



# 多重因素抑制一级市场发行，二级市场表现呈较大分化

中资离岸债券市场月报（2024年4月）

联合资信 主权部

## 主要观点

- 市场环境方面，数据显示美国经济或陷入“滞胀”风险，美联储降息预期延后导致各期限美债收益率继续攀升，美元指数明显上涨，中美国债收益率利差纷纷走扩，在岸、离岸人民币汇率继续分化
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模回落至 58.32 亿美元，新发中资离岸债主要集中在城投板块，金融板块发行规模大幅下降，房地产板块无新增发行
- 二级市场方面，本月中资美元债月度回报率由正转负，各板块高收益债券和投资级债券均呈现差异化表现，其中高收益级房地产美元债月度回报率表现最好
- 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；5月中资离岸债券到期规模显著回落，兑付重点集中在金融板块



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

### ● 美联储降息预期延后导致各期限美债收益率继续攀升，美元指数明显上涨

4月，多项经济数据显示美国经济或陷入“滞胀”风险。一方面，美国2024年一季度的实际GDP折年率为1.6%，较去年四季度的3.4%显著收窄。另一方面，受能源及食品价格回升影响，美国3月CPI增幅同比和环比均超预期，再加上美国3月零售数据也超市场预期走强，显示美国的通胀压力二次升温。为此，美联储多位官员频频释放“鹰派”信号，市场预期美联储的首次降息时间或进一步延后至9月。受此影响，各期限美债收益率呈持续上涨态势。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22个、51个和49个BP至5.25%、4.72%和4.69%。

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，美元指数呈明显上涨态势。4月10日美国劳工部公布3月CPI数据，CPI增幅及核心CPI增幅均超出市场预期，数据显示美国通胀二次走高，受此影响美元指数大幅走强，当天涨幅超过1%。相比于欧洲央行释放6月降息信号，市场对于美联

<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。

储降息预期更加谨慎，带动美元指数持续走强。截至月末，美元指数收于 106.3369，较上月末上涨 1.75%。

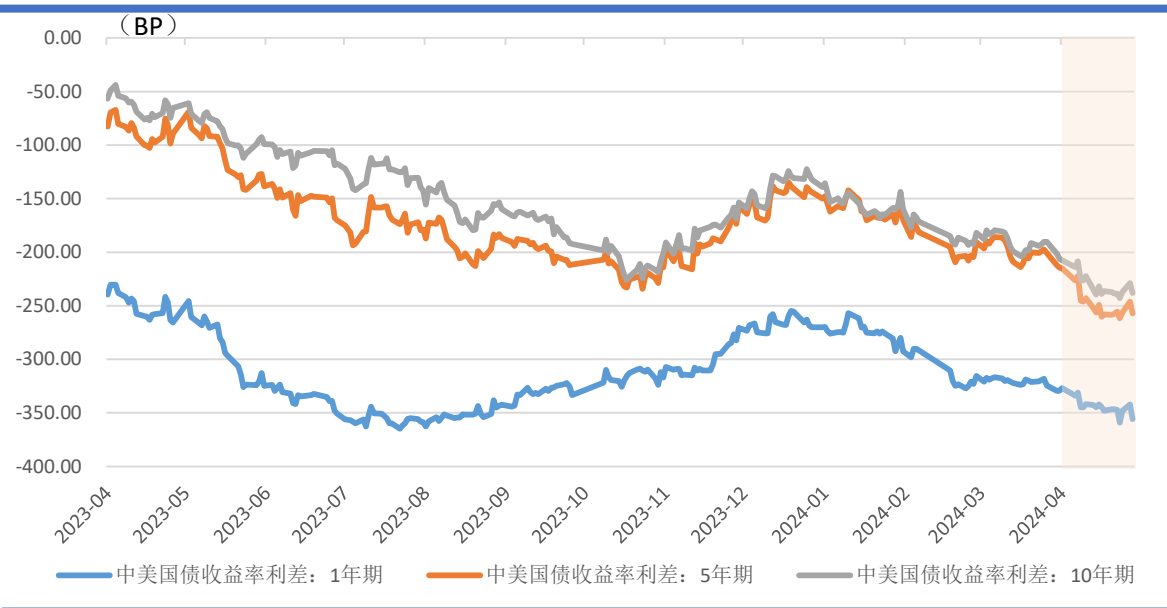
**图 2：美元指数走势**



资料来源：Wind, 联合资信整理

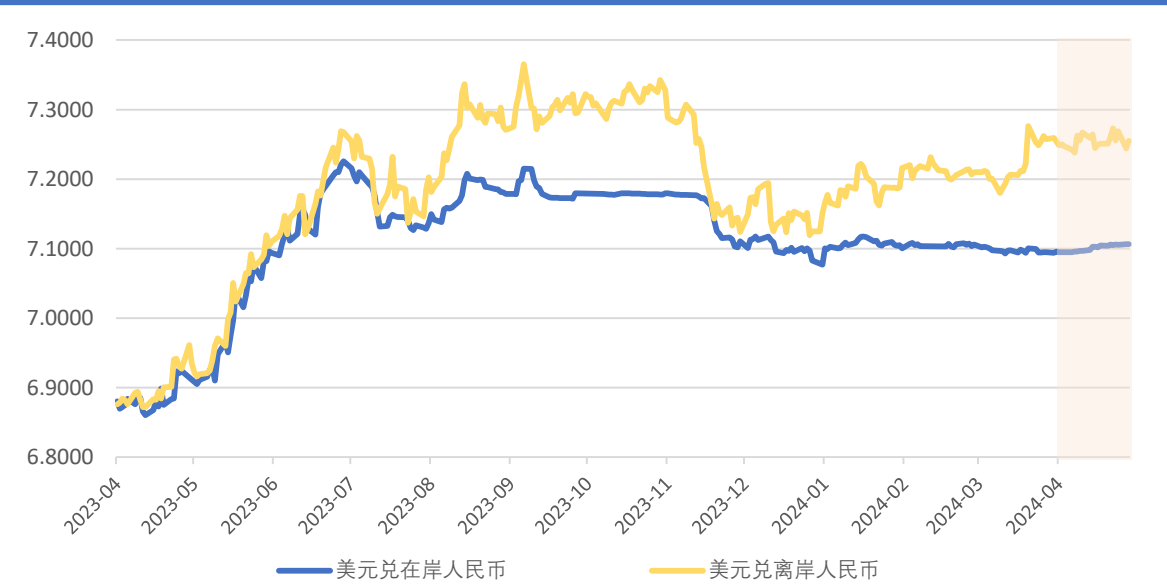
- **各期限中美国债收益率利差纷纷走扩，在岸、离岸人民币汇率继续分化**

本月，在中国 2024 年一季度经济增幅达到 5.3%、宏观经济延续回升向上趋势的背景下，中国人民银行的货币政策继续保持稳健，1 年期 LPR 和 5 年期以上 LPR 均与前值持平，因此各期限国债收益率变化较小。但在各期限美债收益率大幅上涨的背景下，各期限中美国债收益率利差纷纷走扩。截至月末，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 31.14 个、56.54 个和 47.93 个 BP 至 -355.73BP、-257.19BP 和 -238.23BP。

**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，中国经济持续复苏以及央行延续稳健的货币政策，对在岸人民币形成支撑，整体汇率波动较为平缓，但在美元指数走强以及中美利差倒挂加深的影响下，月末美元兑在岸人民币汇率小幅收涨。在岸、离岸人民币汇率出现明显分化，本月离岸人民币汇率双向波动明显。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.1063，较上月末小幅上涨 0.16%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.2550，较上月末微跌 0.03%。

**图 4：在岸、离岸人民币汇率走势**


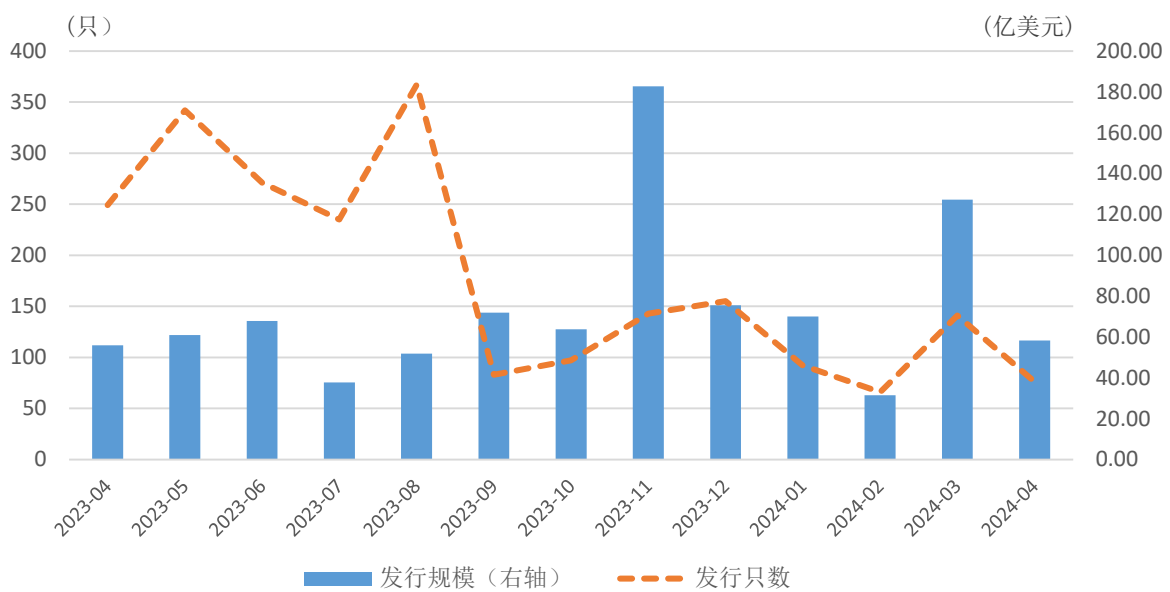
资料来源：Wind, 联合资信整理

## 二、中资离岸债一级市场概况

- 美联储降息预期趋于谨慎、境外美元债融资成本高企以及头部房企舆情风险走高，导致中资离岸债券发行规模出现明显回落

4月，由于美联储降息预期趋于谨慎，各期限中美国债利差倒挂加深以及头部房企舆情风险走高，中资离岸债券发行规模出现明显回落。本月，中资离岸债券一级市场共新发债券76只，发行规模合计58.32亿美元，在高基数效应下环比大幅回落54.16%，同比则小幅上涨4.30%。

图5：中资离岸债月度发行变化情况



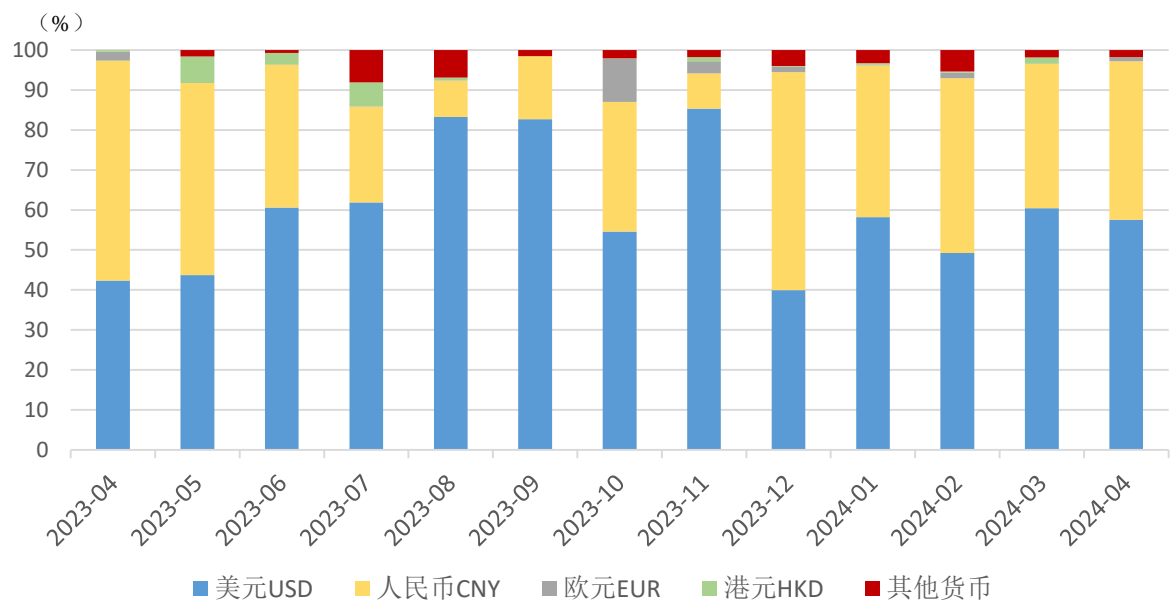
资料来源：联合资信整理

- 离岸美元债发行占比继续保持优势，离岸人民币债发行占比小幅上涨，其他币种离岸债发行占比小幅回落

本月离岸美元债仍是发行主力，月内中资企业共发行35只离岸美元债，发行规模合计33.59亿美元，占发行总额的比重高达57.60%。本月新发36只中资离岸人民币债，发行规模达到23.12亿美元，占发行总额的比重较上月小幅上涨至39.64%。

除此之外，本月分别发行 2 只离岸日元债、1 只离岸欧元债、1 只离岸港元债和 1 只离岸新西兰元债，发行规模合计 1.61 亿美元，发行规模占比较上月下降至 2.76%。

**图 6：中资离岸债币种结构情况**



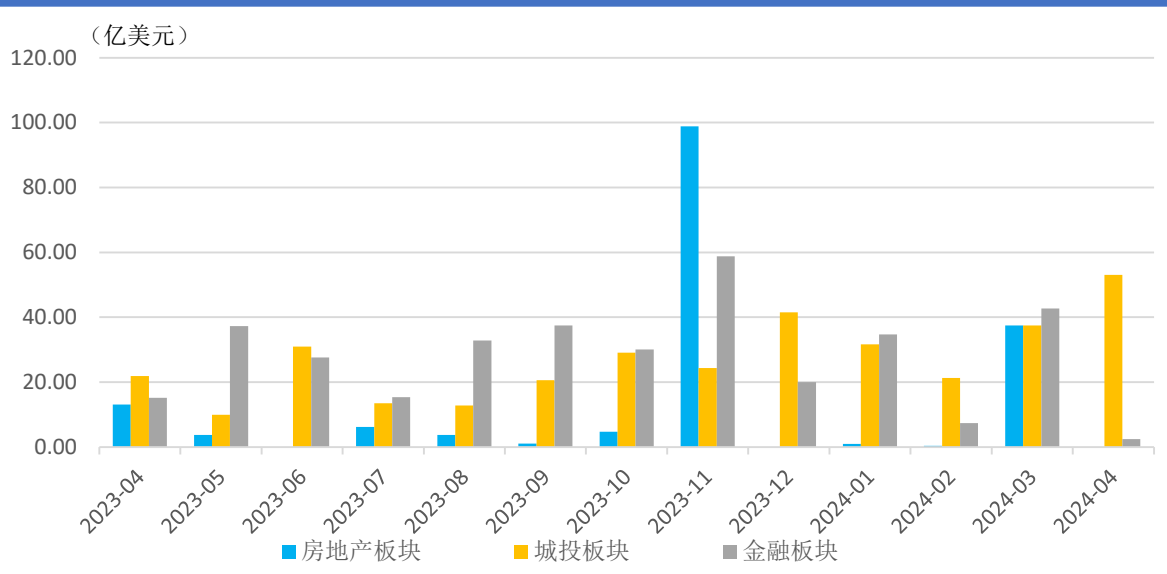
资料来源：联合资信整理

- **城投板块发行规模占比显著攀升，金融板块发行规模大幅下降，  
房地产板块无新增发行**

本月新发中资离岸债主要集中在城投板块，金融板块发行规模大幅下降，房地产板块无新增发行。具体来看，本月城投企业共发行离岸债券 50 只，发行规模达 53.09 亿美元，环比和同比分别大幅上涨 41.84% 和 143.14%，发行规模占月内中资离岸债券发行总额的比重大幅攀升至 90% 以上。

本月离岸金融债券发行显著回落，全月发行新债 25 只，发行规模下降至 2.46 亿美元，环比和同比分别大幅下跌 94.24% 和 83.73%。

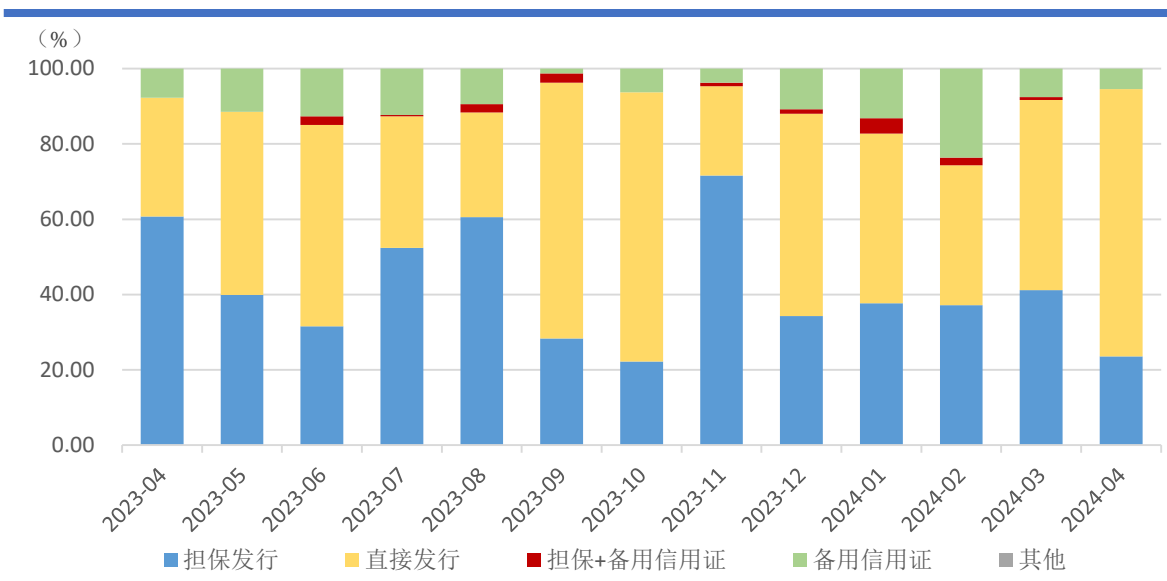
虽然本月部分出险房企的债务重组取得一定进展，但受头部房企舆情风险走高的影响，市场观望情绪重燃，离岸地产债发行承压，本月房地产板块无新增发行。

**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

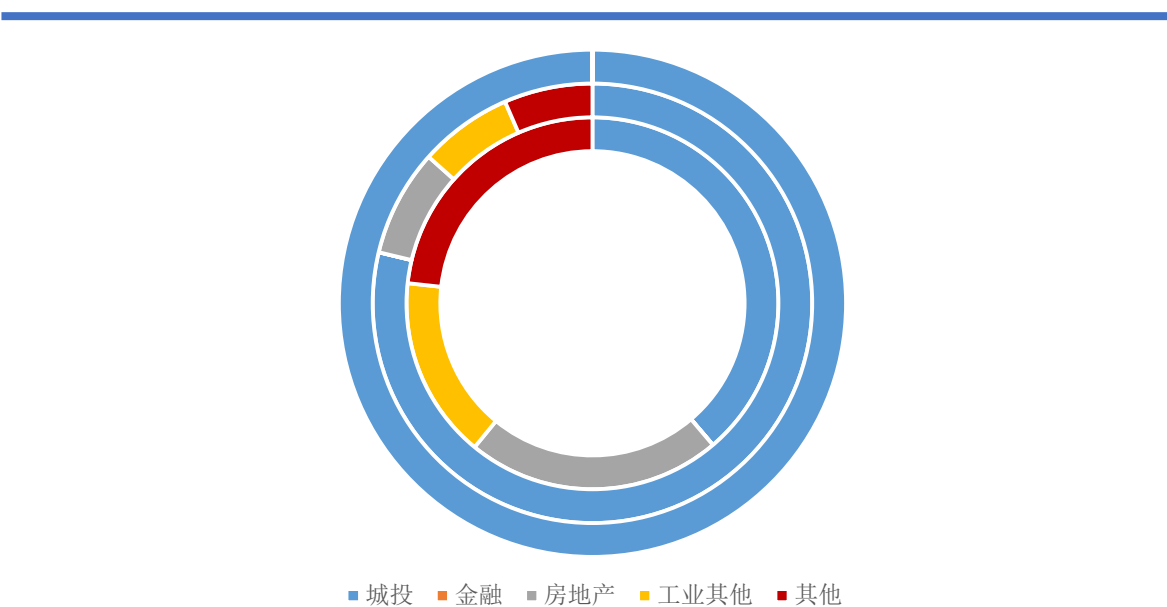
### ● 直接发行和担保发行仍为主流架构，选择备用信用证架构增信的债券占比明显下降

本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，二者发行规模合计占比大幅提升至 95%左右。其中，直接发行规模占比突破 70%，担保发行规模占比回落至 23.6%。以备用信用证架构发行的中资离岸债规模占比则较上月小幅下降 5.42%，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：联合资信整理

本月，共有 6 只新发中资离岸债采用备用信用证进行增信，合计发行规模为 3.16 亿美元，环比大幅下跌逾 70%。本月采用备用信用证的发行主体均分布在城投板块，其他板块未采用备证结构。

**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 4 月、2024 年 3 月和 2024 年 4 月数据

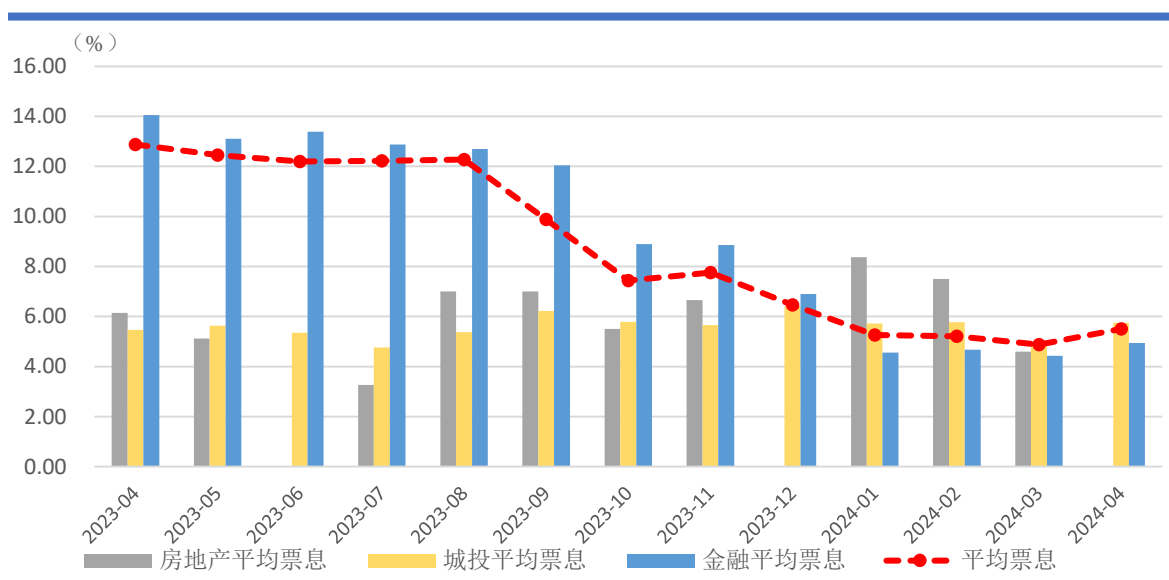
资料来源：联合资信整理



## ● 新发离岸债券的平均融资成本回升至今年以来的最高水平，城投和金融板块的平均发行票息均大幅走高

本月，受美联储降息预期延后以及各期限美债收益率走高等因素影响，中资离岸债券平均发行票息较上月走高 63.15 个 BP 至 5.51%，回升至今年以来的最高水平。具体来看，城投板块本月平均发行票息涨幅最大，环比大幅上涨 76.67 个 BP 至 5.75%；金融板块平均发行票息环比也大幅上涨 50.77 个 BP 至 4.94%；本月房地产板块无新增发行，故无票息数据。

图 10：中资离岸债平均票息变动情况（总体及分板块）



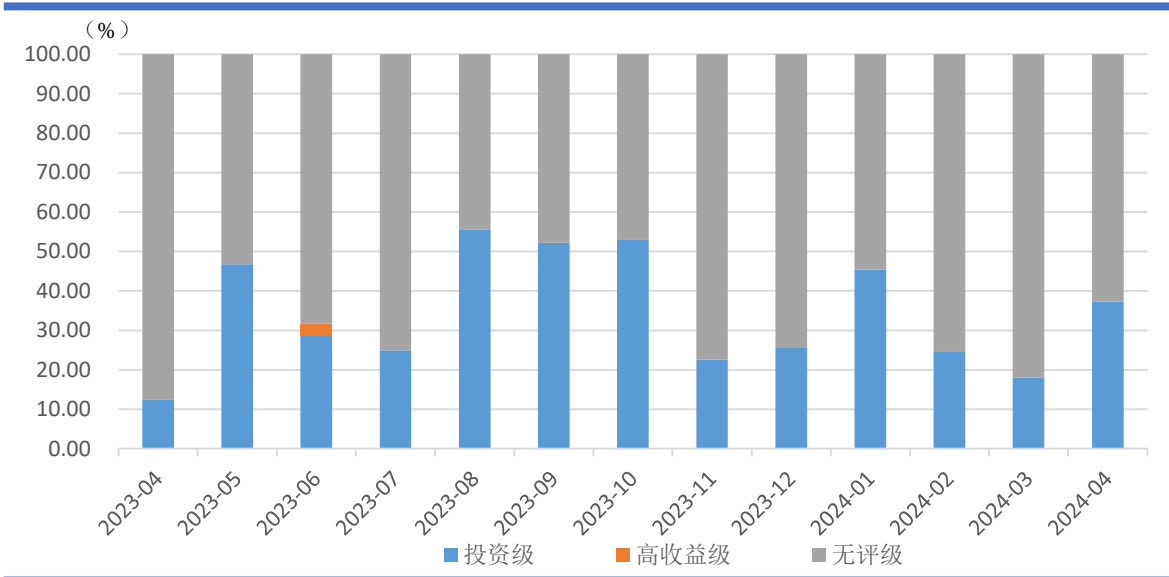
资料来源：联合资信整理

## ● 本月无评级发行规模占比明显回落，受评债券级别区间分布小幅扩大

本月，共有 10 只中资离岸债附评级<sup>2</sup>发行，且均为投资级债券，发行规模占比达到 37.29%，环比上涨 19.23 个百分点；无评级债券<sup>3</sup>发行规模占比回落至 62.71%。

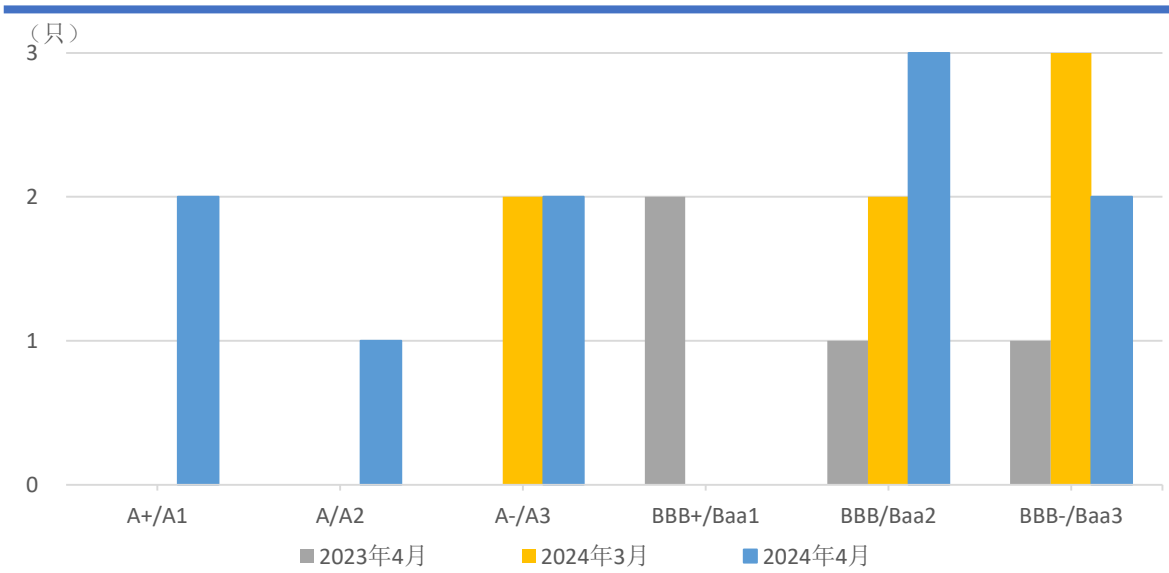
<sup>2</sup> 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。

<sup>3</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：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，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：联合资信整理

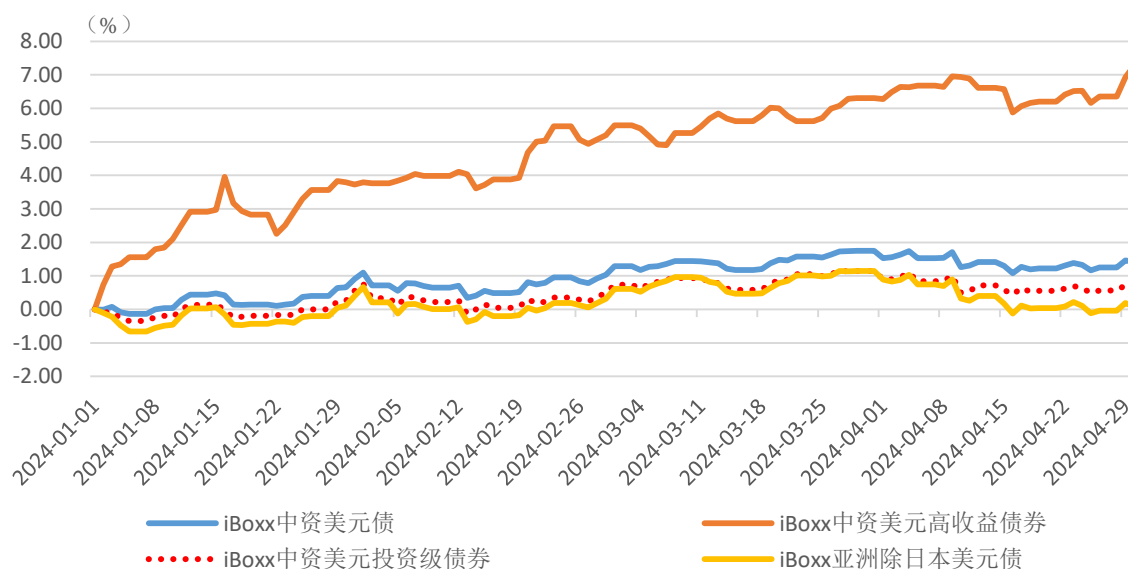
### 三、 中资离岸债二级市场概况

#### ● 4月以来中资美元债回报率<sup>4</sup>小幅收跌，但高收益级债券回报率表现依旧较好

以2024年1月1日为基点，中资美元债的总回报率在4月末为1.41%，较上月末下降了0.33个百分点。

具体来看，得益于金辉控股偿付完成原本于3月到期的1只美元债券，宝龙地产、花样年控股以及旭辉控股等房企在债务重组上获取进展以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依旧较好，较上月末上涨0.97个百分点至7.27%，投资级中资美元债回报率则较上月末小幅回落0.53个百分点至0.62%，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：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由正转负，各板块高收益债券和投资级债券均呈现差异化表现

本月中资美元债月度回报率由正转负，环比下跌 0.56 个百分点至-0.11%，其中投资级美元债月度回报率也由正转负并下探至-0.28%，高收益级美元债月度回报率则小幅上涨至 0.93%，表现好于投资级美元债。

表 1 各板块中资美元债月度回报率

	2023.4	2024.3	2024.4
总回报率	0.02	0.45	-0.11
投资级债券	0.66	0.40	-0.28
高收益债券	-3.90	0.77	0.93
金融机构	-0.49	0.49	0.23
金融机构-投资级	0.67	0.40	0.05
金融机构-高收益	-4.66	0.83	0.91
城投	0.58	0.54	0.54
城投-投资级	0.59	0.53	0.46
城投-高收益	0.55	0.58	1.02
房地产	-5.68	1.05	1.45
房地产-投资级	-0.30	0.19	-0.44
房地产-高收益	-10.04	1.85	2.64

资料来源：联合资信整理

本月金融美元债月度回报率进一步小幅回落至 0.23%，其中投资级金融美元债月度回报率下跌明显，环比下降 0.35 个百分点至 0.05%；高收益级金融美元债月度回报率则环比微涨 0.08 个百分点至 0.91%。

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回落至 0.46%，高收益级城投美元债月度回报率则上涨至 1.02%。

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 0.40 个百分点至 1.45%，其中投资级房地产美元债受万科舆情风险扩散影响表现较差，月度回报率由正转负至-0.44%，高收益级房地产美元债月度回报率较上月上漲 0.79 个百分点至 2.64%，成为本月表现最好的板块。

## 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

4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。本月南通三建和金科地产再次出现债务违约，再加上万科地产的舆情风险有所升级，房地产美元债风险仍在持续发酵。另一方面，宝龙地产、花样年控股以及旭辉控股等房企在债务重组上获取进展，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
南通三建	4月16日，江苏南通三建集团发布公告称，因缺乏流动资金，未能于2024年3月22日完成“19南通三建MTN001”的本息兑付。截止公告出具日，公司未兑付本金5亿元及2021年3月22日至2024年3月22日期间对应利息。
金科地产	4月25日，金科地产集团股份有限公司发布公告称，金科地产集团股份有限公司2021年度第三期超短期融资券于2024年4月22日到期并停止计息，“21金科地产SCP003”、“21金科地产MTN001”未按期足额偿付本息。
宝龙地产	4月28日，宝龙地产于港交所公告，公司宣布于同意费用截止日期（即4月26日下午五时正），持有范围内债务未偿还本金总额88%以上的计划债权人已签署重组支持协议。

资料来源：联合资信整理

### ● 评级调整汇总

4月，国际三大评级机构对73家中资机构进行信用级别/展望调整，其中惠誉因将中国评级展望调整至负面后，密集联动调整30家中资企业/金融机构的评级展望。本月国际三大评级机构的下调主要集中在金融和房地产板块，金融板块主要包括中国工商银行、中国农业银行、中国建设银行以及交通银行等，地产板块主要包括龙湖集团、新城发展、万科地产（香港）等；评级上调行业较为分散，主要集中在银行业。

**表 3 国际三大评级机构本月评级调整汇总**

国际评级机构	上调级别	上调展望	下调级别	下调展望
标普 (S&P)	招银金融租赁有限公司、招银国际租赁管理有限公司、招银国际金融有限公司、招商银行股份有限公司、中国中信集团有限公司、中信银行股份有限公司、中国中信集团有限公司、信银 (香港) 投资有限公司	美团	健合 (H&H) 国际控股有限公司、万科地产 (香港) 有限公司、万科企业股份有限公司、龙湖集团控股有限公司、利丰有限公司、新城控股集团股份有限公司、新城发展控股有限公司	绿城中国控股有限公司
穆迪 (Moody's)	宁德时代新能源科技股份有限公司、世纪互联集团公司	昆仑能源有限公司、宁波市鄞城集团有限责任公司	吉利汽车控股有限公司、中国宏桥集团有限公司、路劲基建海外金融有限公司、新城发展控股有限公司、绿地香港控股有限公司、海隆控股有限公司、东风汽车 (香港) 国际有限公司、绿城中国控股有限公司、龙湖集团控股有限公司、中国海外发展有限公司、中国海外宏洋集团有限公司、中国燃气集团有限公司、万科企业股份有限公司	中化香港 (集团) 有限公司
惠誉 (Fitch)	中国五矿集团有限公司、中国人寿保险股份有限公司、大连万达商业管理集团股份有限公司、中国冶金科工股份有限公司、中国冶金科工集团有限公司、中国电力建设集团有限公司、中国能源建设股份有限公司	-	中国西部水泥有限公司、首创华星国际投资有限公司	中国太平保险控股有限公司、中国中车股份有限公司、中国农业银行/纽约、中国农业银行/香港、中国农业银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、中国银行股份有限公司、中广核国际有限公司、交通银行香港分行、交通银行悉尼分行、交通银行股份有限公司、交通银行股份有限公司澳门分行、腾讯控股有限公司、阿里巴巴集团控股有限公司、腾讯音乐娱乐集团、中国信达资产管理股份有限公司、中银航空租赁有限公司、交银租赁管理香港有限公司、国银金融租赁股份有限公司、工银国际租赁财务有限公司、中国工商银行股份有限公司、中国建设银行 (新西兰) 有限公司、北京国有资本运营管理有限公司、山高控股集团有限公司、广州地铁集团有限公司、中航国际融资租赁有限公司、招商银行股份有限公司、浙江沪杭甬高速公路股份有限公司、首钢集团有限公司

资料来源：各评级机构官网，联合资信整理

本月，联合国际对3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	
青岛城市建设投资（集团）有限责任公司	A+	稳定	2024/04/02	A	正面	2023/03/31	上调等级
成都都江堰投资发展有限公司	BBB+	稳定	2024/04/05	BBB-	稳定	2023/04/06	上调等级
湖州莫干山高新集团有限公司	BBB+	稳定	2024/04/11	BBB	稳定	2023/04/11	上调等级

资料来源：联合国际官网

## ● 5月中资离岸债券到期规模显著回落，兑付重点集中在金融板块

5月，预计将有92.58亿美元的中资离岸债到期，较上月显著回落，债务偿付压力有所缓解。分币种来看，下月将有83.89亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的90%以上；其余为以人民币和港币计价的中资离岸债券，分别为7.11亿美元和1.59亿美元。

分板块来看，下月各板块到期偿付压力均明显减轻，其中金融板块到期压力相对较大，较上月减少42%至41.72亿美元；房地产板块到期偿付压力也显著减轻，较上月减少53%至14.81亿美元；城投板块到期偿付规模较上月有所增长但仍处于较低水平，仅有13.80亿美元离岸债到期。

**表5 中资离岸债5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	83.89
	人民币	7.11
	港币	1.59
按板块划分	金融板块	41.72
	房地产板块	14.81
	城投板块	13.80

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

[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03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。