



# 发行规模创近半年新高， 各板块回报率全面转暖

中资离岸债券市场月报（2024年5月）

联合资信 主权部 | 张敏

## 主要观点

- 市场环境方面，在美国劳动力市场数据上半月频现放缓迹象、美国4月通胀数据重回下降区间以及多位美联储官员发声对降息保持谨慎等因素的推动下，各期限美债收益率先降后升，相应期限中美国债收益率利差转为收窄。美元指数波动走弱背景下离、在岸人民币汇率表现各异
- 一级市场方面，本月中资离岸债发行规模劲升至155.90亿美元，创近半年新高，中资美元债券发行规模占比明显增加
- 二级市场方面，在监管部门和各级政府密集推出支持政策的鼓励下，市场情绪得到明显提振，中资美元债各板块回报率全面转暖，总回报率止跌回升，月末收于2.79%
- 信用风险方面，中资离岸债市场的信用风险仍主要集中在房地产板块；6月中资离岸债券的到期偿付压力较上月明显增加，且到期债券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<sup>1</sup>发行市场环境

### ● 各期限美债收益率先降后升，美元指数波动下行

美联储在月初举行的议息会议中继续按兵不动，主席鲍威尔表示当前政策仍具限制性。上半月公布的职位空缺降至近三年新低、就业增长放缓、初申失业金人数升至近八个月新高等就业数据表明劳动力市场正在持续降温，市场降息预期有所抬头；叠加月中公布的 4 月 CPI 数据显示美国通胀重回下降轨道，投资者对美联储的降息预期有所加强，各期限美债收益率波动下行。下半月以来，随着就业数据显示劳动力市场再度吃紧、美国 5 月 Markit 综合 PMI 创近两年新高、多位美联储重磅官员呼吁对降息保持谨慎，并表示在必要时可支持加息导致市场乐观情绪受打击明显降温，各期限美债收益率止跌回升。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 7.00 个、20.00 个和 18.00 个 BP 至 5.18%、4.52% 和 4.51%。

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，美元指数月内波动下行。上半月，美国多项就业数据显示劳动力市场增长放缓、美国 4 月通胀返回下行区间使市场降息预期有所升温，美元指数波动下跌。下

<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。

半月以来，随着初申失业金人数回吐月初涨幅，包括美联储理事鲍曼在内的多位官员呼吁对降息保持谨慎，叠加美国 5 月 Markit 综合 PMI 表明当前美国经济活动仍保持复苏，市场降息预期受挫，美元指数区间内小幅震荡。截至月末，美元指数收于 104.6318，较上月末下跌 1.60%。

**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转为收窄，离、在岸人民币汇率表现各异

5 月，中国货币政策仍保持稳健，各期限中国国债收益率继续走跌。在中美国债收益率双双下跌的背景下，各期限中美国债收益率利差表现收窄。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 2.77 个、14.28 个和 17.01 个 BP 至 -352.96BP、-242.91BP 和 -221.22BP。

**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，美元兑离、在岸人民币汇率走势表现出明显差异。本月适逢中国劳动节假期，美元兑在岸人民币汇率表现较为平稳；美元指数月内震荡导致美元兑离岸人民币汇率小幅上行。截至月末，美元兑在岸人民币汇率收于 7.1088，较上月末环比下跌 0.04%；美元兑离岸人民币汇率收于 7.2632，较上月末上涨 0.11%。

**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

### ● 美债收益率下行、叠加城投企业“借新还旧”需求推动一级市场大幅反弹，中资离岸债券月内发行规模创近半年新高

上半月发布的美国劳动力市场数据频现放缓迹象提振市场降息预期，美债收益率月内整体下滑，为离岸美元债券发行提供了较好的利率条件。另一方面，大量城投美元债在本月到期，“借新还旧”需求的推动下中资离岸债券一级市场发行规模大幅上涨。本月，中资离岸债券一级市场共新发债券 72 只，发行规模合计 155.90 亿美元，环比和同比分别大涨 167.34 % 和 155.62 %，创近半年新高。

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

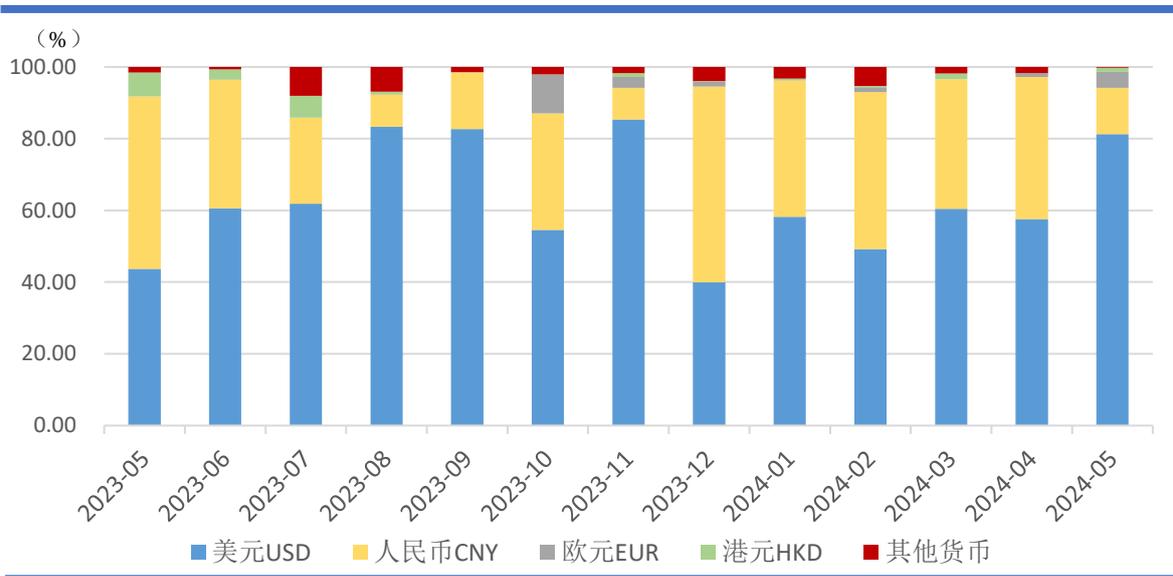
### ● 美元债券发行占比大幅提升，非美元债券发行规模压缩至近 6 个月新低

本月中资美元债发行占比进一步提高，月内共发行 32 只中资美元债，发行规模合计 126.69 亿美元，占发行总额的比重逾 80%，环比和同比分别上涨了 23.66 个和 37.59 个百分点。

本月新发 34 只中资离岸人民币债券，发行规模为 20.10 亿美元，占发行总额的比重仅为 12.89%，环比和同比分别下滑了 26.75 个和 35.18 个百分点。

除此之外，本月分别发行 2 只离岸欧元债、1 只离岸港元债和 1 只离岸日元债，发行规模合计 9.12 亿美元。非美元货币债券发行规模合计占比下跌至不足 20%，创近 6 个月新低。

**图 6：中资离岸债币种结构情况**



资料来源：联合资信整理

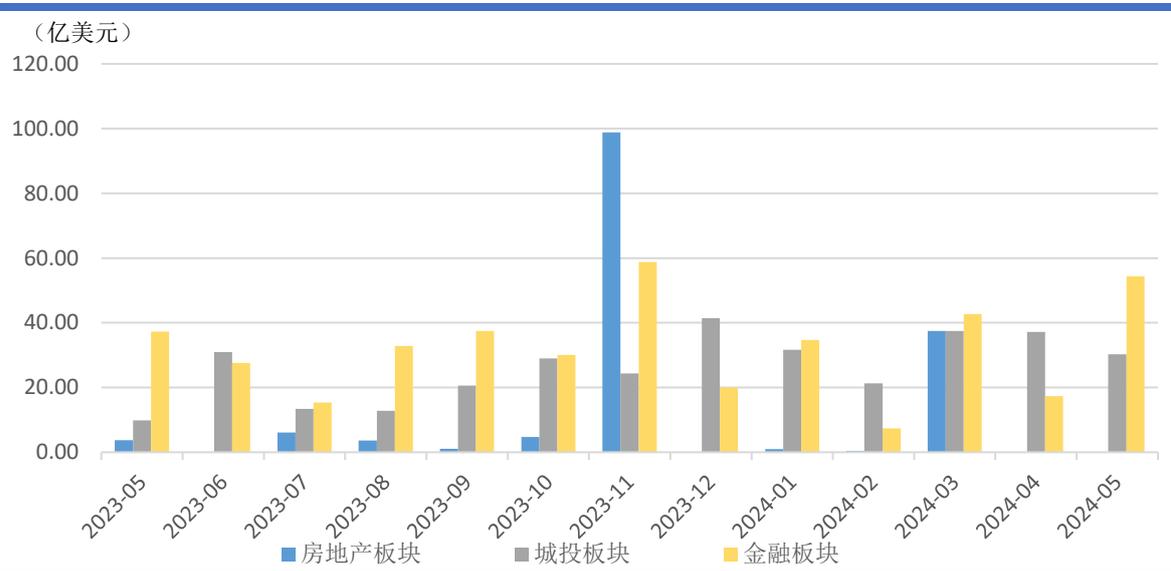
### ● 城投和金融板块仍为发行主力，房地产企业连续两个月零新发

本月新发中资离岸债仍以城投和金融板块为主。具体来看，受到期再融资需求的推动，本月城投企业共发行离岸债券 25 只，发行规模达 30.26 亿美元，环比下挫 18.51%，但同比上涨逾 200%，发行规模占月内中资离岸债券发行总额的比重近 20%。

本月离岸金融债券发行大幅增长，全月新发债券 42 只，发行规模达 54.31 亿美元，创近半年新高，发行规模占月内中资离岸债券发行总额的比重逾三分之一。

由于中资房地产企业信用风险尚未出清，本月房地产板块延续上月零新发表现。

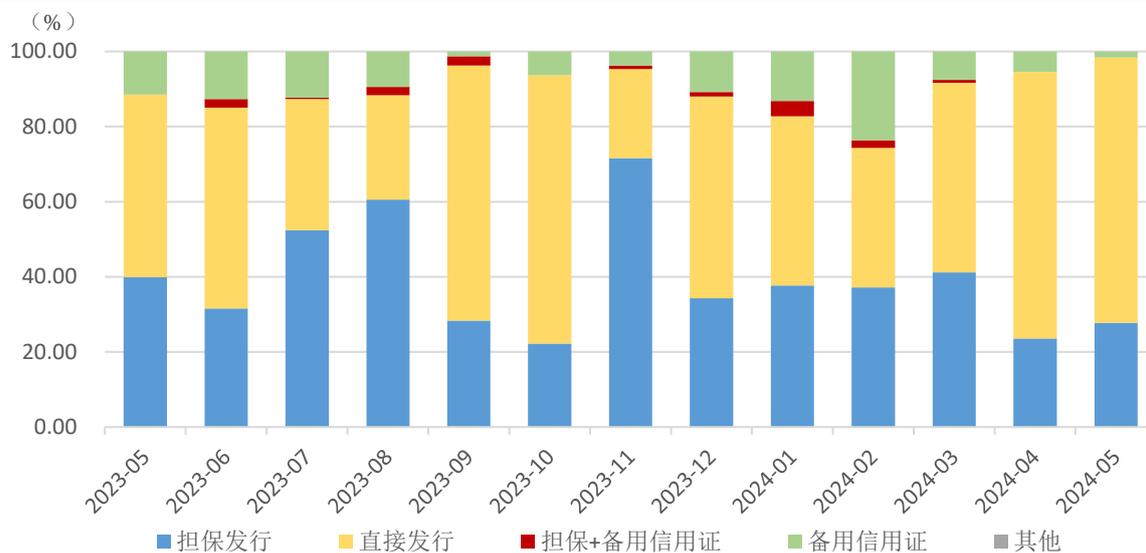
图 7：房地产、城投及金融三大板块发行规模情况



资料来源：联合资信整理

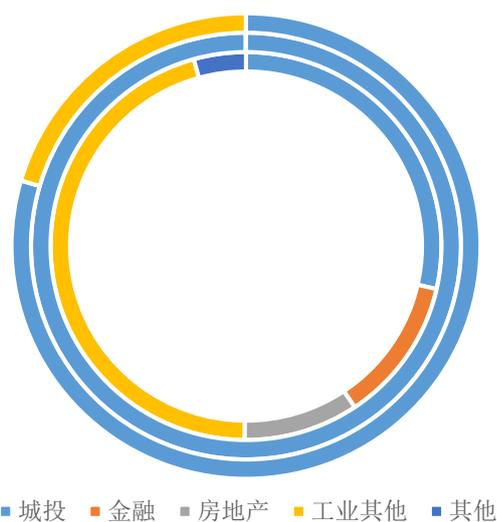
### ● 以直接发行和担保发行架构发行的债券规模占比创近三年新高

5月新发的中资离岸债中，以“直接发行”和“担保发行”两种架构发行的债券发行规模合计占比进一步提升至98%以上，创2021年5月以来新高。其中，直接发行的离岸债券规模占发行总额的比重（70.58%）与上月基本持平；以担保架构发行的离岸债券规模占发行总额的比重环比上涨了4.16个百分点至27.77%。以备用信用证架构发行的离岸债券规模占比连续四个月下跌，环比下滑了3.77个百分点至1.65%，创近8个月新低。

**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，仅有 4 只新发离岸债采用备用信用证进行增信，发行规模为 2.57 亿美元，其中来自城投板块的债券发行规模达 2.05 亿美元，环比下跌逾 35%。来自工业其他行业的离岸债券发行规模仅为 0.53 亿美元。

**图 9：备用信用证发行架构板块分布**


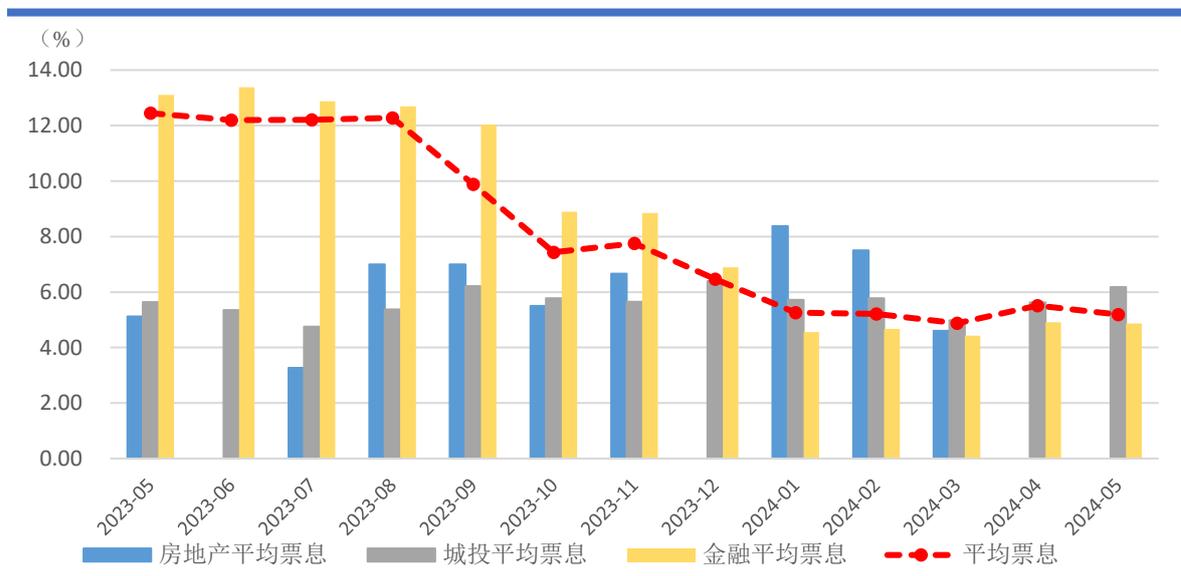
注：内、中和外圈分别为 2023 年 5 月、2024 年 4 月和 2024 年 5 月数据；

资料来源：联合资信整理

## ● 新发离岸债券的平均融资成本小幅下滑，不同板块平均发行票息表现各异

受益于美债收益率整体下滑，本月中资离岸债券平均发行票息较上月下跌了 31.81 个 BP 至 5.19%。本月金融板块发行成本小幅下滑，平均发行票息环比下跌 4.98 个 BP 至 4.86%。本月城投板块平均发行票息上涨明显，环比增加了 55.35 个 BP 至 6.18%，是本月唯一发行成本环比上涨的主要发行板块。

图 10：中资离岸债平均票息变动情况（总体及分板块）



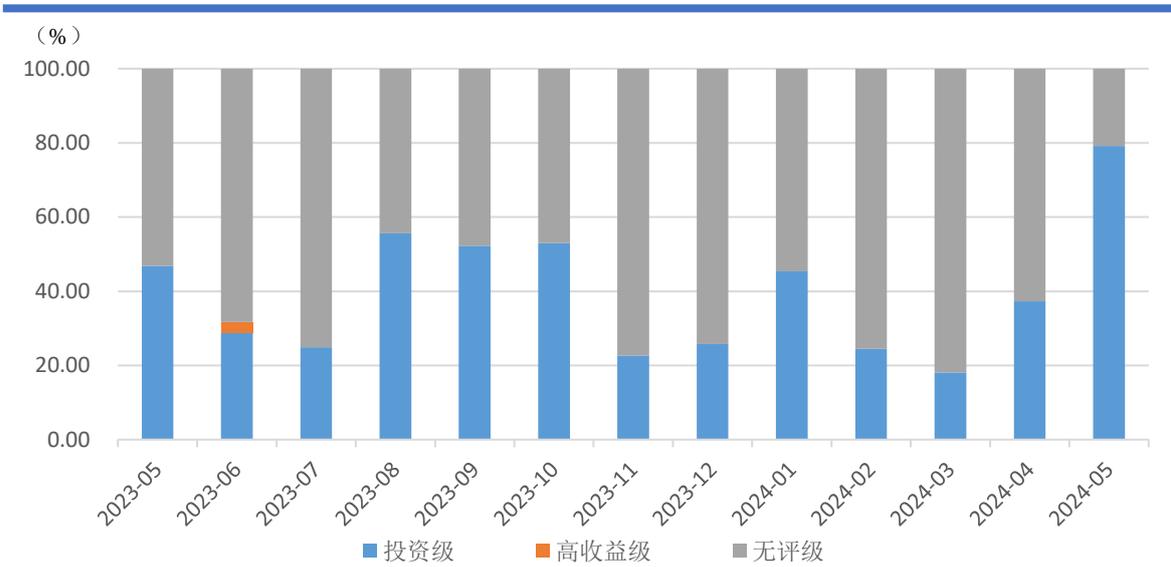
资料来源：联合资信整理

## ● 投资级债券发行规模占比大幅上涨，附评级发行债券只数也有所增加

5 月，共有 15 只中资离岸债附评级<sup>2</sup>发行，且均为投资级债券，发行规模占比高达 79.23%，环比大涨 41.93 个百分点。无评级债券<sup>3</sup>发行规模占比则被压缩至 20% 左右。

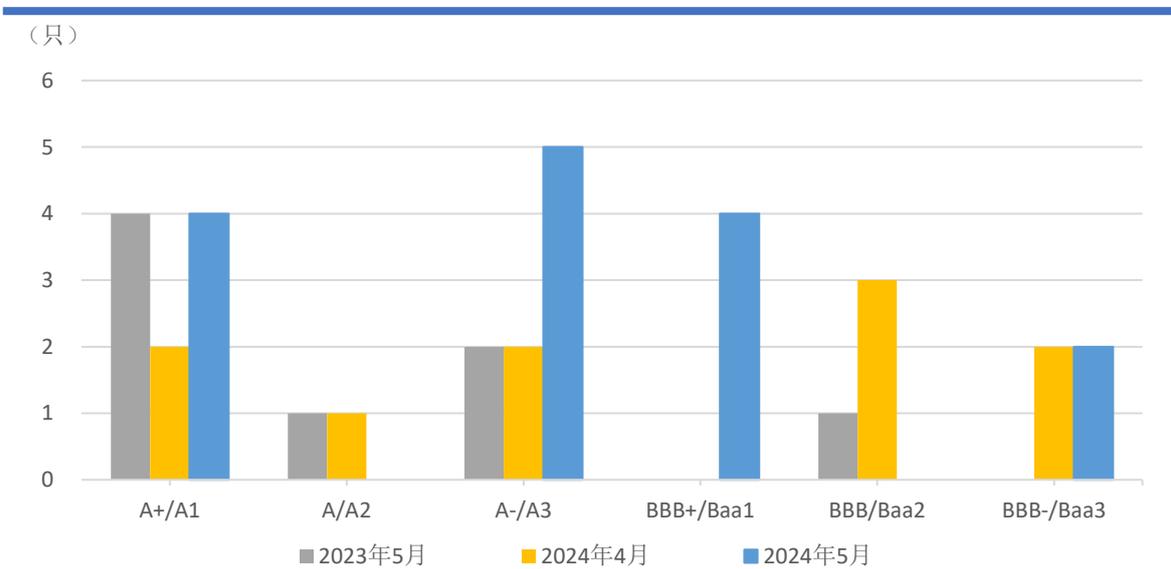
<sup>2</sup> 统计口径为标普、惠誉、穆迪的发行时债项评级。

<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与上月一致，主要集中在 **BBB-级至 A+级**，主要为金融机构和其他行业企业所发的离岸债。

**图 12：有评级债券信用等级分布**


资料来源：联合资信整理

### 三、中资离岸债二级市场概况

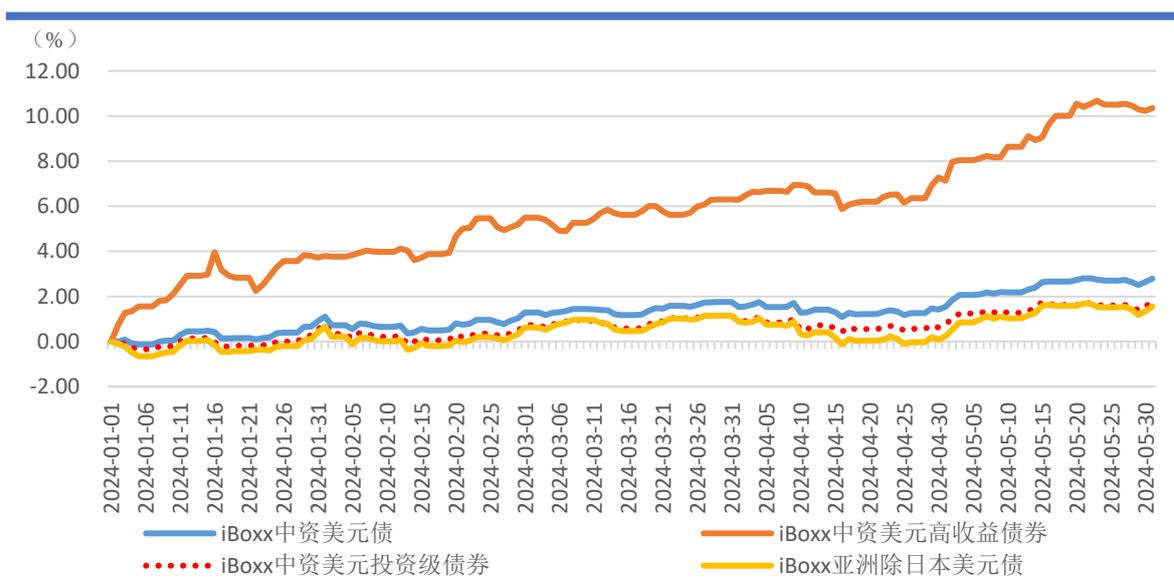
#### ● 监管部门及地方政府继续出台支持政策，助力中资美元债回报率

#### <sup>4</sup>全线上涨

以 2024 年 1 月 1 日为基点，中资美元债的总回报率在 5 月末收于 2.79%，较上月末上涨了 1.38 个百分点。

5 月 17 日，中国人民银行先后宣布拟设立规模达 3,000 亿人民币的保障性住房再贷款、取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限、降低首付比例、并下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点，继续刺激消费者购房需求。另一方面，各地方政府积极响应，上海、深圳、广州和杭州等全国多个一、二线城市相继推出购房新政，放松购房限制，向市场传递出各级政府支持房地产企业发展、提振市场信心的政策信号。受益于此，市场情绪得到明显提振，投资级和高收益美元债回报率纷纷上行。截至 5 月末，高收益级中资美元债回报率较上月末上涨 3.08 个百分点至 10.35%，投资级中资美元债回报率则较上月末上涨了 1.10 个百分点至 1.72%。

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止跌回升，各板块回报率全面转暖

本月中资美元债总回报率由负转正，环比上涨 1.34 个百分点至 1.23%，其中投资级美元债回报率环比上涨 1.20 个百分点 0.92%，高收益级美元债回报率环比上涨 2.08 个百分点至 3.01%。

表 1 各板块中资美元债月度回报率

	2023.5	2024.4	2024.5
总回报率	-0.83	-0.11	1.23
投资级债券	0.18	-0.28	0.92
高收益债券	-7.22	0.93	3.01
金融机构	-1.71	0.23	1.33
金融机构-投资级	0.04	0.05	0.75
金融机构-高收益	-8.24	0.91	3.33
城投	0.51	0.54	0.67
城投-投资级	0.49	0.46	0.60
城投-高收益	0.66	1.02	1.02
房地产	-10.98	1.45	6.38
房地产-投资级	-0.82	-0.44	1.99
房地产-高收益	-19.75	2.64	8.56

资料来源：联合资信整理

本月金融美元债回报率环比上涨 1.09 个百分点至 1.33%，其中投资级金融美元债回报率较上月上涨 0.70 个百分点至 0.75%，高收益级金融美元债回报率环比上涨 2.42 个百分点至 3.33%。

本月房地产板块受利好消息提振最为明显，月度回报率环比劲升 4.92 个百分点至 6.38%，是本月涨幅最大、回报率最高的主要发行板块；其中，高收益级房地产美元债对乐观情绪更为敏感，月度回报率环比大涨 5.92 个百分点至 8.56%，创近半年新高；投资级月度回报率环比上涨 2.43 百分点至 1.99%。

城投板块是本月总回报率和各子板块回报率变化最小的主要板块。其中总回报率环比上涨 0.13 个百分点至 0.67%，投资级和高收益级城投美元债回报率环比分别上涨 0.14 个和 0.005 个百分点至 0.60%和 1.02%。

## 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，中资房地产企业持续出险

5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。本月雅居乐公告称无力兑付相关美元票据掀起市场热议，地产美元债风险持续发酵。除此之外，弘阳地产和金科股份先后宣告违约也使引发了市场对房地产企业后续债务兑付方案的高度关注。

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
雅居乐	5月14日，雅居乐发布公告称，鉴于公司面临的流动性压力，于公告日公司尚未支付2020票据的有关利息，该票据利息支付的宽限期于2024年5月13日到期，并预计将无能力履行其境外债务项下的所有付款义务。涉及票据为雅居乐发行的于2025年到期的4.83亿美元优先票据。
弘阳地产	5月20日，弘阳地产集团有限公司发布公告称，根据2024年5月票据的条款，该票据的所有未偿本金连同其应计和未付利息（统称“应付金额”）将于2024年5月21日到期并应付，应付金额预计不会在到期日支付。到期时未能支付上述款项将构成2024年5月票据以及其他美元票据的违约事件。涉及票据为2024年到期的2.1亿美元优先绿色票据。
金科股份	5月28日，金科地产集团股份有限公司发布公告，披露了公司境外债券相关事项的最新进展。公告披露，金科股份于2021年5月发行了3.25亿美金且票面利率为6.85%的优先票据，根据相关协议约定，该优先票据将于2024年5月28日法定到期。截至本公告之日，该优先票据本金3.25亿美元及相关利息4452.5万美元应到期兑付，鉴于目前境内现金流严重受限，金科股份无法取得履行境外债务所需之足够现金予以支付该优先票据本息。 金科股份表示，将继续与上述优先票据投资者持续友好沟通，努力达成解决方案。

资料来源：联合资信整理

### ● 评级调整汇总

5月，国际评级机构共对11家中资机构进行了信用级别/展望调整。惠誉对5家中资企业进行了信用级别/展望的调整；穆迪对6家中资企业进行了信用级别/展望的

调整。

**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
穆迪 (Moody's)			中国西部水泥有限公司、雅居乐集团控股有限公司、韵达控股股份有限公司、中能建海外投资有限公司	兖煤国际资源开发有限公司、中国电力建设集团有限公司
惠誉 (Fitch)	重庆国际物流枢纽园区建设有限责任公司		深圳国际控股有限公司、万科地产(香港)有限公司、万科企业股份有限公司	国任财产保险股份有限公司

资料来源：各评级机构官网

## ● 6月中资离岸债券到期规模显著增加，兑付重点集中在房地产和金融板块

6月，预计将有207.64亿美元的中资离岸债到期。分币种来看，下月将有167.31亿美元离岸美元债到期，占到期总规模的80.58%；人民币债到期规模为3.19亿美元，到期偿付压力较小；以其他币种计价的中资离岸债券到期规模达37.15亿美元。

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77.82亿美元和44.80亿美元离岸债到期。城投板块到期偿付规模较上月明显增长，3月将有37.89亿美元离岸城投债到期。

**表 4 中资离岸债 6 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	95	167.31
	人民币	10	3.19
	其他币种	15	37.15
按板块划分	金融板块	76	77.82
	房地产板块	13	44.80

	城投板块	17	37.89
--	------	----	-------

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】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）](#)

## 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。