



# 2025 年 中资境外债市场 回顾及展望



中國誠信(亞太)信用評級有限公司  
CHINA CHENGXIN (ASIA PACIFIC) CREDIT RATINGS COMPANY LIMITED

## 分析师

徐晨琦

+852-2860 7142

[natalie\\_xu@ccxap.com](mailto:natalie_xu@ccxap.com)

陈怡琳

+852-2860 7132

[iris\\_chen@ccxap.com](mailto:iris_chen@ccxap.com)

庄承浩

+852-2860 7124

[peter\\_chong@ccxap.com](mailto:peter_chong@ccxap.com)

## 其他联系人

胡辰雯

+852-2860 7120

[elle\\_hu@ccxap.com](mailto:elle_hu@ccxap.com)

2026 年 2 月 10 日

## 中资境外债市场整体平稳，需关注区县级弱资质平台的境外债再融资风险

### 2025 年中资境外债市场回顾

- **中资境外债新发行规模延续增长态势，但净融资额仍为负。**2025 年中资境外债市场在宏观环境改善与再融资刚性需求的共同作用下实现继续回升。中资发行人共发行 1,306 只境外债，同比上升 15.0%；发行金额为 1,352.6 亿美元，同比增加 13.1%。全年净融资规模为-484.7 亿美元，已连续四年呈现净流出。
- **城投以外各个板块的发行规模均实现同比增长。**金融机构境外债发行金额为 572.3 亿美元，同比增长 12.7%；产业类发行金额为 282.7 亿美元，同比增长 40.9%；地产债受去年低基数影响上涨幅度最大，发行金额为 34.4 亿美元；城投企业发行金额为 463.2 亿美元，同比减少 9.5%，净融资额首次为负。
- **中资境外债发行币种以美元为主，离岸人民币境外债发行小幅下降。**2025 年美元债发行金额达到 896.4 亿美元，同比增长 17.4%，占全年发行总额的 66.3%；离岸人民币债发行金额为 384.0 亿美元，同比微降 0.4%，占比降至 28.4%。
- **中资境外债直接发行占比过半，发行票息呈下降趋势。**2025 年中资境外债直接发行和担保发行规模分别为 756.1 亿美元和 474.6 亿美元，分别占总发行规模的 55.9%和 35.1%。受市场对美联储降息预期升温及下半年降息落地的影响，中资境外债平均票息降至 4.97%。
- **投资级发行规模显著扩大，中资评级机构的国际影响力持续增强。**2025 年获得国际三大评级机构主体评级的中资境外债发行主体共计 157 家，其中投资级主体 146 家，发行金额为 913.2 亿美元；高收益主体 11 家，发行金额为 41.2 亿美元。2025 年获得中资三大评级机构主体评级的企业共 113 家，发行金额为 240.9 亿美元，同比增加 122.3%。
- **2025 年中资境外债二级市场整体呈上升趋势，非金融行业表现最佳。**尽管下半年回报率有所回落，但全年整体保持正回报。截至 2025 年 12 月 31 日，中资境外债总回报指数为 6.86%，其中投资级债券回报率为 8.83%，高收益债券回报率为 6.73%。按板块来看，非金融境外债表现最佳，全年回报率为 7.66%。
- **负面评级行动态势全年持续，主要集中在产业发行人。**2025 年国际三大评级机构对 275 家中资发行人采取了评级行动，其中包括 150 次负面评级行动及 125 次正面评级行动，负面评级行动占比达到 55%。按行业分布来看，评级行动主要集中在产业发行人，2025 年有 85 家产业板块发行人被下调级别，而获正面评级行动的仅有 36 家，主要源于中国主权信用评级被下调的直接传导及行业基本面因素影响。

### 中资境外债市场展望

- **展望 2026 年，预期美元债融资成本将有所下行，或将带来中资境外美元债发行量有所回升。**另外，人民币融资成本保持低位，推升全球投资者对人民币资产的需求，叠加人民币国际化加速推进，跨境融资功能有所提升，预期点心债的发行量将平稳增长，而且发行人结构也将更多元化。投资方面，随着南向通扩容，纳入券商、保险公司、理财及资产管理公司等非银金融机构，预计投资人结构更加多元化，有利于离岸债券市场长期稳定发展。
- **2025 年以来，城投境外债监管政策持续趋紧，特别是区县级弱资质平台的境外债融资渠道或将显著受阻。**矿产与制造业不仅是“走出去”与产业升级的融资需求主体，也满足当前监管引导资金流向优质实体生产型企业的政策导向，预计将成为未来产业类境外债的重点增长板块。另外，现时国家政策也支持优质民营企业发债融资，未来民企的境外债规模有望上升。

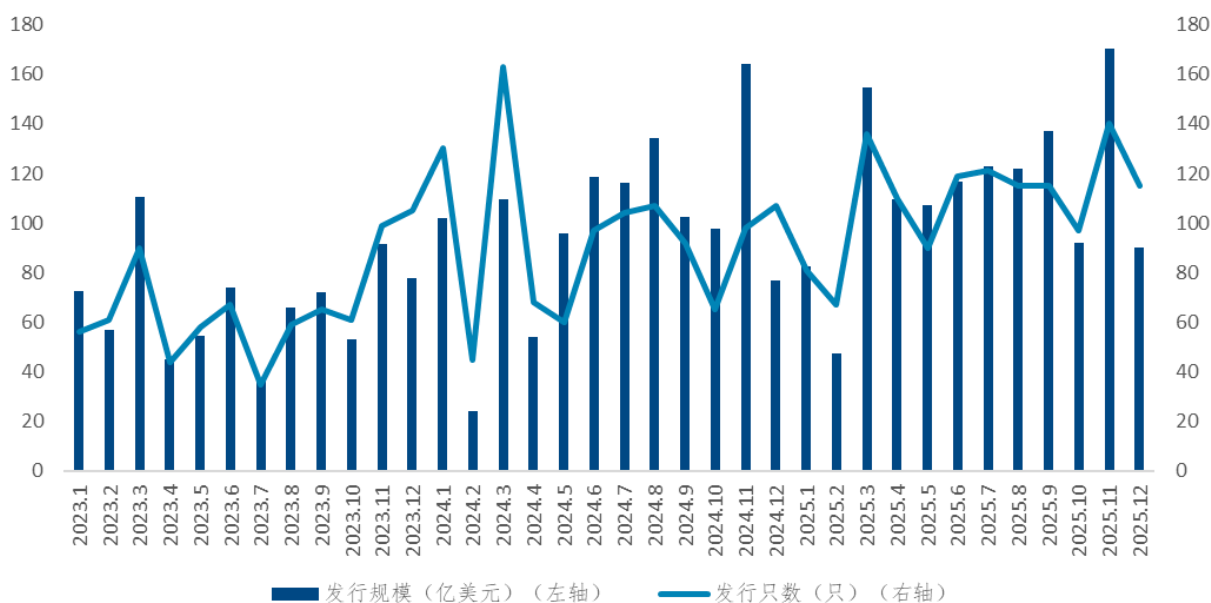
## 中资境外债市场回顾

### 一级市场

中资境外债新发行规模延续增长态势，但净融资额仍为负。2025 年中资境外债市场在宏观环境改善与再融资刚性需求的共同作用下实现继续回升。414 家中资发行人共发行 1,306 只境外债，同比上升 15.0%；发行金额为 1,352.6 亿美元，同比增加 13.1%。尽管发行活动继续回暖，但总体规模仍显著低于 2020-2021 年的高位。从发行节奏看，下半年发行总额（734.3 亿美元）高于上半年（618.3 亿美元），但由于 2024 年同期基数较高，同比增速有所放缓。中资境外债发行增长主要依赖再融资驱动，在监管政策持续审慎、到期偿付压力突出的背景下，新增融资动能依然不足，全年净融资规模为-484.7 亿美元，已连续四年呈现净流出。

综合来看，2025 年各月中资境外债发行呈现分化但总体向好的态势。按月度对比，全年共有八个月的发行额高于 2024 年，四个月出现回落。年初受春节假期影响，2 月发行额同比大幅增长 97.3%至 47.3 亿美元，低基数效应显著；而 1 月则因发行节奏调整同比回落 19.2%。3 月和 4 月，受部分城投企业批文到期前集中发行推动，发行额分别达到 154.8 亿美元和 109.5 亿美元，其中 4 月同比增长高达 101.8%，为全年最高涨幅。年内发行峰值出现在 11 月，发行金额为 170.4 亿美元，反映出产业类扩容与年末集中再融资的叠加效应。与此同时，6 月、8 月与 10 月的发行额分别较上年同期下降 1.5%、9.4%和 5.5%，显示出城投缩发、上年高基数以及个别发行人节奏差异对月度数据的影响。

图 1：2023-2025 年中资境外债发行金额与只数



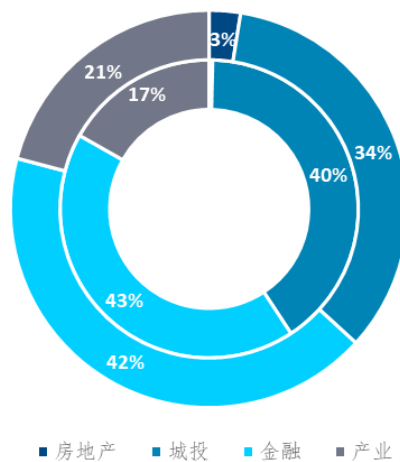
数据来源：中诚信亚太整理

城投以外各个板块的发行规模均实现同比增长。按行业分类，金融、城投、产业类和房地产企业发行分别占 2025 年总发行规模的 42.3%、34.2%、20.9%和 2.5%。在美联储降息预期与债券通机制优化的推动下，金融机构境外债发行金额为 572.3 亿美元，同比增长 13.0%。政策鼓励优质产业类企业境外融资，尤其是点心债发行显著增加，产业类发行金额为 282.7 亿美元，同比增长 63.4%。房地产美元债在 2025 年出现破冰，华润置地、绿城中国等房企时隔数年再度发行，房地产企业发行金额共计 34.4 亿美元（不计交换要约和债务重组债券），受去年低基数影响同比大幅上升 672.5%。另一方面，城投企业通过境外债融资的监管进一步收紧，城投企业境外债发行金额下降至 463.2 亿美元，同比减少 9.5%，净融资额首次为负，达到-22.5 亿美元。

城投境外债融资政策持续收紧，发行以存量再融资为主。2025 年城投板块延续严监管基调，10 月窗口意见进一步强化了对地方政府债务的风险防控，严格限制新增融资，城投主体仅能在离岸市场借新还旧。同时，城投企业自贸区债必须依靠自有资金偿付，无法获得再融资批文。尽管中国人民银行在 6 月宣布重启自贸区债，但基于“两头在外”原则，城投企业重返自贸债市场的难度依然极大。在此背景下，2025 年上半年与下半年发行节奏明显分化。上半年大量城投企业在批文到期前集中发行，上半年发行金额达到 273.1 亿美元，同比增长 17.7%，其中 3 月单月发行 73.6 亿美元，创近五年城投单月最高值；下半年则以借新还旧为主，发行增量有限，发行额降至 190.1 亿美元，同比减少 24.2%。从发行区域来看，2025 年城投境外债发行主要集中在经济实力较强、再融资需求稳定的区域，发行金额最高的三个省份分别为山东省、江苏省和四川省，分别占全年城投总发行的 21.1%、15.2%和 11.7%。总体而言，在当前严控地方政府债务风险的政策环境下，城投境外债已进入以存量管理为主的阶段，能否获得新增融资额度将取决于城投主体能否实现实质性转型与合规化改造。

产业类境外债在政策支持与内生需求驱动下，成为中资境外债市场增长与结构优化的关键力量。从发行主体来看，科技互联网企业融资规模占据主导地位，美团、阿里巴巴、百度和腾讯四家合计占产业类总发行金额的 38.5%，反映出科技型企业研发投入、全球化扩张及数字化基础设施建设方面的资金需求。同时，国家电网、国家电投等能源央企，以及中国五矿、中国宏桥等矿业龙头亦有较大规模发行，反映出传统产业在升级改造与绿色转型过程中对长期资金的依赖。在监管持续鼓励优质企业跨境融资的背景下，产业类主体整体信用质量较高，市场接受度强，且融资用途多集中于长期资本支出，使其平均期限达到 5.31 年，显著高于市场整体的 2.1 年，推动了境外债期限结构的改善。

图 2：2024 年及 2025 年中资境外债行业分布



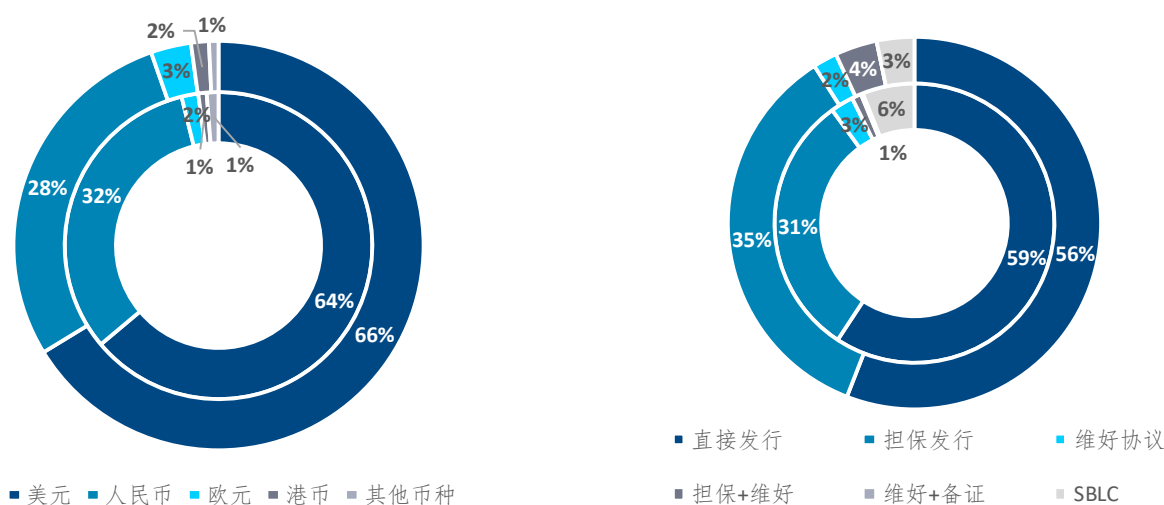
注：按发行金额；内圈为 2024 年数据，外圈为 2025 年数据

数据来源：中诚信亚太整理

中资境外债发行币种以美元为主，离岸人民币境外债发行小幅下降。2025 年美元债发行金额达到 896.4 亿美元，同比增长 17.4%，占全年发行总额的 66.3%；离岸人民币债发行金额为 384.0 亿美元，同比微降 0.4%，占比降至 28.4%。造成这一转变的主要原因是 2024 年末监管部门叫停通过跨境收益互换（TRS）投资城投点心债的模式，叠加审批端对存量城投外债执行“只减不增”的原则，导致点心债市场的需求与供给同时受限。受此影响，城投发行人更多转向美元债融资，推动城投境外债发行结构显著转变，美元债发行金额从 2024 年的 226.7 亿美元上升到 2025 年的 287.8 亿美元，占比从 46.9% 上升至 62.1%，而点心债占比则从 50.4% 下降至 33.5%。尽管城投点心债发行收缩，但在 2025 年下半年“南向通”扩容及离岸人民币流动性改善的支撑下，金融机构与优质产业类企业发行的点心债有所增长，从而部分对冲了前者的下滑，使全年点心债总规模仅小幅收缩。其他币种方面，欧元计价债券因欧洲央行大幅降息使得发行利率具备相对优势，全年发行规模为 43.0 亿美元，同比大幅增长 104.6%。

中资境外债直接发行占比过半，担保发行比重增加。2025 年中资境外债直接发行和担保发行规模分别为 756.1 亿美元和 474.6 亿美元，分别占总发行规模的 55.9% 和 35.1%，其中直接发行占比略有下降，担保发行占比则小幅提升。随着监管部门对发债主体资质审核进一步收紧，企业通过增信措施弥补自身弱资质来为债券提供偿付保障的途径受到限制。具体而言，监管机构对备证方式发行的收紧使得备用信用证（SBLC）发行规模持续下降，全年仅发行 47 只，发行金额为 44.1 亿美元，在总发行规模中的占比降至 3.3%，发行人主要集中在区县级城投企业。随着 SBLC 渠道受限，部分企业转而依靠担保公司或维好协议完成增信。2025 年，中资企业通过 16 家担保及信用增进公司共发行 93 笔债项，规模合计 65.0 亿美元；通过维好协议发行的境外债规模为 28.3 亿美元，占总发行的 2.1%。

图 3：2024 年及 2025 年中资境外债发行结构及币种分布



注：按发行金额及主体信用评级；内圈为 2024 年数据，外圈为 2025 年数据

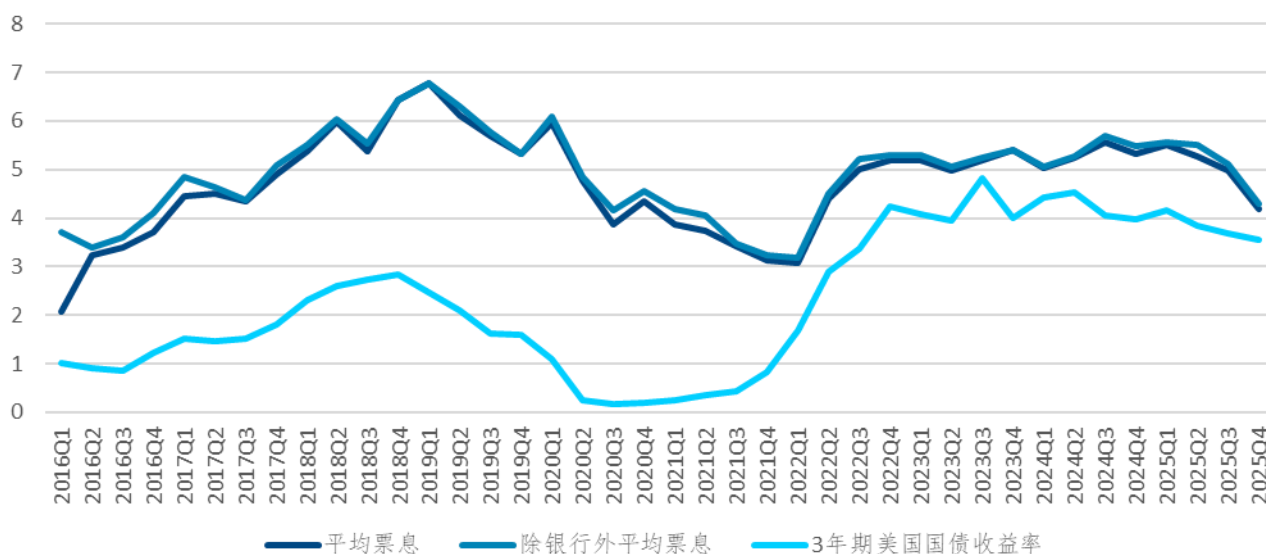
数据来源：中诚信亚太整理

中资境外债发行票息呈下降趋势。2025 年，美联储呈现“先紧后稳”的基调，大部分时间联邦基金利率目标区间保持在 4.25%–4.50% 的高位，下半年随着通胀压力缓解、就业增速放缓，美联储自 9 月起连续三次降息，每次 25 个基点，最终将利率区间下调至 3.50%–3.75%，创近三年新低。同时，中国贷款市场报价利率（LPR）年内亦下调 10 个基点，1 年期和 5 年期以上 LPR 分别降至 3.00% 和 3.50%。同期，中美 10 年期国债收益率利差由年初的 289.4 个基点收窄 57.4 个基点至年底的 232.0 个基点，全年呈明显收窄态势。在此背景下，2025 年中资境外债的平均票息<sup>1</sup>有所下降，为 4.97%。尽管上半年美联储未实际降息，但市场预期升温已推动票息环比下行，降息落地后降幅进一步扩大，第四季度平均票息降至 4.20%，为自 2022 年二季度以来最低水平。分行业来看，地产、城投、金融和产业类债项平均票息分别为 6.34%、5.83%、4.09% 和 5.28%。

<sup>1</sup> 统计口径为固定票面利率、没有回购及回售条款的债券



图 4：2016Q1 至 2025Q4 中资境外债平均发行票息



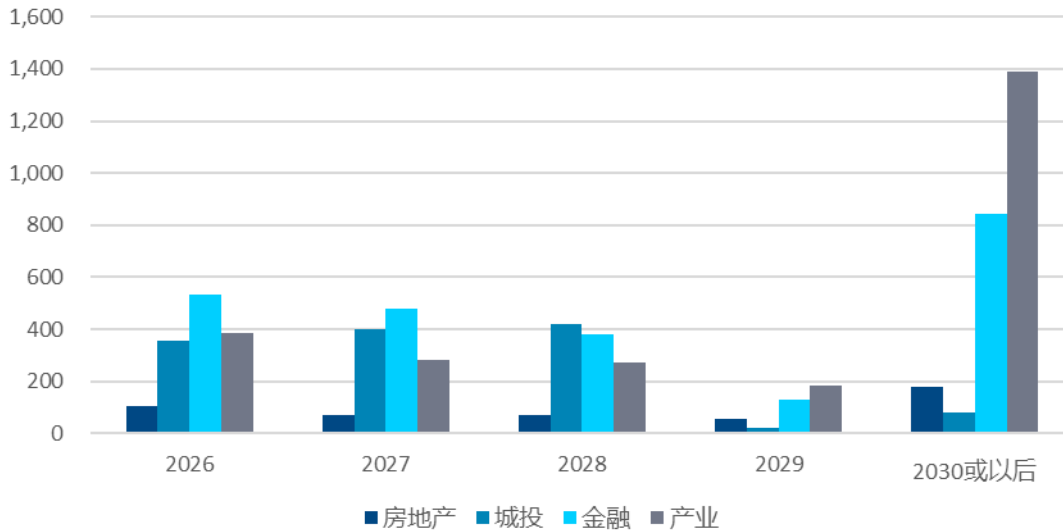
数据来源：中诚信亚太整理

**投资级发行规模显著扩大，中资评级机构的国际影响力持续增强。**2025 年获得国际三大评级机构主体评级<sup>2</sup>的中资境外债发行主体共计 157 家，其中投资级主体 146 家，高收益主体 11 家。其中，投资级主体合计发行金额为 913.2 亿美元，同比增加 35.8%。投资级发行以金融机构为主，金融、产业类与城投在投资级发行额中分别占比 55.2%、25.2%与 17.0%。高收益板块亦出现回升，2025 年高收益主体合计发行金额为 41.2 亿美元，较上年同期的 10.7 亿美元上升，主要受地产债重启和产业类主体发债增加的推动。同时，中资国际评级机构的影响力继续提升。2025 年获得中资三大评级机构主体评级的企业共 113 家，发行金额为 240.9 亿美元，同比增加 122.3%，显示出中资评级在支持境外发行方面的作用日益凸显。

**中资存量境外债以产业类和金融机构为主，过半债务集中于未来三年内到期。**截至 2025 年 12 月 31 日，中资境外债存量总额为 6,160.4 亿美元。其中 2026 年、2027 年和 2028 年的到期规模分别为 1,333.7 亿美元、1,171.0 亿美元和 1,117.8 亿美元，共计占总存量的 58.8%。按行业来看，产业类、金融、城投和房地产企业存量境外债分别占总存量的 38.8%、34.1%、19.3%和 7.8%，不同行业的到期分布呈现显著差异。具体来说，产业类发行期限相对较长，未来三年到期规模分别为 349.9 亿美元、264.3 亿美元和 269.3 亿美元，合计占其总存量规模的 37.0%。金融机构境外债在 2026 年至 2027 年迎来到期高峰，未来三年到期规模分别为 536.9 亿美元、436.7 亿美元和 359.1 亿美元，合计占比 63.4%。城投境外债的到期分布最为集中，未来三年到期规模分别为 341.0 亿美元、401.7 亿美元和 420.9 亿美元，合计占比高达 97.8%。

<sup>2</sup> 按债券发行时数据，如国际三大评级机构级别有差异，按级别最高的统计

图 5：截至 2025 年末存量中资境外债到期分布



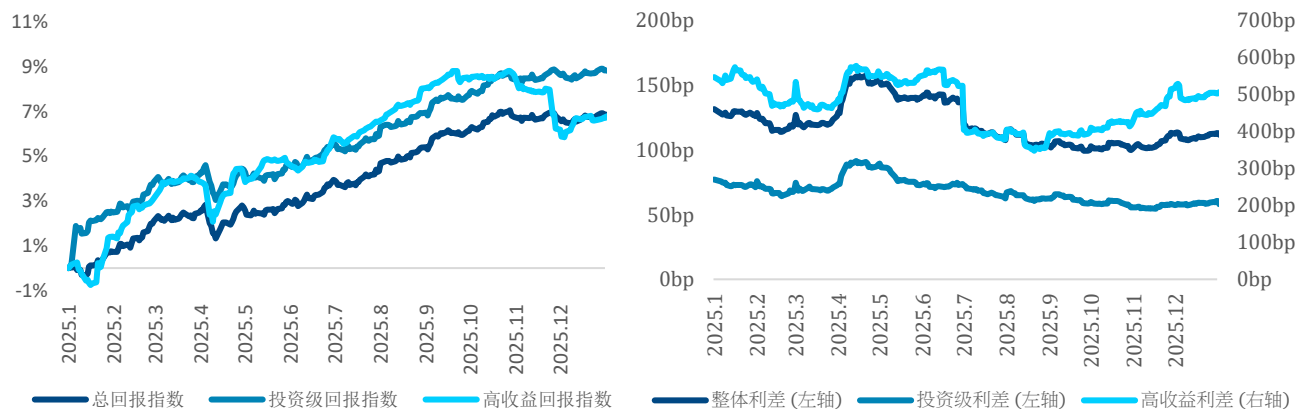
数据来源：中诚信亚太整理；单位：亿美元

## 二级市场

**2025 年中资境外债二级市场整体呈上升趋势。**上半年，随着中央政府持续推出财政刺激和经济支持政策，以及万科信用事件后的政策支持，中资地产债出现反弹行情，带动高收益板块上升。受益于美联储降息预期，中资高收益及投资级债券二级市场总体呈平稳上升趋势。下半年市场出现波动，主要源于中国国内经济增长放缓、结构性债务问题加剧、美联储降息路径低于预期导致全球流动性紧缩、汇率波动放大跨境影响，以及债券供给激增稀释需求等因素。高收益指数在 11-12 月进一步下跌，主要受万科债务危机升级影响，具体表现为其债券价格暴跌、偿付延期请求被拒以及多次临近违约等事件，放大地产高收益债信用风险担忧。尽管下半年回报率有所回落，但全年整体保持正回报。截至 2025 年 12 月 31 日，中资境外债总回报指数为 6.86%，其中投资级债券回报率为 8.83%，高收益债券回报率为 6.73%。

利差方面，截至 2025 年 12 月 31 日，中资境外债的利差较年初下跌 18.5bp 至 112.8bp，其中投资级债券利差较年初下跌 16.7bp 至 60.4bp，高收益债券利差下跌 43.9bp 至 502.3bp。

图 6：2025 年 Market iBoxx 中资境外债回报及巴克莱中资美元债利差情况



数据来源：中诚信亚太整理

中资境外债整体回报率有所回暖，非金融行业表现最佳。从各个板块来看，非金融境外债券表现最佳，全年回报率为最高（7.66%），其次是房地产（6.61%）、城投（6.25%）和金融（6.13%）板块。在房地产行业方面，上半年由于地产债风险出清进程加快，以及中央推动保交房和去化存量房地产项目等利好政策提升了投资者信心，行业估值大幅修复，促进了房地产板块的上涨。但下半年市场波动加剧，尤其是 Q4 回报率为-4.32%，主要受结构性债务问题和万科债务危机影响，进一步暴露了地产行业的脆弱性，放大信用风险担忧，导致高收益板块回落明显。城投板块在化债政策完善落实的背景下，短期偿债压力得到缓解，投资者对境外城投债的信心有所增加，全年保持稳健正回报，但下半年增长放缓。非金融板块涨幅相对较为温和，主要受到整体需求弱复苏的影响，但受益于美联储降息预期和境内资金通过“南向通”南下配置的需求增加，发行量稳健增长，下半年回报仍为正，其中非金融高收益子板块表现突出（全年 12.89%）。

表 1：2025 年中资境外债回报率分行业情况

Markit iBoxx 中资境外债回报指数	一季度	二季度	三季度	四季度	全年度
<b>房地产 TRI</b>	6.50%	1.56%	3.00%	-4.32%	6.61%
- 投资级 TRI	3.32%	1.17%	2.59%	0.97%	8.67%
- 高收益 TRI	7.96%	1.71%	3.19%	-6.97%	5.28%
<b>金融 TRI</b>	2.28%	1.28%	1.82%	0.53%	6.13%
- 投资级 TRI	1.89%	1.24%	1.69%	1.15%	6.23%
- 高收益 TRI	3.62%	1.42%	2.27%	-1.67%	5.71%
<b>非金融 TRI</b>	2.73%	0.87%	2.68%	0.64%	7.66%
- 投资级 TRI	2.62%	0.85%	2.63%	0.70%	7.42%
- 高收益 TRI	5.56%	1.36%	3.67%	-0.98%	12.89%
<b>城投 TRI</b>	1.72%	1.26%	1.75%	1.28%	6.25%
- 投资级 TRI	1.58%	1.20%	1.69%	1.27%	5.97%
- 高收益 TRI	2.42%	1.57%	2.30%	1.39%	8.02%

数据来源：中诚信亚太整理

## 评级调整与信用事件

负面评级行动态势全年持续，主要集中在产业发行人。2025 年国际三大评级机构对 275 家中资发行人采取了评级行动<sup>3</sup>，其中包括 150 次负面评级行动及 125 次正面评级行动<sup>4</sup>，负面评级行动占比达到 55%。这主要是由于惠誉于 2025 年 4 月将中国主权信用评级由 A+调降至 A，导致诸多头部中资发行人陆续被下调评级。按行业分布来看，评级行动主要集中在产业发行人，2025 年有 85 家产业板块发行人被下调级别，而获正面评级行动的仅有 36 家，其中下调最显著的是能源与化工、基础设施建设与建筑等行业。能源、基建等领域的企业主要受主权评级下调的传导影响，叠加行业基本面压力，成为产业负面评级行动较为集中的板块。另外，房地产板块持续承压，下调行动（19 次）远多于上调（2 次），反映出行业在政策调整与市场出清过程中，信用风险依然突出。金融及城投板块各有 23 家公司被采取负面评级行动，主要是中国主权评级展望下调及区域政府对相关融资平台的支持力度减弱。从全年整体来看，金融和城投板块的正面评级行动数量多于负面。其中，金融板块录得 45 次正面评级行动，主要驱动因素包括个体信用基本面改善、以及部分公司在主权评级调整后的恢复性确认。城投板块录得 42 次正面评级行动，其中广西、山东、广东等区域的案例较为集中，主要反映了地方债务支持机制的强化与平台自身信用资质的改善。

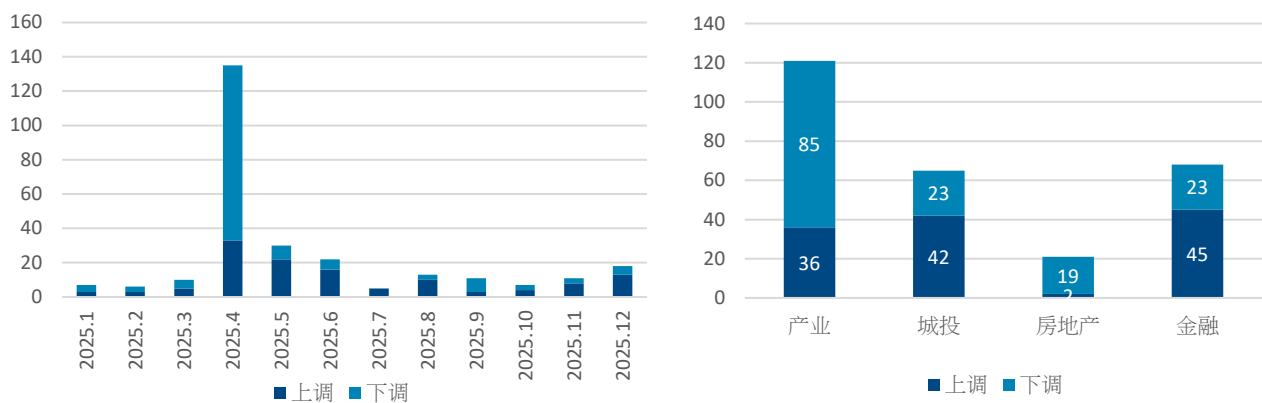
从全年趋势看，评级行动呈现“前紧后松、结构分化”的特点。2025 年 4 月惠誉下调中国主权评级后，出现了一轮密集的评级下调，覆盖大量国有企业、金融机构及城投平台。此后，负面行动明显减少，评级机构更多通过展望调整来传递观点。房地产则为唯一一个负面评级行动贯穿全年的行业，凸显其信用风险的持续性和突出性。

<sup>3</sup> 多家发行人在期内曾被同时采取正面及负面评级

<sup>4</sup> 评级行动包括级别调整、展望调整及列入/移出观察名单



图 7：2025 年评级行动月度走势及行业分布情况



数据来源：中诚信亚太整理；单位：次

中资境外债发行人的债务风险已大部分出清，违约趋势放缓。2025 年仍有部分房企出现信用风险事件，说明在市场销售较为低迷背景下，房企的债务压力仍然较大，行业风险完全出清仍在路上。

表 2：2025 年中资发行人境外市场主要违约及信用事件

企业简称	信用事件
绿景中国地产	2 月 2 日晚，绿景中国地产发布公告称，于 2024 年 1 月 4 日，全资附属公司碧玺发行：1) 本金总额为 527.8 万美元且于 2025 年到期之 8 厘有担保商业票据；2) 本金总额为 1.1447 亿港元且于 2025 年到期之 8 厘有担保商业票据；3) 本金总额为 4050 万元人民币且于 2025 年到期之 8 厘有担保商业票据。碧玺并未根据该等票据之条款及条件于 2025 年 1 月 2 日（即到期日）赎回该等票据。
弘阳集团	2 月 24 日，弘昇有限公司（弘阳集团子公司）发布公告，内容有关该公司发行的 2.2665 亿美元高级有抵押债券 HONGSL 5 08/19/29（ISIN: XS2697849979/XS2697959992）。该等债券由弘昇有限公司直接发行，弘昇子公司提供担保。公告称，发行人未能全额支付本期债券于 2025 年 2 月 19 日到期的递延债权和利息。拖欠递延债权已构成债券项下的违约事件，而拖欠利息将在付息宽限期（2025 年 3 月 21 日）截止后构成违约事件。
万科	<p>11 月 26 日夜，上海浦东发展银行作为召集人，在中国银行间市场交易商协会官网发布公告，提议召开“22 万科 MTN004”债券持有人会议，商讨展期相关事宜。该债券余额 20 亿元，票面利率 3%，原定于 2025 年 12 月 15 日兑付本金。这一消息迅速引发资本市场剧烈波动。此后，万科逐步推进多只境内债券的展期工作。</p> <p>2026 年 1 月 27 日，万科三笔合计 68 亿元的境内债券展期方案通过，采用“部分现金兑付+分期展期+资产增信”组合方案，同时大股东深铁集团提供 23.6 亿元股东借款支持。暂缓二季度 65 亿元债务到期压力。</p> <p>2026 年 1 月 30 日，万科发布 2025 年业绩预告，预计全年归属母公司净利润亏损 820 亿元，扣除非经常性损益后净利润预计亏损约 800 亿元，基本每股收益亏损 6.89 元。</p> <p>截至 2026 年 1 月底，万科在境内还有 16 笔存量债务，包括 6 笔中票、10 笔公司债，规模为 217.98 亿元。公司在境外还有 2 笔美元债，规模为 13 亿美元。这两笔合计金额 13 亿美元的债券，可能触发交叉违约条款：如果万科未能按时或在“原本适用的宽限期内”偿</p>

还超过 5000 万美元的其他债务，只要集齐持有未偿还金额至少 25% 的债权人同意，即可要求万科立即全额偿还所有票据。

数据来源：公开信息，中诚信亚太整理

## 监管动态：“南向通”扩容开启香港债券市场新机遇

2025 年 7 月 8 日，中国人民银行与香港金管局在“债券通周年论坛 2025”联合宣布三项重磅开放举措，核心举措为将债券通“南向通”境内投资者范围扩大至券商、基金、保险及理财四类非银金融机构。这标志着自 2021 年 9 月“南向通”启动以来最重大的一次机制优化，本次扩容的核心在于突破原仅有银行机构和 QDII/RQDII 的投资者结构，为香港债券市场带来风险偏好与投资策略更多元的境内非银机构资金。我们预计“南向通”扩容将为香港债券市场引入中长期资金，并提升离岸人民币市场活跃度与流动性。

“南向通”扩容将为香港债券市场引入风险偏好与投资策略多元化的境内非银机构投资者资金。当前“南向通”以银行为最主要参与者，其投资风险偏好低、策略一致性较强，资产选择更倾向于信用资质稳健、波动较低的债券。本次扩容纳入的四类非银机构展现出差异化的资金属性与需求：保险公司负债端期限较长，对长久期、稳定收益的资产配置需求显著，是优质中长期信用债的稳定需求方，有助于缓解债券发行短期化的倾向；证券公司和基金公司的投资策略更灵活，风险承受能力相对较高，有利于挖掘信用溢价，为高收益债券和新兴行业债券提供流动性，并提升一级市场定价效率；理财公司多元化的产品线能够覆盖不同风险偏好资金的投资需求。

新增资金的入场将从改善流动性、提升定价效率和优化期限结构三个维度利好离岸债券市场。首先，非银机构更活跃的交易行为将有助于降低二级市场的信用利差和流动性溢价，提升整体估值水平，从而为一级市场新发行创造有利环境。其次，保险资金等长期资本对长久期资产的偏好将推动中长期期限债券的需求，从而改善期限错配问题，并鼓励更多中长期债券的发行，进而优化市场的期限结构。此外，作为离岸人民币债券市场最直接的境内投资者基础，扩容为点心债市场带来了坚实的流动性支撑，是完善离岸人民币产品生态、推动人民币国际化进程的重要推动力量。

## 监管动态：上海自贸离岸债规范细则出台，强调“两头在外”原则

2025 年 9 月 29 日，上海市委金融委员会办公室与中国人民银行上海总部联合印发了《关于进一步推进上海自贸离岸债高质量发展的若干措施（试行）》（以下简称《措施》），该文件的出台是对 2025 年 6 月陆家嘴论坛“发展自贸离岸债”政策部署的具体落实，旨在通过对标国际通行规则，遵循“两头在外”原则，发挥离岸自贸债拓宽“走出去”企业及“一带一路”共建国家和地区优质企业的融资渠道作用，完善离岸金融体系。

由于自贸债发行端和投资端主要参与者仍以境内机构为主，存在“两头在内”现象，2023 年自贸区离岸债投融资政策收紧，债券发行趋于暂停。2025 年陆家嘴论坛，央行行长潘功胜提出“发展自贸离岸债”等八项金融开放举措，同时明确将遵循“两头在外”原则和国际通行的规则标准，推升市场对自贸债重启的预期。此次《措施》的落地，为自贸离岸债的发展提供制度保障，自贸离岸债进入新的发展阶段。

从具体细则来看，《措施》主要在主体范围、资金使用及配套措施方面进行了规范：一是明确规定了自贸离岸债应遵循“两头在外”原则，或有助于改善自贸离岸债市场生态，对推动境内企业走出去及吸引外资进入我国发债有一定积极意义。二是对自贸离岸债的资金用途和流动进行了明确规定，力求融资真正用于境外项目，避免成为变相的境内融资通道。三是在制度安排上对标国际通行规则，有利于形成人民币为主、多币种并存的自贸离岸债产品体系，推动人民币国际化进程。

在《措施》为市场提供明确指引的基础上，上海市进一步通过地方立法形式，为自贸离岸债市场构建了更为稳固的法治基础。2025 年 12 月 30 日，上海市人大常委会审议通过了《上海市浦东新区自贸离岸债业务发展若干规定》（以下简称《规定》），这是全国首部专门针对自贸离岸债业务的地方性法规，将于 2026 年 3 月 1 日起施行。该《规定》以法律形式确认并强化了“主要面向境外投资主体发行”的核心定义与“两头在外”原则，系统性地规范了发行与投资主体资格、登记托管结算模式（明确以一级托管为主）、资金使用原则以及跨境监管协作等关键环节。特别是，它不仅在法律层面确立了“两头在外”的原则，还新增了鼓励使用人民币计

价、优先选择上海作为仲裁地等提升国际金融中心配套能力的条款，为市场的长期规范运行提供了强有力的法律保障。

新规的出台为自贸离岸债的进一步发展拉开序幕，目前市场已开始探索发行“两头在外”原则下的自贸离岸债，后续产品的落地情况和发行规模值得持续关注。从现有情况来看，后续建议重点关注自贸离岸债市场的投资者结构问题，市场发展初期可能面临投资者类型单一、深度不足的问题，境外投资者对自贸离岸债的认知度和接受度可能仍需提升。同时，二级市场流动性风险也值得关注，尽管《规定》允许投资主体通过线下或境内外交易平台达成交易，但做市商制度、电子交易平台等流动性支持机制仍有待建立和完善，自贸离岸债的交投活跃度可能受限。此外，也需关注信息披露问题，《规定》要求发行主体按照国际惯例进行真实、准确、完整、及时的信息披露，但具体执行标准和细节仍有待明确，可能增加境外投资者的风险评估难度。

## 中资境外债市场展望

展望 2026 年，基于美联储领导人换届相关新闻，基准利率可能将再度下浮 0.5%-0.75%，预期美元债融资成本将有所下行，或将带来中资境外美元债发行量有所回升。另外，人民币融资成本保持低位，推升全球投资者对人民币资产的需求，叠加人民币国际化加速推进，跨境融资功能有所提升，预期点心债的发行量将平稳增长，而且发行人结构也将更多元化。投资方面，随着南向通扩容，纳入券商、保险公司、理财及资产管理公司等非银金融机构，预计投资人结构更加多元化，有利于离岸债券市场长期稳定发展。

2025 年以来，城投境外债监管政策持续趋紧。考虑到在“35 号文”“47 号文”等政策约束下城投企业新增融资受限、投资审批趋严，特别是区县级弱资质平台的境外债融资渠道或将显著受阻。根据近期市场传出的窗口指导，地方国企新增外债额度需满足生产型企业认定标准，其中矿产、制造类等主营业务收入占比不低于 80%。矿业在海外资源拓展与绿色转型推动下，具备 ESG 优势与关键矿产布局的优质企业将持续吸引境外融资；制造业则在产业升级、数字化及战略性新兴产业需求带动下，预计由传统消费类向高端制造、新能源车与半导体等板块扩展境外发债规模。矿产与制造业不仅是“走出去”与产业升级的融资需求主体，也满足当前监管引导资金流向优质实体生产型企业的政策导向，预计将成为未来产业类境外债的重点增长板块。另外，现时国家政策也支持优质民营企业发债融资，未来民企的境外债规模有望上升。

©本文版权归中国诚信(亚太)信用评级有限公司（以下简称“中诚信亚太”）和/或其被许可人所有。

未经中诚信亚太事先书面许可，任何人不得对本刊物的任何内容进行复制、转售或传播。

信用评级是对受评主体和债项的信用品质所表达的前瞻性信用风险意见。中诚信亚太发布的信用评级是其对受评主体或债项当前和未来相对信用风险的意见，但不涉及其他风险，包括但不限于流动性风险、市场价格风险及利率风险。

中诚信亚太刊物中的信用评级级别、非信用评估及其他意见并非建议投资者购买、出售或持有任何证券，也不评估受评主体和债项的市场价值。中诚信亚太相信其所获取的信息是可靠的，但中诚信亚太并不对其从受评主体或第三方来源获取的信息进行审计，也不承担独立核实或验证的责任。

本刊物内的所有信息属中诚信亚太所有，中诚信亚太可在不事先通知的情况下更改信息。所有信息以“现状”和“现有”为基础提供，中诚信亚太相信信息是准确和可靠的，但不保证信息的准确性、充分性、完整性或及时性。

在法律允许的范围内，中诚信亚太及其董事、经理、雇员、代表和代理对任何人或任何实体均不承担以下任何责任 (i) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何直接或补偿性损失或损害，包括但不限于由中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理的疏忽、及其控制范围内或超出其控制范围的偶发事件而引起的；以及 (ii) 因本文所载信息、或本文所载信息的使用或未能使用而引起的任何间接、特殊、后果性或附带性损失或损害，即使中诚信亚太或其任何董事、经理、雇员、代表或代理被事前告知该等损失或损害的可能性。

#### 中国诚信(亚太)信用评级有限公司

地址：香港中环康乐广场 1 号  
怡和大厦 19 楼 1904-1909 室  
网址：[www.ccxap.com](http://www.ccxap.com)  
邮箱：[info@ccxap.com](mailto:info@ccxap.com)  
电话：+852-2860 7111  
传真：+852-2868 0656