

## 相关研究

- 《美联储上调通胀前景，全球信用债多跌》2021.11.29
- 《美国经济稳步修复，中资美元债收益率下行》2021.11.22
- 《美债大幅下跌，全球主权债多涨》2021.11.15
- 《美债大幅波动，全球信用债多涨》2021.11.08

分析师:姜珮珊

Tel:(021)23154121

Email:jps10296@htsec.com

证书:S0850517070004

联系人:孙丽萍

Tel:(021)23154124

Email:slp13219@htsec.com

联系人:方欣来

Tel:(021)23219635

Email:fxl13957@htsec.com

# 美联储继续偏鹰，全球信用债回涨

## 投资要点:

- **美国非农就业数据不及预期。**美国至11月27日当周红皮书商业零售销售同比增21.9%，明显高于前值；11月大企业联合会消费者信心指数109.5，略低于预期；11月ISM制造业PMI略超预期至61.1，ISM非制造业PMI为69.1，超预期且高于前值；11月季调后新增非农就业人口21万人，远不及预期的55万人；11月失业率4.2%，低于预期值0.3个百分点；至11月27日当周初请失业金人数22.2万人，略好于预期。
- **美联储主席鲍威尔表态继续偏鹰，通胀用词放弃“暂时”，缩减购债或提前讨论。**美联储主席鲍威尔表示：关于对通货膨胀的描述，是时候放弃“暂时”这个词了；认为美联储将在未来会议上称通胀条件已满足；现在讨论是否尽早结束缩减计划是合适的。美联储褐皮书显示美国价格从温和的速度强劲上涨，经济各部门普遍涨价。国际货币基金组织也表示美联储加快缩债和提前加息是合适的；美国的货币政策应更加重视通胀风险。此外，美国货币市场推迟了对美联储的加息预期，现在完全押注美联储将在2022年9月加息25个基点，此前预计为明年7月加息。
- **美国。主权债：美债分化、利差缩窄。**上周美债短债齐跌，中长期齐涨，10Y美债利率下行13bp至1.35%，1Y\2Y\3Y期美债齐跌，利率上行5bp~10bp，其余期限利率大多下行3bp~14bp；此外，10Y-2Y美债期限利差缩窄23bp至75bp。**信用债：**投资级债券指数和高收益债指数均上涨。
- **欧洲。主权债：**英、法债市上涨，长短端利率均下行；德国债市分化，短端利率上行，长端利率下行；**信用债：**投资级债券指数与高收益债指数均上涨。
- **亚洲。主权债：**日本、韩国、新加坡债市分化，短端利率上行，长端利率下行。**信用债：**(除日本)投资级指数上涨，非投资级指数下跌，日本公司债指数上涨。
- **新兴市场。主权债分化：**俄罗斯、南非、巴西债市上涨，长短端利率均下行；印尼、印度、土耳其债市下跌，长短端利率均上行；墨西哥短债上涨；巴基斯坦长债下跌。**信用债：**投资级非主权债指数和高收益债指数均上涨。
- **中资美元债：投资级收益率平均下行，投机级收益率平均上行。**投资级中资美元债收益率平均下行0.4BP，投机级中资美元债收益率平均上行49.2BP。

## 目 录

---

1. 主权债和信用债市场周度观察 .....	4
2. 各市场经济数据周度观察 .....	5
3. 中资美元债周度观察.....	6
3.1 中资美元债：投资级收益率下行，投机级收益率上行.....	6
3.2 新兴市场美元债发行情况 .....	8

## 图目录

图 1	投资级中资美元债（非金融债）估值对比（%）	7
图 2	投资级中资美元债（非金融债）一周估值变化（BP）	7
图 3	投机级中资美元债（非金融债）估值对比（%）	7
图 4	投机级中资美元债（非金融债）一周估值变化（BP）	7

## 表目录

表 1	各市场主权债和信用债变动情况（截至 2021 年 12 月 03 日）	4
表 2	各市场经济数据（美国、欧洲）	5
表 3	各市场经济数据（亚洲和新兴市场）	6
表 4	投资级中资美元债（非金融债）估值上行幅度前十大公司	7
表 5	投资级中资美元债（非金融债）估值下行幅度前十大公司	7
表 6	投机级中资美元债（非金融债）估值上行幅度前十大公司	8
表 7	投机级中资美元债（非金融债）估值下行幅度前十大公司	8
表 8	20211126-20211203 发行量前十大新兴市场国家/地区部分美元债发行情况（非银行、非主权债）	8

## 1. 主权债和信用债市场周度观察

**表1 各市场主权债和信用债变动情况 (截至 2021 年 12 月 03 日)**

各市场主权债利率变动情况							各市场信用债指数变动情况						
区域	国债利率 (%)			国债利率变动 (BP)			信用级别	指数		变动 (%)			
	期限	11月26日	12月3日	今年以来	本月	上周		11月26日	12月3日	今年以来	本月	上周	
美洲	美国	1年期	0.200	0.260	16.0	11.0	6.0	投资级债券指数	217.6	219.5	-0.16	0.91	0.86
		2年期	0.500	0.600	49.0	12.0	10.0		794.1	799.1	3.77	-0.74	0.63
		3年期	0.810	0.860	70.0	11.0	5.0	高收益债券指数	151.6	152.2	-1.87	-0.68	0.41
		5年期	1.160	1.130	77.0	-5.0	-3.0						
		7年期	1.400	1.290	65.0	-15.0	-11.0						
		10年期	1.480	1.350	42.0	-20.0	-13.0						
欧洲	英国	1年期	0.297	0.292	40.0	-29.5	-0.5	投资级债券指数	151.6	152.2	-1.87	-0.68	0.41
		10年期	1.025	0.865	60.7	-18.6	-16.0						
	法国	1年期	-0.685	-0.817	-22.2	-18.7	-13.2	高收益债券指数	317.0	318.1	2.79	-0.64	0.33
		10年期	0.033	-0.034	33.0	-31.4	-6.7						
	德国	1年期	-0.840	-0.780	-6.0	-11.0	6.0	新兴国家 (除日本) 投资级指数	305.4	305.9	0.10	0.15	0.17
		10年期	-0.290	-0.400	21.0	-26.0	-11.0						
亚洲	日本	1年期	-0.140	-0.121	-0.9	-1.2	1.9	新兴国家 (除日本) 非投资级指数	319.2	313.0	-17.12	-7.98	-1.95
		10年期	0.079	0.063	3.0	-3.8	-1.6						
	韩国	3年期	1.863	1.900	94.6	-20.3	3.7	日本巴克莱公司债指数	158.4	158.8	5.68	0.64	0.22
		5年期	2.050	2.027	70.5	-37.8	-2.3						
	新加坡	1年期	0.460	0.470	11.0	3.0	1.0	投资级非主权债指数	280.2	281.2	-0.12	0.02	0.35
		10年期	1.730	1.690	80.0	-15.0	-4.0						
新兴市场	俄罗斯	1年期	8.350	8.195	408.5	20.5	-15.5	高收益债指数	1388.0	1396.0	-4.01	-2.99	0.58
		10年期	8.430	8.385	248.5	21.5	-4.5						
	南非	2年期	5.305	4.900	44.0	-70.0	-40.5	新兴国家 (除日本) 投资级指数	305.4	305.9	0.10	0.15	0.17
		10年期	9.900	9.600	94.0	-4.0	-30.0						
	巴西	1年期	11.635	11.495	866.0	-34.0	-14.0	新兴国家 (除日本) 非投资级指数	319.2	313.0	-17.12	-7.98	-1.95
		10年期	11.705	11.019	414.1	-122.6	-68.6						
	墨西哥	1年期	6.550	6.512	227.6	10.2	-3.8	日本巴克莱公司债指数	158.4	158.8	5.68	0.64	0.22
		10年期	/	/	/	/	/						
	印度	1年期	4.281	4.344	64.9	23.7	6.3	投资级非主权债指数	280.2	281.2	-0.12	0.02	0.35
		10年期	6.330	6.369	51.1	-1.9	3.9						
	印尼	1年期	3.747	3.784	-23.1	-5.8	3.7	高收益债指数	1388.0	1396.0	-4.01	-2.99	0.58
		10年期	6.227	6.480	53.1	31.1	25.3						
	巴基斯坦	1年期	/	/	/	/	/	新兴国家 (除日本) 投资级指数	305.4	305.9	0.10	0.15	0.17
		10年期	11.949	12.428	250.8	173.5	47.9						
土耳其	1年期	19.310	20.115	531.5	366.5	80.5	新兴国家 (除日本) 非投资级指数	319.2	313.0	-17.12	-7.98	-1.95	
	10年期	20.110	21.650	902.0	251.0	154.0							

资料来源: Wind, 彭博, 海通证券研究所。

国债利率中, 标黄色数据为 12 月 2 日与 11 月 25 日数据对比, 标蓝色数据为 12 月 1 日与 11 月 24 日对比。利率/指数变动中, 红色为增, 绿色为减。今年以来指 2021 年 1 月 4 日以来, 本月指 10 月 29 日以来。

## 2. 各市场经济数据周度观察

**表2 各市场经济数据（美国、欧洲）**

各市场经济数据（2021年12月3日）					
	经济数据	通胀数据	货币政策		
美洲	美国	美国10月成屋签约销售指数环比升7.5%，预期升1%，前值降2.3%。 美国货币市场推迟了对美联储的加息预期，现在完全押注美联储将在2022年9月加息25个基点，此前预计为明年7月加息 美国至11月27日当周红皮书商业零售销售同比增21.9%，前值增15.4%。 美国9月FHFA房价指数环比增0.9%，差于预期 美国11月大企业联合会消费者信心指数109.5，预期110.9 美国9月S&P/CS20座大城市房价指数同比增19.05%，差于预期 美国11月ADP新增就业人数53.4万人，预期52.5万人 美国11月Markit制造业PMI终值58.3，预期59.1。美国11月Markit服务业PMI终值为58，预期为57，前值为57。 美国11月ISM制造业PMI 61.1，预期61。美国11月ISM非制造业PMI为69.1，预期为65，前值为66.7。 美国至11月27日当周初请失业金人数22.2万人，预期24万人 美国11月失业率4.2%，预期4.5% 美国11月季调后新增非农就业人口21万人，预期55万人 美联储褐皮书：价格从温和的速度强劲上涨，经济各部门普遍涨价	美联储主席鲍威尔： 奥密克戎变异株加重经济风险和通胀不确定性，能源价格和租金的上涨加剧了通货膨胀，继续预计通货膨胀率将在明年大幅下降，通货膨胀率远高于2%的目标，这是由大流行相关的供需失衡所推动的。 价格上涨普遍与疫情造成的供应中断有关；高通胀的风险有所增加；关于对通货膨胀的描述，是时候放弃“暂时”这个词了；“暂时”的意思是不会对物价留下永久性影响。 高通胀风险对恢复充分就业造成风险；通胀持续上升的威胁越来越大；基线预期是，通胀将在明年回落；预计通胀将在明年下半年消失。可以考虑提前几个月结束缩减购债计划；目前无法评估奥密克戎变异株；但该病毒目前是一个风险。 现在讨论是否尽早结束缩减计划是合适的。 认为美联储将在未来会议上称通胀条件已满足。	美国国会预算办公室（CBO）：财政部可能会在12月底前用尽现金。 美国国会众议院投票，批准延长短期性政府融资至2月份，将递交给参议院表决。美国参议院以69比28的投票比例通过短期政府资金法案，以避免政府关门的风险。 当地时间12月5日，美国疾病控制与预防中心主任罗谢尔·瓦伦斯基告诉美国广播公司，截至目前，美国至少有15个州发现了感染变异毒株奥密克戎的新冠肺炎病例，预计这一数字还会上升。瓦伦斯基表示，美国目前已有几十例感染变异毒株奥密克戎的新冠肺炎病例。另外，美国99.9%的新冠肺炎病例感染了变异毒株德尔塔。 美联储主席鲍威尔：在下次会议上讨论加快缩债是合适的。 国际货币基金组织：美联储加快缩债和提前加息是合适的；美国的货币政策应更加重视通胀风险。	
	英国	英国11月服务业PMI录得58.5，低于预期，前值为58.6。	英国下周交付的天然气批发价格下跌5%至236.50便士/撇姆。	英国10月央行抵押贷款许可可为6.7199万人，续创去年7月以来新低，连续5个月录得下滑，低于预期，前值7.2645万人。	
		英国11月制造业PMI录得58.1，低于预期，前值为58.2。	英国即时交付的天然气批发价格上涨10.7%，报238便士/撇姆。		
			英国11月Nationwide房价指数环比升0.9%，高于预期，前值升0.7%。		
	欧洲	法国	法国10月工业产出环比增0.9%，高于预期，前值修正为减1.5%；同比减0.5%，低于预期，前值增0.8%。10制造业产出环比增0.9%，高于预期，前值减1.4%；同比增0.1%，高于预期，前值增0.1%。 法国第三季度GDP终值同比增3.3%，初值增3.3%。 法国11月制造业PMI终值录得55.9，高于预期，前值为54.6。	法国11月CPI环比升0.4%，高于预期，前值升0.4%；同比升2.8%，高于预期，前值升2.6%。	
		德国	德国11月制造业PMI终值录得57.4，低于预期，前值为57.6。 德国10月实际零售销售同比减少2.9%，降幅大于预期，前值修正为减少0.6%。 德国11月季调后失业人数减少3.4万人，降幅大于预期，前值减少3.9万人。 德国第三季度汽车出口下降17.2%。	德国11月CPI初值环比降0.2%，创去年11月以来新低，降幅低于预期，前值降0.5%；同比升5.2%，低于预期，前值升4.5%。	

资料来源：Wind，央视新闻，新浪财经，彭博，海通证券研究所

**表3 各市场经济数据（亚洲和新兴市场）**

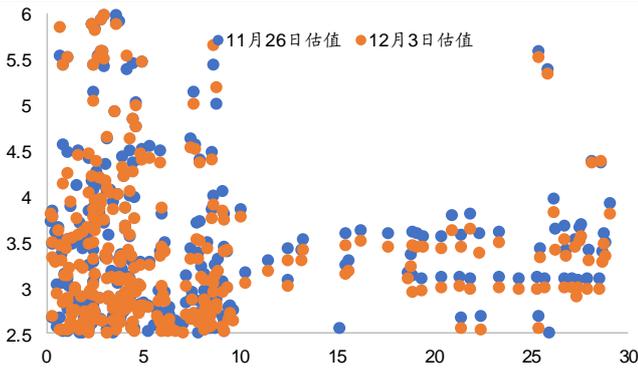
各市场经济数据（2021年12月3日）				
		经济数据	通胀数据	货币政策
亚洲	日本	日本11月综合PMI终值53.3，初值52.5；服务业PMI终值53，初值52.1。		
		日本11月家庭消费者信心指数录得39.2，低于预期，前值为39.2。		
		日本第三季度企业资本支出同比增1.2%，低于预期，前值增5.3%。		
		日本10月新屋开工同比增10.4%，高于预期，前值增4.3%。		
		日本10月工业产出同比初值降4.7%，降幅大于预期，前值降2.3%；环比初值增1.1%，低于预期，前值降5.4%。		
		日本10月失业率2.7%，低于预期，前值2.8%；求才求职比1.15，低于预期，前值1.16。		
		日本10月零售销售同比增0.9%，低于预期，前值降0.6%；环比增1.1%，高于预期，前值增2.7%；大型零售商销售同比增0.9%，高于预期，前值降1.3%。		
	韩国	韩国10月工业产出同比增4.5%，高于预期，前值降1.8%；环比降3%，低于预期，前值降0.8%。	韩国11月CPI月环比增0.4%，高于预期，前值增0.1%；同比增3.7%，高于预期，前值增3.2%，创十年新高。	-
		韩国11月贸易帐初值顺差30.87亿美元，高于预期，前值顺差16.9亿美元修正为顺差17.82亿美元；出口同比增长32.1%，高于预期；进口同比增长43.6%，高于预期。		
		韩国11月出口破600亿美元创单月新高。		
韩国第三季度GDP季环比终值增0.3%，预期持平，初值增0.3%；同比终值增4%，预期持平，初值增4%。				
	韩国2022年度政府财政预算总额为607.7万亿韩元（约合人民币3.29万亿元），规模创历史新高，将于2022年发行高达166万亿韩元的政府债券。			
新加坡	新加坡10月零售销售同比增7.5%，高于预期，前值增6.6%；季调后零售销售环比增0.7%，高于预期，前值增6%。	-	-	
新兴市场	俄罗斯	俄罗斯10月份GDP环比增长0.8%，同比增长4.9%。	俄罗斯11月份石油产量为4456万吨。	-
	墨西哥	-	墨西哥9月铜产量总计41148吨；白银产量总计353859千克。	-
	印度	印度11月日经服务业PMI录得58.1，高于预期，前值为58.4；综合PMI录得59.2，前值为58.7。	-	-
		印度11月日经制造业PMI录得57.6，高于预期，前值为55.9。	-	-
	巴基斯坦	-	巴基斯坦11月消费价格继续上涨，通胀率从9.2%升至11.5%，为过去20个月以来的最高涨幅。	-

资料来源：Wind，彭博，海通证券研究所

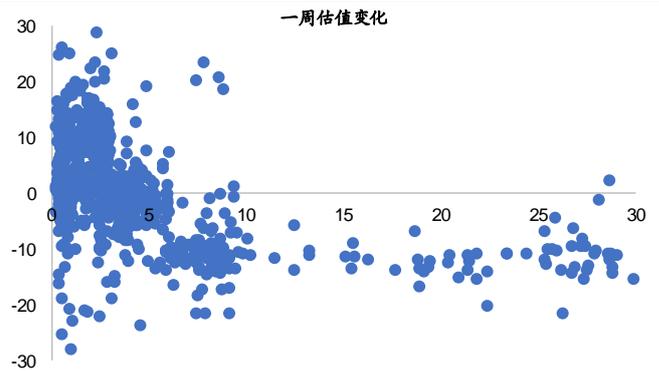
### 3. 中资美元债周度观察

#### 3.1 中资美元债：投资级收益率下行，投机级收益率上行

上周投资级中资美元债收益率下行。根据我们的样本库，12月03日投资级中资美元债（非金融债）收益率与11月26日相比下行。具体来看，投资级中资美元债收益率平均下行0.4BP，其中3年期及以下债券收益率平均上行6.1BP，3-5年期债券收益率平均下行1.8BP，7年期及以上期限的债券收益率平均下行11.30BP。

**图1 投资级中资美元债（非金融债）估值对比（%）**


数据：横轴为剩余期限（年）；  
 资料来源：彭博，海通证券研究所

**图2 投资级中资美元债（非金融债）一周估值变化（BP）**


数据：横轴为剩余期限（年）；  
 资料来源：彭博，海通证券研究所

**表4 投资级中资美元债（非金融债）估值上行幅度前十大公司**

公司名称	平均估值变化（BP）
世茂集团	102.74
广西金融投资集团有限公司	50.80
碧桂园	40.11
水发国际控股(BVI)有限公司	37.83
中国银行/卢森堡	28.25
美团-W	23.80
苏高新国际(BVI)有限公司	22.20
东兴启航有限公司	20.40
Minsheng Hong Kong International	19.70
邦杰环球有限公司	19.20

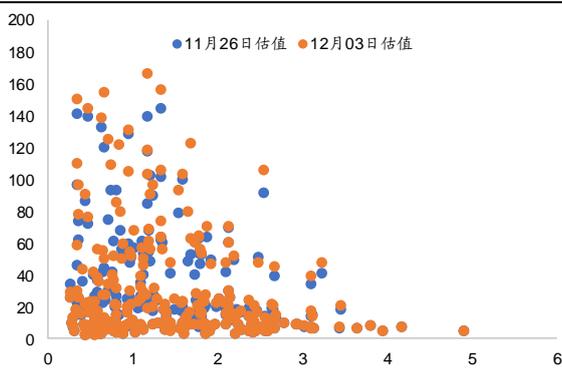
资料来源：彭博，海通证券研究所，11月26日至12月03日

**表5 投资级中资美元债（非金融债）估值下行幅度前十大公司**

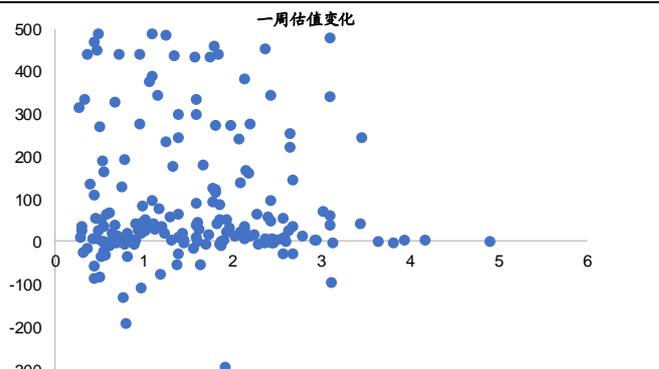
公司名称	平均估值变化（BP）
江宁经开海外投资有限公司	-252.20
上港集团 BVI 控股有限公司	-171.20
漳州市九龙江集团有限公司	-34.60
云南能投集团海外有限公司	-25.60
华融金融股份有限公司(2019)	-24.36
耀河国际有限公司	-23.80
华融金融有限公司(2017)	-21.09
四川省铁路产业投资集团有限责任公司	-19.00
中海油财务(2011)有限公司	-14.30
Sinochem Overseas Capital Co	-13.80

资料来源：彭博，海通证券研究所，11月26日至12月03日

上周投机级中资美元债收益率平均上行 **49.2BP**。具体来看，投机级中资美元债发行人的平均收益率上行。收益率上行幅度最大的发行人为中国香港理想投资有限公司，收益率下行幅度最大的发行人为佳兆业集团。

**图3 投机级中资美元债（非金融债）估值对比（%）**


数据：横轴为剩余期限（年），因极端值较多，估值范围在200%以上的未显示；  
 资料来源：彭博，海通证券研究所

**图4 投机级中资美元债（非金融债）一周估值变化（BP）**


数据：横轴为剩余期限（年），因极端值较多，变动范围在-300~500BP外的值未显示。  
 资料来源：彭博，海通证券研究所

**表6 投机级中资美元债（非金融债）估值上行幅度前十大公司**

公司名称	平均估值变化 (BP)
中国香港理想投资有限公司	10662.90
金轮天地控股	6457.20
弘昇有限公司	5056.00
怡略有限公司	2896.13
海门中南投资发展（国际）	2538.45
阳光城嘉世国际有限公司	1524.87
力高集团	1275.33
中国奥园	1163.32
时代中国控股	1082.43
当代置业	1036.73

资料来源：彭博，海通证券研究所，11月26日至12月03日

**表7 投机级中资美元债（非金融债）估值下行幅度前十大公司**

公司名称	平均估值变化 (BP)
佳兆业集团	-348.86
绿地全球投资有限公司	-240.92
中梁控股	-215.00
中原资产管理有限公司	-112.10
中融国际债券 2019 有限公司	-88.90
兖煤国际资源开发有限公司	-61.20
广州市方圆房地产发展有限公司	-57.50
广西柳州市东城投资开发集团有限公司	-38.30
金辉资本投资有限公司	-36.90
漳州市交通发展集团有限公司	-32.00

资料来源：彭博，海通证券研究所，11月26日至12月03日

### 3.2 新兴市场美元债发行情况

**表8 20211126-20211203 发行量前十大新兴市场国家/地区部分美元债发行情况（非银行、非主权债）**

中文简称	发行日期	发行量 亿美元	行业	国家/ 地区	利率 (%)	到期日
NXP BV / NXP 融资	2021/11/30	10.00	半导体	MULT	2.65	2032/2/15
成都交通投资集团有限公司	2021/12/1	6.00	零售-非必需消费品	CH	2.20	2024/12/1
NXP BV / NXP 融资	2021/11/30	5.0	半导体	MULT	3.25	2051/11/30
NXP BV / NXP 融资	2021/11/30	5.0	半导体	MULT	3.13	2042/2/15
兖矿集团（开曼）有限公司	2021/11/30	5.0	煤炭业务	CI	2.90	2024/11/30
Generacion Mediterranea SA	2021/12/1	3.3	电力生产	AR	9.63	2027/12/1
Hafoo Co Ltd	2021/12/2	3.0	金融服务	VS	2.00	2024/12/2
Fuyuan Worldwide Ltd	2021/11/29	2.0	百货商店	VS	7.00	2024/11/29
恒源国际发展有限公司	2021/12/2	1.5	工业其他	VS	2.20	2024/12/2

资料来源：彭博，海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

姜珺珊 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。