



Lianhe Credit Research
信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2026 MARCH

热点聚焦

务实进取, 风险可控——2026年政府工作报告宏观政策相关内容解读

着力稳定, 防范风险——2026年政府工作报告房地产相关内容解读

控量提质——2026年政府工作报告钢铁行业相关内容解读

资源安全, 绿色转型, 材料升级——2026年政府工作报告有色金属行业相关内容解读

创新驱动, 科技自强——2026年政府工作报告科创产业相关内容解读

特别策划

大国博弈与全球秩序重塑——2026年全球信用风险八大展望

增长目标顺利实现, 结构转型持续深化——2025年宏观经济信用观察年报

经济韧性支撑风险出清, 信用风险展望分化——2025年我国债券市场信用风

险回顾与展望



联合信用



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载

联合资信两项创新案例入选《北京市信用服务行业发展蓝皮书（2025年版）》



2025年2月,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”或“我司”)报送的“人工智能技术在信用评级行业中的创新应用”与“债市违约风险智能监控系统”两项创新案例成功入选《北京市信用服务行业发展蓝皮书(2025年版)》。该蓝皮书由北京信用协会编制,在北京市经济和信息化局、中国人民银行北京市分行指导下出版,权威反映行业趋势与成果,为首都及全国社会信用体系建设提供参考。我司两项创新案例的入选,体现了行业主管单位、协会及市场对我司在信用服务产品与模式创新方面的充分肯定。“人工智能技术在信用评级行业中的创新应用”案例聚焦评级作业中的效率与质量提升,通过智能核查系统和报告自动撰写系统有效减少人为疏漏,自动生成结构化内容,提升分析师撰写效率和评级报告整体质量,以技术赋能质量升级。“债市违约风险智能监控系统”案例依托大

数据与人工智能技术的深度融合,全方位整合宏观、行业、区域、发债主体、市场、舆情等多维数据,完成发行、兑付及跟踪评级的全生命周期管理,实现对全市场债券的实时动态预警与智能管控,为投资者筑牢风险监控屏障。

信用评级行业是社会信用体系建设的核心支柱,扮演着风险揭示者、市场桥梁等多重角色。联合资信作为当前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一,积极践行科技赋能,让信用呈现价值,以专业为使用者尽责,以真诚为委托人服务。未来,我司将加速推进公司智能化转型战略布局,继续加大人工智能与大数据研发投入,深度融合前沿技术和公司业务,为债券市场提供更高效、可靠的信用评级服务,满足多元化投资需求,赋能金融市场高质量发展,助力我国社会信用体系的建设。

联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

联合信用管理有限公司
Lianhe Credit Information Service Co.,Ltd.

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

编委会 Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平	于良	万华伟	王安娜	王丽娟	王妍	王治	王宝卉	王娟	王越	王伟志	王蛟龙	申中一	任贵永
庄园	刘克东	刘洪涛	刘晓佳	刘晓濛	刘颖	刘睿	闫蓉	孙与	孙汝汀	杜洲	李小建	李天娇	李云
李杰	李少龙	李珍	李晶	李福剑	杨世龙	杨爽	时南	张丽	张连娜	张祎	张勇	张莉	张雪
陈诣辉	陈茵	陈剑锋	陈凝	邵天	林青	罗伟成	罗娟	马尚华	周婷	周晓辉	周旭	官雪	郎朗
孟悦	赵晓丽	钟用	袁芳	贾二柳	徐阳	徐博闻	高宇欣	高景楠	高鹏	唐玉丽	黄凯伦	鹿永东	韩夷
谭心远	崔雪松												

编委会主任	Managing Director
王少波	Wang Shaobo
主编	Editor in Chief
陈茵	Chen Yin
本期责任编辑	Executive Editor
张岩	Zhang Yan
美术编辑	Art Editor
谷春立	Gu Chunli

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦9层
Editorial Office Address: 9/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话 (Tel) : (010) 85679696 | 邮箱 (Email) : lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228
网址 (Website) : www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code) : 100022

市场部门联系人 Marketing Department Contact

崔雪松 Cui Xuesong
13820512650 | cuixs@lhratings.com

庄园 Zhuangyuan
18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务 Investor Service Hotline

孙晨 Sun Chen
电话 (Tel) : (010) 85172818-8088 | 邮箱 (Email) : investorservice@lhratings.com
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2026 MARCH

目录



热点聚焦 Hot Topic

务实进取，风险可控——2026年政府工作报告宏观政策相关内容解读 P02

联合资信 张 振 吴 玥

着力稳定，防范风险——2026年政府工作报告房地产相关内容解读 P05

联合资信 罗星驰

控量提质——2026年政府工作报告钢铁行业相关内容解读 P07

联合资信 牛文婧 王 皓

资源安全，绿色转型，材料升级——2026年政府工作报告有色金属行业相关内容解读 P09

联合资信 李 晨 马金星

创新驱动，科技自强——2026年政府工作报告科创产业相关内容解读 P12

联合资信 宁立杰 崔濛骁

特别策划 Feature

大国博弈与全球秩序重塑——2026年全球信用风险八大展望 P15

联合资信 程泽宇 张 敏

增长目标顺利实现，结构转型持续深化——2025年宏观经济信用观察年报 P22

联合资信 张 振 吴 玥 王 妍

经济韧性支撑风险出清，信用风险展望分化——2025年我国债券市场信用风险回顾与展望 P29

联合资信 郝 帅 刘晓光 何苗苗

行业研究 Industry Research

消费提振蓄力业态升级，信用风险迎结构性机遇——2026年中国零售行业信用风险展望 P40

联合资信 徐 琛

总量收缩、结构分化，流动性承压与行业转型重塑并行——建筑施工行业2026年度信用风险展望 P49

联合资信 刘珺轩 赵 兮 李 旭

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P57

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P58

市场动向 P59

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P60

宏观经济及债券市场数据 P62



引言

2026年3月12日和13日,全国政协十四届四次会议和十四届全国人大四次会议(以下简称“两会”)均圆满闭幕。两会期间审议通过了2026年政府工作报告、2025年国民经济和社会发展规划执行情况与2026年国民经济和社会发展规划草案报告、国民经济和社会发展规划第十五个五年规划纲要草案等重要文件。本期聚焦两会,解读2026年政府工作报告对信用市场、房地产行业、钢铁行业、有色金属行业以及新质生产力赋能科创产业的战略部署。

2026年两会政策设定体现了“务实进取”的基调——在增速目标上为结构调整留出空间,物价目标延续推动价格合理回升的政策意图,财政政策保持高强度扩张的同时着力优化结构。国债作为定价基准的地位将进一步强化;地方债的信用分层可能加速,经济大省与财政薄弱地区的利差可能适度扩大;经济安全、主权安全、能源安全将成为关键信用因素。

2026年政府工作报告对房地产的定调,体现了在“稳”字当头下的深层转型。政策不再单纯追求市场数据的短期表现,而是致力于通过供需两端的结构性改革、基础性制度的完善以及新模式的加速构建,为房地产市场的长期健康发展筑牢根基。

2026年作为“十五五”规划开局之年,钢铁行业政策聚焦供给侧严管控与需求侧结构升级,行业发展逻辑从“规模扩张”转向“质效提升”,信用分化趋势进一步加剧。整体来看,行业集中度加速向头部优质产能集聚,绿色低碳转型到位、技术与产品结构适配新需求的企业信用资质保持稳定向好;转型滞后、缺乏核心竞争力的企业信用风险敞口扩大。

2026年两会释放的有色金属行业相关政策,从整体上夯实了行业信用基本面。资源安全保障、绿色低碳转型、高端化与数智化升级、市场秩序规范及宏观政策托底的政策组合,从资源供给、盈利水平、发展质量、市场环境和需求端形成全方位支撑,有效降低了行业整体经营不确定性,提升了行业盈利稳定性与现金流可持续性。

2026年政府工作报告将发展新质生产力作为核心部署,推动科技创新与产业创新深度融合,为科创产业高质量发展指明方向。相关政策将引导资金聚焦核心技术研发与产业链薄弱环节,缓解科创企业研发投入不足、供应链不稳的困境,加速核心技术自主化、产业链本地化配套以及上下游协同发展的进程。随着政策红利的持续释放,科创企业将逐步摆脱技术跟随困境,向产业链高附加值环节迈进,形成自主可控的创新生态。



务实进取，风险可控

——2026年政府工作报告宏观政策相关内容解读

文|联合资信 张 振 吴 玥

2026年两会政策设定体现了“务实进取”的基调——在增速目标上为结构调整留出空间，物价目标延续推动价格合理回升的政策意图，财政政策保持高强度扩张的同时着力优化结构，从信用视角观察，这一系列安排的深层逻辑，是用“国家信用”疏通“地方信用”循环，用“资本补充”激活“信贷扩张”（见表1）。与此同时，美国关税政策的演变与伊朗战争的溢出效应，也影响2026年中国经济的信用环境与行业格局。综合来看：国债作为定价基准的地位将进一步强化；地方债的信用分层可能加速，经济大省与财政薄弱地区的利差可能适度扩大；经济安全、主权安全、能源安全将成为关键信用因素。

一、增长与通胀目标：务实进取

2026年中国经济增长目标设定为“4.5%~5%”，并强调“在实际工作中努力争取更好结果”。这是近四

年来首次将“5%左右”的绝对目标改为区间目标。这一设定释放了清晰信号：为调结构、防风险、促改革留出空间，避免因刚性增长目标而倒逼信用过度扩张。4.5%~5%的区间与中国中长期潜在增速大致匹配，意味着信用扩张的规模与节奏将更加注重可持续性，而非追求短期速度。通胀目标继续锚定“2%左右”，但其政策含义已发生深刻变化。2023—2025年中国CPI同比分别为0.2%、0.2%和0%，物价连续三年处于低位运行区间。报告明确表态“推动价格总水平由负转正、消费价格合理温和回升”。从信用视角看，物价回升意味着名义GDP增速修复，企业营收与现金流改善，进而增强债务偿付能力，这是信用环境改善的宏观基础。

二、财政政策：央地信用重构

2026年财政政策的核心特征是“力度不减、结构

表1 政府工作报告主要预期目标和财政政策

大类	细项	2022年	2023年	2024年	2025年	2026年
主要预期目标	GDP增速	5.5%左右	5.0%左右	5.0%左右	5.0%左右	4.5%~5%
	CPI增速	3%左右	3%左右	3%左右	2%左右	2%左右
财政政策	定调	提升积极的财政政策效能	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策要适度加力、提质增效	实施更加积极的财政政策	继续实施更加积极的财政政策
	赤字率	2.8%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%
	财政赤字	3.37万亿	3.88万亿	4.06万亿	5.66万亿	5.89万亿
	超长期特别国债	——	——	1万亿	1.3万亿	1.3万亿
	特别国债	——	——	——	5000亿	3000亿
	地方政府专项债	3.65万亿	3.8万亿	3.9万亿	4.4万亿	4.4万亿

数据来源：《政府工作报告》，联合资信整理

优化、央地重构、风险可控”。从信用视角看，其深层含义在于重构央地信用格局、推进隐性债务化解。

力度层面：中央加杠杆强化信用背书

赤字率连续第二年维持在4%的高位，赤字规模达5.89万亿元，较2025年增加2300亿元。专项债保持4.4万亿元，与2025年持平，不再连续上涨，且明显向经济大省倾斜。其中单列8000亿元继续用于置换隐性债务。“中央财政赤字增加、地方专项债停止上涨”的组合反映了融资来源从信用资质相对较弱的地方政府，置换为信用资质最强的中央政府。从近期债券市场定价看，中央国债与地方债的利差维持在稳定区间。“央进地稳”下，中央加杠杆将进一步降低整体融资成本，强化“国家信用”对积极财政的背书效应。这种信用锚的强化，在外部不确定性加大的环境下，具有稳定市场预期战略价值。

此外，随着专项债划分突出效率，中央提供更多信用支持，地方落实过紧日子的要求，把省下来的钱都用到发展的关键点、群众的急需处，其对信用市场的积极影响将是多重的。其一，更多的中央信用直接降低了地方政府的利息支出，缓解现金流压力；其二，隐性债务显性化后，市场能够更清晰地评估不同地方政府的真实负债水平，减少信息不对称带来的信用折价；其三，随着隐性债务风险的逐步出清，城投债的定价逻辑正在从“信仰驱动”回归“基本面驱动”，长期看有利于信用市场的健康发展。

特别国债：银行资本补充的信用扩张效应

发行3000亿元特别国债补偿商业银行资本金，此项工具在2025年5000亿元的基础上保持了政策连续性，释放了很强的稳定金融体系，使其重新释放活力的政策信号。从信用角度看，这一安排具有“双重乘数”作用：短期看，夯实资本基础直接增强银行体系抵御风险的能力；长期看，资本补充为信贷扩张打开了空

间——尤其是在降准降息预期下，银行需要有充足的资本来承接新增的信贷需求。

这实质上是财政政策与货币政策的信用联动：财政资金注入银行资本，银行再将杠杆放大传导至实体经济，形成“财政扩张→银行增信→信用派生”的良性循环。对于债券市场而言，这意味着优质信贷资产的供给有望增加，同时也为商业银行发行资本债、永续债等补充资本工具创造了更有利的市场环境。

三、外部环境复杂

美国不确定性威胁不减

近年来，美国等发达国家对华贸易限制措施与技术管制不断加码，特别是2025年美国大搞单边主义，对全球发起贸易战。美国关税收入当月同比增速在2025年11月达到创纪录的358.23%。2026年2月20日，美国联邦最高法院裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》（IEEPA）实施的关税政策超出其法定权限，这不仅导致“对等关税”及“芬太尼关税”等核心举措即时失效，还对特朗普政府的贸易政策行政权造成较大制约。裁决结果公布后，特朗普政府迅速宣布自2月24日起，对来自所有国家和地区的商品加征10%进口关税，随后特朗普又在社交媒体上宣布将此项“全球进口关税”税率提升至15%。整体来看，美国政府随便挥舞关税大棒的能力受到限制。但是，这种单边主义正从关税战延伸至对先进计算芯片、人工智能等关键领域的出口管制与投资审查，旨在遏制中国产业向全球价值链高端攀升。贸易保护主义与技术竞争正向长期化、白热化发展，信用市场将更加青睐对于国家经济安全具有重要作用的资产。企业进行长期投资决策时，也要将美国市场的不可预测性考虑在内。

伊朗战争烈度难测

伊朗战争引发的霍尔木兹海峡危机，已将国际布

油价格推升至85美元/桶附近。不管战争短时间内是否结束,中东长期安全框架的缺失,将系统性提高全球原油价格。能源成本增量将沿着产业链传导,侵蚀企业盈利空间,进而影响债务偿付能力。航空、化工、物流等能源密集型行业信用风险可能上升。相对而言,新能源汽车、节能设备等受益于能源替代的行业,可能在中长期获得结构性信用优势。

货币政策空间也将对信用环境的带来约束。油

价上涨推高通胀预期的同时,也对货币政策形成制约——若输入性通胀导致CPI突破3%的心理关口,全球央行将面临“稳增长”与“防通胀”的两难权衡。当前中国通胀处于低位,为应对油价冲击提供了缓冲空间,但若冲突长期化、油价持续高位运行,这一空间将逐步收窄。在地缘政治冲突常态化与能源成本抬升背景下,信用市场将更加青睐对于维护主权安全、能源安全具有重要作用的资产。///



着力稳定, 防范风险

——2026年政府工作报告房地产相关内容解读

文 | 联合资信 罗星驰

在2025年中央政治局会议定调“房地产市场止跌回稳”后, 2026年政府工作报告(以下简称“报告”)对房地产的定调修改为“着力稳定房地产市场”(见表1)。随着房地产行业销售降幅逐步收窄, 市场正在进入L型筑底阶段, 稳定房地产市场不止体现在资产价格端, 更体现在房地产发展新模式的推进, 涵盖供需结构优化、产品及服务品质提升、保障房与商品房协同发展等各个方面。

因城施策控增量、去库存、优供给

点评: 本次报告将住房供需结构改善总结为“控增量、去库存、优供给”三个重要方面, 通过供需两端的共同发力, 实现房地产价格企稳和市场健康发展。从需求端来看, 去库存仍是重中之重。截至2025年底, 全国广义住宅库存去化周期 约为23个月, 较2024年库存去化周期26个月的高峰期相比, 去库存已取得一定成效, 但

整体库存压力依然较大。这表明市场出清仍在进行中, 需求侧的复苏基础尚不牢固。从供给端来看, 土地市场呈现明显的“缩量提质”趋势。根据中指研究院数据, 2025年全国300城住宅用地成交规划建筑面积6.2亿平方米, 同比下降13.5%, 整体土地供应规模缩减, 但北京、上海、杭州、成都等城市推出较核心地段的低容积率优质项目, 多次刷新地块成交单价和成交总价记录。展望2026年, 房地产市场供需两端分化与调整态势预计将延续, 核心城市将通过优化供地结构满足改善性需求, 而多数城市则需继续以消化存量、控制新增为首要任务。

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

点评: 近两年各地政府积极推进收购存量商品房

表1 近三年政府工作报告房地产相关表述对比

领域	2024年	2025年	2026年
房地产调控政策	优化房地产政策, 对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持, 促进房地产市场平稳健康发展	因城施策调减限制性措施, 充分释放刚性和改善性住房需求潜力; 优化城市空间结构和土地利用方式, 合理控制新增房地产用地供应, 盘活存量用地和商办用房, 推进收购存量商品房, 在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权	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; 深化住房公积金制度改革
防风险	标本兼治化解房地产风险, 牢牢守住不发生系统性风险的底线	发挥房地产融资协调机制作用, 做好保交房工作, 有效防范房企债务违约风险	进一步发挥“保交房”的白名单制度作用, 防范债务违约风险
保障性住房	加大保障性住房建设和供给, 完善商品房相关基础性制度, 满足居民刚性住房需求和多样化改善性住房需求	拓宽保障性住房再贷款使用范围	优化保障性住房供给; 鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等
城市更新	推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造; 推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题, 加强无障碍、适老化设施建设	加力实施城中村和危旧房改造	加快危旧房改造; 高质量推进城市更新, 稳步实施城镇老旧小区、城中村等改造
房地产发展新模式	适应新型城镇化发展趋势和房地产市场供求关系变化, 加快构建房地产发展新模式	有序搭建相关基础性制度, 加快构建房地产发展新模式, 适应人民群众高品质居住需要, 完善标准规范, 推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”	有序推动安全舒适绿色智慧的“好房子”建设, 实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动; 深入推进房地产发展新模式的基础制度和配套政策建设

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

用于保障性住房，但该项举措的推进受地方财政压力的制约，资金来源成为最大瓶颈。在2024年10月国务院出台文件允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房后，2025年专项债券已成为各地政府收购存量商品房的主要资金来源。此外，2025年政府工作报告提出要“拓宽保障性住房再贷款使用范围”，该项政策于2025年7月正式出台，并在全国多个城市加速落地，预计将为2026年各地的存量商品房收购提供进一步金融支持。政策工具箱的逐步完善，将推动存量商品房盘活进入实质性落地阶段，既有助于存量商品房去化，也加速了保障性住房体系的构建。

深化住房公积金制度改革，激活需求，提升制度普惠性

点评：“深化住房公积金制度改革”首次被写入政府工作报告，标志着这项基础性制度的改革已从地方试点探索上升为国家层面的重点工作。自2025年初存量个人公积金贷款利率下调以来，全国多地密集调整住房公积金政策，提升贷款额度，放宽提取条件。2025年底召开的中央经济工作会议明确提出深化住房公积金制度改革，为2026年的改革指明了方向。2026年初连云港、沈阳、厦门、福州等多个城市迅速响应，从缴存基数、贷款条件、提取流程等多方面继续优化住房公积金制度。预计2026年住房公积金制度改革将在各城市加速落地，其方向将不仅是简单的“扩面提额”，更可能涉及优化资金使用效率、探索跨城互认等更深层次的制度创新，以更好地发挥其支持合理住房需求的普惠性作用。

高质量推进城市更新，稳步实施城镇老旧小区、城中村等改造

点评：与2025年政府工作报告“加力实施”的表述相比，2026年报告对城中村和城镇老旧小区改造的表述调整为“稳步实施”，并定调“高质量推进城市更新”。这一措辞的变化反映出政策层面对城市更新节奏与质量的再平衡。当前，城市更新主要采用因城施策式管理，尚未构建起全国统一的标准体系，在政策完善性

方面仍有一定提升空间。今年以来，北京、深圳等城市均在城市更新领域出台了进一步的配套细则，旨在规范流程、明晰标准。此外，近两年来城市更新“房票安置”试点加快推进，有效引导了被安置居民进入商品房市场，对于定向盘活存量商品房、打通更新与去库存的循环起到了积极作用。

有序推动安全舒适绿色智慧的“好房子”建设，实施房屋品质提升工程和物业服务质量提升行动

点评：本次政府工作报告将“物业服务质量提升”与“房屋品质提升工程”共同纳入“好房子”的涵盖范围，显著提升了物业服务的重要性。长期以来，物业服务作为房地产的附属环节，对开发商的利润贡献相对有限，但对居住品质有重要影响。根据克而瑞数据，2025年全国商品住宅一二手成交总量同比基本持平，但二手住宅成交占比持续上升，刚需刚改客群大量流向二手房，一手房以改善客群为主。随着客群结构的变化，降价对于改善性一手房的促销效果相对有限，产品力的重要性更加凸显，这也将促使开发商更加重视房屋品质和物业服务质量的提升。

进一步发挥“保交房”的白名单制度作用，防范债务违约风险

点评：自2024年房地产融资协调机制建立以来，房地产项目“白名单”制度持续优化，逐步演变为保障项目交付、防范风险的长效机制。2026年初，“白名单”项目贷款政策进一步放宽，贷款展期期限上限延长至5年，为房企提供了更充裕的资金周转空间，有助于防范债务违约风险。此外，金融监管总局于2026年监管工作会议中明确推动房地产融资协调机制常态化运行，融资协调机制也将成为房地产发展新模式的重要组成部分。

总体看，2026年政府工作报告对房地产的定调，体现了在“稳”字当头下的深层转型。政策不再单纯追求市场数据的短期表现，而是致力于通过供需两端的结构性改革、基础性制度的完善以及新模式的加速构建，为房地产市场的长期健康发展筑牢根基。///

控量提质——2026年政府工作报告钢铁行业相关内容解读

联合资信 牛文婧 王 皓

一、供给端政策解读

深化供给侧结构性改革，总量规模适度。钢铁行业持续实施粗钢产量调控，严禁违规新增产能。同时，通过推进企业分级分类管理，强化优胜劣汰机制，推动落后低效产能有序退出，引导产能向优势企业集聚，在严控总量的基础上，着力增加高端产能供给。

推动提质升级，优化产品结构。钢铁行业等传统制造业需加快产业链高质量发展，强化产业基础再造和重大技术装备攻关，实施制造业重大技术改造升级和大规模设备更新工程，加快制造业数字化转型。聚焦钢铁等重点产业链需求，支持企业加快产业科技创新，推动创新产品研发和产业化，加快补齐短板弱项，推动产业加速迈向中高端。

聚焦绿色低碳，强化政策约束。根据规划，2026年单位GDP二氧化碳排放拟降低3.8%，“十五五”期间累计下降17%，管控指标从“能耗双控”转向更精准的“碳排放双控”。钢铁行业作为高耗能领域，2026年是其纳入全国碳市场后的首个履约元年，碳排放成本内部化将倒逼企业加快绿色低碳转型。未来，政策将着力推进国家碳达峰第二批试点工作，建立一批零碳园区、零碳工厂，发挥示范引领作用，带动全行业绿色转型。同时，国家将加大低碳冶金技术研发与产业化的支持力度，到2030年，富氢碳循环高炉冶炼、氢基竖炉直接还原铁、碳捕集利用封存等技术取得突破应用，短流程炼钢占比提升至20%以上。

我们认为，钢铁行业供给端将以“控总量、优结

构、提质效”为核心，通过绿色化、智能化、高端化、协同化转型，逐步实现从规模依赖到创新驱动的转变。预计2026年，钢铁行业分化态势将进一步加剧，大型现代化钢铁企业凭借其在技术研发、绿色低碳、产业链协同及资本方面的核心优势，在行业调整期持续巩固地位、增强韧性，而无核心优势的中小型企业利润空间被进一步压缩，叠加转型和绿色改造的成本支出压力，落后产能将被兼并重组或加速退出市场。

二、需求端政策解读

房地产领域：总量下行，底部趋稳。2026年政府工作报告围绕“着力稳定房地产市场”，通过实施“因城施策控增量、去库存、优供给”的组合政策，推动市场筑底企稳，有助于减缓对钢铁需求的拖累，但难以改变房地产用钢长期下行的结构性趋势。

基建领域：刚性需求托底，高端绿色需求增长。两会与“十五五”规划部署的重大基建工程，为钢铁需求提供刚性支撑。传统基建用钢需求边际放缓，但仍是基建用钢的主力，主要拉动螺纹钢、型钢等钢材需求；新型基础设施、高端交通基建对高强度钢板、耐候钢等高端钢材的需求将持续提升。同时，绿色低碳发展导向下，绿色基建、电网升级、光伏与储能项目加快落地，进一步带动绿色用钢需求增长。

制造业领域：稳中有升，成为需求新引擎。2026年政府工作报告强调“因地制宜发展新质生产力”，实施制造业重点产业链高质量发展行动。钢铁作为基础

原材料, 将受益于新能源汽车、高端装备、半导体设备等高端制造领域的需求带动, 叠加2000亿元超长期特别国债支持大规模设备更新, 设备更新投资保持较快增长, 推动工业用钢需求稳步攀升, 在弥补建筑用钢下滑缺口的同时, 成为钢铁行业增长的核心动力。

我们认为, 2026年钢铁需求总量预计将小幅下滑, 但降幅收窄。同时, 需求侧的核心驱动力正从传统的房地产和基建投资, 转向由高端装备制造、绿色能源转型及新质生产力主导的多元增长极, 从而导致建筑长材需求长期缩量而高端板材、特钢及绿色钢材需求逆势攀升。这一结构性变化将使得钢铁企业盈利呈现显著两极分化——具备高附加值产品、低碳冶炼工艺、产业链整合能力的龙头企业在获取高端溢价与稳定订单中强者恒强, 而依赖传统建筑长材、转型迟缓且碳排放高企的企业将面临市场份额萎缩、利润倒挂乃至被出清淘汰的生存危机, 行业集中度将加速向头部优质产能集聚。

三、总结

2026年作为“十五五”规划开局之年, 钢铁行业政策聚焦供给侧严管控与需求侧结构升级, 行业发展逻辑从“规模扩张”转向“质效提升”, 信用分化趋势进一步加剧。从供给端看, 粗钢总量调控、碳排放双控及碳市场履约落地, 倒逼落后产能出清, 产能向优势企业集聚, 具备技术、资金及产业链协同优势的头部企业竞争力持续强化, 信用基本面坚实。从需求端看, 呈现“制造强、建筑弱”的特征, 高端制造、绿色能源等领域带动高端钢材需求增长, 产品结构适配高端需求的企业盈利与经营稳定性较强, 而依赖传统建筑长材、转型迟缓的中小企业面临市场份额萎缩、盈利承压问题, 信用风险抬升。整体来看, 行业集中度加速向头部优质产能集聚, 绿色低碳转型到位、技术与产品结构适配新需求的企业信用资质保持稳定向好; 转型滞后、缺乏核心竞争力的企业信用风险敞口扩大。///



资源安全，绿色转型，材料升级——2026年政府工作报告有色金属行业相关内容解读

联合资信 李晨 马金星

一、政策导向与解读

资源安全保障

2026年政府工作报告中指出“外部环境变化影响加深，地缘政治风险持续上升，世界经济动能疲弱，多边主义、自由贸易受到严重冲击”，关键矿产事关国家安全，在当前国际地缘政治局势下，关键矿产资源的安全保障显得愈发重要。随着全球能源转型加速以及新一轮科技革命和产业变革向纵深推进，关键矿产或战略性矿产资源已成为大国战略博弈的新焦点。因此，2026年政府工作报告中强调“安全保障能力实现新提升，能源资源重点领域安全能力建设明显加强”，2025年计划执行与2026年计划草案报告进一步指出“加力实施找矿突破战略行动，推动国内重点矿山建设，加强稀土等稀有金属产业全链条管理，深化海外矿产资源开发合作”，“大力发展循环经济，加快构建废弃物循环利用体系，提高资源综合利用水平，废钢铁、废有色金属等10种主要再生资源回收量超过4亿吨，大宗固体废物综合利用率超60%，主要资源产出率进一步提高”，并强调“加强战略性矿产资源勘探开发和储备，稳步提升海外矿产资源开发合作和回运水平”；《“十五五”规划纲要（草案）》已明确部署“持续增强稀土、稀有金属、超硬材料等竞争优势，加强重要战略性矿产高质高效综合利用”，“加强战略性矿产资源勘探开发和储备，深入实施新一轮找矿突破战略行动，统筹加强产品、产能和产地储备，推动大宗商品储运基地建设，提升战略性

矿产资源安全风险监测预警和应急保供水平。加强能源资源开发国际合作，维护战略通道安全”。

我们认为，有色金属行业作为国民经济上游核心基础产业，是支撑我国工业体系运转、保障战略性新兴产业发展的关键基石，资源安全已被确立为2026年乃至“十五五”期间行业发展的首要目标之一，更是筑牢国家产业链供应链安全、推动经济高质量发展的重要保障。为全面提升矿产资源保障能力，强化产业链供应链韧性与安全水平，我国将通过“国内勘探增储、境外资源合作、战略储备建设、再生循环利用”四位一体的系统路径，全方位推进有色金属矿产资源开发与高效利用，构建安全、自主、高效的战略性矿产资源保障体系。

向高端新材料攻坚、以数智化赋能升级

为构建以实体经济为支撑、以先进制造业为骨干的现代化产业体系，抓住新一轮科技革命和产业变革历史机遇，《“十五五”规划纲要（草案）》强调“加快新一代信息技术、新能源、新材料、智能网联新能源汽车、机器人、生物医药、高端装备、航空航天等战略性新兴产业发展”，“加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力，加强原始创新和关键核心技术攻关，提高体系化创新能力，强化企业科技创新主体地位”。

在此背景下，“十五五”期间我国有色金属行业将紧密对接下游重点产业链需求，聚焦高端新材料领域攻坚突破，持续巩固稀土、稀有金属等优势材料的核心竞争力，加快构建自主可控、安全高效的新材料产业

体系，为提升国家科技创新整体效能、推动行业高质量发展与产业转型升级提供坚实支撑。

《“十五五”规划纲要（草案）》提出“全方位推进数智技术赋能”，2026年政府工作报告亦明确“坚持创新驱动发展，建设现代化产业体系，持续推进制造业数字化转型和‘人工智能+’行动”。

上述数智化赋能政策落地，对有色金属行业的技术升级形成直接引导，将有助于支持AI在有色金属资源勘探、矿石分选、工艺优化等场景规模化应用，建设有色金属行业大模型，提升行业智能化水平；同时，行业将聚焦超高纯金属、铜合金结构功能一体化材料、高端稀土新材料等，推动关键核心技术突破，提升高端产品供给能力，满足集成电路、航空航天、新能源等战略性新兴产业需求。

市场秩序与行业规范

2026年政府工作报告和《“十五五”规划纲要（草案）》均提到“推进重点行业产能治理，综合整治‘内卷式’竞争”，政策导向通过产能调控、标准引领、质量监管等方式规范市场秩序，约束无序扩产、低价竞争现象，提升行业集中度，保障龙头企业盈利确定性。

近年激烈的“内卷式”竞争不仅削弱了我国冶炼企业在原材料采购中的议价能力，同时严重挤压企业生存空间，如“反内卷”得以实现，将明显提升冶炼企业议价话语权，有助于改善相关企业盈利现状。在规范市场秩序的同时，通过标准引领推动产业升级，可加快研制高端装备轻量化材料、高纯金属、高性能铜合金等新材料标准，制定重点产品碳排放核算标准，开展行业规范公告管理，引导要素资源向优势企业集聚。

绿色低碳转型

《“十五五”规划纲要（草案）》提出“积极稳妥推进和实现碳达峰”的战略部署，构建起“中长期目标引领、年度指标落地”的绿色发展政策框架。2026

年政府工作报告及2025年计划执行与2026年计划草案报告进一步细化落地路径，明确设定“2026年单位GDP二氧化碳排放降低3.8%左右”的约束性目标，同时强调“加快推动全面绿色转型，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，增强绿色发展动能”，并部署“提升矿产资源综合利用水平，全面推进绿色勘查和绿色矿山建设”“继续推进废弃物循环利用体系建设；深化重点领域节能降碳专项行动”等具体任务，形成对有色金属行业绿色转型的全方位政策引导。

我们认为，上述政策将有助于推动氧化铝、电解铝、铜冶炼等行业节能减污与降碳改造，加速淘汰落后产能，加快新型高效节能设备更新，同时规范赤泥、锂渣等大宗固废安全处置及资源化利用。政策导向支持企业打造“绿电铝”“绿铜”等低碳产品品牌，推动绿色电力应用，提升产品附加值和国际竞争力。

宏观政策托底与需求结构优化双重支撑

2026年宏观政策以“稳增长、扩内需、强安全”为核心导向，2026年政府工作报告及2025年计划执行与2026年计划草案报告明确提出实施更加积极有为的宏观调控，设定“国内生产总值（GDP）预期目标增长4.5%—5%”的合理区间，同时强化财政政策发力力度，拟按4%左右安排赤字率，并发行1.3万亿元超长期特别国债，重点支持“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）建设、“两新”（设备更新、以旧换新）工作等，构建起“总量发力、结构精准”的稳增长政策组合。

对于有色金属行业而言，4.5%—5%的GDP增长目标为行业发展提供了确定性的宏观环境，有效对冲外部需求波动与内部结构调整带来的压力，保障行业整体运行在合理区间。从需求端来看，积极的财政政策与“两重”建设的持续推进，将保障交通、水利、特高压、能源基地等重大项目及民生领域支出的连续性，直接托底铜、铝、锌等基础有色金属的传统刚需，强化行

业需求韧性；“两新”工作的深入推行，将进一步释放消费端增量，推动汽车、家电等终端产品更新升级，同时带动新能源、高端制造等领域的材料需求，加速行业向低碳化、高端化转型。整体来看，2026年宏观政策形成了对有色金属行业“稳增长、强结构、绿转型、保安全”的全方位支撑，既保障短期行业需求稳定，又推动长期产业结构优化，助力行业实现高质量发展。

二、 总结

2026年两会释放的有色金属行业相关政策，从整

体上夯实了行业信用基本面。资源安全保障、绿色低碳转型、高端化与数智化升级、市场秩序规范及宏观政策托底的政策组合，从资源供给、盈利水平、发展质量、市场环境和需求端形成全方位支撑，有效降低了行业整体经营不确定性，提升了行业盈利稳定性与现金流可持续性。龙头企业及具备资源储备、高端研发、绿色转型先发优势的企业，信用资质将进一步夯实；同时，政策落地过程中带来的资本开支压力、行业结构性转型的分化效应，也使得中小微企业、高耗能低附加值企业、资源对外依存度较高且缺乏布局能力的企业面临信用风险抬升的挑战。///



创新驱动，科技自强

——2026 年政府工作报告科创产业相关内容解读

联合资信 宁立杰 崔濛骁

一、《2026年政府工作报告》核心内容解读

2026年作为“十五五”规划的开局之年，我国经济社会发展迈入新的历史阶段。《2026年政府工作报告》明确提出“因地制宜发展新质生产力”，并将其作为推动科技创新与产业创新深度融合的核心抓手。下文将从**战略定位、双向赋能、产业升级、政策支持**等维度，解读2026年政府工作报告对新质生产力赋能科创产业的战略部署。

新质生产力成为科创产业发展的核心主线。国务院总理李强在政府工作报告中介绍，国务院编制了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要（草案）》（以下简称“《纲要（草案）》”），提交大会审查。《纲要（草案）》在重大项目工程中提到，“加紧培育壮大新动能，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上，因地制宜发展新质生产力，建设现代化产业体系”。这一定位标志着新质生产力从理念倡导转向全面落地，从局部探索转向系统推进，成为贯穿“十五五”时期经济社会发展的核心主线。对于科创产业而言，新质生产力不是简单的技术叠加或产业扩容，而是从基础研究、技术攻关、成果转化到产业应用、生态构建的全链条变革，是推动科创产业升级的核心动力。

科技创新与产业创新的双向赋能。《2026年政府工作报告》强调“加快高水平科技自立自强”，加强原始创新和关键核心技术攻关，发挥新型举国体制优势，全

链条推进关键核心技术攻关，组织实施好重大科技项目，强化战略前沿领域布局，产出更多原创性成果。建设北京（京津冀）、上海（长三角）、粤港澳大湾区国际科技创新中心，打造世界级科技创新策源地。强化企业创新主体地位，支持科技领军企业牵头组建创新联合体，提高承担国家重大科技项目比例。

优化提升传统产业，培育壮大新兴支柱产业。传统产业是科创产业的重要基础，《2026年政府工作报告》提出“持续推进重点产业提质升级，新部署一批重大技术改造升级项目，安排2000亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新”。重点任务包括：一是推行普惠性“上云用数赋智”服务，推动中小企业数智化转型；二是部署重大技术改造升级项目，提升传统产业智能化、绿色化水平；三是打造国家先进制造业集群，推动传统产业向高端化、集聚化发展。在新兴和未来产业方面，实施产业创新工程，鼓励央企国企带头开放应用场景，打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业。建立未来产业投入增长和风险分担机制，培育发展未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G等未来产业。

打造智能经济新形态。《2026年政府工作报告》提出“深化拓展‘人工智能+’，推动新一代智能终端和智能体加速普及”，并围绕人工智能+、智能开源社区、超大规模智算集群、卫星互联网等领域进行了部署，以促进数字技术与科创产业的深度融合。智能经济新形态的构建可为科创产业提供坚实的数字支撑，推动产业在

研发、生产、管理、服务等全流程实现智能化升级。

多层次的政策保障体系，为科创产业的发展提供支撑。《2026年政府工作报告》从财政、金融、人才等维度，构建了多层次的政策保障体系，为科创产业的发展提供支撑。财政领域，除上文所提及的超长期特别国债外，在税收优惠方面，将延续并优化研发费用加计扣除政策，对科技型中小企业、创新型领军企业实施更大力度的税收减免，以降低企业创新成本；高效运用国家创业投资引导基金，政府投资基金发挥带头作用，充当“耐心资本”，支持初创科技企业发展。金融领域，加强科技创新全链条全生命周期金融服务，对关键核心技术领域的科技型企业，常态化实施上市融资、并购重组“绿色通道”机制。人才领域，推进教育科技人才发展，建立健全一体推进的协调机制，强化规划衔接、政策协同、资源统筹、评价联动，完善人才培养与经济社会发展需要适配机制。

二、构建科创产业多维度支撑发展体系

科创产业当前正处于从“数量扩张”向“质量跃升”的转型期，面临基础研究薄弱、成果转化不畅、产业链配套不足、资本供给错配等痛点。《2026年政府工作报告》将发展新质生产力作为核心部署，推动科技创新与产业创新深度融合，为科创产业高质量发展指明方向。

加强基础研究工作，解决当前基础研究领域整体投入不足的问题。2025年，我国全社会研发投入超过3.92万亿元，强度达到2.8%。基础研究投入接近2800亿元，占比达7.08%，仍低于发达国家12%~23%的水平。根据规划，“十五五”时期将全社会研发经费投入年均增长目标设定为7%以上，通过保持合理增长，能够为加强原创性引领性的关键核心技术攻关、为科技创新引领新质生产力发展注入动力。基础研究具备周期漫长、风险较高、成效显现迟缓的特点。对其实施长期

且稳定的支持举措，能够为科技创新产业持续提供稳定的技术供给，构建可持续的创新生态与技术储备，从而为产业的高质量发展提供支撑。

深入推进产学研协同合作，推动“技术”向“产品”的转化。科创产业存在科技成果转化不顺畅的问题，大部分成果仅停留在实验室样品阶段，与产业需求相脱节，市场化能力欠缺，致使难以从“技术”转化为“产品”。《2026年政府工作报告》多次提到，加快重大科技成果高效转化应用，推动科技创新和产业创新深度融合，以产学研协同、中试平台、金融服务为基础，打通创新链、产业链、资金链、人才链，让创新方向更贴合产业需求、创新成果更适配市场场景，以推动科技和科创产业发展。

增强科技创新产业链的韧性与安全性，加速向高端化、智能化方向演进。目前，我国部分科创产业在关键材料、核心零部件、高端装备、基础软件等领域存在进口依赖情况，企业长期处于技术跟随地位，科创产业链条较为脆弱，自主可控程度较低。对此，《2026年政府工作报告》提出加强基础前沿领域体系化布局 and 关键核心技术攻关，从源头上解决技术短板，提升关键环节本地配套率与自主保障能力。引导产业链供应链合理有序跨境布局，提升产业链供应链韧性、安全性。通过布局未来产业、深化“人工智能+制造”“人工智能+服务”，打造智能工厂、工业智能体，培育智能终端、智能体等新业态，我国科创产业链加速向高端化、智能化方向演进。

加强科技创新全链条全生命周期金融服务。科创企业普遍具有研发投入大、周期长、风险高、轻资产的特点，传统信贷与短期资本难以匹配其成长规律，融资难、融资贵、融资不稳定是制约创新发展的瓶颈。

《2026年政府工作报告》明确提出强化科技金融支撑，畅通科技—产业—金融良性循环，以耐心资本、风险分担、全周期金融系统破解科创融资困境，为科创企业提供稳定金融保障。针对不同时期的科创企业，提供不

同的金融服务,例如对于种子期、初创期的科创企业,通过天使投资、风险投资支持企业技术攻关;对于成长期的科创企业,以知识产权质押、科技信贷、科创债满足产业化资金需求;对于成熟期的科创企业,以多层次资本市场、并购重组助力其做大做强。

三、总结

《2026年政府工作报告》将发展新质生产力作为核心部署,推动科技创新与产业创新深度融合,为科创

产业高质量发展指明方向。相关政策将引导资金聚焦核心技术研发与产业链薄弱环节,缓解科创企业研发投入不足、供应链不稳的困境,加速核心技术自主化、产业链本地化配套以及上下游协同发展的进程。随着政策红利的持续释放,科创企业将逐步摆脱技术跟随困境,向产业链高附加值环节迈进,形成自主可控的创新生态。对于产业内企业而言,这一过程不仅会推动科创企业自身实现高质量发展,还会使其经营韧性和履约能力得到提高,信用水平得以提升。///



大国博弈与全球秩序重塑

——2026年全球信用风险八大展望

联合资信 程泽宇 张 敏

一、全球主要经济体的政策选择正成为重塑全球秩序的关键变量

特朗普第二任期的系统性制度改造与中期选举压力下的战略回调,使得内部矛盾外部化成为2026年美国政治的主线,其政策选择正成为重塑全球秩序的关键变量

2025年特朗普重返白宫后,美国为保障自身“一超”世界地位而愈发强调“美国优先”,把其第一任期时的战术性打破常规演变为一种系统性的制度改造,以重塑美国政治体系的运作方式。进入2026年,特朗普政府首先要面临的考验是中期选举,尤其是在美国内部因移民和海关执法局枪击案、爱泼斯坦案、贫富差距拉大等引发民众不满的背景下,共和党丢失众议院控制权的风险不小。一旦民主党重新获得众议院的控制权,可能会对特朗普在委内瑞拉军事行动、移民执法暴力化等议题启动调查并发起弹劾条款,再者特朗普推动的减税延期、移民驱逐、医疗补助改革等议程或难以通过众议院提案而搁浅。

为防止中期选举失利,特朗普政府政策出现一定调整:一是关税政策实施力度较2025年或有所放缓,受制于最高法院对特朗普引用《国际紧急经济权力法》征收关税合宪性的审查压力,政府需要降低关税政策强度以避免通胀反弹冲击摇摆选民。二是特朗普政府倾向于将内部矛盾转移至外部,通过抓捕委内瑞拉总统、“极限施压”格陵兰岛归属等行为,攫取石油资源、

北极战略支点与稀土资源,激发右翼民族主义基本盘。三是特朗普加速行政干预美联储的独立性,试图以降息刺激股市与房地产市场,制造选举周期内的“财富效应”繁荣,同时缓解庞大政府债务的利息负担。此外,特朗普政府未来会更加聚焦于先进技术、美元地位、经济发展等美国核心利益,大力抑制其他国家的追赶效应,背离多边主义并减少对不必要国际事务的干预。

欧洲各国民粹主义和政治碎片化问题愈演愈烈,欧盟与美国的大国关系或走向有限合作与结构性对抗,预计欧美协调能力下降或削弱其共同塑造国际秩序的能力

欧洲各国民粹主义和政治碎片化问题愈演愈烈,极右翼势力和民粹主义形成卷土重来之势,对欧盟的政治凝聚力造成一定削弱。展望2026年,欧洲政治的核心挑战在于核心国家治理碎片化与民粹极化的共振。法、德、英三国同时陷入“弱政府”困境,面临右翼民粹势力的不断崛起,严重侵蚀了欧洲整体行动能力,经济上难以形成统一财政刺激以提振增长,安全上无力填补美国留下的防务真空同时维持对乌援助。政党碎片化导致政府决策机制受制,对欧洲现有的移民政策以及欧盟经济一体化发展产生一定变数。另外,欧盟与美国的大国关系或走向有限合作与结构性对抗,欧盟加速推进军事、供应链及数据领域的“战略自主”。

日本政局多党碎片化特征显著,高市早苗面临执政基础脆弱、党内派系掣肘、政策议程受阻的叠加压力,为解决当前“悬浮议会”的治理僵局而进行提前大选

高市早苗是“安倍路线”的继承者，2025年11月高市早苗上台以来，主张修宪、扩军、强化对台介入，得到原安倍派以及麻生派等保守势力的支持，带动自民党整体政策向右迁移。高市早苗政府在大国关系上，主张“对美一边倒，对邻国强势”的右翼鹰派路线，令日本政局的右翼民粹色彩显著上升。日本政局多党碎片化特征显著，高市早苗面临执政基础脆弱、党内派系掣肘、政策议程受阻的叠加压力。

为此，高市早苗于2026年1月23日宣布解散日本众议院，并定于2月8日举行提前大选，此举旨在将目前较高的个人支持率转化为执政联盟的重建筹码，以解决当前“悬浮议会”的治理僵局。若高市早苗所在的执政联盟获胜，日本将确立“弱日元、高防卫、强财政刺激”的激进路线；若高市早苗无法带领自民党夺回众议院稳定多数，不仅其扩张性财政政策将遭遇搁浅，更可能触发首相交替机制，日本政局将陷入新一轮更迭。

二、地缘政治冲突仍是2026年全球面临的重大风险

大国博弈成为当前地缘政治风险升级的核心驱动因素，美国将在西半球主导并执行门罗主义，同时继续扩大对全球重要战略资源的控制，导致拉美和北极地区的地缘政治风险进一步走高

当前全球地缘政治风险指数均值徘徊在140附近的次高位区间，形成继“反恐战争”时期后的第二轮结构性高点（见图1）。与第一波由非传统安全威胁驱动的风险不同，本轮升级的核心动力已转向大国系统性战略博弈，表现为经济利益争夺、技术主导权竞争、关键资源控制及国际规则制定权重构的全维度对抗。

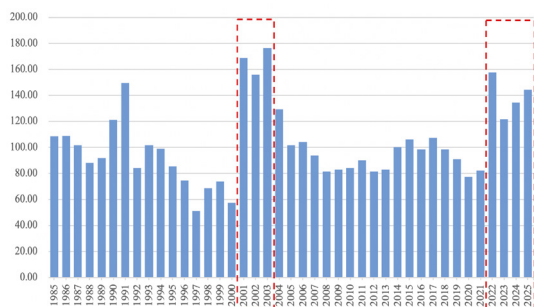
美国白宫于2025年12月发布《美国国家安全战略》，核心是美国将在西半球主导并执行门罗主义，将拉丁美洲与加勒比地区视为美国国家安全的首要区域。但马杜罗自2013年上任以来一直是委内瑞拉激进左翼的代表，长期坚持反美主义、反门罗主义，与特朗普政府的关系持续恶化，因此2026年1月3日，美军对委内瑞拉发动“斩首式”突袭，标志着其地缘战略从“全球干预”向“西半球聚焦”的根本性转移，拉美地区地缘政治风险或进一步升级。

另一方面，美国继续扩大对全球重要战略资源的控制。委内瑞拉是全球石油储备量最大的国家，特朗普政府将委内瑞拉石油视为战略资产并明确表示，军事突袭后美国将在委内瑞拉的石油相关领域保持存在。除此以外，美国对格陵兰岛问题延续“极限施压”策略，其核心在于格陵兰岛既是北极军事枢纽，也是关键矿产资源的战略要地，特朗普政府将格陵兰岛视为美国本土防御和“黄金穹顶”导弹防御系统的关键前哨。此举不仅撕裂了欧美在北极治理上的政策协调，更开启了以强权重塑领土主权的危险先例，北极地区可能逐步沦为大国资源掠夺与军事对抗的新前沿。

在美、俄、欧三方博弈下，2026年俄乌冲突或延续消耗战局面，但从长远看，欧盟和乌克兰可能会适度妥协并接受美国的和平谈判条件

展望2026年，俄乌冲突或延续消耗战局面，存在一定局部停火的可能性，大国博弈依旧是解决俄乌冲突的核心要素。对美国而言，特朗普政府希望兑现结束战争承诺并推进“联俄制华”战略，或将持续施压乌克兰接受“朝鲜半岛模式”，以乌克兰领土主权换取美俄关

图1 1985—2025年全球地缘政治风险指数



数据来源：Wind，联合资信整理

系缓和,美国战略从长期秩序维护者转向选择性介入者。对俄罗斯而言,俄罗斯试图将目前的战场优势转化为永久性政治成果,在和平谈判中占据更多筹码,进一步控制顿巴斯地区同时削弱北约的凝聚力。欧盟与乌克兰方面,欧盟或被迫填补美援缺口以维护欧洲安全框架的完整性,乌克兰则在兵源枯竭、经济衰退及美国断供等压力下背水一战,能在一定程度上迫使俄罗斯继续陷入消耗战。但从长远看,欧盟和乌克兰可能会适度妥协并接受美国的和平谈判条件,乌克兰或陷入政治动荡与“大国瓜分”的被动局面。

巴以冲突的外溢效应已经延伸至伊朗,中东地区深层次矛盾与大国博弈的不确定性同步攀升,中东地缘政治风险或进入不可控的高危区间

进入2026年,中东地缘政治风险或进入不可控的高危区间。一方面,美国对伊朗制裁加码,导致伊朗陷入经济停滞、恶性通胀以及青年失业激增的困境,触发德黑兰商人罢市浪潮,随后迅速演化为纵火与街头骚乱。伊朗政权的内部稳定性较为脆弱,美国派遣亚航母打击群在中东地区展开为期数天的战备演习,旨在通过军事威慑迫使伊朗在有限时间窗口内做出战略抉择,中东地缘政治风险进一步升级。

值得注意的是,南海局势、朝鲜半岛局势等也可能在2026年出现新的变化,不排除部分地区紧张局势出现大幅升级的可能。此外,美国退出多个国际组织或削

弱其国际体系中的责任,基于二战后建立的国际秩序正面临失效风险。

三、全球主要央行的货币政策存在较大差异

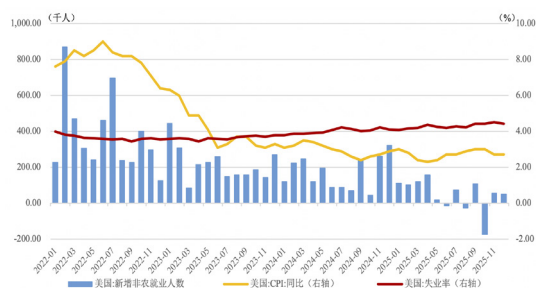
美联储货币政策和政治干预之间的博弈已经进入历史性关键节点,预计2026年美联储货币政策或倾向更加宽松

2025年,美国就业市场呈现一定疲态且经济下行压力走高(见图2),美联储货币政策存在调整的必要性。展望2026年,美联储货币政策和政治干预之间的博弈已经进入历史性关键节点,特朗普政府一直敦促美联储大幅下调基准利率,对美联储的独立性造成较大干扰。特朗普还插手美联储的人员任命,以“美联储总部翻修超支25亿美元”为由指责美联储主席鲍威尔“监管失职”“国会虚假陈述”,要求其“免职追责”。虽然特朗普提名的新任美联储主席凯文·沃什曾主张“降息+缩表”的对立政策,但考虑到沃什与特朗普政府的政策理念更为一致,美联储未来的货币政策或倾向更加宽松,年内有望降息2~3次。

欧洲央行基于经济疲软和通胀反复的压力,货币政策或将继续采取“中间策略”

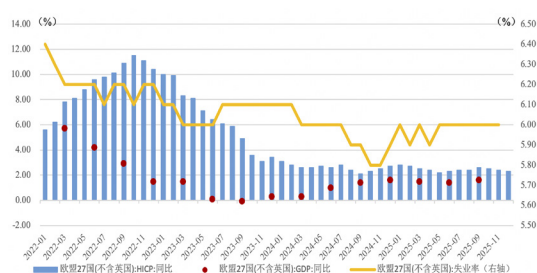
2025年上半年,在能源价格回落的背景下欧盟的通胀压力得到明显缓解(见图3),下半年则在控制通胀

图2 2022年以来美国就业及物价表现



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2022年以来欧盟就业及物价表现



数据来源: Wind, 联合资信整理

与刺激经济增长之间寻求动态平衡。展望2026年,虽然欧盟的通胀压力有所缓解,但考虑到通胀结构中服务业通胀仍处于较高水平,以及工资增长预期走高,存在通胀粘性以及成本推动型二次通胀风险。同时,欧洲央行需要在德国财政刺激政策效果、关税传导路径等关键变量明朗前保持政策弹性。因此,欧洲央行基于经济疲软和通胀反复的压力,或将继续采取“中间策略”,根据经济数据表现保留加息与降息的双向选择权,基准利率或将继续维持在2%左右的水平。

日本央行将继续加息并将目标利率抬升至1%左右的历史新高,但在调整政策节奏上面临巨大挑战

考虑到日本央行CPI预期涨幅不断走高以及春斗工资增速在近两年均超过5% (见图4), 2025年日本央行继续实施紧缩的货币政策。展望2026年,日本央行或将继续稳步加息,政策利率或从0.75%温和升至1.0%左右的历史新高。然而,日本央行在调整政策节奏上面临巨大挑战。一是高市早苗政府的财政扩张计划与日本央行加息形成“宽财政+紧货币”的政策悖论,不仅削弱加息对总需求的抑制效应,还可能通过扩大政府债供给推升期限溢价,迫使央行在抑制通胀与维护财政可持续性间面临艰难权衡。二是日元持续疲软,日元兑美元已经逼近160关口,输入性通胀压力加剧消费者负担并强化通胀预期,倒逼央行加速加息以稳定汇率。三是过快加息可能触发规模高达数万亿美元的套息交易平台

风险,一旦美日利差收窄速度超预期,杠杆资金集中解除日元空头头寸将引发汇率飙升、资产价格震荡与通缩压力重现,重演2024年的流动性危机。

四、全球经济呈现一定韧性但复苏基础仍较为脆弱

全球经济存在“灰犀牛”与“黑天鹅”并进的可能性,人工智能以及宽松的货币政策或抵消了部分经济下行压力,预计2026年全球经济或继续稳定增长

展望2026年,全球经济存在“灰犀牛”与“黑天鹅”并进的可能性,特朗普新关税政策的滞后效应或将逐步显现,叠加供应链重构带来的贸易损失,“灰犀牛”事件逐步拖累全球经济表现。同时,大国博弈和地缘政治升级成为影响全球经济的最大“黑天鹅事件”,加剧了经济增长的不确定性。另一方面,人工智能基础设施的强劲发展与主要经济体央行宽松的货币政策或形成支撑,抵消了部分经济下行压力。预计2026年全球经济或继续保持在3.0%左右,其中发达经济体经济增速或保持在1.6%左右,新兴经济体经济增速或保持在4.0%左右 (见图5)。

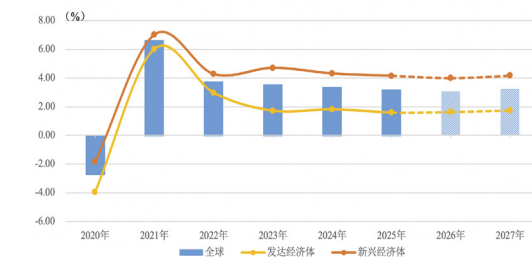
美国经济依旧具有较强韧性,但社会稳定性下降以及就业市场结构性失衡或抵消其部分经济增幅,欧盟和日本经济或继续保持疲软增长

图4 2000年以来日本通胀及春斗工资增速



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2020—2027年全球及各主要经济体实际和预测GDP增速走势



数据来源: IMF, 联合资信整理

展望2026年, 美国经济仍具有一定韧性, 特朗普关税政策实施力度或有所放缓, 高新技术创新和部分高端制造业回流将带动美国经济产业升级和投资增长, 有助于优化美国经济结构并提振经济复苏。同时, 美联储宽松的货币政策与财政“大而美法案”的减税效应共同叠加, 有望带动企业投资与居民消费温和回升。但另一方面, 考虑到大国博弈升级、美国社会稳定性下降以及就业市场结构性失衡, 或对居民消费以及对外贸易造成一定拖累, 抵消其部分经济涨幅, 预计2026年美国经济增长或继续保持在2%左右。

欧盟结构性问题与地缘政治风险将对其造成一定拖累, 预计2026年欧盟经济表现或相对疲软, 2026年欧盟经济增长或继续保持1.4%左右的缓慢增长。2026年日本经济或持续低迷。考虑到高市早苗上台后, 其涉台不当言论可能冲击中日的双边旅游与经贸往来。综合考量, 预计2026年日本实际GDP增速录得0.5%左右的低增长(见图6)。

五、扩张性的财政政策继续占据全球主流

2026年扩张性的财政政策将成为全球更多政府的选择, 发达经济体和新兴经济体的财政赤字率或分别处于5.0%和6.0%左右的相对高位

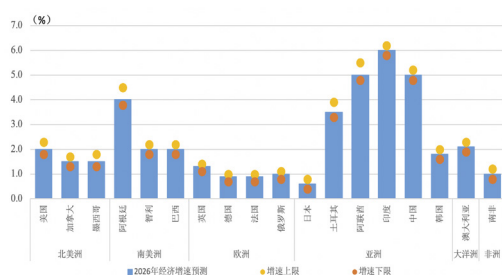
展望2026年, 在经济增长不确定性加大以及地缘

政治风险走高的情况下, 扩张性的财政政策将成为全球多数政府的选择。

从发达经济体来看, 特朗普政府希望通过“大而美法案”来大规模减税释放经济活力和市场需求, 但减税所产生的财富效应或难以在短期内显现, 同时财政刚性支出压力依旧庞大, 美国政府的财政赤字压力或进一步走高, 预计2026年美国财政赤字率或将继续保持在7.5%左右的较高水平。德国将在2026年正式进入“债务刹车”豁免机制的全面实施阶段, 在5,000亿欧元特别基金的基础上继续发展基础设施建设, 同时增加国防预算支出, 预计财政赤字将突破3.0%。法国则陷入政治脆弱性与财政整固的艰难选择之中, 预计2026年政府财政赤字或进一步接近6.0%。日本高市早苗政府上台后将继续将扩张性财政政策视为经济复苏的核心手段, 批准了自新冠疫情以来规模最大的经济刺激方案(21.3万亿日元), 如果高市早苗2月大选继续连任将会进一步采取财政扩张举措, 预计2026年财政赤字将进一步走扩至2.0%。

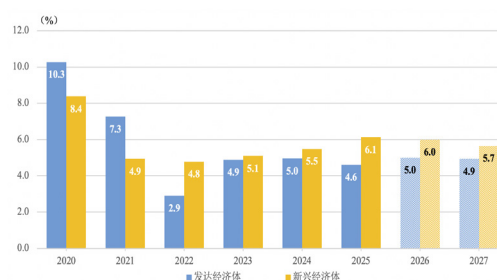
从新兴经济体来看, 中国政府将实施更加积极的财政政策, 加大支出强度, 财政赤字率或提升至4%左右, 为经济发展注入更多动力; 以印度、巴西为代表的部分新兴经济体预计将持续加大基础设施建设等资本支出力度, 财政赤字率或维持6%以上的较高水平。综合来看, 预计2026年扩张性的财政政策将成为全球更多

图6 全球主要国家2026年实际GDP增速预测



数据来源: 联合资信整理

图7 发达经济体及新兴经济体财政赤字率走势



数据来源: IMF, 联合资信整理

政府的选择，发达经济体和新兴经济体的财政赤字率或分别处于5.0%和6.0%的相对高位（见图7）。

扩张的财政政策将推动政府债务水平持续走高，政府债务的可持续性受到挑战

全球政府债务水平仍维持高位，其中发达经济体政府债务水平自2021年以来呈缓慢下降之势，但在2024年底出现小幅反弹，截至2025年末仍高达110%左右；新兴经济体政府债务水平则呈持续上升之势，截至2025年末上涨至72.7%，较2020年末增长约9个百分点（见图8）。

美国“大而美法案”授权将联邦政府债务上限一次性提升5万亿美元至41.1万亿美元，创下美国史上最大单次上调纪录，从而为财政融资提供了更为充裕的政策空间。在此背景下，预计2026年美国政府债务总额或超过40.0万亿美元，相当于GDP的比值或超过128%，政府债务压力创历史新高。欧洲央行有望在2026年继续持续低利率中枢，为欧洲各国政府融资提供便利，再加上“财政纪律”持续面临挑战，以法国为代表的部分欧洲国家政府债务水平有望持续走高。日本扩张性的财政政策会继续加剧日本的债务压力，预计2026年日本政府债务水平或进一步走高至240%，债务压力位居全球第一，叠加日本央行的加息预期，日本政府的利息偿付压力或进一步增大。

六、贸易保护及大国博弈加剧全球供应链重塑

特朗普政府的关税政策会对全球供应链以及“雁阵模式”产业转移造成较大扰动，本土化和区域化成为全球供应链重构的主流，形成“近岸外包”和“友岸外包”集群

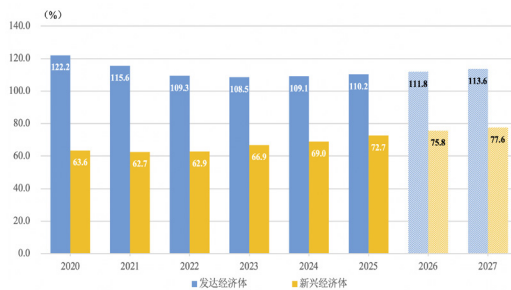
考虑到美国是全球第一大商品贸易进口国，庞大的贸易需求对全球供应链调整具有绝对话语权。展望2026年，虽然关税政策力度或有所减小，但前期关税政策的传导效应对全球供应链以及“雁阵模式”产业转移造成较大扰动。

从短期看，特朗普关税政策会首先冲击高税率商品，跨国公司会根据不同国家的差异化关税重新进行“雁阵排序”，部分企业会将供应链向低税率经济体转移，本土化和区域化成为全球供应链重构的主流，形成“近岸外包”和“友岸外包”的集群。

从长期看，关税政策持续或推动战略性产业和制造业核心环节回归美国本土，在美国“羊群效应”的带领下，各国或加强本国技术及资源保护，全球贸易体系趋向碎片化发展，国际贸易多边机制或被区域协议替代，“逆全球化”风潮成为主流，企业需承担多重合规成本与地缘政治风险，全球供应链布局将被重塑。

预计未来美国将继续把控供应链高端环节，中国或逐步成为全球供应链中不可替代的“中枢节点”，欧盟或成为中高端技术供应链转移的重要承接方

图8 发达经济体及新兴经济体政府债务水平走势



数据来源：IMF，联合资信整理

图9 2025年COMEX黄金期货价格走势



数据来源：Wind，联合资信整理

展望未来,在特朗普政府的关税政策下,美国将继续把控芯片设计、人工智能(AI)算法、军工系统等供应链的高端环节,但对于稀土精炼等基础材料、零部件、组装环节等难以本土化。特朗普关税政策或对中国供应链产生“成本外推—结构转型—路径重塑”的效应。关税成本直接压缩中国中低端供应链产业的利润空间,中小企业或向越南、墨西哥等低税率国家产业转移。欧盟凭借坚实的技术基础与制度优势,或成为中高端技术供应链转移的重要承接方。

七、黄金价格有望维持强势地位,国际原油价格或震荡承压

在美联储降息预期与地缘政治风险加剧的双重驱动下,黄金避险需求有望持续旺盛并推动价格维持上行,但在高基数效应下涨幅或较上年有所放缓

2025年,黄金价格全年暴涨62.5%至4,300美元/盎司,涨幅远超上年且价格屡创历史新高(见图9)。展望2026年,考虑到美联储或将继续采取货币宽松政策、地缘政治风险持续升级、以及全球央行继续购入黄金资产等因素,预计黄金价格将继续维持涨势,在高基数效应下涨幅或较2025年有所放缓。

考虑当前的国际环境不确定性仍存、国际金融机构对美元及美债等传统避险资产的信任度有所动摇,预计2026年各国央行将继续增配黄金资产的比例,以巩固、增强储备资产价值。总体来看,2026年黄金价格大概率将延续上年涨势,但涨幅将有所放缓,预计价格有望突破6,000美元/盎司。

供需宽松格局延续、需求复苏乏力将令油价持续承压,预计2026年国际油价中枢较2025年进一步下移

2025年,国际油价在剧烈震荡中延续下行通道,年末国际原油价格已降至60美元/桶附近,较年初下跌约20%。展望2026年,考虑到原油供应端仍然存在过剩、需求端面临增长承压,供需两端同时发力预计导致国际原油价格进一步下探。在没有极端地缘政治风险

事件爆发的情况下,核心产油国预计将继续对增产保持谨慎,以维护、支撑下行压力较大的原油价格,同时减缓部分对油价波动性敏感度较高的中东国家的财政压力。但仍存在伊朗危机、拉美矛盾扩大化等地缘政治冲突升级以及关税政策反复的风险,仍可能触发国际油价的阶段性的价格震荡。预计2026年国际原油价格将进入震荡下行,但下降幅度将较2025年有所放缓,其中布伦特原油的价格或稳定在57美元/桶附近。

八、科技领域继续高速创新,全球ESG扩张呈现分化

新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇和挑战,并有望迎来更为深刻的变革

展望2026年,考虑到当前AI领域投资依然火热,越来越多的技术有望由概念转化为应用产品,并实现规模化采用。人形机器人技术落地、脑机接口技术转向医疗应用以及量子计算进行实用性尝试等技术应用都有望使科技领域迎来更为深刻的变革。同时,尽管AI领域的高速创新蕴藏着巨大的开发潜力,但全球范围内的大规模AI投资热潮引发了资本市场对科技企业、特别是少数几个头部科技企业的高度关注,资本的急速积累不仅导致AI领域企业存在一定的估值偏离,还可能触发相应投资泡沫破灭。

2026年ESG发展预计将更加制度化、规范化,但不同国家/地区的发展进程呈现显著分化

展望2026年,欧洲在ESG领域将保持强劲竞争力。随着欧盟碳边境调节机制(CBAM)全面实施,其ESG发展已从政策制定转向落地实践。虽短期增加企业合规成本,但长远有助于提升碳管控能力,助力气候目标实现。反观美国,特朗普政府退出《巴黎协定》并大力扶持传统能源,甚至接管委内瑞拉石油产业,预示其ESG进程将持续放缓。相比之下,中国在“双碳”目标引领下稳步推进ESG治理。持续发力的政策将规范气候信息披露,推动经济社会环境协同发展,并进一步强化ESG信息在资本市场中的核心作用。■

增长目标顺利实现，结构转型持续深化

——2025年宏观经济信用观察年报

联合资信 张 振 吴 玥 王 妍

一、宏观经济运行

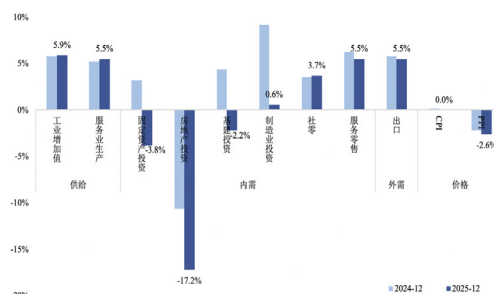
2025年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。

具体而言，全年经济运行主要呈现出以下六点特征：一是从供需关系看，供给强于需求、外需强于内需。2025年生产供给能力保持较强韧性，工业增加值、服务业生产指数增速较上年有所加快（见图1），且高于GDP增速（5.0%），而内需恢复整体偏缓，固定资产投资同比转负、社零表现偏弱，同时外需表现相对强劲，全年出口增速高于投资和社零。二是在量价维度上，数量增长强于价格表现。实际GDP、工业增加值等主要数量指标平稳增长，但价格水平持续低位运行，GDP平减指数累计同比连续11个季度为负，名义GDP低于实际GDP增速。三是在产业结构层面，新旧动能转换步伐不一。高端制造、绿色低碳、数字经济等新增长引擎表现活跃、支撑增强，而传统基建、房地产及其上下游等领域依然承压、修复较慢。四是消费结构方

面，服务消费强于商品消费。以商品消费为代表的社零等指标表现偏弱，以服务消费为代表的服务零售额则保持较快增长，成为2025年经济增长的一个亮点。五是外需结构上，出口向非美市场加速拓展。市场多元化成效显著，对东盟、非洲、欧盟、印度等非美市场出口加速，有效对冲了美国市场的拖累，外需的稳定性和韧性增强。六是从经济与资本市场关系来看，基本面与股市走势出现阶段性分化。全年经济增长呈现前高后低态势，但股票市场在下半年政策预期与资金带动下显著走强，或反映出市场对于经济下行的过度悲观预期得到缓解，对于经济转型成效、特别是新质生产力所代表的新经济竞争力的信心有所增强。

展望未来，尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化也不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业

图1 主要经济指标累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

等贡献率提升,叠加“十五五”规划现代产业体系建设目标,为经济注入了更强的内生韧性,为中长期发展提供了坚实支撑。短期而言,2025年末内需偏弱的惯性或将延续,但中央经济工作会议已明确释放政策靠前发力的信号,预计逆周期调节加码将支撑一季度经济边际改善,实现“十五五”的良好开局。价格方面,在低基数效应与促消费、“反内卷”等政策协同发力的共同作用下,CPI与PPI同比增速有望实现温和回升,全年价格中枢预计将逐步上移。

经济增长:年内走势前高后低,供强需弱格局延续,外需韧性强于内需

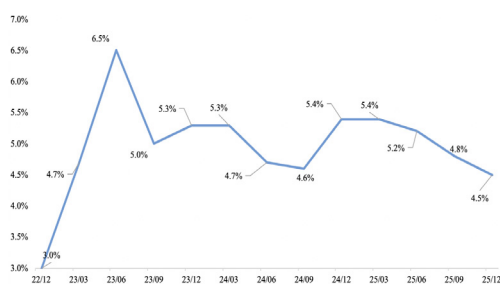
在基数效应和政策节奏错位影响下,经济增速前高后低。经初步核算,2025年国内生产总值(GDP)首次突破140万亿元,达到140.19万亿元,按不变价格计算,同比增长5.0%,完成年初预期增长目标。逐季来看,GDP增速前高后低(见图2),四季度当季同比增长4.5%,较三季度下行0.3个百分点,主要受两方面因素影响:一是上年同期基数较高,对同比增速形成压制;二是政策节奏出现阶段性错位,2024年四季度集中发力,而2025年政策整体前置,政策效应逐渐减弱,而9月以来的增量政策工具的效果尚未充分显现。

固定资产投资同比转负,成为内需的主要拖累。2025年,全国固定资产投资(不含农户)48.52万亿元,

同比下降3.8%。制造业投资增速大幅放缓。2025年制造业投资同比增长0.6%,虽仍是投资端主要支撑,但增长动能明显趋缓。下半年以来,随着大规模设备更新政策边际效应减弱,叠加外部不确定性增大与企业盈利承压,部分企业资本开支意愿趋于谨慎,导致制造业投资增速明显放缓。展望未来,中美贸易局势阶段性缓和、出口或将维持韧性以及企业盈利预期改善等因素,有望共同推动制造业投资回暖。基建投资转为负增长。2025年基建投资(不含电力)同比下降2.2%,年内节奏体现为前高后低,下半年增速放缓主要反映地方化债进程的深化对传统基建的抑制。四季度落地的财政增量资金形成的实物工作量有限,未对基建投资形成明显支撑,或与全年经济增长基本达成、地方聚焦蓄力“开门红”有关。预计随着部分重大项目提前开工、中央预算内投资计划提前下达等政策效应显现,基建投资有望温和回升。房地产开发投资持续探底,销售降幅收窄。2025年房地产开发投资同比下降17.2%,降幅持续扩大。销售端虽持续处于收缩区间,但全年商品房销售金额与销售面积同比降幅较上年有所收窄,且年底销售月度数据出现小幅回升。但资金紧张、预期偏弱等因素持续影响房地产投资向上修复。目前,市场整体仍处于库存去化与信心重建的筑底阶段,短期内房地产投资或将继续承压。

社零增速随政策效应逐步递减而回落,复苏基础尚不牢固。2025年,社会消费品零售总额50.12万亿元,同比增长3.7%。逐月来看,随着“以旧换新”政策边际效益递减,社零当月同比自6月起持续回落至12月的0.9%(见图3)。服务消费表现相对亮眼,随着扩大服务消费政策持续多点发力,服务零售额同比增长5.5%,增速较前三季度加快0.3个百分点,高于同期商品零售额增速(3.8%)1.7个百分点。主要商品方面(见图4),通讯器材、家用电器和音响器材、家具等政策主要支持商品销售额实现较快增长,但较上半年有所回落;建筑及装潢材料、汽车等商品销售额由上半年

图2 GDP当季同比增速(不变价)



数据来源:国家统计局、Wind,联合资信整理

的同比增长转为下降。当前消费修复动能仍然偏弱，仍需要更多针对性政策托底。

进出口贸易规模再创新高，出口格局优化提质。 2025年，中国货物进出口总额6.35万亿美元，同比增长3.2%，创历史新高，继续保持全球货物贸易第一大国地位。其中，出口3.77万亿美元，同比增长5.5%；进口2.58万亿美元，与上年基本持平。2025年以来，在国际环境深刻演变、世界经贸秩序遭遇重大挑战的复杂局面下，中国外贸运行面临较大压力，但仍在完备的产业体系和出口多元化的支撑下彰显出强劲韧性，实现规模与质量双提升，突出表现在三个方面：**一是**新动能持续释放，高技术产品出口同比增长13.2%，拉动出口增长2.4个百分点；**二是**绿色助推全球低碳转型，以新能源汽车、锂电池、光伏产品为代表的“新三样”以及风力发电机组等绿色产品出口分别增长27.1%和48.7%，实现较快增长；**三是**出口市场多元化成效显著，抗风险能力显著增强，东盟连续3年成为我第一大出口市场，且对出口的拉动作用进一步增强，对非洲、欧盟、印度等市场出口显著加速，有效对冲了美国市场对出口的拖累。展望2026年，全球贸易增长动力不足，外部环境不确定因素较多，但我国出口产业体系完备、市场多元化的基础坚实，有望继续保持一定韧性。

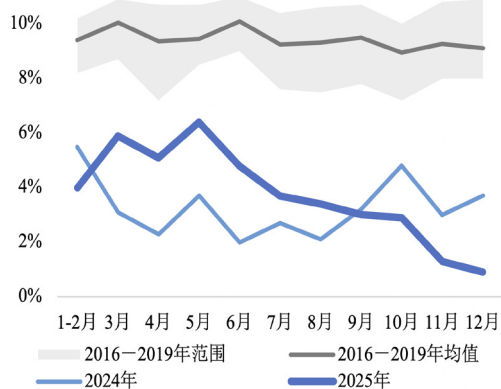
价格：物价低位运行，主要类别资产走势分化

物价水平方面，受制于整体内需疲软，CPI低位运行，但核心CPI已显现稳步回升势头；PPI通缩压力边际缓和，供需调整与外部环境主导产品价格走势分化。

CPI低位运行，核心通胀稳步回升。 2025年，全国居民消费价格（CPI）与上年持平。随着各项扩内需促消费政策加力实施，10月CPI同比由负转正并持续回升，12月当月同比上涨0.8%，涨幅为2023年3月以来最高。分项来看，食品和能源价格降幅较大，是拉低CPI的主要因素。**食品价格处于低位**（-1.5%），其中鲜菜、猪肉价格均由上年的上涨转为下降。**能源价格降幅扩大**（-3.3%），降幅较上半年扩大3.2个百分点，其中受国际原油价格下行影响，国内汽油和柴油价格分别下降7.2%、7.8%。扣除食品和能源价格后的**核心CPI持续回升**（0.7%），涨幅比上年扩大0.2个百分点，自3月起核心CPI月度同比持续回升，9月起连续4个月涨幅保持在1%以上，12月上涨1.2%。展望2026年，在促消费、扩大内需等政策的支撑下，CPI或将温和回升，但回升幅度仍取决于需求实际恢复的情况。

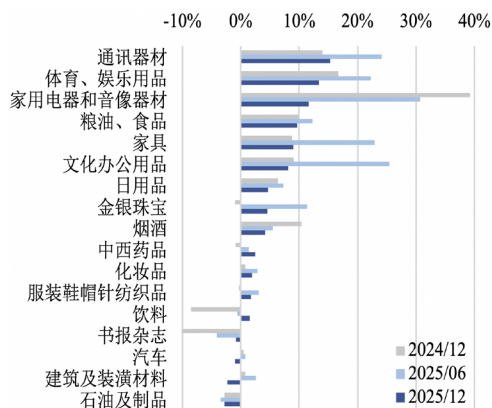
PPI低位回升，通缩压力边际缓和。 2025年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降2.6%。随着“反内卷”政策落地，8月以来PPI环比止降，10月起连

图3 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4 主要商品零售额累计同比增速情况（%）



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

续3个月上涨；同比降幅收窄至12月的1.9%，为2024年9月以来的最小降幅，显示工业通缩压力边际缓解。重点行业产能治理、企业低价无序竞争综合整治等持续显效，部分行业供需结构改善，8月以来煤炭行业价格环比在连降9个月后转为上涨，带动同比降幅较前8个月收窄。预计下阶段，在低基数以及反内卷政策的支撑下，PPI同比降幅可能会继续收窄，但受下游需求总体不足的限制，工业品价格总体或仍将延续弱势格局。

资产价格方面，主要类别资产走势呈现显著分化。A股市场在前三季度强势上涨后进入高位震荡与风格切换阶段；债券市场在多重因素博弈下延续震荡格局；而房地产价格仍处于下行寻底阶段，市场信心的恢复与价格全面企稳仍需时日。

房地产价格仍处于下行寻底通道。2025年，70个大中城市商品住宅销售价格同比降幅收窄后再次扩大，环比降幅呈现扩大态势（见图5）。展望未来，房价短期走势将继续受供需基本面主导。尽管“认房不认贷”等存量政策对市场情绪有托底作用，但其提振效果的持续性有限；而保障性住房建设等“三大工程”的实质性推进规模与节奏，将成为重塑行业中长期发展模式、影响市场预期的关键。整体来看，市场信心的修复与价格的全面企稳仍需经历一个渐进过程。

2025年，A股市场在前三季度强势上涨后进入高位震荡与风格切换阶段。四季度主要指数表现分化，市场自十年高位回落整理。驱动市场调整的核心因素包括：第一，外部宏观扰动加剧，中美关税局势在10月初升温，对市场情绪特别是科技板块造成冲击；第二，内部存在技术性调整需求，前期涨幅巨大的人工智能软件及硬件板块累积了丰厚获利盘；第三，季节性因素导致部分机构资金在年末转向防御。四季度，市场风格出现显著再平衡，贵金属、银行等板块逆势上涨，而半导体、通信设备等前三季度领涨板块则明显回调。经历整固后，市场于12月中下旬结束调整，随着海外流动性改善及政策预期升温，跨年行情启动。展望未来，市

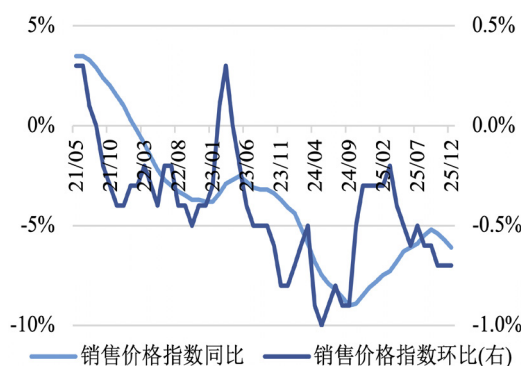
场在消化浮盈和外部扰动后，中长期向好根基未变，但波动中的结构轮动预计将持续。

2025年，债券市场在多重因素博弈下延续震荡格局。十年期国债收益率一季度上升，二季度下降，三季度又一次快速上升，进入四季度之后在1.79%至1.87%的区间内波动上升（见图6）。市场走势呈现明显的“上有顶、下有底”特征。一方面，国内经济尚处弱复苏阶段，对利率大幅上行形成抑制；另一方面，在“反内卷”政策带动价格水平温和回升、央行强调维持社会融资成本低位运行的背景下，收益率的下行空间也受到约束。驱动市场的主要力量发生转换。三季度显著的“股债跷跷板”效应在四季度有所减弱，债市更多受自身逻辑主导。同时，机构行为趋于复杂，银行、保险等配置盘的需求存在不确定性，而公募基金费率改革等政策影响也持续扰动市场情绪。展望未来，债券收益率不具备趋势性上行基础，但波动将成为常态。核心矛盾在于“弱基本面”与“低利率约束”之间的平衡。主要上行风险来自财政政策超预期发力与全球风险偏好变化，而下行动力则取决于经济修复斜率与货币政策能否打开新的宽松空间。

二、宏观信用表现

2025年，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、

图5 70大中城市二手房价格



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

微观主体需求偏弱”的格局。政府债券推动直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。我国宏观杠杆率在政府主动加杠杆、企业稳杠杆与居民持续去杠杆的共同作用下，总体保持合理水平，金融支持实体经济的质效不断提升。工业企业利润恢复增长，月度支撑动能转换，新动能领域支撑作用显著。未来工业企业利润有望继续保持增长，但持续向好基础仍待夯实。

债务与杠杆水平：政府债券推动直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化

债券等贷款以外的新增融资方式占比超过50%，金融供给侧结构性改革成效凸显。2025年，社会融资规模增量为35.6万亿元，同比多增3.34万亿元；截至12月末，社融存量同比增长8.3%，较上年末（8.0%）上行0.3个百分点。2025年，在社融增速保持稳健的环境下，居民贷款同比少增2.3万亿元，政府债券融资同比多增2.5万亿元（见图7），居民贷款减少、政府债券融资增加成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力。从结构上来看，企业债券融资同比多增4826亿元、非金融企业境内股票融资同比多增1863亿元，特别是2025年科创债市场发行达到2.3万亿元，“科技金融”不断深化正在成为越

来越重要的驱动力。长远来看，直接融资为导向的金融供给侧改革将继续主动引领和加速新旧动能的转换。随着“反内卷”和全国统一大市场建设改革任务的推进，金融风险分担机制将进一步理顺，高成长性、产品市场需求旺盛的企业将获得更多的资金青睐。

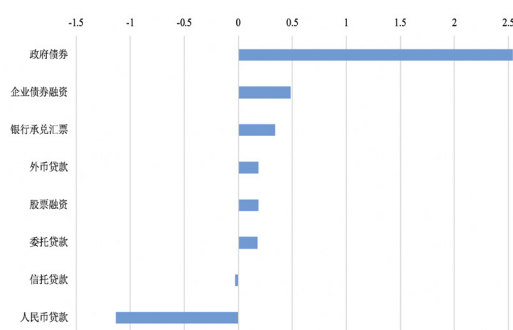
2025年，我国宏观杠杆率在政府主动加杠杆、企业稳杠杆与居民持续去杠杆的共同作用下，总体保持合理水平，金融支持实体经济的质效不断提升。从全年整体情况看，宏观杠杆率有所上升，但符合逆周期调节的政策意图。根据国家金融与发展实验室发布最新数据，2025年末，我国宏观杠杆率为302.4%，债务扩张趋缓与名义经济增速下降共同作用导致宏观杠杆率被动上升11.7个百分点，涨幅超过2024年（10.1个百分点）。其中，政府部门主动加杠杆，2025年杠杆率上升7.6个百分点，全年杠杆率增幅最大，主要反映了财政政策持续发力，地方政府专项债券和超长期特别国债发行规模较大、节奏前置，以支持“两重”项目建设和稳定经济增长。非金融企业部门稳杠杆，2025年杠杆率上升6.2个百分点，在高杠杆率基数下其全年增幅保持略有上升或基本稳定，体现了企业融资需求平稳，债务增长与名义经济增速大体匹配，结构性货币政策工具有效支持了重点领域。居民部门延续主动去

图6 股市与债市价格



数据来源：中证指数、Wind，联合资信整理

图7 全年分项新增规模同比变化（万亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

杠杆, 2025年杠杆率下降2.0个百分点, 杠杆率呈温和下降态势, 主要受房地产市场调整、居民消费与购房行为更趋谨慎、部分家庭选择提前偿还房贷等因素影响, 反映出居民资产负债表的主动调整。综上所述, 2025年我国宏观杠杆率的变动, 是宏观政策主动作为与市场行为调整的综合结果, 整体风险可控。

盈利能力: 工业企业利润实现增长, 持续向好基础仍需巩固

2025年工业企业利润恢复增长, 月度支撑动能转换。

2025年, 全国规模以上工业企业实现利润总额7.40万亿元, 同比增长0.6%, 扭转了此前连续三年的下降态势。从月度走势来看(见图8), 前7个月利润主要受到毛利率和其他损益率的双重拖累, 增长动力不足; 8、9月在低基数效应下利润同比增速明显回升, 其中8月的改善主要源于“反内卷”政策带动的收入和毛利率提振, 但更大支撑来自其他损益项目, 而9月的高增长则更多依赖费用下降, 毛利率贡献再度转负; 10—11月, 毛利率与费用率对利润的贡献均转为负向, 利润增长再度承压; 12月在其他损益的支撑下当月利润实现同比增长。

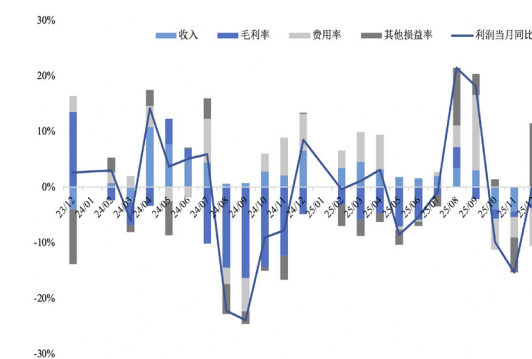
利润增长前景向好, 但复苏基础仍待夯实。展望未来, 工业企业利润有望延续增长态势, 但持续向好的基础仍待进一步巩固, 主要体现于以下几方面: 一是2025年利润的改善更多依托于低基数效应、费用管控与其他损益贡献, 而反映核心竞争力的毛利率修复幅度相对有限, 利润增长的内生动力仍然偏弱。二是内需复苏节奏仍偏缓, “反内卷”政策虽然对价格与收入形成阶段性提振, 但尚未从根本上缓解需求端约束, 后续需关注扩大内需相关政策的落地效果与实施成效。三是企业面临去库存及资金周转等压力, 整体运营效率仍然偏弱, 但针对企业账款拖欠问题, 政策端已出台专项举措发力纾困: 12月召开的中央经济工作会议将“加紧清理拖欠企业账款”列为重点任务; 国务院在2026年1月专项部署, 提出通过安排专项

债券等措施加大清欠力度, 旨在从源头上缓解企业现金流压力。后续相关政策落地有望支撑企业资金周转状况结构性改善, 为利润持续复苏提供支撑。

三、宏观政策环境

2025年, 宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月、7月、9月政治局会议精神, 首次实施更加积极的财政政策, 并时隔14年再次实施适度宽松的货币政策。财政政策加大逆周期调节, 大幅增加专项债规模, 加快超长期特别国债发行, 并安排2万亿元置换债券有序化解地方政府隐性债务。货币政策灵活高效, 年内通过降准降息、创设结构性工具等一揽子措施, 保持流动性充裕, 引导社会综合融资成本持续下行。政策着力扩大内需, 从供需两侧协同发力提振消费, 并推动投资提质增效, 加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时, 重点领域风险化解取得积极进展, 地方政府隐性债务有序置换, “保交房”任务全面完成。此外, 纵深推进全国统一大市场建设, 并综合整治“内卷式”竞争。展望2026年, 根据中央经济工作会议部署, 继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性, 货币政策将把促进经济

图8 工业企业利润贡献拆解



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置,预计将有一批更具针对性的增量政策出台,以强化内需的主导作用。

货币政策:适度宽松强化逆周期与跨周期调节,精准发力支持科技创新

2025年,我国货币政策坚持并有力实施了“适度宽松”的基调,通过强化逆周期与跨周期调节,为经济回升向好和金融市场稳定运行创造了适宜的货币金融环境。在政策操作上,央行于5月份推出了包含“数量、价格、结构”三大类的“一揽子”政策措施,包括降准0.5个百分点、下调政策利率、调降各类再贷款利率及创设新工具等。政策效果显著:金融总量保持合理增长,2025年12月社会融资规模存量、广义货币供应量(M2)分别同比增长8.3%和8.5%。社会综合融资成本持续下降,12月新发放企业贷款加权平均利率和新发放个人住房贷款加权平均利率都大约在3.1%左右,自2018年下半年以来,分别下降了2.5个和2.6个百分点,均处于历史低位。M2与M1的增速“剪刀差”明显收窄,反映出资金活化程度提升与经济活力增强。结构性货币政策精准有力,突出支持科技创新、提振消费等重点方向。通过运用并创设科技创新再贷款、服务消费与养老再贷款等工具,扎实做好金融“五篇大文章”。截至12月末,科技、绿色、普惠、养老和数字经济产业等领域的贷款增速均显著高于全部贷款平均增速。同时,优化支持资本市场的货币政策工具,探索常态化安排以维护市场稳定。展望下阶段,货币政策将延续适度宽松取向,把促进物价合理回升作为重要考量。预计将继续保持流动性充裕,推动社会融资成本稳中有降,并进一步发挥好结构性工具的精准导向作用,强化政策传导,以巩固经济回升向好的基础。

财政政策:收入稳步修复、支出精准有力

2025年,我国实施了更加积极有为的财政政策,



通过保持必要支出强度、优化支出结构、加快债券资金使用,为经济持续回升向好提供了有力支撑。财政收入稳步修复,结构亮点显现。2025年,全国一般公共预算收入21.60万亿元,同比下降1.7%。其中,税收收入同比增长0.8%,非税收入同比下降11.3%。国内增值税、消费税、企业所得税等主体税种保持正增长,个人所得税同比增长11.5%。财政支出保持强度,重点领域保障坚实。2025年,全国一般公共预算支出28.74万亿元,同比增长1.0%。全年来看,财政支出当月同比增速“前高后低”,这主要受2024年下半年财政政策大幅发力、2025年上半年财政政策接续保持高支出强度有关,2026年财政支出增速或更加平稳。支出结构持续优化,社会保障和就业、卫生健康、教育、节能环保等重点领域支出增速均高于总支出增速。特别值得一提的是,全年安排约1000亿元用于发放新中国成立以来首次大范围、普惠式的育儿补贴,已惠及3000多万名婴幼儿,直接体现了“投资于人”的政策导向。展望2026年,财政政策预计将延续积极基调,保持必要的支出力度,并进一步将政策重心向提振消费、保障和改善民生等领域倾斜,为“十五五”良好开局奠定基础。///

经济韧性支撑风险出清, 信用风险展望分化

——2025年我国债券市场信用风险回顾与展望

联合资信 郝 帅 刘晓光 何苗苗

一、2025年我国债券市场违约情况回顾

信用风险暴露处于历史低位, 重点领域信用风险有序释放

2025年, 在全球经贸环境不确定性上升、地缘政治冲突加剧以及国内新旧动能转换深入推进的复杂背景下, 我国实施更加积极有为的财政政策与适度宽松的货币政策协同发力, 经济顶住下行压力、向新向优发展, 展现出强劲韧性与活力, 但房地产市场企稳进程缓慢、总需求不足以及部分行业转型阵痛等因素仍对经济增长形成一定制约。我国经济全年呈“前稳、中缓、后固”走势, 全年GDP同比增长5.0%, 成功跃上140万亿元新台阶。信用环境方面, 2025年央行实施适度宽松货币政策, 运用多元工具保持流动性充裕, 通过降准、引导利率下行降低综合融资成本。重点优化信贷结构, 精准加大对科技创新、服务消费、养老等重点领域的支持力度, 新增科技创新与技术升级专项央行贷款, 依托科创债风险分担工具赋能新质生产力, 同步优化房地产信贷环境。截至2025年末, 我国广义货币同比增长8.5%, 社融存量同比增长8.3%, 金融对实体经济

支持质效提升。财政政策方面, 2025年我国财政政策持续加力提效, 进一步扩大支出规模, 全国一般公共预算支出达29.7万亿元, 财政赤字率提高至4%左右, 为政策实施提供坚实财力支撑。同时新增地方政府专项债务限额4.4万亿元, 发行1.3万亿元超长期特别国债精准投向“两重”项目与消费品以旧换新, 撬动大宗消费和有效投资超7000亿元, 同时深化地方政府债务化解工作。总体看, 2025年中国经济在多重压力下实现“顶压前行、向新向优”, 为“十五五”开局奠定基础, 然而, 总需求不足尤其是居民消费复苏偏弱, 房地产深度调整与风险出清以及地方债务压力等仍是需持续应对的核心挑战。

在此背景下, 债券市场信用风险持续收敛, 信用债违约及展期多发的势头得到遏制。从首次出险主体¹数量和规模来看, 2025年, 我国债券市场新增违约和展期主体共18家, 涉及债券期数和规模分别为45期和329.40亿元, 为2018年同期以来最低水平, 信用风险暴露处于低位。从实质性违约情况来看, 2025年, 我国债券市场新增13家²违约发行人³, 到期违约债券23期,

¹ 包括新增违约主体和新增展期主体。

² 结构化产品发生的本息违约, 其原始权益人不计入新增违约主体, 仅将违约债券计入新增到期违约债券, 其到期违约规模计入总到期违约规模中, 以下统计同。

³ 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时, 即可判定债券和主体发生违约: 债务人未能按照合同约定(包括在既定的宽限期内)及时支付债券本金和/或利息; 债务人不能清偿到期债务, 并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力, 债务人被人民法院裁定受理破产申请的, 或被接管、被停业、关闭; 债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图, 债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股(根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外)等情况; 联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时, 不视作债券/主体违约: 如果债券具有担保, 担保人履行担保协议对债务进行如期偿还, 则债券视为未违约; 合同中未设置宽限期的, 单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况, 只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿, 并能在1~2个工作日得以解决, 不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人, 包括公募债券和私募债券违约发行人。

到期违约金额合计约233.63亿元，新增违约发行人家数和到期违约金额以及债券期数较2024年（17家、34期、336.61亿元）均有所减少。2025年，我国债券市场重复违约⁴发行人5家，涉及到期违约债券10期，到期违约规模合计约41.67亿元，均较2024年（14家、38期和278.25亿元）均有所减少。截至2025年末，我国债券市场累计有309家发行人发生违约，共涉及到期违约债券987期，到期违约金额合计约8057.12亿元。

从展期情况来看，2025年首次展期发行人5家，展期家数较上年（9家）有所减少，展期债券22期，展期规模95.77亿元，较上年同期（12期和41.04亿元）均大幅增加。

违约率保持低位，高等级违约和展期情况略有改善

从违约率来看，根据公开市场披露数据，2025年公募债券市场新增9家违约发行人（含违约前无评级主体8家），发行人主体违约率为0.02%，较2024年有所下降。公募债券市场信用风险有序出清，违约率继续维持低位（见表1）。

具体来看，2025年我国信用债市场高等级违约情况明显改善，多数违约主体的信用评级在违约前已被终止。新增展期主体中，期初级别主要分布在AAA级和AA级，AA级占比约为60%，高等级主体展期情况略有改善。

评级调整由调降趋势转为调升趋势

2025年，我国公募债券市场共有129家发行人主体信用等级或展望发生调整，调整率2.51%，较上年（2.10%）小幅增加。2025年，等级或展望调升率和调降率分别为1.40%和1.11%，由上年的调降趋势转为调升趋势（见表2）。

调升方面，2025年我国公募债券市场主体信用等级或展望上调数量72家，同比有所增加。具体看，调升发行人主要集中于地方国有企业，占比约83.33%，其中城投企业14家，较上年同期（12家）小幅上升，评级上调主要得益于区域经济与财政实力增强、平台在地

表1 2024—2025年我国公募债券市场发行主体年度违约率
(单位：家、%)

主体级别	2024年			2025年		
	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率
AAA	1649	1	0.06%	1691	0	0.00%
AA+	1366	1	0.07%	1187	0	0.00%
AA	1490	0	0.00%	1243	0	0.00%
AA-	364	0	0.00%	306	0	0.00%
A+	167	0	0.00%	155	0	0.00%
A	34	1	2.94%	38	0	0.00%
A-	4	0	0.00%	9	0	0.00%
BBB+	1	0	0.00%	3	0	0.00%
BBB	1	0	0.00%	1	0	0.00%
BBB-	2	0	0.00%	0	0	--
BB+	0	0	--	2	0	0.00%
BB	1	0	0.00%	2	1	50.00%
BB-	0	0	--	0	0	--
B+	0	0	--	0	0	--
B	0	0	--	0	0	--
B-	2	0	0.00%	1	0	0.00%
CCC	0	0	--	2	0	0.00%
CC	2	2	100.00%	0	0	--
C	0	0	--	0	0	--
合计	5083	5	0.10%	4640	1	0.02%

注：1.发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行人主体；违约率计算采用静态池法，即样本家数为年初建立的群组中的发行人数量，不考虑年内债券到期、终止评级等导致信用等级失效的情形；发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；2.若评级机构所评发行人期初存续债券均为私募债，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；3.发行人主体违约率=当年发生违约的发行人家数/发行人样本家数；4.当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人，违约信息以公开市场披露的公告内容为准，下同；5.历史数据有追溯调整资料来源：联合资信整理

⁴ 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

方基建体系中的地位巩固，平台整合以及地方政府通过资源注入、财政补贴等方式加大支持力度。

调降方面，2025年我国公募债券市场主体信用等级或展望调降数量57家，同比有所减少。调降发行人仍主要集中于民营企业，占比91.22%，其中39家为可转债发行人。信用级别下调的民营转债主体主要分布在化工、软件和建筑与工程行业，下调原因主要集中在企业经营持续承压、流动性状况恶化，以及负面舆情因素等方面。信用级别下调的主体中仅3家为城投企业，较上年（9家）大幅下降。

民营企业违约风险持续暴露，可转债违约仍处高位

从违约主体企业性质看，2025年违约主体中9家为民营企业，占比达69.23%，其中3家为可转债发行人。本年度其他违约企业主要为外资企业和公众企业，无国有企业违约。从展期主体企业性质看，民营企业 and 外资企业各有2家，分别占比40%（见图1）。

2025年，在我国宏观经济弱复苏的背景下，消费与投资需求不足，民营中小企业盈利能力承压，叠加债券市场融资分层加剧，市场信心低迷，导致民企再融资困难，信用风险持续承压。具体来看，广汇汽车服务有限责任公司、苏宁电器集团有限公司和杉杉集团有限公司，在汽车、零售和电气设备多个行业周期性下行背景

下主营业务盈利大幅萎缩，叠加激进投资加剧债务压力，融资环境恶化，引发流动性危机。2025年有两家民营资本控股的地方AMC风险暴露，分别是湖北天乾资产管理有限公司和武汉天盈投资集团有限公司，二者均为前期出险“当代系”企业。

2024年以来民营可转债违约发行人持续高位，2025年有3家可转债发行主体违约，其违约根源呈现共性特征：所属行业下行导致业绩持续亏损，叠加公司或控股公司被实施ST融资渠道冻结，最终流动性枯竭触发可转债违约。具体来看，上海华铭智能终端设备股份有限公司于2019年高溢价并购子公司北京聚利科技公司，但随后所属ETC行业政策红利消退，市场竞争加剧，产品价格与毛利率持续承压，子公司业绩持续亏

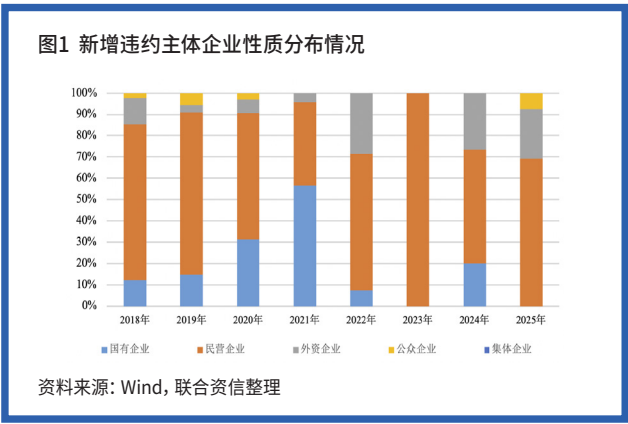


表2 2023—2025年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
样本数量 (家)	5932	6056	5150	5932	6056	5150	5932	6056	5150
调升数量 (家)	86	55	69	7	2	3	93	57	72
调降数量 (家)	37	60	52	26	10	5	63	70	57
调升率 (%)	1.45	0.91	1.34	0.12	0.03	0.06	1.57	0.94	1.40
调降率 (%)	0.62	0.99	1.01	0.44	0.17	0.10	1.06	1.16	1.11
调整率 (%)	2.07	1.90	2.35	0.56	0.20	0.16	2.63	2.10	2.51

注：1. 等级调整样本包含统计期内存续、到期和新发债券的发行人，涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行主体；2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限；3. 发行人具有双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；4. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；5. 调升率或调降率=年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与统计样本数量的比；6. 若发行人被评级机构终止主体信用等级（期末级别失效），则按照终止评级前的最新级别进行等级调整统计
资料来源：联合资信整理

损,并引发履约纠纷。同时,公司2020-2021年因财务造假被监管立案并被实施ST,融资通道冻结。此外,母公司轨交项目回款缓慢、应收账款高企,经营现金流持续恶化,最终无法足额兑付2025年末到期的1.049亿元可转债,构成实质性违约。深圳市中装建设集团股份有限公司作为地产链深度绑定企业,受下游房企暴雷影响,项目回款停滞、应收账款与合同资产高企且减值压力剧增,叠加建筑装饰行业需求放缓,主业持续萎缩。同时,公司2017-2021年通过内部承包项目按自营核算虚增利润超亿元,信息披露违规遭监管重罚并被实施ST,市场信任崩塌致融资渠道全面冻结。此外,公司主要银行账户被冻结、涉诉及被执行案件较多,2024年至2025年持续亏损,经营现金流持续失血,2025年8月“中装转2”可转债违约,最终进入破产重整程序。鄱阳县众汇照明材料股份有限公司所属LED照明行业竞争加剧、产品价格下滑叠加原材料成本上升,使公司营收和利润持续萎缩,应收账款高企且回款困难,经营现金流长期为负。同时,公司资产负债率攀升至114%,货币资金枯竭,短期债务压力巨大。此外,母公司被ST后市场信心崩塌,银行授信收紧、债券融资停滞,公司只能依赖高成本短期资金维持运营,最终因流动性彻底断裂而无法兑付480万元私募可转债本息,形成实质性违约。

保险行业“零违约”纪录被打破,房地产行业风险持续出清

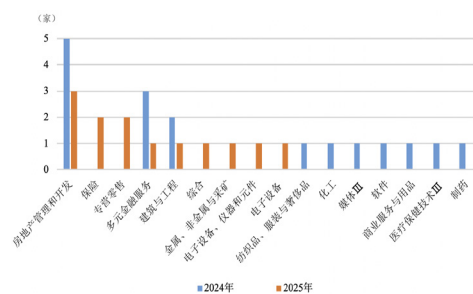
从违约主体行业属性来看,2025年违约主体分散于9个行业,首次出现保险行业企业违约,此外,房地产管理和开发行业仍然最多(3家),占比23.08%,占比较去年(28.57%)继续下降。从展期主体的行业属性看,房地产行业有2家,较上年减少1家,另有2家建筑与工程行业企业违约(见图2)。

中国保险业“零违约”纪录被打破,天安财产保险股份有限公司(以下简称“天安财险”)和天安人寿保险股份有限公司(以下简称“天安人寿”)分别于2025年9

月30日和12月29日公告,无法按期兑付其2015年发行的次级资本补充债券本息,我国债券市场首次出现保险行业实质性违约。其违约是多重内外部因素叠加的结果,一方面,天安财险和天安人寿作为“明天地”核心成员,大股东通过关联交易长期占用资金、违规干预经营,治理结构严重失灵;同时公司理财型业务盲目扩张、资产负债期限错配,叠加高风险资产投资亏损,持续侵蚀资本,形成巨额隐性风险。另一方面,在宏观经济持续处于低利率环境下,资产端收益持续下滑,而负债端高预定利率保单成本刚性,导致利差损不断恶化。此外,“偿二代二期工程”等监管政策趋严,大幅收紧资本认定标准,使原本被掩盖的资本缺口暴露无遗,加之2020年被监管接管后业务停滞、2025年牌照被吊销,公司彻底丧失持续经营能力和现金流来源,最终触发违约。

从房地产行业来看,2025年,国内房地产市场延续深度调整,整体处于筑底阶段,销售、投资及新开工等指标继续下滑,商品住宅广义库存虽在政策推动下有所去化,但仍处高位,尤其三四线城市去化压力突出。中央以“系统性去库存”和“构建发展新模式”为核心导向,通过全面取消限购限贷、降低购房成本、扩大保障房“收储”、推进“三大工程”及设立纾困基金等多维度政策托底,但政策效果结构性分化明显,核心城市阶段性企稳,非核心区域持续承压。行业融资环境边际改善但信用分层加剧,投资者风险偏好下降。在此背景

图2 新增违约主体行业分布情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

下,房地产行业信用风险持续释放,本年度新增3家违约房企,分别是广州富力地产股份有限公司、奥园集团有限公司和正荣地产控股股份有限公司,三家均早在2022年出现境外违约或境内展期等信用风险暴露,整体来看对市场冲击有限。此外,2025年新增2家展期房企分别为万科企业股份有限公司(以下简称万科)和正兴隆房地产(深圳)有限公司,其中万科作为行业龙头企业,其展期备受市场关注。在行业深度调整下,万科销售回款疲软、经营性现金流恶化,叠加偿债高峰集中与再融资渠道收窄,大股东深圳地铁持续输血后支持能力接近上限,短期流动性缺口难以通过自身经营或外部融资弥补,而宏观层面房地产政策托底效果不及预期、市场信心脆弱进一步加剧资金压力,最终迫使万科启动展期以争取现金流缓冲。2025年11月26日万科首次就20亿元中票发起展期流程,12月10日、12月22日两轮核心展期方案因无首付、增信不足遭债权人否决,仅宽限期延长至30个交易日(2026年1月28日)获通过,随后万科在2026年1月推出第三版方案,增加40%本金首付、10万元固定兑付与项目应收账款质押等增信条款,与债权人持续拉锯博弈,1月20日,万科发布公告称,“21万科02”2026年第一次债券持有人会议决议议案四“关于调整‘21万科02’回售部分债券本息兑付安排、增加固定兑付安排、提供增信措施的议案”通过。另有两家建筑与工程行业企业展期,分别为欣捷投资

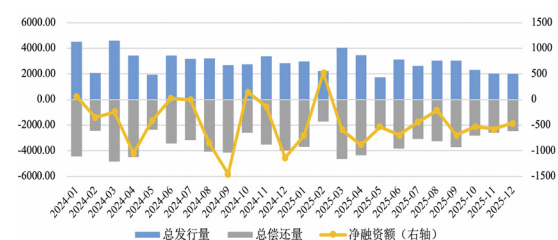
控股集团有限公司和腾越建筑科技集团有限公司,其中腾越建筑科技集团有限公司为碧桂园地产集团有限公司的全资附属公司,其财务状况与碧桂园集团深度绑定。2025年,碧桂园启动境内外债务重组,腾越建筑作为境内9笔债券发行人之一,同步纳入整体纾困框架。

城投净融创历史新低,非标、商票风险事件持续发生

2025年,城投行业延续化债与发展并重的政策思路,在高压监管基调保持不变的同时,通过多工具协同支持与系统改革推动债务风险从被动处置向主动化解转变。具体来看,一是全力化解存量风险。2025年,财政支持力度持续加码,靠前使用化债额度、两个“5000亿”(新型政策性金融工具、债务结存限额)等多政策工具协同发力,为化解存量债务提供多维度支持;二是监管严格控制新增。中央及地方持续健全全链条债务风险管控机制,通过监测体系升级与审核标准收紧严防新增;2025年11月财政部成立债务管理司,整合债务管理链条,进一步推动债务的全过程监管。此外,财政部年内两次公开通报隐性债务问责案例,持续强化“终身问责、倒查责任”的纪律高压。三是推动融资平台退出和市场化转型。年初“99号文”明确重点省份退出标准,加速推动城投企业退平台进程,在平台数量与债务规模压降的基础上,着力引导其开展市场化经营,系统构建可持续发展的新模式。在此背景下,城投债供给持续收紧,净融资缺口进一步扩大。2025年,全国城投债发行规模3.65万亿元,同比下降4.04%,净融资流出规模达6167.24亿元,同比扩大14.24%,除2月外,其余月份均为净流出状态(见图3)。

化债持续推进下各类主体的发行量及净融资额整体进一步压降。具体来看,信用等级方面,城投债发行主体仍以高等级主体为主,各级别平台均呈现净流出状态,中、低等级主体净偿还体量较大。行政层级方面,各层级城投债净融资均为负,其中区县级净流出规模较大。区域方面,全国各省市债券融资整体呈进

图3 城投债发行及净融资情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

一步压降态势，区域之间的城投分化趋势持续。其中共6个地区实现净融资，除广东、上海净融资规模超80亿元外，其余地区城投债融资均表现为净偿还或紧平衡，江苏、安徽和福建净流出规模明显扩大，天津、陕西、贵州的净流出规模边际明显收敛。

2025年，在政策持续发力下城投风险整体趋缓，非标风险事件明显收敛。根据公开资料整理，发生风险事件的城投主体多分布在山东、贵州、河南的区县平台，以AA级及以下的弱资质平台为主。具体来看，**非标违约方面**，根据公开资料显示，2025年，城投企业的非标违约共7只，共涉及5家主体，同比均大幅下降，违约主体均分布于山东、贵州；从行政层级来看，以区县级平台为主；从主体级别来看，仍以AA级及以下平台为主。**商票逾期方面**，根据上海票据交易所披露的票据逾期名单⁵，2025年发生商票逾期的城投企业共39家，与上年持平，其中山东（22家）商票逾期仍然最多，其次是河南和四川，分别有6家和3家；从行政层级来看，仍集中于区县级平台，占比超过八成；从主体级别来看，商票逾期以AA级及以下弱资质平台为主，占比约70.00%。整体来看，随着“一揽子化债政策”和大规模债务置换的推进，短期内城投行业公募债券市场违约的可能性很低，但部分经济欠发达、财政困难地区的低层级、弱资质平台未来经营和资金压力情况仍值得关注。

二、2025年公募债券市场违约回收处置情况回顾

债券市场违约处置制度不断健全

2025年，我国监管部门继续出台相关制度文件及指

导政策，进一步完善违约处置机制体制，具体来看：

一是规范债务重组类债券置换。2025年3月，沪深交易所发布《关于开展债务重组类债券置换业务有关事项的通知》，明确债务重组类债券置换业务的概念、流程和要求。指出发行人应当为债务重组类置换债券聘请受托管理人并签订受托管理协议，置换债券受托管理人原则上应当在标的债券受托管理人范围内选定，发行人开展债务重组类债券置换业务，应当向标的债券全体持有人发出置换要约邀请，并在要约申报起始日前披露置换方案、置换协议等。**二是优化债券购回业务机制。**2025年9月，上、深、北交易所发布《关于进一步优化债券购回业务有关事项的通知》。明确了债券购回业务定义、业务参与人及二级市场购回情形，同时，对标的债券持有人权利受限情形、购回方禁止开展业务的期间、购回方案编制与报送、信息披露、受托管理人职责、购回债券处理、转让安排以及违规处理等方面做出了详细规定。**三是健全多元化纠纷化解机制。**2025年5月，证监会、最高法发布《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》，指出健全证券期货纠纷多元化解机制；鼓励通过调解等非诉讼方式化解证券纠纷，总结以保全促进调解等地方经验，优化诉调对接机制，加大立案后委托证券行业专业调解组织调解力度，完善“示范判决+批量调解”机制；强化债券违约处置中的沟通协调，提高违约债券法治化处置出清效率等。

公募债券处置数量与上年持平，回收率维持低位

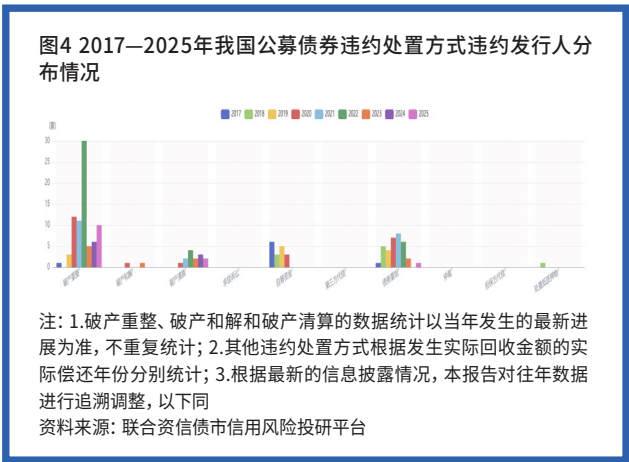
根据公开数据整理，2025年我国公募债券市场发生违约处置⁶的有12家违约发行人，与上年持平。违约

⁵ 2025年1月1日至12月31日，发生3次以上票据逾期，且月末有逾期余额或当月有票据逾期行为发生的承兑人数量。

⁶ 年度违约处置统计口径为：截至2025年末我国公募违约发行人中，统计年份内发生实质违约处置进程的发行人和统计年份内确定违约处置方式但尚未有实质回收进展的发行人。

处置方式⁷涉及破产重整10家、破产清算2家。整体来看，2025年进行违约处置的案例中，破产重整仍然为主要处置方式（见图4）。

根据现阶段可获取的回收规模数据简单估算，截至2025年末，我国公募债券市场整体回收率约为6.90%⁸。受我国违约回收处置进展缓慢、历时较长，回收处置的信息披露不完整等因素影响，回收率的简单统计准确性较低。此外，近年来我国破产重整案例不断增多，重整计划中多将债券与其他债权进行合并处置，因此债券的回收金额无法准确计算，也在一定程度上影响回收率统计的准确性。



从不同处置方式的回收情况看，截至2025年末样本较多的处置方式中，自筹资金方式回收率最高，其次是债务重组，破产清算和破产重整方式回收率较低（见表3）。

从处置进程看，202期违约债券已完成处置⁹，占全部违约债券的比例为29.02%，248期正在处置进程中，246期违约债券尚未有公开处置信息。从回收期限来看，已完成处置的债券中，回收期限为1~3年的债券数量最多，其次为3年以上和6个月~1年。

违约处置主要特征与案例

1. 破产重整违约处置的发行人与上年持平

2025年我国公募债券市场采用破产重整方式进行处置的主体中，10家有实质性进展¹⁰，与上年持平。从处置进程情况来看，在10家重整主体中，有2家发行人被法院裁定破产重整，5家发行人正在执行重整计划，3家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序。此外，有1家发行人拟进行破产重整，已被法院裁定启动预重整程序，但尚未进入破产重整程序，为华夏幸福基业股份有限公司（见图5）。

2. 金科地产构建多维重整方案化解千亿危机，为困境房企债务化解与处置提供借鉴

表3 截至2025年末公募违约债券主要处置方式回收率情况

违约处置方式			回收率 (%)
司法诉讼	破产诉讼	破产重整	1.78
		破产清算	0.06
自主协商	自筹资金		79.12
	债务重组		28.26

注：仅统计涉及发行人样本数量大于5家的处置方式
资料来源：联合资信债市信用风险研判平台

⁷ 债券违约 处置方式内容详见《我国债券违约处置方式和回收情况研究》<http://www.lhratings.com/lock/research/16955fb67de>。

⁸ 回收率为公募债券回收规模与公募债券违约规模的比值，剔除无法获悉回收规模的违约债券，以下同。

⁹ 违约处置完成的认定标准为：破产重整方式处置完成，以法院公告宣布终结破产重整程序为准；其他方式处置完成，以 Wind 或官方渠道公告处置完成为准。

¹⁰ 破产程序有实质性进展指企业在当年出现被法院裁定破产重整、裁定重整计划或裁定重整计划执行完毕的情况。

金科地产集团股份有限公司（简称“金科地产”）成立于1988年，是中国大型综合性房地产开发商之一。受房地产行业周期性下行、融资环境收紧及过往投资激进等因素影响，公司陷入流动性危机。2024年4月金科地产因不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，被法院裁定重整。2025年5月，法院裁定批准重整计划，进入执行阶段。同年12月，金科地产正式公告重整计划执行完毕。

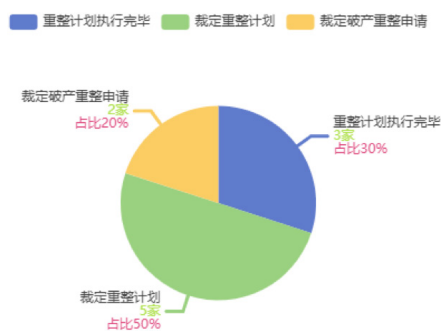
根据重整计划，金科地产通过构建其“府院联动+多元战投+综合偿债”的多维解决方案，有效化解了大型复杂企业集团的重整难题。该方案的核心实施路径体现在三个维度：首先，在运行机制层面，构建权责清晰、多层次协同的“府院联动”机制，由重庆市委、市政府牵头成立专班，与重庆市第五中级人民法院深度协同，在确保“保交楼”社会大局稳定的前提下，严格按法治化程序推进，为方案顺利落地提供了坚实基础。其次，在资本层面，创新性地组成了“战略资本共同体”，联合上海品器联合体、中国长城资产及四川发展证券基金，形成“优质资本+央企AMC+地方国企”的优势互补格局，从资金、资源与管理等多维度为

企业的战略转型赋能。最后，在债务清偿方面，采用多元化、组合式清偿方案，通过“现金清偿、以股抵债与信托受益权分配”相结合的方式，在显著提升普通债权整体清偿率的同时，最大限度地保全企业的核心运营价值，实现了各方利益的平衡。房地产行业企业受限于债权人众多且构成复杂、在建工程或土地处置和估值难度大、“保交楼”对资金和管理要求极高等诸多因素，行业内能够成功完成司法重整的案例极为有限。金科地产重整案以其完整的系统性设计和可操作性，为困境房地产企业实现危机化解与重生提供了可复制的完整路径，对防范化解系统性金融风险具有重要的示范意义。

3. 我国公募债券市场破产清算案例有所增加

2025年我国公募债券市场采用破产清算方式进行处置的主体中，2家有实质性进展¹¹。其中同济堂医药有限公司作为新疆同济堂健康产业股份有限公司（原上市公司）的全资子公司与核心业务运营主体，因母公司爆发长期系统性财务造假事件并退市，随之陷入全面债务与经营危机。最终公司因不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务，于2025年1月被法院裁定破产清算。鸿达兴业集团有限公司（简称“鸿达兴业”）于2023年被法院裁定破产清算，2025年破产财产分配完毕被法院裁定终结公司破产程序。鸿达兴业作为大型化工资源产业集团，受核心主业收缩与战略转型失败影响，自2020年底起爆发严重债务危机。因其不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务，也不具备重整、和解的条件，2023年2月被法院裁定破产清算。2025年12月23日，法院裁定其破产财产分配方案，并于同年12月26日裁定破产程序终结。

图5 2025年破产重整的违约发行人的处置进展情况



资料来源：联合资信债市信用风险研判平台

¹¹ 破产程序有实质性进展指企业在当年出现被法院裁定破产重整、裁定重整计划或裁定重整计划执行完毕的情况。

三、2026年我国债券市场信用风险展望

全市场信用债到期与发行人信用情况

从全市场债务到期规模来看, 2026年我国债券市场主要信用债¹²到期规模¹³约为9.79万亿元, 考虑到将于2026年发行且2026年内到期的短期债券, 按2025年同期估算, 2025主要信用债到期规模可能达到13.85万亿元, 较2025年(13.34万亿元)和2024(13.56万亿元)有所上升。

此外, 2026年将有约2.11万亿元信用债进入回售期, 按60%的实际回售率估算, 2026年回售债券中约有1.26万亿元被行权。合计来看, 2026年主要信用债偿债规模可能在15.11万亿元左右。

由于2026年发行且于2026年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性, 以下分析仅以2026年我国债券市场到期的9.79万亿元主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看, 2月、5月、9月单月的偿债量在1.0万亿元以上, 偿债压力相对较大, 后续可能随超短融的发行发生改变。

债券市场信用风险展望

1. 债券市场信用风险仍将持续暴露, 但整体可控

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是, 全球经济增长可能面临长期低增长风险。随着美国关税政策影响逐渐显现, 2026年全球贸易增长或将放缓, 地缘政治风险抑制投资意愿, 叠加财政空间有限和金融脆弱性, 全球经济增长仍面临下行风险; 二是, 国内经济增长依旧承压。我国经济运行总体平稳, 但仍面临部分行业产能过剩、有效需求不足、社会预期偏弱等问题, 经

济内生修复动能仍需加强; 三是, 房地产行业仍为信用风险高发领域。2025年以来房地产行业调控政策已进入常态化宽松状态, 并通过“控增量、去库存、优供给”方式持续调整市场结构, 但是整体市场修复回稳尚需时日, 集中偿债压力大的民营和弱资质国有房企仍面临较大风险。在此背景下, 债券市场仍面临诸多不确定因素, 债市风险或将持续暴露。

另一方面, 债券市场信用风险整体可控。一是, 经济增长具备坚实基础。2026年是“十五五”开局之年, 尽管面临内外部复杂不利因素挑战, 但中国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。宏观政策将更加积极有为, 国内稳信心、扩投资、促消费、稳市场等一系列政策有望持续发力, 存量配套政策将加快落实, 经济稳定增长具备坚实的基础、有利的条件和强大的支撑。二是, 积极的财政政策提振经济发展。2025年12月, 中央经济工作会议明确继续实施更加积极的财政政策, 保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量; 发挥存量与增量政策集成效应, 加大逆周期和跨周期调节力度, 上述将对我国经济持续发展具有积极的提振作用; 三是适度宽松的货币政策有利于经济环境修复。央行明确2026年将继续实施适度宽松的货币政策, 保持流动性充裕, 畅通货币政策传导机制, 重点提升对扩大内需、科技创新等领域的金融支持质效。货币政策工具响应将更敏捷、前置, 有望为经济修复创造充裕且成本合宜的流动性环境。总体来看, 2026年我国债券市场信用风险仍将持续暴露, 但信用风险整体可控。

2. 城投企业风险整体缓释, 需关注弱区域、弱资质城投企业非标信用风险

化债背景下城投企业偿债风险整体缓释。一是,

¹² 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、资产支持证券、可转债和可交换债。

¹³ 包含到期和本金提前兑付。

债务管控已取得明显成效。2025年城投公司债务增速有所放缓，重点省市城投公司债务规模普遍呈低增长或压降态势，债务期限结构有所改善，流动性压力缓解。二是，城投企业经营性债务有望获得管控化解。2025年12月，中央经济会议中提出，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。上述是首次从最高政策层面提出化解经营性债务风险，为政策接续释放了积极的信号。三是，财政政策持续推动存量债务风险化解。根据财政部规划，2026年将继续发行2万亿元特殊再融资债，用于置换存量高息隐性债务，以“时间换空间”降低利息负担，以及从新增专项债中安排8000亿元专门用于化债。四是，平台化债获得金融机构持续支持。2026年央行工作会议提出继续做好金融支持融资平台债务风险化解工作，稳妥有序推进融资平台退出，多项政策鼓励政策性金融机构和国有银行帮助城投企业应对再融资风险。五是，财税体制改革的有序开展有利于缓解地方财政压力。二十届四中全会明确提出要“坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”，在此基础上，2026年1月，财政部明确表示持续深化财税体制改革，明确中央与地方在财政事权和支出责任，增加地方自主财力，预计2026年财税体制改革将加快推进。

城投企业信用分化加剧，需关注弱区域、弱资质城投企业非标信用风险。一是，城投企业再融资环境依旧偏紧。2026年，中央遏制化债不实和新增隐债的监管思路未变，将延续对地方债务高压监管态势，城投企业偏紧的融资政策或将延续，城投债发行与净融资规模依旧承压。二是，转型加速导致城投企业信用分化加剧。经济发达地区、行政层级更高的城投企业，可通过成功转型实现信用提升和良性发展。财力薄弱、资源匮乏地区的城投企业，转型空间受限，部分边缘平台可能逐步退出或重组。此间高负债率地区或将有部分非标等债务作为力保债券兑付的缓冲垫而被放弃。

整体来看，随着一揽子化债政策的深入实施，

2026年城投转型将进一步加速，转型方向选择差异和资源获取能力成为主导未来企业信用分化的核心因素。新增融资将进一步向经济较发达地区的优质主体倾斜，需关注化债资源欠缺、债务管控水平有限的弱区域、弱资质主体的非标信用风险。

3. 关注房地产产业链相关行业企业的信用风险

房地产行业方面，一是，深度调整带动市场容量继续收缩。2025年以来房地产行业调控政策已进入常态化宽松状态，并通过“控增量、去库存、优供给”方式持续调整市场结构，目前房地产行业深度调整仍在持续。随着出生人口减少、老龄化加速、城镇化率增速下降以及保障房及租赁住房市场的逐步完善，房地产市场容量收缩仍是长期趋势。二是，央国企房企和民营房企信用基本面或将继续分化。2025年，全国新建商品房销售面积及销售额均同比下降，但部分核心城市的高端改善类项目仍可支撑房企销售回款。具备天然融资优势的央国企房企能够较为稳定的维持融资能力，而民营房企融资则依赖担保及资产抵押，需关注其资产质量以及金融机构和增信机构的支持意愿。三是，2026年房企债务到期偿还压力仍较大。2025年房地产行业虽已度过偿债最高峰，部分出险房企在风险化解方面有所突破，为行业信心恢复释放积极信号，但未来1~2年到期债券规模仍较为集中，需关注销售回款及再融资与到期债务的匹配情况。四是，万科作为龙头企业，其展期事件对未来房地产市场走势有一定扰动，但展期方案避免了公开市场违约、稳定了市场情绪，同时在深铁持续输血与保交付推进下，短期流动性压力得到有效缓解，未引发行业性信心崩塌与风险传染。整体来看，目前房地产行业基本面复苏态势尚不明朗，市场销售价格和房企盈利水平仍呈下降态势，未来1~2年内行业整体仍面临较大到期偿付压力，集中偿债压力大、融资渠道狭窄、项目资质差未出险的民营房企和弱资质国有房企信用风险仍值得关注。

建筑行业方面，一是，行业需求继续承压。2026年，地产新开工和施工情况仍将处于低位；基建投资有望在“十五五”开局之年温和回升，预计发力领域仍聚焦于“两重”项目、城市更新、水利环保等领域，传统市政、交通等基建领域受制于地方化债压力增长有限。二是，行业整体仍面临较大短期偿债压力。需求下滑对建筑施工企业增长性与盈利水平带来不利影响，行业杠杆整体预计延续上升态势，现金管理压力仍大，特别是民营企业、地方国有建筑企业面临更为严峻的经营与回款环境。三是，关注民营企业、弱资质国企信用风险。目前建筑企业发债主体主要为中高信用等级央国企，2026年整体信用风险较为可控，但仍需关注个别低信用等级民营发债建筑企业和具有房建业务占比高、布局经济财政实力偏弱区域以及回款差、高杠杆等风险特征的弱资质国企。整体来看，建筑行业呈现“总量承压、结构分化”的格局，头部央企集聚效应强化，中小民企加速分化，需关注下游需求疲弱、回款承压以及流动性指标下降等因素对建筑施工企业偿债能力的影响。

4. 关注经营压力大、资本补充受限的中小金融机构信用风险

本年度天安财险和天安人寿资本补充债违约，打破了保险行业零违约记录，金融行业信用风险从“隐性”走向“显性”，非系统重要性中小金融机构债券需谨慎对待。一是业务增长面临压力。化债背景下，市场需求挖掘围绕存量信贷资源的转出或盘活来展开，叠加零售端个人住房贷款市场需求疲软、消费类贷款审慎展业使得业务增速放缓或收缩，导致中小金融机构业务增长面临压力。二是盈利能力实质性改善难度大。存款利率联动调整机制完善和存款重定价带动负债端成本下降，使得金融机构息差收窄趋势得以缓解，但实际贷款利率下降带动净息差水平处在低位，低息差背景下中小金融机构盈利能力面临挑战。三是资产质量面临下行风险。在房地产市场低迷以及外部贸易

环境不确定性增加等不利因素影响下，部分企业及个人偿债能力有所弱化，中小金融机构信贷资产质量仍面临一定下行压力。四是资本充足率分化或将加剧。中小金融机构外源性资本补充渠道较为有限，资本内生能力普遍不足，资本充足水平的分化程度或将加剧。虽然“村改支”以及农村金融机构合并重组进程的持续推进将会降低中小金融机构经营风险，但需对具体的转型思路、转型进程以及实际成效保持关注。整体来看，中小金融机构普遍规模有限、盈利能力薄弱，易受外部经济波动影响，需持续关注业务增长缓慢、盈利能力不佳、资产质量弱化明显、资本补充受限较大的机构信用风险。

5. 关注低评级、小市值、正股濒临退市的弱资质转债主体

2025年可转债信用风险事件和主体评级下调数量仍处高位，2025年下半年以来股市回暖一定程度上缓解了转债兑付压力，但信用分层依旧存在。一是，转债发行人基本面持续承压。大量可转债发行人集中于中小市值民营企业，分布在电子、化工、机械设备、轻工制造等周期性或竞争激烈行业；在内需修复缓慢、出口承压、成本高企背景下，部分民营企业盈利下滑甚至亏损，偿债能力恶化，尤其是资产负债率高、经营性现金流为负、依赖再融资滚动债务的主体，抗风险能力极弱；二是，低评级转债占比高放大信用风险。2026年退市及待到期的主板转债中，AAA与AA+级高评级转债22只，占比低于30%。低评级转债对应发行主体多为中小规模企业，在宏观经济承压背景下，其经营稳定性与现金流储备较弱，若到期无法通过转股退出，实质性违约风险远高于高评级转债。三是，2026年可转债面临集中到期压力。2026年约有972亿元可转债自然到期（不含强赎），叠加可能被强赎的500亿元，总兑付压力超千亿元；虽然优质主体可通过转股或现金兑付化解，但弱资质发行人缺乏有效退出路径，违约风险仍然较大。■

消费提振蓄力业态升级, 信用风险迎结构性机遇

——2026 年中国零售行业信用风险展望

文 | 联合资信 徐 璨

一、行业基本面

行业运行情况

近年来, 消费支出对拉动GDP增长起到重要作用, 但行业整体景气度尚未完全修复; 居民收入增速放缓、储蓄意愿增强以及在外宏观环境影响下, 对消费能力和消费意愿形成制约, 导致零售市场消费需求不足, 消费信心仍有待提振。

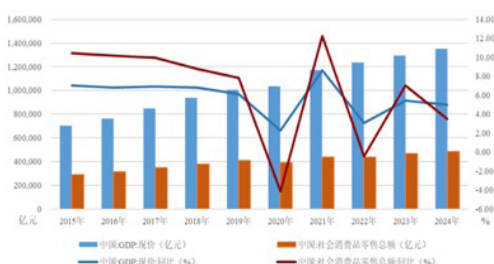
零售业关系国计民生, 是现代商贸流通体系的重要组成部分, 也是引导生产、扩大消费、吸纳就业、保障民生的重要载体, 在繁荣市场、畅通经济循环等方面发挥着重要作用。近年来, 中国零售行业增长与GDP增速变化趋势基本一致, 对拉动国内生产总值起到重要作用, 2024年全国GDP同比增长5.0%, 最终消费支出拉动国内生产总值增长2.2个百分点(见图1)。2024年, 中国社会消费品零售总额同比增长3.5%, 增幅较上年明显放缓, 零售行业景气度仍有恢复空间。2025

年1—9月, 中国社会消费品零售总额365877亿元, 同比增长4.5%, 增速比上年同期及上年全年分别加快1.2个和1.0个百分点。其中, 全国网上零售额108930亿元, 同比增长8.6%, 仍是拉动社会消费品总额增长的重要动力(见图2)。同时, 消费品以旧换新政策持续显效, 限额以上单位家用电器和音像器材类、家具类、通讯器材类、文化办公用品类商品零售额分别增长25.3%、21.3%、20.5%、19.9%, 增幅明显。

PPI / CPI、居民人均可支配收入和支出、消费者信心是影响消费能力的重要因素, 这三个维度间存在双向且层层递进的传导关系, 既存在从生产端到消费端的正向传导, 也有消费端反向影响生产端的反馈传导, 同时消费者信心在其中起到放大或缓冲作用。上述三者形成“物价信号→收入基础→消费行为→信心反馈”的闭环传导。

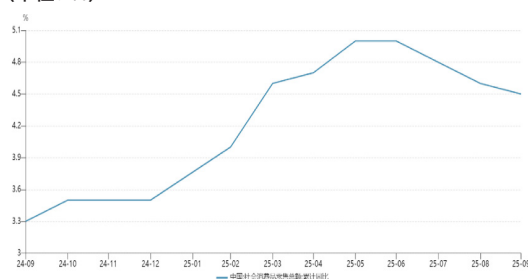
PPI反映生产端成本变动, 主导成本压力的传导, 通过产业链直接(同源品类价格联动)与间接(上下游

图1 近十年中国GDP与社会消费品零售总额变动情况



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图2 2025年前三季度社会消费品零售总额累计同比增速情况 (单位: %)



资料来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

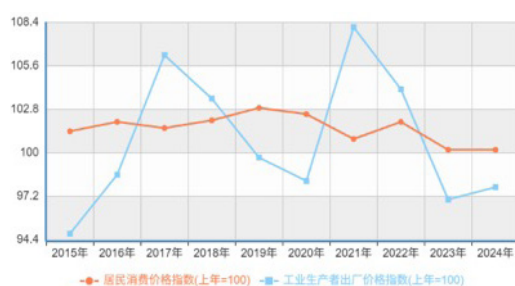
梯次传导) 路径影响 居民消费价格指数 (CPI) ; CPI反映需求信号, 引导零售品类结构调整。当 PPI 与 CPI 温和同步回升时, 企业盈利改善带动就业稳定, 推动居民可支配收入增长, 同时合理物价上涨避免通缩预期, 激励消费意愿; 若出现 PPI 与 CPI 背离 (如 PPI 下行、CPI 低位), 虽短期降低部分消费成本, 但企业端承压会传导至就业与收入, 抑制消费修复。2020—2022年, 供需错位导致PPI与CPI剪刀差大幅波动, 零售行业面临成本与需求的双重挤压。2023年以来, CPI与PPI双双低位运行且持续背离, 倒逼零售行业重构竞争逻辑。2025年前三季度, PPI整体呈降幅收窄态势, 但仍表现为持续通缩, 虽降低了零售企业采购成本, 但需求不足导致企业陷入“以价换量”的竞争, 盈利增长受限, 同时上游工业企业经营压力传导至就业与收入端, 进一步抑制消费修复。同期, CPI同比低位波动后逐步企稳, 其中食品价格是拖累 CPI 的主要因素, 前三季度食品价格整体下行。其中猪肉、鲜菜、蛋类降幅显著, 9月同比分别下降 17.0%、13.7%、11.9%。同时, 前三季度核心 CPI (剔除食品能源) 涨幅连续6个月扩大, 服务价格 (如旅游、住宿) 与部分工业品价格 (家用器具、交通设备) 成为主要拉动项; 食品烟酒价格涨幅温和 (2.5%), 占消费支出比重降至 29.5%, 显示物价结构持续优化。居民消费更趋保守, “刚需优先、降价才买” 成为主流, 折扣零售、下沉市场直采模

式快速崛起 (见图3)。

居民人均可支配收入的实际增长是消费支出的核心基础, 而消费结构优化 (如服务性消费、升级类消费占比提升) 体现需求活力, 进一步强化消费者对经济前景的乐观预期; 反之, 收入预期转弱会促使居民增加预防性储蓄, 压低消费倾向, 导致信心下滑。近年来, 全国居民人均可支配收入和消费支出波动中保持增长趋势, 增速波动明显, 变动方向与社消高度一致。2024年, 全国居民人均可支配收入41314元, 比上年增长5.1%, 增速较上年放缓; 同期全国居民人均消费支出28227元, 比上年增长5.1%, 消费支出增速与可支配收入增速一致, 但受消费降级、投资保守以及储蓄意愿增强的影响下, 支出增速收窄较为明显, 消费意愿下降。2025年前三季度, 居民收入平稳增长, 全国居民人均可支配收入32509元, 扣除价格因素, 实际增长5.2%; 全国居民人均消费支出21575元, 扣除价格因素影响, 实际增长4.7% (见图4)。消费支出增速仍低于可支配收入增速, 居民表现为保守消费态度, 核心在于收入信心偏弱、预防性储蓄上升, 进而抑制消费意愿。

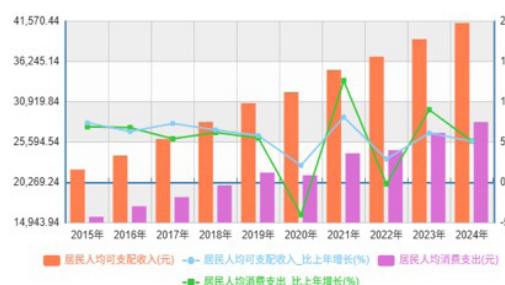
居民信心改善通常会提升可选消费与耐用品消费倾向, 并通过需求回升带动企业盈利与居民收入预期改善, 从而在一定条件下形成“信心—消费—盈利—收入”的正反馈; 反之, 信心偏弱往往强化“延迟消费、刚需优先”和预防性储蓄行为, 抑制终端需求并加大物

图3 近十年全国CPI和PPI指数变动趋势



资料来源: 国家统计局

图4 近十年全国居民人均可支配收入和消费支出情况 (单位: 元、%)



资料来源: 国家统计局

价与收入修复压力。根据消费者信心指数, 2022年初显著走弱后长期处于低位区间, 2025 年以来虽有边际修复但仍在100以下、且月度波动明显。收入变化是影响消费意愿的主要因素, 在经济、地缘政治、国际市场需求等外部宏观环境影响下, 消费者对未来收入增长担忧, 对未来预期出现疲软态势, 对消费意愿和消费能力形成制约。2025年8月以来, 随着提振消费政策持续落地显效, 消费者消费意愿和消费者满意指数提升明显, 消费者信心逐步修复, 但需关注, 根据高盛发布的数据, 2025年第三季度经季调后居民储蓄率从二季度31.3%升至32.4%, 短期内消费需求仍不足, 同期第三季度居民可支配收入同比增长4.5%, 较二季度5.1%的增速回落0.6个百分点(见图5)。总体看, 居民收入增长的基础仍需巩固, 消费信心仍有进一步改善空间。

行业政策与监管环境

2025年以来, 国家以《提振消费专项行动方案》为纲领, 多部门配套出台财政、金融、监管等细化举措, 从增收提力、大宗消费、新型消费、消费环境等多个维度发力, 全面带动零售市场复苏。“十五五”规划提出消费作为经济增长的主引擎, 国家对提振消费行动有望持续加码, 利好政策有望不断推出。未来, 随着增量政策与存量政策叠加发力, 市场活力有望得到提升。

图5 近十年消费者信心指数



资料来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

加大力度支持以旧换新的若干支持措施

2025年1月, 国家发展改革委、财政部出台《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》扩围支持消费品以旧换新, 继续向地方直接安排超长期特别国债资金, 用于支持消费品以旧换新, 加力支持家电产品以旧换新, 实施手机等数码产品购新补贴, 积极支持家装消费品换新, 加快推进电动自行车以旧换新; 同年6月, 中国人民银行、国家发展改革委等6部门《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》, 从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措, 明确了金融支持消费的三个重点领域: 商品消费、服务消费和新型消费。

推出消费环境优化、支持业态升级具体行动

2025年10月, 商务部等5部门印发《城市商业提质行动方案》, 聚焦城市商业转型提质, 构建多层次城市商业体系。主要包括三方面: 一是完善布局, 推进全国示范步行街(商圈)创建, 发展特色商业街区, 并扩围升级一刻钟便民生活圈, 实现试点地区市、县主城区社区全覆盖; 二是推动业态升级, 培育大型商业综合体, 改造传统百货店, 发展仓储会员店、奥特莱斯等专业业态, 同时促进线上线下融合, 推广即时配送、无人配送等模式; 三是丰富供给, 鼓励国货潮品与老字号联动, 扩大进口消费和外贸优品消费, 深化商旅文体健融合, 开发地域特色产品及服务。

多维度提振消费, 优化免税零售行业发展环境

2025年10月, 财政部、商务部等5部门联合发布《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》, 11月1日起正式施行, 从多维度优化免税零售行业发展环境。其一, 支持国产品入驻免税店, 国产品进店销售视同出口可办理退税, 且免税店用于销售国产品的经营面积原则上不少于四分之一; 其二, 扩大经营品类, 新增手机、运动用品、保健食品等商品, 加快境外热销商品上架进

度；其三，下放审批权限，由省级相关部门审批口岸出境免税店设立等事项，支持地方优化免税店布局；其四，优化购物体验，支持免税店提供网上预订服务，允许旅客在市内免税店预订后于口岸进境免税店提货。

此外，二十届四中全会围绕消费作出了诸多关键部署，包括确立消费优先的核心定位、拓展消费增量空间、以民生保障释放消费潜力、破除壁垒畅通消费循环以及强化消费相关配套行动等，通过多维度举措大力提振消费、激活国内市场，推动消费与供给、投资良性互动。根据《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称《“十五五”规划建议》），将消费零售置于购建新大战格局的核心枢纽地位，核心思路从“十四五”的“供给引领创造需求”升级为“以新需求引领新供给、以新供给创造新需求”，通过惠民生与促消费结合、投资于物与投资于人并重，强化消费对经济增长的主引擎作用，最终形成“消费—零售—生产”的正向循环。预计“十五五”期间实现三大目

标：一是社会消费品零售总额保持稳健增长，消费对经济增长贡献率稳定在50%以上；二是零售业态数字化、绿色化、品质化转型成效显著，新型消费占比持续提升；三是形成国内国际双循环相互促进的零售发展格局，零售业成为构建新发展格局的核心支撑（见表1）。

细分业态竞争格局

2025年，中国零售行业在经济复苏的大背景下，呈现出“线上稳增、线下分化”的总体格局，线上零售、连锁超市、购物中心三大核心业态在发展中面临不同的机遇与挑战，行业整体正在向精准化、差异化、数字化方向转型。线上零售凭借即时化、内容化的优势持续领跑行业，传统电商平台与新兴短视频平台形成差异化竞争格局，技术创新成为核心驱动力；连锁超市行业在消费分流和成本压力下艰难转型，社区化和线上融合成为破局关键，头部企业和区域型企业表现突出；购物中心依托体验业态升级实现客流复苏，但不同项目

表1 2024年以来零售行业政策情况

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2024年3月	商务部等9部门	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	推动大规模设备更新和消费品以旧换新，包括开展汽车以旧换新，开展家电产品以旧换新，推动家装消费品换新等
2024年7月	国家发展改革委	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新
2024年12月	商务部等7部门	《零售业创新提升工程实施方案》	通过每年确定一批零售业创新提升试点城市，完成一批存量零售商业设施改造，推广一批经验成熟的典型案例，到2029年，初步形成供给丰富、布局均衡、渠道多元、服务优质、智慧便捷、绿色低碳的现代零售体系。
2024年12月	商务部、国家发展改革委等9部门	《关于完善现代商贸流通体系推动批发零售业高质量发展的行动计划》	到2027年，基本建成联通内外、贯通城乡、对接产销、高效顺畅的现代商贸流通体系；批发零售业加快转型，培育100家骨干农产品批发市场，品牌连锁、即时零售、直播电商等新业态快速发展，流通组织能力持续增强
2025年1月	国家发展改革委、财政部	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	扩围支持消费品以旧换新，继续向地方直接安排超长期特别国债资金，用于支持消费品以旧换新，加力支持家电产品以旧换新，实施手机等数码产品购新补贴，积极支持家装消费品换新，加快推进电动自行车以旧换新
2025年6月	中国人民银行、国家发展改革委等6部门	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。明确了金融支持消费的三个重点领域：商品消费、服务消费和新型消费
2025年10月	商务部等5部门	《城市商业提质行动方案》	聚焦城市商业转型提质，构建多层次城市商业体系
2025年10月	财政部、商务部等5部门	《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》	2025年11月1日起正式施行，从多维度优化免税零售行业发展环境

数据来源：公开资料，联合资信整理

之间的分化持续加剧,空置率和成本压力仍是主要挑战。2025年前三季度,限额以上零售业单位中各业态均表现为正增长,百货店和品牌专业店增速止跌企稳,其他业态增速均有所提升,当期便利店、超市、百货店、专业店、品牌专卖店零售额同比分别增长6.4%、4.4%、0.9%、4.8%、1.5%。

百货业态(含购物中心)

百货业态体验升级提速,客流回升但分化持续加剧。2025年前三季度,受线上零售分流及仓储会员店、折扣店等新兴业态冲击,线下百货及购物中心客流持续走低,叠加居民保守消费态度,传统百货门店到店频次与客单量双双收缩,中国百货商业协会数据显示,2025年Q3大型百货零售企业营业收入指数同比下降7.8%,侧面反映出客流对营收的拖累效应显著根据百货商业协会统计数据,2025年前三季度大型百货零售企业营业收入指数同比下降7.8%。

2025年,消费者对情绪价值、社交需求的追求持续升温,推动购物中心加速体验业态升级,但不同城市层级、不同运营水平的项目分化进一步加剧。第三方数据机构监测显示,上半年1—5线城市购物中心客流同比增长8.7%,其中头部购物中心的客流恢复至2019年同期95%以上的水平,而部分区域型、运营能力较弱的项目客流恢复率仅约80%。随着消费需求的升级,购物中心已不再是单纯的购物场所,而是成为消费者社交、娱乐、休闲的重要载体,对体验感和场景感的要求持续提升。

业态调整是购物中心实现复苏的核心举措,餐饮、亲子、娱乐等体验类业态的占比持续提升,部分头部项目的体验业态占比已超过35%。为了提升差异化竞争力,越来越多的购物中心开始引入“零售+策展”“零售+文旅”的创新模式,通过举办艺术展览、主题市集、文化活动等方式,增强消费者的参与感和粘性,提升复购率。例如,北京朝阳大悦城上半年举办了3场大型艺术展,吸引客流超100万人次,带动商场整体销售额增长15%;上海国金中心则聚焦高端亲子业态,引入多个国

际知名亲子品牌,打造一站式亲子消费场景,周末客流同比增长20%。

会员体系的完善和运营成为购物中心提升用户粘性的关键,山姆会员店、麦德龙等会员制商超在购物中心内的入驻,进一步带动了项目的客流和销售额增长。山姆会员店上半年在购物中心的渗透率提升5.2个百分点,通过提供独家商品、优质服务和舒适的购物环境,会员数量持续增长;麦德龙则加速商品本土化进程,针对中国消费者的口味和需求调整商品结构,有效破解了同质化竞争的难题。不过,开市客(Costco)由于门店主要集中在长三角地区,区域布局相对集中,且本土化调整速度较慢,上半年增长相对受限,市场份额提升不明显。

线上线下融合的深度化也为购物中心带来了新的增长机遇,京东Mall、苏宁易购广场等项目打造沉浸式品质生活场景,将线上的数字化体验与线下的实体展示相结合,消费者可以通过AR技术体验家电产品的使用效果,通过线上平台预约线下服务,实现“线上引流、线下消费”的闭环。

尽管整体呈现复苏态势,但购物中心市场仍面临许多挑战。空置压力方面,部分二三线城市由于前期供给过剩、运营能力不足,购物中心空置率超过15%,传统零售业态招商困难,品牌更替率提升至25%,部分项目甚至出现“招商难、留商更难”的困境。成本压力方面,房租、人工等刚性成本同比增长4.3%,多数购物中心通过缩短免租期、提高品牌扣点等方式维持收益,这也进一步加剧了品牌与商场之间的博弈。此外,不同城市层级的购物中心分化明显,一线城市核心商圈的项目凭借区位优势和运营能力,销售额和客流持续增长,而三四线城市的部分项目则因消费力不足、竞争激烈,面临生存压力。

超市连锁

超市连锁业态企业转型分化加剧,折扣社区化成破局关键。2025年,中国连锁超市行业仍处于转型调整的关键期,整体市场表现平淡,行业内企业分化进一步加剧,部分企业通过战略转型实现突围,而部分

企业仍面临增长乏力的困境。根据中国连锁经营协会7月发布的《2025年上半年连锁超市企业发展情况简报》，从企业经营情况来看，47.5%的样本企业¹实现了销售增长，37.5%的企业实现净利润增长，但仍有45%的企业面临利润下滑的压力，“增收不增利”成为行业普遍存在的现象。

门店调整方面，连锁超市行业的“关店潮”仍在持续，上半年行业开闭店比为0.67，即关闭门店数量远超新开门店数量，行业整体规模呈收缩态势。从具体企业来看，样本企业上半年净增门店135家，90%的企业门店调整数量控制在个位数，大型超市因受租金、人工成本高企以及消费分流等因素影响，持续收缩门店规模，而社区超市、便利店等小型业态凭借贴近消费者、运营成本较低的优势，成为企业拓店的主力方向。客流方面，42.5%的企业实现了来客数增长，但值得注意的是，有四分之一的客流增长企业未能实现销售同步提升，反映出行业客单价分化明显的问题，其中步步高通过优化商品结构、提升服务质量，上半年客单价同比增长9.9%，成为行业内的亮点。

头部企业的表现呈现出明显的差异化特征，外资超市凭借会员店模式持续领跑市场，本土超市则加速转型寻求突破。沃尔玛依托山姆会员店的强劲表现，上半年市场份额提升0.9个百分点，山姆会员店通过精选SKU、提供高品质商品和优质服务，会员续卡率保持在80%以上，并于2025年11月在北京开设一家超大型门店，打造购物和微度假相结合的复合型消费场景，进一步提升用户粘性。本土超市中，盒马在关闭部分X会员店后，将战略重心聚焦于鲜生大店与奥莱业态，上半年奥莱店净增52家，通过售卖临期商品、特价商品等模式，精准切入性价比消费市场；永辉超市的“胖改”战略成效明显，通过优化门店布局、提升生鲜商品品质，上半年净增38家门店，销售业绩逐步回暖；华润万家则以1266家门店的规模保持行业第一，通过线上线下融合、供应链优化等措施，巩固了区域市场的领先地位。

网络零售

近年来网络零售增速放缓，但仍为消费增长的主要驱动力，零售消费市场线上线下渠道的加速融合和业态模式的持续创新已成为促进网络消费增长的关键因素。2025年，双超引领格局稳固，新兴平台爆发式增长。过去十年，网络零售一直是国内消费增长的主要动力，除2020年受公共卫生事件影响外，其发展增速均快于社会消费品零售总额增速，虽然近年来网络零售增速放缓，但仍为消费增长的主要驱动力。2025年前三季度，中国线上零售市场延续了稳健增长的态势，同时行业竞争格局正在发生变革，传统电商平台与新兴内容电商平台形成互补共生、差异化竞争的局面。数据显示，前三季度即时零售、直播带货、社交电商等新兴消费模式快速增长，带动实物网上零售额同比增长9.8%，增速同比提升1.9个百分点。

在竞争格局方面，阿里、京东、拼多多三大传统电商平台依然占据主导地位，合计市场份额达到65%，其中京东零售上半年GMV同比增长12%，依托完善的物流体系和自营商品优势，在3C家电、生鲜食品等品类保持领先；拼多多则持续深耕农产品上行领域，上半年农产品GMV突破5000亿元，同比增长30%，通过“农地云拼”模式进一步巩固了下沉市场的优势。

新兴平台的爆发成为线上零售市场的最大亮点，抖音电商和快手电商凭借内容生态与直播带货的深度融合，实现了跨越式增长。数据显示，抖音电商在2025年618大促期间，通过内容场景植入和线下联动活动相结合的模式，渗透率较日常提升4.1个百分点，其中服饰、美妆品类的市占率均超过20%，国货美妆品牌借助抖音的流量优势，实现了35%以上的增速。快手电商则聚焦下沉市场和信任电商模式，农产品、家居百货等品类表现突出，复购率保持在60%以上。

细分赛道中，即时零售和社区团购成为驱动线上零售增长的核心动力。随着消费者对配送时效要求的提升，即时零售的渗透率持续提升，前置仓模式凭

借“30分钟达”的配送服务，上半年销售额同比增长25%，美团旗下的小象超市增速达到38.3%，成为即时零售领域的标杆企业。淘宝将原有的“小时达”服务升级为“淘宝闪购”，整合本地商超、便利店资源，上线两个月日订单量便突破8000万单，进一步激活了本地即时消费需求。

技术创新对线上零售的赋能作用越来越明显，智能应用和数字化工具正在重塑电商的运营效率和消费体验。当前，个性化推荐系统在主流电商平台的使用率已达85%，通过大数据分析用户消费习惯，实现“千人千面”的商品推荐，带动平台整体销售额增长12%；京东亚洲一号智能仓库的自动化率超过90%，通过AGV机器人、自动化分拣线等设备，分拣效率较传统仓库提升5倍，库存周转天数缩短至32天。AR技术在电商领域的应用也逐步普及，目前渗透率已达15%，虚拟试穿、虚拟看房等功能有效解决了线上消费的体验痛点，带动相关品类销售额增长18%，据艾瑞咨询预测，到2030年电商领域AR技术的渗透率将达到40%，成为提升消费体验的核心技术之一。

二、行业财务状况

增长与盈利能力趋势分析

近年来，零售样本企业营业总收入和利润总额仍延续下降趋势。2024年，样本企业营业总收入同比变化不大，利润总额受下游需求不足和精细化运营导致盈利空间收窄影响同比下降。2025年前三季度，样本企业营业总收入和利润总额延续2024年下滑趋势。

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）选取零售行业发债企业和上市公司作为样本

统计，样本企业合计41家¹（以下统称“样本企业”）。2020—2024年，样本企业营业总收入和利润总额变动趋势大体一致，自公共卫生事件以来零售样本企业营业总收入中值和利润总额中值整体呈下滑趋势，其中营业总收入下降幅度逐年减弱，2024年同比下降0.53%；利润总额有所波动，其中2023年同比提升52.92%，主要得益于消费场景修复和成本控制的叠加带动主业利润增长；2024年，受下游需求不足，精细化运营导致盈利空间收窄，样本企业利润总额有所回落，同比下降19.81%（见图6）。2020—2024年，样本企业净资产收益率中值呈波动下滑趋势，在2022年降至谷底后波动回升，2024年为3.04%，同比减少1.03个百分点（见图7）。

2025年前三季度，样本企业营业总收入中值同比下降28.83%，利润总额同比下降37.99%，延续下滑趋势。前三季度，以旧换新政策下，家电、家具等品类零售增长显著，同比分别增长25.3%和21.2%，但多数零售企业前期聚焦传统品类布局，对政策利好品类的备货、营销和渠道适配不足，而消费者对高性价比、个性化、绿色环保商品的需求提升，部分零售企业商品更新缓慢，难以匹配需求变化；此外，消费者对于食品、饮料、酒、日化等品类的消费预算缩减与价格下行，以及对于“钱”的敏感度不断提升，在产品选择上也不断倾向于降级产品，最终传导为客流和客单量的下滑。根据马上赢数据统计，2025年前三季度线下零售³订单数量同比下降4.45%，订单平均花费同比下降8.18%。

杠杆与偿债能力

2025年三季度末，零售样本企业杠杆水平和偿债指标较去年底变化不大，处于较高水平，仍具备改善空间。

从杠杆水平来看，2020—2024年末，零售样本企业

¹ 40家超市企业。

² 含8家有存续债企业和33家无存续债上市企业。

³ 业态覆盖包括大卖场、大超市、小超市、便利店、食杂店，食品、饮料、酒、日化四个大类目。

资产负债率中值呈波动增长趋势,于2022年底达到顶峰62.12%后有所回落,并稳定在60%水平上下波动,杠杆水平相对稳定,处于较高水平。长期偿债能力方面,近年来,受盈利下滑影响,样本企业长期偿债能力指标整体表现弱化,全部债务/EBITDA中值波动增长,2024年为3.93倍,同比小幅改善,距离2020年的2.27倍仍存在改善空间。短期偿债能力方面,样本企业速动比率指标偏低,主要系①超市连锁业态企业负债构成基本以经营性(应付账款和合同负债)流动负债为主;②百货、购物中心业态企业地产类存货规模较大所致。2020—2024年末,速动比率中值波动下降,截至2024年底为60.30%;经营现金流入量/流动负债中值整体表现稳定,在2.00倍上下小幅波动;现金短期债务比中值波动中有所增长,受益于下游现金为主的结算方式,零售企业现金类资产对短期债务持续具备保障能力。2024年,样本企业压降短期债务,期末现金类资产短期债务比中值增至2.14倍。

2025年1—9月,部分零售企业通过债务和解、压缩负债规模等方式直接降低负债总额,例如苏宁易购系统性推进债务化解,积极开展债务和解与风险资产处置工作;部分零售企业通过清理低效资产、去库存等手段优化资产端,截至2025年9月底,样本企业存货规模较上年底下降3.42%。综合影响下,三季度末样本企业在业

绩承压的环境下偿债指标反而略有提升,但负债率和现金流较2020年/末仍有较大差距。

三、行业债券市场表现

行业发债企业概况

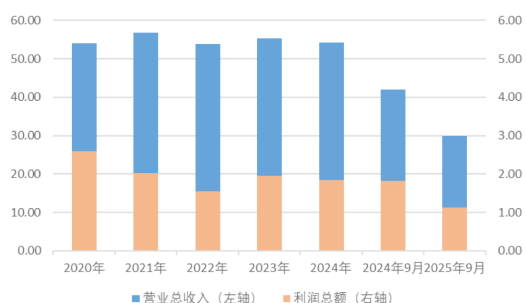
受部分企业债券到期不再续发,存续主体数量持续缩减;零售存续发债企业主体级别分化突出,高级别主体性质全部为国有企业;2022年以来,行业内实体零售企业发债规模下降,存量债券中国企占比高。

近年来零售企业发债主体数量持续缩减,截至2025年10月底为9家,存续主体中仅1家电商零售企业,为北京京东世纪贸易有限公司(以下简称“京东世贸”),剩余7家均为实体零售企业,零售企业发债主体仍以实体零售企业为主。

债券主体情况:截至2025年10月底,零售存续发债主体中有存续信用等级的共8家,其中5家为国有企业,3家为民营企业,国有企业和民营企业占比较为平均;信用等级分布在AA~AAA,其中,AAA主体占50.00%,AA+主体占12.50%,AA主体占37.50%,无存续AA-级别主体,级别分化较为突出。其中,AA+~AAA级别主体性质以地方国有企业为主,AA主体以民营企业为主。

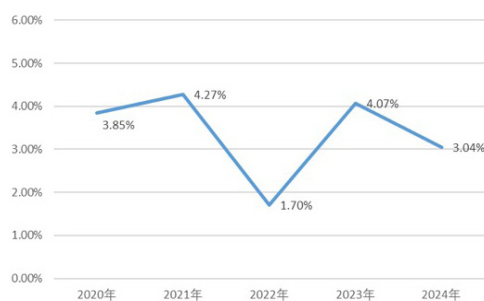
2018年以来,随着发债零售企业数量及发行频率

图6 2020—2024年及2025年1—9月零售行业样本企业营收和利润总额中值(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图7 2020—2024年零售行业样本企业净资产收益率中值



资料来源: Wind, 联合资信整理

的下降,零售企业债券发行规模持续下滑。截至2025年10月底,发债企业存续债券33支⁴,高级别主体发行数量较多,存量债券余额417.42亿元,其中AA+及以上存续金额占92.95%,按企业性质划分,其中国有企业债券余额占比77.38%,集中度高。

债券到期情况:零售行业企业存续债券到期日集中在2026年和2028年,未来一年内零售企业到期偿债压力较大,考虑到债券到期集中在国有高级别主体,再融资能力强,以及剩余债券主要为可转债,整体风险可控。

信用等级调整情况:2025年以来零售发债企业无级别调整情况。

四、展望

2025年,零售行业整体景气度尚未完全修复;居民收入增速放缓、储蓄意愿增强以及在外宏观环境影响下,对消费能力和消费意愿形成制约,导致零售市场消费需求不足,消费信心仍有待提振。2026年,国家对提振消费行动持续加码,利好政策不断推出,“十五五”期间消费零售市场将呈现“量稳质升”的增长态势,成为经济增长的核心压舱石,消费有望保持稳步向好的发展态势。

2025年,国内零售行业在经济复苏进程中呈现“线上稳增、线下分化”的整体格局,行业景气度虽未完全修复,但在政策加持下展现出结构性复苏态势。整体来看,消费对GDP增长仍发挥重要作用,2025年前三季度社会消费品零售总额同比增长4.5%,其中网上零售额同比增长8.6%,以旧换新政策带动家电、家具等品类零售额实现20%以上高增;不过受居民收入增速放缓、储蓄意愿增强、消费信心偏弱等因素影响,行业整体需求仍显不足,且PPI与CPI的持续背离使得



零售企业陷入“以价换量”竞争,盈利空间受限。

2026年,随着“十五五”规划将消费确立为经济增长主引擎,以及增量政策与存量政策的叠加发力,零售行业有望迎来更大发展机遇。一方面,以旧换新、免税零售优化、城市商业提质等政策将持续释放消费潜力,国货潮品、进口优品及商旅文体融合消费将成为新增长点;另一方面,行业数字化、绿色化、品质化转型将进一步深化,AR技术、智能仓储等技术将持续赋能线上零售,线下业态的精准化、差异化运营也将成为破局关键。不过,行业仍需面对居民消费信心修复缓慢、线下业态成本高企、区域市场分化加剧等挑战,具备供应链优势、数字化能力及精细化运营水平的头部企业将更易在竞争中突围,行业整体将朝着“消费—零售—生产”的正向循环逐步迈进。///

⁴ 不包含结构化融资产品。

总量收缩、结构分化，流动性承压与行业转型重塑并行——建筑施工行业2026年度信用风险展望

文|联合资信 刘珺轩 赵兮 李旭

一、行业基本面

宏观环境

中国固定资产投资增速呈下行态势，基建投资增速回落、地产投资深度下行的格局，对建筑行业的传统业务需求形成显著制约，而制造业投资的高增则为工业建筑等新兴业务带来结构性机遇。

2021年以来，中国固定资产投资完成额累计增速呈下行态势。投资结构上，各领域分化格局持续且差异加剧。制造业投资表现相对稳健且呈一定复苏态势，2020年公共卫生事件冲击同比回落后快速反弹，2021年增速跃升至阶段高点，2022—2024年仍维持中高位增长，成为支撑固定资产投资增长的核心动力，2024年增速已超过2018年水平，凸显产业升级和设备更新政策的持续成效。基础设施建设投资呈“先升后降”趋势，2022年大幅攀升至9.40%的峰值，此后逐年回落，基建投资的政策刺激效应边际减弱，且从高速增长转向结构性发力。房地产业投资则经历深度调整，2022年起转入负增长区间，连续三年负增长且跌幅加深，反映出房地产行业仍处于深度调整周期。

2025年1—10月，全国固定资产投资增速持续承压，对建筑行业需求的收缩效应进一步显现。投资总量上，全国固定资产投资完成额累计同比从上半年的累计同比增长2.80%逐步回落至10月末的累计同比下降1.70%，为近年来首次进入负增长区间，整体投资扩张动力减弱，导致建筑行业需求端支撑不足。

2025年1—10月全国制造业投资同比增长2.7%，

较2025年上半年的7.5%有所回落，回落速度弱于基础设施投资。细分领域中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资同比大幅增长20.1%，汽车制造业投资增长17.5%，通用设备制造业投资增长9.5%，而化学原料和化学制品制造业投资同比下降7.9%，医药制造业下降11.3%，电气机械和器材制造业下降9.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业下降2.2%。制造业投资中高技术、高附加值领域表现突出，传统行业则呈分化态势。

2025年1—10月全国基础设施建设投资完成额累计同比增速从上半年的8.9%降至10月末的1.5%，不含电力的狭义基建投资更于10月转负，较上半年累计同比4.6%的增速大幅下滑。细分领域中，电力热力及燃气、水利等中央主导的能源、民生类项目仍保持高增速，但铁路、航空、道路运输业等传统交通基建增速较低，且低于上半年水平，基建投资对建筑行业的支撑力转向为“结构性支撑”，传统交通类建筑业务订单进一步收缩。

2025年1—10月全国房地产开发投资累计同比降至-14.70%，较上半年-11.2%的降幅进一步扩大3.5个百分点；房屋新开工面积累计同比降幅从上半年20.0%扩大至22.5%，施工面积降幅从9.1%扩大至11.8%；销售额、销售面积降幅较上半年略有收窄，但房企资金链压力仍未缓解，拿地、开工意愿持续低迷，房地产房建业务需求进一步深度收缩，成为建筑行业需求下滑的核心拖累因素。

行业政策与监管环境

2025年建筑行业迎来高质量发展关键期，固定

资产投资政策聚焦地方政府化债、扩大有效投资核心方向，同时辅以清欠专项行动与严监管机制，全方位影响建筑行业发展。化债与清欠政策着力缓解地方支付压力、保障企业现金流；基建和房地产政策则通过多元工具引导需求结构优化，为不同类型建筑企业提供差异化发展机遇。监管层面转向全链条动态管控，既激发市场活力，又规范竞争秩序，推动行业从规模扩张向高质量发展转型。

2025年中国固定资产投资政策核心围绕“地方政府化债”与“扩大有效投资”展开，直接决定建筑行业需求的“总量底线”与“结构方向”（见表1）。

在地方化债方面，本轮化债进入中央主导的整体置换阶段，通过6万亿元债务限额置换存量隐性债务、每年8000亿元专项债置换隐债等政策，将隐性债务显性化并纳入严格监管。政策明确重点省份融资平台债务化解路径，延长化债期限至2027年6月，支持合规债务置换与重组，同时规范城投平台退出机制，推动其转型为市场化经营主体。化债政策通过分级管控地方政府投资、约束城投平台融资行为，对传统基建资金形成一定挤占，但也通过债务置换缓解地方支付压力，为建筑企业回款改善奠定基础。在清理拖欠账款方面，政策力度持续加码，2025年3月《加快加力清理拖欠企业账款行动方案》出台，明确将政府机关、事业单位、地方国企及融资平台纳入重点清欠主体，建立“630”拖欠账款主体清单。清欠资金来源包括地方专项债券、商业贷款等，金融清欠专项贷款在多地落地，计划2027年6月底完成全国范围内约1.8万亿元欠款清理。政策通过健全清偿法律法规、强化失信惩戒、优化投诉督办机制，从源头遏制新增拖欠，为建筑企业现金流回笼提供保障。

2025年基建投资政策以“有效投资”“精准施策”为核心，通过57.5万亿元重点项目（24省1.9万个项目）、8000亿元“两重”建设资金、4.4万亿元专项债等政策工具，推动基建投资从传统“大拆大建”转向国家

战略工程、新基建、城市存量更新三大方向，重塑建筑行业需求格局。国家战略工程由国家统筹推进，资金保障强，回款周期短，为高资质的建筑央企提供确定性需求；新基建领域（算力中心、5G+工业互联网、低空经济等）项目加速落地，推动建筑行业从“传统施工”向“技术集成”转型；城市存量更新方面，全国28城设立4550亿元专项基金，广州单城推出8077亿元城市更新项目，这类项目虽施工空间狭小、协调难度大，但门槛灵活，为地方国企和专业化民企提供差异化机会。

2025年房地产政策以“因城施策+资金纾困”为核心，销售端多地下调购房利率、优化限购政策，供给端住建部优化房企预售资金监管比例，央行支持优质房企发行中期票据。此外，2025年国家发改委《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025年版）》将商业综合体、四星级及以上酒店、优质商业办公设施及城市更新项目纳入范围，为房地产行业提供了关键的存量资产“退出端口”。在“投资开发-施工建设-运营管理-资产证券化”的完整闭环下，房地产企业可通过REITs实现快速回笼资金、优化财务结构。同时，REITs推动房地产行业存量改造与运营型项目增加，直接带动建筑企业相关施工需求。

2025年建筑行业监管环境以“宽进严管重处”为核心导向，监管重心从“事前资质审批”转向“事中事后全链条动态管控”。住建部出台的相关监管机制明确，一方面通过智能化审批、跨省资质互认降低行业准入门槛，激发民间资本与新兴技术企业参与活力，重点支持智能建造、绿色建造领域新主体发展；另一方面建立“企业资质动态核查+项目全过程监管+人员履职追踪”三维监管体系，依托全国工程质量安全监管信息平台，对项目施工安全、工程款支付、合同履行等进行实时监测，同时对转包、违法分包、围标串标等违法行为实施“零容忍”，失信主体将面临全国建筑市场信用平台的联合惩戒，形成“一处失信、处处受限”的监管格局。监管政策聚焦工程质量安全、农民工欠薪治

理、市场秩序规范、技术绿色转型四大核心领域精准发力。质量安全层面，房屋市政工程安全生产治本攻坚三年行动深化推进，通过全覆盖隐患排查、危大工程数字化监管、智慧安全工地建设等举措筑牢安全防线，对事故多发企业实施安全生产条件动态核查；欠薪治理方面，以冬季专项行动攻坚元旦春节关键节点，同时落实工程款支付担保、建筑工人实名制等长效机制，从源头杜绝欠薪漏洞；市场秩序上，严厉打击围标串标、资料造假等乱象，推行信用分级分类监管，部分

地区还探索“首违免罚”柔性执法优化营商环境；技术转型领域，全面禁用9项落后工艺设备，强制要求城镇新建建筑执行绿色建筑标准，政府投资项目需100%采购必选类绿色建材，倒逼行业向智能化、低碳化升级。2025年严监管环境对建筑行业形成分化式影响，同时推动建工行业加速转型。头部合规央企与区域龙头国企凭借完善的管理体系、领先的技术能力和良好的信用记录，在项目招投标和市场拓展中优势凸显，市场份额进一步提升；而依赖“挂证”“转包”生存的中小民

表1 2025年行业相关政策情况

发布时间	行业政策	发布部门	政策目标
2025年1月	《关于进一步做好2025年扩大有效投资工作的通知》	国家发展改革委	1、全年固定资产投资实现合理增长，扭转部分领域投资低迷态势；2、聚焦新质生产力培育、民生补短板等领域扩大有效投资；3、强化资金要素保障，盘活存量资产，提高投资精准性和有效性
2025年2月	《2025年新型基础设施建设实施方案》	工信部、国家发展改革委	1、推动5G、算力、工业互联网等新型基建投资同比增长15%以上；2、完善“东数西算”工程节点配套设施，加快智能交通、智慧能源等融合基建落地；3、引导民间资本参与新基建项目，形成多元化投资格局
2025年3月	《关于加快推进城市更新和保障性住房建设的意见》	住建部、财政部	1、2025年全国新开工保障性住房超200万套，带动地产领域民生类投资；2、推进城市老旧小区改造、城中村更新，盘活城市存量地产资源；3、优化房企参与保障房建设的资金和政策支持，缓解地产投资下行压力
2025年3月	《政府工作报告》	国务院	拟安排地方政府专项债券4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。
2025年3月	《加快清理拖欠企业账款行动方案》	国务院	1、要求在前期工作基础上进一步加大力度，压实责任；2、健全机制，完善相关法律法规，强化源头治理和失信惩戒，确保清欠工作取得实实在在成效，坚决遏制新增拖欠
2025年4月	《2025年水利工程建设投资专项规划》	水利部、国家发展改革委	1、全年水利基建投资规模不低于9000亿元，重点支持防洪排涝、水资源配置等重大工程；2、加快南水北调后续工程、区域水网骨干工程落地，强化水利资金省级统筹；3、鼓励政策性金融工具对水利项目的倾斜支持
2025年6月	《关于进一步盘活存量基建资产的指导意见》	国家发展改革委、财政部	1、全年盘活存量基建资产规模超5000亿元，重点推进交通、能源、水利等领域项目REITs发行；2、建立存量资产盘活与新增投资联动机制，盘活资金优先用于新基建项目；3、简化存量资产盘活审批流程，提升民间资本参与积极性
2025年7月	《关于促进建筑业高质量发展的若干措施》	住建部、工信部	1、推动建筑业总产值增速回升至合理区间，新签合同额降幅收窄至5%以内；2、加快智能建造与新型建筑工业化融合，培育装配式建筑龙头企业；3、强化建筑企业资质管理，规范工程招投标秩序，保障工程款支付
2025年8月	《关于支持新能源基建领域投资的专项政策》	国家能源局、国家发展改革委	1、2025年电力、热力等能源基建投资同比增长12%以上，重点支持风光大基地、特高压等项目；2、完善新能源基建电价和补贴机制，保障项目收益稳定性；3、推进能源基建与新型储能、氢能设施的一体化建设
2025年9月	《关于优化房地产企业资金监管的通知》	住建部、央行、银保监会	1、优化房企预售资金监管比例，缓解房企资金链压力；2、支持优质房企发行中期票据、公司债等融资工具，拓宽融资渠道；3、鼓励房企开展存量项目并购重组，盘活闲置地产项目
2025年10月	《贯彻落实〈关于推进新型城市基础设施建设打造韧性城市的意见〉行动方案（2025—2027年）》	住建部	推动建筑业参与新型城基建，拓展业务边界
2025年11月	“十五五”规划建议	中共中央	1、首次提出“适度超前建设新型基础设施”，明确推进信息通信网络、全国一体化算力网、重大科技基础设施等建设和集约高效利用；2、推进传统基础设施更新和数智化改造，强化科技基础设施对新质生产力的支撑作用
2025年12月	《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025年版）》	国家发展改革委	将数据中心类项目明确纳入新型基础设施REITs申报范围，支持符合条件的数据中心项目通过REITs盘活存量资产

数据来源：公开资料，联合资信整理

企则加速出清,仅专注市政装修、防水防腐等细分领域且技术合规的中小企业,能依托城市更新等专项需求实现差异化发展。整体来看,监管政策推动行业竞争逻辑从“拼价格、拼关系”转向“拼技术、拼信用”,为建筑行业向高质量发展转型奠定了制度基础。

行业运行情况

2025年前三季度,建筑业产值增速和国内新签订单情况持续承压,对外承包表现亮眼。建筑业三季度PMI跌入收缩区间,需求不足等因素拖累行业活力。

2025年前三季度,中国建筑业总产值增速承压,建筑业对GDP增长的贡献率也从一季度的2.66%降至二季度的0.80%,三季度转为-0.61%,建筑业GDP累计同比同样从一季度的3.1%降至二季度的0.7%,三季度首次出现-0.5%的负增长。行业需求端压力较大,传统旺季(二、三季度)未能实现预期增长。

在市场需求与订单表现方面,国内与海外市场呈现“国内承压、海外亮眼”的分化格局。国内订单虽降幅收窄但仍处低位,三季度末累计新签合同额达21.30万亿元,同比下降4.55%,较二季度的-6.47%降幅收窄1.92个百分点,累计签订合同总额59.95万亿元,同比下降1.79%,延续二季度以来的负增长态势,但三季度单季度新签合同额7.35万亿元,环比增长23.9%。

中国建筑行业对外承包工程业务表现突出,前三季度累计新签合同额同比增长13.2%,其中一季度增速高达27.3%,累计完成额同比增长12.2%,且增速逐季提升,主要受益于“一带一路”倡议深化,东南亚、中东等地区基础设施建设需求旺盛。从订单结构来看,行业分化明显,基建类订单相对稳定,房地产相关订单持续收缩;企业分化加剧,大型建筑央企订单获取能力较强,中小企业面临更大的订单压力。

行业景气度方面,2025年前三季度建筑业PMI呈现“先高后低”的走势,行业景气度逐步回落。一季度建筑业PMI均值为51.80,处于扩张区间,二季度均值

略有回升至51.90,仍保持扩张态势,但三季度均值降至49.67,进入收缩区间,其中9月PMI为49.3,连续两个月低于荣枯线(50),行业景气度持续承压,且全年新订单指数始终处于收缩区间,最低39.6,最高46.8,反映出市场需求不足问题突出。景气度回落主要受三方面因素影响,需求端上,房地产市场调整持续,商品房新开工面积下降拖累建筑需求;资金端上,部分项目资金到位不及时,影响工程进度和新项目开工;季节因素上,三季度末进入传统施工淡季,叠加部分地区天气影响,施工活动有所放缓。

成本端来看,2025年前三季度建筑业主要原材料价格呈现“先降后稳”的态势,成本压力有所缓解。螺纹钢价格一季度均价3428.02元/吨,二季度降至3278.77元/吨,三季度小幅回升至3329.30元/吨,整体低于一季度水平;水泥价格指数持续回落,从一季度的123.59降至三季度的105.29,降幅达14.8%。原材料价格回落主要是由于上游原材料供应充足,叠加建筑需求放缓,市场供需关系趋于宽松。从成本压力具体情况来看,钢材、水泥等主要原材料价格回落降低了建筑企业直接成本,劳动力市场供需基本平衡使人工成本增速保持稳定,但部分企业仍面临融资难、融资贵问题,财务成本压力较大。

行业竞争格局

2025年中国建筑行业“量转质”转型进入深水区,政策引导与市场重构共同推动行业竞争格局分化加剧。

2025年,中国建筑行业正迈入从“量的扩张”向“质的提升”跨越的深度转型周期,这一变革既是政策引导下高质量发展的必然要求,也是市场供需结构重构与行业竞争格局重塑的客观结果。在多重因素交织的行业环境中,企业分化态势持续凸显,头部央企与中小民企的发展路径呈现显著分化。

在下游需求端的结构性调整且行业整体存在“业主拖欠总包、总包拖欠分包、分包拖欠材料商”的债务链的背景下,资金占用压力沿着产业链逐级传导,资

金实力较弱的民营建筑企业加速出清。而建筑央企凭借资源禀赋与战略布局优势,通过“资产剥离、存量盘活、五无清理”¹等一系列提质增效措施,持续巩固市场地位,优化了央企的资产结构与运营效率,使其在市场竞争中具备更强的韧性。2025年前三季度,八大建筑央企²施工及设计新签合同额同比增长0.81%,较去年同期的-1.13%实现转正,整体头部效应仍突显。进一步来看,建筑央企资本实力,融资成本低且渠道稳定,能够支撑大型项目的垫资需求与长期运营。建筑央企资质体系完备,覆盖房建、基建、专业工程等全领域高等级资质,在国家重大基础设施项目(如交通、水利、能源等)的招投标中占据绝对优势。同时,建筑央企转型响应迅速,在绿色建筑、智能建造、“一带一路”海外拓展等政策导向领域布局超前。

二、行业财务状况

行业的增长性

2025年前三季度,样本建筑施工企业收入与利润规模呈现下降态势,行业整体伴随下游投资放缓而呈现收缩态势;地方国有建筑施工企业收入下降速度相对较快。

2024年以来,受下游行业投资放缓影响,建筑施工企业收入规模呈现下降态势。2025年1—9月,样本建筑施工企业营业总收入同比下降5.16%;其中,中央企业营业收入增速中位数为-4.17%,地方国企收入增速中位数为-5.66%,地方国有建筑施工企业收入下降速度相对较快。2025年1—9月,样本企业营业利润合计同比下降12.67%,受利润率下降及计提减值等因素影响,营业利润下降幅度较大(见图1)。

盈利水平

近年来建筑施工企业盈利能力逐年下降,预计2025年全年行业整体业绩下降压力加大。

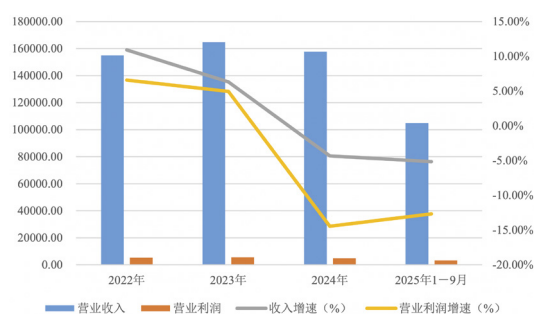
伴随行业下行,建筑施工企业盈利能力不断下降。2022—2024年,样本建筑施工企业销售毛利率中位数虽小幅提升,但伴随期间费用及减值计提不断增加,营业利润/营业收入逐年下降。2025年1—9月,样本建筑施工企业营业利润/营业收入进一步下降,考虑到年报进一步计提减值等因素,全年业绩下降压力加大(见图2)。

杠杆水平

2025年1—9月,建筑施工企业杠杆水平整体延续上升态势;地方国有建筑施工企业杠杆水平高于行业平均水平;民营企业受制于融资能力有限和项目获取难度较大,杠杆水平较低。

受经营获现能力承压与订单下降等因素影响,2025年1—9月,建筑施工企业杠杆水平整体延续上升态势。分企业类型看,地方国有建筑施工企业相较于全国化布局央企而言面临更为严峻的经营与回款环境,

图1 建筑施工行业营业收入与营业利润情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

¹ 2025年12月8日,中国中冶向控股股东中国五矿及其关联方五矿地产控股出售地产、矿产两大板块资产合计约606.76亿元;中国中铁对“无业绩、无品牌、无资质、无能力、扭亏无望”的三级公司实施“关停并转”的“五无清理”举措。

² 不含中国化学工程集团有限公司,未获取三季度数据。

整体杠杆水平高于行业整体情况,截至2025年9月底,地方国有建筑施工企业全部债务资本化比率中位数高于央企9.66个百分点。另一方面,受制于融资能力有限和项目获取难度较大影响,民营企业杠杆水平整体低于行业整体(见图3)。

偿债水平

2025年1—9月,建筑施工企业流动比率同比小幅下降,货币资金/短期债务同比小幅回升,现金收入比小幅改善,但整体流动性仍处于偏紧状态。

截至2025年9月底,建筑施工企业流动比率中位数为108.46%,较去年同期小幅下降;货币资金/短期债务中位数为0.75倍,较去年同期小幅回升,但仍低于1倍。从现金流净额及资金缺口看,2025年1—9月,样本建筑施工企业经营活动现金流净流出规模同比有所下降,现金收入比中位数同比提升3.38个百分点至100.51%,但整体经营与投资活动现金净流量仍呈净流出,外部融资压力仍大。

三、行业债券市场表现

行业发债企业概况

建筑行业信用债发行人以中高信用等级央企为主,2025年高信用等级央企占比进一步提升。2025年以

来,3家建筑企业发生评级负面调整,其中1家发生违约;3家建筑企业发生评级正面调整。

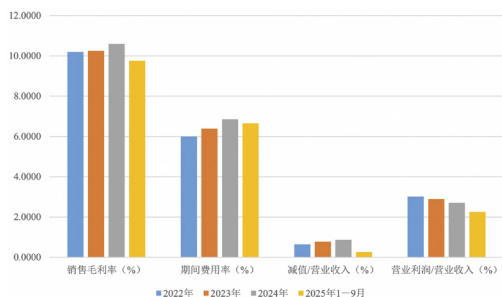
截至2025年11月底,建筑行业存续信用债券发行人191家(不含仅发行结构产品主体),剔除无有效评级主体23家后,AAA级别主体79家,占比47.02%;AA+主体59家,占比35.12%;AA主体21家,占比12.50%;AA-及以下主体9家5.36%。其中,中国铁工投资建设集团有限公司主体评级不一致(中诚信AA+、普策信评AAA)。

从所有制性质情况来看,截至2025年11月底,存续发债建筑企业央企100家,地方国有企业77家,民营和混合所有制企业16家,央企占比较2024年底的48.33%进一步提升。从细分行业来看,传统建筑总包主营业企业169家,建筑勘察、设计与咨询主业企业4家,环保工程、绿化、安装、建筑项目投资等其他细分主业企业18家,未出险的民企中仅1家为传统建筑施工总包企业,其余均为设计勘察或环保绿化、安装等细分行业。

从评级调整情况看,2025年以来,建工行业共有6家企业级别或展望调整。其中,3家企业发生评级下调或展望负面调整,主要原因为经营业绩下降、减值风险增加、偿债压力增加及未决诉讼规模较大等;2家企业级别上调、1家企业评级展望有负面调整为稳定,主要原因获得新增股东大力支持和新签合同金额增长等原因(见表2)。

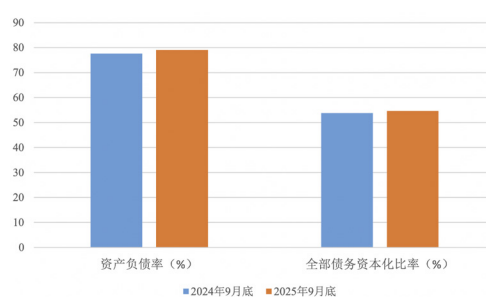
2025年以来,1家建筑企业发生违约,为深圳市中

图2 建筑施工行业盈利指标



资料来源: Wind, 联合资信整理

图3 样本建筑施工企业杠杆水平同比变化情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

装建设集团股份有限公司（以下简称“深圳中装”）。深圳中装主要从事公共建筑和住宅建筑的装饰设计施工业务。近年来，受地产市场下行、下游业主资信恶化影响，公司主业持续收缩，经营业绩显著下滑，部分项目因合同解除导致前期投入成本无法回收，应收账款不能及时、足额回收，深圳中装自身造血能力严重不足，项目资金链断裂，面临重大诉讼与仲裁事项，存在较多被执行案件，主要银行账户被冻结，融资和展业困难，最终实质违约。另外，深圳中装还存在一定公司治理和信披方面的信用瑕疵。

债券市场情况

2025年以来，建筑企业发债规模同比略有增长，发行结构以中短期的中期票据、超短期融资券和公募公司债券为主，发行利率受益于市场资金面整体下行，发行利差同比变化不大。

2025年1—11月，建筑企业信用债券共637只，较

2024年同期634只略有增加，合计发行规模6717.32亿元，同比增长1.91%。从债券发行类型来看，2025年建筑企业债券发行仍以超短期融资券、中期票据和公募公司债为主；从发行期限来看，2025年建筑企业债券发行期限仍以一年以内和永续为主，其中永续债主要为3+N年和2+年，整体看建筑企业债券发行期限仍以中短期为主（见图4—图5）。

2025年以来，建筑企业信用债发行利率较2024年整体有所下降，2025年1—11月平均发行利率2.16%，较2024同期的2.48%有所下降，主要受益于市场整体资金成本下行影响。发行利差方面，2025年1—11月建筑企业信用债平均发行利差71.76BP，较2024年同期的69.56BP变化不大。分季度看，2025年一季度建筑企业信用债发行利率和发行利差较高，二三季度整体回落，进入四季度发行利率和发行利差进入上升通道。

2025年1—11月，建筑行业到期和回售信用债规模合计4555.96亿元，净融资2161.36亿元。截至2025年11月

表2 2025年建筑行业主体评级或展望调整情况

企业名称	企业性质	最新主体级别	调级情况	主要调级理由	评级机构
深圳市中装建设集团股份有限公司	民营企业	CC/稳定	2025/2/7 BB/稳定—B+/稳定 2025/4/7 B+/稳定—B-/稳定 2025/9/19 B-/稳定—CC/稳定	公司经营业绩持续下滑，利润出现大幅亏损，正式进入重整程序存在重大不确定性，诉讼、仲裁事项的涉案金额较大，被列为失信被执行人，实控人及一致行人持股全部冻结，流动性压力及债务压力很大。后续公司陆续发生证监会处罚、债务逾期、实控人及一致行人持股持续减少、流动性急剧恶化、受理重整、债券提前到期发生违约等信用风险事件	中证鹏元
金埔园林股份有限公司	民营企业	A/稳定	2025/6/18 A+/稳定—A/稳定	公司经营业绩持续下降，未来可持续性存在一定不确定性；2024年计提坏账准备进一步提高，资金占压及坏账损失风险进一步加大；负债结构转变为流动负债为主，且货币资金下降较快，偿债指标进一步恶化，存在集中偿付压力，对外部融资存在较大依赖	东方金诚
扬州建工控股集团有限公司	地方国有企业	AA+稳定	2025/6/19 AA/稳定—AA+/稳定	2024年股东无偿划转两家公司的股权至公司，公司新签和在手合同额均大幅增长，新增科教文卫体等社会事业类基础设施建设以及古城保护投融资业务，与主业进行协同发展，收入和毛利润保持增长；同时股权划转带动资产规模和所有者权益增长，资本实力增强，预计未来控股股东对公司支持意愿很强。	东方金诚
中节能铁汉生态环境股份有限公司	中央国有企业	AA/负面	2025/6/20 AA/稳定—AA/负面	私募债券展望调整理由未披露，或与业绩持续大额亏损，减值计提增加，侵蚀权益，资产负债率持续上升，偿债压力加大有关	上海新世纪
山东能源集团建工集团有限公司	地方国有企业	AA/稳定	2025/7/25 AA/负面—AA/稳定	随着山能集团建筑施工板块业务的整合，公司资本实力和业务规模有望得到提升，作为山能集团下属重要建筑施工和煤矿建设企业，公司在手项目主要来自股东，公司有望持续获得股东的大力支持，并维持稳定的偿债能力。	联合资信
邢台路桥建设集团有限公司	地方国有企业	AA+/稳定	2025/12/12 AA/稳定—AA+/稳定	公司外部发展环境良好，在手项目充足，股东邢台交建在资本注入、融资增信和项目获取等方面为公司提供有力支持，2025年增资增强公司资本实力。	联合资信

数据来源：公开资料，联合资信整理

底, 建筑行业存续信用债券11397.45亿元, 主要于2026—2028年到期, 其中2026年为峰值, 到期规模2844.96亿元, 与建筑行业中短期债券发行情况基本匹配。

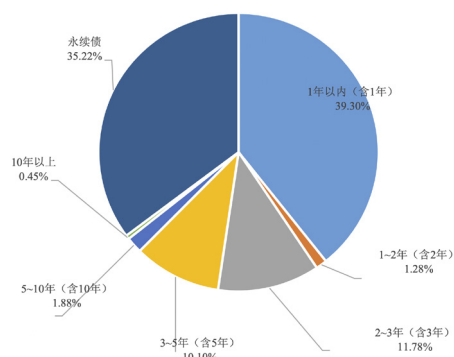
四、展望

建筑行业基本面正处于“短期深度调整、长期转型升级”的关键阶段。预计2026年, 地产新开工和施工情况仍将处于低位; 基建投资有望在“十五五”开局之年温和回升, 预计发力领域仍聚焦于“两重”项目、城市更新、水利环保、新能源、新基建等领域, 传统市政、交通等基建领域仍将受制于地方化债压力, 预计行业需求整体继续承压, 资金占用问题难言显著改善, 金融机构对行业内企业风险偏好分化将加剧, 尾部企业将继续出清, 头部企业在重点领域和建筑出海方面仍存结构性机会。中长期来看, 技术升级、结构优化和格局重塑将推动行业从“规模扩张”向“高质量发展”跨越, 但转型过程中的分化与风险仍需重点关注。展望未来, 建筑行业的“马太效应”有望进一步加剧。一方面, 随着行业集中度持续提升, 头部央企将凭借资金、技术、资质、资源等多重优势, 持续抢占重大项目资源与高附加值市场; 另一方面, 政策层面对绿色化、数字化、智能化的要求将不

断提高, 转型投入的门槛持续抬升, 中小民企若无法在细分领域形成“专精特新”优势, 生存空间将进一步被挤压。与此同时, “一带一路”倡议深化、新型基础设施建设等新机遇的释放, 将进一步向具备综合实力的央企倾斜, 行业“强者恒强、优者胜出”的格局将愈发稳固, 推动建筑行业在深度转型中实现高质量发展。

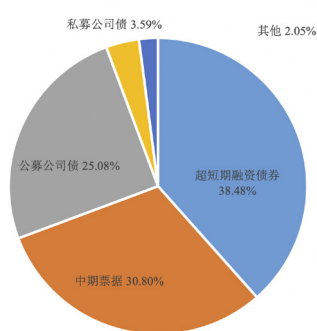
从样本发债企业报告期内财务表现情况看, 需求下滑对建筑施工企业增长性与盈利水平带来不利影响, 行业杠杆整体延续上升态势, 建筑企业现金管理压力仍大。特别是民营企业、地方国有建筑企业相较于全国化布局央企而言面临更为严峻的经营与回款环境, 收入下降速度更快, 且整体杠杆水平高于行业整体水平, 信用风险有所加大。而头部建筑央企受益于多元化的市场布局、低廉的资金成本与畅通的融资渠道, 抵御市场波动风险的能力更强, 在行业下行阶段更有希望穿越周期。从建筑行业信用债市场情况来看, 前期房建、市政工程产业链的民营和弱资质国有建筑企业信用风险多已暴露, 目前建筑企业发债主体主要为中高信用等级央国企, 债券发行和到期节奏较为匹配, 预计未来一年整体信用风险较为可控, 但仍需关注个别低信用等级民营发债建筑企业和具有房建业务占比高、布局经济财政实力偏弱区域以及回款差、高杠杆等风险特征的弱资质国企。■

图4 建筑企业2025年1—11月债券发行类型情况 (发行金额占比)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图5 建筑企业2025年1—11月债券期限结构情况 (发行金额占比)



资料来源: Wind, 联合资信整理

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2026年1—2月，我国债券市场¹无新增违约²和重复违约³主体（见表1）。

二、信用等级调整⁴情况

2026年2月，债券市场有3家发行人主体级别发生下调，无发行人主体级别发生上调；无发行人主体展望发生调整。

截至2月28日，我国债券市场有3家发行人主体级别发生上调，较上年同期（5家）有所下降；有4家发行人主体级别发生下调，较上年同期（8家）有所下降。无发行人主体展望发生上调，与上年同期（0家）持平；无发行人主体展望发生下调，较上年同期（1家）下降。

表1 2023年—2026年2月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2023年			2024年			2025年			2026年1—2月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	8	26	201.69	17	34	336.61	13	23	233.63	0	0	0
重复违约	12	30	115.61	14	38	278.25	5	10	41.67	0	0	0

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金；统计数据有追溯调整
数据来源：联合资信整理

表2 2023年—2026年2月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2023年	2024年	2025年	2026年1—2月	2023年	2024年	2025年	2026年1—2月
调升数量（家）	86	69	69	3	7	2	3	0
调降数量（家）	37	65	52	4	26	11	5	0

注：1.评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；2.由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数
数据来源：联合资信整理

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。
² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》（<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>）。
³ 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。
⁴ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。



政策指南

Policy Guidelines

人民银行发布《关于统筹建立常态化金融支持机制 助力防止返贫致贫和乡村全面振兴的意见》

2026年2月12日，人民银行发布《关于统筹建立常态化金融支持机制 助力防止返贫致贫和乡村全面振兴的意见》。《意见》指出发挥债券市场融资功能，鼓励金融机构尤其是欠发达地区地方法人金融机构按程序和规定发行小微、“三农”、绿色等专项金融债券；积极支持符合条件的企业发债融资，募集资金用于乡村振兴领域；支持符合条件的上市企业通过增发、配股、发行可转债、公司债等方式进行再融资，募集发展资金，用于当地特色产业发展、农业科技创新等项目。政策的发布有助于推动乡村振兴领域债券进一步扩容。

(摘自人民银行, 2026年2月12日)

沪深北交易所宣布优化再融资一揽子措施

2026年2月9日，沪深北交易所宣布优化再融资一揽子措施。为更好适应科创企业再融资需求，沪深交易所已修订上市公司“轻资产、高

研发投入”规则，明确主板企业认定标准。沪深北交易所存在破发情形的上市公司，可以通过定增、发行可转债等方式合理融资，募集资金需投向主营业务。有助于进一步推动可转债发行。

(摘自中国证券业协会, 2026年2月10日)

沪深交易所发布《上海证券交易所证券发行与承销规则适用指引第2号——发行承销违规行为监管》《深圳证券交易所发行与承销业务指引第3号——发行承销违规行为监管（2026年修订）》

2026年2月6日，沪深交易所发布《上海证券交易所证券发行与承销规则适用指引第2号——发行承销违规行为监管》《深圳证券交易所发行与承销业务指引第3号——发行承销违规行为监管（2026年修订）》。从修订内容来看，一是完善了监管处理原则和工作方式，明确“分类监管、精准追责”“过罚相当”，强调与违规性质、情节、社会危害及主观过错相匹配，允许在处分前责令限期整改；二是完善了违规量罚认定情形，新增“项目

数量占比”“风险影响程度”“对社会公共利益损害”作为量罚核心考量因素；三是完善了加重处理情形，将“高频、多发、长期持续”违规纳入从重情形，新增“主观过错较大”“涉及行贿/受贿”为加重情节；四是完善了减轻处理情形，明确“主动整改、减轻影响”“中介机构勤勉尽责”“主观过错较小”可酌情从轻、减轻或免于处罚；五是完善了对投资价值研究报告的监管要求，要求券商建立专项内控制度；细化质量审核与合规审查流程；明确报告盈利预测偏差、中长期股价表现等事后监管标准。政策的发布有助于提升监管规范性与透明度，强化中介机构“看门人”责任、严打腐败、提升定价质量，推动资本市场高质量发展。

(摘自新浪财经, 2026年2月6日)



市场动向 Market Trends

全国首单“智慧+绿色”ABS成功落地

2026年2月,“国海-鑫元-双城增进1期数据资产支持专项计划”顺利完成发行,发行规模达10.4亿元,优先级资产支持证券票面利率为2.70%,全国首单聚焦“智慧城市+绿色能源”领域的数据资产ABS,也是中国西部地区首单数据资产ABS。该项目通过创新融合智慧城市与绿色能源两大领域的数据资产,打通了数据要素资本化的融资渠道,不仅为智慧城市建设注入绿色金融动能,也为绿色能源产业提供了数字化转型的金融支持,实现了数字技术与实体经济的深度协同。

(摘自搜狐网, 2026年2月10日)

全球首单持有型动力电池REITs成功发行

2026年2月10日,“中信证券-蔚能电池持有型动力电池绿色资产支持专项计划(科技创新)”在上交所成功发行,成为全球首单持有型动力电池REITs(持有型ABS)。该项目底层资产为动力电池,即将原本属于车主的电池产权,打包成



金融产品,通过租用模式向车主提供服务,发行规模5.01亿元。该项目的成功发行不仅解决了电池资产的流动性问题,也为新能源汽车的商业模式创新提供了全新范本。持有型ABS的金融结构,使得资本市场能够更高效地参与到电池全生命周期管理中来,促进技术迭代与成本优化。

(摘自财联社, 2026年2月12日)

全国首单“绿色+科创+数币”债券发行

2026年3月10日,无锡华光环保能源集团股份有限公司2026年度第七期绿色科技创新债成功发行,

发行规模3亿元,期限1+1年,为全国首单“绿色+科创+数币”债券。本期债券紧密围绕绿色发展主题,募集资金最终用于生物质能源利用(垃圾热电)类项目,重点聚焦城市生活垃圾资源化处理领域,有效弥补企业在垃圾处理能力,特别是焚烧处理设施方面的不足,全面提升垃圾焚烧技术水平与环境治理成效。预计本期债券募集资金预计可助力企业年替代化石能源量达3.42万吨标准煤,年减少二氧化碳排放量17万吨,真正实现垃圾资源化利用、循环经济发展与节能减排的协同共进,助力生态环境持续优化。

(摘自证券时报, 2026年3月22日)

表1 2026年1月—2026年2月债券平均发行利率 (%)

注:1年期短融及其他券种无债项评级债券信用等级为主体级别,其余券种信用等级为债项级别





2026年2月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈现上升态势。2026年2月，AAA级、AA+级和AA主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.74%、1.82%和1.80%）均较2026年1月（1.76%、1.93%和1.91%）有所下降。

2026年2月，交易所国债3年期到期收益率呈下降态势。2026年2月，3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率（1.86%和2.10%）均较2026年1月（2.01%和2.13%）有所下降。

2026年2月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈现先降后升态势。2026年2月，5年期AAA级、AA+级和AA级中票的平均发行利率（2.09%、2.44%和2.73%）均较2026年1月（2.20%、2.51%和2.93%）有所下降。■

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

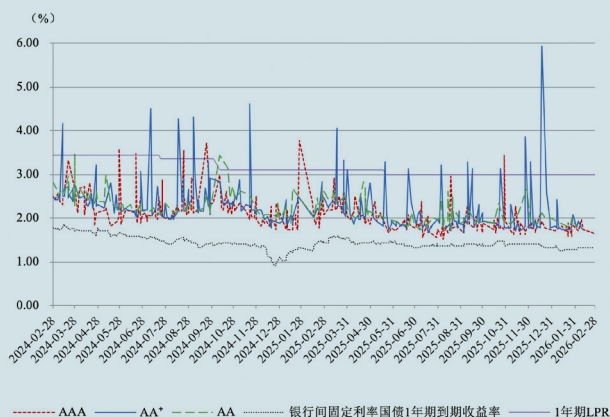


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

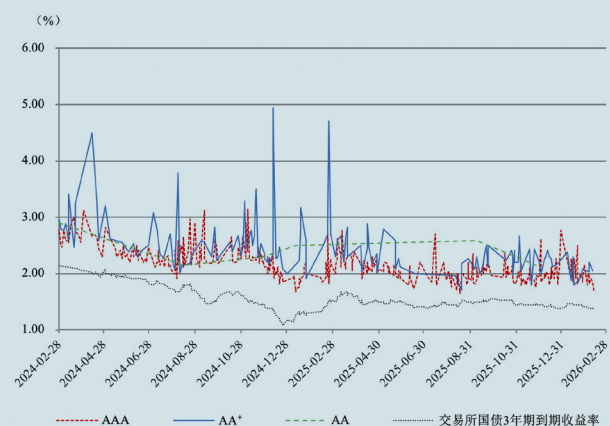
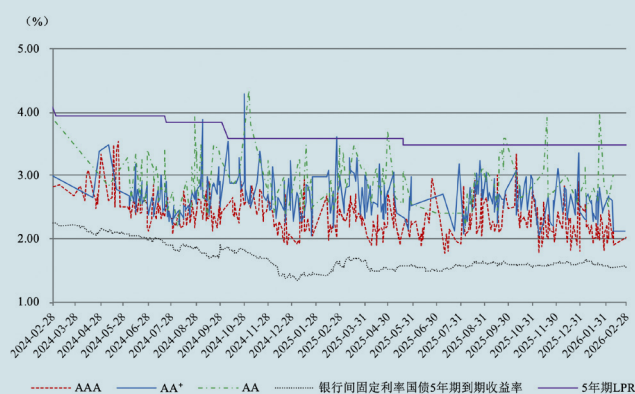


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2023年—2026年2月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2023年	2024年	2025年	2026年2月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	5.4	5.0	5.0	--	--
规模以上工业增加值	4.6	5.8	5.9	--	6.30
固定资产投资总额 (不含农户)	3.0	3.2	-3.8	5.3	1.80
社会消费品零售总额	7.2	3.5	3.7	8.6	2.80
出口总额	0.6	7.1	6.1	4.6	19.2
进口总额	-0.3	2.2	0.5	3.1	17.1
CPI	0.2	0.2	0.0	--	0.8
PPI	-3.0	-2.2	-2.6	--	-1.2
社会融资规模存量	9.5	8.0	8.3	451.4	8.2
M2余额	9.7	7.3	8.5	349.2	9.0
人民币贷款余额	10.6	7.6	6.4	277.5	6.0

注: 1.GDP和规模以上工业增加值的同比增长率为扣除价格因素的实际增长率, 固定资产投资总额和社会消费品零售总额的同比增长率为名义增长率; 2.出口总额、进口总额计价货币为人民币
资料来源: Wind, 联合资信整理

2023年—2026年2月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2023年	2024年	2025年	2026年1—2月	2026年1—2月同比 (%)	2023年	2024年	2025年	2026年1—2月	2026年1—2月同比 (%)
政府债	2366	2224	2654	322	9.90	205924.08	221731.49	265698.86	40695.65	-4.10
国债	192	194	205	27	-12.90	112670.40	123970.61	162797.90	21371.90	-16.37
地方政府债	2174	2030	2449	295	12.60	93253.68	97760.88	102900.96	19323.75	14.50
央行票据	12	13	1	0	-100.00	600.00	1068.40	550.00	0.00	-100.00
同业存单	26903	26507	21913	2631	-22.27	257134.40	314208.20	338172.90	32593.80	-22.89
金融债(人民银行)	1470	1457	1759	106	-63.70	85418.50	90905.00	115206.20	3650.00	-83.81
政策银行债	823	756	932	48	-80.25	54741.20	53696.70	71530.80	2580.00	-86.98
商业银行债	312	317	411	3	-78.57	24402.90	29488.90	35748.70	65.00	-96.96
保险公司债	23	17	27	3	-40.00	1121.70	1175.00	1042.00	70.00	-46.97
融资租赁公司债	12	43	32	5	-28.57	305.00	961.00	640.00	85.00	-39.29
资产管理公司债	3	2	2	0	--	170.00	120.00	130.00	0.00	--
证券公司短期融资券	285	275	326	47	113.64	4529.70	4761.40	5741.70	850.00	180.53
其他金融机构债	12	47	29	0	-100.00	148.00	702.00	373.00	0.00	-100.00
债务融资工具(NAFMI)	9642	10448	9896	1326	-18.10	85799.94	97179.57	95095.89	12332.85	-18.67
中期票据	3189	4872	4977	594	-25.66	29643.97	48647.78	50427.87	4988.65	-39.11
定向工具	1225	1237	1072	158	-17.28	7522.02	6840.46	5726.27	899.94	-7.29
短期融资券	704	658	675	65	-40.91	5300.71	6281.24	5404.57	495.00	-31.36
超短期融资券	4520	3677	3161	509	-1.74	43173.25	35210.09	33092.18	5949.26	13.98
外国政府类机构债	1	0	3	0	--	35.00	0.00	70.00	0.00	--
国际开发机构债	3	4	8	0	-100.00	125.00	200.00	375.00	0.00	-100.00
公司债(证监会)	5809	5390	6650	935	21.90	52866.93	49512.77	58778.17	9123.62	47.29
公募公司债	1779	1971	2428	262	0.38	23742.66	24644.88	30572.41	4464.44	55.48
私募公司债	3590	3283	4114	656	33.88	25358.81	23560.65	27029.42	4481.67	39.22
可转债	142	43	49	7	250.00	1423.60	387.77	648.43	67.81	152.56
可交换债	29	14	26	7	600.00	334.06	319.40	285.50	89.70	348.50
企业债	269	79	33	3	-76.92	2007.80	600.07	242.41	20.00	-64.83
政府支持机构债	21	2	25	4	0.00	1930.00	100.00	1390.00	250.00	25.00
资产支持证券	4785	5702	6593	754	1.89	18773.77	20416.91	23241.86	2260.26	0.54
证监会主管ABS	3667	3780	4439	599	12.17	12058.00	12470.19	14606.11	1758.63	7.35
交易商协会ABN	629	1495	1636	153	-23.88	3220.08	5242.94	5720.53	463.70	-18.28
金监总局主管ABS	489	427	518	2	-60.00	3495.69	2703.79	2915.22	37.93	-10.33
合计	51008	51743	49491	6078	-14.41	708447.63	795122.34	898133.88	100906.18	-23.33

注: 本表统计口径为Wind中截至2026年3月20日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2025年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind



联合资信评估股份有限公司

联合资信评估股份有限公司（简称“联合资信”或“公司”）前身为成立于2000年7月的联合资信评估有限公司，2020年9月17日更为现名。联合资信是目前中国最专业、最具规模的信用评级机构之一，总部设在北京，股东为联合信用管理有限公司、天津联信嘉禾管理咨询合伙企业（有限合伙）。

公司经营范围包括：一般项目：企业信用评级服务；大数据服务；数据处理服务；企业信用调查和评估；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；信息技术咨询服务；业务培训（不含教育培训、职业技能培训等需取得许可的培训）；企业信用管理咨询服务。目前开展的主要业务包括对多边机构、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级。

公司是中国人民银行和中国证券监督管理委员会首批备案通过的信用评级机构，取得国家发展和改革委员会和中国银行保险监督管理委员会（现国家金融监督管理总局）认可，具有从事银行间市场、交

易所市场的资信评级业务资格，是中国银行间市场交易商协会会员单位，中国保险资产管理业协会会员，中国证券业协会会员，中国金融学会绿色金融委员会（GFC）理事单位。

联合资信秉持“专业、尽责、真诚、服务”的理念，致力于为投资者、监管部门提供客观、公正、科学的信用评级结果，服务了一大批国内特大型央企和地方龙头企业，树立了良好的社会形象，赢得了市场参与方的广泛肯定和信任，公信力、权威性和影响力不断提升，在历次债券市场参与者对评级机构的评价活动中名列前茅。联合资信将始终致力于为投资者提供独立、客观、公正的信用评级服务，为投资者的投资决策提供重要参考；真诚、努力地发行人、委托人提供信用评级服务，拓展融资渠道、降低融资成本；致力于为金融债券市场及时揭示信用风险，提供信用风险信息，促进金融债券市场健康发展；致力于研究信用风险运行规律，努力为我国市场经济乃至世界社会经济发展做出重要贡献。



专业 · 尽责 · 真诚 · 服务



联合信用管理有限公司
China Lianhe Credit Information Service Co., Ltd.



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

编辑部: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编: 100022 电话: (010) 85679696 传真: (010) 85679228 Email: lianhe@lhratings.com