

2025 年第 45 期 11月 24 日 - 11月 28 日

中资境外债新发行增加；二级市场回报率下降

热点事件：美国公布经济状况褐皮书，突出就业市场问题；中国 11 月官方制造业 PMI 高于前值

11月 27 日，美国公布经济状况褐皮书，报告显示政府停摆和 AI 的应用导致就业市场疲软；11月 30 日，中国公布 11月官方制造业 PMI 为 49.2，高于前值 49。



汇率走势：人民币有所升值，美元指数下降

过去一周，人民币有所升值。截至 11 月 28 日，美元兑人民币中间价收于 7.0789，较上周五下降 86.0bp。美元指数收于 99.459，较上周五下降 0.72%。

利率走势：中国国债收益率上行；美国国债收益率下行

过去一周，中国国债收益率上行。由于市场预计美联储仍可能在近期降息，美国国债收益率下行。

中资境外债券市场

中资境外债券一级市场：中资境外债新发行增加

11月 24 日至 11月 28 日，中资企业在境外市场新发行 27 只债券，合计约 47.56 亿美元，较上周上升 63.21%。其中，金融机构为主要发行人，共发行 13.28 亿美元债券。

中资境外债券二级市场：中资美元债券回报率下降

截至 11月 28 日，中资美元债年初至今的回报率较上周五下降 7.0bp 至 6.79%，其中投资级债券回报率上升 18.0bp 至 8.82%，高收益债券回报率下降 178.0bp 至 6.23%。

评级行动：各大评级机构对 7 家中资主体进行调级行动

11月 24 日至 11月 28 日，各大评级机构对 6 家中资发行人采取了正面评级行动，对 1 家中资发行人采取了负面评级行动。

分析师

左丰铭

852-2810 7142

saul_zuo@ccxap.com

徐晨琦

852-2860 7142

natalie_xu@ccxap.com

其他联系人

庄承浩

852-2860 7124

peter_chong@ccxap.com



热点事件：美国公布经济状况褐皮书，突出就业市场问题；中国11月官方制造业PMI高于前值

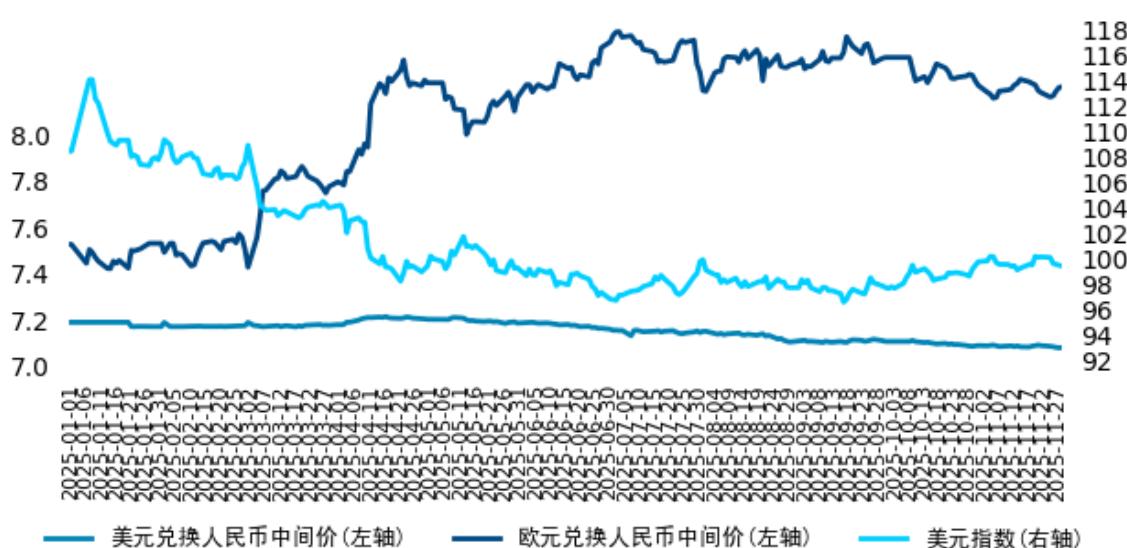
11月27日，美国公布经济状况褐皮书，报告显示政府停摆和AI的应用导致就业市场疲软，过去六周求职者面临的形势并不乐观，美联储12个地区分支中有半数报告雇主招聘意愿下降。报告指出，虽然裁员公告有所增加，但更多企业通过招聘冻结、仅替换性招聘和自然减员来限制员工数量。多家雇主也会通过调整工作小时数来适应高于或低于预期的业务量。少数企业指出，人工智能取代了入门级职位，或使现有员工生产率提高到足以抑制新招聘的程度。关税和医疗保险成本上升则推高了企业支出，可能加剧通胀担忧。尽管关税和关税不确定性仍是阻力，但制造业活动依旧有所增加。非金融服务业收入大多持平至下降，贷款需求报告喜忧参半。农业和能源行业状况基本稳定，但一些联系人指出石油和部分农作物面临低价环境挑战。较高投入成本向客户的传导程度各异，取决于需求、竞争压力、消费者价格敏感度以及客户的反对。

11月30日，中国公布11月官方制造业PMI为49.2，高于前值49。数据显示，11月份，生产指数和新订单指数分别为50.0%和49.2%，比上月上升0.3个和0.4个百分点，其中生产指数升至临界点，制造业产需两端均有改善。11月份，大型企业PMI为49.3%，比上月下降0.6个百分点，景气水平回落；中型企业PMI为48.9%，比上月上升0.2个百分点，景气度有所改善；小型企业PMI为49.1%，比上月上升2.0个百分点，为近6个月高点，景气水平显著回升。此外，高技术制造业PMI为50.1%，连续10个月位于临界点以上，相关行业继续保持增长。数据还显示，11月份，生产经营活动预期指数为53.1%，比上月上升0.3个百分点，制造业企业对近期市场发展信心有所增强。

汇率走势：人民币有所升值，美元指数下降

过去一周，人民币有所升值。截至11月28日，美元兑人民币中间价收于7.0789，较上周五下降86.0bp。欧元兑人民币中间价收于8.2078，较上周五上升252.0bp。美元指数收于99.459，较上周五下降0.72%。

图1：人民币汇率情况

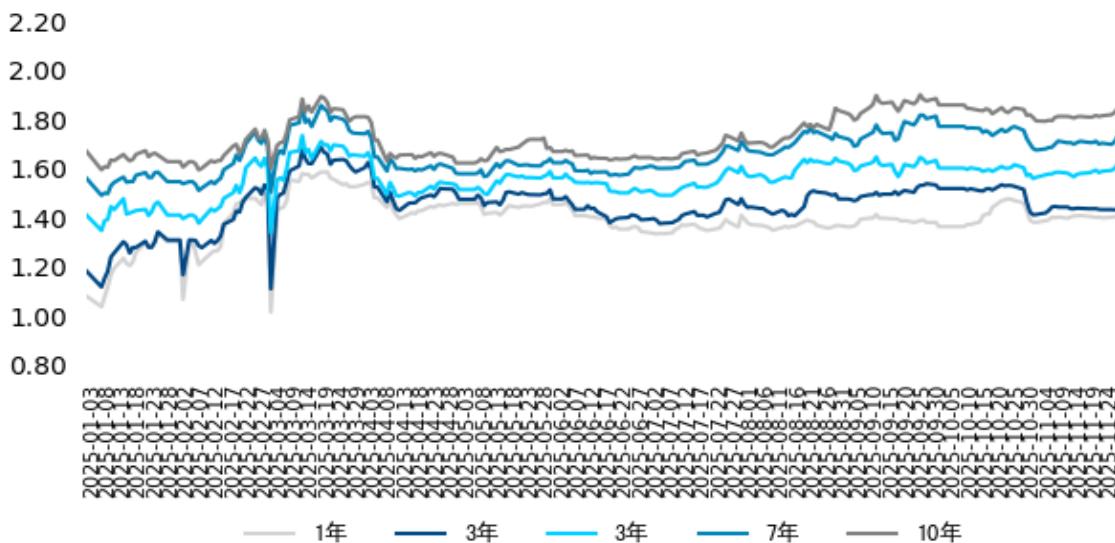


资料来源：中诚信亚太

利率走勢：中國國債收益率上行；美國國債收益率下行

過去一周，中國國債收益率普遍上行。截至 11 月 28 日、1 年期、3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期國債收益率分別為 1.4017%、1.4351%、1.6183%、1.7432% 和 1.8412%。較上周五分別上升 0.09bp、0.03bp、2.76bp、3.79bp 和 2.46bp。

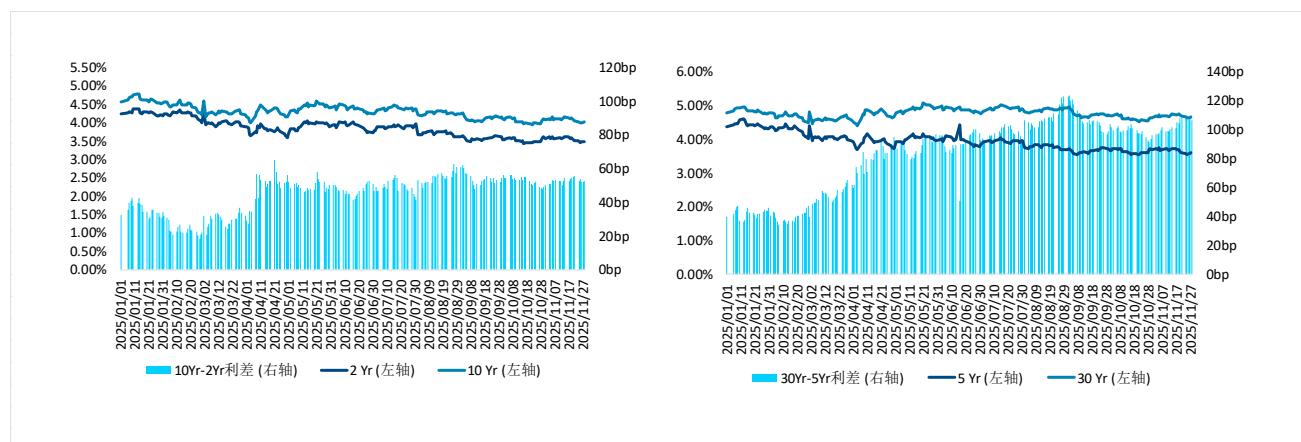
圖 2：中國國債收益率



資料來源：中誠信亞太

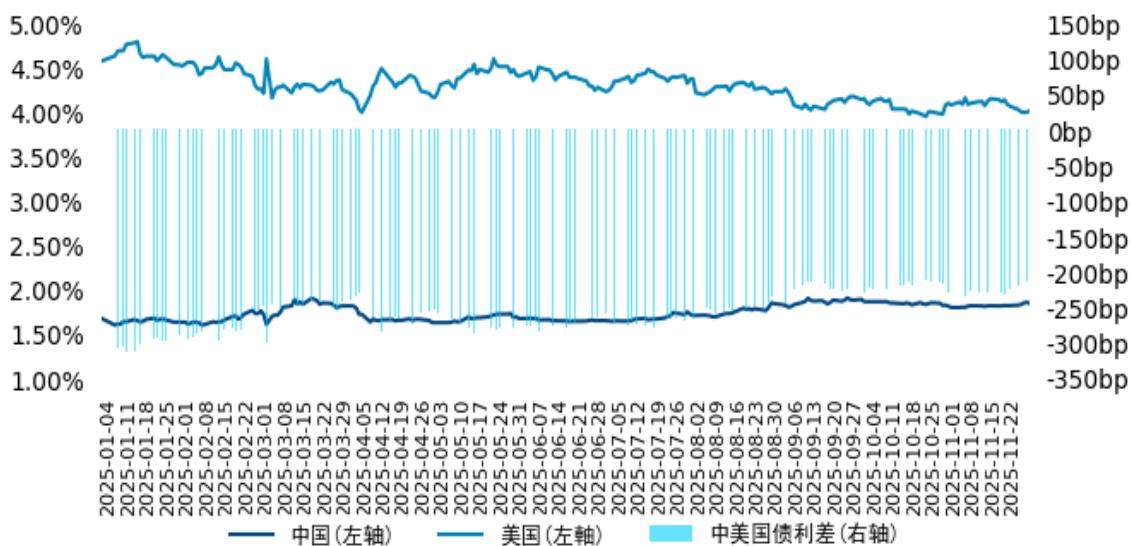
由於市場預計聯邦儲備仍可能在近期降息，美國國債收益率下行。截至 11 月 28 日，2 年期、5 年期、10 年期和 30 年期國債收益率分別為 3.4893%、3.5964%、4.0132% 和 4.6628%，較上周五分別下降 1.82bp、2.47bp、5.01bp 和 4.92bp。美國國債利差方面，2 年期和 10 年期國債利差較上周五縮小 3.19bp 至 52.39bp，5 年期和 30 年期國債利差較上周五縮小 2.45bp 至 106.64bp。

圖 3：美國國債收益率及利差情況



資料來源：中誠信亞太

中美利差方面，截至 11 月 28 日，中美 10 年期國債利差為 -217.2bp，較上周五縮小 7.5bp，較年初擴大 72.2bp。

图 4：中美 10 年期国债利差情况


资料来源：中诚信亚太

中资境外债券一级市场：中资境外债新发行增加

11月24日至11月28日，中资企业在境外市场新发行27只债券，合计约47.56亿美元，较上周上升63.21%。其中，金融机构为主要发行人，共发行13.28亿美元债券。

表 1：中资境外债券市场发行情况（20251124-20251128）

公布日	信用主体	币种	规模 (亿元)	息票 (%)	到期日	期限 (年)	行业	主体评级 (穆迪/标普/ 惠誉)	债项评级 (穆迪/标 普/惠誉)
2025-11-24	招商证券国际有限公司	CNY	6	2.1	2028-12-01	3	金融	Baa2/-/-	Baa2/-/-
2025-11-24	中信证券国际有限公司	USD	0.038	0	2026-02-27	91D	金融	-/BBB+/-	-/-/-
2025-11-24	肥城华裕产业集团有限公司	CNY	1.52	4.5	2028-11-27	3	城投	-/-/-	-/-/-
2025-11-24	广发控股（香港）有限公司	USD	0.05	SOFR +53	2026-08-27	272D	金融	-/BBB/BBB	-/-/-
2025-11-24	广州开发区控股集团有限公司	USD	5	4.4	2027-11-28	2	公用事业	--/-/BBB+	--/-/BBB+
2025-11-24	华泰国际金融控股有限公司	USD	0.258	4.17	2026-03-03	91D	金融	Baa1/BBB +/-	-/-/-
2025-11-25	成都经开资产管理有限公司	CNY	3	5.9	2028-11-28	3	城投	-/-/-	-/-/-
2025-11-25	中信证券国际有限公司	USD	0.132	0	2026-03-03	90D	金融	-/BBB+/-	-/-/-
2025-11-25	广发控股（香港）有限公司	USD	0.06	4.32	2026-02-05	62D	金融	-/BBB/BBB	-/-/-
2025-11-25	聊城东部新城投资控股集团有限公司	CNY	5	6.99	2028-12-01	3	城投	-/-/-	-/-/-
2025-11-25	碧桂园控股有限公司	THB	8	7	2026-11-23	363D	房地产	-/-/-	-/-/-
2025-11-25	中国西部水泥有限公司	USD	4	9.9	2028-12-04	3	原材料	Caa1/-/B	--/B/B

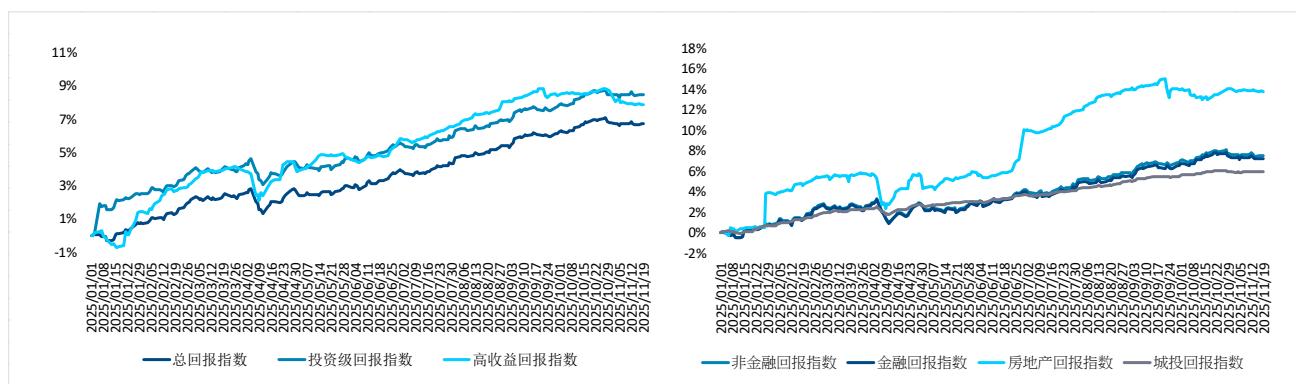
2025-11-26	中国华能集团有限公司	USD	10	4.15	NaT	-	公用事业	A2/A-/A-	A3/--/--
2025-11-26	中国东方资产管理(国际)控股有限公司	USD	8	4.3	2028-12-04	3	金融	--/BBB/BBB+	--/BBB/BBB+B+
2025-11-26	泰兴市江桥投资建设发展有限公司	CNY	4	6.3	2028-12-01	3	城投	-/-/-	-/-/-
2025-11-26	资阳发展投资集团有限公司	CNY	1.5	6.2	2028-12-03	3	城投	-/-/-	-/-/-
2025-11-27	成都东进淮州新城投资集团有限公司	CNY	7	6.3	2028-12-04	3	城投	-/-/-	-/-/-
2025-11-27	招商证券国际有限公司	CNY	7	2.1	2028-12-04	3	金融	Baa2/--/--	Baa2/--/-
2025-11-27	广发控股(香港)有限公司	HKD	0.15	3.4	2026-05-28	181D	金融	-/BBB/BBB	-/-/-
2025-11-28	中信证券国际有限公司	USD	1.7	SOFR+60	2028-07-16	2.6	金融	-/BBB+/ -	-/-/-
2025-11-28	复星国际有限公司	JPY	42	3	2027-12-04	2	非日常消费品	-/BB-/-	-/-/-
2025-11-28	广发控股(香港)有限公司	USD	0.05	4.33	2026-03-10	95D	金融	-/BBB/BBB	-/-/-
2025-11-28	广发控股(香港)有限公司	USD	0.05	4.32	2026-02-03	60D	金融	-/BBB/BBB	-/-/-
2025-11-28	广发控股(香港)有限公司	USD	0.55	SOFR+58	2026-12-01	364D	金融	-/BBB/BBB	-/-/-
2025-11-28	广发控股(香港)有限公司	USD	0.55	SOFR+53	2026-09-02	274D	金融	-/BBB/BBB	-/-/-
2025-11-28	江阴国有资本控股(集团)有限公司	EUR	1	2.82	2028-12-05	3	城投	--/--/BBB	--/--/BBB
2025-11-28	四川港荣投资发展集团有限公司	CNY	3.105	2.3	2028-12-05	3	城投	-/-/-	-/-/-

资料来源：中诚信亚太

中资境外债券二级市场：中资美元债券回报率下降

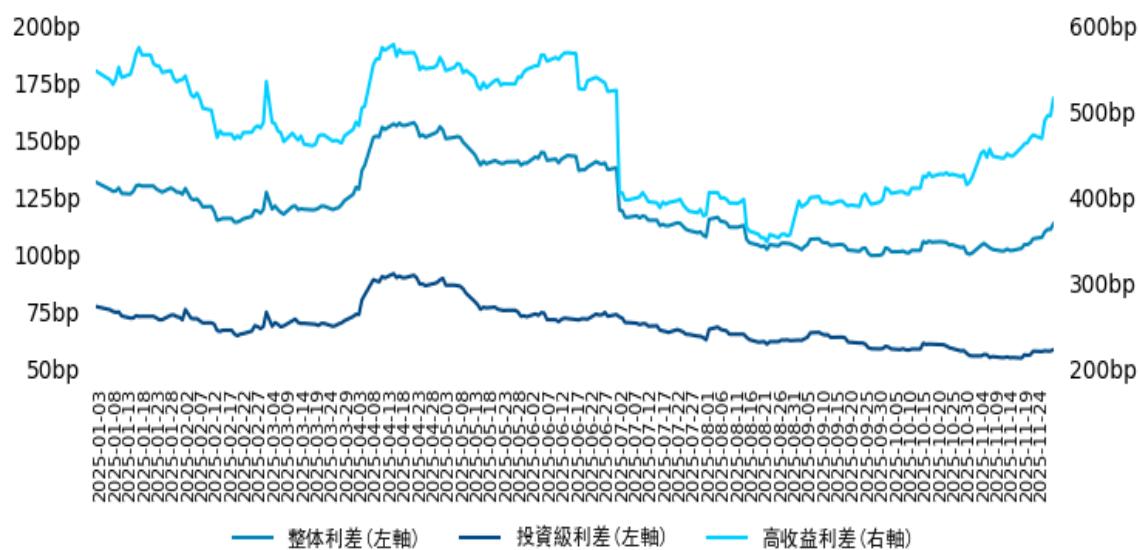
截至 11 月 28 日，中资美元债年初至今的回报率¹较上周五下降 7.0bp 至 6.79%，其中投资级债券回报率上升 18.0bp 至 8.82%，高收益债券回报率下降 178.0bp 至 6.23%。按行业来看，非金融回报率为 7.91%，较上周五上升 21.0bp。金融回报率为 7.64%，较上周五上升 21.0bp。房地产回报率为 13.89%，较上周五上升 17.0bp。城投回报率为 5.74%，较上周五下降 34.0bp。

¹ 回报率以 2025 年 1 月 2 日为基数计算

图 5: Markit iBoxx 中资美元债回报率情况


资料来源：中诚信亚太

截至 11 月 28 日，中资美元债的利差较上周五扩大 6.5bp 至 113.1bp，其中投资级债券利差扩大 0.7bp 至 58.21bp，高收益债券利差扩大 42.4bp 至 513.96bp。

图 6: Bloomberg Barclays 中资美元债利差情况


资料来源：中诚信亚太

11 月 24 至 11 月 28 日收益率涨幅最大的 10 只债券如下表所示。其中万科企业股份有限公司境外债收益率变动最大。

表 2：11 月 24 日至 11 月 28 日中资境外债收益率涨幅最大的 10 只债券

债券名称	主体名称	最新净价 (美元)	剩余期限 (年)	收益率 (%)	变动 (bp)
VNKRLE 3.975 11/09/27	万科企业股份有限公司	20.791	1.94	112.131	7.2507M
VNKRLE 3 ½ 11/12/29	万科企业股份有限公司	20.646	3.95	54.078	3.0506M
GZGETH 6.3 12/06/25	广州开发区控股集团有限公司	100.167	0.01	-23.005	1.2018M
FTLNHD 4 ½ 05/02/26	新城发展控股有限公司	92.053	0.41	26.125	829.6
FUTLAN 11.88 06/26/28	新城发展控股有限公司	89.327	2.57	20.161	495.7
KMRLGP 8 ½ 12/07/25	昆明轨道交通集团有限公司	100.068	0.01	0.326	465

FTLNHD 11.88 09/30/27	新城发展控股有限公司	89.987	1.83	18.565	456
CHIOLI 6.45 06/11/34	中国海外发展有限公司	110.126	8.53	4.977	386.4
CCB Float 02/09/26	中国建设银行(新西兰)有限公司	100.066	0.19	3.203	340.4
LNGFOR 3.95 09/16/29	龙湖集团控股有限公司	76.061	3.79	12.003	281.6

注：收益率变动的M代表1000；已剔除所有已违约主体

资料来源：中诚信亚太

评级行动：各大评级机构对 7 家中资主体进行调级行动

11月24日至11月28日，各大评级机构对6家中资发行人采取了正面评级行动，对1家中资发行人采取了负面评级行动。

表3：跨境发行人评级行动情况（20251124-20251128）

信用主体	行业	最新评级			上次评级			评级机构	调整原因
		级别	展望	时间	级别	展望	时间		
境外评级：									
上调	济南历下控股集团有限公司	城投	Ag-	稳定	2025/11/24	BBBg+	稳定	2024/11/28	中诚信亚太 历下区政府支持力度增强
	中国宏桥集团有限公司	工业	BBB	稳定	2025/11/25	BBB-	稳定	2024/12/30	联合国际 中国宏桥盈利能力及经营表现持续改善
	人保再保险股份有限公司	金融	A3	稳定	2025/11/25	A3	负面	2023/12/07	穆迪公司 集团资本强劲，业务支持能力高
	中国华能集团有限公司	工业	A2	正面	2025/11/25	A2	稳定	2025/05/27	穆迪公司 公司在核电领域的最新进展进一步巩固了其战略地位
	健合(H&H)国际控股有限公司	科技	BB	稳定	2025/11/27	BB	负面	2024/11/25	标准普尔 H&H国际控股婴儿产品业务板块在未来12至18个月内将实现稳健复苏
	成都经开资产管理有限公司	城投	BBB	稳定	2025/11/28	BBB-	稳定	2025/01/10	中证鹏元国际 地区政府提供支持意愿高
	万科企业股份有限公司	房地产	CCC-	负面观察	2025/11/28	CCC	负面	2025/11/05	标准普尔 公司短期债务集中到期、销售回款持续下滑，叠加融资环境收紧，导致公司流动性缓冲显著削弱

下调	济南历下控股集团有限公司	城投	Ag-	稳定	2025/11/24	BBBg+	稳定	2024/11/28	中诚信亚太	历下区政府支持力度增强
----	--------------	----	-----	----	------------	-------	----	------------	-------	-------------

资料来源：中诚信亚太

©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
邮箱：info@ccxap.com
电话：+852-28200711
传真：+852-28208020