

周报

一级市场发行量明显回落，二级市场下跌

中资美元债

2025-12-08 星期一

➤ 一级市场发行量明显回落：

上周中资离岸债一级市场发行量明显回落，新发 6 只债券，规模共约 9.8 亿美元。其中，农业银行东京分行和中国银行香港分行均发行 3 亿美元债券，同为上周最大发行规模；成都东进淮投发行 3.05 亿人民币高级无抵押担保债券，息票率 5.9%，为上周定价最高的新发债券。

➤ 二级市场下跌：

- ✧ 上周中资美元债指数（Bloomberg Barclays）按周下跌 0.40%，新兴市场美元债指数下跌 0.04%。投资级指数最新价报 202.1549，周跌幅 0.43%；高收益指数最新价报 159.0776，周跌幅 0.24%。
- ✧ 上周中资美元债回报指数（Markit iBoxx）按周下跌 0.27%，投资级回报指数最新价报 243.714，周跌幅 0.29%；高收益回报指数最新价报 240.107，周跌幅 0.13%。

➤ 美债收益率多上行：

截至 12 月 5 日，2 年期美国国债收益率较上周上行 7.1bps，报 3.5603%；10 年期国债收益率上行 12.19bps，报 4.1351%。

➤ 宏观要闻：

- ✧ 哈塞特预计将降息约 25 个基点；
- ✧ 美国财政部债务突破 30 万亿美元大关，较 2018 年翻倍；
- ✧ 美国 11 月“小非农”创两年半来最大降幅；
- ✧ 美国 11 月份 ISM 服务业 PMI 指数升至 52.6，预期为 52.1；
- ✧ 美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数降至 48.2，连续九个月低于 50 的荣枯线；
- ✧ 美国上周初请失业金人数创三年来新低；
- ✧ 欧盟将从 2027 年秋季开始全面禁止进口俄罗斯天然气；
- ✧ 欧元区 11 月综合 PMI 终值上修为 52.8，创下 30 月以来新高；
- ✧ 欧元区 11 月 CPI 初值同比上涨 2.2%，市场预期为持平于 2.1%；
- ✧ 《2025 年贸易和发展报告》预计 2025 年全球经济增长将放缓至 2.6%；
- ✧ 中指研究院：11 月全国百城新建住宅平均价格环比上涨 0.37%，同比上涨 2.68%；
- ✧ 11 月全国乘用车市场零售同比下降 7%；
- ✧ 外卖新国标出台。

## 1. 一级市场

上周中资离岸债一级市场发行量明显回落，新发 6 只债券，规模共约 9.8 亿美元（按定价起始日汇率统一折算为美元）。

- 农业银行东京分行和中国银行香港分行均发行 3 亿美元债券，同为上周最大发行规模；
- 成都东进淮投发行 3.05 亿人民币高级无抵押担保债券，息票率 5.9%，为上周定价最高的新发债券；
- 市场需求旺盛，中国银行香港分行发行 3 亿美元债券，息票率 SOFR+41bps，最终认购超 7 倍；中国银行香港分行发行 15 亿港元债券，息票率 2.85%，最终认购超 4 倍。

表 1：上周新发中资离岸债

债券代码	发行公司	发行额 (百万)	货币	息票%	定价日期	评级			到期 年限	彭博二级 行业
						穆迪	标普	惠誉		
XS3243589861	农业银行东京分行	300	USD	SOFR+ 42bps	2025/12/1	A1			3	银行
HK0001206934	成都东进淮州新城投资集团有限公司	305	CNY	5.9	2025/12/2				3	城投
MO00000000568	国家开发银行香港分行	500	CNY	1.7	2025/12/4				2	银行
MO00000000576	国家开发银行香港分行	500	CNY	1.75	2025/12/4				3	银行
XS3246972924	中国银行香港分行	300	USD	SOFR+ 41bps	2025/12/4	A1	A	A	3	银行
HK0001232062	中国银行香港分行	1500	HKD	2.85	2025/12/4	A1	A	A	2	银行

资料来源：DMI、国元证券经纪（香港）整理

## 2. 二级市场

### 2.1 中资美元债指数表现

- 上周中资美元债指数（Bloomberg Barclays）按周下跌 0.40%，新兴市场美元债指数下跌 0.04%。中资美元债投资级指数最新价报 202.1549，周跌幅 0.43%；中资美元债高收益指数最新价报 159.0776，周跌幅 0.24%。

**图 1：中资美元债收益与其他市场比较**

**图 2：中资美元债指数表现 (Bloomberg Barclays)**


➤ 上周中资美元债回报指数 (Markit iBoxx) 按周下跌 0.27%，最新价报 250.5431。中资美元债投资级回报指数最新价报 243.714，周跌幅 0.29%；中资美元债高收益回报指数最新价报 240.107，周跌幅 0.13%。

**图 3：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 2024 年 12 月 31 日为基点

## 2.2 中资美元债各行业表现

- 行业方面，材料、非必需消费板块领涨，地产、必需消费板块领跌。
- 材料板块主要受中国宏桥集团有限公司、金极资本有限公司等名字上涨的影响，收益率下行 192.3bps；非必需消费板块主要受华住集团有限公司、首程控股有限公司等名字上涨的影响，收益率下行 6.9bps。
- 地产板块主要受远洋集团控股有限公司、佳兆业集团控股有限公司等名字下跌的影响，收益率上行 17.9M bps；必需消费板块主要受爵宝投资有限公司、茂欣有限公司等名字下跌的影响，收益率上行 17.6bps。

**表 2：中资美元债各行业收益率及变动情况**

行业	收益率 (%)	1周变动 (bps)	1月变动 (bps)
医疗保健	1.61	-2.3	4.7
必需消费	27.20	17.6	64.0
工业	5.84	5.8	8.7
材料	-	-192.3	-18.5
金融	651.19	5.8M	7.4M
-房地产	2133.01	17.9M	21.3M
科技	4.05	2.6	19.5
非必需消费	4.55	-6.9	-2.6

政府	4.06	1.3	-5.0
公用事业	5.35	12.3	14.5
通讯	3.10	8.0	6.0
能源	6.38	13.5	20.0

资料来源: Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

## 2.3 中资美元债不同评级表现

根据彭博综合评级，投资级名字均下跌，A 等级周收益率上行 7.7bps；BBB 等级周收益率上行 8.2bps；高收益名字均下跌，其中 BB 等级收益率上行 13.1bps；DD+至 NR 等级收益率上行约 6.8bps；无评级名字收益率上行 5.6Mbps。

表 3：中资美元债各评级收益率及变动情况

彭博综合评级	收益率 (%)	1 周变动 (bps)	1 个月变动 (bps)
A+至 A-	4.30	7.7	-0.9
BBB+至 BBB-	4.65	8.2	0.7
BB+至 BB-	5.57	13.1	20.3
DD+至 NR	19.27	6.8	486.9
无评级	619.23	5.6M	6.9M

资料来源: Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

## 2.4 上周债券市场热点事件

### ➤ 奥园集团：未能按期兑付“H20 奥园 2”2.67 亿元本息

12月1日，奥园集团发布关于债券兑付事项的公告。根据奥园集团有限公司2020年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)(以下简称“H20 奥园 2”或“本期债券”)2024年第二次债券持有人会议审议通过后的本息偿付安排，“H20 奥园 2”应于2025年11月30日进行部分本息兑付。由于发行人销售回款资金不足，无法按时完成“H20 奥园 2”兑付事项，涉及本息金额约2.67亿元。截至2025年11月30日，“H20 奥园 2”未按计划兑付本息金额累计约为6.44亿元。

### ➤ 上海世茂建设有限公司：新增未决诉讼 3.91 亿元及多起被执行案件

上海世茂建设有限公司公告称，2025年11月新增金额1000万元以上未决诉讼案件4件，标的总额约3.91亿元；截至11月30日累计未能按期支付公司债券本息约20.0亿元，当月新增单笔逾期超1000万元有息债务约1.2亿元。同时新增两起失信被执行人情形及15条被执行信息。

## 2.5 上周主体评级调整

表 4：上周主体评级调整

公司名称	调整发生日期	评级类型	目前评级	上次评级	机构	评级调整的原因
山东沂河产业投资集团	12/5/2025	国际长期发行人评级	BBB+		联合国际	该发行人评级反映了临沂市政府在必要时为沂河产投提供强力支持的高度可能性，这主要考虑到临沂市政府对沂河产投的间接全资控股，沂河产投作为沂河新区内负责国有资产运营和产业发展的重要的地方投资发展公司的战略重要性，以及沂河新区管委会与沂河产投之间的紧密联系，包括高级管理层任命审批、战略协调、监督重大投融资决策，以及持续的经营和财务支持。展望稳定反映了联合国际对沂河产投的战略重要性保持不变，以及临沂市政府会继续确保沂河产投稳定经营的预期。
小米集团	12/4/2025	长期本外币发行人评级	BBB+	BBB	惠誉	此次评级上调反映小米的EBITDA生成能力有所增强，这主要得益于物联网(IoT)产品和互联网服务板块的利润增长，以及电动汽车板块盈利能力的持续提升。小米稳健的电动汽车业务执行力与严谨的财务政策将支撑其强劲的财务状况，表现为强健的自由现金流和较低的EBITDA杠杆率。业务多元化程度提升将缓冲智能手机板块的波动。
友邦保险	12/4/2025	长期发行人信用评级	AA-	A+	标普	标普上调友邦保险及子公司(合称友邦保险集团(AIA))的评级，是反映集团在盈利性业务增长支撑下持续的资本实力。该保险集团规模可观的合同服务利润以及香港特区分红业务中保单持有人资本的高占比，巩固了其增强的资本缓冲。长期评级的稳定展望反映了标普预期该保险集团将在其核心市场保持领先地位，并在未来两年内能够持续保持超过99.99%置信水平的压力。
郑州城建	12/4/2025	国际长期发行人评级	A+	A-	联合国际	该发行人评级上调反映了郑州城建的战略重要性日益提升，这得益于其对郑州市现有资产盘活、产业升级转型以及城市开发建设管理方面的贡献日益增加。郑州城建在郑州各类存量资产盘活及城市发展上发挥着关键作用，包括翻新及/或新建剧院、科技馆、青年公园停车场以及景观河运养提升开发等。公司还涉及跨境电商枢纽、短剧基地、文创街区、废弃物回收利用项目的建设以及厂区向多功能产业园的改造。此外，公司还参与推动郑州产业升级转型的项目同时已将业务范围拓展至轻资产领域，如文化旅游和数字经济。这
		评级展望	STABLE			
		评级展望	STABLE			

					些举措与当地政府产业转型和升级的战略高度契合，有助于招商引资并加快产业发展。展望稳定反映了联合国际对郑州城建的战略重要性保持不变，以及郑州政府会继续确保郑州城建稳定经营的预期。
					本次评级确认以及稳定展望是基于惠誉预期，即唯品会将凭借其高品牌知名度、商品运营能力以及有助于扩大核心超级 VIP 用户的线上线下协同效应，在折扣零售领域保持稳固的差异化地位。稳健的财务基本面，包括稳定的盈利能力、正向的自由现金流以及充足的净现金，为其抵御需求周期性波动提供了缓冲。评级制约因素包括，折扣零售业务相对于中国电商整体行业的利基属性、唯品会有限的业务多元化程度及快速演变的竞争格局。
唯品会	12/3/2025	长期发行人评级	BBB	惠誉	
		评级展望	STABLE		
南丰国际控股	12/3/2025	发行人评级	Baa3	穆迪	评级确认及稳定展望反映了穆迪预期南丰国际控股的财务指标将在未来 12-18 个月内改善，得到更高的租金及物业发展收入支持。
西部水泥	12/2/2025	最终长期发行人评级	B	惠誉	该评级基于公司再融资后的信用状况，并得到其在中国陕西省南部市场占据主导地位的稳定运营，以及向境外高增长市场(主要在非洲)多元化发展的支持，同时受到公司流动性覆盖薄弱和埃塞俄比亚资金回款数量不确定性的制约。
首开集团	12/2/2025	长期外币发行人评级	BBB-	惠誉	此次展望调整反映了对首开集团向北京领先的城市更新公司、以及接管与管理国有非商业资产的唯一平台之业务转型的确定性增强。惠誉认为，一个可行的商业模式已经形成：其市场驱动型房地产开发业务受益于与政策驱动型项目的协同效应，有助于公司实现惠誉定义的经营性现金流(OCF)中性至正向。
资料来源：惠誉、穆迪、标普、联合国际、国元证券经纪（香港）整理					

### 3. 美国国债报价

表 5：美国国债报价（更新时间：2025/12/8）

代码	到期日	现价 (美元)	到期收益率(%)	票息
912810SL3.GBM	T 2 02/15/50	59.18	4.90	2.0%
912810SZ2.GBM	T 2 08/15/51	57.90	4.90	2.0%
912810SX7.GBM	T 2 3/8 05/15/51	63.63	4.89	2.4%
912810SJ8.GBM	T 2 1/4 08/15/49	63.21	4.89	2.3%
912810SK5.GBM	T 2 3/8 11/15/49	64.77	4.89	2.4%
912810TD0.GBM	T 2 1/4 02/15/52	61.29	4.89	2.3%
912810SH2.GBM	T 2 7/8 05/15/49	72.27	4.87	2.9%
912810TG3.GBM	T 2 7/8 05/15/52	70.54	4.87	2.9%
912810SD1.GBM	T 3 08/15/48	74.54	4.87	3.0%
912810SF6.GBM	T 3 02/15/49	74.24	4.86	3.0%
912810TJ7.GBM	T 3 08/15/52	72.31	4.86	3.0%
912810RZ3.GBM	T 2 3/4 11/15/47	71.70	4.86	2.8%
912810SA7.GBM	T 3 02/15/48	74.93	4.86	3.0%
912810SC3.GBM	T 3 1/8 05/15/48	76.47	4.86	3.1%
912810RY6.GBM	T 2 3/4 08/15/47	71.93	4.86	2.8%
912810RT7.GBM	T 2 1/4 08/15/46	66.21	4.86	2.3%
912810SE9.GBM	T 3 3/8 11/15/48	79.66	4.85	3.4%
912810RX8.GBM	T 3 05/15/47	75.55	4.85	3.0%
912810TR9.GBM	T 3 5/8 05/15/53	81.60	4.84	3.6%
912810RQ3.GBM	T 2 1/2 02/15/46	70.04	4.84	2.5%
912810TN8.GBM	T 3 5/8 02/15/53	81.70	4.84	3.6%
912810RS9.GBM	T 2 1/2 05/15/46	69.82	4.84	2.5%
912810RV2.GBM	T 3 02/15/47	75.76	4.84	3.0%
912810RU4.GBM	T 2 7/8 11/15/46	74.34	4.84	2.9%
912810TL2.GBM	T 4 11/15/52	87.54	4.83	4.0%
912810TT5.GBM	T 4 1/8 08/15/53	89.35	4.83	4.1%
912810RK6.GBM	T 2 1/2 02/15/45	71.15	4.82	2.5%
912810TX6.GBM	T 4 1/4 02/15/54	91.24	4.82	4.3%
912810RP5.GBM	T 3 11/15/45	76.85	4.82	3.0%
912810RN0.GBM	T 2 7/8 08/15/45	75.45	4.82	2.9%

资料来源：wind、国元证券经纪（香港）整理

注：表内美国国债到期年限均在 6 个月以上、按到期收益率由高到低取前 30 只

## 4. 宏观数据追踪

截至 12 月 5 日，美国国债到期收益率情况如下：

1 年期 (T1)：3.5895%，较上周下行 0.19bps；

2 年期 (T2)：3.5603%，较上周上行 7.1bps；

5 年期 (T5)：3.7113%，较上周上行 11.49bps；

10 年期 (T10)：4.1351%，较上周上行 12.19bps。

**图 4：美国国债到期收益率 (%)**



资料来源：Bloomberg、国元证券经纪（香港）整理

## 5. 宏观要闻

### ➤ 哈塞特预计将降息约 25 个基点：

美国白宫国家经济委员会主任哈塞特表示，实际工资增长现在高于通胀；可能会在下一次美联储会议上看到降息，将降息 25 个基点左右。

### ➤ 美国财政部债务突破 30 万亿美元大关，较 2018 年翻倍：

美国财政部发行的主权债务总额首次突破 30 万亿美元，自 2018 年以来已增长逾一倍。数据显示，截至 11 月，美国政府未偿还的国库券、中期国债和长期国债总额达到 30.2 万亿美元。

➤ 美国 11 月“小非农”创两年半来最大降幅：

美国 11 月“小非农”创两年半来最大降幅，美联储降息预期进一步升温。最新公布的 ADP 就业数据显示，11 月私营企业减少 3.2 万个工作岗位，为 2023 年 3 月以来最大降幅，远不及市场预期的增加 1 万个。据 CME “美联储观察”，美联储 12 月降息 25 个基点的概率接近 90%。

➤ 美国 11 月份 ISM 服务业 PMI 指数升至 52.6，预期为 52.1：

美国 11 月份 ISM 服务业 PMI 指数升至 52.6，创九个月来新高，预期为 52.1。新订单增长从一年高位回落，支付价格指标则降至七个月低点。就业指数升至六个月高点，表明就业下降速度放缓。

➤ 美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数降至 48.2，连续九个月低于 50 的荣枯线：

美国 11 月 ISM 制造业 PMI 指数下降 0.5 点至 48.2，连续九个月低于 50 的荣枯线，创下四个月来的最大萎缩。新订单指数降至自 7 月以来最快的收缩速度，积压订单则创七个月最大降幅。

➤ 美国上周初请失业金人数创三年来新低：

美国上周初请失业金人数意外减少 2.7 万人至 19.1 万人，为 2022 年 9 月以来的最低水平。另据美国私人数据提供商 Revelio Labs，美国 11 月非农就业减少 9000 个，同时 10 月数据下修至减少 1.55 万个。另外，美国挑战者企业 11 月裁员 7.1 万人，同比增 24%，今年累计裁员人数攀升至 117 万。

➤ 欧盟将从 2027 年秋季开始全面禁止进口俄罗斯天然气：

欧盟理事会和欧洲议会达成协议，欧盟将从 2027 年秋季开始全面禁止进口俄罗斯天然气。匈牙利外长西雅尔多表示，将和斯洛伐克对该决定共同提起诉讼。

➤ 欧元区 11 月综合 PMI 终值上修为 52.8，创下 30 月以来新高：

欧元区 11 月综合 PMI 终值上修为 52.8，创下 30 月以来新高。服务业 PMI 升至 53.6，为 2023 年 5 月以来最高水平，新业务量增速为 18 个月来最快。

➤ 欧元区 11 月 CPI 初值同比上涨 2.2%，市场预期为持平于 2.1%：

欧元区 11 月 CPI 初值同比上涨 2.2%，市场预期为持平于 2.1%。核心 CPI 持平于 2.4%，但服务业通胀高达 3.5%，强化市场对欧洲央行年内不会再次降息的预期。

➤ 消息人士：日本央行几乎确定会在 12 月会议上将政策利率从 0.5% 调升至 0.75%

消息人士透露，日本央行几乎确定会在 12 月会议上将政策利率从 0.5% 调升至 0.75%，而日本政府预计将容忍这一举措。这将是日本央行自今年 1 月份以来的首次加息。

➤ 《2025 年贸易和发展报告》预计 2025 年全球经济增长将放缓至 2.6%：

联合国贸易和发展会议发布的《2025 年贸易和发展报告》预计，2025 年全球经济增长将放缓至 2.6%，低于 2024 年的 2.9%。报告重点关注了金融对贸易的影响，指出金融市场波动对全球贸易的影响力几乎与实体经济活动相当，并影响全球的发展前景。

➤ 中指研究院：11 月全国百城新建住宅平均价格环比上涨 0.37%，同比上涨 2.68%

据中指研究院，11 月全国百城新建住宅平均价格为 17036 元/平方米，环比上涨 0.37%，同比上涨 2.68%；百城二手住宅平均价格为 13143 元/平方米，环比下跌 0.94%，二手房价已环比连跌 43 个月，同比下跌幅度为 7.95%。

➤ 11 月全国乘用车市场零售同比下降 7%：

据乘联分会初步统计，11 月，全国乘用车市场零售 226.3 万辆，同比下降 7%。其中，新能源市场零售 135.4 万辆，同比增长 7%，新能源市场零售渗透率 59.8%。

➤ 11 月全国乘用车厂商新能源批发 172 万辆，同比增长 20%，环比增长 7%：

据乘联分会初步预估，11 月，全国乘用车厂商新能源批发 172 万辆，同比增长 20%，环比增长 7%。特斯拉中国批发销量 8.67 万辆，同比增长 10%，环比增长近 41%。

➤ 外卖新国标出台：

市场监管总局发布实施外卖平台推荐性国家标准《外卖平台服务管理基本要求》，推动解决“幽灵外卖”，规范平台收费与促销行为，强化配送员权益保障，进一步推动外卖行业在良性竞争中创新发展。

## 6. 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

# 免责条款

## 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着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受到任何形式的补偿。