

2025 年中资离岸债券市场半年报: 尽管利率高企，但再融资需求推动发行稳定增长

摘要

2025 年上半年，中资美元债新发规模达到 676 亿美元，较 2024 年上半年同比增长 6.3%，主要得益于现有发行人的强劲再融资需求。另一方面，中资离岸人民币债的新发规模在 2025 年上半年增长至 445 亿美元，同比增长 8.9%。

2025 年上半年，中资城投离岸债的新发规模增至 271 亿美元，较 2024 年上半年增长 15.8%。尽管中国政府和监管机构继续对城投企业的融资活动实施严格限制，但强劲的再融资需求显著推动了城投离岸美元债新发规模的增长。

随着中国房地产行业出现初步筑底迹象，2025 年上半年中资房地产离岸债发行量出现反弹，同时自 2022 年以来首次有民营房地产开发商新发离岸债券。2025 年上半年中资房地产离岸债新发规模达 50 亿美元，较 2024 年同期增长超过三倍。

展望未来，鉴于城投企业的再融资需求依然强劲，且自贸区债券重启发行，再加上利率预期下行和政策支持力度加大，我们预计中资离岸债新发规模将在 2025 年下半年继续增长。

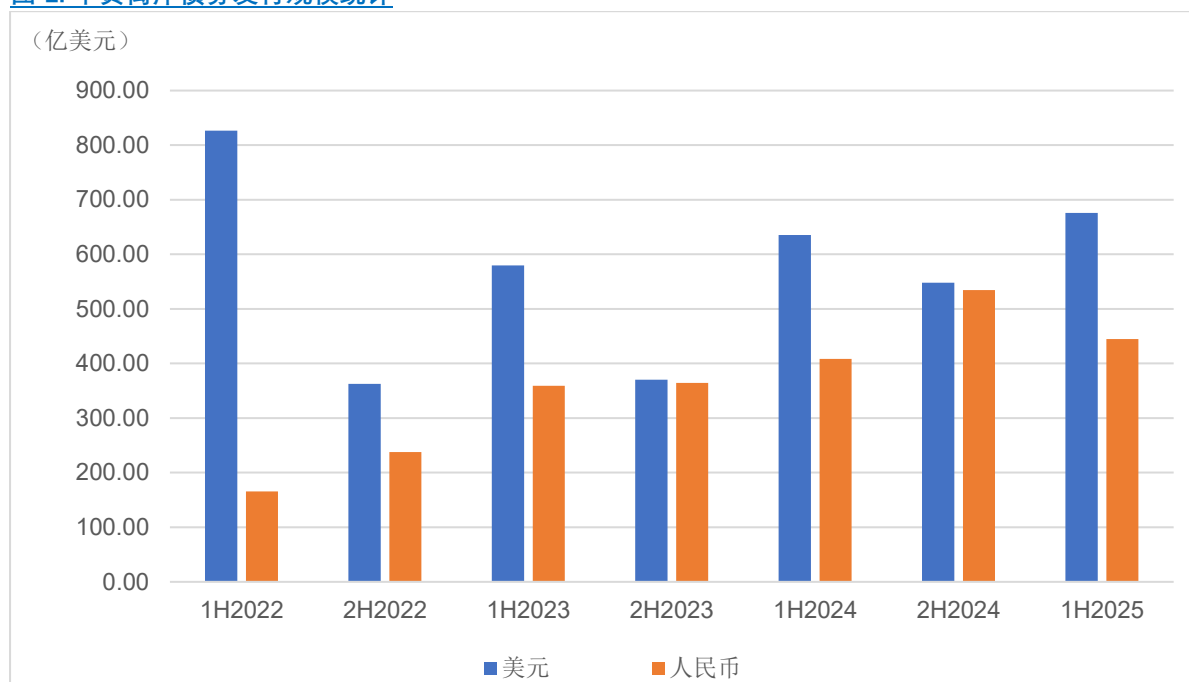
A) 2025 年上半年中资离岸债券市场回顾

中资美元债和中资离岸人民币债均在 2025 年上半年实现稳定增长

2025 年上半年，中资美元债的新发规模稳步增长至 676 亿美元，较上年同期增长 6.3%（见图 1）。由于美国总统特朗普的关税政策可能对通胀构成上行压力，美国联邦储备委员会（“美联储”）在 2025 年上半年采取了观望态度，维持基准利率在较高水平。尽管利率较高，但现有债务的滚续需求刺激了大量主体通过发行离岸美元债进行再融资。

2025 年上半年，中资离岸人民币债的新发规模同比增长 8.9% 至 445 亿美元。由于中国政府和监管机构继续对城投企业的融资活动实施严格限制，城投离岸人民币债发行规模同比下降 58.3% 至 53 亿美元。另一方面，金融机构发行的离岸人民币债同比增长 17.1% 至 264 亿美元，创下历史新高。

图 1: 中资离岸债券发行规模统计



短期债券仍占主流地位，2025 年下半年至 2026 年将迎来兑付高峰

由于大多数新发离岸债券用于再融资需求，短期债券（1-5 年期）仍占主流地位，其占新发行总量的比例在 2025 年上半年达到 71.3%（见图 2）。但期限较长的离岸债券吸引力有所增强，2025 年上半年期限超过 10 年（包括永续债券）的离岸债券占新发行总量的比例达 12.2%，较 2024 年同期的 8.4% 有所提升。

截至 2025 年 6 月底，约有 6,452 亿美元的离岸美元债券和 1,489 亿美元的离岸人民币债券将于 2025 年 7 月至 2030 年期间到期。其中，约 1,422 亿美元的离岸美元债券将于 2025 年下半年到期，这一数字相当于 2025 年上半年新发规模的两倍以上。此外，2026 年和 2027 年将分别有 1,542 亿美元和 1,271 亿美元的离岸美元债券到期。

图 2: 2024 年上半年和 2025 年上半年中资离岸债券发行期限分布

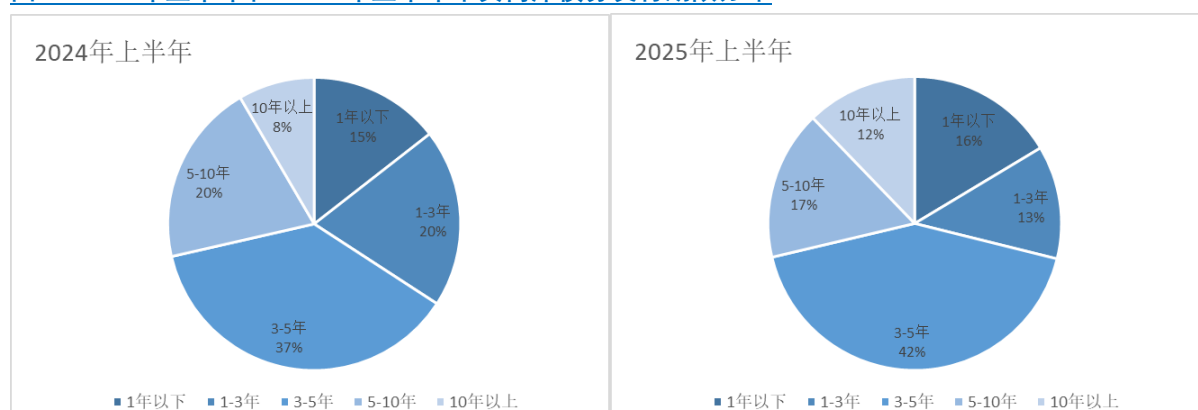
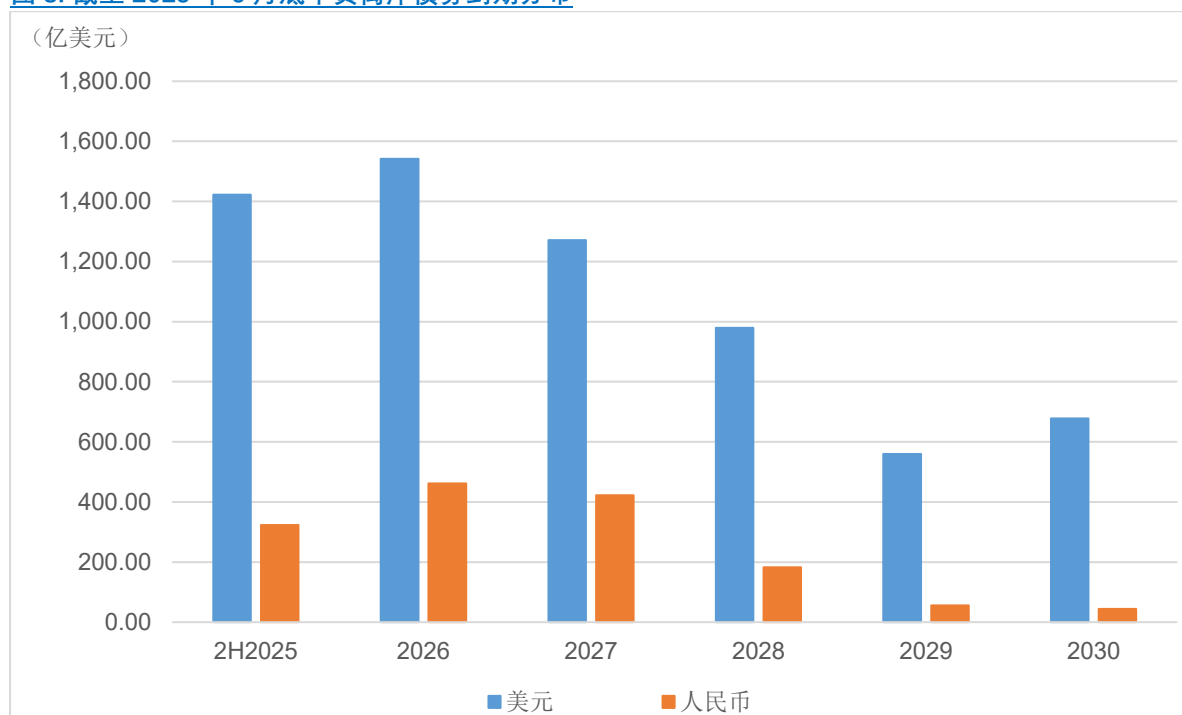


图 3: 截至 2025 年 6 月底中资离岸债券到期分布

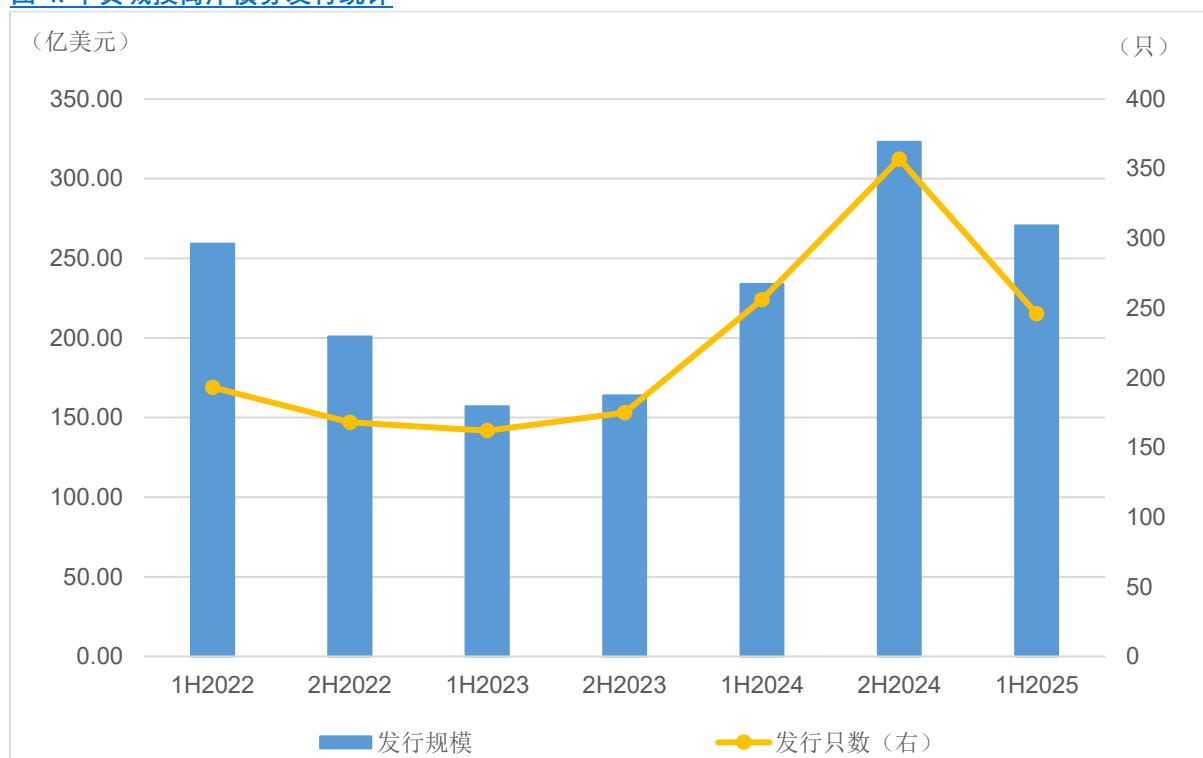


B) 城投：2025 年上半年离岸债发行回顾

尽管面临严格的监管政策，强劲的再融资需求推动美元债券发行量激增

2025 年上半年，中资城投离岸债的新发规模同比增长 15.8%至 271 亿美元（见图 4）。由于中央政府对城投企业新发离岸债仍实施严格监管，监管机构也禁止通过跨境总回报互换（TRS）渠道投资城投离岸人民币债，城投企业加快了通过发行离岸美元债进行再融资的步伐，因更多债务将于 2025 年下半年到期。因此，新发行的城投离岸债券主要为美元债券，2025 年上半年其发行规模同比激增 117.4%至 208 亿美元。

图 4: 中资城投离岸债券发行统计



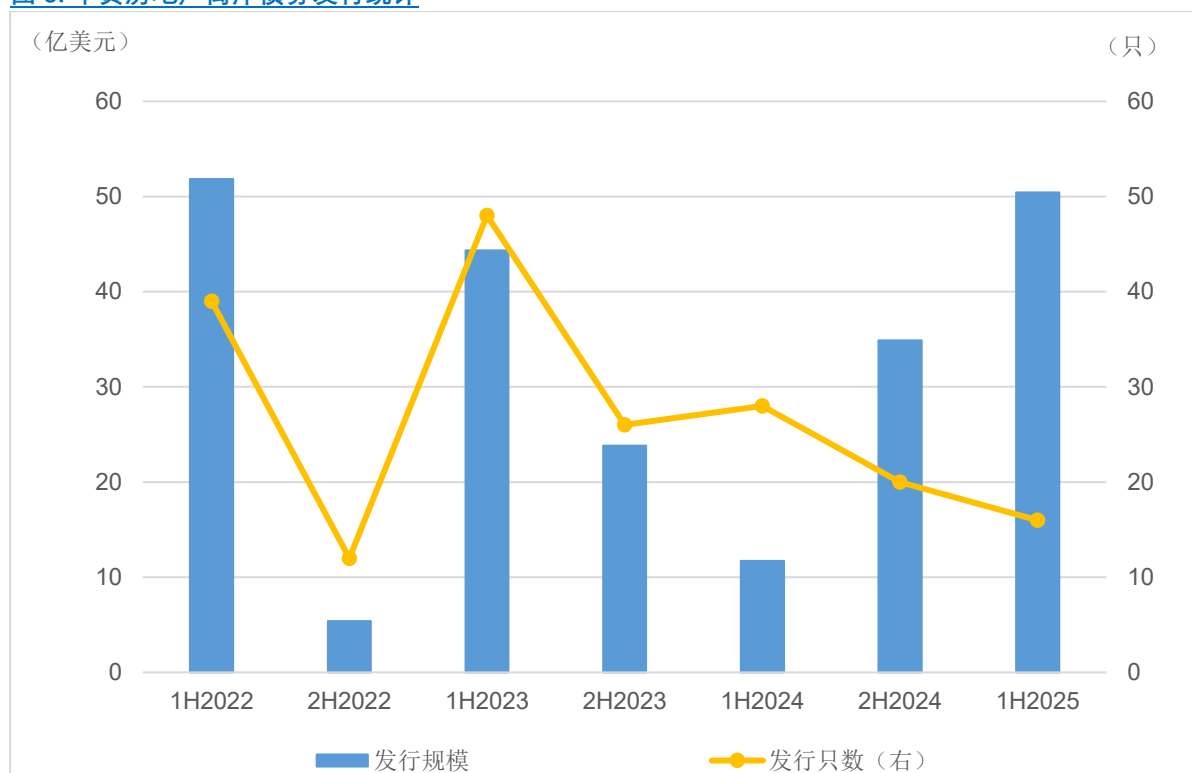
C) 房地产：2025 年上半年离岸债发行回顾

尽管信用事件持续发生，一些大型房地产开发商重启离岸债券发行活动

2025 年上半年，房地产离岸债券的新发行规模达到 50 亿美元，较 2024 年同期的 12 亿美元增长超过三倍（见图 5）。尽管大部分新发债券仍源于违约过程中的债务重组，但绿城中国控股有限公司（3900.HK）（“绿城中国”）和新城发展控股有限公司（1030.HK）（“新城发展”）的新发美元债券带来了一些乐观的讯号。绿城中国于 2025 年 2 月发行了总额为 5 亿美元的离岸美元债，这是中资房地产开发商近两年多以来在离岸债券市场进行的首次重大筹资活动。新城发展于 2025 年 6 月发行了总额为 3 亿美元的离岸美元债，使其成为近两年多以来首家通过离岸美元债券市场融资的中资民营房地产开发商。这些债券发行可能表明投资者对房地产开发商的兴趣有所回升，从而有助于改善中国房地产开发商的融资渠道。

不过，中国房地产开发商在离岸债券市场仍存在一些信用违约情况。信用评级较低且现金流不足的房地产开发商仍面临流动性紧缩的风险。

图 5: 中资房地产离岸债券发行统计



2025 年上半年，中国政府推出了一系列政策刺激措施以恢复市场信心并稳定房地产市场，其中包括收购闲置土地和未售房产、下调贷款市场报价利率（LPR）、推动住房升级和改造等。地方政府通过优化住房公积金政策、提供直接补贴和激励措施、扩大保障性住房计划等措施予以配合。此外，中国政府在 2025 年政府工作报告中首次在整体政策框架中强调了稳定房地产市场的必要性。

在货币政策宽松的配合下，中国房地产行业出现了一些初步的筑底信号。根据中国国家统计局的数据，自 2025 年上半年以来，中国房地产销售额的同比降幅显著收窄（见图 6）。根据中国指数研究院发布的住宅房价指数，中国百城新建住宅价格指数继续逐步回升，但不同城市表现各不相同，一线和二线城市表现优于较低线城市（见图 7）。然而，2025 年上半年中国房地产投资和建筑活动仍保持疲软。

图 6: 月度房地产销售金额及同比增长情况

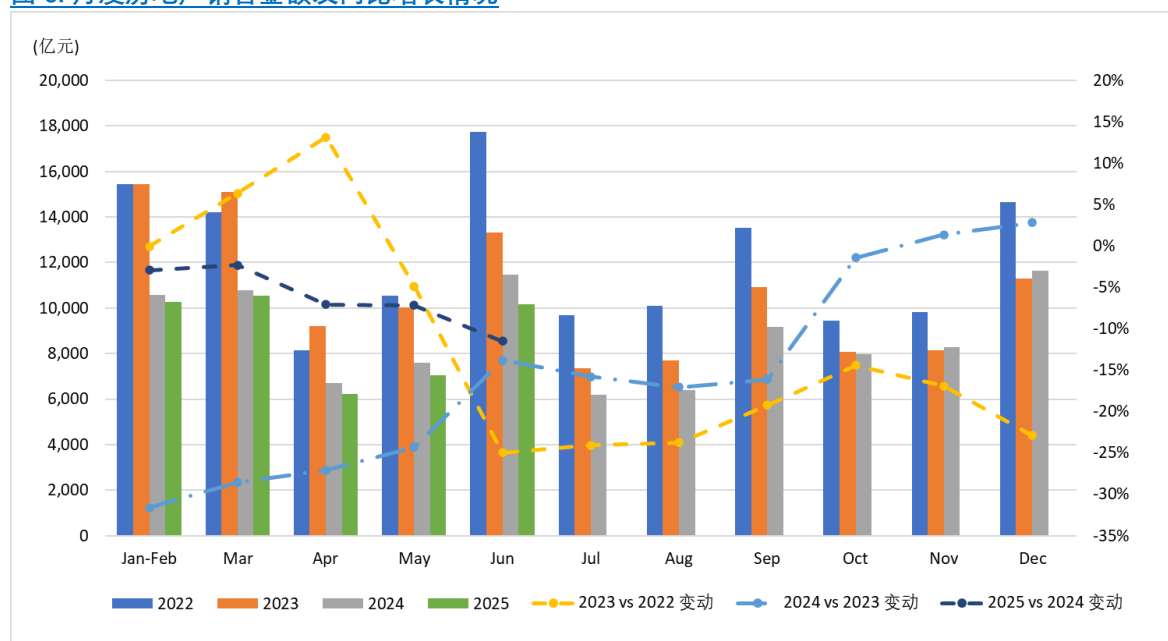
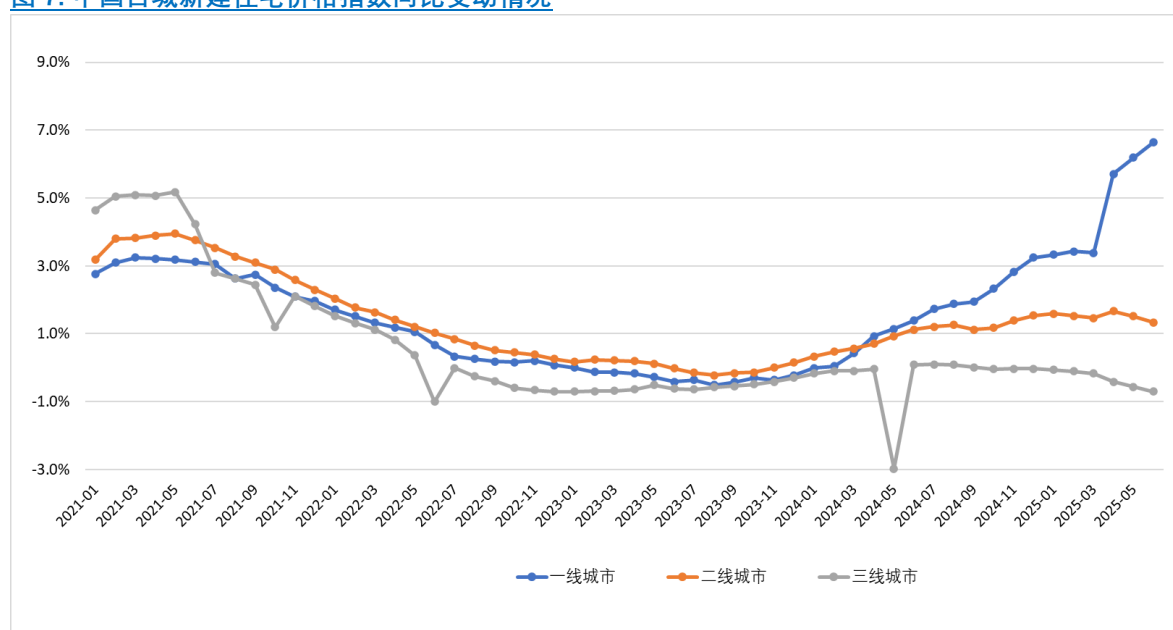


图 7: 中国百城新建住宅价格指数同比变动情况



D) 2025 年下半年中资离岸债券市场展望

再融资需求持续支撑城投企业离岸债券发行

尽管政策环境趋紧，我们预计再融资需求将继续支撑城投企业在 2025 年下半年发行离岸债券。2025 年下半年到期的城投离岸债券金额达 222 亿美元，而 2026 年到期的金额更是高达 398 亿美元。即将到来的债务偿还高峰要求城投企业筹集大量资金以履行偿还义务。

自贸区债券重启

近期，中国人民银行行长潘功胜宣布了八项重磅金融开放举措，其中包括“发展自贸离岸债，遵循‘两头在外’的原则”，这表明了监管机构对发行自贸区债的积极态度。我们预计自贸区债的重启将有助于 2025 年下半年及之后离岸债券发行的稳步增长。

2025 年下半年更有利的宏观环境与政策背景

由于有初步证据表明美国关税政策对通胀的影响小于预期，美联储可能在 2025 年下半年继续降息，这将有助于降低离岸债券的融资成本，并可能吸引一些新的潜在发行人进入离岸债券市场。

此外，香港的《稳定币条例》将于 2025 年 8 月生效。这一法案有望提升跨境数字金融效率，推动人民币国际化，并鼓励数字债券、代币化债券等创新发展，这可能为离岸债券市场带来新机遇。总体而言，我们预计 2025 年下半年离岸债券发行将保持稳步增长趋势。2025 年总发行规模有望超过 2024 年。

分析师

何志忠, CFA, FRM
高级董事
(852) 3462 9578
toni.ho@lhratingsglobal.com

黄佳琪, CFA
董事总经理
(852) 3462 9586
joyce.huang@lhratingsglobal.com

投资人及媒体关系联系人

王雪琦
联席董事
(852) 6158 2257; (86) 185 1686 2143
alice.wang@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”）发布的评级（包括信用评级和其他评级产品）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

评级是一种意见，涉及对实体或证券信用状况或对金融工具的评估，而非购买，出售或持有任何证券或金融工具的建议。评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，亦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评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有评级均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。所有评级均不是由个人负责。评级结果均经由评审委员会决策机制产生。报告中所列人员仅作为联系人用途。

联合国际基于合理信赖的第三方信息开展评级服务。联合国际通常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，并采取合理的措施，以确保其在授予评级时使用的信息，具有足够的质量来支持具可靠性的评级。但是联合国际不进行任何审计，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。评级可能包含联合国际对未来事件的预测等前瞻性观点，此类观点可能随时变动且不应视为事实。请参阅联合国际的网站，了解最新的评级行动、评级历史、决定评级所采用的方法、有关每个评级类别含义以及违约的定义等更多信息。

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。

对于委托评级，联合国际从发行人、承销商、债务人、投资者或委托人处获得提供评级服务的报酬。非委托评级是由本公司主动发起的评级，并非由发行人、承销商、债务人、投资者或委托人请求。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的评级都会向受评级个体（及/或其代理人）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评级报告和研究报告。任何用户若依赖评级报告及研究报告所提供的信息，须咨询相关机构或专业人士，以确保符合当地适用的法律法规。

所有已发布的评级报告以及研究报告均属于联合国际的知识产权。未经联合国际的书面许可，不得以任何形式复制、公开传播或修改全部或部分内容。

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 2025。