



房企债务重组推动美元债发行大涨， 二级市场表现有所回暖

中资离岸债券市场月报（2024年3月）

联合资信 主权部

主要观点

- 市场环境方面，美联储维持利率不变的背景下各期限美债收益率小幅波动，美元指数先跌后涨，中美国债收益率利差变化不大，在岸、离岸人民币汇率出现分化
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模大涨至127.22亿美元，创下2023年11月以来新高，其中房地产板块在部分房企债务重组成功而新发债券的支撑下发行规模激增
- 二级市场方面，中资美元债回报率平稳上涨，高收益级债券回报率表现更胜一筹，从各板块来看投资级房地产美元债受万科评级下调影响表现最差
- 中资离岸债市场的信用风险仍主要集中在房地产板块，但部分房企债务重组成功在一定程度上提振市场信心；4月中资离岸债券到期规模依然较大，兑付重点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

● 各期限美债收益率小幅波动，美元指数先跌后涨

3月美联储连续第五次维持基准利率不变，同时美联储主席鲍威尔表示“在今年某个时候开始放松政策限制可能是合适的”，点阵图也显示美联储今年有望降息三次，但美国2月CPI再超预期以及美国经济增长韧性仍存等因素使得市场对于美联储降息的预期趋于谨慎，受此影响各期限美债收益率呈小幅波动态势。截至月末，1年期美债收益率较上月末微涨2个BP至5.03%，5年期和10年期美债收益率则均较上月末下跌了5个BP，分别为4.21%和4.20%。

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“先跌后涨”之势。美联储降息确定性增强使得美元指数在月初一度跌破103；随着市场对于美联储降息预期趋于谨慎，再加上瑞士央行超预期降息及欧洲央行表示将在6月开启降息，美元指数持续走强。截至月末，美元指数收于104.5070，较上月末上涨0.36%。

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。

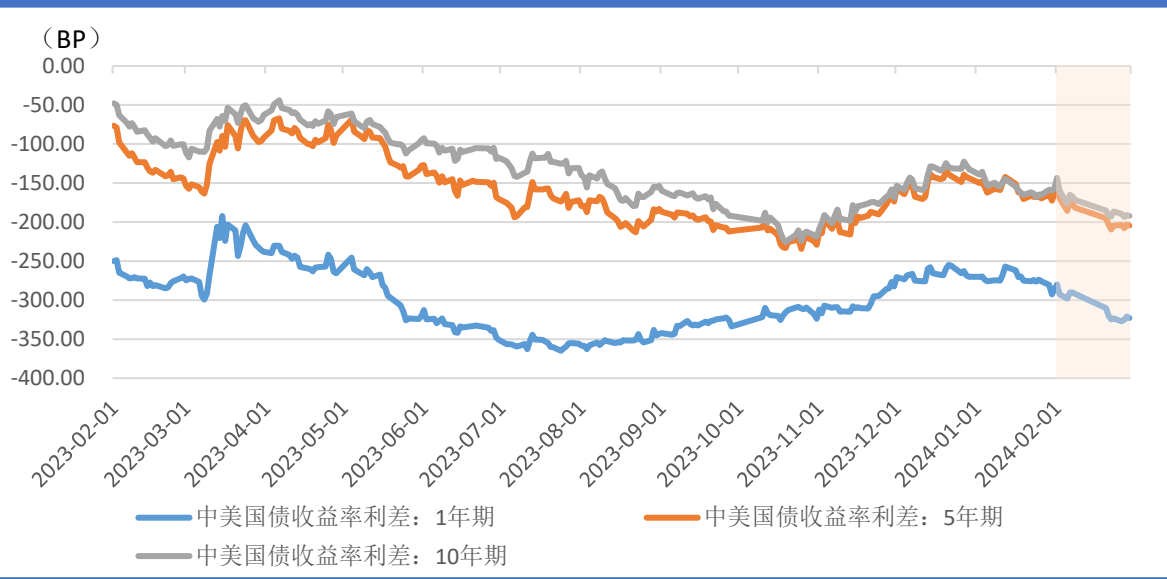
图 2：美元指数走势



资料来源：Wind, 联合资信整理

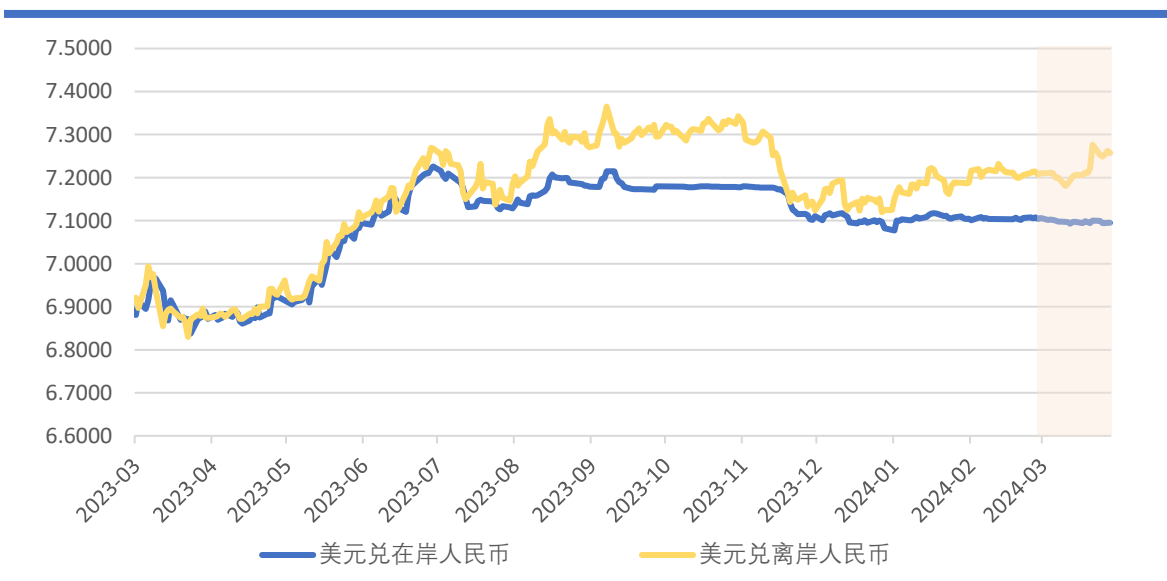
● **中美国债收益率利差变化不大，在岸、离岸人民币汇率出现分化**

本月，中国人民银行维持了灵活适度、精准有效的货币政策基调，同时表示“未来仍有充足的政策空间和丰富的工具储备，法定存款准备金率仍有下降的空间”。中美货币政策持续趋稳使得各期限中美国债收益率利差变化不大。截至月末，1 年期中美国债收益率利差较上月末小幅走扩 1.49 个 BP 至-324.59BP，5 年期和 10 年期中美国债收益率利差则分别较上月末收窄 3.82 个和 1.95 个 BP 至-200.65BP 和-190.30BP。

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，在中美货币政策趋稳、中美国债收益率利差变化不大的背景下在岸人民币汇率表现较为平稳，美元指数下半月走强使得离岸人民币汇率有所走弱，使得在岸、离岸人民币汇率表现出现分化。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.0950，较上月末下跌 0.14%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.278，较上月末上涨 0.73%。

图 4：在岸、离岸人民币汇率走势


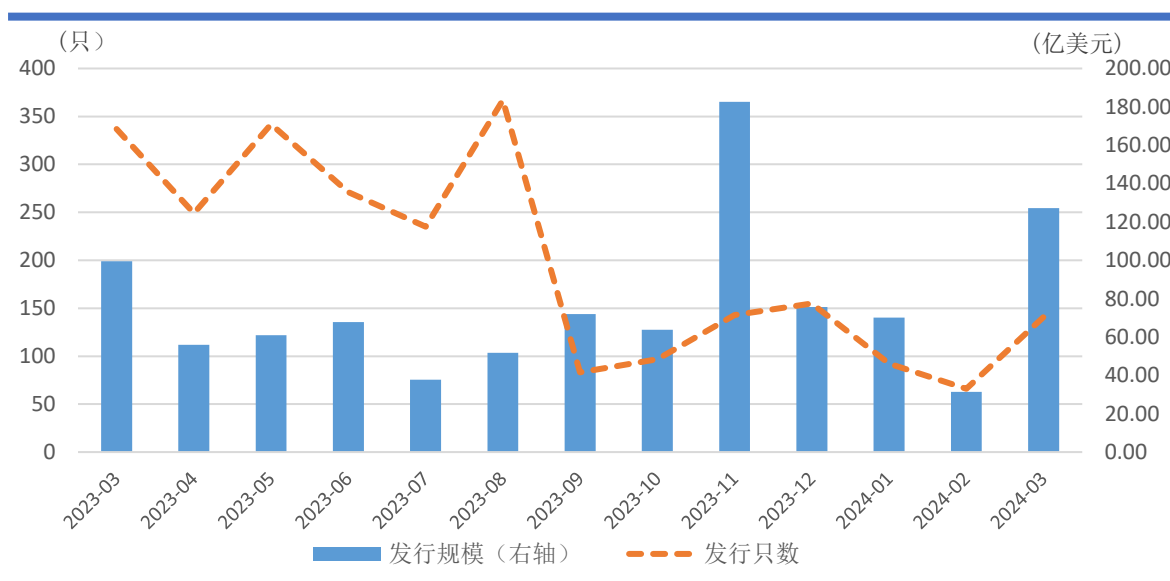
资料来源：Wind, 联合资信整理

二、中资离岸债一级市场概况

- 美联储降息预期及部分房地产企业债务重组成功推动中资离岸债券发行规模大涨

3月，得益于美联储的降息预期及美债收益率保持相对平稳，再加上部分房地产企业因债务重组成功而大规模发行境外债券，中资离岸债券发行规模出现大涨。本月，中资离岸债券一级市场共新发债券 141 只，发行规模合计 127.22 亿美元，环比大涨逾 300%，同比也增长 27.80%，创下 2023 年 11 月以来新高。

图 5：中资离岸债月度发行变化情况

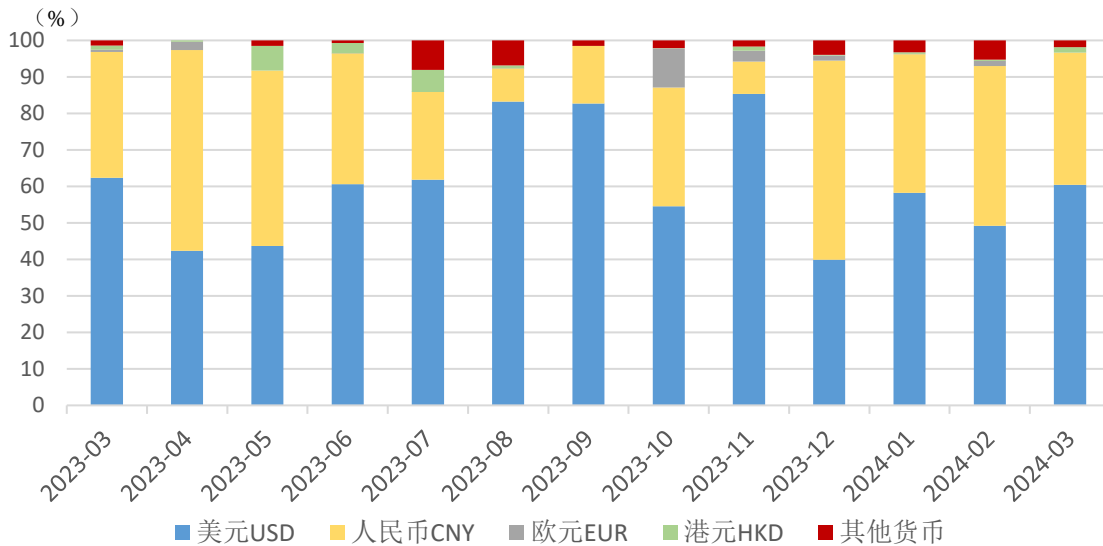


资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

- 离岸美元债发行占比显著提升，离岸人民币债发行占比小幅下降

本月离岸美元债仍是发行主力，月内中资企业共发行 48 只离岸美元债，发行规模合计 76.89 亿美元，占发行总额的比重提升至 60% 左右。本月新发 85 只中资离岸人民币债，发行规模达 46.03 亿美元，占发行总额的比重较上月小幅下降至 36.06%。

除此之外，本月分别发行 3 只离岸港元债和 5 只离岸日元债，发行规模合计 4.30 亿美元，发行规模占比较上月下降至 3.38%。

图 6：中资离岸债币种结构情况


资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

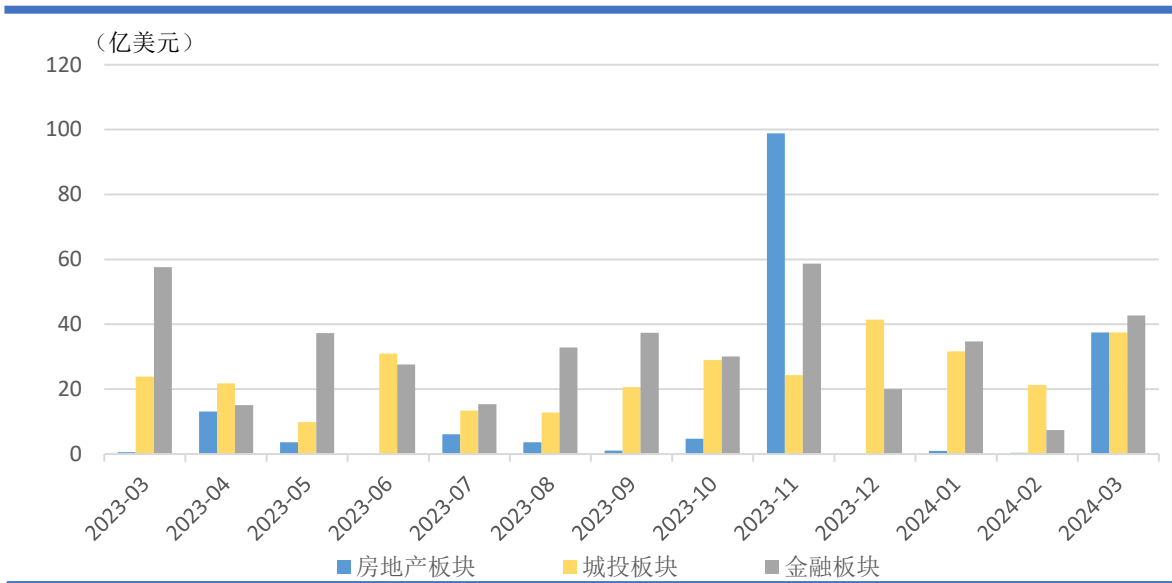
● 金融和房地产板块发行规模均大幅上涨，城投板块发行规模占比明显下降

本月新发中资离岸债各板块分布更加均衡，金融和房地产板块发行规模均大幅上涨并超过城投板块。具体来看，本月离岸金融债券发行显著回暖，全月发行新债 78 只，发行规模达到 42.72 亿美元，环比大涨逾 480%，但同比仍下滑 25.80%。

由于中国奥园和中梁控股均完成境外债务重组并大规模发行新债，房地产板块本月发行只数提高至 6 只，发行规模增暴增逾百倍至 37.46 亿美元，创下 2023 年 11 月以来的最高值。

本月城投企业共发行离岸债券 48 只，发行规模达 37.43 亿美元，环比和同比分别上涨 75.77% 和 56.96%，发行规模占月内中资离岸债券发行总额的比重则大幅降至 30% 以下。

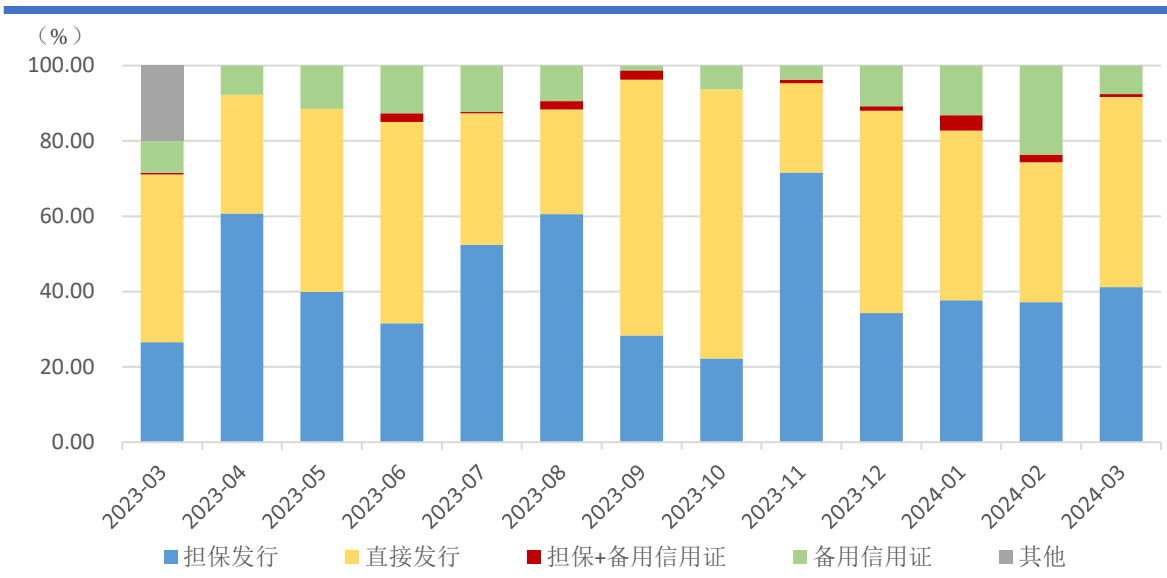
图 7：房地产、城投及金融三大板块发行规模情况



资料来源：Bloomberg，联合资信整理

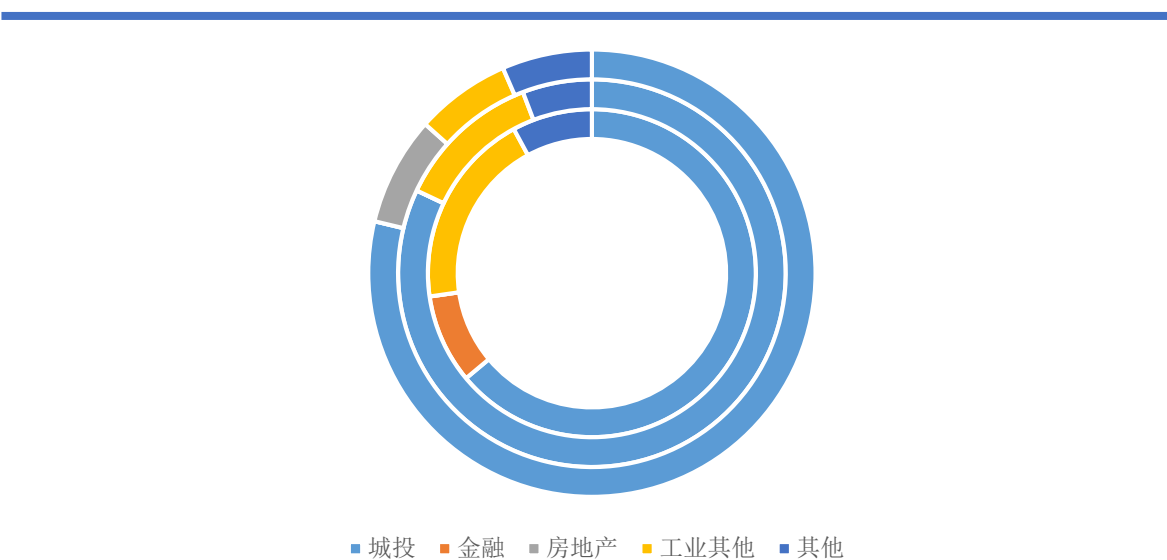
● 直接发行和担保发行仍为主流架构，选择备用信用证架构增信的债券占比明显下降

3月新发的中资离岸债仍主要采用“直接发行”和“担保发行”两种架构，但发行规模合计占比大幅提升至90%以上。其中，直接发行规模占比再度突破50%，担保发行规模占比也提升至41.21%。以备用信用证架构发行的中资离岸债规模占比则较上月大幅下降8.32%，为2023年11月以来的最低值。

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 21 只新发中资离岸债采用备用信用证进行增信，10.58 亿美元，环比增长逾 30%，其中来自城投板块的发行规模达 8.33 亿美元，占比近 80%。

图 9：备用信用证发行架构板块分布


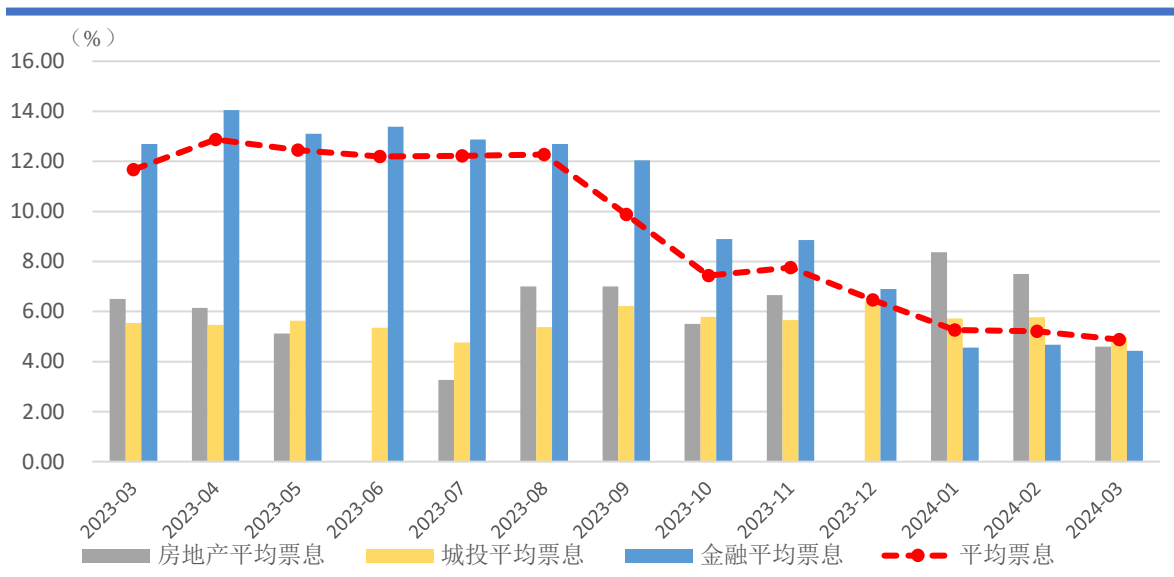
注：内、中和外圈分别为 2023 年 3 月、2024 年 2 月和 2024 年 3 月数据

资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

● **新发离岸债券的平均融资成本降至近一年多以来的最低水平，不同板块平均发行票息均出现不同程度下降**

本月中资离岸债券平均发行票息降至 4.88%，创下 2022 年下半年以来的最低水平。具体来看，房地产板块本月平均发行票息降幅最大，环比大跌 290 个 BP 至 4.60%；金融板块平均发行票息环比小幅下跌 23.68 个 BP 至 4.43%，在三大板块中仍处于最低水平；城投板块平均发行票息环比下跌 79.16 个 BP 至 4.98%，但仍处于相对较高水平。

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进一步上涨，受评债券级别区间分布小幅扩大**

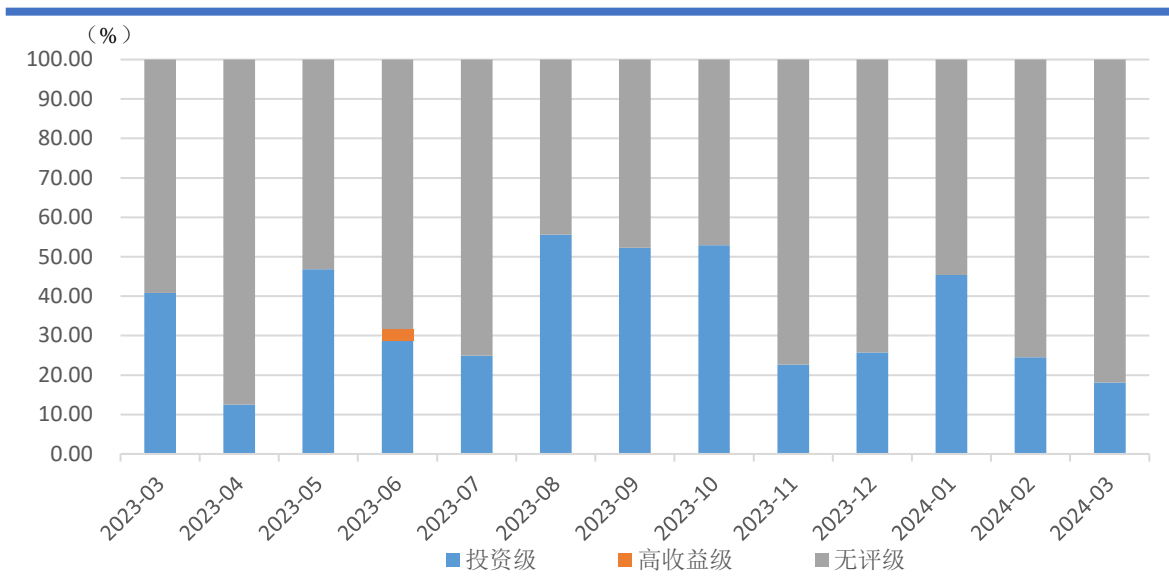
3 月，仅有 7 只中资离岸债附评级²发行，且均为投资级债券，发行规模占比达到 18.07%，环比下跌 6.43 个百分点；无评级债券³发行规模占比进一步上涨至 81.93%，

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。

创下近一年以来的最高水平。

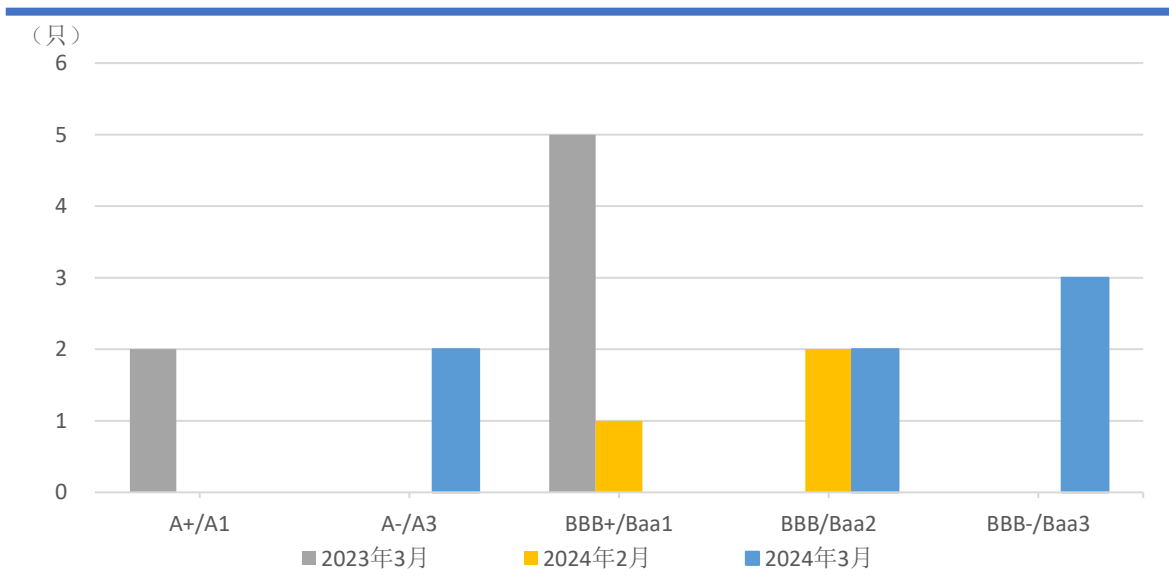
图 11：投资级和投机级债券发行占比



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分布小幅扩大，但仍主要集中在 BBB-级至 A-级，主要为中资金融机构所发的离岸债。

图 12：有评级债券信用等级分布



资料来源：Bloomberg, 联合资信整理

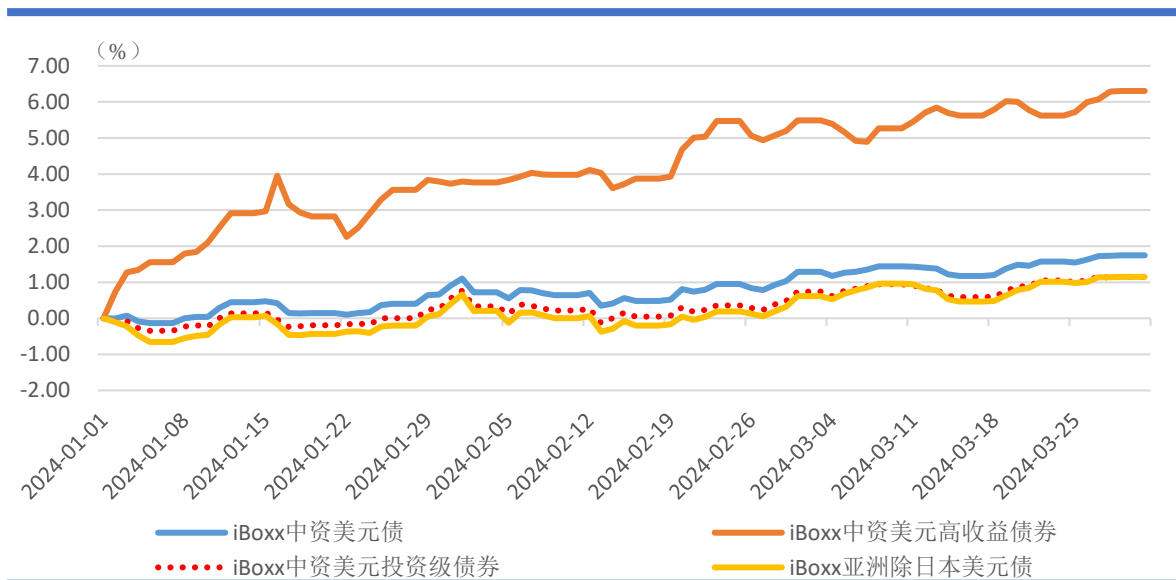
三、中资离岸债二级市场概况

● 3月以来中资美元债回报率⁴平稳上涨，高收益级债券回报率表现更胜一筹

以2024年1月1日为基点，中资美元债的总回报率在3月末为1.75%，较上月末上涨了0.72个百分点。

具体来看，得益于中国奥园和中梁控股均完成境外债务重组及多项房地产利好措施的持续出台，高收益级中资美元债回报率表现更胜一筹，较上月末上涨1.11个百分点至6.30%，投资级中资美元债回报率则较上月末小幅上涨0.66个百分点至1.14%，高收益级和投资级美元债回报率表现仍呈分化之势。

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再度转正，受万科评级下调影响投资级房地产美元债表现最差

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%。

本月中资美元债月度回报率再度转正，环比上涨 0.52 个百分点至 0.45%，其中投资级美元债月度回报率由负转正至 0.40%，高收益级美元债月度回报率则小幅下滑至 0.77%，但表现仍好于投资级美元债。

表 1 各板块中资美元债月度回报率

	2023.3	2024.2	2024.3
总回报率	0.75	-0.07	0.45
投资级债券	1.53	-0.28	0.40
高收益债券	-3.65	1.35	0.77
金融机构	-0.33	0.24	0.49
金融机构-投资级	0.85	-0.03	0.40
金融机构-高收益	-4.16	1.29	0.83
城投	0.79	0.54	0.54
城投-投资级	0.80	0.45	0.53
城投-高收益	0.69	1.09	0.58
房地产	-4.58	0.91	1.05
房地产-投资级	0.50	-1.06	0.19
房地产-高收益	-8.16	2.77	1.85

资料来源：Bloomberg，联合资信整理

本月金融美元债月度回报率进一步小幅上涨至 0.49%，其中投资级金融美元债月度回报率由负转正至 0.40%，高收益级金融美元债月度回报率则环比下跌 0.46 个百分点至 0.83%。

城投美元债月度回报率较上月基本持平，仍为 0.54%，其中投资级城投美元债月度回报率环比小幅上涨至 0.53%，高收益级城投美元债月度回报率则下滑至 0.58%。两者表现进一步趋同。

房地产板块是本月表现最佳的主要板块，月度回报率环比提升 0.15 个百分点至 1.05%，其中投资级房地产美元债受万科评级下调影响表现较差，月度回报率仅为 0.19%，高收益级房地产美元债月度回报率尽管较上月有所下滑，但仍高达 1.85%。

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，但部分房地产企

业债务重组取得成功在一定程度上提振市场信心

3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。本月金辉控股首次出现债务违约，再加上万科遭到多家评级机构下调评级也备受市场关注，房地产美元债风险仍在持续发酵。另一方面，中国奥园和中梁控股双双宣布境外债务重组成功，在一定程度上有助于提振市场信心。

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
金辉控股	3月20日，金辉控股发布公告称，一笔2024年3月20日到期的美元票据未能按期支付，构成债务违约，随后穆迪将其公司家族评级下调至Ca，并将其高级无抵押评级下调至C
中梁控股	3月19日，中梁控股宣布境外债务重组各项条件已获满足，所有重组条件在3月20日生效。根据公告，中梁控股涉及重组计划本息金额合计13.16亿美元，公司将以现金支付金额相当债权人所持债务未偿还本金额1%的前期本金付款，其余99%的本金将以新优先票据及新可换股债券替换。
中国奥园	3月21日，中国奥园发布公告称，公司境外债务重组计划达成所有重组条件，于3月20日起生效。按照此前披露的债务重组方案，中国奥园将发行新的融资工具对原有约61亿美元的境外债务进行置换，包括4只共计23亿美元的新债务工具展期至2031年，以及14亿股普通股、1.43亿美元无息强制可转换债券、16亿美元永续债。

资料来源：联合资信整理

● 评级调整汇总

3月，国际三大评级机构共对12家中资机构进行了信用级别/展望调整，其中下调仍主要集中在房地产行业，包括万科、龙湖、金辉、雅居乐等都遭遇了评级下调，评级上调则主要集中在制造业。

表 3 国际三大评级机构本月评级调整

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)							
万科地产(香港)有限公司	BBB	负面观察	2024/03/15	BBB	稳定	2023/09/27	下调展望

万科企业股份有限公司	BBB+	负面观察	2024/03/15	BBB+	稳定	2023/09/27	下调展望
新湖中宝股份有限公司	B-	负面	2024/03/15	B	负面	2023/09/26	下调评级
穆迪 (Moody's)							
上海电气集团股份有限公司	Baa3	稳定	2024/03/04	Baa3	负面	2023/04/06	上调展望
上海电气控股集团有限公司	Baa3	稳定	2024/03/04	Baa3	负面	2023/04/06	上调展望
金辉控股(集团)有限公司	Ca	负面	2024/03/22	Caa1	负面	2023/09/14	下调评级
雅居乐集团控股有限公司	Caa2	负面	2024/03/25	Caa1	负面	2022/12/02	下调评级
美团	Baa3	正面	2024/03/27	Baa3	稳定	2023/03/30	上调展望
惠誉 (Fitch)							
龙湖集团控股有限公司	BB+	负面	2024/03/28	BBB-	负面	2023/09/15	下调级别
万科企业股份有限公司	BB+	负面观察	2024/03/22	BBB	稳定	2023/10/17	下调级别
北京汽车集团有限公司	A-	稳定	2024/03/13	BBB+	稳定	2024/01/18	上调级别
北京汽车股份有限公司	A-	稳定	2024/03/13	BBB+	稳定	2023/09/01	上调级别
上海华谊控股集团有限公司	BBB+	稳定	2024/03/12	BBB-	稳定	2024/01/18	上调级别

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，均为城投类企业（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	
扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司	A-	稳定	2024/03/25	BBB+	稳定	2023/03/27	上调等级
盐城高新区投资集团有限公司	BBB	正面	2024/03/04	BBB-	正面	2023/03/06	上调等级

资料来源：联合国际官网

● 4月中资离岸债券到期规模依然较大，兑付重点仍集中在金融和房地产板块

4月，预计将有174.08亿美元的中资离岸债到期，较上月小幅增加。分币种来看，下月将有146.36亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的84%左右；以港币和欧元计价的中资离岸债券到期规模相对较大，分别为5.24亿美元和16.74亿美元；人民币债到期规模仅为1.84亿美元，到期偿付压力较小。

分板块来看，下月金融板块和房地产板块到期偿付压力有所减轻但仍处于相对较高水平，分别将有72.10亿美元和31.61亿美元离岸债到期；城投板块到期偿付规模较上月有所减少，仅有9.20亿美元离岸债到期。

表5 中资离岸债4月到期情况

划分标准	到期情况	
	类型	到期规模（亿美元）
按币种划分	美元	146.36
	人民币	1.84
	港币	5.24
	欧元	16.74
	其他币种	3.88
按板块划分	金融板块	72.10
	房地产板块	31.61
	城投板块	9.20

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

[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
\(2024年02月\)](#)

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。