50%区间，市场预期美联储3月降息的可能性有所下降。受此影响，1月美债收益率总体波动走高，但短期和中长期美债收益率走势出现一定分化。截至月末，1年期美债收益率较上月末小幅下跌6.00个BP至4.73%，5年期和10年期美债收益率较上月末分别上涨7.00个和11.00个BP至3.91%和3.99%。

图1：各期限美国国债到期收益率走势



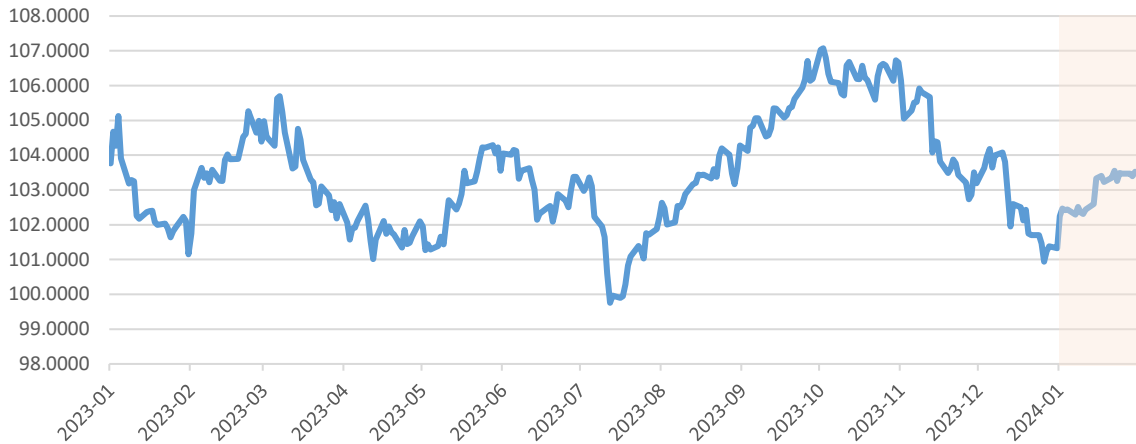
资料来源：Wind, 联合资信整理

本月，美元指数总体呈现波动走强态势。美联储继续保持基准利率不变且不断释放出“鹰派”信号，再叠加美国劳动力市场保持强劲，打破了市场关于美联储近期降息的预期，带动美元指数大幅走强。截至月末，美元指数收于103.5235，较上月末上

<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。

涨 2.12%。

图 2：美元指数走势

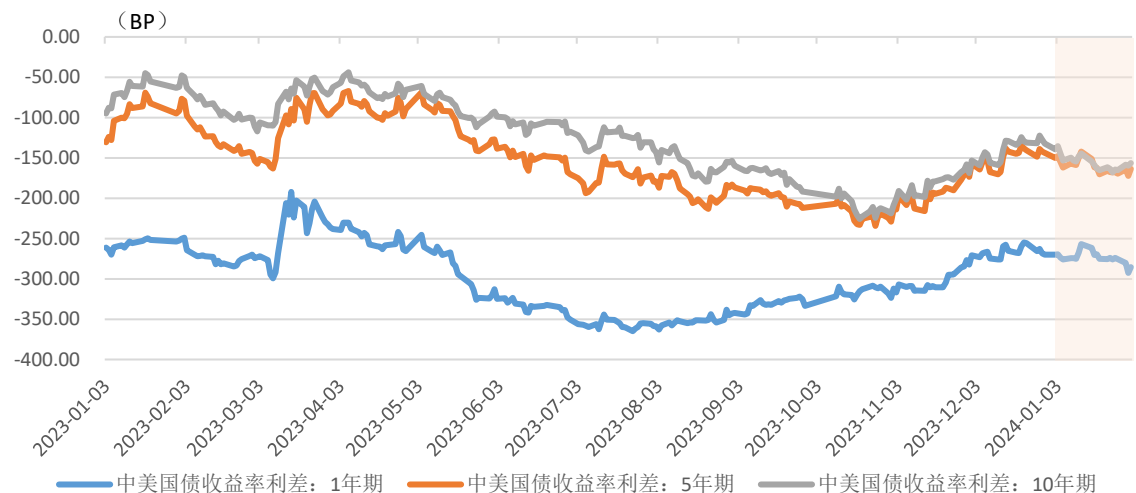


资料来源：Wind, 联合资信整理

### ● 中美国债利差进一步走扩，人民币汇率维持偏弱波动

1月，中国人民银行宣布自2月5日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点；自1月25日起分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各0.25个百分点，继续向市场释放流动性，因此带动各期限国债收益率走跌。相反，在美债收益率波动走高的背景下，各期限中美国债收益率利差进一步走扩。1月末，1年期、5年期和10年期中美国债收益率利差较上月末分别走扩了15.32个、19.59个和24.25个BP至-285.50BP、-163.50BP和-156.50BP。

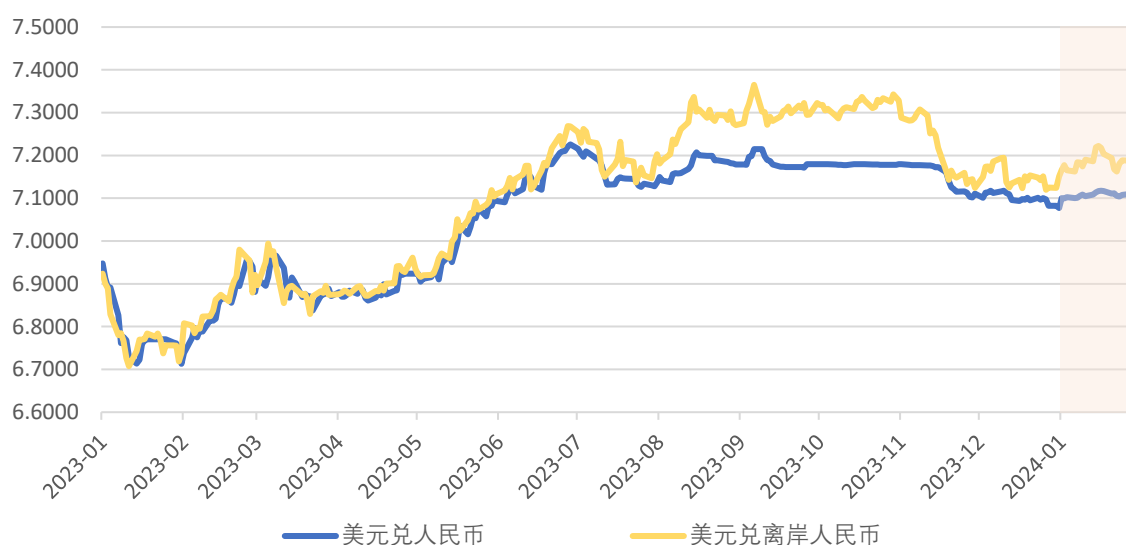
图 3：各期限中美国债收益率利差走势



资料来源：Wind, 联合资信整理

开年以来，市场对于国内经济增长的预期偏弱且金融市场风险偏好较低，再加上美国就业、消费等经济数据超预期走强，导致离、在岸人民币兑美元汇率偏弱波动。截至月末，美元兑离、在岸人民币汇率分别收于 7.1864 和 7.1039，较上月末增长 0.30% 和 0.86%。短期内人民币汇率或仍维持偏弱波动，但在国内经济修复的加持下，人民币汇率有望企稳并小幅回升。

**图 4：离、在岸人民币汇率走势**



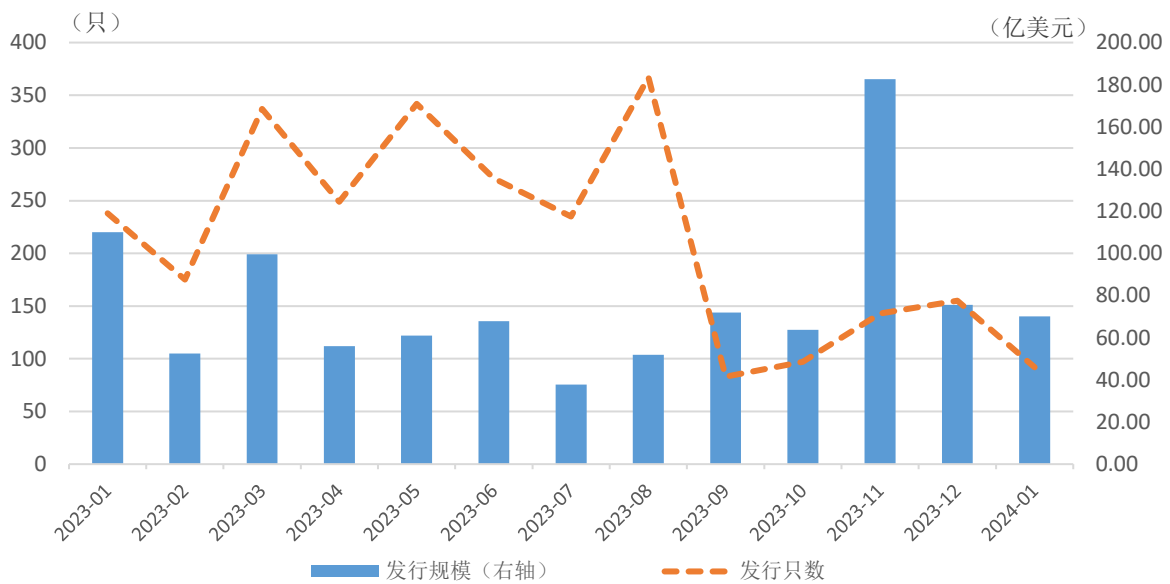
资料来源：Wind, 联合资信整理

## 二、中资离岸债一级市场概况

### ● 中资离岸债环比发行规模变化不大，但同比发行规模在高基数效应下明显下滑

1 月，虽然美联储议息会议继续维持货币政策不变，但短期美债收益率出现一定回调，助推本月中资美元债发行规模走高；另一方面，离岸人民币债受季节性因素影响发行规模锐减，抵消了美元债的增长。本月，中资离岸债一级市场共计发行 92 只债券，发行规模合计 70.06 亿美元<sup>2</sup>，环比和同比分别下跌 7.27% 和 36.33%，整体看本月环比变化不大，但同比在高基数效应下明显下滑。

<sup>2</sup> 为方便统计，非美元计价的中资离岸债发行规模已根据发行当天汇率转换为美元。

**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

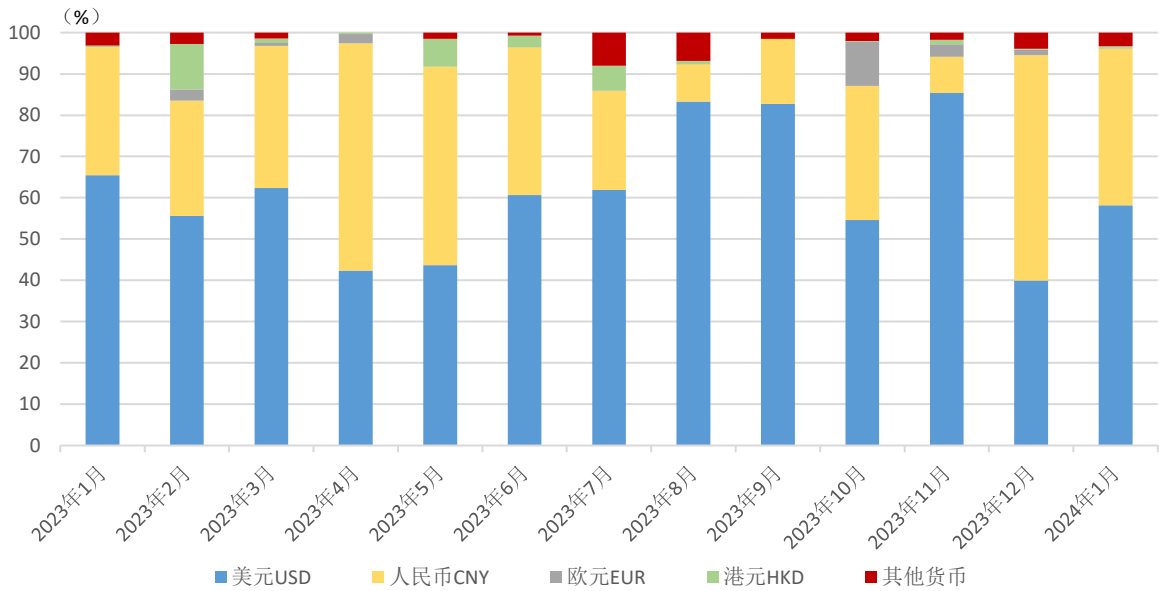
## ● 中资离岸债发行币种结构依旧以美元为主，人民币占比有所下降，在日本央行维持超宽松货币政策的背景下离岸日元债发行热度不减

1月，中资离岸债发行币种结构依旧以美元为主，本月共计发行37只中资美元债，发行规模合计40.78亿美元，占发行总额的比重约为58.21%，环比增长了18.26个百分点，但同比下滑了7.25个百分点。

以人民币计价的中资离岸债共计发行45只人民币离岸债，发行规模合计26.61亿美元，占发行总额的比重约为37.98%，虽然环比大幅下降了16.57个百分点，但同比增长了6.94个百分点。

在日本央行维持超宽松货币政策的背景下，本月以日元计价的中资离岸债发行热度不减，共计发行3只，发行规模为2.30亿美元，分别为**东阳国资**（120亿日元）、**镇江文广集团**（72亿日元）和**中信证券国际**（147亿日元）。

此外，本月分别发行1只中资欧元债和6只以港币计价的中资离岸债，发行规模分别达到0.11亿美元和0.26亿美元。

**图 6：中资离岸债币种结构情况**


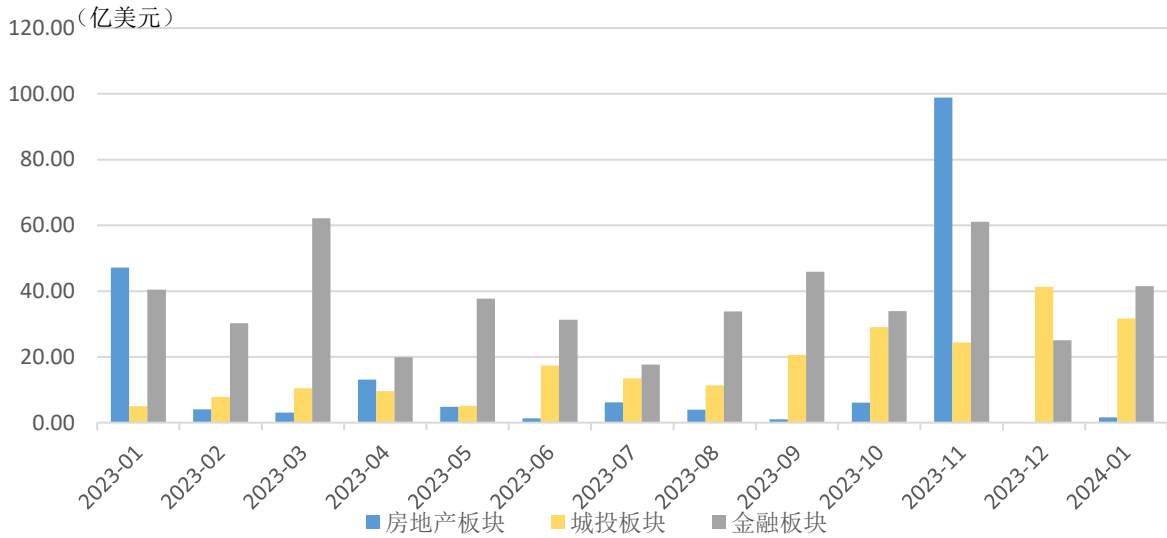
资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

### ● 中资离岸债发行以金融和城投板块为主，地产板块发行依旧疲软

1月，中资离岸债发行依旧以金融和城投板块为主。金融板块再度反超城投板块成为中资离岸债的发行主力，本月共计发行 57 只离岸债，合计规模达 41.48 亿美元，环比和同比分别上涨 65.55% 和 2.52%。新发债券主要由中资银行海外机构发行支撑，其中，**中金香港**发行 2 只离岸债合计约 12 亿美元，**中国农业银行纽约分行**发行约 6 亿美元。

本月城投板块表现有所下滑，共计发行 33 只离岸债，合计规模为 31.64 亿美元，环比下降了 23.36%，主要是受监管《关于金融支持融资平台债务化解相关工作的指导意见》（35 号文）的影响，城投债审批趋严，基本以借新还旧为主，外部融资渠道有所收紧。

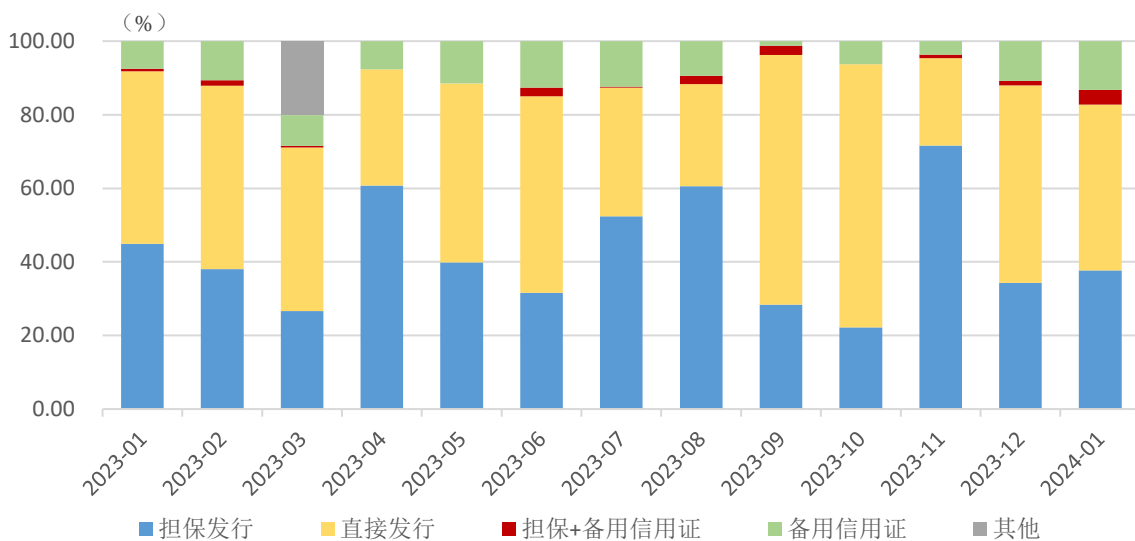
地产板块受信用风险持续出清影响，一级市场表现依旧较为疲软，但本月打破了上月的零发行，共计发行 6 只离岸债，合计规模达 1.55 亿美元，同比仍大幅下降 96.71%。其中，**绿景中国**的全资附属公司碧玺国际分别以美元、港元和人民币发行 3 只地产离岸债，合计发行 0.26 亿美元；**景业名邦集团**因交换要约而发行 1 只美元债。

**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

### ● 中资离岸债以担保发行架构为主，较多城投选择备用信用证增信

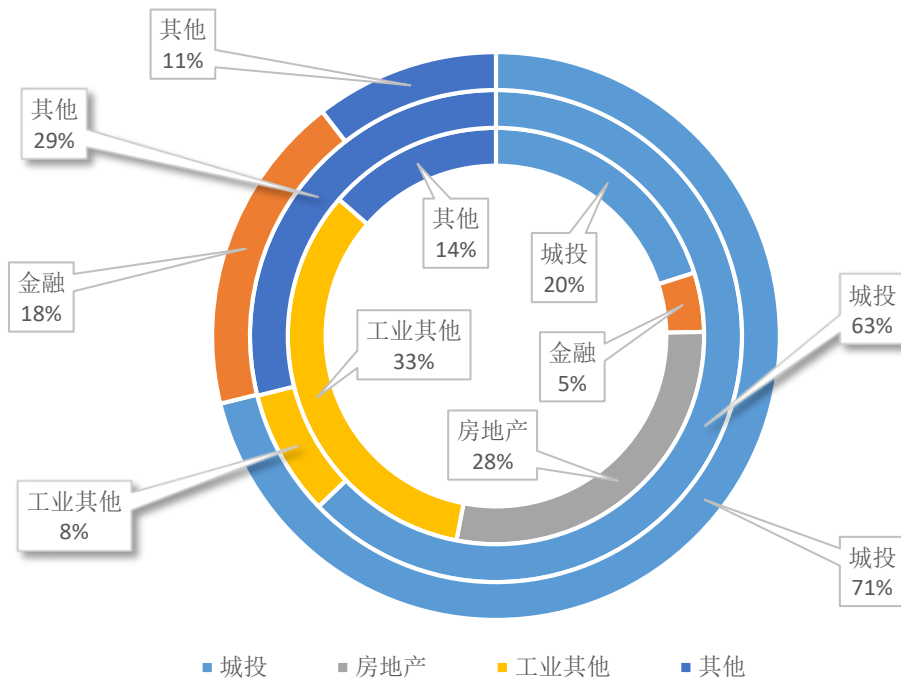
1 月，新发中资离岸债主要选择以“担保发行”和“直接发行”两种架构发行。其中，直接发行的离岸债规模占比较大（45.04%），但较上月回落 8.67 个百分点；其次为担保发行的离岸债（规模约占比 37.70%），较上月提升 3.41 个百分点。

**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，有 18 只新发离岸债使用了备用信用证进行增信，主要来自于城投板块（发行规模占比达到发行总额的 71.17%），共计发行 13 只债，发行规模合计 8.61 亿美元，环比大幅增长超 50%。其次来自金融行业（占比为 18.35%），共计发行 2 只债，发行规模合计 2.22 亿美元，打破了上月的零发行。剩下其他行业占比 10.48%，来自于公用设施行业和出版与广播行业。

**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 1 月、2023 年 12 月和 2024 年 1 月数据；  
资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

## ● 受益于城投板块融资成本的下行以及金融板块小额高息美元债发行锐减，新发债的平均融资成本显著下滑

1 月，受益于城投板块融资成本的下行以及金融板块小额高息美元债发行锐减，中资离岸债平均融资成本显著下滑，整体发行票息较上月环比下跌了 120.98 个 BP 至 5.26%。

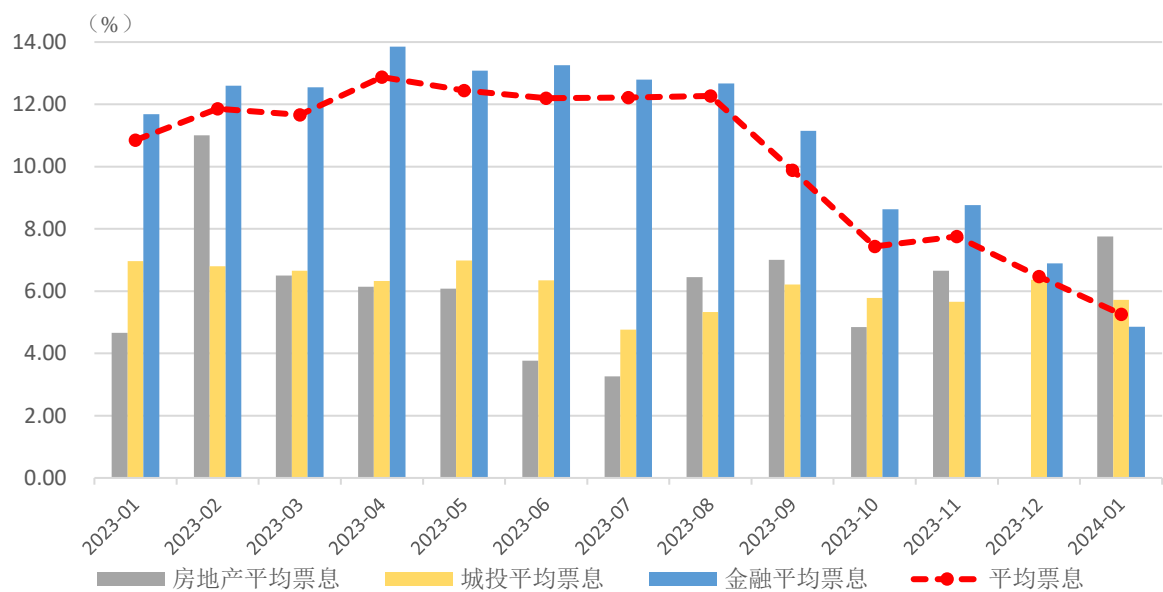
本月金融板块票息下行显著，平均发行票息较上月下跌 203.79 个 BP 至 4.85%，主要是因为本月无小额高息美元债发行，且部分中资境外金融机构发行低利率日元债，拉低了金融板块的融资成本。



本月城投板块也保持票息下行的趋势，平均发行票息为 5.72%，较上月下降了 64.14 个 BP，主要是因为人民币离岸债的融资成本保持低位，再加上东阳国资发行 1 只票息为 1.45% 的离岸日元债，较低的日元债融资成本拉低城投板块的平均成本。

在地产信用风险持续出清以及多个地产企业交换要约的背景下，本月房地产板块票息依旧较高，平均发行票息为 7.76%，同比增长了 310.17 个 BP。

**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

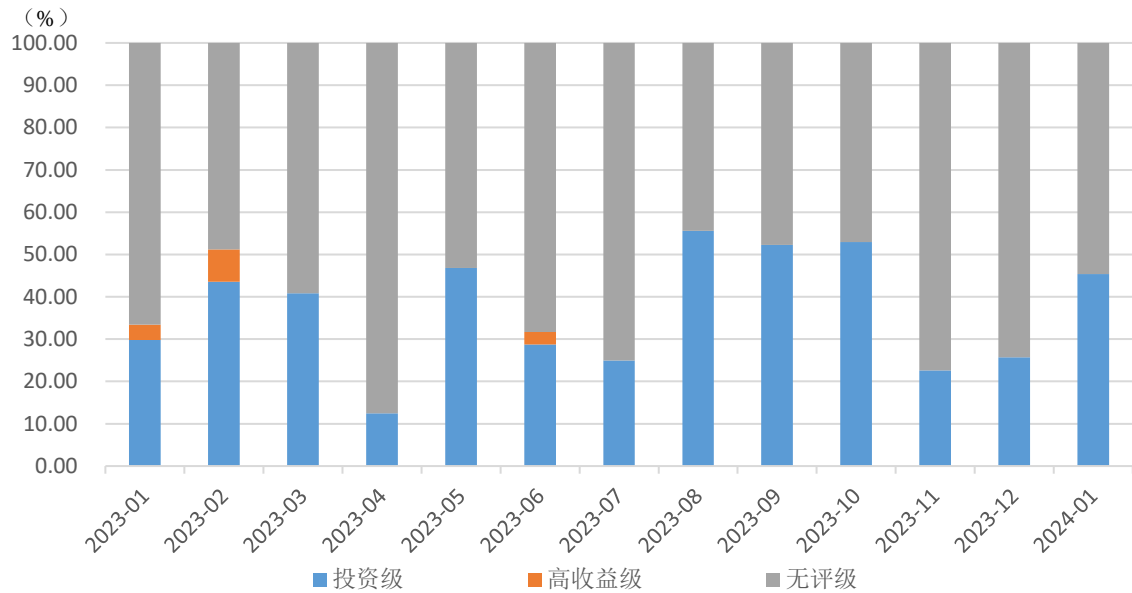
## ● 本月无评级发行规模占比显著回落，附评级级别主要集中在 A 级和 BBB 级区间

1 月，共有 9 只中资离岸债附评级<sup>3</sup>发行，且均为投资级债券，发行规模占比达到 45.4%，较上月增长 19.69 个百分点。其中，附评级发行主体多为金融机构，包括中国农业银行纽约分行、中金香港、国泰君安等。

本月无评级债券<sup>4</sup>发行规模占比为 54.60%，虽然占比依旧较高，但较上月显著回落。

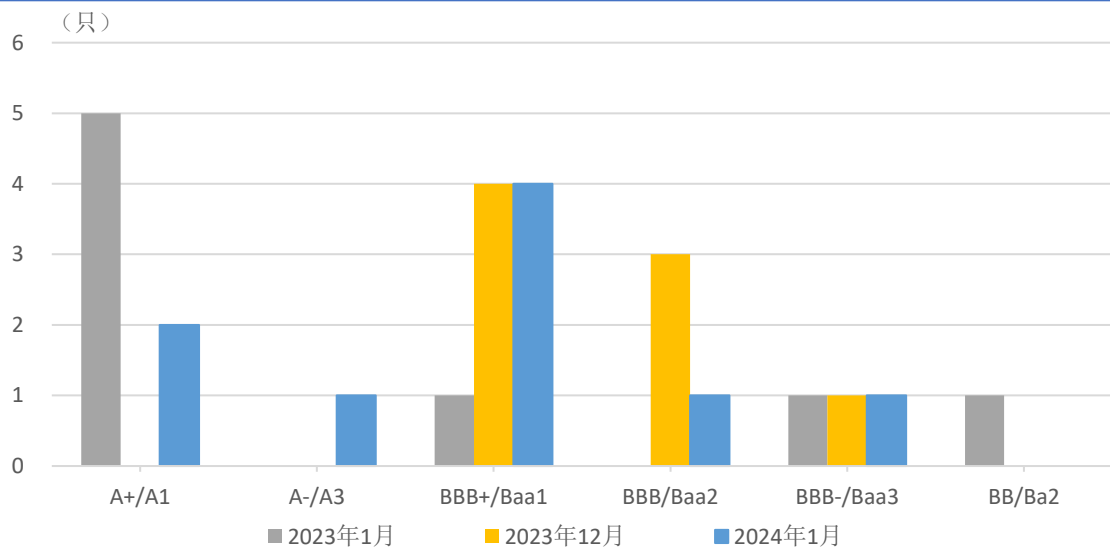
<sup>3</sup> 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。

<sup>4</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。

**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

本月新发中资离岸债信用级别主要集中在 A 级和 BBB 级区间，其中 A 级区间主要为四大行海外分支机构发行的离岸债，BBB 级区间主要为券商金融机构和城投企业所发的离岸债。

**图 12：有评级债券信用等级分布**


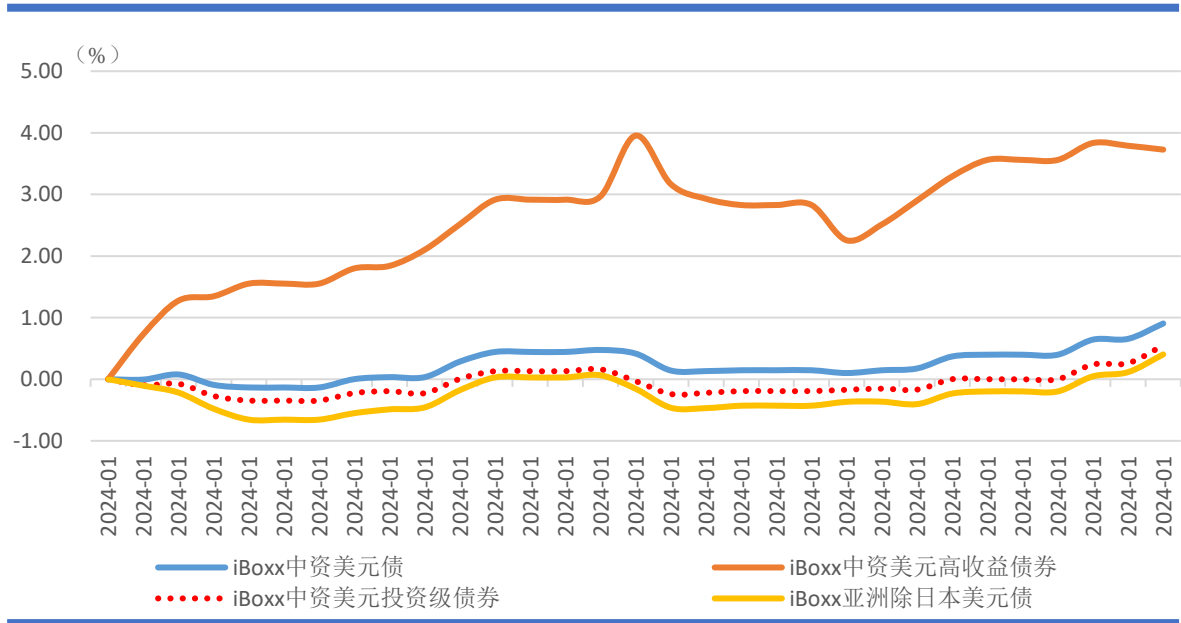
资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

### 三、中资离岸债二级市场概况

- 年初以来中资美元债回报率<sup>5</sup>显著反弹，其中高收益板块表现突出

我们主要考察中资美元债的回报率情况，以 2024 年 1 月 1 日为基点，中资美元债的总回报率在 1 月末达到 0.91%。具体来看，受益于短期美债收益率下降、国内政策对于房地产的持续支持以及城投“一揽子化债方案”的推进，高收益中资美元债回报率在 1 月末走高至 3.73%，投资级中资美元债回报率表现相对较差，仅为 0.55%。

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

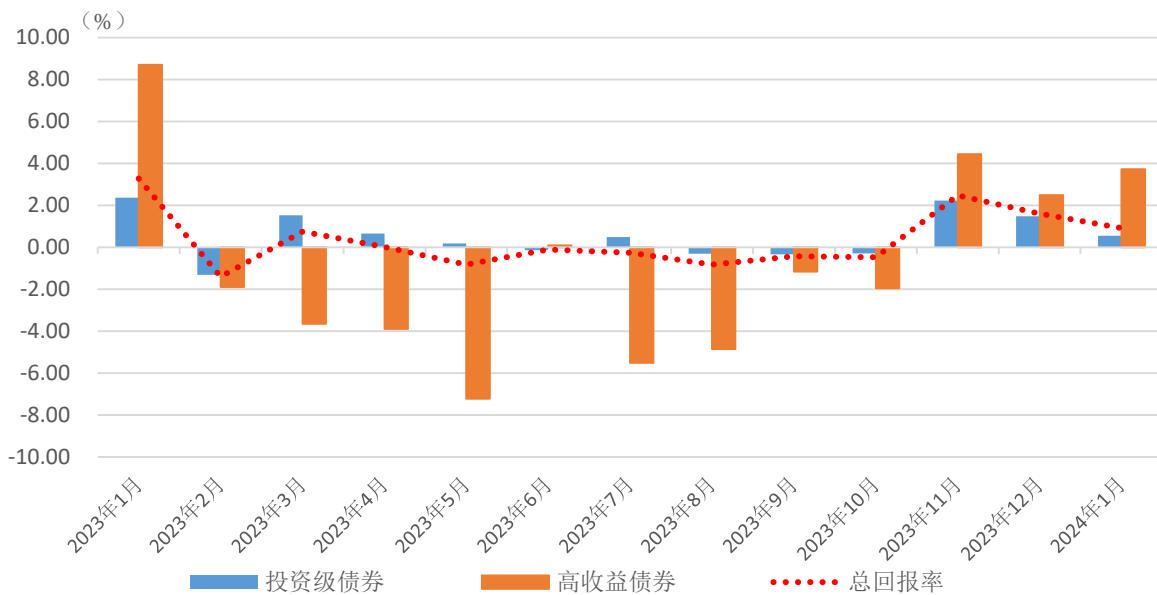
- 中资美元债月度回报率录得正增长，其中房地产板块显著反弹，金融板块保持稳定，城投板块涨幅扩大

1 月，投资级和高收益中资美元债的回报率连续第三个月保持正回报，其中，高收益级月度回报率环比上涨 1.25 个百分点至 3.73%，但投资级月度回报率小幅回落

<sup>5</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%。

0.93 个百分点至 0.55%，拖累总体月度回报率小幅降低 0.69 个百分点至 0.91%。

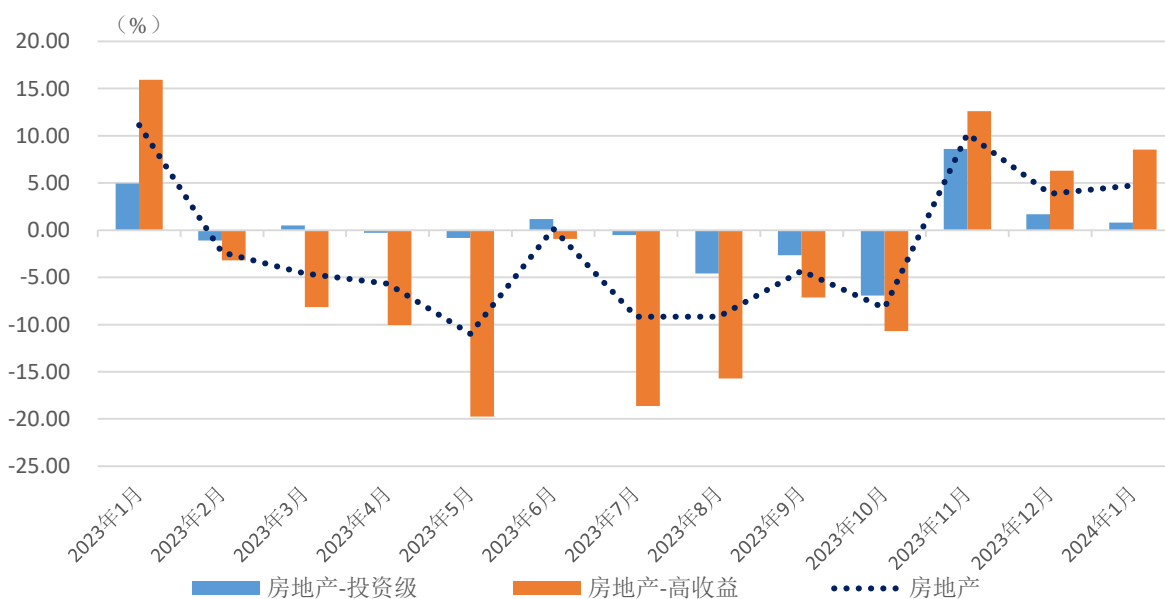
**图 14：中资美元债月度回报率变化**



资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

本月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%。

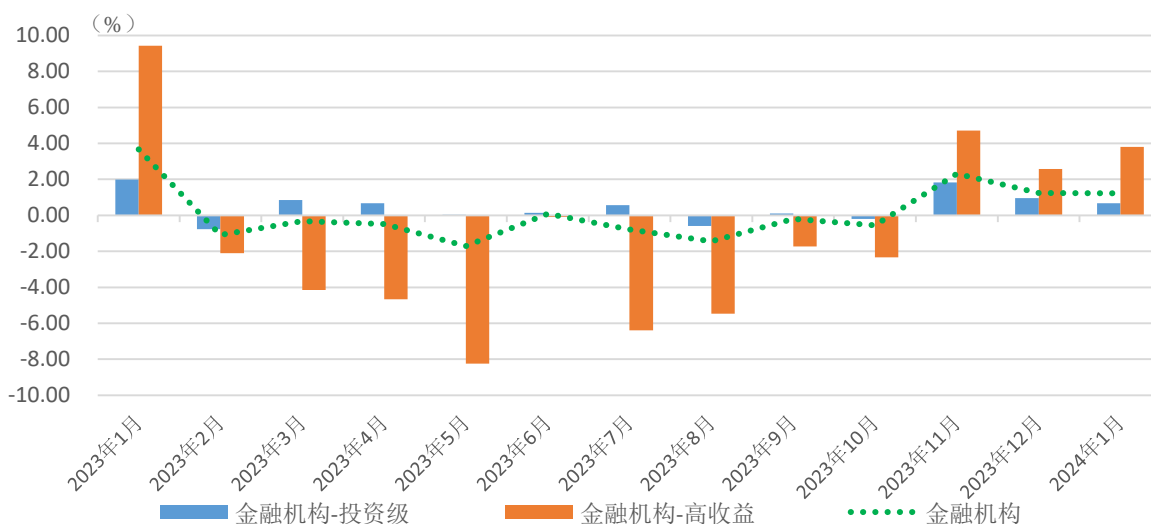
**图 15：房地产板块月度回报率变化**



资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

本月金融美元债月度回报率保持稳定（1.23%），其中，投资级月度回报率环比下滑 0.29 个百分点至 0.67%，高收益级月度回报率环比增长 1.24 个百分点至 3.81%。

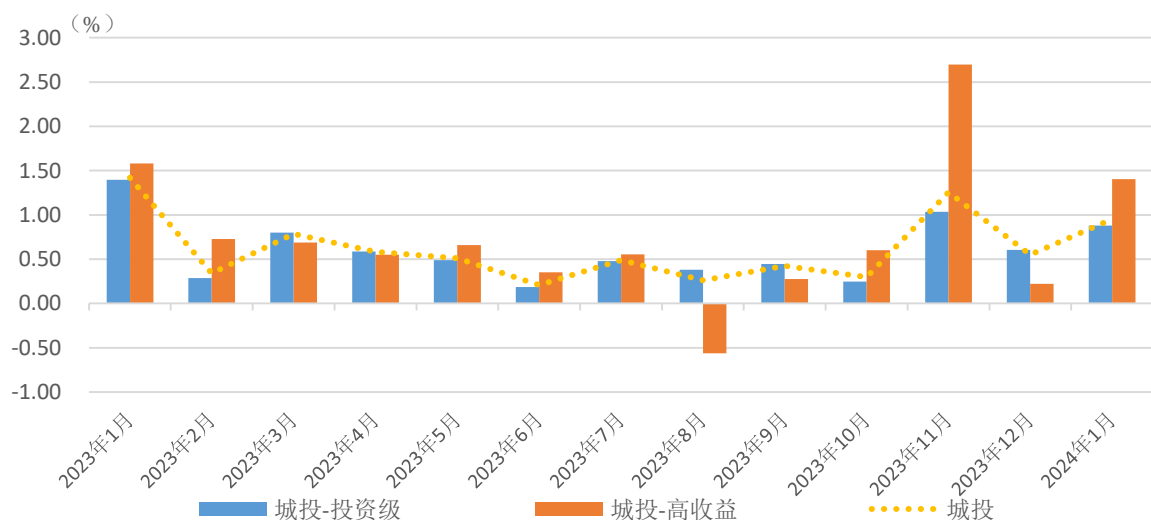
**图 16：金融机构板块月度回报率变化**



资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

本月城投板块月度回报率涨幅扩大至 0.95%，其中，投资级月度回报率环比上涨 0.27 个百分点至 0.88%，高收益级月回报率环比上涨 1.18 个百分点至 1.41%。

**图 17：城投板块月度回报率变化**



资料来源：Bloomberg, 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仍主要集中在地产美元债，多家房企积极推进后续债务处置工作

1月，中资离岸债市场的信用风险仍主要集中在地产美元债板块，中资地产企业呈现差异化表现。一方面，随着住房和城乡建设部和金融监管总局出台了房地产融资支持新政，再加上首批房地产项目融资支持“白名单”加速落地，头部房地产企业的信用风险有所回落。另一方面，以世茂股份为代表的部分房企因融资渠道收窄、经营业绩下滑等原因，依旧面临较大的流动性风险，信用风险继续出清。此外，在金融监管总局强化信用风险管理、加大不良资产处置力度、加快推进城市房地产融资协调机制落地见效的背景下，以华夏幸福、越秀地产、远洋集团为代表的房地产企业积极推进后续债务处置工作。

表 1 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
华夏幸福	华夏幸福公告，根据《债券债务重组安排》，公司及下属子公司九通投资拟于1月12日向截至债权登记日登记在册的持有人支付小额兑付金额剩余的50%，兑付金额约为1.25亿元。
越秀地产	1月12日，公司发布公告称，公司间接全资附属公司愉欣国际有限公司作为发行人，公司作为担保人及联席牵头经办人就建议发行7亿元人民币于2026年到期的年利率4%的有担保票据（将与发行人于2023年11月15日发行的人民币5.1亿元于2026年到期的年利率4%有担保票据合并并形成单一系列）订立认购协议。此次增发票据发行的所得款项净额拟用于置换集团于一年内到期的若干中长期境外债务有关用途。
远洋集团	公司公告称，7只公司债券和3只资产证券化产品展期方案已获持有人会议表决通过，共涉及金额182.66亿元。

资料来源：联合资信整理

### ● 评级调整汇总

1月，国际三大评级机构中的穆迪将济南城市建设集团有限公司从负面观察名单移出并将评级展望调整至负面，信用等级维持 Baa1 级。

**表 2 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	
<b>穆迪 (Moody's)</b>							
济南城市建设集团有限公司	Baa1	负面	2024/01/25	Baa1	列入负面观察名单	2023/12/6	移出负面观察名单并下调展望

资料来源：国际三大官网

本月，联合国国际对三家主体信用等级进行上调（具体见表 4）。其中，联合国国际在上调东阳市国有资产投资有限公司（BBB+/稳定）主体评级后授予其拟发行增信日元债券 A-的国际长期发行债务评级，发行规模为 120 亿日元，发行利率为 1.45%。

**表 3 联合国国际本月等级调整**

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	
无锡市建设发展投资有限公司	A+	稳定	2024/01/08	A	稳定	2023/01/06	上调等级
东阳市国有资产投资有限公司	BBB+	稳定	2024/01/18	BBB	稳定	2023/01/31	上调等级
常山县城市投资集团有限公司	BBB	稳定	2024/01/24	BBB-	稳定	2023/08/25	上调等级

资料来源：联合国国际官网

## ● 2月中资美元债到期压力较大，重点关注地产板块的兑付情况

2月，预计将有 88.32 亿美元的中资离岸债到期，主要关注地产美元债板块的兑付情况。

分币种来看，下月将有 78.68 亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的 89.09%；人民币债到期规模为 4.02 亿美元，到期偿付压力不大；此外，以其他货币计价的中资离岸债包括港元、欧元、日元和新西兰元，合计到期规模为 5.62 亿美元，偿付压力相对较小。

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 39.15 亿美元和 35.42 亿美元离岸债到期，城投板块到期偿付压力相对较小，将有 6.56 亿美元离岸债到期。

**表 4 中资离岸债 2 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	142	78.68
	人民币	8	4.02
	其他币种	14	5.62
按板块划分	金融板块	145	39.15
	房地产板块	7	35.42
	城投板块	5	6.56

资料来源：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】一级市场发行再度回落，二级市场表现持续反弹——中资美元债市场信息月报（2023年12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。