

2024年中资离岸债券市场展望： 支持性政策和强劲再融资需求有望推动发行回暖

摘要

受美联储持续调高利率、中长期离岸债券发行的监管政策趋严、离岸债券市场持续发生信用风险事件导致市场信心低迷等的因素影响，2023年中资美元债发行规模大幅下跌，发行量由2022年的1,025亿美元降至2023年的623亿美元，同比下挫39.2%。与之相反，中资离岸人民币债券新发行规模在2023年大幅增长并创纪录新高，全年发行规模激增至408亿美元。

中华人民共和国国家发展和改革委员会（“发改委”）发布更加严格的企业中长期离岸债券发行监管规定、中央政府坚决遏制地方政府隐性债务增长的表态以及持续上涨的离岸融资成本，导致离岸城投美元债发行规模大幅下滑。2023年，中资离岸城投美元债新发规模同比重挫67.9%至116亿美元。

有别于城投美元债，受益于多家房地产开发商旗下美元债展期成功、部分违约规模较大的房地产开发商的债券重组计划生效，2023年中资离岸房地产美元债发行规模较2022年的154亿美元同比上涨16.4%至179亿美元。但部分龙头民营企业违约，以及房地产合约销售停滞不前，导致市场情绪仍然低迷。

由于融资条件和政策持续收紧，大部分城投企业，尤其是部分信用资质较弱的企业，难以在离岸美元债市场进行融资。在此背景下，自贸区债券和点心债券发行规模在2023年双双增长。其中自贸区债券作为部分城投企业的替代融资渠道，2023年发行规模激增至123亿美元，是2022年发行规模（51亿美元）的两倍有余。2023年下半年起，由于自贸债券发行条件收紧，点心债券全年新发规模由2022年的91亿美元大幅上涨至285亿美元。

随着美联储降息预期渐行渐近、离岸美元债融资条件有望放松，我们预计2024年中资离岸美元债市场将出现反弹。2024年预计有1,400亿美元中资美元债到期，强劲的再融资需求也将成为刺激债券发行的重要推手。除此之外，中国政府预计将推出更多支持性政策以助房地产行业恢复和城投债务化解，在修复市场信心的同时，也有利于鼓励离岸美元债券的发行。

A) 2023 年中资离岸债券市场回顾

中资美元债新发规模降至近十年新低，离岸人民币债券发行量创纪录新高

2023 年，中资离岸美元债券发行规模由 2022 年的 1,025 亿美元大跌至 623 亿美元（见图 1），同比下跌 39.2%。与之相反，受益于自贸区债券和点心债券的双双增长，中资离岸人民币债券发行规模在 2023 年创纪录新高，全年发行规模达 408 亿美元，几乎是 2022 年发行规模（142 亿美元）的三倍。

受美联储在 2023 年继续加息的影响，中资发行人通过离岸美元债券进行融资变得愈发昂贵。另一方面，美元升值导致融资成本上涨，也劝退诸多企业发行离岸美元债券。除此之外，2023 年 2 月开始生效的中长期离岸债券发行监管新规，以及 3 月爆发的银行业危机，也在一定程度上抑制了离岸美元债券的发行。受制于离岸美元债券发行条件不断收紧，发行人转向自贸区债券市场和点心债券市场进行融资，特别是融资渠道受限、且急需离岸资金进行债务滚动的企业。

2023 年，违约离岸美元债券规模由 2022 年的 485 亿美元，下跌至 296 亿美元（见图 3），虽同比下滑 39.0%，但仍处于高位。部分具有大量到期债务的中资房地产开发商出现违约。尽管违约规模出现下降趋势，但市场信心仍位于低谷。中资房地产开发商在离岸美元债市场持续违约，以及房地产行业复苏较慢，导致投资者对行业预期明显受抑，部分龙头民营房地产企业陷入违约，更是令情况雪上加霜。

图 1: 中资离岸债券发行规模统计

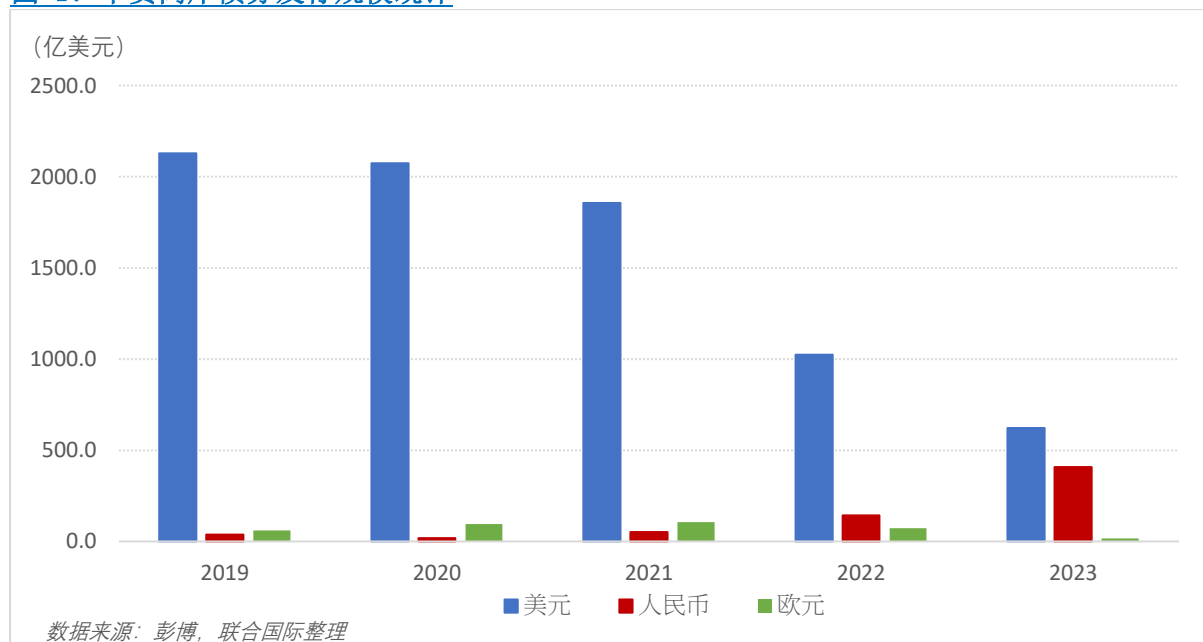


图 2：中资离岸债券发行数量统计

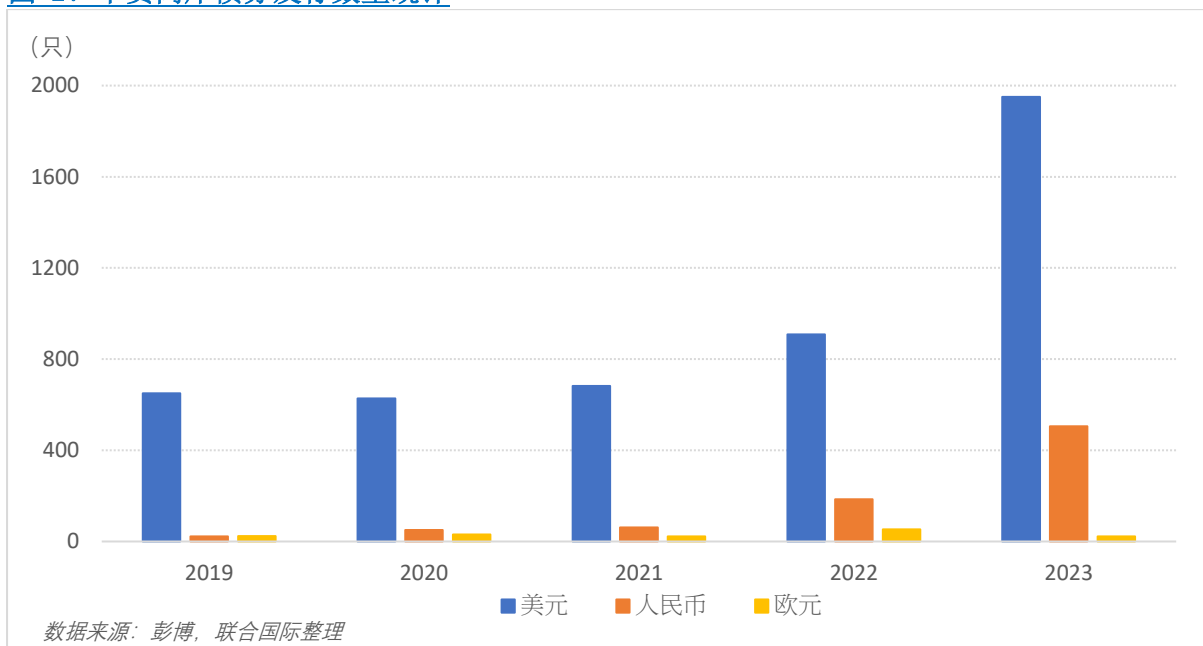
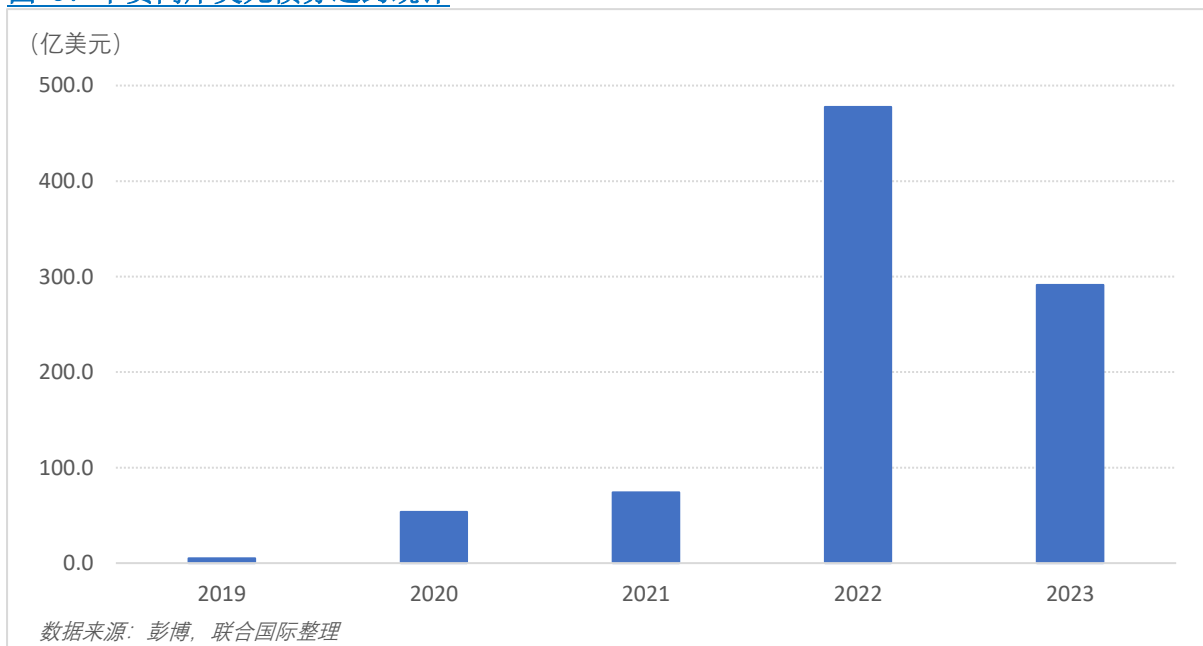


图 3：中资离岸美元债券违约统计



短期债券仍占主流地位，2024—2025 年将迎来偿付高峰

2023 年，短期债券（1-5 年期）仍是发行主流，逾 75% 新发离岸美元债券的发行期限在 5 年以下（见图 4）。同期，发行期限在 1 年以下的短期债券发行规模，占离岸美元债券全年发行总额的 13.3%，发行期限为 1-3 年和 3-5 年的新发离岸美元债券，分别占离岸美元债券全年发行总额的 11.2% 和 50.7%。

截至 2023 年末，离岸美元债券流通总额达 7,880 亿美元（见图 5），其中有约 1,400 亿美元和 1,481 亿美元的债券将分别在 2024 年和 2025 年到期，分别占流通债券总额的 17.8%和 18.8%。具体来看，2024 年各季度到期离岸美元债券规模相对平均，二季度将出现偿付高峰（到期规模约为 418 亿美元）。

图 4: 2023 年中资美元债券发行期限分布

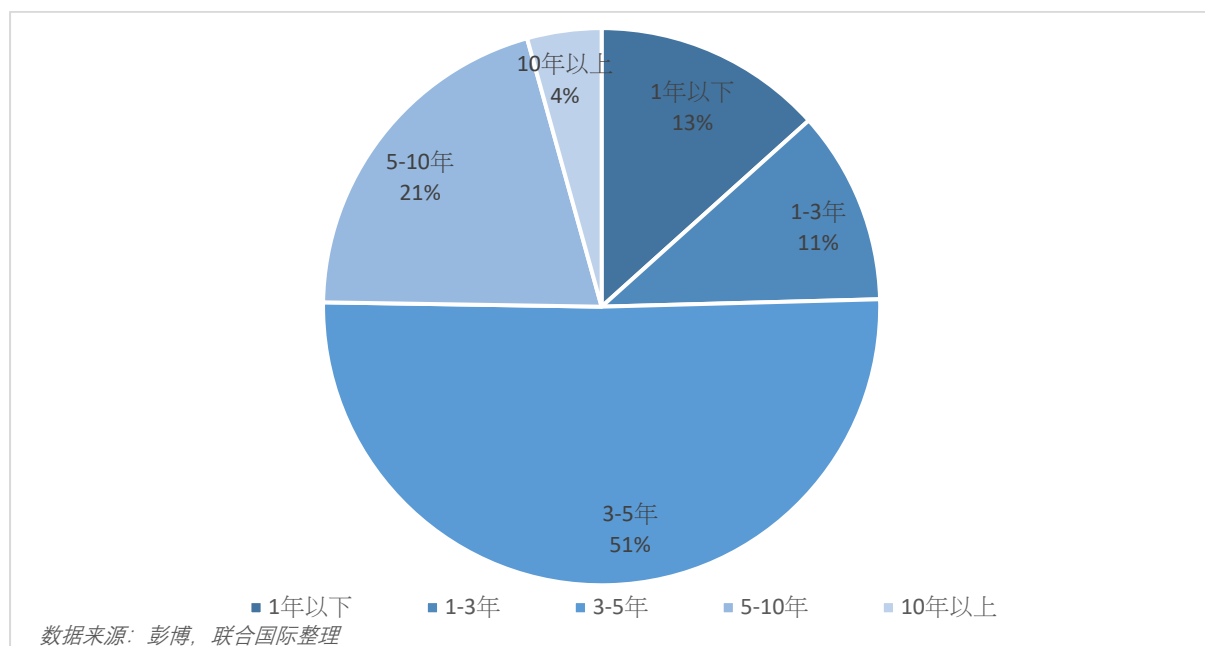
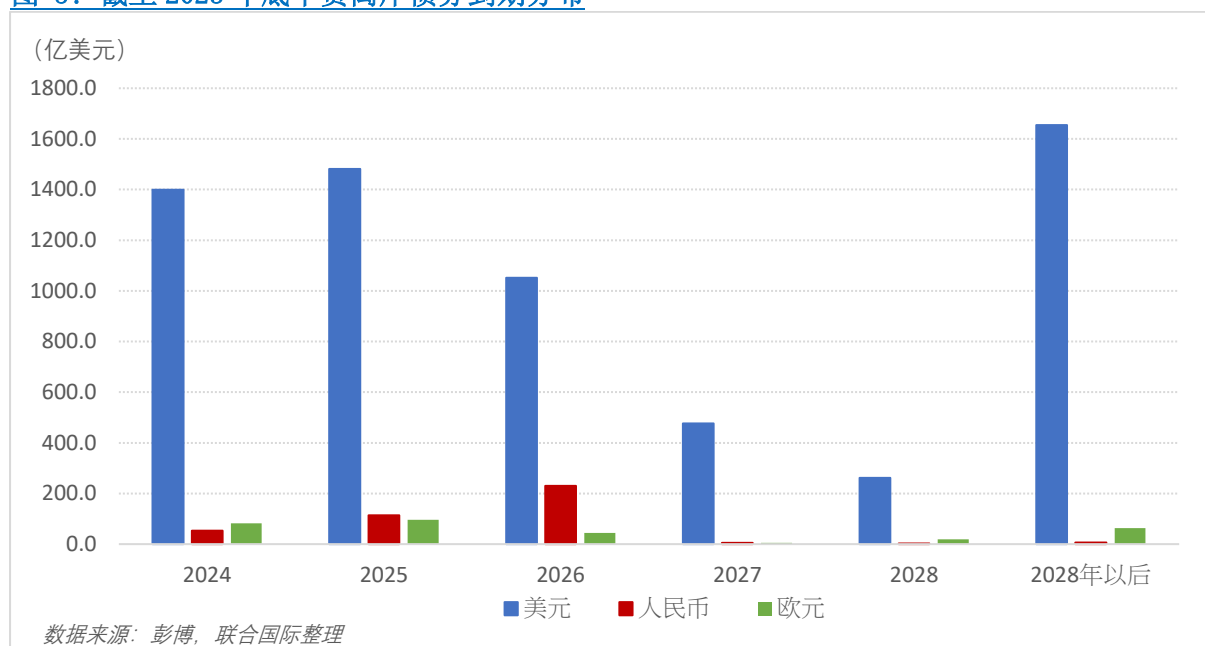


图 5: 截至 2023 年底中资离岸债券到期分布



B) 城投

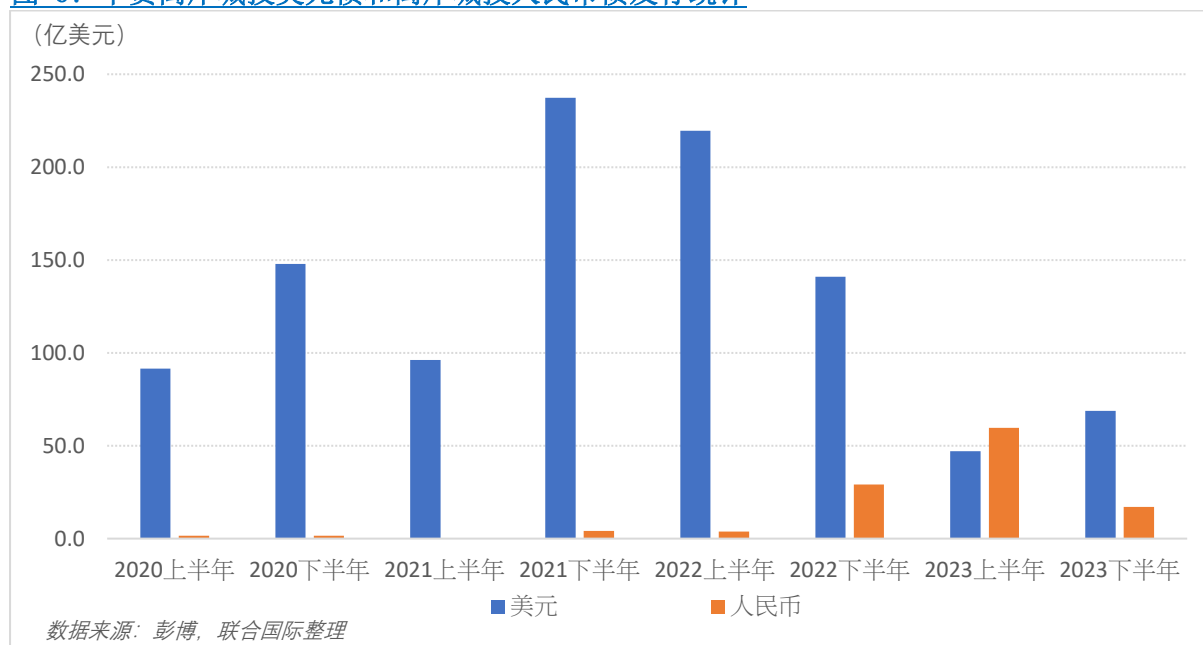
2023 年城投债券发行回顾

2023 年城投美元债发行规模大幅下跌，城投人民币债券发行量激增

2023 年，中资离岸城投美元债券发行规模暴跌至 116 亿美元（见图 6），同比重挫 67.9%。尽管再融资需求十分旺盛，但美元利率继续上行、中央政府持续释放将加强地方政府债务管理的监管信号，使得城投企业在 2023 年上半年放慢离岸美元债券融资活动。除此之外，相对在岸市场的利率优势不复存在，也阻碍了部分信用资质较弱的城投企业进行离岸美元债融资。随着美元利率水平预计见顶、中央政府推出“一揽子化债方案”意在化解地方政府债务风险，下半年城投美元债发行规模有所回升，但发行规模仍低于过去三年平均水平。

另一方面，部分城投企业尝试寻找其他渠道以满足融资需求，比如自贸区债券市场和点心债券市场。2023 年，中资离岸城投人民币债券发行规模达 97 亿美元，几乎是 2022 年发行总额的三倍。其中，受益于大量城投企业发行自贸区债券，2023 年上半年中资离岸城投人民币债券规模创纪录新高。由于自贸区债券发行条件自 2023 年年中起收紧，市场焦点在 2023 年下半年转向点心债券市场。

图 6: 中资离岸城投美元债和离岸城投人民币债发行统计



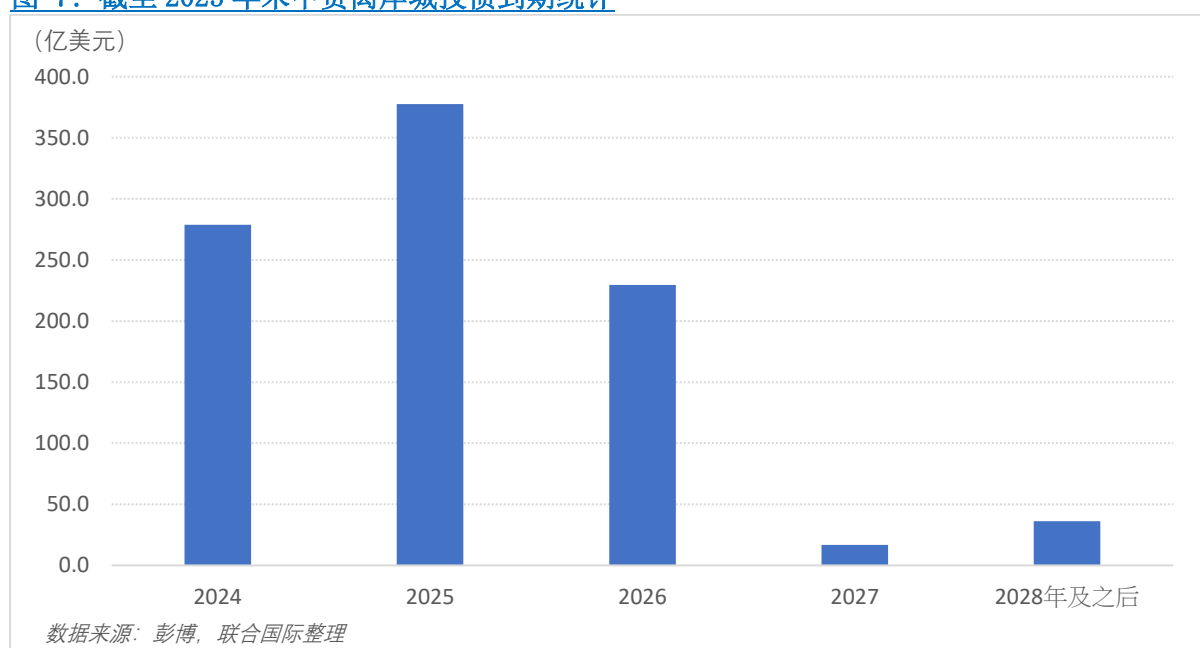
2024 年城投债券发行展望

再融资需求将继续推动城投企业在 2024 年及之后发行债券

我们预期 2024 年再融资需求将继续推动城投企业发行离岸债券。2024 年和 2025 年分别将有 276 亿美元和 380 亿美元的离岸城投债券到期，城投企业需要大量资金以应对即将迎来的债务偿付高峰。因此我们预计在强劲的再融资需求下，城投企业离岸债券市场将呈现增长。

除此之外，市场普遍预期美联储或于 2024 年启动缓慢且循序渐进的降息。在此背景下，离岸融资成本预计或有所下滑，这或将进一步促进离岸城投债券的发行。

图 7：截至 2023 年末中资离岸城投债到期统计



C) 房地产

2023 年房地产美元债券发行回顾

2023 年新发债券主要为交换要约及债券重组计划下之债券

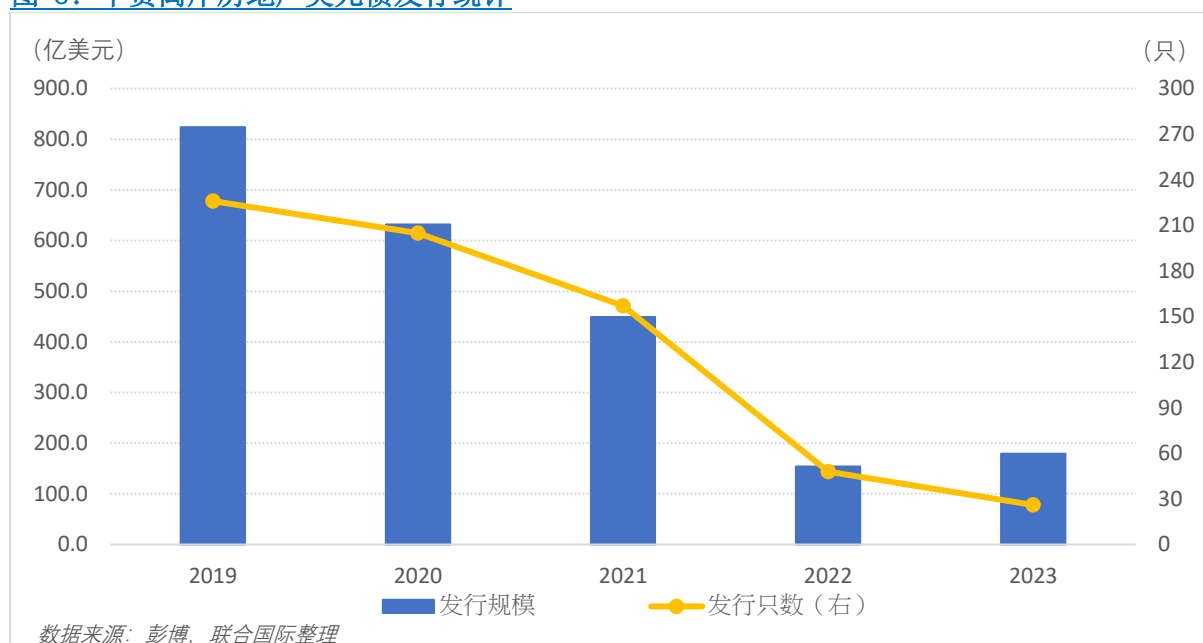
有别于城投美元债，2023 年离岸房地产美元债的发行规模有所回升，发行总额同比增长 16.4% 至 179 亿美元（见图 8）。房地产美元债发行规模占离岸美元债发行总额的比重，较 2022 年提高了 13.7 个百分点至 28.7%。

继 2022 年末推出诸多支持性政策之后，中央及地方政府继续出台政策以稳定市场信心、促进房地产行业发展。中国人民银行（“人行”）和国家金融监督管理总局延长了支

持房地产开发商融资活动的政策期限、降低了住房按揭贷款的首付门槛、并对银行房地产贷款的增长率设置了强制性条件，以鼓励房地产企业的融资活动。地方政府层面方面，高端城市均放松了房产限购政策，以刺激购房需求和合约销售，尤其是此前曾对房产购置施加严格限制措施的北京和上海为什。2023年12月，北京和上海进一步放松按揭贷款要求，旨在吸引更多的刚需购房者。融资条件方面，人行继续保持宽松货币政策，年内两次降准和降息。

尽管来自政府和监管机构的支持政策层出不穷，2023年中资房地产开发商的信用风险仍在发酵，并波及部分龙头民营企业。为争取更多时间偿债和避免违约，许多有着大量到期离岸美元债的民营房地产开发商提出交换要约，并获得了债权人同意，房地产美元债发行规模因而有所增加。同时，已违约房地产开发商的大规模债券重组计划（约90亿美元）成功生效，也在一定程度上增强了房地产美元债的发行表现。

图 8: 中资离岸房地产美元债发行统计



2024 年房地产美元债券发行展望

预计将有更多有利政策出台，支持房地产行业复苏，但新发债券预计仍以交换要约和债券重组计划为主

2024年1月初，人行发布的报告显示其已在2023年末重启3,500亿元人民币抵押补充贷款（PSL）。此次PSL将主要投向保障性住房、“平急两用”公共基础设施和城中村改造三大工程。通过使用PSL，部分资金链紧张的房地产开发商财务状况有望得到缓解，在建项目的“保交付”也将得到更好的保障。我们预计2024年将会有更多支持性政策出台。

尽管如此，由于房地产企业的融资渠道仍然受限，且市场情绪仍表现低迷，开发商通过离岸美元债券进行融资和再融资活动仍具有难度。我们预计 2024 年发行的离岸房地产美元债仍将以交换要约和债券重组计划的债券为主。

D) 自贸区债券和点心债券

2023 年自贸区债券和点心债券发行回顾

城投企业融资活动推动离岸人民币债券创发行新高

自贸区债券是指发行人在上海自由贸易区（“自贸区”）开立账户、面向全球投资者发行的债券，发行人可以是来自国内、自贸区或者海外的金融机构及企业，发行币种不限。自贸区债券 2016 年实现首发，随后几年发行冷淡。2023 年，自贸区债券发行规模激增至 123 亿美元（见图 9），是 2022 年发行总额（51 亿美元）的两倍有余，并创下纪录新高。

随着城投企业的离岸和在岸融资渠道进一步收紧，越来越多的发行人将自贸区债券视为替代渠道进行离岸融资。2023 年 6 月，监管机构收紧了关于自贸区债券的发行条件，在自贸区内并无实际业务的实体，将不被允许发行自贸区债券。2023 年 7 月起，自贸区债券一级市场再度归于沉寂。

一直以来，点心债券都是中资离岸债券市场的重要组成部分。受城投企业强劲的再融资需求推动，2023 年点心债券发行规模创纪录新高，发行总额由 2022 年的 91 亿美元激增至 285 亿美元（见图 10），同比大涨 212.8%。

自贸区债券和点心债券的井喷式增长，带动 2023 年中资离岸人民币债券发行规模大幅上行，全年发行总额首次突破 400 亿美元。

图 9: 自贸区债券发行统计

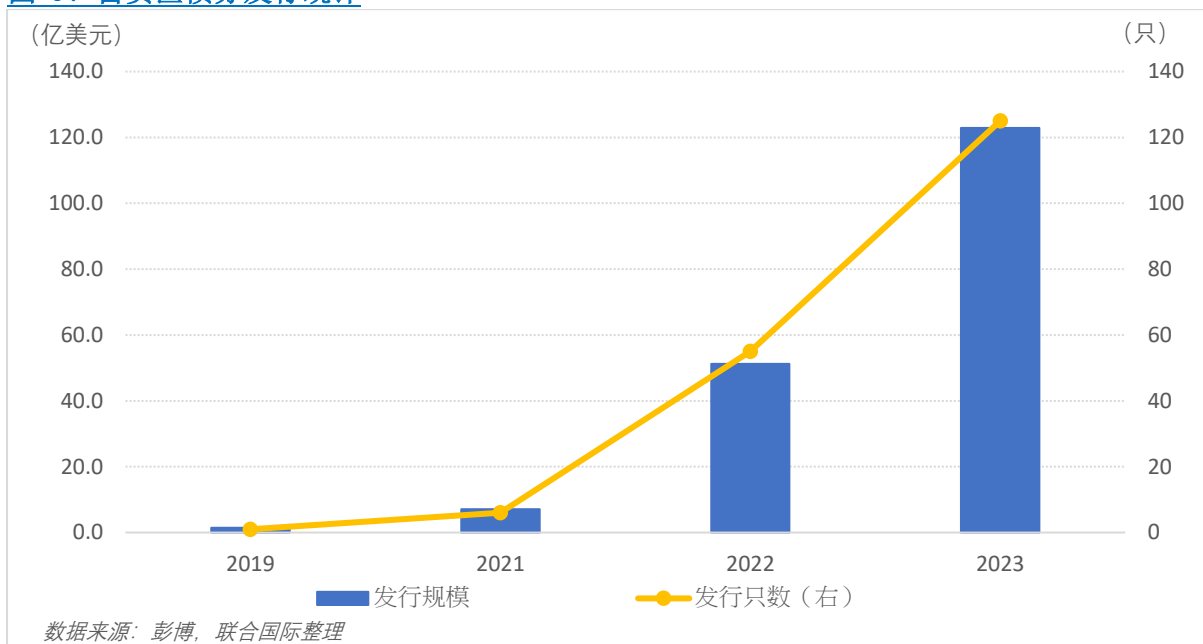
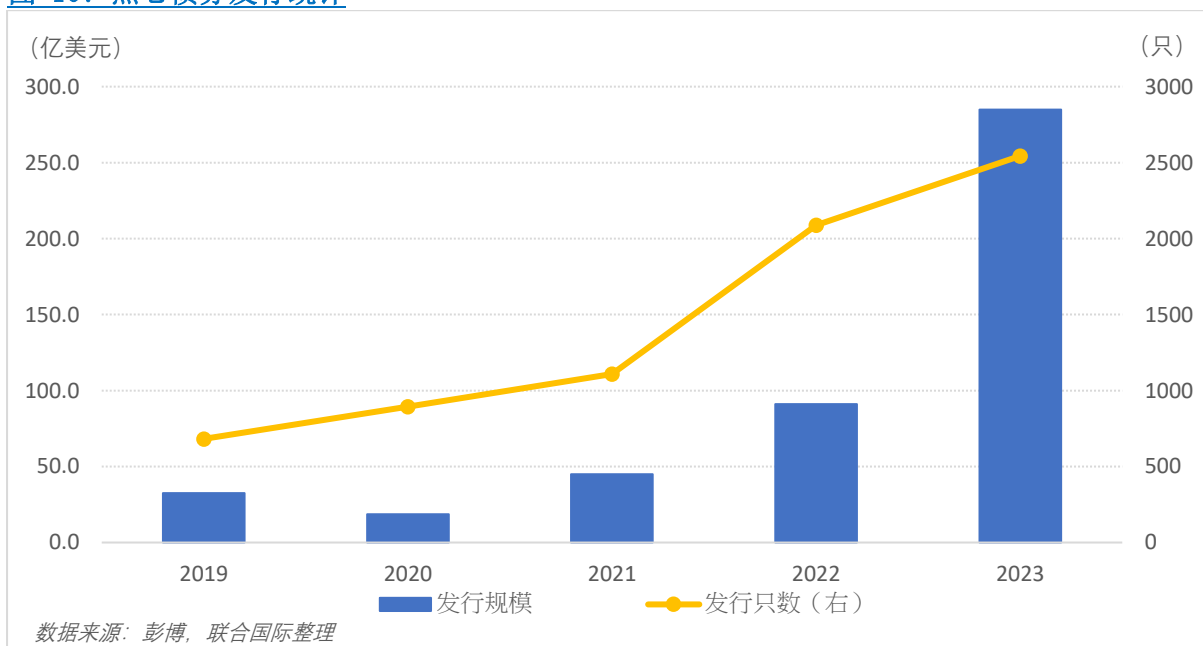


图 10: 点心债券发行统计



2024 年自贸区债券和点心债券发行展望

城投企业强劲的再融资需求，将继续提升点心债券的发行表现，尤其是部分信用资质较弱、当地政府可支持力度较小的企业。2024 年，点心债券预计将保持稳定增长，并继续主导离岸人民币债券市场。另一方面，在没有政策激励的情况下，自贸区债券发行规模预计将需要较长时间才能恢复。

分析师

何志忠, CFA, FRM

董事

(852) 3462 9578

toni.ho@lhratingsglobal.com

黄佳琪, CFA

董事总经理

(852) 3462 9586

joyce.huang@lhratingsglobal.com

业务拓展联系人

池欣庭, CESGA

董事总经理

(852) 3462 9569

joyce.chi@lhratingsglobal.com

免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：www.lhratingsglobal.com

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合资信评估股份有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2024