

投资要点

►2026 年上半年一级市场发行规模同比下滑 33.1%:

2026 年 1-6 月，受美债利率高企抬升美元融资成本，境外投资者风险偏好走弱，地产、城投发债意愿低迷，发行人转向离岸人民币债替代融资等因素影响，中资美元债一级市场发行规模约 816.8 亿美元，同比下滑 33.1%。净融资额方面，整体呈净偿还态势。

►上半年中资美元债总回报率约 1.3%:

截至 6 月 30 日，中资美元债总回报率约 1.3%，其中，投资级和高收益回报率分别为 1.3% 和 1.6%，投资级走势稳健，高收益板块波动更为剧烈，整体收益跑赢投资级。

►下半年美债收益率或维持高位震荡:

通胀方面，6 月 CPI 阶段性回落不改“先降后稳”的中期判断，霍尔木兹海峡局势反复意味着通胀粘性将持续制约美联储政策转向空间。政策方面，7 月 FOMC 虽按兵不动，但沃什“零前瞻指引+市场自发紧缩”框架下长端利率与期限溢价替代加息发挥紧缩功能，“买短卖长”的熊陡交易成为市场共识。供需方面，美国财政持续维持高额赤字，国库券存量占比攀升至历史高位，叠加官方配置需求结构性退潮，中长期付息债扩容预期使期限溢价系统性抬升。三重压力共振，下半年美债大概率维持高位震荡、曲线趋陡格局。

►投资策略:

◇地产板块方面，2026 年国内地产政策持续托底，但纾困资源局限于境内项目，境内外资金隔离格局不变；行业销售仅呈现结构性弱修复，三四线市场持续承压。建议优选土储集中核心一二线的国有房企博取票息；维持短久期运作，7、8 月警惕集中兑付带来估值波动，四季度可把握回调后的波段机会，理性控制下行风险。

◇城投板块方面，下半年化债步入下半场，置换债临近收官，城投信用分化持续加剧。投资以票息为核心、严控组合久期，优选财政实力雄厚、化债成效落地区域的高等级城投债，规避债务压力大、化债推进滞后、平台转型受阻的弱区域，警惕境外债集中到期的流动性传导风险。持续跟踪平台整合出清相关政策，审慎下沉资质，严控个券集中度，偏好流动性较佳品种，做好尾部信用风险甄别。

研究部

姓名：段静娴

SFC: BLO863

电话：0755-21519166

Email:duanjx@gyzq.com.hk

目录

1. 2026 年上半年中资美元债市场回顾	4
1.1 美国国债收益率	4
1.2 2026 年上半年一级市场发行与净融资规模	5
➤ 1.2.1 地产美元债发行与净融资规模	6
➤ 1.2.2 金融美元债发行与净融资规模	7
➤ 1.2.3 城投美元债发行与净融资规模	8
1.3 2026 年上半年二级市场表现	8
➤ 1.3.1 中资美元债指数表现	8
➤ 1.3.2 中资美元债分行业回报率	9
2. 下半年展望	10
2.1 美债收益率或维持高位震荡	10
2.2 人民币汇率下半年或将从单边升值走向双向波动	12
3. 投资策略	13
3.1 地产板块	13
3.2 城投板块	18
风险提示：	20

图目录

图 1：美国国债收益率（%）走势	4
图 2：2026 年上半年中美 10 年期国债收益率利差持续深度倒挂（%，BPS）	5
图 3：2025 年及 2026 年 1-6 月中资美元债发行规模及构成（亿美元）	6
图 4：2025 年以来中资美元债月度发行规模及构成（亿美元）	6
图 5：2025 年以来中资美元债发行与净融资规模（亿美元）	6
图 6：中资地产美元债月度发行与净融资规模（亿美元）	7
图 7：中资金融美元债月度发行与净融资规模（亿美元）	7
图 8：中资城投美元债月度发行与净融资规模（亿美元）	8
图 9：中资美元债指数表现（MARKIT IBOXX）	9
图 10：IBOXX 中资美元债分行业总回报指数	9
图 11：美国 CPI 及核心 CPI 走势（%）	10

图 12: 后续会议加息概率分布图 (截止 8 月 1 日)	12
图 13: 2026 年上半年人民币汇率走势	13
图 14: 全国房地产开发投资同比增速	16
图 15: 全国商品房销售面积&销售额同比增速	16
图 16: 30 个代表城市新建商品住宅各面积段销售套数占比	16
图 17: 中资地产美元债月度到期规模 (亿美元)	17
图 18: 2025 年以来城投点心债及城投美元债发行规模 (亿美元)	18
图 19: 中资城投美元债月度到期规模 (亿美元)	19

表目录

表 1: 美国 2026 年 6 月 CPI 及分项	11
表 2: 中央层面地产政策汇总 (2026.01-2026.07)	14
表 3: 重点城市/地方地产政策汇总 (2026.01-2026.07)	15

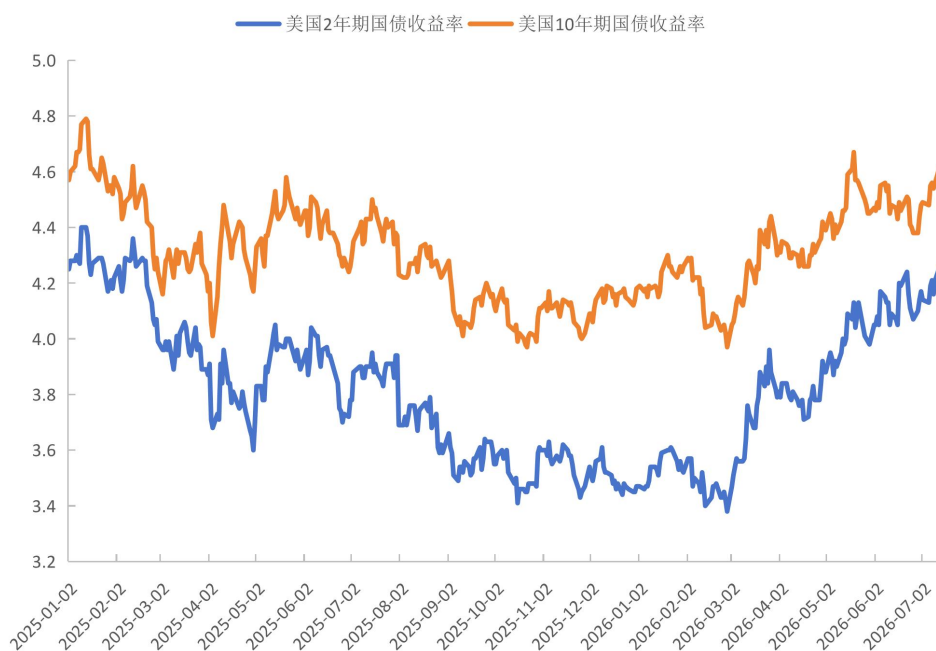
1. 2026 年上半年中资美元债市场回顾

1.1 美国国债收益率

2026 年上半年，美债长短端收益率整体震荡上行，走势呈现明显熊平特征，短端收益率涨幅显著高于长端。1-2 月，市场初期计价美联储年内降息，叠加美债供给压力推动收益率小幅冲高；后续市场担忧经济走弱、风险情绪回落，避险买盘带动长短端收益率同步回落，短端对货币政策预期变动更为敏感。3-5 月中旬，中东地缘冲突推升油价，美国通胀粘性超预期、劳动力市场保持韧性，叠加美联储释放鹰派信号，市场降息预期彻底扭转，甚至开始定价加息，驱动长短端收益率同步冲高，熊平走势进一步加剧。5 月下旬至 6 月末，地缘局势缓和、油价回落，通胀边际降温，长端收益率震荡下行；而美联储点阵图上调利率中枢，强化高利率延续预期，支撑短端收益率维持高位。整体来看，短端收益率完全锚定货币政策预期，长端受通胀、期限溢价及财政供给共同影响，多空交替下债市波动显著放大。

截至 2026 年 6 月 30 日，10 年期美债收益率较 2025 年 12 月底上行 29ps 至 4.465%，2 年期美债收益率上行 69.9bps 至 4.174%，10Y-2Y 利差由 2025 年末的 70bps 收窄至 29.1bps。

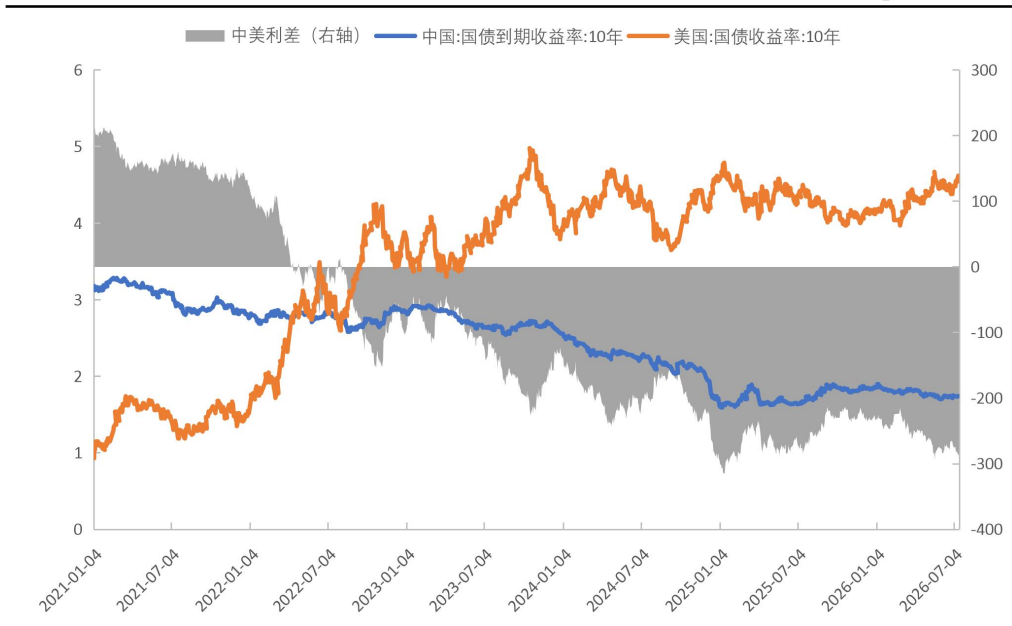
图 1：美国国债收益率（%）走势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

2026年上半年，中美10年期国债收益率利差持续深度倒挂。主要原因在于两国货币政策周期错位：美国为抑制通胀维持高利率，10年期美债收益率在4.3%-4.8%区间波动；中国为稳增长实施宽松货币政策，10年期中债收益率在1.7%-1.9%区间运行。此外，资本账户管制阻断了无风险套利，汇率管理工具与贸易顺差缓冲了资本外流压力，债市供需结构差异也加剧了利差倒挂的持续性。截至6月底，中美10年期国债收益率利差倒挂幅度由2025年末的约-232.9bps扩大至约-270.9bps。

图2：2026年上半年中美10年期国债收益率利差持续深度倒挂（%，bps）



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

1.2 2026年上半年一级市场发行与净融资规模

2026年1-6月，受美债利率高企抬升美元融资成本，境外投资者风险偏好走弱，地产、城投发债意愿低迷，发行人转向离岸人民币债替代融资等因素影响，中资美元债一级市场发行规模约816.8亿美元，同比下滑33.1%。净融资额方面，2026年上半年中资美元债月度持续发行，但多数月份净融资为负，整体呈净偿还态势。

图 3：2025 年及 2026 年 1-6 月中资美元债发行规模及构成（亿美元）

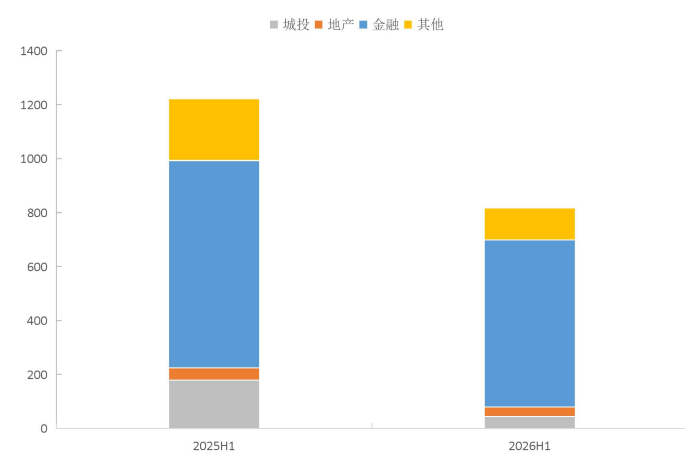
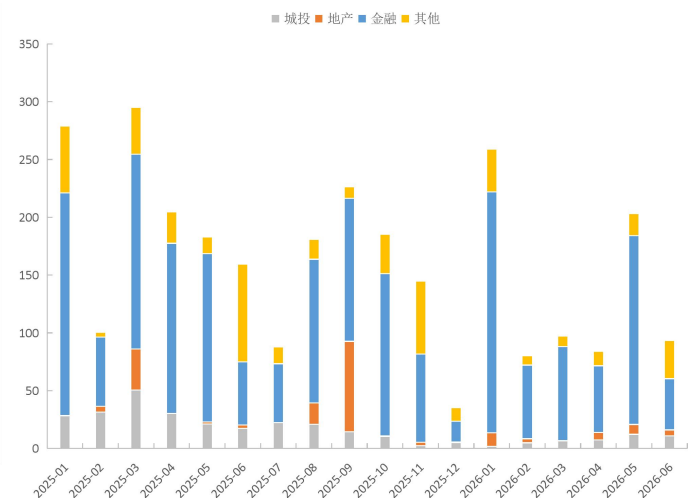


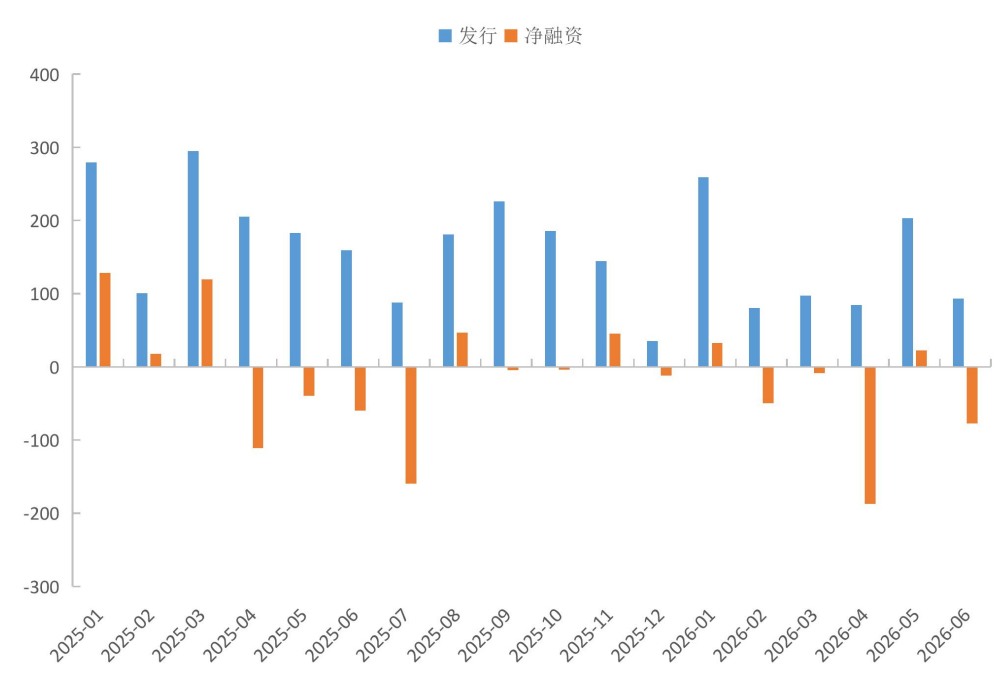
图 4：2025 年以来中资美元债月度发行规模及构成（亿美元）



资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

图 5：2025 年以来中资美元债发行与净融资规模（亿美元）



资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

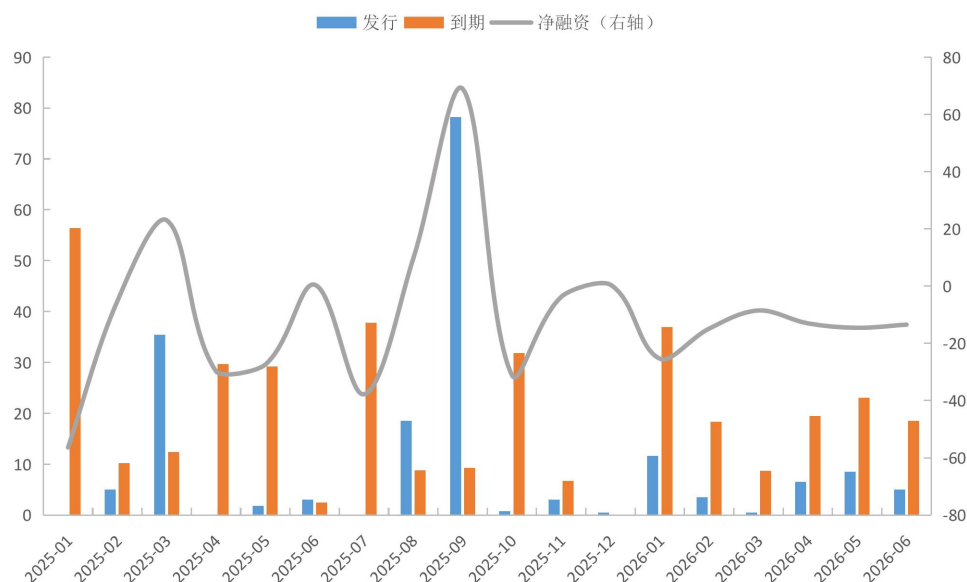
➤1.2.1 地产美元债发行与净融资规模

2026 年上半年，中资地产美元债发行规模约 35.4 亿美元，同比下降 21.6%；占同期一级市场发行总量的比例为 4.3%，该占比较去年同期提升 0.6 个百分点。

从净融资额看，2026 年 1-6 月地产美元债净融资额约-89.6 亿美元，仍为大幅净

流出。

图 6：中资地产美元债月度发行与净融资规模（亿美元）

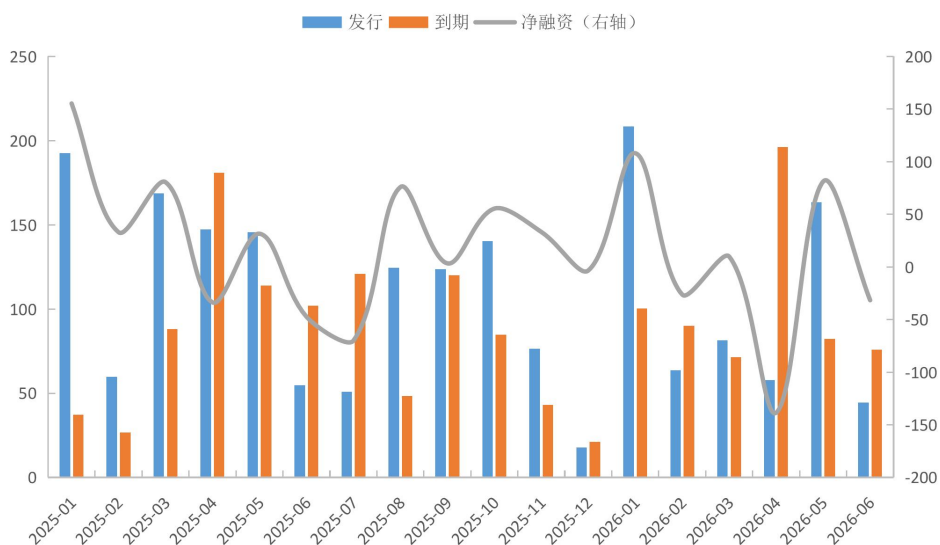


资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

1.2.2 金融美元债发行与净融资规模

2026 年上半年，中资金融美元债发行规模约 619.2 亿美元，同比下降 19.4%；占同期一级市场发行总量的比例为 75.8%，较去年同期提升 12.9 个百分点。从净融资额看，2026 年 1-6 月金融美元债净融资额约 3.2 亿美元，较去年同期（219.9 亿美元）大幅下降，市场持续承压。

图 7：中资金融美元债月度发行与净融资规模（亿美元）

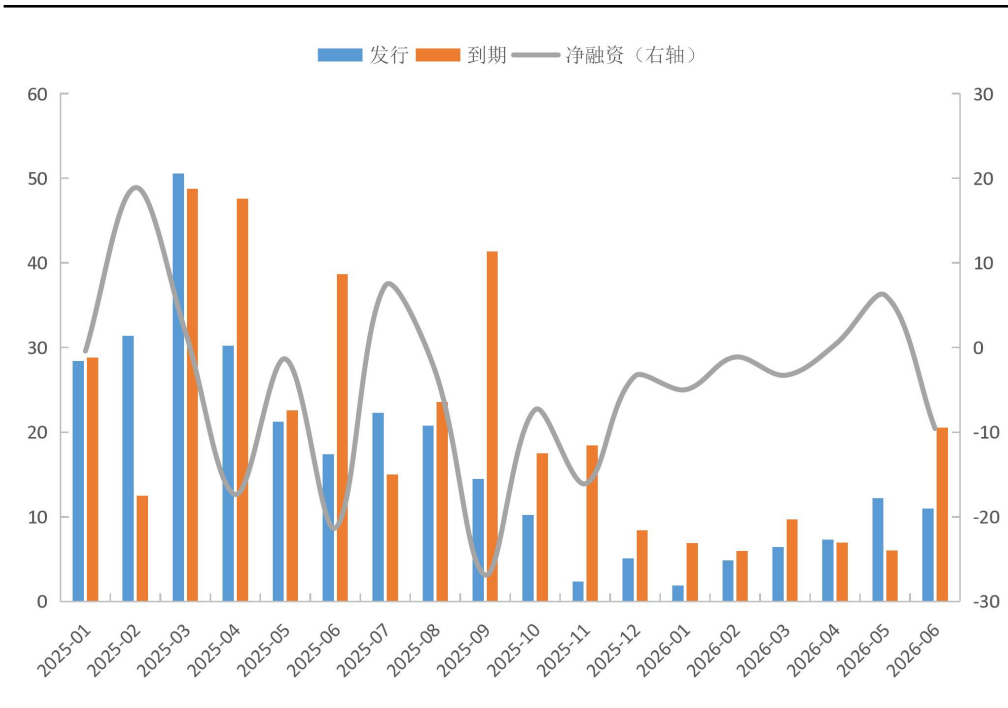


资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

►1.2.3 城投美元债发行与净融资规模

2026 年上半年，城投境外发债监管趋严、叠加境内融资替代，城投美元债发行显著萎缩，中资城投美元债发行规模约 43.7 亿美元，同比大幅下降 75.6%；占同期一级市场发行总量的比例为 5.4%，较去年同期下降 9.3 个百分点。净融资额方面，2026 年 1-6 月中资城投美元债净融资为-12.4 亿美元，较去年同期（-19.6 亿美元）有所收窄，但仍维持净偿还状态。

图 8：中资城投美元债月度发行与净融资规模（亿美元）



资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

1.3 2026 年上半年二级市场表现

►1.3.1 中资美元债指数表现

截至 6 月 30 日，中资美元债总回报率约 1.3%，其中，投资级和高收益回报率分别为 1.3% 和 1.6%，具体来看，1-2 月，降息预期提振市场风险偏好，中资美元债投资级、高收益指数同步上行，高收益领涨；3 月美联储降息预期推迟推升美债收益率，叠加弱资质标的信用情绪扰动，高收益指数大幅下挫，投资级抗跌性更强；4-6 月利率压力缓解，市场逐步修复，高收益板块反弹幅度更大。总的来看，上半年投资级走势稳健，高收益板块波动更为剧烈，整体收益跑赢投资级。

图 9：中资美元债指数表现（Markit iBoxx）



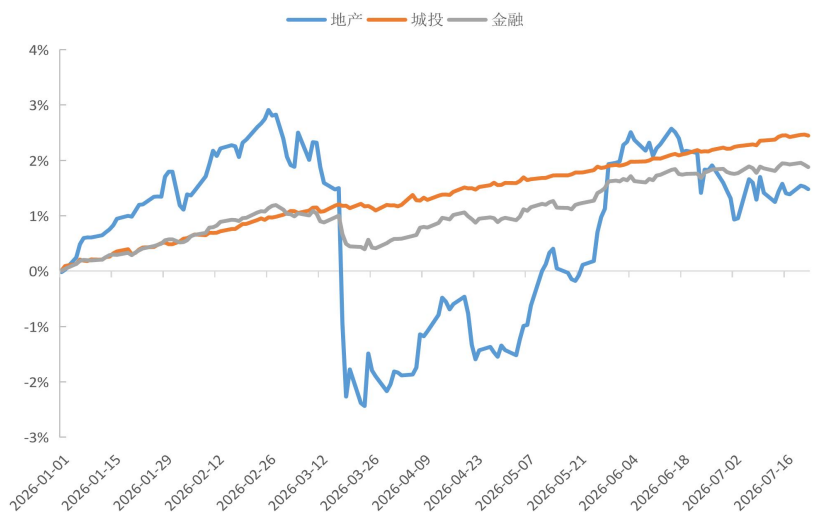
资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

注：以 2025 年 12 月 31 日为基点

►1.3.2 中资美元债分行业回报率

截至 6 月 30 日，中资地产、城投、金融美元债的总回报率分别为 1.5%、2.2%、1.8%，行业回报表现显著分化：1-2 月地产、城投、金融美元债同步上涨，地产债弹性最强；3 月美债收益率上行叠加房企销售修复乏力、出险房企境外债务重组进度不及预期引发地产信用担忧，地产债大幅跳水，城投、金融债抗跌性突出；4-6 月市场情绪修复，地产债强力反弹，城投、金融债持续稳步上行。

图 10：iboxx 中资美元债分行业总回报指数



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

注：以 2025 年 12 月 31 日为基点

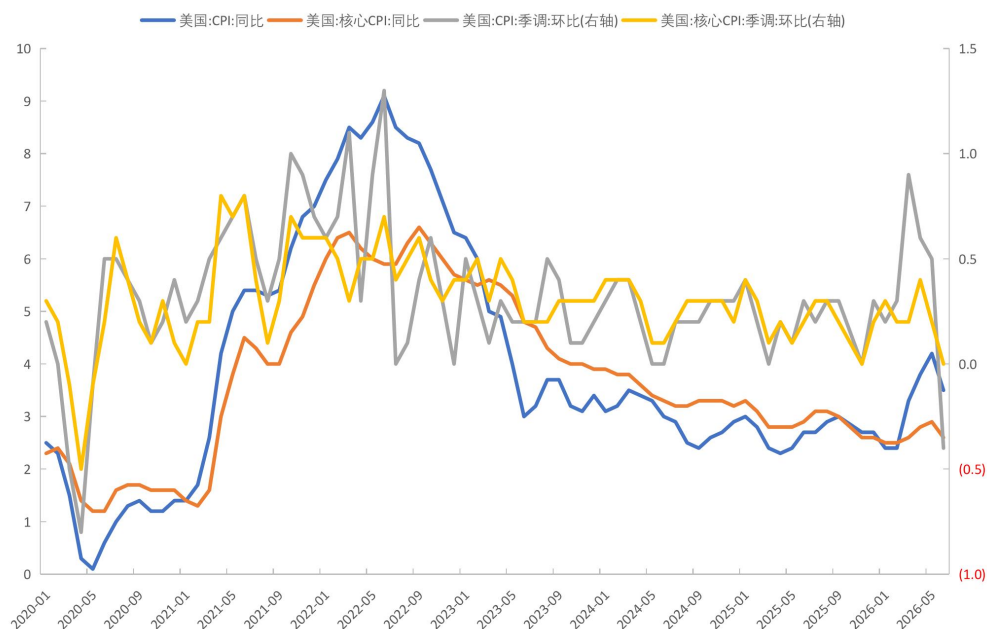
2. 下半年展望

2.1 美债收益率或维持高位震荡

美国通胀自 2021 年以来已连续五年高于美联储 2% 的长期目标。进入 2026 年后，通胀先是在年初关税效应和中东冲突双重冲击下快速攀升，5 月触及阶段性高点，随后在 6 月出现显著回落——但这一降温的持续性正面临严峻考验。

美国 6 月 CPI 同比由前值 4.2% 大幅回落至 3.5%，环比录得 -0.42%，这是自 2020 年新冠疫情以来美国 CPI 首次出现月度环比负增长。核心 CPI 同比由 2.9% 降至 2.6%，环比 -0.02%，远低于市场预期的 +0.2%。

图 11：美国 CPI 及核心 CPI 走势（%）



资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

6 月通胀大幅回落的核心驱动力来自汽油价格的急剧下行，当月汽油价格环比暴跌约 10%，仅此一项便拉低整体 CPI 约 0.4 个百分点。而汽油价格的下行源于 6 月中旬美伊达成阶段性谅解备忘录后布伦特原油一度回落至 70 美元/桶附近。

进入 7 月，美伊敌对行动再度升级——特朗普宣布恢复对伊朗的海上封锁并对经霍尔木兹海峡运输的货物征收 20% 费用，布伦特原油应声反弹至 88 美元/桶。这意味着 7 月 CPI 能源分项几乎必然再度拉升，6 月的大幅降温很可能仅是一个“地缘窗口期”的短暂效果。

表 1：美国 2026 年 6 月 CPI 及分项

单位 (%)	权重	同比			季调环比		
		2026/6	2026/5	2026/4	2026/6	2026/5	2026/4
CPI	100.0	3.5	4.2	3.8	-0.4	0.5	0.6
食品	13.5	3.0	3.1	3.2	0.2	0.2	0.5
能源	7.5	15.7	23.5	17.9	-5.7	3.9	3.8
能源商品	4.2	27.1	40.6	29.2	-9.5	6.7	5.6
能源服务	3.2	3.9	5.3	5.4	-0.7	0.4	1.6
核心 CPI	79.0	2.6	2.9	2.8	0.0	0.2	0.4
核心商品	18.9	0.8	1.1	1.1	-0.1	-0.1	0.0
服装	2.5	3.9	4.8	4.2	-0.6	0.3	0.6
新车	3.8	0.5	0.2	0.2	0.0	-0.3	-0.2
二手车	2.6	-1.8	-2.0	-2.7	-0.2	0.1	0.0
家具	3.4	1.3	2.4	2.8	-0.1	-0.2	-0.5
药品	1.4	-2.1	-1.8	-0.5	-0.2	-0.7	-0.4
其他商品	1.3	3.9	4.5	4.6	-0.2	0.1	0.5
核心服务	60.2	3.2	3.4	3.3	0.0	0.3	0.5
主安居所租金	7.7	2.8	2.9	2.8	0.1	0.4	0.5
业主等价租金	25.9	3.3	3.3	3.3	0.2	0.3	0.5
医疗护理服务	6.9	2.9	3.6	3.2	-0.1	0.5	0.0
交通运输服务	6.4	2.7	2.6	1.9	0.3	0.5	0.1
娱乐服务	3.2	3.4	4.1	4.3	-0.3	-0.6	0.3
教育和通信服务	5.0	1.0	1.9	1.1	-0.8	0.9	-0.1

资料来源：美国劳工部、国元证券经纪（香港）整理

7 月 30 日，美联储以 9:3 投票维持联邦基金利率 3.50%-3.75% 不变，三张异议票（哈马克、卡什卡利、洛根均主张加息）创 2016 年以来最深内部分歧。声明正文仅 115 词，删除全部前瞻性指引，沃什重申 2% 通胀为唯一硬约束，将当前立场定义为“审慎研判”而非“暂停加息”，保留了随时加息的选项权。

会议公布后，市场呈现典型“熊陡”反应：2Y 收益率跌 7bp，短端交易“不加息”的鸽派解读；30Y 则自 2007 年来首次涨穿 5.2%，10Y 反弹至 4.64% 以上，长端交易的是通胀前景不确定性与政策公信力隐忧。这一分化精确映射了沃什框架的核心传导逻辑——“不加息但靠市场自发紧缩”，即以长端利率上行和期限溢价走阔替代政策利率发挥紧缩功能。7 月 FOMC 为下半年美债定调：高位震荡、曲线趋陡。核心矛盾在于：短端的阶段性喘息依赖数据配合，而长端的结构性压力来自政策框架转型本身。

图 12：后续会议加息概率分布图（截止 8 月 1 日）

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2026/9/16	0.0%	0.0%	33.0%	67.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
2026/10/28	0.0%	0.0%	22.8%	56.5%	20.8%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	12.1%	40.7%	37.5%	9.7%	0.0%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	9.1%	33.5%	38.3%	16.7%	2.5%	0.0%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	6.2%	25.9%	36.8%	23.4%	6.9%	0.8%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	5.4%	23.4%	35.4%	25.1%	9.0%	1.6%	0.1%
2027/6/9	0.0%	0.0%	5.2%	22.6%	34.9%	25.6%	9.7%	1.9%	0.2%
2027/7/28	0.0%	0.1%	5.6%	22.9%	34.7%	25.2%	9.5%	1.8%	0.2%
2027/9/15	0.0%	0.6%	7.2%	24.0%	33.8%	23.8%	8.8%	1.7%	0.1%
2027/10/27	0.1%	1.1%	8.3%	24.6%	33.1%	22.8%	8.3%	1.6%	0.1%
2027/12/8	0.2%	2.0%	10.5%	25.8%	31.7%	20.8%	7.4%	1.4%	0.1%

资料来源：Fed Watch、国元证券经纪（香港）整理

此外，从美债供需来看，美债市场或呈现“供给放量、需求结构性退潮”特征，收益率曲线陡峭化是核心交易主线。供给端，财政赤字刚性驱动 Q3 净融资规模上调至 7,390 亿美元，且短期国库券占比过高，债务滚续与利息支出压力（预计全年净利息超 1 万亿美元）加剧财政“庞氏化”风险。需求端，海外官方部门（尤其是日本）趋势性减持削弱长端定价基石，美联储缩表弱化托底功能，叠加 AI 科技巨头发债潮对配置资金的“挤出效应”，迫使期限溢价显著走阔。

综上，通胀方面，6 月 CPI 阶段性回落不改“先降后稳”的中期判断，霍尔木兹海峡局势反复意味着通胀粘性将持续制约美联储政策转向空间。政策方面，7 月 FOMC 虽按兵不动，但沃什“零前瞻指引+市场自发紧缩”框架下长端利率与期限溢价替代加息发挥紧缩功能，“买短卖长”的熊陡交易成为市场共识。供需方面，美国财政持续维持高额赤字，国库券存量占比攀升至历史高位，叠加官方配置需求结构性退潮，中长期付息债扩容预期使期限溢价系统性抬升。三重压力共振，下半年美债大概率维持高位震荡、曲线趋陡格局，短端存在数据回调窗口，长端维持谨慎。

2.2 人民币汇率下半年或将从单边升值走向双向波动

2026 年上半年，人民币兑美元汇率整体呈“先快后慢、震荡升值”的独立行情，在美元指数上行背景下实现逆势升值，截至 6 月 30 日，美元兑人民币汇率为 6.8109，人民币汇率较去年末升值 3.1%。其中，1-2 月为快速拉升期，受年初企

业集中结汇潮释放及外部环境改善（如关税预期缓和）推动，汇率快速回升；3月为休整期，受中东冲突推高美元指数及央行平滑单边预期影响，汇率转为双向波动；4-6月重拾升势，受出口超预期高增及结汇红利持续释放支撑，汇率在6月创出阶段性新高。整体而言，上半年人民币升值主要受结汇需求集中释放、出口高韧性及外部风险溢价收敛的共振驱动。

2026年下半年，人民币或难以复刻上半年单边升值行情，整体或将在合理均衡区间维持双向波动。外部层面，美联储政策偏鹰及美债收益率上行带来持续压制，中美利差倒挂制约升值空间；内部支撑方面，贸易顺差韧性及充足的政策工具箱可有效防范大幅贬值风险。综合来看，多空因素对冲下，人民币趋势性升值动力减弱，预计全年或呈现“前高后稳”格局。

图 13：2026 年上半年人民币汇率走势



资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

3. 投资策略

3.1 地产板块

2026 年以来，房地产政策整体基调稳字当头、精准施策、因城施策，顶层定调“努力稳定房地产市场”，行业调控主线由单纯需求刺激转向需求端优化+存量资产盘活+项目端融资支持+风险有序出清并行，同步加快构建房地产发展新模式。

中央层面，风险处置底线持续夯实：保交楼由集中攻坚转入常态化监管，资金严格执行项目封闭运行；房地产融资协调机制（项目白名单）正式常态化，以

单体项目作为授信单元，避免对房企主体“一刀切”抽贷断贷。需求端出台全国统一信贷、税费支持政策，持续下调购房门槛，同时充分赋予地方调控自主权。供给端将城市更新、三大工程作为核心抓手，依托 3000 亿元保障性住房再贷款推动各地收购存量商品房转化为保障房，引导行业由增量开发向存量盘活转型。长效机制层面持续推进公积金改革、完善保障房体系，探索房地产发展新模式。

表 2：中央层面地产政策汇总（2026.01-2026.07）

时间	出台部门	政策类别	主要政策内容
2026.1.20	自然资源部、住建部	城市更新支持	联合发布《关于进一步支持城市更新行动若干措施的通知》：将原 5 年固定过渡期调整为以 5 年为原则的灵活过渡期；新增租赁供地方式；各地可制定空闲建设用地临时利用规则
2026.3	国务院《政府工作报告》	顶层定调 / 去库存	明确“因城施策控增量、去库存、优供给”；探索多渠道盘活存量商品房；鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房；深化住房公积金制度改革；优化保障性住房供给；加快危旧房改造
2026.4.28	中共中央政治局	宏观定调	中央政治局会议提出“努力稳定房地产市场，扎实推进城市更新”；将房地产风险防范纳入重点领域风险化解范畴；城市更新上升为稳定市场核心举措
2026.5	国务院	城市更新 “十五五” 规划	印发《城市更新 “十五五” 规划》，首部国家级城市更新五年规划；全面摸清城市存量资产底数；推动已供未开发土地和在建项目分类处置；盘活闲置低效的老旧厂房、商业办公用房、商品住房、公房等；加快构建房地产发展新模式
2026.6.5	住建部	住房公积金制度优化	发布《住房公积金管理条例（修订征求意见稿）》：将自住住房装修、支付物业费纳入可提取情形；明确灵活就业人员可自愿缴存；进一步提高资金使用效率
2026.6	住建部、财政部	存量房收储推进	住建部召开收购已建成存量商品房工作视频会议，推动县级以上城市开展收储工作；财政部同步放开专项债使用范围，允许专项债资金用于存量房收储与旧房改造
2026.6.8	四部委	城市更新落地推进	四部委对《城市更新“十五五”规划》开展政策解读，明确五年改造量化指标与多元资金支持渠道；核心思路由增量开发转向存量提质
2026.7	住建部、央行、金融监管总局、财政部、税务总局、自然资源部（六部委联合）	一揽子稳楼市新政	需求端：首套房最低首付比例全国统一下调至 15%，二套房降至 25%；5 年期以上 LPR 维持历史低位；首套商贷利率普遍 3.05%-3.45%；公积金首套利率下调至 2.6%
			税费端：取消普宅/非普宅划分；满 2 年免增值税，不满 2 年税率由 5%降至 3%；卖旧买新个税全额退税延至 2027 年底
			供给端：3000 亿元保障性住房专项再贷款加速投放（利率 1.75%、最长 5 年）；70 余城启动存量房收储；差异化供地，高库存城市暂停供地

			融资端：房地产融资协调机制常态化运行，白名单"应进尽进、应贷尽贷"
2026年(持续推进)	央行	保障性住房再贷款	3000亿元保障性住房再贷款持续发力，支持地方国企收购存量商品房转保障房；利率1.75%，期限1年可展期4次（最长5年）
2026年(持续推进)	住建部、金融监管总局	融资协调机制（白名单）	城市房地产融资协调机制常态化运行；白名单项目贷款可展期5年；推行主办银行制，确保信贷资金落到实处；截至2024年底白名单项目审批金额已超7万亿元，2026年持续扩围增效
2026年(持续推进)	住建部、金融监管总局	保交楼	保交楼攻坚战进入收尾阶段，转向常态化监管；以白名单制度为核心保障项目融资；底线原则为"保交楼、保民生、保稳定"，支持项目而非无条件救企业

资料来源：政府部门网站、国元证券经纪（香港）整理

地方政策呈现显著分化格局：一线、强二线城市渐进优化限购限售，推进城中村改造与存量房源收储；普通二线城市全面放开限购，出台购房补贴、房票安置等刺激手段；三四线高库存城市以去库存为首要目标，全面放开限制性调控。从政策落地对象来看，各类金融资源优先倾斜本地国资平台与优质国有房企项目；民营房企仅少数优质单体项目有望纳入融资白名单，集团层面流动性支持空间有限。

表 3：重点城市/地方地产政策汇总（2026.01-2026.07）

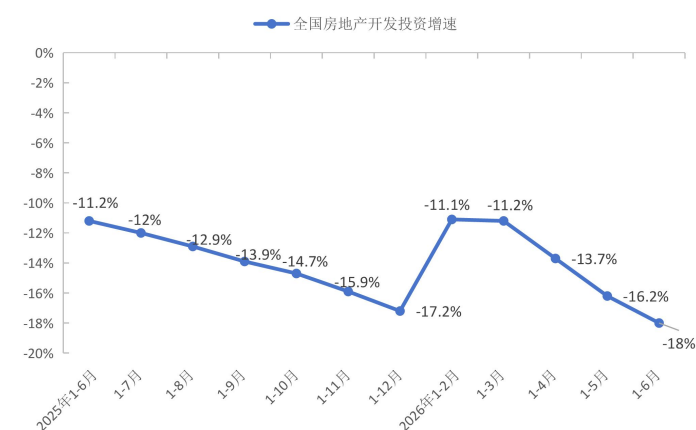
时间	城市/地区	出台部门	政策类别	主要政策内容
2026.1.1	成都	成都市	限售放松	对2024年10月14日（含）前取证、仍处于限售期的二手房取消转让限制
2026.2	上海	上海市政府	限购优化（"沪七条"）	放宽非沪籍购房社保门槛；居住证满5年非户籍家庭无需社保可购置住房，分区实施差异化调控
2026.4.30	深圳	深圳市住建局	限购大幅优化	定向优化核心片区限购政策，上调家庭购房套数上限，简化非深户购房门槛
2026年4月30日	广州	广州市政府	"穗八条"综合新政	上调公积金贷款额度；推出卖旧买新购房补贴；优化房票安置，探索一二手住房联动机制
2026.5	西安	西安市政府	全面取消限购	全市取消购房资格审核，同步落实全国统一首付比例政策
2026年上半年	苏州、广州、天津、杭州等	地方政府、属地国资平台	存量房收购/去库存	地方国企收购主城区存量商品房，转化为保障房、人才住房，加速区域库存出清
2026年6月末	深圳	深圳金融监管局	融资白名单落地	辖区内银行持续加大白名单项目信贷投放，落地项目数量与投放规模稳步增长
2026年上半年	粤、浙、鲁、川等省份	省级住建主管部门	城中村改造、城市更新	纳入国家城中村改造支持范围，分批启动改造项目，加快配售型保障房建设

资料来源：各地方政府网站、国元证券经纪（香港）整理

2026 年 1-6 月，全国新建商品房销售面积 40140 万平方米，同比下降 11.6%；销售金额 37945 亿元，同比下降 13.6%；其中商品住宅销售面积同比下降 12.4%、销售额同比下降 13.7%。行业总量依旧同比下行，市场处于弱修复、底部震荡阶段，改善高度结构化，尚未出现全局性回暖。

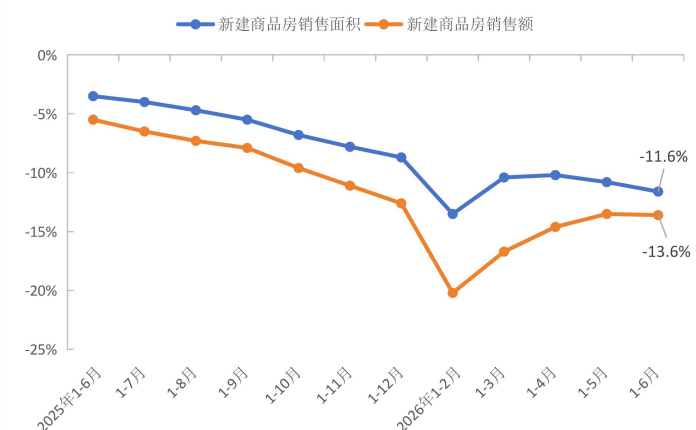
时序特征上，一季度销售压力较大；二季度伴随各地限购放松、房企集中推盘，成交环比明显回暖，商品房销售额环比一季度提升 19.8%；6 月末全国商品房待售面积连续 4 个月同比回落，库存缓慢出清。价格层面，核心城市改善房源成交占比提升支撑均价韧性，对冲三四线城市以价换量带来的价格下行压力。

图 14：全国房地产开发投资同比增速



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

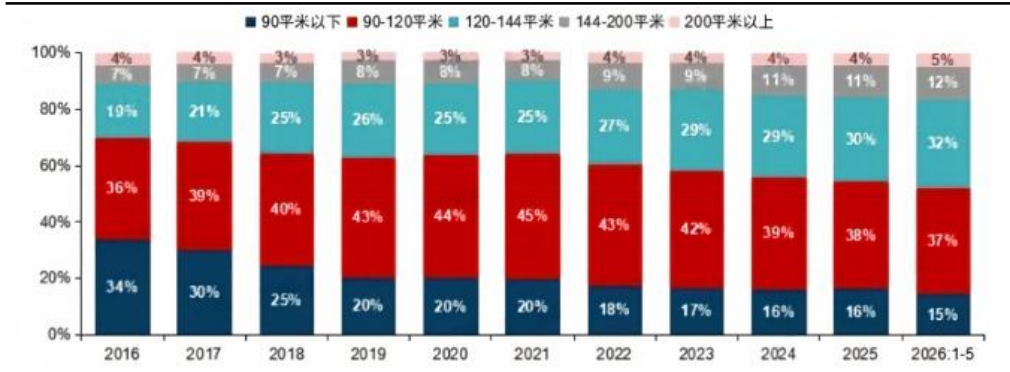
图 15：全国商品房销售面积&销售额同比增速



资料来源：国家统计局、国元证券经纪（香港）整理

今年以来，新房楼盘供应持续向改善型产品倾斜，叠加“好房子”产品力提升，推动改善需求持续释放。根据中指数据，2026 年 1-5 月，30 城 120 平以上新房成交占比达 48%，较去年全年提高 2.3 个百分点，其中 120-144 平米占比扩大至 32%，90 平以下新房成交占比降至 15%。

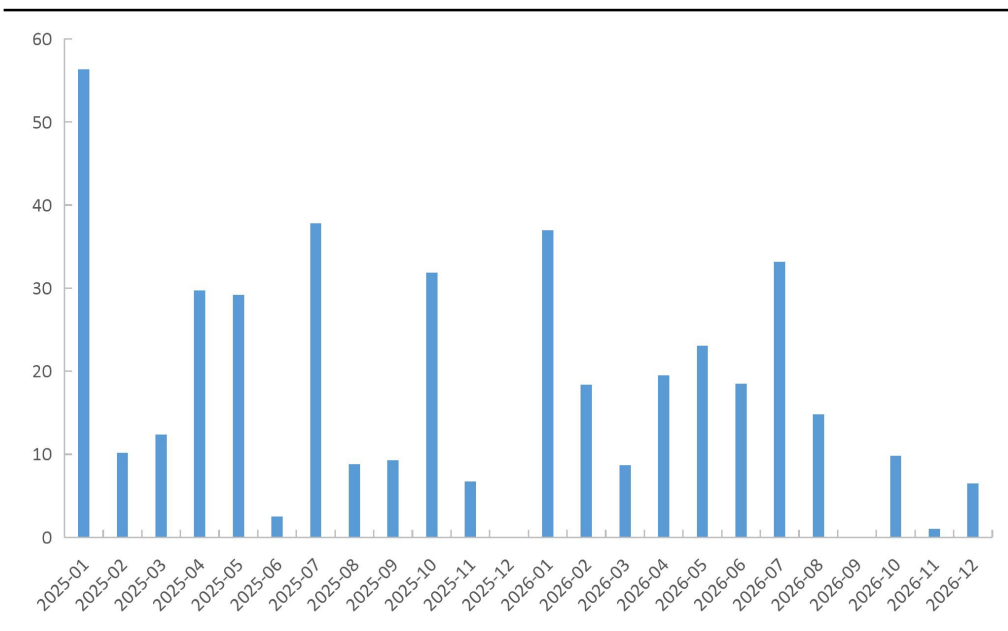
图 16：30 个代表城市新建商品住宅各面积段销售套数占比



资料来源：中指研究院、国元证券经纪（香港）整理

从到期规模看，2026 年下半年中资地产美元债到期节奏分化明显：7 月是下半年偿债高峰，集中兑付压力较大；8 月起到期规模持续回落；四季度整体到期体量处于低位，11 月到期压力触底，12 月小幅反弹但压力有限。7 月集中到期阶段需密切跟踪存量出险发行人现金流安排、债务展期及重组进展，警惕集中兑付引发的估值波动；四季度到期压力显著下行，市场层面刚性债务冲击有所缓和。

图 17：中资地产美元债月度到期规模（亿美元）



资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

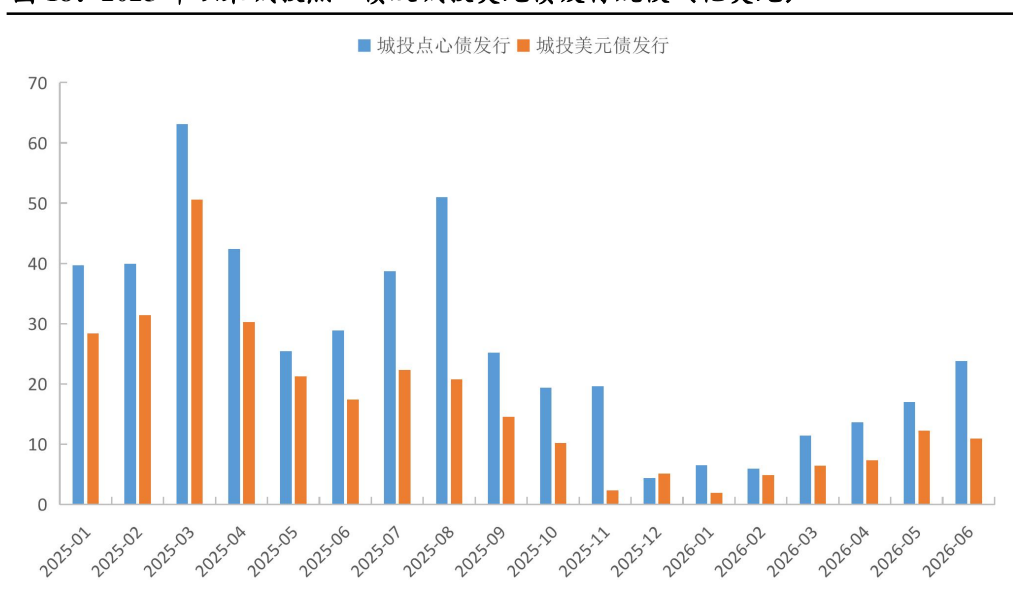
投资策略方面，2026 年国内地产政策持续托底，但纾困资源局限于境内项目，境内外资金隔离格局不变；行业销售仅呈现结构性弱修复，三四线市场持续承压。建议优选土储集中核心一二线的国有房企博取票息；维持短久期运作，7、8 月警惕集中兑付带来估值波动，四季度可把握回调后的波段机会，理性控制下行风险。

3.2 城投板块

2026 年上半年，中资城投美元债发行规模约 43.7 亿美元，同比大幅下降 75.6%；净融资额持续为负，主要受多重因素共同驱动。外部层面，美联储维持鹰派政策，美债收益率、美元指数走高，中美利差倒挂进一步扩大，压缩中资美元债估值修复空间；同时美元债相较点心债本身存在一定票面利差，叠加锁汇成本，美元融资综合性价比走弱，推动企业融资向离岸人民币点心债倾斜。政策端，城投境外融资监管趋严，地方化债支持步入尾声，城投平台融资渠道收窄、信用分化加剧，境外债融资环境持续偏紧。此外南向通扩容、QDII 额度增加等因素推动城投境外债票面利率明显下行，一级市场供给意愿减弱。

从结构看，城投美元债与点心债均呈现“缩量”特征，但点心债凭借成本优势仍保持一定增量替代效应。城投境外债存续规模以山东、浙江、四川、江苏、河南等地居多，高息债券以地市级和区县级平台为主。整体而言，中资企业境外融资“弃美元、选人民币”的结构性变化仍在持续，预计下半年美元债供给收缩格局难以明显反转。

图 18：2025 年以来城投点心债及城投美元债发行规模（亿美元）



资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

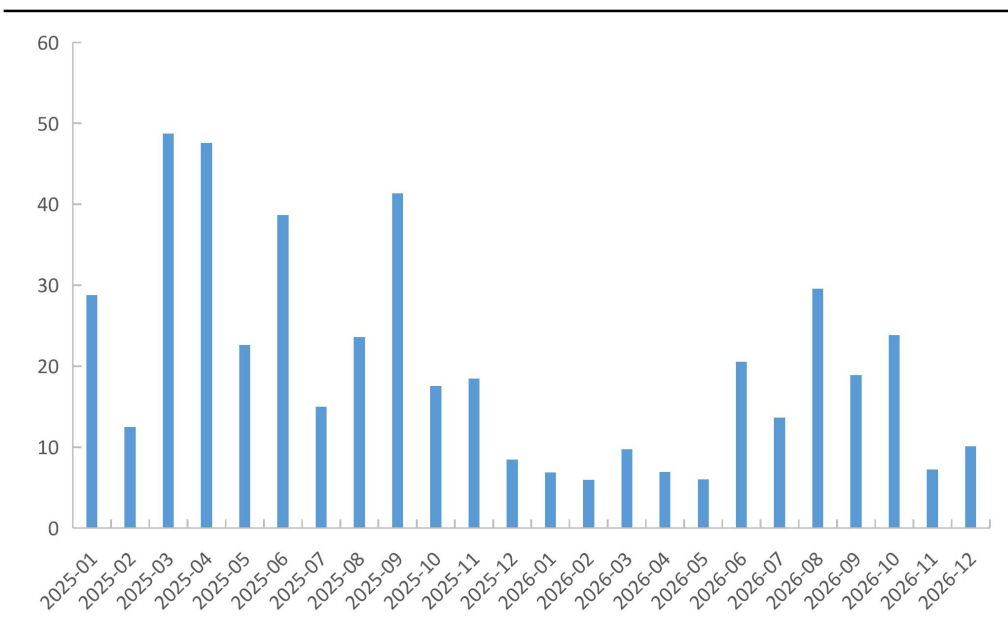
2024 年 11 月推出的“6+4+2”一揽子化债组合拳，为地方提供了总额达 12 万亿元的化债资源。截至 2026 年中，化债工作已取得阶段性显著成效，全国存量隐性债务规模已压降超五成，化债任务已完成约三分之二。

整体来看，化债“上半场”已取得阶段性显著成效。隐性债务规模实现大幅压降，2023 年末地方隐性债务约 14.3 万亿元，2024 年末回落至 10.5 万亿元，2025

年末估算进一步降至 6.9 万亿元，整体压降幅度超五成。债务利息负担明显减轻，经置换后地方债务平均融资成本下行超 2.5 个百分点，累计节约利息支出超 4500 亿元。融资平台加速整合出清，截至 2025 年 9 月末，全国平台数量、存量经营性金融债务规模较 2023 年 3 月末分别下降 71%、62%，内蒙古、吉林已退出重点化债省份。6 万亿元置换债额度预计 2026 年内完成全部发行，大规模隐性债务置换工作即将迎来阶段性收官。

当前，化债“下半场”重心正从“债务置换为主”转向“构建长效机制为主”，重点转向三大领域：治理政府拖欠企业账款、化解城投平台经营性债务、推动城投平台实质性市场化转型。2027 年 6 月底前全国所有存量融资平台须完成退平台，实现融资平台名单清零、隐性债务清零“双目标”。近期监管已开始收紧城投 2 年期以内短期债券发行，旨在压降短债高频滚续风险，平滑 2027-2028 年集中到期压力。

图 19：中资城投美元债月度到期规模（亿美元）



资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

从到期规模看，2026 年下半年中资城投美元债合计到期规模约 103.3 亿美元，较上半年显著增加，其中 8 月到期规模为下半年峰值，当前美元融资与锁汇成本高企，一级市场发行偏弱，弱区域城投借新还旧难度加大，需重点监测到期高峰时段兑付情况，警惕弱资质主体境外债流动性风险。

投资策略方面，下半年化债步入下半场，置换债临近收官，城投信用分化持续加剧。投资以票息为核心、严控组合久期，优选财政实力雄厚、化债成效落地区域的高等级城投债，规避债务压力大、化债推进滞后、平台转型受阻的弱区域，警惕境外债集中到期的流动性传导风险。持续跟踪平台整合出清相关政策，审慎下沉资质，严控个券集中度，偏好流动性较佳品种，做好尾部信用风险甄别。

风险提示：

美国经济政策变动

超预期信用风险事件蔓延

稳地产政策效果不及预期

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>