

联合

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

2025 APRIL

美国对等关税落地，产生影响几何？
关税博弈狂飙！底层逻辑及行业影响分析
“对等关税”对中国工程机械行业的影响



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2025年中国债市信用风险展望论坛 顺利召开



2025年3月21日下午，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）主办，联合国、联合评级共同协办的“合舟共济——经济复苏周期中的信用策略破局与机遇——2025年中国债市信用风险展望论坛”在北京金融街威斯汀酒店顺利召开。来自银行、证券公司、基金公司等多家机构的近百位嘉宾现场出席了论坛，线上观看人数突破百万人次。

本次论坛着眼于中国债市，放眼全球经济，探讨了国际信用风险、土地财政转型、城投化债、科创企业、中小商业银行转型、中资离岸债券市场等多个热点话题，集从业人员、行业专家、研究学者等数家之言，对中国债市的未来发展趋势进行展望，并对多种信用风险提出了创新性的解决方案和应对思路，获得参会者的广泛好评。

联合资信总裁万华伟先生致开幕辞。万华伟先生表示，2024年，世界百年未有之大变局加速演进，在变乱交织的外部环境下，中国经济稳中有进，增速位居世界主要经济体前列。2024年，我国信用评级机构的评级结果质量有所改善，信用评级的前瞻性显著提高；评

级机构的竞争更加激烈，竞争重心从发行人转向投资人，在开展信用评级主业的基础上，拓展非评级业务；大数据、人工智能、云计算等新一代信息技术快速发展，为信用评级行业的发展带来了新的机遇和挑战；评级行业国际化水平快速提高，中资评级机构将加快布局国际市场，积极争夺国际话语权。

2024年是联合资信第四个“三年规划”的开局之年。在取消强制评级政策不断发酵、评级行业竞争持续加剧的大背景下，联合资信坚持“全面推进”方针，市场占有率明显上升；其中，金融机构发行市场占有率连续四年保持行业第一，地方政府债市场占有率蝉联行业第一，体现了联合资信公信力的价值；2024年，联合资信的三个转型取得了可喜突破，持续完善评级技术体系，不断提升投资人服务水平。2025年是“十四五”规划的收官之年，也是联合资信新“三年规划”的攻坚之年。联合资信将坚持“成为伟大的公信力公司”这一愿景，牢记初心，回归本源，加快业务转型升级步伐，积极争取投资人认可，为成为中国领先、国际有影响力的评级机构不懈奋斗。

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 王蛟龙 申中一 田小卫 冯锐
成斐 任贵永 庄园 刘克东 刘洪涛 刘晓佳 刘晓蒙 刘强 刘颖 刘睿 闫蓉 孙与 孙汝汀 杜洲
李小建 李天娇 李云 李少龙 李为峰 李珍 李晶 杨世龙 杨爽 时南 张永杰 张丽 张连娜 张祎
张勇 张莉 张雪 陈茵 陈剑锋 陈凝 邵天 林青 罗伟成 罗娟 周晓辉 周旭 郑洁 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 高鑫磊 唐玉丽 黄凯伦
鹿永东 韩夷 雷君 谭心远

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

工商业务

刘强 Liu Qiang

13701082612 | liuqiang@lhratings.com

金融业务

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

2025 APRIL

目录

特别策划 Feature

美国对等关税落地, 产生影响几何? P01

联合资信 程泽宇

关税博弈狂飙! 底层逻辑及行业影响分析 P03

联合资信 王妍 王信鑫 吴玥

“对等关税”对中国工程机械行业的影响 P10

联合资信 王煜彤

宏观研究 Macroeconomic Research

2025年全球信用风险八大展望 P12

联合资信 程泽宇 李为峰

经济运行稳中有进, 增长目标如期实现 —— 宏观经济信用观察年度报(2024年年报) P19

联合资信 张振

行业研究 Industry Research

“退平台”对城投企业信用水平的影响 P30

联合资信 黄旭明 徐汇丰

特朗普“重返白宫”对我国天然气进口有何影响? P36

联合资信 蒋旭 张垆

2024年金融控股类企业发债回顾 P38

联合资信 张晨露 张坤 王亚龙

债券市场 Bond Market

2024年债券市场发展报告 P44

联合资信 董欣焱 张岩

2024年小微金融ABS回顾与展望——发行规模显著增长, 参与机构日益丰富 P56

联合资信 王姝琦 张贵婷 李爽

2024年应收账款ABS市场运行情况及发展趋势分析 P62

联合资信 马晓闻 董博 李明

2024年我国债券市场信用风险回顾与展望 P68

联合资信 林青 郝帅 刘晓光 薛逸竹

信用评级 Credit Rating

国际评级行业发展与监管动态报告 P80

联合资信 郝帅 刘晓光 王祎凡 张岩

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P91

违约案例 广汇汽车服务有限责任公司 P92

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P92

市场动向 P93

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P94

宏观经济及债券市场数据 P96



美国对等关税落地，产生影响几何？

文 | 联合资信 程泽宇

当地时间2025年4月2日，美国总统特朗普在白宫签署两项“对等关税”行政令，宣布美国对全部贸易伙伴征收10%的“最低基准关税”，该决定将于美东时间4月5日凌晨生效；并对与美国贸易逆差最大的国家征收更高的个性化对等关税，该决定将于美东时间4月9日凌晨生效。这两项“对等关税”政策出台引发全球资本市场短期震荡，中长期对全球贸易格局和经济发展产生深远影响。

特朗普政府“对等关税”政策以基准关税叠加额外关税的组合模式正式落地，对全球贸易比较优势理论以及产业链“雁阵模式”转移理论造成一定挑战

特朗普政府“对等关税”政策以基准关税叠加额外关税的组合模式正式落地，主要针对对美出口加权平均关税高于进口加权平均关税的前60个国家或地区，其中本次加征关税最高的是以柬埔寨（49%）、老挝（48%）、越南（46%）等为代表的东南亚国家，中国（34%）、印度（26%）、韩国（25%）、日本（24%）以及欧盟（20%）等国家或地区也被加征高昂关税（见图1）。但是特朗普政府的关税政策存在显著的差异化，美国对加拿大、墨西哥等的关税政策存在一定妥协空间，主要是基于三者在边境安全的合作，特朗普政府对加拿大和墨西哥符合《美墨加贸易协定》的商品继续获得关税豁免；美国对关键领域商品施加保护性关税，而非覆盖所有进口商品，金条、铜、半导体、药品等进口品不受“对等关税”约束。

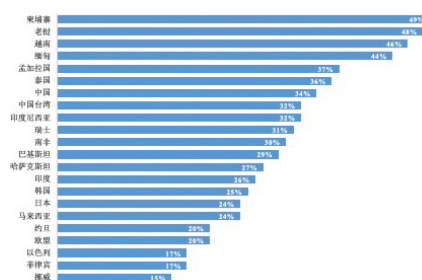
加征关税最重的国家或地区主要集中在东南亚

及东亚地区，主要是因为特朗普政府认为这些国家或地区凭借人口红利以及关税保护等方式对美存在较大贸易顺差。特朗普政府“对等关税”落地后引发亚洲资本市场震荡，越南股指VN指数跌7.5%领跌亚洲市场，日经225指数跌近3%，韩国首尔综指跌超1%。美国一直以来借助美国信用和美元的国际货币地位调配全球自然资源及生产力，自然会按照贸易比较优势理论及产业链“雁阵模式”转移理论发展，部分东南亚国家凭借自身资源禀赋优势而依赖对美贸易，同时承接美国的产业转移而壮大本国的产业实力，但目前美国的贸易保护政策会对全球贸易比较优势理论以及产业链“雁阵模式”转移理论造成一定挑战。

“对等关税”举措是为了配合美国本土制造业复苏以及美国重获军事、生产等核心产业链及核心技术控制权的重要一步，本土化或将取代区域化成为全球供应链重构的主流

2025年特朗普政府重返白宫后，为保障美国“一

图1 美国对其他国家或地区实施的对等关税税率



数据来源：美国白宫，联合资信整理

超”世界地位而愈发强调“美国优先”。特朗普政府表示,掀起全球贸易保护的底层逻辑是美国长期国际收支赤字导致本国制造业外迁以及就业损失,希望保护本国贸易以鼓励制造业回流以及降低对外部产业链的依赖。从更深层角度分析,在美国重塑世界“一超”地位的背景下,从2018年特朗普政府开启贸易战,到拜登政府通过《芯片和科学法案》和《通胀削减法案》,再到特朗普政府重返白宫再启“贸易保护2.0”政策,本质上都是美国借助产业政策与反自由贸易措施来重塑全球产业链及贸易规则,以保障美国在全球产业“零和博弈”中的竞争优势。

尤其是目前全球以人工智能、大数据、云计算为代表的颠覆性创新技术不断涌现,推动信息技术产业、新能源产业、新材料产业等新兴产业快速发展,掌握核心领域的先进技术和供应链成为大国博弈和地缘政治的重要筹码。不难看出,特朗普政府“对等关税”举措是为了配合美国本土制造业复苏以及美国重获军事、生产等核心产业链及核心技术控制权的重要一步。

“对等关税”政策或引发全球供应链重组,出于减少贸易逆差、增加本土就业、提高供应链安全性等目的,美欧等发达国家将继续推动战略性产业和制造业核心环节回归本土,本土化或将取代区域化成为全球供应链重构的主流,此前受益于供应链区域化的一些发展中国家可能会受到一定程度的影响。例如,墨西哥作为美国近岸制造承接地,近年来吸收了大量来自美国和加拿大的外资,其中超五成流向制造业,虽然特朗普政府表示墨西哥暂时免除10%的基准关税以及“对等关税”,但考虑到美国关税的原产地溯源政策,依旧面临部分制造业企业外迁的可能,墨西哥承接美国制造业的趋势可能会有所放缓。

特朗普政府的关税政策短期内打压美元的货币价值,中

长期对美国股市、美债投资或产生一定影响;美国的通货膨胀或再度反弹,对美联储的降息节奏或产生较大扰动,预计美国经济增速在2025年有所放缓

美国长期贸易赤字的本质其实是“特里芬两难”,即美元拥有国际货币地位,其他国家为积累更多美元而凭借自身的资源禀赋开展国际贸易,他国的美元刚需必然需要美国的经常项目逆差来供给美元,而美国可以凭借自身信用享受全球“铸币税”并调动全球大宗商品,也衍生出了“石油美元”体系来巩固美元的国际地位。此外,美国贸易逆差会令交易对手方(国家或企业)将贸易所得美元回流至美国资本市场,并成为美国资本市场发展的重要投资端,该体系维持了美国的金融体系运转和美元的霸主地位。但特朗普政府的关税政策与美元贸易体系存在一定矛盾,短期内打压美元的货币价值,4月3日美元指数下跌近1%,相应欧元、英镑、澳元等非美货币走强;中长期对美国股市、美债投资等产生较大扰动。

特朗普政府的关税政策可能会增加美国的输入型通胀以及成本推动型通胀压力,或导致美国的通货膨胀再度反弹,甚至对美联储的降息节奏产生较大扰动。市场已经对美国的再通胀风险进行提前定价,美国10年期国债收益率在2024年9月美联储首次降息后下探至3.63%,后随着特朗普赢得总统大选而逐步攀升,2025年1月涨幅一度超过110个BP,抹去了美联储开启降息以来的三次降息幅度,并创2023年10月以来新高。2025年1月美国CPI增幅小幅上涨0.1个百分点至3.0%,回升至2023年6月以来高点,预计美联储2025年的降息节奏或因此适当放缓,继续长期保持现有利率中枢,年内或累计降息2次左右。虽然美国经济依旧具有较强韧性,但受贸易保护政策影响,贸易萎缩的影响会逐步传导至企业制造、就业、消费等领域,再加上利率中枢较高拖累,预计美国经济增速在2025年或有所放缓。■

关税博弈狂飙！底层逻辑及行业影响分析

文|联合资信 王妍 王信鑫 吴玥

2025年4月3日，美国总统特朗普宣布“对等关税”政策，对进口自所有国家的商品征收10%的关税，针对中国征收34%的进口关税，并取消小额关税豁免。对此，中国迅速采取包括报复性关税、出口管制等在内的反制措施，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。4月8日，特朗普政府宣布在34%的基础之上再次对中国加征50%的关税。4月9日特朗普表示将对中国关税征收提升至125%。

从特朗普政府综合博弈的政策特点来看，结合上一轮中美贸易摩擦的走势，后续通过中美通过谈判缓和关税摩擦的可能性较高。

特朗普政府“对等关税”政策本质是经济民族主义与地缘战略的混合产物，征收逻辑的本质是以关税为筹码，试探各国底线，寻求对自身最有利的谈判结果。同时差异化豁免与选择性施压策略引发全球产业链“重新站队”，将贸易问题与地缘政治绑定。中国的应对策略既坚守多边主义底线，又通过市场多元化和国际协调构建战略韧性。当前在冲突持续升级与动态博弈格局不断变化的基础上，90天的关税延迟期或将成为缓冲窗口，既为各方保留了核心谈判筹码的存续效力，又构建了战略决策的过渡空间。

对于经济而言，2019年以来净出口对中国经济的拉动作用越趋明显，成为GDP增长的重要支撑，2024年拉动GDP增长1.52个百分点。若特朗普关税持续升级并落地，直接贸易及转口贸易将进一步承压，净出口或由拉动项转为拖累项。对债市而言，“对等关税”的实施将通过“避险情绪+经济放缓”逻辑支撑债市行

情，但货币政策的外溢约束（如汇率、资本流动）可能限制收益率下行空间。对企业信用基本面而言，鉴于中美关税博弈尚处于对峙期初，且呈升级演绎态势，对美出口依存度高的行业或面临出口持续受阻，供过于求格局可能加剧，如轻工制造及纺织服饰业、低值耗材及部分原料药等医药生物业、通信设备制造、汽车零部件及家电等行业信用水平阶段性承压，并沿着产业链向关联影响行业传导。上述行业内，企业议价能力弱且盈利空间窄的企业，亦将面临较大债务压力。

一、“对等关税”政策梳理

北京时间2025年4月3日，美国总统特朗普宣布“对等关税”相关政策并签署总统行政令：4月5日起对进口自所有国家的商品征收10%的关税，4月9日起对进口自中国等约60个国家和地区的产品征收更高的关税，其中对中国产品的“对等关税”税率为34%，并签署额外行政令取消小额关税豁免；4月8日，特朗普政府宣布在34%的基础之上再次对中国加征50%的关税；4月9日特朗普表示将对中国关税征收提升至125%。

整体来看，“对等关税”框架下采用了全面“地毯式”加征关税与“一国一税率”的国别式关税叠加。

“对等关税”公布后各方反应

1. “对等关税”的具体内容

特朗普政府提出的“对等关税”主要包含三个层面：一是国家层面。即对贸易国家征收相等税率，例如A国对美国的进口商品实行100%的进口税率，那么也



将对该国商品征收100%的关税。二是产品层面。即对贸易国家的同等商品征收对等相同的税率。例如A国对来自美国的汽车征收100%关税，那么美国也将对

来自A国的汽车征收100%的关税。三是非关税壁垒层面。这一层主要涉及增值税等非关税内容（见表1）。

其实4月3日以来宣布的“对等关税”并非此次特朗普第二次上任以来的首次关税政策，自2月以来，特朗普政府已多次在国家层面和产品层面上挥舞“关税大棒”，试图以此减少美国贸易逆差，并重构以美为中心的贸易秩序。

2. 各国的反应

针对特朗普政府的“对等关税”政策，多个国家纷纷表明立场，表示将对美国关税进行回应（见表2）。

中国的政策应对

自美国4月3日加征“对等关税”后，中国在4月4日起推出了包括报复性关税、出口管制、立案调查等在内的全面应对措施（见表3）。

回顾上一次中美贸易摩擦（2018年—2020年）

特朗普第二次上台以后对中国实行的关税政策，对比2018年特朗普对中国实施的政策来看，本次“关

表1 特朗普政府上任以来实行的关税措施

类型	国家/产品	主要内容	生效时间
国家层面	中国	1) 2月1日宣布对中国所有商品加征10%关税 2) 3月3日对中国所有商品加征提高至20% 3) 4月3日宣布对中国加征34%的关税 4) 4月8日宣布对中国再次加征50%的额外关税 5) 4月9日宣布对中国关税征收上调至125%	已生效
	加拿大、墨西哥	1) 2月1日宣布自2月4日起，对所有商品加征25%（其中能源和钾肥征收10%）。后延缓至3月4日 2) 3月5日和6日宣布对符合USMCA的商品实施0关税，不符合USMCA加征25%（其中能源和钾肥征收10%）	已生效
	全部贸易国	1) 4月3日宣布，对进口自所有国家的商品征收10%的关税，对部分国家征收“对等关税” 2) 4月9日宣布，对没有以任何形式对美国进行报复的国家实行90天暂停关税计划，在此期间关税降至10%	已生效
产品层面	钢铁、铝	2月10日，宣布对钢铁和铝征收25%关税	已生效
	汽车和汽车零部件	3月26日，宣布对进口美国市场的汽车加征25%	已生效
	铜	2月25日，宣布对铜启动232调查	已生效
	木材、木料及其衍生品	3月1日，宣布启动232调查	已生效

数据来源：联合资信根据新闻整理

表2 各国对美国的“对等关税”的反应

国家/产品	主要内容	生效时间
欧盟	反制	4月9日欧盟成员投票通过对部分美国产品征收25%关税，以对3月12日的关税政策进行反制，该反制措施涉及的商品价值约为210欧元，首批将于4月15日生效
加拿大	反制	尽管美国没有将加拿大列为征收“对等关税”的国家，但仍对加拿大的钢铝、汽车、半导体、木材等征收关税，对此加拿大宣布对美国汽车对等征收25%关税，关税措施将于美国东部时间4月9日生效
日本	协商	4月5日，日方表示强烈敦促美国重新考虑；4月9日日方表示不会以美元国债作为对抗美国关税的措施
新加坡	协商	新加坡总理兼财政部长黄循财表示，美国正在抛弃自己创建的贸易体系，“对等关税”新做法完全违背了世界贸易组织的框架，全球爆发全面贸易战的可能性正在增加，这将对全球经济造成沉重打击，极为依赖贸易的新加坡所受打击会更沉重。新加坡副总理兼劳工部长颜金勇也对美国征税决定“深感失望”
马来西亚	协商	马来西亚总理安瓦尔4月4日在社交媒体上表示，他已与印尼、菲律宾、文莱和新加坡领导人通话，就美国“对等关税”进行讨论和征求意见，协调联合应对措施。
泰国	协商	4月3日，泰国总理佩通坦表示，泰国已经做好一项强有力的计划以应对美国不断加强的关税，并表示希望通过谈判来达到减少关税的目的
韩国	协商	4月8日，特朗普表示与韩国代理总统进行了通话，并透露双方讨论了关税、造船、韩国购买美国液化天然气以及支付美国为韩国提供的重大军事保护费用等内容，韩国承诺不会进行反制
越南	妥协	4月4日，越南表示“愿意与美国谈判，将越南对美国进口的关税将至0%，并要求美国对越南进口商品同样征收0关税”
以色列	妥协	当地时间4月1日晚，以色列政府发布声明称将取消迄今为止对所有自美国进口的商品征收的关税，但美国政府仍宣布对以色列输美商品征收17%的关税。以色列总理在与特朗普会谈后表示，以色列将尽快消除对美贸易赤字

数据来源：联合资信根据新闻整理

税大棒”在强度与广度上均远超2018年（见表4）。
短期内，不排除双方关税政策会进一步升级。但从特朗普政府综合博弈的政策特点来看，结合上一轮

中美贸易摩擦的走势，后续中美通过谈判缓和关税摩擦的可能性较高，但关税影响并不会消失，或将长期对中国外贸企业产生影响。

表3 自2月以来中国对美国关税的反制措施

美国关税政策	中国的反制措施
2月1日，对中国所有商品加征10%	1) 对煤炭、液化天然气加征15%关税 2) 对原油、农业机械、大排量汽车、皮卡加征10%关税 3) 对钨、铀、铋、钼和钢等稀有金属相关产品的出口管制 4) 将美国PVH集团和因美纳公司列入不可靠实体
3月3日，对中国所有商品加征提至20%	1) 对鸡肉、小麦、玉米、棉花加征15%关税 2) 对高粱、大豆、猪肉、牛肉、水产品、水果、蔬菜、乳制品加征10%关税 3) 决定将莱多斯公司等15东美国实体列入出口管制管控名单 4) 决定将特科姆公司等10家实体列入不可靠实体清单 5) 暂停进口美国原木 6) 暂停美国CHS Inc等3家企业大豆输华资质
4月3日，对中国产品实行34%的“对等关税”	1) 对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税 2) 对钐、钆、铽、镱、铒等7类中重稀土相关物项实施出口管制措施，并于发布之日起正式实施 3) 将16东美国实体列入出口管制管控名单，禁止对其出口两用物项 4) 决定将斯凯迪奥公司等11家美国企业列入不可靠实体清单 5) 暂停美国2家禽肉企业产品输华 6) 暂停美国C&D (USA) INC.企业高粱和American Proteins inc.等3家企业禽肉骨粉输华资质 7) 对进口医用CT球管发起超产业竞争力立案调查 8) 对原产于美国、印度的进口相关医用CT球管发起反倾销立案调查
4月8日，对中国再次加征50%的额外关税	1) 4月9日，宣布自2025年4月10日12时起，对原产于美国的进口商品再加征50%关税，加征后对美商品加征关税由34%上升至84% 2) 将护盾人工智能公司等6家美国企业列入不可靠实体清单 3) 将美国光子公司等12家美国实体列入出口管制管控名单
4月9日，对中国关税征收提升至125%	截至发文时，暂未回应

数据来源：联合资信根据新闻整理

表4 上一轮贸易战中中国对美国关税的主要反制措施

时间	美国的关税政策	中国的反制措施
2018/3/1	宣布计划对进口钢铁和铝材全面课征25%和10%的关税	-
2018/3/22	特朗普签署总统备忘录，依据1974年贸易法第301条，宣布对从中国进口的约500亿美元商品加征25%的关税	-
2018/4/2	-	中国对原产于美国的7类128项进口商品中止关税减让义务
2018/7/6	对从中国进口的约340亿美元商品征收25%的关税	对原产于美国的545种商品征收25%的关税，价值340亿美元
2018/8/23	对价值160亿美元的中国商品再征收25%的关税	对价值160亿美元的美国商品再征收25%的关税
2018/9/24	对价值2000亿美元的中国进口商品征收10%的关税	对600亿美元的美国商品征收关税作为回应
2018/12/1	中美在G20峰会上达成90天贸易休战协议，暂停加征关税	
2019/5/10	将价值2000亿美元的中国商品关税从10%提高到25%	-
2019/6/1	-	对原产于美国的价值600亿美元的部分进口商品提高加征关税税率。对2493个税目商品实施加征25%的关税；对1078个税目商品实施加征20%的关税；对974个税目商品实施加征10%的关税；对595个税目商品仍实施加征5%的关税

数据来源：联合资信根据新闻整理

二、具体细节及事件演绎方向

“对等关税”的逻辑本质

特朗普政府提出的“对等关税”政策在国别和产品的征收逻辑上，主要基于贸易逆差规模、战略产业保护、谈判施压需求等原则，同时结合政治与经济盟友关系进行调整。

在国别选择上，美国关税政策对不同国家的具体征收标准呈现出显著的差异性，主要以贸易逆差为导向，通过差异化豁免与选择性施压策略分化盟友。

美国以贸易逆差为导向，对中国、越南等长期顺差经济体实施高关税，其中中国因占美国货物贸易逆差近30%成为重点打击对象，在以芬太尼为由先后两次对中国加征合计20%关税的基础上，又加征34%的“对等关税”并进一步加征50%关税。

同时，政策通过差异化豁免与选择性施压策略分化盟友：北美邻国加拿大、墨西哥因《美墨加协定》获得部分供应链绑定豁免，但保留“若顺差扩大则加税”的灵活条款；韩国、以色列等可通过承诺减少顺差或扩

大在美投资换取豁免；对欧盟则采取“分而治之”，对欧盟汽车加税的同时豁免波兰、匈牙利等东欧国家的钢铁产品，削弱欧盟内部凝聚力。

在产品选择上，美国关税政策对特定产品类别的影响尤为显著，主要体现了战略优先的逻辑。

半导体、电动汽车等“中国制造2025”核心产业被加征34%关税，旨在限制中国技术升级和全球市场份额扩张；钢铁、铝、机械等基础工业品税率提升，推动传统制造业回流。

中方态度的逻辑

面对美国特朗普政府以“对等关税”为核心的单边主义贸易政策，中方展现出“反制与韧性并重”的应对态度，既坚守多边贸易规则底线，同时为后全球化时代的竞争格局积累战略筹码。

通过国际规则框架维护自身权益。2025年4月，中国正式向世界贸易组织（WTO）提起诉讼，明确指出美国单边加征关税的行为违反多边贸易规则，破坏全球贸易体系的稳定性。

明确反制单边主义立场。中国外交部与商务部多次重申“反对贸易保护主义，坚持多边主义”的核心立场，强调“对话协商而非关税壁垒才是解决贸易分歧的正道”，并以“对等关税”调查（如针对美农产品和化工产品）即时回应美方挑衅，展现“奉陪到底”的反制决心。

外贸市场多元化加速推进。2024年中国与东盟贸易额增长9.2%，“一带一路”倡议和RCEP框架下的供应链转移已见成效。企业通过转口贸易等方式规避关税，同时政府推动人民币跨境结算（如与俄罗斯、中东合作），减少美元依赖。

增强内需韧性。国内深化“技术+内需”双轮驱动战略，加大对半导体、电动汽车等关键领域的投入，以技术创新对冲外部封锁压力。

未来演绎方向：在冲突与博弈中寻找谈判平衡点

2025年关税博弈凸显中美战略竞争从贸易向规则制定权延伸。美国试图通过“对等关税”重构全球贸易秩序，而中国通过“以打促谈+内循环升级”组合拳增强韧性。当前在冲突持续升级与动态博弈格局不断变化的基础上，90天的关税延迟期或将成为缓冲窗口，为谈判破冰预留空间，寻找关税博弈未来可能的缓和方向和机会。

冲突升级与反制措施加码。各国报复性关税加码，连锁反应加剧。欧盟成员国9日投票通过首轮对美关税反制措施，主要针对美方钢铝产品征收25%关税。当前中美维持高税率僵局，短期内或难见缓和。

动态博弈下的分化与选择。美国“选择性豁免”与“极限施压”策略引发全球产业链“重新站队”：北美盟友加拿大、墨西哥凭借USMCA获得钢铝关税豁免，但需接受“顺差监测条款”；越南、泰国等对美依赖度高的新兴经济体面临两难困境，越南（对美出口占比27.8%，关税46%）已率先妥协，以开放农产品市场换取关税从46%降至25%，印度则利用“全球南方”代表身份与美谈判，要求豁免纺织、药品关税；欧盟拒绝成

为“地缘棋子”，在对美加税的同时，与中国启动“数字税联合声明”，共同反对美国“数据本地化”要求，同时推进“欧洲电池联盟”建设，试图在电动车供应链上同时减少对中美依赖，展现战略自主倾向。

从“极限施压”到“局部破冰”，谈判仍是解决问题的必经之路。在冲突升级与动态博弈的基础上，特朗普“极限施压”的本质还是以关税为筹码换取规则重塑，试探各国底线，寻求对自身最有利的谈判结果。因此90天的关税延迟期将成为谈判缓冲窗口，既保留了核心谈判筹码的存续效力，又为各方构建了战略决策的过渡空间。此外，中美在部分依赖度较高的行业（如计算机电子、汽车零部件）可能成为谈判突破口，释放缓和信号，避免全面对抗。

三、关税博弈对债市及信用的影响

关税博弈升级演绎抬升经济基本面不确定性

2019年以来净出口对中国经济的拉动作用越趋明显，成为GDP增长的重要支撑（见图1）。2019年以来，中国贸易差额扭转下滑势头持续走高，2024年实现净出口9918.13亿美元。同时，净出口对中国GDP的拉动呈现向好态势，除2023年为负向拖累以外，其余年份均呈正向拉动，2024年拉动GDP增长1.52个百分点（见图2）。在宏观投资拉动效力趋缓，产能及技术出口的背景下，近年来净出口成为中国经济增长的重要支撑。关税冲击经济基本面，净出口或由拉动项转为拖累项。特朗普政府关税大幅开征，且呈现升级演绎态势。参考2018年贸易冲突，若特朗普政府关税持续升级并落地，中国对美出口及转口贸易将进一步承压，导致净出口对经济的贡献由正转负，与内需持续修复的节奏脱钩，全年GDP增速“保5”的挑战进一步加大。

对当前债市的影响

多轮关税博弈将持续扰动债市“避险情绪”，但

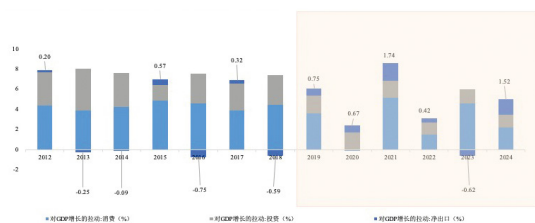
“基本面”将长期支撑债市行情。贸易摩擦加剧经济不确定性，基于基本面走弱预期，投资者或阶段性增配债券类资产以避险，推动债券需求上升。未来关税多轮博弈过程中可能会导致风险偏好的起伏，国内刺激内需政策的推进预期也可能对债市产生一定的扰动。长期看，关税多轮博弈及贸易脱钩预期将持续冲击经济基本面，对国内供给需求造成不利影响，通胀预期降温将长期支撑债市所处有利环境。

不过，当前货币政策仍面临多重掣肘，限制利率债下行空间。首先，外部环境复杂多变，中美货币政策周期未按预期收敛，美联储降息路径存在不确定性，人民币汇率逼近7.4，汇率面临阶段性压力（见图3）。其次，货币政策传导机制不畅，资金在金融体系内流转，难以有效流向实体经济。此外，商业银行净息差持续收窄，银行放贷意愿和能力受限。最后，长债收益率处于历史低位，进一步降息可能引发流动性陷阱，同时需避免债市交易过度拥挤和汇率过度波动。

对企业信用基本面的影响

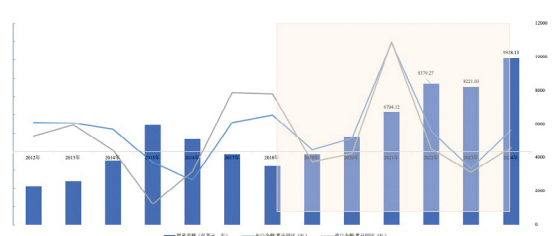
若贸易保护趋势不减，出口持续受阻，供过于求格局可能加剧，重点行业信用水平阶段性承压，并沿着产业链向关联影响行业传导。出口持续受阻会使国内产品积压，供过于求的格局可能加剧，特别对美直接贸易及转口贸易量大的行业。分行业看：轻工制造业及纺织服装业，2024年对美出口额占出口总额比例分别为25%和17%，加上2018年贸易战布局越南、泰国等地的转口贸易额，上述两个行业对美出口依赖度高。医药生物业，2024年对美出口额占出口总额为22%，特别是低值耗材及部分原料药等细分领域有较高依赖度（见图4）。此外，以通信设备制造、汽车零部件及家电等领域，同样面临订单流失和盈利承压的可能。此外，由于行业信用风险不是孤立存在的，基于产业链以及各类经营活动的关联性，行业信用风险存在跨行业传导的可能。根据联合资信发布的《跨行业信用体系建设思路》一文，医药制造、通信服务、汽车及零部件以及家

图1 净出口对GDP的拉动



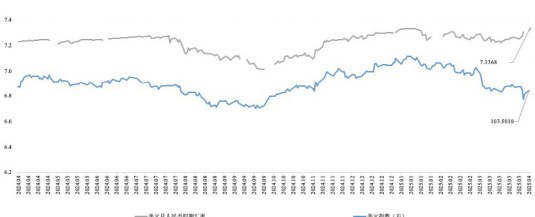
资料来源：Wind，联合资信整理

图2 2019年后贸易差额持续增长



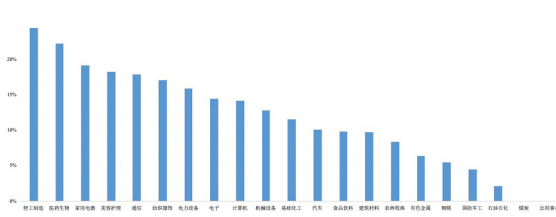
数据来源：Wind，联合资信整理

图3 美元对人民币即期汇率



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 行业对美出口额占出口总额比例



数据来源：Wind，联合资信整理

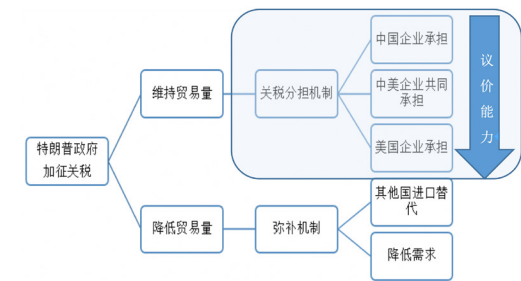


电属于中强型影响力行业，对上/下游关联行业存在一定风险传导可能（见表5）。

企业议价能力弱且盈利空间窄的企业，面临较大

债务压力。特朗普政府关税政策对中美贸易造成冲击，面对关税壁垒，中美贸易链条上的企业将重新平衡进出口产品的量与价。一是对于不可替代的商品，中美企业将试图维持贸易量，转而博弈由谁为加征关税买单，其中分担比例的核心是企业的议价能力，而分担底线则是企业的盈利能力。二是对于需求弹性较高的商品，美国企业或将取消进口订单，转而寻求其他国进口替代，以及调整产品结构进而降低需求，但是由于中国制造业产业链条完整，在高端产品组装、客户定制服务、敏捷制造方面具有比较优势，因此美国企业年内寻求他国进口替代的难度较高。总体看，出口受阻和产能过剩会使企业面临更大的经营压力，尤其是中小企业，其盈利能力下降，债务违约可能性上升（见图5）。

图5 关税博弈阶段中美企业的选择路径



数据来源：Wind，联合资信整理

表5 中强型影响力行业及其主要关联影响行业

主要受影响上游行业	行业名称	主要受影响下游行业
农林牧渔、其他化工	医药制造	公共服务
技术硬件	通信服务	软件和信息化技术
有色金属；钢铁	汽车及零部件	交通运输
有色金属；其他化工；机械制造；电气设备；技术硬件	家电	--

数据来源：联合资信根据新闻整理

“对等关税”对中国工程机械行业的影响

文 | 联合资信 王煜彤

特朗普政府“对等关税”政策以基准关税叠加额外关税的组合模式正式落地

截至当地时间2025年4月2日晚，美国总统特朗普宣布，自2025年4月5日起，将对所有出口至美国的商品征收10%的最低基准关税。同时，自4月9日起，针对贸易逆差较大或被认定为“不公平贸易”的国家加征附加关税，税率根据各国对美综合关税水平（含非关税壁垒）折半计算（见表1）。

该政策包括部分豁免商品类别及区域：（1）钢铝铜制品、汽车及零部件、药品、半导体、化工及能源产品等不适用新增“对等关税”，但需遵守原有关税条款；

（2）加拿大、墨西哥符合《美墨加协定》的商品暂时豁免基准关税和对等关税，包括满足相应原产地规则和贸易优惠条件的汽车及零部件、农产品与食品、纺织品与服装、以及电子产品与机械设备。

国务院关税税则委员会于4月4日果断采取多项反制措施，宣布自4月10日起，对原产于美国的所有进口

商品加征34%关税。

4月8日（当地时间），美国总统特朗普宣布对中国输美商品加征关税税率由34%提至84%。4月9日，国务院关税税则委员会宣布，自4月10日12时01分起对原产于美国的所有进口商品加征84%关税。

4月9日（当地时间）美国总统特朗普再次宣布，立即对超过75个国家暂停加征“对等关税”90天，同时将对华关税提至125%。

近年来中国工程机械产品出口金额保持增长，其中“一带一路”沿线国家出口表现突出，对美出口份额下降。

目前中国工程机械企业对美敞口有限，整体风险可控

近年来中国工程机械产品出口金额保持增长，其中对“一带一路”沿线国家出口增长趋势明显（2023年出口额210.55亿美元，同比增长24.1%，占总出口额的47.2%），对美出口份额下降。受美国加征关税政策影响，中国企业对美出口成本显著增加，目前对美国出

表1 部分国家的关税清单

国家	对等关税税率	国家	对等关税税率
中国	34%	印尼	32%
欧盟	20%	泰国	36%
日本	24%	马来西亚	24%
巴西	10%	越南	46%
英国	10%	菲律宾	17%
瑞士	31%	沙特阿拉伯、卡塔尔	10%
印度	26%	南非	30%

资料来源：根据公开资料整理

口在中国工程机械出口中占比约7%~8%，且主要企业（如三一重工、中联重科、徐工机械等）对美业务敞口普遍低于5%，整体风险可控。

美国本土企业或将受益，同时可能加剧工程机械行业的全球竞争。中国工程机械企业进行海外产能布局及新兴市场拓展，能有效分散风险

美国本土品牌卡特彼勒和约翰迪尔合计占据美国52%的市场份额，高关税将进一步巩固本土品牌的市场地位。欧洲、日韩企业因同样面临美国关税压力，可能加剧全球其他市场的竞争。

三一重工在北美设立工厂，可覆盖当地市场需求；中联重科、恒立液压在墨西哥（享受北美自贸区关税豁免）和巴西设立工厂，本地化生产液压件、高空作业平

台等产品，覆盖北美及南美需求。南美、中东、东南亚需求增长显著（如印尼迁都计划推动基建需求），2024年南美市场增速超45%，东盟出口量已超欧美。通过“一带一路”合作，深化与印尼、印度等国的工程承包和投资，或将扩大市场份额，有效分散风险。

短期压力与长期机遇并存

美国加征关税短期内将导致中国工程机械对美出口下降，但业内主要企业通过海外产能布局和新市场拓展等方式有效分散风险。长期来看，“对等关税”倒逼行业向高端化、全球化转型，叠加内需刺激与“一带一路”机遇，中国工程机械行业有望在重构的全球产业链中占据更主动地位。未来竞争焦点将转向技术创新与本地化服务能力，而非单一市场的得失。///



2025年全球信用风险八大展望

文 | 联合资信 程泽宇 李为峰

一、地缘政治冲突仍是2025年全球面临的重大风险

俄乌冲突至今已持续三年时间，局势愈发复杂多变，特朗普重返白宫成为影响俄乌走向的最大“变量”，预计俄乌地缘政治风险或有所趋缓。俄乌冲突走向最终取决于大国间的博弈，之前的拜登政府主张全球再平衡战略，依旧希望借助乌克兰这枚棋子加大对俄罗斯的孤立和打压，再加上传统中立国芬兰已正式加入北约，从芬兰到波罗的海三国再到乌克兰，使得北约“围堵”俄罗斯的链条将趋于完善。目前，随着特朗普政府重返白宫，大概率会从中调和以加速俄乌和平谈判的进程。2025年2月12日，美国总统特朗普分别与俄罗斯总统普京和乌克兰总统泽连斯基通电话，这是俄乌冲突爆发以来美俄首次进行最高级别的直接接触；2月18日美俄在没有欧盟和乌克兰参与的背景下在沙特展开首轮和谈，考虑到俄乌冲突对欧盟国家的冲击更为直接，但目前特朗普政府的争端解决机制并未引入欧盟并考量其利益，引发欧盟国家的不满，预计会对俄乌冲突的和谈进程产生一定制约。

中东地区的地缘政治风险虽有所缓和，但深层次矛盾依旧严峻。虽然2025年1月15日以色列和哈马斯达成停火协议，但冲突地区仍面临重建资金短缺、基础设施受损严重等问题，尤其是特朗普政府曾提出美国应接管加沙地带并驱逐巴勒斯坦人的观点，深层次矛盾引发的仇恨难以在短期内化解，依旧存在风险升级的可能。巴以冲突的外溢效应已经延伸至伊朗，伊朗与以色列之间的冲突长期通过“影子战争”的形式存在，

但2024年10月以色列对伊朗发动空袭，标志双方冲突的公开化和升级化。再加上伊朗支持的叙利亚萨德政府在2024年11月被反对派迅速推翻，使得伊朗失去了重要的战略缓冲带，其在中东的影响力遭到削弱。此外，特朗普政府对伊朗采取“极限压制”政策，严格限制伊朗石油出口，并可能采取军事行动打击伊朗的核设施，存在冲突升级的风险。

除此以外，朝鲜半岛局势、南海局势、伊朗核问题等也可能在2025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。

二、贸易保护主义卷土重来或将对全球经济造成较大扰动

美国对欧盟、加拿大以及墨西哥等的关税政策存在一定妥协空间，美国对欧盟的主要诉求在于提高军费开支以及解决俄乌问题，如果欧盟达到军费以及地缘政治方面的意见，则有可能暂缓或减少加征幅度；美国对加拿大和墨西哥的诉求主要在于边境安全，为此加拿大承诺实施一项价值13亿美元的边境计划以保护美国边境安全，墨西哥将派遣1万名国民警卫队人员加强北部边境巡逻以防止毒品贸易，因此美国宣布推迟30天对两国的关税加征。另一方面，美国的关税加征细则或向转口贸易大国扩展。后续美国关税政策可能会更加关注“转口贸易”限制，要求美国海关与边境保护局加强对进出口商品的原产地真实性查验，加强对生产零部件占比审查等方式执行，对于境外设厂规避贸易风险的公司产生较大影响。

对美国而言,美国长期贸易赤字的本质其实是“特里芬两难”,即美元拥有国际货币地位,其他国家为积累更多美元而凭借自身的资源禀赋开展国际贸易,美国便可以享受全球“铸币税”并获取实物资源,该体系维持了美国的经济地位和美元的霸主地位,而贸易保护政策与美元贸易体系存在一定矛盾。另一方面,特朗普政府的关税政策可能会增加美国的输入型通胀以及成本推动型通胀压力,或导致美国的通货膨胀再度反弹,甚至对美联储的降息节奏产生较大扰动。

对全球而言,美国贸易保护或拖累全球经济增长,假设美国对全球全面加征10%关税,我们预计5年内全球贸易量可能平均降低5%,贸易萎缩的影响会逐步传导至企业制造、就业、消费等领域,全球经济增速可能会因此平均降低2个百分点。另一方面,特朗普的关税政策对以世贸组织为核心的多边贸易体系构成严重冲击,可能导致多边贸易谈判陷入僵局,全球贸易争端解决机制面临更大阻力。

三、全球央行货币政策有望持续宽松,但节奏或因通胀反弹而放缓

2025年特朗普政府重返白宫,考虑到特朗普政府同样希望降低利率以激活企业投资和居民消费的活力,因此美联储的货币政策走向大概率会继续保持宽松。但由于特朗普的关税政策具有较大的不确定性,具体进出口商品的价格弹性不同,加征关税所产生的负担影响也较为复杂,对美国再通胀压力的影响或难以完全避险和缓释。市场已经对美国的再通胀风险进行提前定价,美国10年期国债收益率在2024年9月美联储首次降息后下探至3.63%,后随着特朗普赢得总统大选而逐步攀升,2025年1月涨幅一度超过110个BP,抹去了美联储开启降息以来的三次降息幅度,并创2023年10月以来新高。2025年1月美国CPI增幅小幅上涨0.1个百分点至3.0%,回升至2023年6月以来高点,

预计美联储2025年的降息节奏或因此适当放缓,继续长期保持现有利率中枢,年内或累计降息2次左右。

欧洲央行需要考虑欧元区的经济表现而制定货币政策,欧元区经济较美国更加疲软,再加上德法等核心经济体受政治动荡拖累需求疲弱,欧洲央行需要继续采取宽松的货币政策,1月30日欧洲央行宣布将欧元区三大关键利率下调25个BP。考虑到美国的贸易保护政策以及劳动力成本上涨等因素,欧盟通胀压力有一定反弹可能,2025年1月欧元区的调和CPI同比增幅录得2.5%,其中服务业通胀仍居高不下(约4%),成为抑制通胀达标的核心障碍。预计2025年欧洲央行的货币政策将保持“中间策略”,即在控制通胀与刺激经济增长之间寻求动态平衡,年内或累计降息3次左右。

为防止经济走向过热、释放汇率贬值压力以及增加债券市场的流动性,日本央行采取较为温和谨慎的政策调整方式,沿着“调整收益率曲线控制(YCC)政策、退出YCC政策、退出负利率政策”的步骤,稳步走向货币政策正常化的道路。2024年3月,日本央行决定结束YCC政策,同时将政策利率由-0.1%提高至0%~0.1%区间,并停止购买交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金,这是日本央行近17年来首次加息,标志着日本维持了约11年的超宽松货币政策开始走向正常化。同年7月,日本央行宣布将目标政策利率从0%~0.1%区间上调至0.25%,继续收紧货币政策。由于日本央行将2024财年核心CPI预期涨幅从2.5%上调到2.7%,2025年1月日本央行将目标利率从0.25%上调至0.50%,这是自2007年以来最大单次加息幅度,利率升至2008年10月以来的最高水平。此外,由于市场预计日本央行利率将继续攀升,日本10年期国债收益率近期已经飙升至1.357%(截至2025年2月14日)。预计2025年内日本央行将继续加息,将目标利率抬升至1%左右。

美联储货币政策对全球主要央行起到锚定作用,瑞士央行、加拿大央行、中国香港金管局、科威特央行、巴林央行、阿联酋央行、卡塔尔央行等已经纷纷采

取降息举措, 预计2025年这些央行会跟随欧美央行节奏继续保持货币宽松政策。但是, 部分新兴经济体的货币政策存在一定差异性, 为应对国内的通胀压力或本币贬值压力, 俄罗斯央行在2024年10月加息200个BP, 巴西央行在2024年10月加息50个BP。预计2025年部分新兴经济体央行会继续保持加息节奏, 与欧美等主要经济央行的货币政策呈现一定分化。

四、全球经济有望保持复苏态势

在经历2024年全球大选年后, 全球主要经济体的政治格局出现一定变化, 尤其是特朗普重返白宫对全球地缘政治以及大国博弈产生较大影响, 其贸易政策以及科技及供应链保护可能会给全球经济增长带来较大不确定性。但另一方面, 考虑到欧美等全球主要央行将继续采取宽松的货币政策以及鼓励产业升级及技术创新, 再加上通胀环境的改善有助于激发企业投资和居民消费活力, 对经济增长形成有利支撑, 预计2025年全球经济或继续保持在3%左右, 其中发达经济体经济增速或保持在1.8%左右, 新兴经济体经济增速或保持在4.2%左右(见图1)。

展望2025年, 美国经济仍具有较强韧性, 高新技术创新和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增长。另

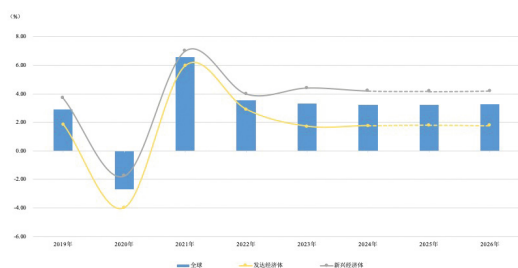
一方面, 特朗普政府的贸易保护政策或放缓美联储的降息节奏, 依旧较高的利率中枢加剧了企业的经营负担, 2025年1月美国中小企业乐观指数细项中增加库存、经济向好预期、实际销售走高预期、信贷形势预期以及盈利趋势均为负值, 且各指标较去年12月进一步走弱, 美国中小企业贡献了约50%的就业和75%的税收, 中小企业的收缩将会在6~12月反映在美国经济表现和劳动力市场上。预计美国2025年经济增速将回落至2.0%~2.3%左右, 较2024年的经济增速(2.8%)小幅下降。

考虑到欧洲央行会在2025年延续降息周期, 并辅以定向流动性工具(如TLTRO)支持绿色转型和中小企业融资, 金融条件改善有望缓解企业融资压力, 起到提振消费和投资需求的作用。此外, 西班牙、荷兰等国成为区域内的新增长亮点, 抵消了德国、法国等核心经济体的表现疲软。预计2025年欧盟经济增速将小幅回升至1.2%左右, 较2024年的经济增速(0.8%)实现温和复苏。

为配合“安倍经济学”的实施, 日本政府常年采取扩张型财政政策, 尤其是新冠疫情暴发后, 日本政府先后通过了总规模达235万亿日元(约合2.1万亿美元)的紧急经济救助计划, 促进经济稳步复苏。2024年日本劳动力市场转暖, 出现了工资成本推动型温和通胀, 叠加食品及住房等价格走高, 粘性通胀支撑日本物价保持高位, 2024年日本CPI同比增幅为2.7%保持温和通胀, 意味着日本经济呈现“经济复苏—工资上涨—温和通胀”的良性循环。若工资—价格螺旋机制持续, 日本有望摆脱“失去的20年”通缩阴影, 成为依赖内需驱动的“正常”经济体。预计2025年经济增速将回升至1%左右, 但人口老龄化、劳动力短缺及生产率提升瓶颈仍是日本所面临的长期挑战。

展望2025年, 中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性, 在高新技术快速突破以及房地产行业企稳的背景下固定资产投资增速可能回升, 出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元

图1 全球及各主要经济体实际GDP走势



数据来源: 联合资信整理

计价的正增长,但美国贸易保护主义可能会对外贸和制造业生产造成一定拖累。预计中国全年经济增长将维持在5%左右。

印度经济强势增长主要依托于人口红利和深度参与国际供应链,庞大的人口规模为印度提供了廉价的人口红利和消费市场,同时借助中美之间经济“脱钩”和中国产业链升级的机会,吸引了全球大量产业向印度转移。此外,印度政府采取了一系列积极的改革举措,包括鼓励科技驱动和知识驱动型经济发展,财政预算优先集中在基础设施建设、促进绿色增长和金融部门等领域,提高个人所得税免税上限并降低税率等,这些措施将有助于促进出口并推动国内制造业发展。预计2025年印度经济增速将保持在6.5%左右,继续保持全球经济增长的火车头地位。

在新兴经济体中,阿根廷的表现预计较为亮眼。阿根廷米莱政府上台后大刀阔斧的对阿根廷经济展开“休克疗法”,通过主动将官方汇率贬值超过50%,起到平衡国际贸易收支以及积累外汇储备的作用。米莱政府采取紧缩的货币政策,2023年11月将基准利率抬升至133.5%,并减少货币超发,从供给端控制流动性,同时鼓励经济“美元化”并逐步放开国际资本自由流动,起到平缓汇率波动以及吸引外资的作用。米莱政府通过精简国家机构、推进国企重组、特许经营领域私有化、放松出口限制等举措减少政府对市场的干预。米莱政府的改革举措有助于释放阿根廷经济活力,预计2025年经济增速或回升至5.0%。

五、扩张性的财政政策有望在全球成为主流

展望2025年,在经济增长不确定性加大及货币政策宽松进度可能放缓的情况下,扩张性的财政政策将成为全球更多政府的选择。从发达经济体来看,特朗普政府上台后其财政政策核心是对内大规模减税,尽管加征关税、驱逐非法移民、缩减政府编制等措施有望

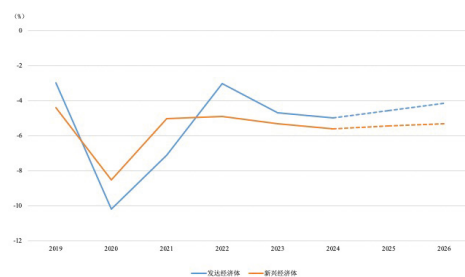
在一定程度上抵消减税政策带来的影响,但预计美国财政赤字率仍将维持在7%左右的高位;以法国、德国为代表的欧洲主要国家近期因财政预算问题出现政局动荡,给欧元区财政平衡带来较大不确定性,“财政纪律”面临挑战,其中法国财政赤字率或将维持在6%左右的高位;日本政府2025年财政预算总额创历史新高,但财政状况有望在经济表现良好及企业利润提升的支撑下得到显著改善,财政赤字率有望收窄至3%左右。

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,财政赤字率有望提升至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,财政赤字率有望维持6%以上的较高水平。

综合来看,预计2025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均有望保持在5%左右的相对高位(见图2)。

扩张性的财政政策将推动全球政府债务水平持续提升,同时也对债务可持续造成挑战。具体来看,截至2025年2月12日,美国联邦政府的债务总额已达到36.22万亿美元,超过债务上限设定的36.1万亿美元。预计后续美国政府或将再度提高甚至有可能取消债务上限,政府债务规模仍有进一步扩大的可能;欧洲央行在2025年有望持续降息,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

图2 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

的部分欧洲国家政府债务水平有望持续走高；此外，包括中国、巴西、沙特、南非等国在内的广大新兴经济体政府债务水平也存在上升的可能（见图3）。

另一方面，扩张性的财政政策还会对国债收益率产生显著影响。大规模的政府债务发行会增加市场上的债券供给，从而对国债收益率产生上行压力。此外，高政府债务水平可能导致市场对政府偿债能力的信心减弱，投资者要求更高的风险溢价，从而推动国债收益率的进一步上升。对于美国等主要经济体而言，国债收益率的高位运行可能在较长时期内持续，这将对全球经济和金融市场产生深远影响。

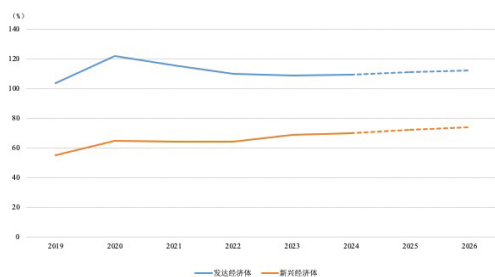
六、主要大宗商品价格走势或将出现明显分化

黄金作为一种避险资产，近年来在地缘政治风险高企的背景下，其价值愈发凸显。2024年，受全球经济不确定性增加、地缘政治紧张局势加剧及投资者避险情绪高涨等因素影响，黄金价格总体延续了2023年的涨势，全年大幅上涨约27%至2600美元/盎司左右，且连续多次创下历史新高。展望2025年，黄金价格在地缘政治风险高企及美联储降息预期的影响下有望维持强势地位，但涨幅或将有所放缓。具体而言，地缘政治风险高企及特朗普政策的不确定性将使得黄金的避险属性持续凸显，新兴市场国家央行及各国投资者对于购买黄金的需求有望维持高位，为黄金价格提供有力

的支撑。另一方面，美联储的降息预期将降低持有黄金的机会成本，从而增强黄金的吸引力，但美国通胀反弹可能会使美联储降息节奏放缓，或将压制黄金价格进一步走高。此外，去中心化货币（如比特币）地位不断提升也将对黄金价格造成一定扰动。综合来看，预计2025年黄金价格仍有望维持涨势，且很有可能突破3000美元/盎司大关（见图4）。

自2022年俄乌冲突爆发后创下近130美元/桶的高点后，国际原油价格近年来总体呈波动下行态势，2024年则在80美元/桶附近小幅波动，平均价格较上年降低了2美元左右。展望2025年，特朗普的能源政策或将对原油市场产生深远影响。特朗普上任之后立即宣布进入国家能源紧急状态，撤销环境保护措施，大力发展石油和天然气产业。这一系列政策或将显著增加美国的原油供给，进一步加剧全球能源市场的供给过剩局面。此外，特朗普还曾两次公开敦促OPEC+降低油价，但OPEC+仍保持谨慎。未来沙特、俄罗斯等核心成员国通过减产协议支撑油价的意愿和能力仍是影响原油供给的重要因素，俄乌冲突、巴以冲突等地缘风险事件的走势也将给原油供给造成一定扰动。从需求端来看，贸易战重启将对原油需求产生负面影响，可再生能源、电动汽车的普及以及各国碳中和政策的持续推进或将进一步抑制原油需求。在上述因素共同作用下，预计2025年国际原油价格将持续承压，布伦特原油价格大概率将在每桶60美元至80美元之间波动（见图5）。

图3 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4 COMEX黄金期货价格走势



数据来源：IMF，联合资信整理

七、气候风险或将更加突出，全球ESG主流化趋势仍不可阻挡

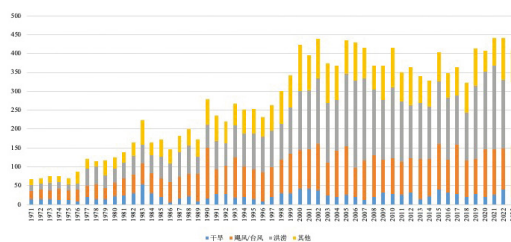
近年来，全球气候问题日益严峻，全球每年发生自然灾害（包括干旱、洪涝、飓风/台风等）的频率已从上世纪70年代的100起左右大幅上升至近年的400起左右。2024年全球经历了有记录以来最炎热的一年，同时伴随着极端天气事件频发，从年初非洲南部和中美洲的持续干旱，到年末西班牙的灾难性暴雨和北美东海岸接连发生的致命飓风。2025年伊始，洛杉矶特大山火燃烧半月有余，烧毁超过12000座建筑，是美国历史上损失最严重的自然灾害事件之一。极端天气事件导致的经济损失不断增加，使得保险赔付压力巨大。以洛杉矶大火为例，总损失可能接近500亿美元，保险公司需赔付超过200亿美元。随着类似事件的增多，保险公司可能提高保费或退出高风险地区业务，甚至可能导致一些保险公司破产，进而引发金融市场的动荡。从中长期来看，气候变化引发的极端天气事件可能导致局部地区的经济活动停滞，进而影响到全球供应链的稳定。如果多个高风险地区经济同时受到冲击，可能会引发全球金融市场的连锁反应（见图6）。

近年来，受监管趋严、反ESG情绪上升等因素影响，全球ESG投资趋势出现一定退潮迹象，ESG债券发行规模、ESG主题基金等均出现不同程度的缩水。具体来看，根据MainStreet Partners的数据，全球绿色、

社会和可持续债券（简称“GSS债券”）在2021年创下逾1万亿美元的历史新高后随即出现明显下跌，近两年则呈缓慢增长态势。另据晨星的数据，截至2024年9月底，全球可持续基金规模达到近3.3万亿美元，尽管较2023年底增长约10%，但据2021年9月底创下的近4万亿美元高点仍有较大差距；另一方面，2024年前三季度全球可持续基金吸引资金流入规模同比减少逾四分之三，全球新发可持续基金也同比减少了近一半，均显示出全球投资者对ESG投资的热情有所减退（见图7）。

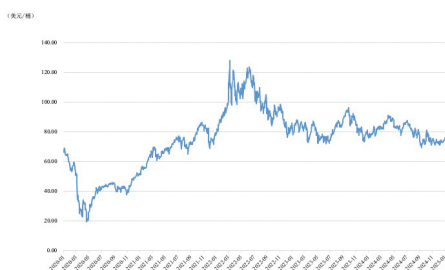
展望2025年，特朗普在上任后立即宣布进入国家能源紧急状态，结束拜登政府“绿色新政”，退出“巴黎气候协定”，同时推出加大传统能源开采、撤销电动车优惠政策等政策。这种政策转向与ESG倡导的可持续发展理念背道而驰，可能会削弱美国在可再生能源和环境保护方面的努力。另一方面，由于未来经济增长的不确定性加大，部分企业和投资者可能更

图6 全球自然灾害发生频率走势（单位：次）



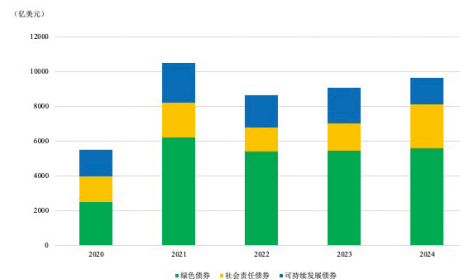
数据来源：OurWorldinData，联合资信整理

图5 布伦特原油期货价格走势



数据来源：Wind，联合资信整理

图7 全球GSS债券发行走势



数据来源：OurWorldinData，联合资信整理

关注短期经济利益，而非长期的可持续发展目标。在此背景下，一些传统能源企业和高碳排放行业可能会因ESG标准的限制而面临融资困难，从而推动反ESG浪潮的兴起。

但从中长期来看，随着技术的进步和成本的降低，可再生能源在全球能源结构中的占比预计将持续上升。根据国际能源署（IEA）发布的报告，2025年可再生能源发电量将占全球总发电量的三分之一以上，首次超过煤炭成为全球最大的发电来源。另一方面，尽管反ESG浪潮可能会在部分国家延续一段时间，但在全球气候风险持续上升的背景下，预计全球大多数国家对可持续发展的重视程度将不断提高，再加上监管机构不断完善ESG相关的法规和标准，预计将有越来越多的企业和投资者更加积极地践行ESG理念，全球ESG主流化趋势仍不可阻挡。

八、全球供应链重构或将加速，新一轮科技革命和产业变革蕴含着巨大的机遇和挑战

近年来，全球供应链的布局不再仅仅基于成本和效率的考量，而是更加注重安全和政治因素，呈现出区域化及多元化的发展态势。具体而言，美国等国家大力推进“近岸外包”，支持本国企业加大在周边邻国生产布局，缩短供应链距离。《美墨加协定》《区域全面经济伙伴关系协定》等大型自贸协定的实施加强了区域内国家间的产业分工联系，全球供应链区域化发展态势更为明显。与此同时，跨国公司为了降低供应链风险，减少对单一国家或地区的依赖，加快了供应链多元化布局的步伐。

展望未来，随着特朗普上台后重启“贸易战”，全球供应链重构或将加速。具体而言，出于减少贸易逆差、增加本土就业、提高供应链安全性等目的，美欧等发达国家将继续推动战略性产业和制造业核心环节回归本土，本土化或将取代区域化成为全球供

应链重构的主流，此前受益于供应链区域化的一些发展中国家可能会受到一定程度的影响。例如，墨西哥作为美国近岸制造承接地，近年来吸收了大量来自美国和加拿大的外资，其中超五成流向制造业，但随着特朗普上台后宣布对来自加拿大和墨西哥进口商品征收25%的关税，或将促使美国部分制造业企业回归本土生产，墨西哥承接美国制造业的趋势可能会有所放缓。

近年来，以人工智能、大数据、云计算为代表的颠覆性创新技术不断涌现，推动信息技术产业、新能源产业、新材料产业等新兴产业快速发展，同时这些新技术与传统产业深度融合，推动传统产业向智能化、绿色化方向转型升级。

展望2025年，全球各国在新兴科技及产业方面的投入有望不断加大，各国之间的竞争也将日趋激烈，尤其是在人工智能（AI）领域。具体来看，特朗普上台后随即推出了规模高达5000亿美元的“星际之门”计划，旨在通过加强AI基础设施建设巩固其全球科技领导地位。另一方面，中国AI初创公司DeepSeek的横空出世有望打破美国在AI领域的垄断地位，中美之间的大国博弈或将迈入新的阶段。

另一方面，AI技术的未来发展可能面临诸多风险和挑战：一是深度发展及应用带来的不确定性。尽管AI技术在近年来取得了显著进展，但随着技术的不断深化，其发展速度可能逐渐放缓。此外，AI技术发展还可能带来社会与伦理问题（例如传播虚假信息、侵犯隐私等）、技术失控与安全风险等。二是AI泡沫存在破灭的可能。当前，AI领域的投资热潮导致相关企业估值大幅上升，但这种增长可能并不完全基于实际价值，也无法与实际盈利能力相匹配。一旦AI领域的巨额投入无法证明其合理性或取得明显经济成效，又或是监管政策调整对AI行业的发展造成重大影响，AI泡沫有可能像2001年的互联网泡沫那样出现破灭，从而对全球金融市场及实体经济造成冲击。///

经济运行稳中有进，增长目标如期实现

——宏观经济信用观察年度报（2024年年报）

文|联合资信 张 振



严重干扰全球货物、服务和资金往来，外部环境变化带来的不利影响可能会加深，但是我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有变，经济高质量发展大势也没有变，有利条件强于不利因素。2025年经济增长目标依然有能力保持在5.0%左右，关键是稳楼市股市，提振通胀预期，加快化解地方政府债务风险。要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能，用好超长期特别国债，加大力度推进“两重两新”工作。

一、宏观经济与行业运行情况

2024年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。2024年，面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳、稳中有进。初步核算，全年国内生产总值1349084亿元，按不变价格计算，比上年增长5.0%。分季度看，一季度国内生产总值同比增长5.3%，二季度增长4.7%，三季度增长4.6%，四季度增长5.4%。受多方面因素影响，2024年一季度国民经济开局良好，二季度、三季度增速放缓，PMI出现大幅下滑，社会预期不稳。对此，9月26日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度GDP同比增速明显回升。此次宏观调控提出稳楼市股市的政策方针将在未来很长时间提振市场信心。

展望2025年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025年是“十四五”规划的收官之年，美国新政府奉行孤立主义

生产端：工业生产增势较好，现代服务业发展良好

工业生产增势较好，装备制造业和高技术制造业增长较快。2024年，工业生产稳步加快，产能利用率逐季回升，工业品出口较快增长，制造业高端化、智能化、绿色化发展不断取得新成效。2024年全国规模以上工业增加值比上年增长5.8%。分三大门类看，采矿业增加值增长3.1%，制造业增长6.1%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长5.3%。装备制造业增加值增长7.7%，高技术制造业增加值增长8.9%，增速分别快于规模以上工业1.9个百分点、3.1个百分点。分产品看，新能源汽车、集成电路、工业机器人产品产量分别增长38.7%、22.2%、14.2%。分季度看，一、二、三、四季度增加值同比分别增长6.1%、5.9%、5.0%、5.7%。四季度，规模以上工业增加值同比增速比三季度加快0.7个百分点。其中，设备更新政策带动下规模以上装备制造业增加值增长8.1%，比三季度加快1.1个百分点。产能利用状况也在改善，四季度规模以上工业产能利用率76.2%，比三季度提高1.1个百分点。全年工业产

品出口积极因素增多,对工业高增速起到关键作用。2024年,全国规模以上工业企业实现出口交货值较上年增长5.1%,2023年为同比下降3.9%。分季度看,2024年一、二、三、四季度出口交货值同比分别增长0.8%、5.2%、5.3%、6.6%,增速自2023年二季度起已连续7个季度回升。积极因素一方面是中国工业品国际竞争力不断提升,另一方面是2025年国际贸易不确定性加剧了贸易商在2024年补库存动力。关税不确定性提高对于2025年工业增速带来不利因素,因此国内新能源车和绿色能源的消费能力需要进一步提高。

服务业持续增长,现代服务业发展良好。2024年,服务业经济实现较快增长,转型升级成效明显,市场预期持续改善,向好态势持续显现。2024年服务业增加值比上年增长5.0%。其中,信息传输、软件和信息技术服务业,租赁和商务服务业,交通运输、仓储和邮政业,住宿和餐饮业,金融业,批发和零售业增加值分别增长10.9%、10.4%、7.0%、6.4%、5.6%、5.5%。四季度以来,随着政策组合效应持续释放,市场预期和信心明显改善,资本市场、房地产市场出现积极变化。股票成交较为活跃,推动房地产市场止跌回稳政策效果显现。四季度,服务业增加值同比增长5.8%,比三季度加快1个百分点。其中,批发和零售业、交通运输仓储和邮政业、金融业增加值分别增长5.7%、7.9%、6.5%,分别加快0.7个百分点、1.3个百分点、0.3个百分点,房地产业增加值由三季度下降1.2%转为增长2%,由负转正。中国高水平对外开放持续推进,中国服务贸易快速扩张成为2024年一大特色。2024年,我国服务进出口总额同比增长14.4%。全年出入境外国人6488.2万人次,比上年增长82.9%。2024年,旅行服务进出口同比增长38.1%,为服务贸易第一大领域。相较工业,服务业企业营业收入和利润仍然保持扩张水平;显示服务业作为扩大内需的重要抓手,仍然可以通过加快经济体制改革来释放产业发展潜力,进一步维持行业营业收入和利润的可持续

扩张。这对于恢复经济整体价格预期,增加就业收入具有重大作用。

需求端:房地产市场新发展模式加快建设,投资延续增长,消费和出口延续扩张

2024年,固定资产投资规模延续增长态势,有力支持了宏观逆周期调控。各地区各部门聚焦关键领域和薄弱环节加大投资力度,统筹有效使用各类政府投资资金,扩大地方政府专项债使用范围,大规模发行地方政府隐性债务置换债券,多方面盘活存量资产、筹集有效资金,用好国家超长期特别国债资金持续推进“两重两新”工作,积极扩大有效投资。全年完成固定资产投资(不含农户)51.44万亿元,比上年增长3.2%;扣除价格因素影响,实际增长4.8%。这是完成2024年经济增长目标的重要基本盘,也是支持2025年经济延续恢复态势的主要发力方向。分领域看,基础设施投资增长4.4%,制造业投资增长9.2%,房地产开发投资下降10.6%。2025年,要适度增加中央预算内投资,增加发行超长期特别国债和地方政府专项债券,加力扩围实施“两新”政策,更大力度支持“两重”项目,支持宏观逆周期调控,推动经济延续恢复增长态势,提振社会信心。

房地产新发展模式加快建设,投资增速逐步向新平衡靠拢,商品房销售量价回稳,市场逐步从恐慌中走出。全年房地产投资增速降幅较大,同比下降10.6%;全国新建商品房销售面积97385万平方米,同比下降12.9%;新建商品房销售额96750亿元,同比下降17.1%。房地产投资、新建商品房增速低与房地产市场控制增量、优化存量的政策方针相一致,预计未来很长一段时间房地产投资增速都将维持低位。房地产市场发展将进入一段存量交易阶段,刚性和改善性住房将成为市场需求主力,新增土地供给和开发面积将逐步回落。2024年,房地产调控政策出现重大转折。针对房地产市场的复杂形势,9月26日中央政治局会议明确提出“促进房地产市场止跌回稳”,多个部门抓紧完善土地、财税、金融等政策,部分取消了限购、限售、

限价和普通住宅与非普通住宅的标准,降低住房公积金贷款利率、住房贷款首付比例、存量贷款利率以及换购住房的税率,合力打出一套政策组合拳。一揽子政策连续落地,有效降低了居民购房门槛,减轻了还贷压力,居民购房意愿提升,房地产销售好转。四季度,新建商品房销售面积和金额均实现正增长。从统计局监测的40个重点城市销售情况看,12月当月新建商品房销售面积、销售额同比分别增长了0.3%、4.1%。随着刚性和改善性住房需求持续释放,市场供求关系出现了改善,房价有所回稳。12月份,70个大中城市中有23个城市的新建商品住宅销售价格环比上涨,有9个城市二手住宅价格环比上涨。其中,一线城市的新建商品住宅销售价格环比上涨0.2%,这是从2023年6月以来的首次上涨;一线城市二手住宅的销售价格环比上涨0.3%,连续三个月环比上涨。二线城市新建商品住宅销售价格环比由上月下降转为持平。三线城市新建商品住宅销售价格连续四个月环比降幅均在收窄。从同比来看,各线城市商品住宅销售价格同比降幅也都在收窄。近期房地产市场在政策组合拳作用下积极变化增多,但量价更多是对刺激政策的快速反应,房地产发展新模式形成还有很长的路要走,收购现存商品房建设保障性住房体系,有效为健康房地产企业输入流动性继续推进“保交楼”工作,都是2025年需要继续落实的重点方向。房地产市场量价关系将从原来的泡沫状态中逐步向正常的市场状态回归,这要求稳楼市工作在这个过程中引导市场预期,能够利用好有限的财政资源,在买卖商品房的同时,与市场沟通商品房价的长期走势。随着存量政策和增量政策的有效落实,下阶段房地产市场有望继续改善。

“两重”建设全面推进,基础设施投资增速回升。随着超长期特别国债和地方政府专项债的发行使用,“两重”建设项目加快开工,基础设施投资增长提速。2024年,基础设施投资比上年增长4.4%,比全部投资高1.2个百分点。其中,水利管理业投资增长41.7%,航

空运输业投资增长20.7%,互联网和相关服务业投资增长14.7%,铁路运输业投资增长13.5%。新型能源体系加快规划建设,绿色能源投资大幅增长。2024年,电力、热力、燃气及水生产和供应业投资比上年增长23.9%,对全部投资增长的贡献率为45.9%,拉动全部投资增长1.5个百分点。其中,太阳能发电、风力发电、核力发电、水力发电投资合计增长29.3%。

制造业投资较快增长,转型升级步伐加快。现代化产业体系建设大力推进,工业制造信息化、智能化稳步推进,人工智能支持工业产品开口说话、自我行动,进一步走进千家万户。工业投资塑造更加智能化产品,人形机器人、低空载人载物飞行器新产品将顺利疏通供给需求的大循环,让制造业投资收益能看得见、收得回,制造业投资引领作用更加凸显。2024年,制造业投资比上年增长9.2%,增速比全部投资高6.0个百分点。其中,消费品制造业投资增长14.7%,装备制造业投资增长9.0%,原材料制造业投资增长7.6%。制造业技改投资增长8.0%,增速高于全部投资4.8个百分点。高技术产业投资稳定增长,新动能加快培育。2024年,高技术制造业投资比上年增长7.0%。其中,航空、航天器及设备制造业投资增长39.5%,计算机及办公设备制造业投资增长7.1%。大规模设备更新政策效应持续显现,设备工器具购置投资快速增长。2024年,设备工器具购置投资比上年增长15.7%,增速高于全部投资12.5个百分点;对全部投资增长的贡献率为67.6%,拉动全部投资增长2.2个百分点。

2024年,各地区各部门在加力实施扩内需、促消费政策,稳定和扩大居民消费,特别是四季度以来,消费品以旧换新政策加力扩容,效果持续显现,社零增速明显回升。2024年,社会消费品零售总额达到48.8万亿元,比上年增长3.5%。逐月来看,社零当月同比增速呈现年初年末高、年中低的特点。年中有数月社零当月同比增速低于3.0%,社零增速表现低迷是居民和企业长期预期不振的重要表现,这也受到了短期内资

产价格回落和债务周转缓慢的影响。作为中国经济体制改革的重要指示性指标,低于3.0%的增速是很低的水平,扣除通胀因素之后,无法支撑经济体长期增长目标。9月政治局会议加快推进“两新”工作落实,将1500亿超长期特别国债资金快速落实,起到了维持经济增长大局的重要作用。四季度社零同比增长3.8%,比三季度高1.1个百分点。从对经济增长的贡献看,全年最终消费支出拉动经济增长2.2个百分点。其中,四季度拉动1.6个百分点,比三季度提高0.2个百分点。2025年保持一定的社零增速,有助于为可能增大的外部压力提供回旋空间。为进一步提振消费,超长期特别国债需要将更多资金投向刺激居民消费方向;同时加快经济体制改革,为居民消费场景、地理空间、时间长度提供更多支持。从某种角度来看,中国工业数字化、智能化的快速进展只要能够与中国居民消费的积极进取相互配合,就能稳定中国长期增长的基本盘。

2024年我国进出口实现了总量、增量、质量的“三量”齐升。全年进出口总值达到43.85万亿元,同比增长5%,其中出口同比增长7.10%。世界贸易组织数据显示,2024年前三季度我国出口和进口占国际市场份额分别达到了14.5%和10.5%,同比分别提升0.3个百分点和0.1个百分点。我国出口产品的结构不断优化升级,2024年机电产品的出口增长了8.7%,占出口总值的比重提升了0.9个百分点,达到了59.4%,其中高端装备出口增长超过4成。2024年,我国新产品新业态新品牌不断涌现,更多高科技属性的新产品加速出海,电动汽车、3D打印机、工业机器人出口分别实现了13.1%、32.8%、45.2%的增长。2024年,我国对联合国统计分组中几乎全部国家和地区都有进出口记录,其中出口和进口伙伴分别比2023年增加了1个和4个,对160多个伙伴实现进出口增长。共建“一带一路”国家合计进出口占我国进出口总值的比重首次超过了50%。2024年,我国对共建国家进出口增长6.4%,其中出口、进口分别增长9.6%、2.7%。我国对东盟连续9年进出口保

持增长,连续5年互为第一大贸易伙伴。此外,我国持续同拉美、非洲、中亚五国、中东欧等加强经贸合作,对其进出口分别增长7.2%、6.1%、7.2%、7.5%。对欧盟、美国等传统市场也保持增势,中欧2024年双边贸易增长1.6%,中美贸易增长4.9%。

2025年,全球贸易面临的不确定性有所增加。首先,2025年全球经济形势受美国政策影响,通胀风险走高,滞胀前景加剧。全球通胀水平在2024年四季度结束下降过程,德国12月CPI当月同比反弹至2.6%,法国12月CPI当月同比反弹至1.3%,美国12月CPI当月同比反弹至2.9%。通胀压力将在2025年上半年重新抬头,全球利率水平也将持续上行。再通胀将对美国、欧洲市场的需求带来冲击。全球通胀预期走高,利率下降减缓,新兴市场的金融稳定和经济增长面临新的压力,整体对外需求增长也面临较大困难。另外是政策的不确定性。由于特朗普上台,美国新政府的移民政策、能源政策、关税政策将会干扰全球贸易进展,美国新政府的地缘政策也会干扰全球石油供给格局。美国关税政策是一次性还是渐进性的,对于判断2025年贸易进展很重要。石油价格的重新抬头,关税不确定性的逐步落地将使得抢出口因素逐渐退坡。有利因素在于,人民币汇率的弹性将对冲贸易成本的上升,中国高科技产品在新兴市场上仍然拥有绝对竞争力,这在2025年将得到进一步巩固。

价格：国内价格温和回暖，人民币汇率宽幅波动

居民消费价格总体平稳,核心CPI小幅上涨。2024年居民消费价格(CPI)比上年上涨0.2%。分主要类别看,交通通信价格下降1.9%,下降最多;教育文化娱乐价格上涨1.5%,上涨最为明显。尽管异常天气多发,与生活息息相关的食品粮油年内供需基本保持平衡,鲜果价格下降3.5%,粮食价格下降0.1%,鲜菜价格上涨5.0%。猪肉价格逐步从低位回升,年内猪肉价格上涨7.7%。扣除食品和能源价格后的核心CPI上涨0.5%。

2024年，CPI同比增速逐月运行呈现小幅上涨态势。从月度变化来看，除了1月份增速为负外，其他各个月份CPI同比都保持小幅上涨态势。2024年下半年，CPI涨幅受能源价格回落的影响比较大，从8月份开始逐月下降，但扣除食品和能源的核心CPI整体上比较稳定。2024年，国际能源价格波动下行，CPI中的能源价格比上年下降0.1%，其中汽油和柴油价格分别下降0.7%和0.8%。与此同时，核心CPI在三季度快速回落，与三季度整体宏观经济形势快速下滑密切相关；但进入四季度之后，随着消费需求的恢复，核心CPI的同比涨幅逐月回升，连续三个月小幅回升。2025年CPI有望继续保持温和回升态势。随着存量政策和一揽子增量政策协同发力，经济回升向好势头在增强，消费需求恢复有所加快，价格温和回升有利因素在增多。

PPI同比降幅收窄。2024年，PPI下降2.2%，降幅比上年收窄0.8个百分点。能源和原材料相关行业价格走低。国际原油需求增长趋缓，国际油价下行带动国内石油相关行业价格下降，石油煤炭及其他燃料加工业降幅为4.3%。受房地产市场持续调整等因素影响，钢材、水泥等工业品有效需求不足，黑色金属冶炼和压延加工业下降6.4%。部分装备制造业和消费品制造业价格下行。受国际贸易保护主义加剧等因素影响，部分出口占比较高的行业价格承压，光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造价格分别下降28.4%、12.5%。在工业品价格整体下行环境下，产业转型升级对PPI产生一定拉升作用。新质生产力稳步发展，一些高技术产品性能提升，价格上涨，其中航空相关设备制造价格上涨4.0%，飞机制造价格上涨3.8%。2024年，PPI同比降幅波动较大。分月看，1—7月份，受国际原油和有色金属等价格上行、国内工业生产持续恢复及上年同期对比基数较低等因素影响，PPI同比降幅由1月份的2.5%波动收窄至7月份的0.8%。8月份，国际大宗商品价格下行，PPI环比下降0.7%，降幅有所扩大。9月份起，随着宏观政策特别是一揽子增量政策落地实施，国内工业品需求逐步恢复，

PPI环比降势明显趋缓，11月份PPI环比止降转涨，上涨0.1%，10月份起同比降幅稳步收窄。

2024年，国际形势复杂多变，多因素推动美元指数动荡走强，中国外汇市场表现出非常好的韧性，人民币汇率总体上呈现双向波动态势，在复杂形势下保持了基本稳定。人民币兑美元在2024年双向宽幅波动，离岸人民币最强势阶段达到6.97，较弱阶段回落至7.36，升值周期主要在7月初至9月底，其他时间主要表现为贬值（见图1）。人民币汇率波动受内外部因素的影响，在出口保持高增长的基本面支撑下，人民币汇率短期波动主要是由于经济内外部预期引导的。人民币汇率在主要货币中表现较好，为中国自主实施货币政策创造了有利条件，对稳经济、稳外贸发挥了积极作用。2024年末，衡量人民币对一篮子货币汇率变动的人民币汇率指数（CFETS）为101.47，较上年末上涨4.2%；人民币对美元汇率收盘价为7.2988，较上年末贬值2.8%，同期美元指数上涨7.0%，人民币韧性得到充分体现。

未来一段时间，外部环境复杂性、严峻性和不确定性可能进一步上升，但中国的经济基础坚实，经常账户保持顺差，跨境资本流动自主平衡，外汇储备充足，外汇市场有韧性，为保持人民币汇率基本稳定提供了确定性和有力支撑。2024年9月以来出台的一揽子增量支持政策将持续落地见效，中央经济工作会议部署2025年实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币

图1 人民币汇率和美元指数走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

政策,将进一步巩固中国经济回升向好态势。人民银行也将继续综合采取措施,增强外汇市场韧性,稳定市场预期,加强市场管理,坚决对市场顺周期行为进行纠偏,坚决对扰乱市场秩序行为进行处置,坚决防范汇率超调风险。

就业：整体形势稳中向好

就业形势总体稳定,城镇调查失业率下降。2024年全国城镇调查失业率平均值为5.1%,比上年下降0.1个百分点。从季度看,四个季度分别是5.2%、5.0%、5.2%、5.0%,年内波动较小,即使在经济形势较差的三季度也没有大幅上升,保持了基本平稳,这都突显了就业优先政策在中国经济发展中的重要地位。2024年全国城镇调查失业率平均值在近年来处于相对较低的水平,说明就业形势总的保持了基本稳定。主要重点群体就业状况都有所改善,8月份以后青年人群体就业压力有所缓解,12月份不包含在校生的16~24岁劳动力城镇调查失业率比上个月下降0.4个百分点,连续四个月下降(见图2)。在国民经济面临困难的情况下,服务业新业态、新模式、新产业快速发展对失业率下降发挥了重要作用。2024年,我国服务业占GDP的比重继续提升,比上年提高了0.4个百分点,服务业占GDP的比重达到56.7%。从服务业的年平均就业人数看,2024年比上年增加700多万人。其中,批发零售、住宿

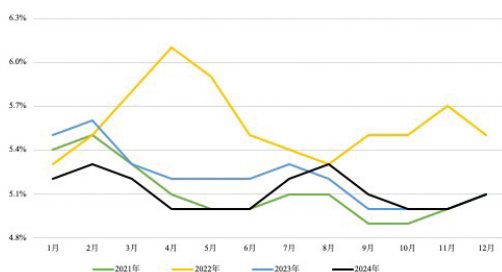
餐饮、信息传输、租赁和商务服务等行业的就业人数增加比较多。但就业结构性矛盾仍比较突出,青年人等部分群体的就业面临困难和压力。下阶段,要把推动实现高质量充分就业摆在更突出位置,实施好重点领域、重点行业、城乡基层和中小企业的就业支持计划,促进重点群体就业。

财政：采取多种措施保障财政重点支出力度不减

一般公共预算收入和支出均保持增长。随着四季度宏观调控政策大幅加力,企业利润增加,居民支出扩大,财政收入逐步恢复增长。2024年,全国一般公共预算收入21.97万亿元,同比增长1.3%。其中,中央财政收入增长0.9%,地方本级财政收入增长1.7%。全国税收收入17.50万亿元,同比下降3.4%。其中,国内增值税、企业所得税、个人所得税分别下降3.8%、0.5%、1.7%。非税收入4.47万亿元,同比增长25.4%。在各级政府坚持过紧日子的背景下,财政对于民生保障支持力度不减,教育支出也保持扩张态势,总体上财政支出稳定增长。2024年,全国一般公共预算支出28.46万亿元,同比增长3.6%。其中,中央一般公共预算本级支出和地方一般公共预算支出分别增长6.5%和3.2%。从支出结构看,城乡社区支出、农林水支出、社会保障和就业支出分别增长5.9%、12.4%和5.6%(见图3)。

受房地产仍处于深度调整状态影响,政府性基金

图2 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图3 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

收入大幅减少;受专项债发行力度加大支撑,政府性基金支出年内恢复正增长。土地市场低迷背景下,政府性基金收入同比延续负增;受2023年同期低基数以及专项债发行提速拉动,政府性基金支出同比在年底恢复正增长。12月政府性基金收入累计同比下降12.2%,在2023年全年累计下降9.2%的背景下继续深度下跌,其中,地方政府土地出让金收入累计同比下降16%,降幅在四季度有所收窄,但长期来看情况依旧不乐观。12月政府性基金支出累计同比增长0.2%,受专项债加速发行使用提振,降幅年内大幅收窄,年内同比增速实现转正(见图4)。

二、宏观信用环境

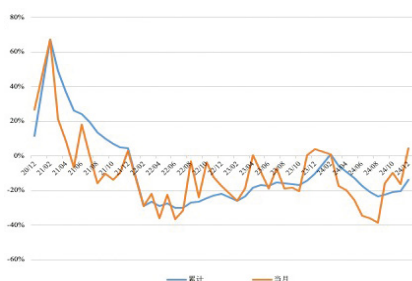
2024年,人民银行坚持支持性货币政策立场,先后四次实施了比较重大的货币政策调整,助力经济保持回升向好态势,支持经济高质量发展。总量上,综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕,促进社会融资规模和货币信贷合理增长,引导贷款利率持续下行。结构上,加大对重点领域支持力度,设立科技创新再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具。面对内外不断变化的经济形势,加快金融市场化改革,理顺利率传导机制,通过多种方式引导债券市场利率走势,多方努力保持汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

社融规模平稳增长,信贷结构不断优化

社会融资规模平稳增长。2024年末,我国社会融资规模余额为408.34万亿元,同比增长8%,增速比上月高0.2个百分点。全年社会融资规模增量为32.26万亿元,处于历史较高水平。从结构上看,金融机构对实体经济贷款保持合理增长。全年金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加17.05万亿元。金融体系配合财政持续发力,政府债券融资同比多增较多。2024年,政府债券净融资11.3万亿元,同比多1.69万亿元,为历史最高水平。其中,国债净融资4.5万亿元,同比多3574亿元;地方政府债券净融资6.79万亿元,同比多1.33万亿元。企业债券融资高于2023年同期水平。2024年,企业债券净融资1.91万亿元,同比多2839亿元。表外融资中的信托贷款同比多增。2024年,信托贷款增加3976亿元,同比多增2400亿元。此外,委托贷款、未贴现的银行承兑汇票分别减少577亿元和3295亿元(见图5)。

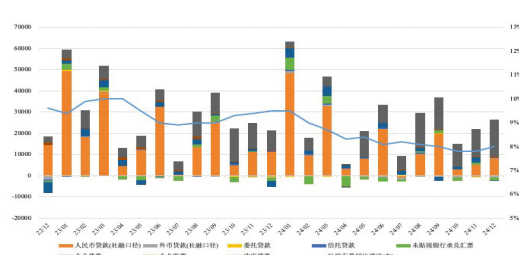
信贷结构不断优化。2024年,制造业中长期贷款同比增长11.9%,专精特新企业贷款同比增长13.0%,普惠小微贷款同比增长14.6%,继续高于同期全部贷款增速。在绿色金融方面,优化碳减排支持工具,在上海试点将支持范围扩展到低碳转型,引导更多信贷资源投向绿色低碳发展。在普惠金融方面,将支农支小再贷款利率从2%降到了1.75%,额度增加了1000亿元。2024年末,本外币绿色贷款同比增长21.7%,显著高于

图4 地方政府性基金收入同比增长情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 社融存量增速和增量结构(亿元)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

同期各项贷款增速, 信贷结构加快优化。融资可得性明显提升。2024年末, 普惠小微授信户数超过6000万户, 已经覆盖了约1/3经营主体(见图6)。

市场流动性合理充裕, 贷款利率持续下行

综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕, 引导贷款利率持续下行。2024年央行两次降低法定存款准备金率共1个百分点, 两次下调央行政策利率共0.3个百分点, 力度都是近年来最大。央行推出了3000亿元保障性住房再贷款, 取消房贷利率政策下限, 推动再度降低存量房贷利率, 每年减少借款人房贷利息支出约1500亿元。传导上, 央行疏通政策利率传导渠道。央行明示主要政策利率, 逐步理顺由短及长的利率传导关系。同时, 强化利率政策执行, 治理资金空转, 大力整改手工补息, 优化对公存款、同业活期存款利率自律管理, 节省了银行的利息支出, 为降低社会融资成本、平衡银行可持续发展创造了条件。贷款利率稳步下行, 12月, 新发放企业贷款利率约为3.43%, 同比下降0.36个百分点; 个人住房贷款利率约为3.11%, 同比下降0.88个百分点(见图7)。

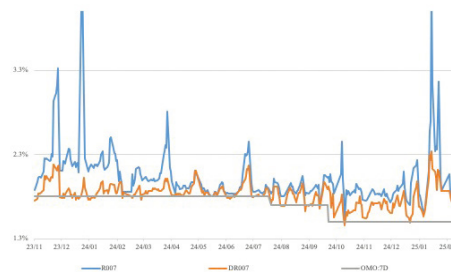
按照中央“实施更加积极有为的宏观政策”要求, 人民银行2025年将落实好适度宽松的货币政策。从“稳健”到“适度宽松”, 不仅要根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况, 择机降准降息, 而且要加

快金融改革步伐, 做好金融五篇大文章。2025年外部通胀、金融市场、贸易政策、地缘政治情况更趋复杂, 要维持好内外均衡, 保持汇率稳定。加快多种渠道补充商业银行资本金, 为金融机构改革化债创造更大空间。进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持, 必要时创设新货币工具(见图8)。

三、宏观政策环境

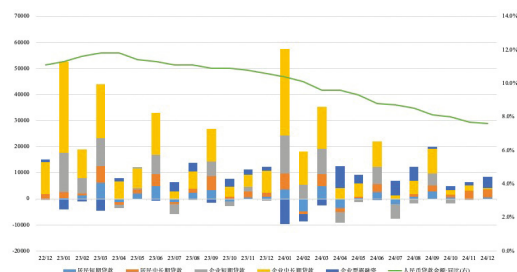
2024年, 宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月、7月、9月政治局会议精神, 货币政策适时降准降息, 降低实体经济融资成本; 财政政策持续加码, 拓展专项债使用范围, 发行2万亿隐性债务置换债券, 用好超长期国债支持“两重两新”工作; 推进经济体制改革, 改善民营经济发展环境, 支持新质生产力发展; 加快资本市场

图7 市场利率变化趋势



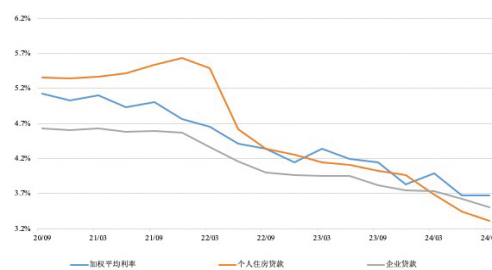
数据来源: Wind, 联合资信整理

图6 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构(亿元)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

图8 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

“1+N”政策体系建设,落实市值管理政策,突出资本市场投资属性;推出专项货币工具提振资本市场,采取放松监管和税收优惠等多种举措促进房地产止跌回稳。展望2025年,宏观政策按照12月政治局会议安排,宏观政策要落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,不断推进9项工作任务,将扩大消费作为经济工作重点。稳住楼市股市是较以往更加重要的工作,需采取多种措施加强市场沟通,协调好宏观审慎和金融稳定之间的关系(更多政策内容请参考前三季度宏观报告)。

民营经济促进法征求社会意见,助力改善民营经济发展环境

2024年10月10日,司法部、国家发改委发布《民营经济促进法(草案征求意见稿)》,其中明确规定要健全多层次资本市场体系,支持符合条件的民营经济组织通过发行股票、债券等方式平等获得直接融资。建立健全信用信息归集共享机制,为民营经济组织向金融机构获得融资提供便利;支持征信机构为民营经济组织融资提供征信服务,支持信用评级机构优化民营经济组织的评级方法,增加信用评级有效供给。《民营经济促进法》将为民营企业的市场机会和融资环境提供坚实法治保障,其中针对融资便利的鼓励内容措施体现了对民营经济组织融资难问题的关注,有助于推动民营经济的持续健康发展。一方面,资本市场在支持民营企业发展中发挥重要作用,未来或进一步完善民营企业融资支持政策制度,优化民营企业上市、发债、再融资等准入门槛,为不同发展阶段的民营企业提供多样化融资支持。另一方面,中小微民营企业的信用信息归集和信用评级体系建设对民营企业融资尤为重要,统筹建立和完善融资信用服务平台等,有利于减少银企信息不对称问题。

央行推出买断式逆回购工具,以更加积极的姿态参与利率曲线调控

2024年10月28日,央行公告称,为维护银行体系

流动性合理充裕,进一步丰富央行货币政策工具箱,央行决定从即日起启用公开市场买断式逆回购操作工具。操作对象为公开市场业务一级交易商,原则上每月开展一次操作,期限不超过1年。公开市场买断式逆回购采用固定数量、利率招标、多重价位中标,回购标的包括国债、地方政府债券、金融债券、公司信用类债券等。买断式逆回购作为央行扩表操作,在投放中长期流动性同时,增加了央行的资产种类丰富性,有利于央行保持倾斜向上的收益率曲线。买断式逆回购与质押式回购不同,买断期间的债券可以在市场流通,提高债券流通效率。买断逆回购时间更长,加大央行从3个月到1年的流动性投放期限,特别是考虑到四季度MLF到期量比较大,买断式回购可以发挥增加中长期流动性投放的作用。多重目标投标方式,有助于提高定价效率,不同机构根据自身流动性供需合理定价资金价格。中长期流动性供给更加充分,有助于引导实体经济融资成本下降。

10万亿政策大礼包加速地方债务化解

2024年11月8日,十四届全国人大常委会第十二次会议在北京闭幕,会议表决通过了《全国人民代表大会常务委员会关于批准<国务院关于提请审议增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案>的决议》。议案提出,从2024年开始,我国将连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元,专门用于化债,累计可置换隐性债务4万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的6万亿元债务限额,直接增加地方化债资源10万亿元。同时也明确,2029年及以后到期的棚户区改造隐性债务2万亿元,仍按原合同偿还。本次较大规模的债务置换,有助于帮助地方政府缓解财政收支压力和债务偿还压力,帮助地方政府腾出更多空间和精力用于经济建设发展任务。此外,增加地方政府债务限额置换存量隐性债务后,也有助于为地方城投企业松绑,推动城投企业债券发行,更好地服务于地方项目建设。

税收优惠稳楼市

2024年11月12日,财政部、税务总局、住建部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》。其中提出,购买家庭唯一及第二套住房,140平方米及以下按1%税率征收契税,并明确北京、上海、广州、深圳可以与其他地区统一适用二套房契税优惠。在城市取消普通住宅标准后,对个人销售已购买2年及以上住房一律免征增值税。土地增值税预征率下限统一降低0.5个百分点。本次房地产相关税收政策调整是本轮一揽子稳增长政策的重要组成部分,是稳地产的税收政策安排。本次调整主要集中在契税和增值税方面,土地增值税预征率下限也有调降,有助于降低居民购房成本、缓解房企现金流压力,对于稳定房地产市场具有重要意义。

市值管理新规则明确资本市场投资属性

2024年11月15日,中国证监会发布《上市公司监管指引第10号——市值管理》,明确了上市公司董事会、董事和高级管理人员等相关方的责任,并对主要指数成份股公司制定市值管理制度、长期破净公司披露估值提升计划等作出专门要求。同时,明确禁止上市公司以市值管理为名实施违法违规行为。近年来,监管部门持续推动上市公司质量提升,支持和引导上市公司不断改善经营效率和盈利能力,增强信息披露质量和透明度,增进与投资者沟通互动,综合运用分红、回购、大股东增持等手段提升投资价值。今年4月,《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》明确要求推动上市公司提升投资价值,制定上市公司市值管理指引。新文件的发布标志着上市公司市值管理正式进入政策支持与规范发展的新阶段,有助于上市公司多措并举提升上市公司质量与投资价值,增强资本市场回报投资者的能力。

政治局会议定调2025年宏观调控

中共中央政治局2024年12月9日召开会议,分析研

究2025年经济工作。会议强调,实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,充实完善政策工具箱,加强超常规逆周期调节,打好政策“组合拳”,提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。会议指出了2025年的9项工作重点,将“全方位扩大国内需求”放在首要位置,突出直面内需不足的核心矛盾。年末政治局会议是对明年经济工作定总调子,此次会议紧跟经济增速在三季度出现回落时突显的新情况、新问题,总结“两重两新”的工作经验,前瞻性应对外部冲击,将宏观调控总基调在2024年基础上做出重大调整,进一步拿出真金白银提振信心,而消费是2025年工作的首要抓手。

第一,从“积极”到“更加积极”预示中央财政赤字进一步提高,或超过4%,超长期特别国债进一步加码。在近几年积极财政的基础上,更加积极财政或将在2024年基础上再增加2至3万亿资金,从而将中央财政赤字增加到4%以上。近几年,中央财政收支平衡的压力较大,保障财政支出力度不减是“超常规”逆周期调节的基本要求,新增的财政资金将集中用于“两新”、补充银行资本金等具有扩张性的政策方向,将是十分宝贵的财政空间。第二,从“稳健”到“适度宽松”预示货币政策将出现10年内的重大调整,降准降息等常规货币政策将继续推出,更多的再贷款工具和资产购买或将逐步落地。降准、降息不足以体现“适度宽松”的货币政策。2024年,降准100BP,降息30BP,对宏观经济起到了一定刺激效果。但债券市场利率债的利率期限结构已经走在了7天逆回购政策利率前面,这说明降准降息难以全面完成向经济体注入流动性和刺激信贷需求的政策目标。要全面完成上述政策目标,适度宽松货币政策需要更多再贷款和资产购买工具。2024年,保障性住房再贷款、资本市场两项工具在稳楼市股市方面发挥了重要作用。楼市股市稳定能够有效抑制去杠杆行为,2025年这三项工具需要继续加大力度。第三,“全方位”扩大国内需求预示着“两

新”将保持政策力度,在3000亿超长期特别国债资金基础上继续增加额度,补贴范围或将扩展到服务消费领域,例如住宿、餐饮与交通。服务消费是劳动就业密集型行业,2025年青年毕业生体量大,服务消费的快速发展对做好保就业工作意义重大。消费的最终决定因素是收入,要保持全方位扩内需政策效力的可持续性,就要做好配套措施,进一步推进城乡一体化发展,做好城镇居民落户工作,完善社会保障制度。

中央经济工作会议明确2025年经济工作任务

2024年12月11日至12日中央经济工作会议在北京召开,对政治局会议提出的超常规逆周期调节和9项重点工作做出了详细部署,提出了“明年要保持经济稳定增长,保持就业、物价总体稳定”的发展目标。较往年,会议将物价稳定的工作重要性提高,提出了专项行动和综合措施。提高赤字率、增发超长期特别国债、增加专项债发行使用、用好总量和结构货币政策等逆周期调节工具都有明确提及。会议开篇指出外部压力加大、不利影响加深,可以说未来几年随着中国高质量发展走深走实,外部环境会愈发复杂、国际竞争会更加激烈。面对2025年工作,会议提出五大统筹,协调好十方面关系。十个方面是:市场和政府、总供给和总需求、新动能和旧动能、增量和存量、质量和总量。从五大统筹来看,对接下来几年的经济工作提出了新要求和新理念,要修正矫偏,将之前做的少的工作着重补齐。从构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新格局角度出发,“总供给和总需求”和“质量和总量”两个统筹关系至关重要。我国市场大、活力足的基本面体现在完善的供给能力建设和现代产业体系发展,但要进一步稳定增长潜力,就要统筹好总供给和总需求的关系。供给和需求是动态均衡的过程,总是有阶段性的供给需求缺口出现,现阶段是总需求不足,要补齐缺口。会议首先在宏观调控上提出了多方面举措。要求货币政策要突出支持性,要通过总量和结构性政策

向经济体注入流动性的同时,稳定货币工具与社会通胀预期之间的关系。会议提出要探索拓展“宏观审慎和金融稳定功能”。做好商业银行改革,保持商业银行运营稳健,实现存款利率能够跟随政策利率同步下调。会议将提振消费、扩大内需作为九项工作之首,说明总需求方面要采取更多新举措,既要提振短期表现,又要完善长期机制,从体制机制和市场建设等多方面统筹发力。具体来看,会议抓住服务消费这一新增长点,提出发展文化旅游、首发经济、冰雪经济、银发经济。会议指出要统筹提升质量和做大总量之间的关系,就是要平衡好长期和短期投资,要下更大力气做好长期投资,实现科技自立自强。会议强调要继续建设现代化产业体系,加强基础研究和关键核心技术攻关,指出“人工智能+”是未来产业的重要引领。金融是现代产业的血液,为实现科技创新的不断推陈出新,就要做好科技金融大文章,引导好长期资本和耐心资本。

专项债管理新规扩大资金使用范围

2024年12月25日,国务院办公厅印发《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》,旨在更好发挥专项债券强基础、补短板、惠民生、扩投资等积极作用,提出7方面17项举措。一是扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围。二是完善专项债券项目预算平衡。三是优化专项债券项目审核和管理机制。四是加快专项债券发行使用。五是强化专项债券全流程管理。六是加强专项债券监督问责。七是强化保障措施。本次《意见》对专项债券的使用、审批、管理进行了全面的优化,有助于解决近年专项债符合条件的项目缺乏、发行节奏偏慢的堵点,有助于显著提升专项债使用效率。同时,《意见》配合地方债置换等化债举措,为做好明年专项债券发行使用奠定政策基础,助力专项债券尽早形成实物工作量,预计2025年专项债发行和使用或可扩大投向和加速落地,为推动经济持续回升向好提供有力支撑。///

“退平台”对城投企业信用水平的影响

文|联合资信 黄旭明 徐汇丰

一、城投“退平台”相关政策梳理

退平台源于城投平台的名单制管理,目前大致经历了三轮,分别为退出银监会城投名单、财政部的城投平台名单和各省份报送国务院的融资平台名单。城投企业退平台的动机主要是为了突破融资束缚和获取更多的发展机会。从本轮化债政策看,城投企业退平台不仅是企业自身的选择,更是政策推动的结果,目的是促使城投企业与地方政府实现信用“脱钩”,化解隐债风险,推进城投企业市场化转型。

城投名单制管理政策渊源

城投“名单制”作为管理城投企业的重要抓手,推出的目的在于锁定城投涉隐债主体,对其债务进行严格管控,堵住地方政府利用城投企业进行债务无序扩张的“偏门”,为债务风险的化解争取时间和空间。

我国最早的城投名单可以追溯到2010年原银监会建立的地方政府融资平台名单。2010年10月,银监会印发《中国银监会办公厅关于做好下一阶段地方政府融资平台贷款清查工作的通知》(银监办发〔2010〕309号),要求“各银行业金融机构分别建立平台贷款台账,明确平台名单、贷款金额、四类风险定性等详细情况。同时,建立定期报送制度”。银监会城投名单就此确立。2011年3月,原银监会印发《中国银监会关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》(银监发〔2011〕34号)(以下简称“银监发34号文”),要求“各银行应在前期清理规范基础上,在总行及分支

机构层面分别建立平台类客户和整改为一般公司类客户的‘名单制’信息管理系统。有关名单及风险定性情况需按季报送当地监管部门确认,并进行动态调整。”

2014年9月,国务院下发《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发〔2014〕43号),强调要求“剥离融资平台公司政府融资职能,融资平台公司不得新增政府债务,财政部门作为地方政府性债务归口管理部门”。该文件明确了财政部为地方政府债务的管理部门。2014年10月,财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预〔2014〕351号),要求“各地政府以2013年政府性债务审计确定的截至2013年6月30日融资平台公司名单(7170家)为基础,结合2013年7月1日至2014年12月31日本级融资平台公司增减变化情况,统计本级融资平台公司名录”。此次统计的融资平台公司目录或成为早期的财政部城投平台名单。2018年,财政部主导了第二轮隐性债务的甄别认定,形成了财政部的“隐债名单”。2021年7月,银保监会印发《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(银保监发〔2021〕15号)(以下简称“银保监发15号文”),要求“银行保险机构向地方政府相关客户提供融资前应查询财政部融资平台公司债务及中长期支出事项监测平台,各级监管机构不再受理原银监会融资平台名单查询和调整事宜”。至此,财政部的城投平台名单彻底取代了原银监会的城投名单。

2023年9月,国务院办公厅下发《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(国办发〔2023〕35号)(以下简称“35号文”),明确融资平台债

务是指, 在2023年6月由各省份党政“一把手”签字确认报送国务院的融资平台截至2023年3月末承担的贷款、债券、非标等金融债务, 但不包括其中的隐性债务和须地方政府承担偿还责任而未纳入隐性债务的债务。由此可知, 最新的融资平台名单为各省份党政“一把手”签字确认报送国务院的融资平台名单。

城投企业“退平台”动机

城投“退平台”源于两个动机, 其一是为了突破融资束缚, 新增债务融资。2011年以来, 原银监会、交易商协会和证监会等权利机关均对城投企业的融资进行了约束(见表1)。为了突破融资束缚, 新增债务融资, 城投企业需退出融资平台名单。

其二是逐步实现市场化转型, 获取更多的发展机会。2015年5月, 国务院办公厅印发《国务院办公厅

转发财政部发展改革委人民银行关于在公共服务领域推广政府和社会资本合作模式指导意见的通知》(国办发〔2015〕42号), 指出“大力推动融资平台公司与政府脱钩, 进行市场化改制, 健全完善公司治理结构, 对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的, 在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下, 可作为社会资本参与当地政府和

和社会资本合作项目, 通过与政府签订合同方式, 明确责权利关系”。2019年6月, 中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》, 要求“市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。严禁项目单位以任何方式新增隐性债务”。2023年12月, 国务院办公厅印发《重点省份

表1 城投企业融资受到限制的相关政策

文件名称	发布时间	发布机构	相关内容
《中国银监会关于切实做好2011年地方政府融资平台贷款风险监管工作的通知》(银监发〔2011〕34号)	2011年3月31日	原银监会	严格加强新增平台贷款管理, 各银行应在“名单制”管理基础上, 将平台贷款审批权限统一上收至总行; 严格信贷准入条件, 平台类客户的新增贷款, 必须符合《中华人民共和国公路法》、《国务院关于加强国有土地资产管理的通知》(国发〔2001〕15号, 含有偿还能力的公租房、廉租房、棚户区改造)、属国务院核准或审批的重大项目以及国家另有规定等条件, 同时, 应最大限度增加抵押担保等风险缓释措施, 并签订合法有效的还贷差额补足协议
《关于进一步完善债务融资工具注册发行工作的通知》	2014年12月	交易商协会	明确规定要参考原银监会、审计会和财政部的融资平台名单, 并以此进行重点排查
《公司债券发行与交易管理办法》	2015年1月	证监会	明确规定本办法规定的发行人不包括地方政府融资平台公司
《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预〔2017〕50号)	2017年4月	财政部、发展改革委、司法部、人民银行、原银监会、证监会	平台公司尽快转型为市场化运营的国有企业, 融资平台公司在境内外举债融资时, 应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能, 并明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务
《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》(银保监发〔2021〕15号)	2021年7月	银保监会	银行保险机构向地方政府相关客户提供融资前应查询财政部融资平台公司债务及中长期支出事项监测平台, 根据查询结果实施分类管理。对承担地方政府隐性债务的客户, 银行保险机构还应遵守以下要求: 一是不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资; 二是不得为其参与地方政府专项债券项目提供配套融资
《国务院办公厅关于金融支持融资平台债务风险化解的指导意见》(国办发〔2023〕35号)	2023年9月	国务院办公厅	债券融资方面: (1) 对于地方政府融资平台, 只能借新还旧且不包含利息, 不能新增融资; (2) 对于参照地方政府平台管理的国企, 根据省市区不同, 实施差异化限制, 12个高风险重点省份只能借新还旧, 其它省份在省级政府出具同意文件的情况下, 可以新增融资; (3) 对于普通国有企业, 可以新增融资, 但是债务自己负责。 非标融资方面: 根据区域不同进行差异化限制, 对于12个高风险重点省份要求金融机构配合展期降息, 其它省份建议协商展期降息。

注: 12个重点省份为天津、内蒙、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海、宁夏
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

分类加强政府投资项目管理办(试行)》(国办发〔2023〕47号),对于重点省份,在地方债务风险降低至中低水平之前,严控新建政府投资项目,严格清理规范在建政府投资项目。2025年1月,“99号文”将重点省份的退出与区域内城投企业退平台进展进行挂钩。因此,重点省份及区域内城投企业要获得更多的发展机会,必须加快城投企业的退出进度。

城投企业“退平台”的前提条件

2024年8月,《中国人民银行等四部委关于规范退出融资平台公司的通知》(银发〔2024〕150号)明确了退平台的最后期限为2027年6月末,并给出了退平台的条件为隐性债务已清零、征得金融债务2/3以上份额金融债权人同意退出和剥离政府融资功能。地方政府在城投企业退平台后继续续管至少一年,监测退平台企业的转型进展。2025年1月,“99号文”将重点省份的退出与区域内城投企业退平台进展进行挂钩。本轮退平台更多是政策推动的结果,具有一定的强制性,最终目的是促进城投企业与地方政府实现信用“脱钩”,化解隐债风险,推进城投企业市场化转型。

二、本轮退平台主体特征

2021—2023年,退平台主体在业务转型方面取得了一定的效果,非城投业务收入占比有所提升。随着新一轮化债工作的开展,城投企业退平台进程有所加快。2024年以来,退平台主体债券融资募集资金用途仍主要为偿还到期债务,实现新增债券融资的规模仍较小。从退平台进展看,重庆市、江苏省、浙江省、辽宁省、吉林省、内蒙古自治区和新疆退平台进展相对较快。退平台主体信用级别主要为AA和AA+,行政级别以区县级



(含开发区)城投为主。

退平台主体概况

根据公开资料,2023年8—12月、2024年及2025年1月,分别有309家、419家和21家公司宣布退平台,其中572家为发债企业。城投公司退平台并非强制需要向市场公开发布声明,因此实际退平台数量或高于上述数量。

从各公司发布的退出政府融资平台的公告来看,2023年8月以来退平台的原因主要包括公司不属于地方政府融资平台、不再承担政府融资职能、未来公益性业务占比逐步降低、以开展市场化业务为主、公司依照市场法则自主经营、自负盈亏、政府在出资范围内承担有限责任等。

从收入结构变化情况看,剔除未发债企业以及未获取收入构成明细的退平台主体后,本次纳入统计分析的退平台主体样本合计419家,2021—2023年,上述退平台主体的城投业务¹收入占比分别为31.69%、30.03%和28.23%,非城投业务收入占比有所提升,且业务板块有所增加,整体经营趋于多元化,退平台主体在业务转型方面取得了一定的效果。但是,退平台主体在收入来源、

¹ 本文将基础设施、土地整理、保障房建设、园区开发及配套建设、供热、供水、供气、污水处理、公共交通、航空等公益性及准公益性业务定义为城投业务。

业务开展等方面仍与地方政府存在关联。

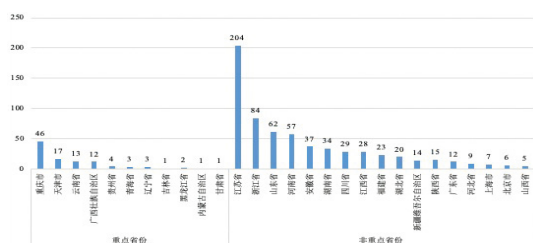
根据Wind统计数据, 2024年年初至2025年2月6日, 退平台主体合计发行债券1.55万亿元, 募集资金用途仍主要为偿还到期债务, 726.24亿元新发行债券募集资金用途包含用于发行人生产性支出、项目建设、补充营运资金, 实现新增债券的退平台主体主营业务主要为收费公路运营、建筑施工等, 业务结构多元化。

退平台主体区域分布情况

2023年8月至2025年2月6日, 退平台主体所处区域以非重点省份为主。12个重点省份退平台主体合计103家, 非重点省份退平台主体合计646家。重点省份退平台主体主要集中于重庆市(见图1); 非重点省份退平台主体主要集中在江苏省和浙江省, 或与其区域经济发展, 隐债化解进程较快, 且地方城投公司面临的化债和市场化转型资源更为丰富有关, 山东省和河南省退平台主体数量也相对较多。

部分省份在2025年政府工作报告或2024年预算执行情况的报告中披露了2024年度的融资平台退出工作情况。整体看, 2024年城投公司退平台进程加快。其中, 辽宁省、吉林省和内蒙古自治区压降比例均超过50%, 甘肃省压降比例相对较低(35.9%), 新疆维吾尔自治区融资平台清退进度位居全国前列。

图1 2023年8月至2025年2月6日退平台主体数量(单位: 家)



转型进度影响大。短期内，多数退平台主体难以与政府完全“脱钩”，长期则需观察其转型进度及市场化业务盈利能力能否真正替代政府依赖。

本轮城投“退平台”是中央化解隐性债务风险的重大举措，从名义上实现了政企分离，但退平台后，城投企业与地方政府的关系并非完全切割，实际关系调整受股权及人事关系、业务及财务关联、转型进度影响。

首先，从股权关系和人事任命看，退平台主体的股权结构一般并未发生实质变化，地方政府或其相关部门、单位仍为城投企业控股股东，在章程范围内履行相关出资人职责，任命城投企业的董事、监事或高级管理人员。城投“退平台”后，地方政府可能从直接管理向管资本转变，以“出资人”身份行使股东权利对退平台主体的经营管理仍有较大影响，可以通过人事任命、战略规划、监督考核等方面影响企业发展方向。

其次，从业务关联看，退平台主体仍承担着大量的基础设施项目建设任务，部分主体未来仍会以市场化形式继续参与城市建设，业务关联难以在短期内彻底切断。从财务关联看，退平台主体对地方政府的应收类款项和未结算工程款规模较大，短期内资金往来仍较大，准公益性项目可能仍依赖政府补贴，业务收入仍有部分来源于政府。

最后，退平台主体与地方政府的关系受到转型进度的影响。对于经济发达地区或行政层级较高的区域，城投转型相对容易，与政府关系逐步转向市场化合作。对于欠发达地区或行政层级较低的区域，退平台主体转型资源有限，转型难度较大，与地方政府的关联难以在短期内显著弱化。

尽管退平台主体与地方政府的关系将逐步弱化，但市场对退平台主体短期内仍持积极态度，显示市场在当前化债背景下对地方政府继续提供支持的预期。城投“退平台”并非与地方政府完全切割，而是重构为更透明、更市场化的合作关系，实际关系调整受股权及人事关系、业务及财务关联和转型进度影响大。短期内，多

数退平台主体难以实现与政府信用的完全“脱钩”，长期则需观察其转型进度及市场化业务盈利能力能否真正替代政府依赖。

对主体信用风险的影响

短期看，退平台主体仍处于化债政策期内，风险整体相对可控，但仍需关注部分弱资质城投的非标类债务违约及票据逾期情况。从长期看，退平台主体债务风险区域分化或将加剧，只有通过真正市场化转型的主体，债务风险才有望获得实质性化解。

城投“退平台”需以隐性债务清零为条件，但除了隐性债务之外，退平台主体仍保有较大的债务规模。2027年6月前仍处于化债政策期内，退平台主体仍可能通过债务借新还旧、债务置换等政策工具缓释风险。并且，为防范区域金融风险，地方政府可能通过协调区域资源的方式进行支持，退平台主体短期债务风险相对可控，但部分弱资质城投的非标类债务违约及票据逾期等仍需关注。

从长期看，退平台主体存量债务规模仍较大，偿债能力更加依赖企业自身，受其市场化转型效果影响大。对于经济发达地区或层级较高的城投企业，退平台主体或将更快的完成市场化转型，并形成稳定的盈利模式，其受到的融资约束也会相应的放开，且地方政府的支持能力更强，债务风险整体可控。对于经济欠发达地区或层级较低的城投企业，退平台主体转型难度更高，在失去政府信用背书后，其面临融资成本抬升和融资渠道收窄的风险；对于部分转型不彻底、盈利能力薄弱的主体，金融机构对其贷款审批可能会趋严，融资渠道受限，可能引发流动性危机。

对主体未来发展的影响

退平台主体未来要建立现代企业制度、实现业务转型和突破融资束缚，提升自身现金流自给能力。对于无法实现转型的主体，可能会面临出清的风险。

本轮城投“退平台”在政策导向下加速推进，其最终目的是促使退平台主体实现市场化转型，提升自身经营能力，实现城投公司的实质化债。所以，退平台主体未来需要建立现代企业制度、实现业务转型和突破融资束缚。

首先，退平台主体需要建立现代企业制度，厘清政企边界。地方政府的角色从“直接管理”向“管资本”转变，通过董事会行使股东权利，减少日常经营决策干预。退平台主体需引入职业经理人制度，提升管理层的专业化水平。地方政府对退平台主体的考核也要从原来的“重规模”向“重效益”转变。

其次，退平台主体需要实现业务转型。退平台主体进行业务转型并不意味着其不能承接基础设施建设类项目，但是应按照合同履行权力和义务，对于项目资金来源有保障、经济效益良好的项目，退平台主体仍然可以积极参与。同时，退平台主体要拓展市场化业务，提升现金流自给能力。对于经济发达地区，退平台主体可依托区域产业优势，转型为产业投资主体和城市综合运营商，并且可以通过股权投资、产业基金的方式参与产业投资；对于经济欠发达地区，退平台主体需更多的依赖当地的资源禀赋来实现业务转型。此外，退平台主体在转型过程中要注重对市场化业务的风险把控，防范经营风险。

最后，退平台主体在保持良好信用水平的同时，要实现债券市场新增融资。从新增发债的城投企业特征看，2023年10月1日至2024年9月24日，新增发债城投企业主要分布在非重点省份，新增发行规模前五大省级行政区为广东省、浙江省、上海市、北京市和福建省，均为经济实力很强、债务相对较轻的地区。同时，部分重点省份的城投或产投企业，尽管面临更为严格的监管，但凭借较强的产业属性，仍有机会实现新增发债。所以，退平台主体要进行真正的市场化转型，增强产业属性，突破融资束缚，争取更大的发展机会。对于无法实现转型的主体，可能会面临出清的风险。

四、总结

退平台源于城投平台的名单制管理，目前大致经历了三轮，分别为退出银监会城投名单、财政部的城投平台名单和各省份确认报送国务院的融资平台名单。城投企业退平台的动机主要是为了突破融资束缚和获取更多的发展机会。从本轮化债政策看，城投企业退平台不仅是企业自身的选择，更是政策推动的结果，目的是促使城投企业与地方政府实现信用“脱钩”，化解隐债风险，推进城投企业市场化转型。

2021—2023年，退平台主体在业务转型方面取得了一定的效果，非城投业务收入占比有所提升。随着新一轮化债工作的开展，城投企业退平台进程有所加快。2024年以来，退平台主体债券融资募集资金用途仍主要为偿还到期债务，实现新增债券融资的规模仍较小。从退平台进展看，重庆市、江苏省、浙江省、辽宁省、吉林省、内蒙古自治区和新疆退平台进展相对较快。退平台主体信用级别主要为AA和AA+，行政级别以区县级（含开发区）城投为主。

从退平台主体与地方政府的关系看，退平台主体与地方政府的关系将逐步弱化，但二者实际关系调整受股权及人事关系、业务及财务关联和转型进度影响大。短期内，多数退平台主体难以与政府完全“脱钩”，长期则需观察其转型进度及市场化业务盈利能力能否真正替代政府依赖。

短期看，退平台主体仍处于化债政策期内，债务风险整体相对可控，但仍需关注部分弱资质城投的非标类债务违约及票据逾期情况。从长期看，退平台主体债务风险区域分化或将加剧，只有通过真正市场化转型的主体，债务风险才有望获得实质性化解。退平台主体未来要建立现代企业制度、实现业务转型和突破融资束缚，提升自身现金流自给能力。对于无法实现转型的主体，可能会面临出清的风险。■

特朗普“重返白宫”对我国天然气进口有何影响？

文|联合资信 蒋旭 张桐

一、特朗普1.0时期中美天然气行业相关政策及影响回顾

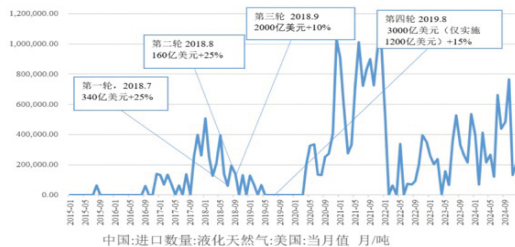
在特朗普政府的上一任期期间，特朗普政府通过对外提高关税，对内大幅减税，以降低美国国内的生产成本，增加全球出口美国的成本，从而实现扭转贸易逆差的局面，但同时也导致了各国对美国采取相应的关税反制措施。具体来看，2017年8月，美国对我国发起301¹调查，据此中美贸易战拉开序幕。随后的2018—2019年，美国对进口自中国的产品加征四轮关税，针对竞争性产业征税较重，其中，天然气行业油气开采、输送相关设备建设所需的钢铁建材产品等加征税率为25%。四轮关税加征下，相关商品关税覆盖率几乎100%，加征税率普遍在25%。

随后，中国于2018年9月对从美国进口的液化天然气（LNG）加征10%的反制关税。2019年6月中国将从美国进口的LNG关税进一步提高至25%，中国从美国进口LNG价格明显提升，对比全球其他能源出口国的价格优势缩小，短期内中国从美国进口LNG数量出现断崖式下跌。2017年，中国从美国进口LNG数量仅占中国总进口量的4%左右，但却占美国LNG总出口量的15%左右；提高关税后，2018年下半年到2020年初期间中国从美国进口LNG量大幅下降至几乎可以忽略的水平（见图1、图2）。

二、中国天然气需求总量呈上升趋势

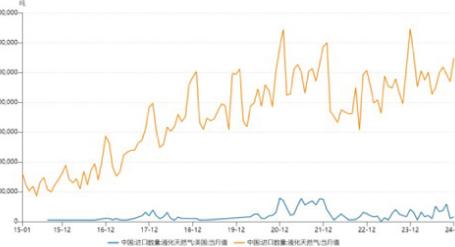
根据国家能源局数据，2024年中国天然气产量为

图1 中国从美国进口LNG情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图2 中国从美国进口LNG及中国LNG总进口情况



资料来源：Wind，联合资信整理

¹ 301 条款全称《1974 年美国贸易法之 301 条款》（Section 301 of the Trade Act of 1974）。该法律允许 USTR（全称为美国贸易代表办公室）在认定美国贸易伙伴违反贸易协定承诺或从事歧视性、不合理的实践并对美国商业造成负担或限制的情况下，暂停贸易协定中的让步或实施进口限制。此外，依据 301 条款中的既有调查能够直接对现有商品或国家加征关税，并不需要启动新的调查程序。

2464亿立方米，连续八年增产百亿立方米，但随着中国经济快速发展，国内天然气需求呈上升趋势，为了弥补能源需求缺口，中国不断优化进口气源来源。例如，2019年澳大利亚约占中国LNG进口量的46%，俄罗斯通过中俄东线管道（2019年底通气）增加对华管道气供应，2020—2023年，中俄东线管道的天然气输送量分别为41亿立方米、100亿立方米、155亿立方米和227亿立方米。2024年12月2日，中俄东线管道全线贯通，中俄东线管道的年储气能力提升至380亿立方米。

在中国进口天然气中，LNG进口量占比约60%~65%，其次是管道气。中国从美国进口的主要为LNG。从表1看出，中国天然气需求呈增长态势，其中除2021年受《中美第一阶段经贸协议》，中国承诺增加对美国能源产品的进口，以及欧洲能源危机、地缘政治等综合因素影响导致中国进口美国LNG占比提升，其余年份中国从美国进口的天然气进口量占进口总量的比例均不高。但特朗普“重返白宫”后的一系列措施，旨在提高美国天然气产能，短期内或将导致美国天然气价格更具国际竞争力，从而提升中国进口美国LNG占比（见表1）。

表1 近年来中国天然气年消费量及液化天然气进口情况 单位：万吨

年份	中国天然气年消费量	中国进口液化天然气总量	美国进口液化天然气占进口总量的比例
2024	/	7664.89	5.43%
2023	32384	7131.66	4.42%
2022	30208	6344.25	3.29%
2021	30424	7892.95	11.37%
2020	26928	6712.95	4.61%
2019	24672	6019.12	0.43%
2018	22712	5377.64	3.99%
2017	19304	3809.35	3.97%
2016	16752	2605.78	0.76%
2015	15576	1961.87	0.32%

资料来源：Wind，联合资信整理

三、特朗普2.0时期已实施的天然气行业相关政策及影响

特朗普“重返白宫”后的一系列措施，旨在延续其1.0时期关税措施；而能源调控方面，仍是大力支持传统能源发展，提升产能。以下为特朗普上任后颁布的部分措施和影响分析：

特朗普在他上任的第一天即解除美国LNG出口新许可证的禁令。

影响：短期内，美国天然气出口限制减少将推动美国的天然气出口量增加，并有利于缓解全球天然气供应的缺口。目前，美国已是欧洲最大的LNG供应国，该举措会引发欧洲天然气价格的下降。

特朗普一贯主张通过放松监管、扩大油气开采来推动美国的能源生产。美国退出应对气候变化的《巴黎协定》，特朗普宣布美国进入能源紧急状态。特朗普表示，准备动用“紧急权力”以提高国内能源产量。

影响：这些措施将增加美国天然气的产量，可能会导致美国天然气价格下降，提升美国LNG出口量，从而巩固美国能源核心国的地位。

2025年2月1日，美国政府以芬太尼等问题为由对所有中国输美商品加征10%关税。

影响：2025年2月4日，我国发布对美国关税的反制措施，自2025年2月10日起，对原产于美国的部分进口商品加征关税。其中，液化天然气加征15%关税，将影响中国从美国LNG进口成本。

综上，特朗普“重返白宫”后将促进美国天然气的产量和对外出口，但关税政策引发的贸易战可能抑制石油和天然气需求，供需结构的改变将引起国际天然气价格下降，进而降低中国进口成本，但中国基于特朗普关税政策采取的反制措施，将弱化美国天然气成本优势，导致中国从美国进口LNG进一步下滑。考虑到中国近年来已通过多元化进口气源来源和国内增产等举措以保障国内天然气供应稳定，特朗普“重返白宫”后天然气相关政策对中国国内天然气供应的影响总体可控。■

2024年金融控股类企业发债回顾

文|联合资信 张晨露 张 坤 王亚龙

一、2024年金控公司信用状况

截至2024年末，联合资信对市场上具有存续债项¹的金控公司进行了统计，并选取了76家公司作为本文分析的样本企业。其中，央企金控24家、地方金控49家、其他类金控3家，以央/国企背景金控为主。

2024年，共有5家样本金控公司的公开主体信用级别发生了变动。其中，中铝资本、天津津融和东莞金控由AA+级别升至AAA级别；烟台财金由AA级别升至AA+级别；同方国信则由AAA下调至AA+级别（见表1）。

从主体级别分布情况来看（见图1），金控公司整体信用资质处于较高水平，AAA级主体占比72.37%。其中，央企金控信用级别主要为AAA，仅3

家产业系央企金控（中兵资本、中建资本、同方国信）主体级别为AA+；地方金控主体信用级别以AAA和AA+为主，其中省级平台相较市区级平台的信用资质较好；其他类金控主要为民营/集体企业或股权分散

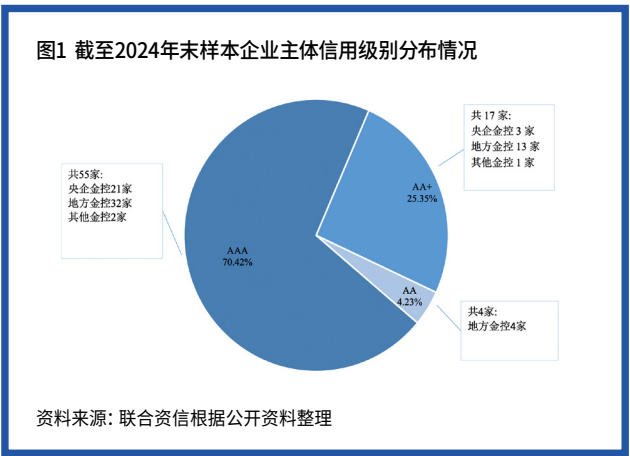


表1 2024年样本企业主体信用级别调整情况

主体名称	调整方向	调整前	调整后	优势/调整原因
中铝资本	上调	AA+	AAA	股东支持，业务领域不断拓宽
天津津融	上调	AA+	AAA	区域战略地位突出，并购上市企业后盈利能力进一步提升，能够获得有力的政府支持
东莞金控	上调	AA+	AAA	政府支持力度大，金融牌照较为丰富，资本实力增强
烟台财金	上调	AA	AA+	公司定位变更为烟台市综合金融服务平台，公司综合实力得到显著提升，在资产划转、资金注入和财政补助等方面能够持续获得政府很大支持
同方国信	下调	AAA	AA+	/

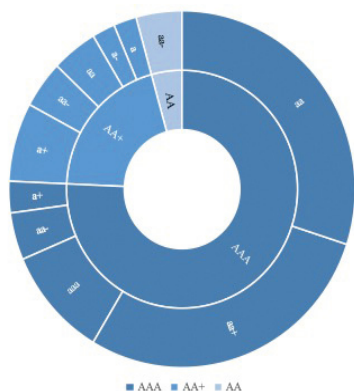
注：“/”表示无法从公开渠道获取相关信息
资料来源：Wind，联合资信整理

¹ 不包括资产支持证券。

企业,拥有公开市场存续债券的其他类金控样本量较少,故选取的样本企业信用水平相对较高。

从个体基础级别来看(见图2),根据不完全统计²,BCA级别为aaa的金控公司仅7家,包括6家大型综合类央企金控和1家地方金控(上海国际),多数金控公司主体信用级别均考虑了外部支持因素。其中,央企金控得益于较早发展优势以及业务资源优势,自身信用资质相对更强,BCA级别相对较高。而地方金控外部支持对信用级别增益较大,主要得益于其作为各地方政府推动金融资源整合、服务地方经济发展的重要平台,在地方国有企业体系内具有较高的战略地位和区域重要性。

图2 截至2024年末样本企业主体信用级别及BCA级别情况



注: 1.上图中,内环为样本企业主体信用级别,外环为BCA信用级别; 2. BCA级别来自各公司公开评级报告披露信息,其属于单独披露个体评级,指在不考虑来自关联方或政府特殊支持的情况下对企业个体内在实力的评估,评级越高,代表企业个体自身信用水平越强; 3.广西金投公开存续主体信用级别存在AAA和AA+两级,本文取主体信用级别AAA进行分析;苏州农发公开存续主体信用级别存在AAA和AA+两级,本文取主体信用级别AAA进行分析;中原金控公开披露的评级模型BCA级别a,外部支持调整项+3,评级模型级别为AA,与最终主体信用级别存在差异,根据公开信用评级报告披露信息,原因系模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考,模型级别与最终级别之间或存在差异
资料来源:联合资信根据公开资料整理

二、2024年金控公司债券发行情况分析

全行业债券发行情况

2024年,受债券市场利率环境较为宽松等因素影响,金控公司债券发行规模较大且同比增幅较大,其中央企金控单笔发行债券规模较大。

2024年,随着市场利率持续下行,债券利率处于相对低位,金控发债规模同比增加。全年76家样本企业共发行债券数量383只,债券发行规模合计6415.90亿元,同比增长55.92%。因中央汇金发债规模很大,剔除中央汇金的数据来看,2024年全年各样本企业合计发行3535.90亿元,同比增长46.56%;其中,央企金控(剔除中央汇金)债券发行规模占比为46.58%,地方金控债券发行规模占比为51.70%。受发行规模增加的影响,截至2024年末,样本企业(剔除中央汇金)债券存续余额合计7415.19亿元,较上年末增长16.82%。

从各季度发行情况来看(见图3),2024年前三季度样本企业债券发行规模持续增长,其中第二季度央企金控发债规模显著增长,第四季度债券发行有所放缓。从募集资金用途来看,发行债券主要用于置换到期债务或补充流动资金。从债券单笔发行规模来看,央企金控、地方金控和其他金控平均单笔发行规模分别为14.84亿元、7.65亿元和6.10亿元,央企金控单笔发行规模较大。

央企金控债券发行情况

2024年,央企金控债券发行规模同比增长较快,不考虑中央汇金发行情况,产业系央企金控债券发行规模占比较高;债券发行种类以中期票据、企业债/公

² 因部分企业不存在公开披露的BCA级别及外部支持情况,故BCA级别统计数据中不含同方国信、山西金控、湖南财鑫、绍兴金控、西咸金控、苏州相城金控、湘财股份、平安金科。

司债和短融等为主，其中产业类央企金控具有更多短期融资需求；存续债券期限结构偏长期。

23家样本央企金控（剔除中央汇金，下同）中有6家综合类金控和17家产业系金控。2024年，样本央企金控共发行债券数量111只，债券发行规模合计1646.90亿元，同比增长44.21%，其中，受样本规模影响产业系央企金控发行债券规模占比较高。2024年，样本央企金控月末债券存续余额持续增长；截至2024年末，其债券存续余额合计3341.84亿元，较上年末增长19.02%，债券融资规模持续增加。

从发行债券品种来看，2024年，综合类央企金控债券发行以企业债/公司债和中期票据为主。除中期票据外，产业系央企金控还倾向于通过发行短融或超短融的方式进行融资，主要系相较综合类央企金控而言，其依托所属央企产业集团开展的产业类金融业务模式使其具有更多的短期资金需求。部分产业系央企金控亦倾向于发行资产支持证券进行融资，例如中铁资本，其2024年母公司口径债券融资规模359.46亿元全部依靠发行资产支持证券（主要为企业应收账款类ABS）的方式完成。此外，部分产业系央企金控下属的租赁子公司发行绿色/碳中和债券的数量有所提升，发挥在响应国家“双碳”战略中的引领作用。

样本企业存续债券方面（见图4），截至2025年2月20日数据查询日，样本企业存续规模合计8941.00

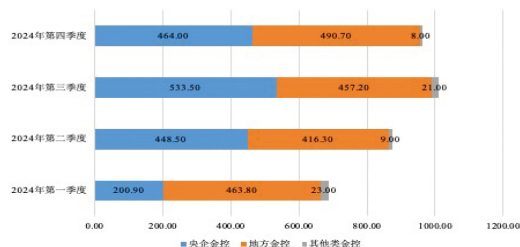
亿元，各主体存续债券规模差异较大，除中央汇金存续债券规模为5625.00亿元外，其余样本央企金控单家存续债券余额不超过700.00亿元，其中存续规模在100.00亿元以上的有9家，存续规模在50.00~100.00亿元有5家，存续规模在50.00亿元（含）以下有10家。在上述样本企业中，有3家央企金控债券全部于一年内到期，但其存续债券总规模均较小（50.00亿元及以下）；另有3家样本央企金控一年内到期债券余额/存续债券余额比例超过50%，为中铝资本（83.87%）、华电产融（73.33%）和建银投资（53.85%），其一年内到期的债券规模均在70.00亿元以下，规模尚可。

地方金控债券发行情况

2024年，地方金控债券发行规模同比有所增长，其中省级地方金控发债规模占比较大；地方金控债券发行种类丰富，融资偏好多元；存续债券期限结构偏长期，短期兑付压力可控。

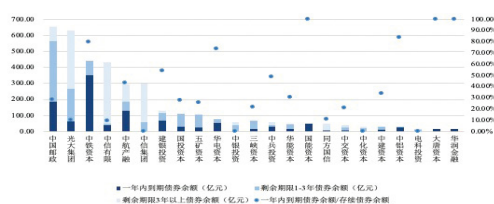
2024年，49家地方金控共发行228只债券，发行规模合计1833.00亿元，同比增长13.02%，其中省级地方金控债券发行规模1077.80亿元，规模相对较大，占比58.80%。发行规模超过100亿元的地方金控共有3家，分别为江苏国信（277.10亿元）、山东鲁信（100.00亿元）和杭州金投（135.00亿元）。从发行节奏来看，地方金控2月、3月及5月发行规模有所波动，

图3 2024年样本企业债券发行规模（季度）情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 截至2025年2月20日样本央企金控存续债券到期期限结构



注：上图中未包含中央汇金，截至2025年2月20日末其存续债券规模为5625.00亿元；中铁资本存续债券均为资产支持证券
资料来源：Wind，联合资信整理

考虑是节假日以及市场融资环境变化导致债券发行节奏有所调整,其余月份发行规模整体较为稳定,省级地方金控及市级地方金控未在发行节奏上表现出明显的分化。

从发债品种来看,样本地方金控债券发行以企业债/公司债、中期票据和短融/超短融为主,2024年发行规模分别占总规模的39.90%、29.72%和27.57%,定向工具发行规模很小。地方金控偏好使用企业债、公司债或中期票据进行融资,部分公司亦青睐发行期限较短的短期及超短期融资券以补充流动性,其中短融及超短融合计发行规模占比超过50%的地方金控分别为:甘肃金控(66.67%)、广东粤科(71.43%)、江苏国信(59.55%)、四川能投金鼎(77.78%)、天津津融(100.00%)及杭州金投(70.37%)。

存续债券方面,截至2025年2月20日数据查询日(见图5、图6),共49家地方金控具有存续债券,存续规模合计4020.58亿元,各主体存续债券规模差异较大,但整体债券到期期限结构较合理,以长期为主,一年内到期债券余额/存续债券余额比例超过50%的平台仅4家,包括甘肃金控、四川金鼎、天津津融及厦门象屿金控。

其他类金控债券发行情况

从发债品种来看,3家样本企业共发行债券61.00

亿元,发行品种以企业债/公司债、中期票据和短融/超短融为主,2024年分别占总规模的13.11%、63.93%和22.95%,未发行定向工具。

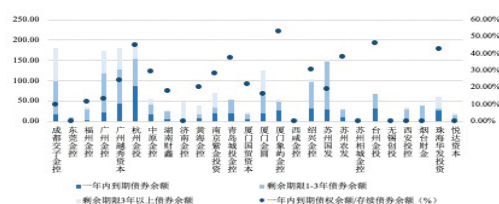
存续债券方面,截至2025年2月20日数据查询日(见图7),其他类金控样本企业存续债券规模合计172.60亿元,各主体存续债券规模差异较大,但整体债券到期期限结构偏短期。

三、2024年金控公司主体利差情况分析

央企金控主体利差分布情况

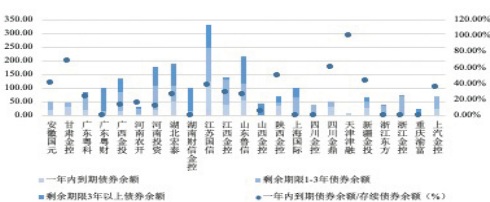
得益于中央企业信用背书,央企金控主体利差整体处于较低水平;受个体经营实力、外部支持及经营所涉产业风险等因素综合影响,各样本央企金控主体利差存在一定差异,但分化不明显。

图6 截至2025年2月20日市(区)级样本地方金控存续债券到期期限结构(单位:亿元)



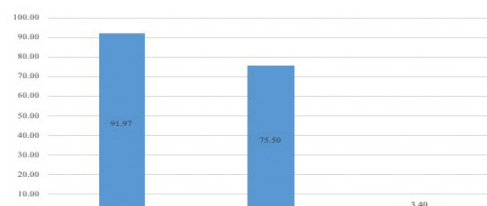
资料来源: Wind, 联合资信整理

图5 截至2025年2月20日省级样本地方金控存续债券到期期限结构(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图7 2024年样本其他类金控存续债券情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

我们对前述22家³ 央企金控的主体利差⁴情况进行统计分析,整体看央企金控的主体利差处于市场较低水平,2024年AAA级别主体利差主要分布在30BP~50BP区间、AA+级别主体利差分别为44.70BP和57.51BP。因综合类央企金控经营实力相对较强,其主体利差相较产业系央企金控处于更低水平(见表2)。

地方金控主体利差分布情况

2024年地方金控的利差分布基本与其信用级别分布情况匹配,但部分主体受业务风险、区域经济实力等因素影响,主体利差较大。

我们对49家地方金控2024年的平均主体利差进行统计分析(见表3)。从均值情况来看,地方金控利差分布与信用级别分布情况基本匹配。其中AAA级别省级平台利差均值大于市区级平台主要系天津津融及广西金投的偏离值过高所致,剔除上述两家后省级平台主体利差均值为46.28BP;AA+级别的地方金控的利差表现存在一定的倒挂现象,主要系部分省级地方金控在外部评级过程中考虑了其较高的行政层级及政府支持因素,但受其所在区域经济较弱且核心主营业务增长放缓

风险加大,导致其市场认可度相对较差所致。部分地方金控主体利差较高,主要系受所处区域经济实力较弱、地方债务压力较大或存在信用负面舆情(如吉林、天津、河南等区域)以及自身业务风险较高、资产质量相对较弱等因素影响。

从省级地方金控情况来看,2024年,23家省级样本平台利差主要处于50BP以下区间,较2023年水平(50~100BP)有所下降;利差高于100BP的共3家,分别为四川金鼎(AA+,160.43BP)、天津津融(AAA(最新),145.85BP)、广西金投(AAA/AA+,142.97BP)。

从市级地方金控情况来看,2024年,26家市级样本平台中利差处于100BP内的样本企业共21家,利差介于100~200BP之间的样本企业共5家,分别为中原金控(AA+,139.81BP)、湖南财鑫(AA+,147.57BP)、西咸金控(AA,135.58BP)、黄海金控(AA+,123.10BP)和悦达资本(AA,129.68BP)。

其他金控主体利差分布情况

从主体利差来看,样本其他类金控主体利差水平与其信用级别分布情况匹配,但受自身经营实力相对较弱

表2 样本央企金控2024年主体利差分布情况

项目		综合类央企金控-主体利差均值 (BP)	产业系央企金控-主体利差均值 (BP)
AAA	最大	44.43 (国投资本)	最大 52.62 (电科投资)
	最小	23.30 (中信集团)	最小 34.78 (中国邮政)
	均值	32.21	均值 44.54
AA+	最大	--	最大 57.51 (中建资本)
	最小	--	最小 44.70 (中兵资本)
	均值	--	均值 51.10

注:“--”指该项指标不适用
资料来源: Wind, 联合资信整理

³同方国信及中银投资因缺少相关主体利差数据,未纳入“(二) 央企金控主体利差分布情况”部分的相关统计。
⁴本文中主体利差数据取自 Wind, 计算规则为: 1. 取某日主体所有存续债券; 2. 对每个单债用估值与无风险收益率做差, 计算单券利差; 对 2 中所得结果进行余额加权, 得到主体利差; 下同。

或关联方风险较大等影响，主体利差水平整体高于央企金控及地方金控，平均主体利差为147.70BP。

四、总结及展望

2024年，金控公司在债券市场的活跃度显著提升，债券发行规模和数量均有所增加。央企金控凭借其强大的股东支持和业务资源优势，信用资质较高，发债规模较大；地方金控则受益于地方政府支持，信用级别以AAA和AA+为主，发债规模稳步增长。整体来看，金控公司债券融资主要用于置换到期债务和补充流动资金，债券期限结构偏长期，短期兑付压力可控。行业利差分布与信用级别基本匹配，但部分地方金控因区域经济实力较弱或业务风险较高，利差较大。

自2025年初以来，样本企业债券发行规模同比仍保持上升势头。截至2025年2月26日，2025年样本企业债券发行数量共48只，融资规模合计450.90亿元，规模同比增长54.42%；一年内到期存续债券规模为1875.08亿元，金控公司未来到期债务置换需求仍较大。展望2025年，金控公司发债规模预计将继续保持增长，但在经济弱复苏的背景下，金控公司杠杆水平仍将保持稳定，因



此发债增速可能相较2024年有所放缓。融资成本方面，当前利率低位水平下，金控公司或更倾向于发行长期限债券以锁定低融资成本。预计人民银行仍将继续实施适度宽松的货币政策，金控公司2025年整体利差预计保持稳定，但融资成本可能会出现一定的波动。央企金控及优质地方金控（如东部经济强省的地方金控）受益于拥有政府隐性背书和优质金融牌照资源，预计利差仍将保持低位。中西部地区弱资质的地方金控可能受区域经济疲软、化债政策推进缓慢、市场流动性阶段性收紧等因素影响，融资成本或面临流动性风险溢价抬升。

表3 样本地方金控2024年主体利差分布情况

项目	省级平台-主体利差均值 (BP)		市辖区平台-主体利差均值 (BP)	
	最大	最小	最大	最小
AAA	145.85 (天津津融)	31.28 (江苏国信)	68.25 (珠海华发投资)	36.73 (广州金控)
	55.16		51.37	
AA+	160.43 (四川金鼎)	65.37 (河南农开)	147.57 (湖南财鑫)	52.40 (福州金控)
	99.12		87.14	
AA	--	--	135.58 (西咸金控)	48.05 (无锡创投)
	--	--		
	--	--	93.02	

资料来源：Wind，联合资信整理

2024年债券市场发展报告

文|联合资信 董欣焱 张 岩

一、债券市场政策回顾

2024年,外部环境不确定性增多,世界增长动能总体放缓,我国经济运行总体平稳,但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。在此背景下,监管部门多措并举,旨在进一步完善债券市场体制机制,持续推进多层次债券市场建设;推动绿色、科技创新等重点领域债券融资,助力做好金融“五篇大文章”;持续推进债券市场对外开放,加强债券市场信用风险管控。总体来看,我国债券市场服务实体经济能力显著增强,债券市场的市场化、法制化、国际化水平进一步提升。

完善债券市场体制机制,加快推进多层次债券市场建设

规范债券发行业务。一是规范债券发行的市场秩序。2024年1月,沪深北交易所发布《关于进一步规范债券发行业务有关事项的通知》,强调市场各方参与主体应当严格遵守发行承销相关法律法规及规则约定,主动维护市场发行秩序,不得有破坏市场秩序的行为。政策的发布有助于进一步提升债券发行利率的市场化水平,提升债券发行的规范性和透明度。二是规范公司债券发行备案。2024年7月,上交所发布《上海证券交易所公司债券发行承销规则适用指引第1号——发行备案(2024年修订)》,放宽备案阶段不得更改公司债券期限的要求,明确如需修改债券期限,发行人和主承销商应当在期后事项说明中说明变更后的债券期限、履行的内部程序及变更的合理性,补充提交相关决议文件,并修改相应的备案文件,进一步规范了公司

债券(含企业债券)的发行备案行为。三是规范债券信息披露行为。2024年9月,上交所发布《上海证券交易所债券发行上市审核业务指南第5号——简明信息披露》,明确了优质主体公司债券、资产支持证券申报材料编制和存续期信息披露的简化安排,在简化披露事项上,重点形成三方面措施安排:一是简化申报文件编制,二是简化募集说明书和计划说明书信息披露内容,三是明确存续期定期报告简化或豁免披露事项。2024年12月,北交所发布《北京证券交易所公司债券发行上市审核业务指南第5号——简明信息披露》,适当简化适用优化审核安排的发行人、符合条件的科创和绿色债券发行人以及最近两年信息披露工作评价结果较好的上市公司等优质主体的信息披露要求。上述政策的发布有助于进一步提高信息披露的针对性和有效性,减轻优质市场发行人的信披负担,合理降低发行人的信息披露成本。

加强债券存续期管理。一是规范绿色债券存续期信息披露。2024年1月,交易商协会发布《关于绿色债务融资工具适用<绿色债券存续期信息披露指南>的通知》,明确存续绿色债务融资工具的信息披露要求,鼓励发行人在年报中披露环境效益情况,政策的发布有助于进一步规范绿色债务融资工具发行人的信息披露行为,提高信息披露质量。二是优化债券募集资金管理。2024年12月,北交所发布《北京证券交易所公司债券存续期业务指南第3号——募集资金管理重点关注事项(试行)》,进一步细化了债券募集资金管理要求,明确闲置募集资金补充流动资金、募集资金用途变更调整

等事项的限制情形、必要程序和信息披露要求,政策的发布进一步引导发行人规范使用募集资金,压实中介机构核查责任,更好防范募集资金相关违规风险。

规范银行间债券市场柜台业务。2024年2月,人民银行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》(银发〔2024〕45号,简称“45号文”),与2016年第2号公告相比,一是明确了柜台业务品种和交易方式,二是优化了对投资者开户的管理规则,三是允许境外投资者通过柜台渠道投资。2024年4月,财政部发布《关于政府债券柜台交易业务有关事项的通知》,指出记账式国债和地方政府债券发行结束后,均可在银行间债券市场柜台分销和交易;满足柜台业务开办条件的金融机构应当按照有关规定积极参与政府债券柜台交易业务,根据市场需求选择政府债券通过柜台分销和交易等。上述政策的发布有助于加快推动柜台债券市场发展,健全我国多层次债券市场体系。

规范资产支持证券发行。2024年3月,沪深交易所修订《上海证券交易所资产支持证券业务规则》《深圳证券交易所资产支持证券业务规则》(以下简称《业务规则》)及信息披露系列文件¹,进一步完善了资产支持证券的挂牌条件、信息披露要求、持有人权益保护机制安排、停复牌监管等,同时,对信息披露的基本要求 and 一般原则做出优化调整,并增加了补充/更正披露的基本要求等。为做好规则衔接,2024年12月,深交所发布《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第1号——申请文件及其编制要求》等六项业务指引²,《申请文件及其编制指引》以信息披露为核心,

细化了申请文件编制内容,进一步压实中介机构核查和披露义务,提升了信息披露质量。《审核重点关注事项指引》在现有四类基础资产的基础上,新增小额贷款债权等三类基础资产的准入标准,形成准入标准体系,强化了发行准入监管。《审核程序指引》等四项指引优化了封卷时限、中止和终止审核情形等要求,更新了与《业务规则》不相适应的内容,推进了规则的衔接。上述政策的发布进一步规范了资产支持证券的发行,有助于引导市场主体归位尽责,推动资产证券化市场高质量发展。

支持绿色、科技创新等领域债券扩容,助力做好金融“五篇大文章”

支持民营企业债券融资。2024年7月,交易商协会创新推出民营企业资产担保债务融资工具(Covered Bond, CB),通过资产担保结构设计提升民企资产信用融资能力。2024年11月,交易商协会发布《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》,从产品模式、基础资产、交易结构、机构职责、信息披露、配套举措等六方面明确了供应链票据证券化相关要求,为中小微企业开辟了融资新途径。2024年12月,《中华人民共和国民营经济促进法(草案)》提请审议,作为我国首部专门关于民营经济发展的基础性法律,民营经济促进法明确要健全多层次资本市场体系,支持符合条件的民营经济组织通过发行债券等方式平等获得直接融资,为民营经济提供稳定、公平的发展环境。上述政策的发布有助于进一步拓宽民营、中小微企业的融

¹ 《上海证券交易所债券自律监管规则适用指引第5号——资产支持证券持续信息披露》《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第1号——定期报告》《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第2号——临时报告》《深圳证券交易所资产支持证券存续期监管业务指引第3号——信用风险管理》。

² 其余5项指引为《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第2号——审核重点关注事项》《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第3号——审核程序》《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第4号——分类审核》《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第5号——特定品种》和《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第6号——保险资产管理公司开展资产证券化业务相关要求(试行)》。

资渠道，增强债券市场对民营经济的服务质效。

支持绿色、转型债券发行。2024年3月，人民银行发布《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》，指出大力支持符合条件的企业、金融机构发行绿色债券和绿色资产支持证券，积极发展碳中和债和可持续发展挂钩债券，支持地方政府将符合条件的生态环保等领域建设项目纳入地方政府债券支持范围等。同时，鼓励境外机构发行绿色熊猫债，投资境内绿色债券等。2024年8月，国务院发布《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》，指出鼓励地方政府通过多种方式降低绿色债券融资成本，有序推进碳金融产品和衍生工具创新。2024年8月，人民银行发布《关于进一步做好金融支持长江经济带绿色低碳高质量发展的指导意见》，指出引导长江经济带金融机构和企业发行绿色债券，便利国际市场资金投入我国低碳转型领域；加大对碳中和债等创新产品的支持力度，积极支持长江经济带经营主体发债融资；积极运用转型债券、可持续发展挂钩债券等，为长江经济带沿江省市高碳行业低碳转型提供金融支持。2024年10月，人民银行发布《关于发挥绿色金融作用 服务美丽中国建设的意见》，指出提升绿色金融供给质量，发展绿色债券、绿色资产证券化等绿色金融产品，强化绿色融资支持。2024年10月，交易商协会发布《关于进一步优化绿色及转型债券相关机制的通知》，进一步完善绿色及转型债券的工作机制，优化绿色债券的募集资金用途、募集资金管理、信息披露和外部评估认证等要求，拓宽可持续发展挂钩债券和转型债券的发行人范畴，拓展转型债券募集资金用途，支持绿色资产证券化和债务融资工具与碳资产相结合的产品创新，加大中央企业绿色转型支持力度等。上述政策的发布有助于推动绿

色、转型领域债券进一步扩容，引导资金流向绿色转型领域，强化债券市场赋能经济社会绿色转型发展。

支持科技创新领域债券发行。发行方面，2024年4月，商务部等十部门发布《关于进一步支持境外机构投资境内科技型企业的若干政策措施》，支持符合条件的境外机构在华发行人民币债券，投入科技领域；支持境外机构投资的科技型企业发行公司信用类债券，积极扩大发行规模；全国推广跨境融资便利化试点，将初创期科技型企业纳入试点主体范围，鼓励符合条件的企业在额度内自主借用外债，更好支持企业创新发展。2024年4月，证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》，指出加强债券市场的精准支持，推动科技创新公司债券高质量发展，重点支持高新技术和战略性新兴产业企业债券融资，鼓励政策性机构和市场机构为民营科技型企业发行科创债券融资提供增信支持。2024年6月，国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，鼓励符合条件的创业投资机构发行公司债券和债务融资工具，增强创业投资机构筹集长期稳定资金的能力等。2024年6月，人民银行等七部门联合发布《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》，提出建立科技型企业债券发行绿色通道，从融资对接、增信、评级等方面促进科技型企业发债融资，完善科技创新专项金融债券等政策工具等。2024年12月，沪深北交易所发布《专项品种公司债券指引》，支持开展关键核心技术攻关的“硬科技”企业适用优化审核措施，适当拓宽科创投资类、科创孵化类发行人主体范围，完善科创企业类发行人评价指标等。投资方面，2024年4月，金融监管总局等三部门发布《关于深化制造业金融服务³助力推进新型工业化的通知》，指出保险资金要在风险可控、商

³《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——专项品种公司债券（2024年修订）》《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第7号——专项品种公司债券（2024年修订）》和《北京证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第2号——专项品种公司债券》。

业自愿前提下,通过债券等多种形式,为战略性新兴产业提供长期稳定资金支持。2024年10月,人民银行发布《关于做好重点地区科技金融服务的通知》,指出将承销和投资科技型企业债券情况纳入科技金融服务效果评估,推动科创票据发行规模增长。上述政策的发布有助于进一步推动科技创新领域债券发行,引导资金流向科技创新领域,为科技创新企业提供长期稳定的资金支持。

支持乡村振兴债券发行。2024年8月,人民银行发布《关于开展学习运用“千万工程”经验 加强金融支持乡村全面振兴专项行动的通知》,指出鼓励金融机构发行“三农”、小微等金融债券,支持符合条件的涉农企业发行资产支持证券、乡村振兴票据、乡村振兴公司债券等融资工具。2024年12月,沪深北交易所发布《专项品种公司债券指引》指出,支持注册在国家乡村振兴示范县的企业和涉农企业发行乡村振兴债主要用于支持乡村振兴相关领域。上述政策的发布有助于进一步促进乡村振兴领域债券的发行。

支持住房租赁领域债券发行。2024年1月,人民银行和金融监管总局发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见》,提出支持住房租赁企业发行债券,专项用于租赁住房建设、购买和运营;鼓励优化债券发行流程,提高住房租赁债券发行效率,为住房租赁企业提供融资便利;支持商业银行发行用于住房租赁的金融债券;支持发行住房租赁担保债券,纳入债券管理框架等。政策的发布有助于拓宽住房租赁企业的债券融资渠道,提高住房租赁债券的发行效率,推动住房租赁领域债券进一步扩容。

支持“两新”债务融资工具发行。2024年7月,交易商协会推出“两新”债务融资工具,募集资金投向设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用等《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》涉及领域,专项用途占比不低于30%。采用“产品不贴标,用途针对性强”的方式,市场化引导资金精准聚焦“两新”领域。

“两新”债务融资工具的推出,有助于引导资金精准聚焦于重点行业设备更新改造、耐用消费品以旧换新等领域,促进实体经济高质量发展。

持续推进债券市场对外开放,促进境内外资本双向流动

助推内地香港金融合作。人民币国债等资产被香港纳入合资格抵押品。2024年1月,人民银行宣布,在与香港金融管理局的共同推动下,香港金融管理局将“债券通”北向合作项下的人民币国债、政策性金融债券纳入人民币流动资金安排合资格抵押品名单。这是首次在离岸市场确立境内债券的担保品功能,有利于增加债券通债券的使用场景,提升境外机构的持债意愿,进一步增强中国债券市场的吸引力,推进人民币国际化。优化“互换通”机制安排。2024年5月,人民银行发布公告,优化“互换通”机制安排,包括进一步丰富产品类型、完善配套功能、推出系统优化和优惠措施等,有助于满足境内外投资者多样化的风险管理需求,进一步推动内地与香港债券市场互联互通。

规范外国政府类机构和国际开发机构债券发行。2024年1月,交易商协会发布《外国政府类机构和国际开发机构债券业务指引(试行)》,对外国政府类机构和国际开发机构在我国银行间市场发行债券的注册与发行、注册文件要求、信息披露要求和中介机构管理等提出明确要求。政策的发布有助于促进外国政府类机构和国际开发机构债券业务规范发展,提升债券市场的对外开放水平。

支持境外主体参与境内债券市场。2024年3月,国务院办公厅发布《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》,指出优化外资金融机构参与境内资本市场有关程序,支持外资金融机构参与境内债券承销,推动外资银行参与国债期货交易试点,落实境外投资者投资中国债券市场税收优惠政策,支持外商投资企业在境内发行人民币债券融资并用于境内投资项目等。政策的发布有助于进一步推动境外机

构投资者参与我国债券市场,促进外资企业在境内发行债券融资,促进资本的双向流动。

支持优质企业借用外债融资。2024年7月,发改委发布《关于支持优质企业借用中长期外债促进实体经济高质量发展的通知》,积极支持行业地位显著、信用优良、对促进实体经济高质量发展具有带动引领作用的优质企业借用外债,持续完善优质企业借用外债事中事后监管,切实防范外债风险等。政策的发布有助于支持优质企业借用外债融资,进一步提升跨境投融资便利化。

加强信用评级行业监管,促进信用评级行业高质量发展

完善评级自律规则体系。2024年3月,交易商协会发布《银行间债券市场信用评级业务自律指引》(以下简称《评级业务指引》)和《银行间债券市场信用评级业务信息披露指引》(以下简称《信息披露指引》),《评级业务指引》明确了评级机构展业的基本原则、流程和作业规范,重点强调评级独立性和内控管理,并简化操作细节要求,引导评级机构个性化创新发展,以投资者为导向、评级质量为核心开展市场竞争。《信息披露指引》进一步规范了评级信息的披露内容和频率,要求评级机构定期披露评级质量检验结果,强化市场监督和约束。整体来看,两则指引的发布是对五部委《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》精神的进一步落实,有助于规范评级行业发展,提高评级机构的评级质量,压实评级机构“看门人”责任,推动信用评级行业高质量健康发展。

指导评级机构执业行为。2024年3月,交易商协会发布《银行间债券市场信用评级尽职调查操作指南》(以下简称《尽职调查指南》)和《银行间债券市场信用评级质量检验操作指南》(以下简称《评级质量检验指南》),《尽职调查指南》对信用评级的尽职调查方法、具体内容和底稿作出详细规定;《评级质量检验指南》明确了平均累积违约率、迁移矩阵、利差分析等评级质量检验指标。两则指南的发布有助于进一步规范



评级机构的执业行为,提高评级机构的评级质量。

优化评级机构评价办法。2024年3月,交易商协会、证券业协会联合发布《债券市场信用评级机构联合市场化评价办法》,与前期发布的《非金融企业债务融资工具信用评级机构业务市场评价标准》相比:一是突出了评价指标体系中评级质量的核心地位和投资人服务的导向性;二是增加了对合规管理、数据库建设、市场竞争力的评价;三是增加了加分项,明确加分标准,细化减分标准;四是取消了主承销商评价,降低专家评价权重,增加监管机构评价和自律组织评价。办法的发布有助于进一步推动评级机构提高评级质量和投资者服务水平,同时,也有助于进一步推进债券市场互联互通、加强监管部门间的联动机制,形成监管合力,引导评级机构高质量发展。

加强债券市场风险管控,加快完善债券违约处置机制

优化信用风险缓释工具管理机制。2024年2月,交易商协会发布《银行间市场信用风险缓释工具业务规则》和《关于完善信用风险缓释工具业务参与者管理有关事项的通知》,重点完善了信用风险缓释工具参与者管理框架。一方面,将一般交易商备案优化为信息登记,提高入市效率,同时压实核心交易商等参与者的

交易对手方管理职责；另一方面，提升核心交易商管理要求，建立动态管理机制，加强核心交易商事中事后管理和能力建设。上述政策的发布有助于加强信用风险缓释工具参与者全环链管理，健全市场化激励约束机制，助力防范化解金融风险。

从严打击证券期货违法犯罪活动。2024年5月，证监会等四部门发布《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，就办理证券期货违法犯罪案件总体要求、行政执法与刑事司法的衔接、刑事案件的管辖、证据的收集等提出明确要求，政策的发布有助于进一步加强加强对证券期货市场违法犯罪行为的打击力度，防范化解金融风险，维护资本市场健康发展。

加强地方政府债务风险管理。2024年7月，人民银行发布《关于金融支持天津高质量发展的意见》，指出严格按照市场化、法治化原则，稳妥开展国有企业债务存量风险化解工作，健全债券风险监测预警机制，合理支持地方国有企业与融资平台公司债券接续发行。政策的发布有助于满足天津市地方国企和城投企业的合理融资需求，降低城投企业综合融资成本，防控化解国有企业与融资平台的债务风险。2024年12月，国务院发布《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，明确扩大专项债券用作项目资本金范围，以省份为单位，将专项债券用作项目资本金的比例上限由25%提升至30%。同时，强化专项债券全流程管理，加强专项债券项目资产管理，建立专项债券偿债备付金制度等。政策的发布有助于加快专项债券发行，加强专项债券的信用风险管控。

完善违约处置机制。打击逃废债。2024年4月，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，指出完善市场化、法治化、多元化的债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为；压实地方政府在提高上市公司质量以及化解处置债券违约、私募机构风险等方面的责任。政策的发布有助于进一步完善公司债券违约处置机制，加强债券市场信用风险管控，推

动债券市场平稳健康发展。**完善破产重整制度。**2024年12月，证监会与最高法联合印发《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》的通知，主要内容包括加强司法审理与证券监管协作，明确上市公司重整预期，优化重整计划的规范要求，强化信息披露及内幕交易防控，完善重整案件的审理标准等。破产重整是处置债券违约的重要手段，政策的发布有助于更好地发挥破产审判职能作用，提高破产重整效率，切实保护上市公司债权人和广大投资者的合法权益。

二、债券市场整体情况

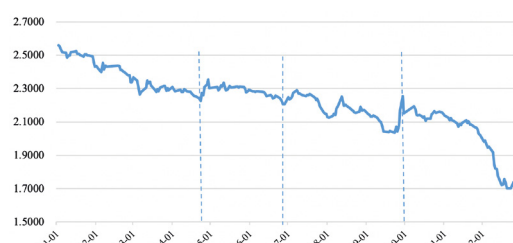
2024年，中国人民银行（以下简称“人民银行”或“央行”）坚持支持性的货币政策，加大逆周期调节力度，为高质量发展营造了良好的货币金融环境。2024年，我国债券市场共发行各类债券78.79万亿元，同比上升11.87%，除同业存单外，各类债券合计发行47.40万亿元，同比上升5.99%。截至2024年末，我国各类债券存量规模达到176.01万亿元，较2023年末增长13.01%。

利率债

1. 利率债收益率总体呈现下行态势

2024年，我国国债收益率总体呈现下行态势（见图1）。第一阶段，年初至4月下旬，股市表现低迷，市场风险偏好下降，机构配置需求较强，政府债券供给偏慢，

图1 2024年10年期国债利率走势（%）



资料来源：Wind

叠加央行超预期降准，推动债市利率快速走低；第二阶段，4月末至6月末，央行多次提示长债利率风险，超长期特别国债落地发行，长端利率波动加大，债市利率降幅放缓；第三阶段，7月初至9月末，债市严监管背景下，7月初和8月上旬10年期国债收益率出现阶段性反调，但经济基本面依然偏弱，货币政策再度前置放松，债市情绪由谨慎逐渐转向乐观，9月中下旬10年期国债收益率再次震荡走低至2.00%附近。9月末，政策密集出台，市场对经济及股市回升预期升温，股市快牛，股债跷跷板效应下，10年国债收益率快速回升；第四阶段，10月初至年末，政策方向逐渐明朗，政府债券供给压力被消化，政治局会议定调货币政策“适度宽松”，中央经济工作会议进一步补充“适时降准降息”，抢跑行情下利率快速回落，10年期国债收益率下行至1.70%附近。

2. 利率债各券种发行规模同比均有上升

2024年，债券市场共发行利率债26.85万亿元，同比增加6.15%，各个券种发行规模均有所增长。其中，国债发行11.94万亿元，发行规模同比增长9.17%；地方政府债发行规模达9.78万亿元，同比增长4.83%；政策性银行债发行规模达5.14万亿元，同比增长2.03%。截至2024年年末，我国债券市场利率债品种存量规模为107.64万亿元，较上年末增长13.73%（见表1）。

信用债

1. 主要信用债发行利率有所下降

2024年，AAA级主体所发各期限主要券种的平均发行利率均呈下行走势。AAA级主体所发1年期短融的平均发行利率为2.13%，较上年（3.46%）下降133BP；AAA级主体所发3年期公司债的平均发行利率为2.42%，较上年（3.30%）下降88BP；AAA级主体所发3年期中期票据的平均发行利率为2.44%，较上年（3.40%）下降96BP；AAA级主体所发5年期中期票据的平均发行利率为2.44%，较上年（3.42%）下降98BP；AAA级主体所发5年期企业债的平均发行利率为2.52%，较上年（3.70%）下降118BP。主要信用债发行利率中枢有所下降（见图2）。

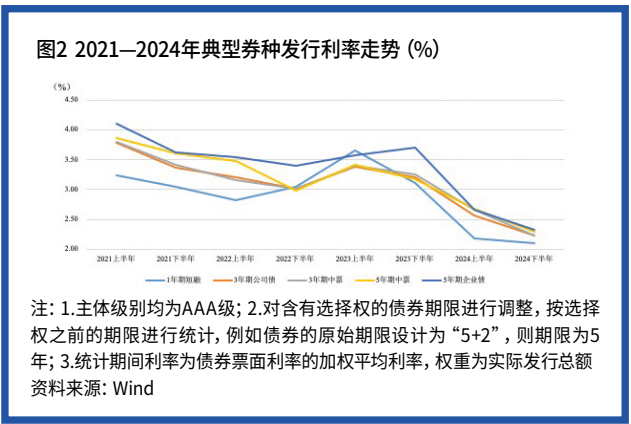


表1 2024年利率债发行和存量情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024年末存量	
	本年度（期）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）
政府债	2219	-5.97	217164.48	7.18	816339.21	16.20
国债	189	1.61	119403.60	9.17	342926.35	15.41
地方政府债	2030	-6.62	97760.88	4.83	473412.86	16.77
政策性银行债	711	-4.05	51354.00	2.03	260016.80	6.61
合计	2930	-5.51	268518.48	6.15	1076356.01	13.73

注：发行情况按发行起息日统计；数据导出日为2025年1月13日，以下同
资料来源：Wind

2. 信用债发行量有所上升

2024年，信用债⁴发行规模达到20.40万亿元，较上年同期增长8.52%。其中，一般中期票据、公司债⁵、超短期融资券和资产支持证券⁶的发行规模占比分别为23.85%、19.36%、17.26%和10.00%，成为发行规模占比居前的信用债品种。截至2024年年末，我国债券市场信用债品种存量规模为47.28万亿元，较上年末增长6.32%。

(1) 非金融企业债券发行量继续增加

2024年，非金融企业所发债券的发行期数和规模同比均有不同程度增长。其中，短融、中票和一般公司债的发行规模同比均有不同程度增长，中票的发行规模同比增幅达64.11%，一般公司债的发行期数和规模同比均有将近20%的增幅，可能由于低利率环境下，企业中长期债券融资成本下行，拉长发债期限所致。此外，企业

债的发行期数和发行规模均有超过70%的跌幅，主要由于企业债纳入证监会监管后，审核趋严，传统城投企业发行企业债的审批通过率较低所致。超短融发行期数和规模同比均下滑20%左右，可能受国有大行等金融机构持仓结构调整，减持超短融等因素影响。截至2024年末，非金融企业债券存量为28.45万亿元，较上年末增长4.82%（见表2）。

(2) 非政策性金融债发行规模同比有所增长

2024年，金融机构发行非政策性金融债1106期⁷，总发行规模为4.53万亿元，发行期数同比下降3.41%，发行规模同比增长10.31%。其中其它金融机构债发行期数和规模同比增幅较大，分别达227.59%和185.76%，主要由于2023年末，《非银行金融机构行政许可事项实施办法》发布以来，非银金融机构债券发行审批程序进一步简化所致；2024年商业银行次级债的

表2 2024年非金融企业发行债券情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
超短融	3677	-18.65	35210.09	-18.44	14088.17	-12.72
短融	658	-6.53	6281.24	18.50	6152.79	18.80
中期票据	4872	52.78	48647.78	64.11	113762.21	20.83
企业债	79	-70.63	600.07	-70.11	15967.80	-17.07
公司债	4826	-0.76	39501.96	2.50	114013.95	0.00
一般公司债	1611	19.60	17324.68	19.55	56907.42	6.44
私募债	3215	-8.56	22177.28	-7.77	62394.83	3.04
定向工具	1237	0.98	6840.46	-9.06	20509.89	-9.54
合计	15349	3.92	137081.60	8.64	284494.80	4.82

资料来源: Wind

⁴ 包括非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、国际机构债、资产支持证券、可转债、可交债和项目收益票据。

⁵ 包括一般公司债和私募债。

⁶ 资产支持证券包括交易商协会 ABN、证监会主管 ABS 和银保监会主管 ABS。

⁷ 包括商业银行金融债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券。

发行规模大幅增长69.95%，主要由于降准降息导致银行净息持续走低，中小银行内源性补充资本能力有所下降，对外源性融资工具的需求进一步加大所致。此外，受贷款有效需求不足，银行信贷投放放缓，债券融资需求减弱以及券商业务模式调整影响，商业银行债和证券公司债的发行规模均有20%左右的下滑。截至2024年年末，非政策性金融债券存量为14.06万亿元，较上年末增长9.44%（见表3）。

(3) 资产支持证券发行量同比有所上升

2024年，资产支持证券合计发行规模2.04万亿元，较上年增加8.87%。其中交易商协会主管ABN发行

量同比大幅增长，主要由于上年3—6月，交易商协会暂停ABN注册等因素影响所致；银保监会主管ABS发行量同比有所下滑，主要由于商业银行房贷投放力度有所下滑所致。截至2024年年末，资产支持证券存量为3.31万亿元，较上年末继续下降3.31%（见表4）。

(4) 其它信用债发行量整体有所上升

2024年，其它信用债⁸的发行期数同比略有下降，发行规模同比有所增长。其中，受正股表现不佳，转债估值下行，转股溢价率下滑等因素影响，2024年可转债发行量同比继续下降。此外，受境内市场融资成本相对较低，以及近年来一系列政策发布支持境外企业在

表3 2024年非政策性金融债券发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024年末存量	
	本年度（期）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）
商业银行债	154	-15.85	10261.00	-22.24	35761.17	7.36
商业银行次级债券	155	25.00	18962.90	69.95	68171.75	12.90
保险公司债	17	-26.09	1175.00	4.75	4037.20	18.21
证券公司债	410	-18.16	8375.67	-19.98	24244.20	-0.37
证券公司短期融资券	275	-3.51	4761.40	5.12	3359.20	44.31
其它金融机构债	95	227.59	1801.00	185.76	5022.25	6.75
合计	1106	-3.41	45336.97	10.31	140595.77	9.44

资料来源：Wind

表4 2024年资产支持证券发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024年末存量	
	本年度（期）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）
交易商协会主管ABN	1495	137.68	5242.94	62.82	6266.14	19.81
证监会主管ABS	3780	3.08	12459.99	3.59	21914.79	4.54
银保监会主管ABS	427	-12.68	2703.79	-22.65	4911.99	-38.86
合计	5702	19.16	20406.71	8.87	33092.92	-3.31

资料来源：Wind

⁸ 包括可转债、可交换债、国际机构债和同业存单。

境内发行债券融资影响，国际机构债发行规模同比增速超过120%。截至2024年年末，其它信用债存量为20.69万亿元，较上年末增长30.67%（见表5）。

债券市场运行特征

1. AAA级主体占比有所上升，无债项评级债券占比继续增加

2024年，非金融企业信用债的信用等级仍主要分布在AAA级至AA级⁹，所发债券期数和规模在总发行期数和规模中的占比分别为99.97%和99.99%。其中，AAA级债券的期数和规模仍为最多，占比分别为62.73%和79.60%，占比较去年同期（61.35%和76.40%）均有所上升；AA+级和AA级债券期数和规模占比均有所下降（见图3）。

2024年，市场中无评级债券共发行8777期，占总发行期数的比例为57.18%，较去年同期无债项评级债券数据（7555期，占比57.10%）有所增加。其中，无债项评级短融、中票和一般公司债分别占其总发行期数的比例为96.66%、76.44%和45.44%，较去年同期占比（93.03%、68.19%和34.78%）均有所增加。

2. 央企、民企债券发行量占比有所上升，地方国企债券发行量占比有所下降

从发行主体的企业性质来看，2024年，国有企业¹⁰依然是非金融企业所发债券最多的企业类型。受2024年债券市场收益率下行快于贷款利率影响，中央国有企业债券发行规模同比增速接近40%，发行规模占比较上年上升5.66个百分点。地方国有企业债券发行期数和规模同比增速均在2%左右，发行量占比较上年下降5.14个百分点，主要受地方政府化债，城投债审核严监管影响所致。2024年，支持民营企业债券融资政策不断落地，民

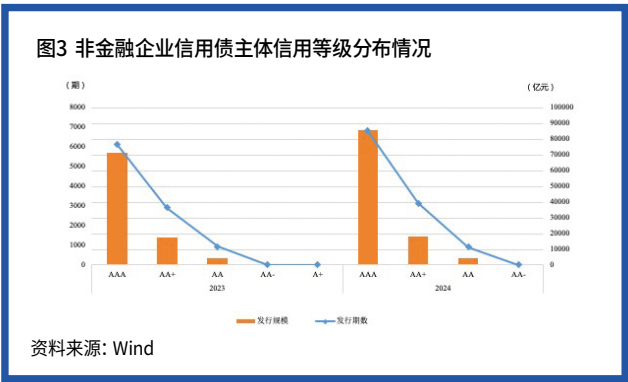


表5 2024年其它信用债发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2024年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)
可转债	42	-70.21	387.57	-72.54	7338.93	-15.88
可交换债	14	-51.72	319.40	-4.39	1146.40	-17.30
国际机构债	12	33.33	465.00	121.43	4037.20	910.00
同业存单	26507	-1.47	314208.20	22.20	194350.00	31.65
合计	26575	-1.87	315380.17	21.73	206872.53	30.67

资料来源: Wind

⁹ 短融、超短融、短期公司债和其他无债项评级的债券使用其发行主体信用等级，其他为债项信用等级；信用等级统计样本不包含私募债。

¹⁰ 包括中央国有企业和地方国有企业。

营企业债券发行期数和规模同比增速均在12%左右,发行量占比较上年略有上升。公众企业、集体企业和其他企业¹¹本年所发债券的期数和规模仍然较少(见图4)。

3. 非金融企业债券发行人涉及的区域和行业保持分化态势

从发行主体的所属地区来看,2024年,北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行规模位列前三位。发行规模排名前十的地区中,江苏、浙江、天津和湖北的非金融企业债券发行规模同比均有所下降,北京、广东、山东、上海、福建和四川省的非金融企业债券发行规模均有所增长。

从行业分布来看¹²,2024年,综合类、建筑与工程和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位。发行规模排名前十的行业中,综合类、电力、交通基础设施、多元金融服务、石油、天然气与供消费用燃料、公路与铁路运输、金属、非金属与采矿和资本市场行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度增长,建筑与工程和商业服务与用品行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度下滑。

创新品种债券发行保持良好势头

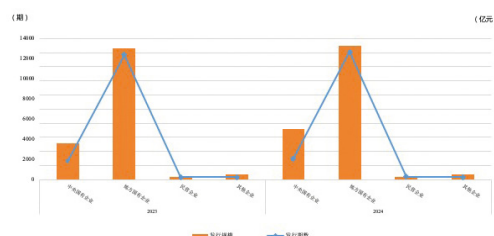
2024年,乡村振兴公司债发行量有所下降,但碳中和债、可持续发展挂钩债券、低碳转型挂钩债券和科技创新领域债券发行量均实现了大幅增长,有效地助力了经济的高质量发展。

房企信用风险有序暴露,信用风险仍呈现收敛态势

2024年,我国债券市场新增14家违约发行人¹³,共涉及到期违约债券26期,到期违约金额合计约197.49亿元;新增违约发行人家数和规模较上年(8家)有所增加,新增违约债券期数和到期违约金额同比(34期、218.76亿元)均有所减少。违约企业以民营企业为主,另外出现了首家发生实质违约的中央国有房企。此外,2024年新增展期发行人9家,涉及展期债券12期,展期规模41.04亿元,展期家数、期数及规模同比(16家、25期和176.42亿元)均有所减少。新增展期发行人中,房地产相关企业为4家,延续上年展期态势。

整体来看,2024年债券市场违约发行人家数虽有所上升,但违约企业主要为前期已展期的房地产企业,对债券市场的冲击相对有限,随着房地产行业信用风险的逐渐出清,债券市场信用风险仍呈现收敛态势。

图4 非金融企业信用债企业性质分布情况



资料来源: Wind

¹¹ 含外资企业。

¹² 按照 Wind 三级行业划分。

¹³ 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。



四、债券市场展望

利率债发行量将稳步增长，收益率或进一步下行

2024年12月召开的中央经济工作会议指出，要实施更加积极的财政政策。提高财政赤字率，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度加强重点领域保障。增加发行超长期特别国债，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。在财政政策“更加积极”的目标下，2025年利率债发行量将较上年继续增长。从发行节奏上看，考虑到稳增长的需求，利率债可能提速发行，节奏较往年更快，呈现明显的前高后低的走势。在此过程中，预计央行会通过公开市场操作给予流动性配合，利率债供给对市场带来的冲击相对有限。此外，当前我国社融增速有所放缓，国内需求不足，外贸不确定性加大，2024年12月政治局会议重提央行将实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，在此背景下，2025年利率债收益率有望进一步下行。同时，当前债券市场信用环境相对稳定，“资产荒”格局仍将延续，信用债收益率或跟随利率债走势继续下行，信用利差仍处于历史低位。

信用债供给整体仍将偏弱，科创等领域债券或继续扩容

一是，化债背景下，城投融资政策难以大幅放松，此外，城投名义上退平台后仍难以满足债券监管部门的

审批要求，短期来看，对城投债供给带来的利好较为有限。二是，财政部将发行特别国债支持国有大行补充核心一级资本，2024年下半年以来，二永债审批有所放缓，预计2025年二永债供给也将有所减弱。三是，降息背景下，信用债相对贷款的融资成本优势或有所下降，央企发行人发债意愿或较上年有所减弱。四是，中央金融工作会议提出做好金融“五篇大文章”以来，债券市场对五大重点领域的支持力度显著增强。近期监管指出，健全多层次债券市场体系，提高产业债融资比重，大力发展科技创新债券、绿色债券。在相关政策指引下，产业类债券，尤其是绿色、转型、科创等领域债券产品发行量有望进一步上升。五是，政策支持民企融资和债券市场信用风险整体有所收敛背景下，民营企业债券融资环境有望进一步回暖，民企债券发行有望继续回升。

债券市场信用风险整体可控，违约率水平仍将保持在较低水平

宏观经济方面，2025年是“十四五”的收官之年，宏观政策将更加积极有为，扩大内需，稳定楼市，防范化解重点领域风险和外部冲击，推动经济持续回升向好。融资环境方面，2024年12月政治局会议定调货币政策“适度宽松”，中央经济工作会议进一步指出“适时降准降息”，在上述政策指引下，央行将综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性充裕和宽松的社会融资环境。城投债方面，短期来看，化债背景下，城投企业实质性违约概率仍然较低，长期来看，城投企业化债和退平台的截止点为2027年6月，退平台后，城投企业与地方政府的关联将有所弱化，弱区域债务负担较重城投企业的信用风险仍值得关注。房企债方面，虽然近期政策持续出台推动房地产市场止跌回稳，有助于稳定市场预期，但居民购房意愿短期来看仍有不足，商品房销售仍在探底，房企流动性压力仍存，行业风险可能进一步出清，需警惕前期已展期债券发生实质性违约的风险。//

2024年小微金融ABS回顾与展望——发行规模显著增长, 参与机构日益丰富

文 | 联合资信 王姝琦 张贵婷 李 爽

一、2024年小微金融ABS市场发行情况

发行单数与规模齐升, 不同发行市场有所分化

受益于国内普惠金融支持政策持续发力以及ABN市场发行情况回暖, 2024年小微金融ABS发行单数和规模较去年明显增长。2024年, 全市场共发行285单小微金融ABS¹, 同比增长43.22%; 发行规模合计2765.10亿元, 同比增长49.89%, 小微金融ABS占资产支持证券发行总规模²的比重提升至13.56%。

分市场来看, 不同发行市场小微金融ABS发行情况有所分化。2024年交易所市场小微金融ABS发行依然活跃, 全年共发行186单产品, 同比上升6.90%; 发行规模合计1240.57亿元, 同比上升20.02%。受益于交易商协会对普惠金融领域的持续支持, 2024年小微金融ABN市场发行情况明显回暖, 全年共发行87单产品, 较去年增加81单; 发行规模达876.83亿元, 较去年增长13倍以上, 小微金融ABN发行单数与规模均显著增加。2024年信贷ABS市场共发行12单产品, 同比下降36.84%; 发行规模合计647.70亿元, 同比下降13.61%。

信托公司、商业银行仍为发行主力

从发起机构/原始权益人来看, 信托公司和商业

银行仍为小微金融ABS的发行主力。2024年信托公司共发行188单小微金融ABS, 发行规模合计1386.50亿元, 发行单数与发行规模占比均超过一半。其中, 发行规模占比前三的信托公司为华能信托、国投泰康信托和外贸信托, 发行规模分别占小微金融ABS总发行规模的14.08%、12.26%和10.84%。

2024年商业银行共发行12单小微金融ABS, 占比为4.21%, 发行规模合计647.70亿元, 占比为23.42%, 其中发行规模占比最高的为建设银行, 占比达17.36%。商业银行发行单数占比较低, 但发行规模占比较高, 主要是由于单个项目平均发行规模较高, 2024年商业银行发行项目单均规模为53.98亿元, 明显高于其他机构(单均发行规模为7.76亿元)。

资产提供方头部效应仍显著, 参与机构日渐丰富, 资产类型更趋多元化

从小微金融ABS的资产提供方来看, 2024年, 互联网系银行、商业银行、互联网系机构、融资租赁公司及融资担保公司为主要资产提供方。其中, 互联网系银行作为资产提供方共发行75单产品, 占比为26.32%, 发行规模位居首位, 占比达25.46%。互联网系机构作为资产提供方发行单数最多, 2024年共发行

¹统计口径包含互联网系机构、融资租赁公司、商业保理公司、小贷公司、信托公司、商业银行等发起的小微金融ABS产品。

²统计口径仅包括企业资产支持证券、信贷资产支持证券和资产支持票据。

94单产品, 占比为32.98%, 发行规模合计627.00亿元, 占比为22.68%。受业务转型影响, 融资租赁公司作为资产提供方发行规模明显上升, 占小微金融ABS总发行规模的比重提升至14.87%, 较去年增长2.62个百分点。融资担保公司作为资产提供方的发行单数及发行规模占比分别为16.14%和11.22%, 较去年分别下降3.96和1.67个百分点(见图1)。

2024年, 网商银行、建设银行、京东、美团、平安普惠等常态化发行机构的发行规模依然保持领先, 资产提供方头部效应仍然显著。此外, 商业银行、融资租赁公司、互联网系机构、小贷公司等各类机构在2024年均均有新增资产提供方, 例如杭州银行、泸州银行、携程小贷、和运租赁等多家机构在2024年首次发行了小微金融ABS。资产提供方持续扩容使得小微金融ABS市场参与机构日益丰富, 有效提高了该市场的发行活跃度(见图2)。

同时, 小微金融ABS的细分资产类型也在不断丰富, 例如, 深圳担保集团有限公司发行的“深圳担保集团-南山区-中小微企业19号资产支持专项计划(碳资产)”为全国首个碳资产证券化产品, 以企业碳排放权质押贷款为基础资产, 为中小微企业提供资金支持; 海发宝诚融资租赁有限公司、远海融资租赁(天津)有限公司共同发行的“海发宝诚融资租赁2024年第一期中小微企业融资支持(高质量发展)资产支持专项

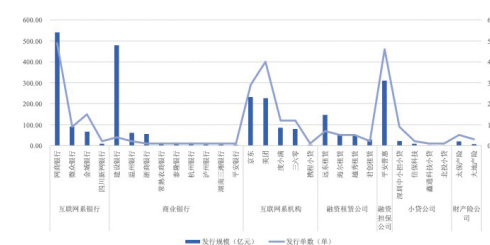
计划”, 为市场首单中小微企业融资支持高质量发展ABS, 以促进民营企业高质量发展。

证券发行成本波动下降, 不同市场利率差异明显

2024年, 国内经济复苏动力有限, “资产荒”问题凸显, 在降准降息等支持性货币政策的影响下, 社会综合融资成本下降, 小微金融ABS发行利率与中债中短期票据收益率走势基本一致, 近一年呈现波动下行趋势(见图3)。

分市场看, 在不同场所发行的同期限同信用等级的小微金融ABS证券发行利率存在较大差异。以1.5年期以内的AAA_{sf}级别证券为例, 信贷ABS、企业ABS及ABN产品的平均发行利率分别为2.18%、2.56%和2.26%, 信贷ABS产品发行利率低于企业ABS及ABN产品。这主要是由于投资者对不同发行主体的风险偏好

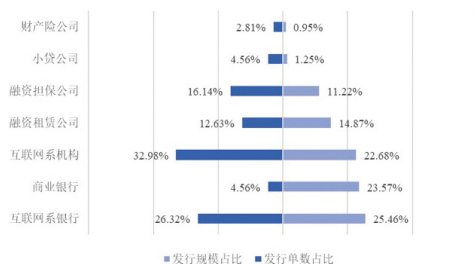
图2 2024年发行项目资产提供方情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

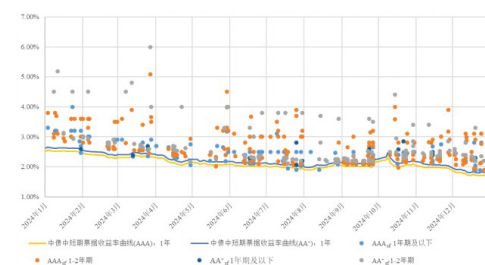
注: 融资租赁公司仅展示发行规模占比超过1%的资产提供方

图1 2024年发行项目资产提供方分类占比



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2024年小微金融ABS发行利率时间分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

存在差异, 信贷ABS产品发起机构的主体信用等级相对较高, 因此投资者要求的风险溢价相对更低 (见图4)。

证券发行级别与分层多样化, 满足投资者多元化产品结构需求

2024年发行的小微金融ABS产品, 大部分为多层结构设置, 设置一档夹层结构的产品共133单, 占市场总单数的46.67%, 设置多档夹层结构的产品共59单, 占市场总单数的20.70%。同时, 大部分项目在同一优先层级 (如优先A级/优先B级) 内还会设置多支不同利率及期限的证券 (如优先A1/A2、优先B1/B2), 使得产品结构更多元化 (见图5)。

2024年发行的285单小微金融ABS共涉及1035支证券, 其中具有信用等级的证券共718支, 发行规模为2513.51亿元, 证券级别分布于BBB_{-sf}~AAA_{sf}。其中, AAA_{sf}级证券共发行472支, 发行规模为2381.51亿元, 占比达94.75%; AA₊_{sf}级证券共发行186支, 发行规模为96.46亿元, 占比为3.84%。此外, AA_{sf}级证券、AA_{-sf}级证券、A₊_{sf}级证券、A_{sf}级证券、BBB₊_{sf}级证券、BBB_{sf}级证券与BBB_{-sf}级证券分别为3支、1支、2支、21支、21支、11支和1支, 占比较小。整体来看, 小微金融ABS证券信用等级仍以AAA_{sf}级证券为主, 同时, 次优先级证券信用等级跨度较大, 多个较低信用等级均有所涉及, 小微金融ABS分层结构及证券信用等级的多样化有助

于满足投资者多元化产品结构需求。

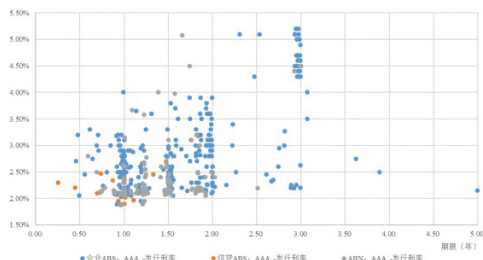
入池资产笔均余额、期限及收益率呈现差异化

笔均余额方面, 根据可得数据, 联合资信对2024年发行的215单小微金融ABS样本进行了分析, 其中, 企业ABS产品的资产池笔均未偿本金余额最高, 为149.60万元, 企业ABS发起机构类型多样, 基础资产笔均余额差异较大, 跨度从笔均0.70万元到笔均2000万元以上。从笔均余额分布来看, 企业ABS产品的资产池笔均未偿本金余额主要分布于200万元以下, 发行规模占企业ABS总发行规模的86.85%。信贷ABS产品的资产池笔均未偿本金余额主要分布于100万元~200万元之间, 发行规模占信贷ABS总发行规模的89.37%。ABN产品的资产池笔均未偿本金余额主要分布于200万元以下, 发行规模占ABN总发行规模的89.24%。

基础资产期限方面, 根据可得数据, 联合资信对2024年发行的211单小微金融ABS样本进行了分析, 小微金融ABS入池资产加权平均合同期限大部分在3.5年以内, 整体看小微金融ABS入池资产的加权平均合同期限偏短。

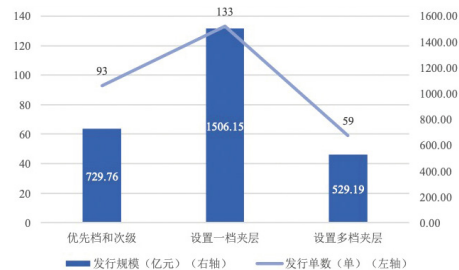
基础资产收益率方面, 根据可得数据, 联合资信对2024年发行的202单小微金融ABS样本发行时资产池利率进行了分析, ABN和企业ABS的基础资产加权平均利率较高, 分别为13.96%和13.45%。ABN的资产

图4 2024年小微金融ABS不同市场AAA_{sf}级别不同期限证券发行利率



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 2024年小微金融ABS产品分层结构



数据来源: Wind, 联合资信整理

提供方为互联网系机构、互联网系银行和融资租赁公司,企业ABS的资产提供方主要为互联网系机构、融资担保公司和融资租赁公司,其底层资产客户相对下沉,因此基础资产加权平均利率较高。信贷ABS的资产提供方均为商业银行,基础资产加权平均利率最低,为5.52%。由于不同市场的主要资产提供方不同,基础资产收益水平具有明显差异。

二、小微金融ABS存续期表现情况

小微金融ABS市场存续规模明显下降

截止2024年底,国内ABS市场存量规模为3.15万亿元,小微金融ABS市场存量规模为2034.94亿元,存量占比为6.46%,同比下降59.13%,下降趋势明显。整体来看,小微金融ABS市场的存续规模在2022年达到高点后,近两年呈现持续下降趋势(见图6)。

小微金融ABS资产违约率保持较低水平

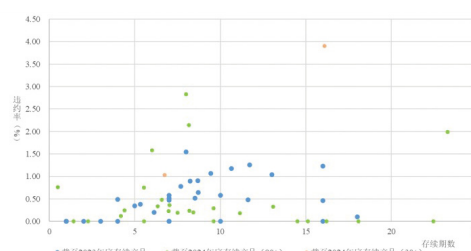
鉴于数据可得性,本文选取了截至2024年底存续的公开发行的小微金融ABS和数据可得的定向发行的小微金融ABS作为样本,以观测其存续期间的违约情况。截至2024年底存续的小微金融ABS产品90+累计违约率在0.00%~2.83%之间,除个别产品外,大部分产品90+累计违约率在1.50%以下,90+累计违约率平均值为

0.74%,相较2023年底均值上升0.03%,总体变化不大(30+累计违约率数据不充足,本文不作讨论)。因此,2024年存续的小微金融ABS产品资产池违约率仍处于较低水平,资产信用质量保持稳定(见图7)。

从资产提供方角度看,获取的累计违约率数据显示,商业银行、互联网系机构和融资租赁公司作为资产供应方所涉及的小微金融ABS产品累计违约率平均值分别为0.68%、1.17%和2.47%,由于商业银行客群资源普遍优于互联网系机构及融资租赁公司,其作为资产供应方所涉及的小微金融ABS产品的入池资产表现普遍优于互联网系机构及融资租赁公司作为资产供应方所涉及的小微金融ABS产品(见图8)。

资产质量方面,随着证券期限的缩短,资产池质量会随风险暴露期缩短而提升;交易结构方面,大部分小微金融ABS产品在存续期间因超额利差累积形成

图7 2023年及2024年小微金融ABS存续期累计违约率



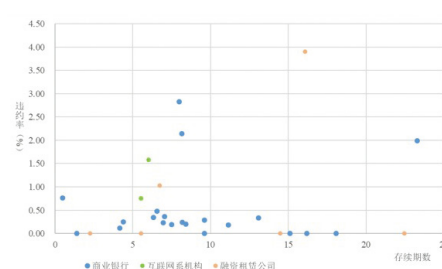
数据来源: Wind, 联合资信整理

图6 2020年—2024年小微金融ABS市场存续规模(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图8 存续小微金融ABS累计违约率情况



数据来源: Wind、产品受托服务报告, 联合资信整理

的超额抵押以及证券端的持续偿付,使得存续的优先级证券所获的信用支持不断提高。因此,回顾2024年,小微金融ABS证券未发生级别下调的情况,且多数证券的级别进行了上调。

存续期循环购买倍数差异较大

2024年发行的285单小微金融ABS中,有112单设置了循环购买结构,占发行总单数的39.30%,设置循环购买结构的多为企业ABS产品,发起机构/原始权益人以互联网系机构与信托公司为主,其合计发行93单产品,在设置循环购买结构产品中的单数占比为83.04%。

以截至2024年底存续的公开发行的“小微金融ABS”和数据可得的定向发行的小微金融ABS为样本,循环购买倍数平均水平为1.64倍,与2023年底统计数据相比略微有所降低。由于不同资产供应方循环购买效率不同,且不同产品对循环购买机制的设计不同,循环购买倍数差异较大,以资产供应方为商业银行的统计样本为例,循环购买倍数最低水平为1.16倍,对应产品存续期为7.04个月;最高水平为2.07倍,对应产品存续期为11.15个月。通过循环购买结构可以有效解决基于短期限资产发行长期证券的期限错配问题,尤其对于小额分散且高度同质化的资产,可以提高资产利用效率,有

利于产品的久期管理以及超额抵押的积累(见图9)。

三、总结与展望

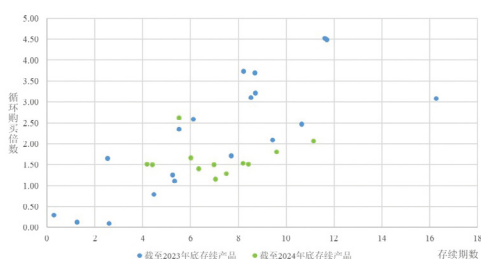
交易所市场依旧活跃,ABN市场明显回暖,各市场均有望保持积极发展

2024年交易所市场依然是小微金融ABS发行最活跃的市场,未来,作为企业ABS发行的主力军,互联网系机构仍将依托其技术积累与流量优势,持续赋能小微金融ABS;2024年11月,交易商协会发布了《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》,创新推出供应链票据资产证券化试点,为中小微企业融资提供新选择。在交易商协会对普惠金融领域支持力度持续加大的背景下,小微金融ABN发行有望实现稳步增长;2025年1月,央行发布《中国普惠金融指标分析报告(2023—2024)》,报告指出,下一阶段将会激励引导金融机构扩大对小微等重点领域和薄弱环节的信贷投放;支持金融机构通过信贷资产证券化提升存量小微企业贷款盘活效率。政策支持下,银行业金融机构或将充分利用资产证券化扩大资金来源,以更好地支持中小微企业融资,从而带动信贷ABS市场稳定发展。展望未来,在国内普惠金融支持政策不断发力的背景下,各发行市场均有望保持积极发展。

参与机构更趋多元化,资产类型不断丰富,市场活跃度持续提升

2024年,小微金融ABS资产提供方头部效应仍然显著,但参与机构数量明显增加,商业银行、融资租赁公司、互联网系机构、小贷公司等各类机构均有新主体加入,杭州银行、泸州银行、携程小贷、和运租赁等多家机构在2024年首次发行了小微金融ABS。同时,受业务转型影响,融资租赁公司发行参与度显著提升,发行规模占比提升至14.87%。市场参与机构的多元化发展也使得小微金融ABS的细分资产类型不断丰富,从

图9 2023年及2024年小微金融ABS循环购买倍数情况



注:循环购买倍数=累计循环购买金额/封包日入池资产未偿本金余额
数据来源:产品受托服务报告,联合资信整理

而间接助力更多小微企业盘活存量资产, 获得资金支持, 以维持经营性现金流的稳定。预计未来, 随着市场参与机构持续扩容及资产类型向细分领域覆盖, 小微金融ABS市场活跃度有望持续提升。

资产信用质量仍保持稳定, 优先级证券风险持续下降

小微金融ABS资产一般具有小额、分散等特点,

虽然受不同发行场所发行主体相对分化有所影响, 但从可得的存量数据表现看, 基础资产违约率整体仍维持较低水平, 资产信用质量保持稳定。

在小微金融ABS存续期间, 资产质量和交易结构的双重改善使得优先级证券获得的信用支持不断提升, 存续期内的风险持续下降。因此, 在“资产荒”背景下, 小微金融ABS具备一定的配置价值。■



2024年应收账款ABS市场运行情况及发展趋势分析

文|联合资信 马晓闻 董博 李明

一、应收账款资产证券化相关政策

中央及多部门陆续出台了应收账款相关政策,旨在化解中小企业应收账款对其经营发展的制约,提供良好的技术服务和政策支持,创新资产证券化产品,优化资产准入要求,共同助力企业融资发展(见表1)。

2024年4月,工业和信息化部发布了《保障中小企业款项支付条例(修订草案征求意见稿)》。该草案的主要修订内容涵盖了加强对拖欠款项的监管力度、提升信息公开要求、完善投诉处理流程等方面。这些修改旨在明确保护中小企业的合法权益,并进一步优化其经营环境。

2024年5月,发改委等4部门印发了《关于做好2024年降成本重点工作的通知》,要求优化融资公示系统和服务平台功能,为企业应收账款融资提供良好的技术服务支持。

2024年10月,中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于解决拖欠企业账款问题的意见》,对推进解决拖欠企业账款问题作出系统部署。

2024年11月,上海票交所、交易商协会发布了《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》和《上海票据交易所供应链票据资产证券化基础资产操作指引》,为支持中小微企业盘活票据资产,增强供应链票据融资便利性,推动资产证券化市场创新发展,开展供应链票据资产证券化试点。

2024年12月,深交所发布了《深圳证券交易所资

产支持证券挂牌条件审核业务指引第2号——审核重点关注事项》等6项资产支持证券审核业务指引,明确审核关注事项,加强发行准入监管力度。

2025年2月,中国人民银行会同国家金融监督管理总局等部门研究起草了《关于规范供应链金融业务引导供应链信息服务机构更好服务中小企业融资有关事宜的通知(征求意见稿)》,进一步明确供应链金融发展内涵方向,规范商业银行供应链金融管理,健全应收账款电子凭证业务规范管理框架。

二、应收账款ABS市场发行情况

2024年,应收账款ABS市场总体呈现稳步上升的发行态势,发行主体仍以央企集团公司为主,头部效应明显,市场偏好短期限产品,发行利率持续走低,关联方增信仍占主导。

市场发行情况

本文中提及的应收账款ABS涵盖应收账款债权、保理债权及应收票据三种。2020—2021年,应收账款ABS整体发行规模呈现出上升态势;在经历2022年和2023年的低谷期后,2024年,应收账款ABS整体发行规模回升。2020—2024年,应收账款ABS发行规模及单数在全部资产证券化产品规模占比呈现逐年上升趋势,应收账款ABS一直占据重要地位。

2024年,在ABS市场需求与认可度提升、政策与

监管环境优化、货币市场宽松与融资成本下降以及行业特性与资产提供方集中等因素的共同作用下, 应收账款ABS发行规模及单数均呈现稳步提升态势。2024年应收账款ABS发行规模为2897.42亿元, 同比提升8.67%, 发行单数293单, 同比提升21.07% (见图1)。

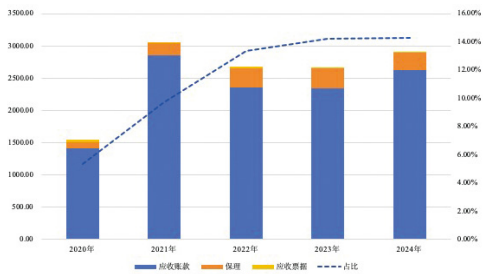
发行场所方面, 2020—2024年, 应收账款ABS的主要发行场所为交易所市场。2024年, 已发行的应收账款ABS中, 交易所市场发行规模占比69.57% (其中上交所占比64.02%, 深交所占比5.55%); 银行间市场

发行规模占比30.43% (见图2)。

发行时间方面, 受季度末/年末资产负债表优化及市场资金需求增加影响, 2020—2024年, 应收账款ABS发行高峰期主要为季度末和年末, 在年末达到高峰 (见图3)。

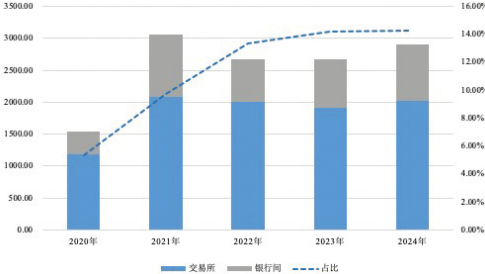
资产细分类型上, 应收账款ABS涉及的基础资产以建筑企业的建工类应收账款为主。近年来, 受房地产开发和基础设施投资类企业工程回款账期拉长的影响, 建筑企业应收账款大幅增长。为盘活存量资产, 提

图1 2020—2024年应收账款ABS发行规模及占比 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 企业预警通及联合资信内部数据库

图2 2020—2024年应收账款ABS发行规模及占比 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 企业预警通及联合资信内部数据库

表1 应收账款ABS相关政策汇总

日期	发布主体	文件名称	政策要点
2024年4月	工信部	《保障中小企业款项支付条例（修订草案征求意见稿）》	中小企业以应收账款担保融资的，机关、事业单位和大型企业应当自中小企业提出确权请求之日起30日内确认债权债务关系，支持中小企业融资。
2024年5月	发改委、工信部、财政部、人民银行	《关于做好2024年降成本重点工作的通知》	优化动产融资统一登记公示系统和应收账款融资服务平台功能。
2024年10月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于解决拖欠企业账款问题的意见》	要健全防范化解大型企业拖欠中小企业账款的制度机制，并加强执法监督。督促国有企业规范和优化支付管理制度。
2024年11月	上海票交所、交易商协会	《关于开展供应链票据资产证券化创新试点的通知》《上海票据交易所供应链票据资产证券化基础资产操作指引》	从产品模式、基础资产、交易结构、机构职责、信息披露、配套举措等六方面明确了供应链票据证券化相关要求。
2024年12月	深交所	《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第2号——审核重点关注事项》	优化现行应收账款债权类基础资产准入要求，夯实资产信用。
2025年2月	人民银行、金融监管总局、最高人民法院、发改委、商务部及市场监管总局	《关于规范供应链金融业务 引导供应链信息服务机构更好服务中小企业融资有关事项的通知（征求意见稿）》	引导金融机构在依法合规、风险可控的前提下，有序开展供应链票据资产证券化试点，拓宽票据融资渠道。

资料来源: 联合资信整理

高资产流动性,以达到减少风险资产和优化财务报表的目的,建筑企业加大了发行应收账款ABS的力度。此外,建工类应收账款ABS发行人主要以央国企为主,较受市场青睐。

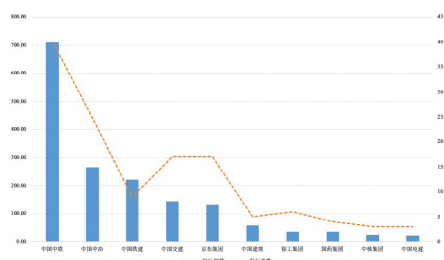
特色品种发行方面,2024年,设有特定标识的应收账款ABS共发行39单,其中有9单设有可续发标识,30单设有特定领域¹标识。2024年,特定领域标识涉及科技创新(24单)、红色革命老区(2单)、碳中和(1单)、乡村振兴(1单)、一带一路(1单)、高端制造(1单)。特定领域ABS因助力特定行业发展、产业结构调整,在挂牌审批、承揽销售、降低融资成本、增加发行主体资本市场知名度等方面具备先天优势。

原始权益人/资产提供方

从原始权益人的角度来看,发行主体越加丰富和多元化。2024年,应收账款ABS发行主体共115家。发行主体覆盖资本公司、集团公司旗下的保理公司、信托公司和第三方外部机构等,发行主体类型较为多元。从集中度来看,前五大发行主体产品发行规模占应收账款ABS总发行规模的36.48%。

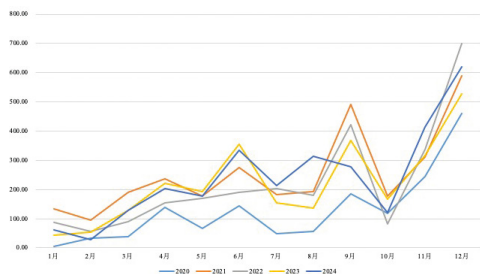
从资产提供方的角度来统计,是将资产来源相同的不同原始权益人,即同一集团的母公司及其下属子公司、集团内部设立的保理公司,以及委托的外部第三方保理服务商等,均视为同一资产提供方。从这一角度看,央企集团公司集中度较高,头部效应明显。区分发行场所来看,交易所市场的前十大资产提供方的发行规模占比为81.94%;银行间市场的前十大资产提供方的发行规模占比为91.01%,均呈现出很强的头部效应。2024年,各发行场所的前十资产提供方发行情况见图4和图5。

图4 交易所市场前十大资产提供方发行情况(单位:亿元、单)



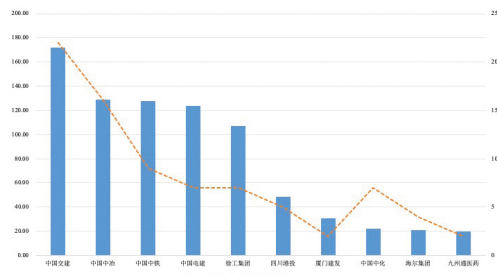
注: 同一集团及其下属子公司归为一个资产提供方,下同
数据来源: Wind, 企业预警通及联合资信内部数据库

图3 2020—2024年应收账款ABS月度发行规模(单位:亿元)



数据来源: Wind, 企业预警通及联合资信内部数据库

图5 银行间市场前十大资产提供方发行情况(单位:亿元、单)



数据来源: Wind, 企业预警通及联合资信内部数据库

¹ 特定领域一般指契合国家发展战略、受政策鼓励支持的领域,且领域的标识需经专业机构根据资产的属性和特点进行评估和认证。

循环购买及发行期限

循环购买结构有助于盘活短期限应收账款，解决资产端与证券端期限错配的问题。2024年，应收账款ABS交易结构涉及循环购买设置的共有123单，发行规模合计1500.50亿元，发行规模占比为51.79%。

发行期限方面，2024年应收账款ABS发行期限以1年（含）以内期限为主，发行规模占比54.48%，较上年同期增长6.62个百分点。受发行人降本增效需求的影响，2024年应收账款ABS产品发行期限趋于短期化，一年期的可续发型产品被越来越多的发行人青睐（见图6）。

发行利率

从发行期限来看，2024年，对于AAA_{sf}级应收账款ABS，1年（含）期以内产品发行利率处于1.80%~3.50%之间；1~2年（含）期产品发行利率处于1.93%~3.50%之间；2年以上产品发行利率处于2.00%~3.80%之间。以AAA中债中短期票据收益率为基准，2024年，AAA_{sf}级别优先级证券平均利差为41bp。整体看，发行利率走势与基准利率走势趋同，且存在期限利率倒挂的情况。因AA+_{sf}级别应收账款ABS样本数量较少，故未对利差进行分析。

从资产提供方来看，不同集团的发行利率之间也

存在明显差异。以AAA_{sf}证券为例，2024年，1年期以内的应收账款ABS前五大资产提供方包括央国企集团及其子公司和民营企业（京东集团），发行利率分布在1.84%~3.00%之间。1年期以上的应收账款ABS前五大资产提供方为央企集团与地方国企及其子公司，发行利率分布在1.93%~3.80%之间。特别地，除证券期限对发行利率的影响外，还会受优先级增信模式（全额增信、部分增信或无增信），以及增信主体实力（同一集团的母公司或其下属子公司）共同来影响。

增信方式

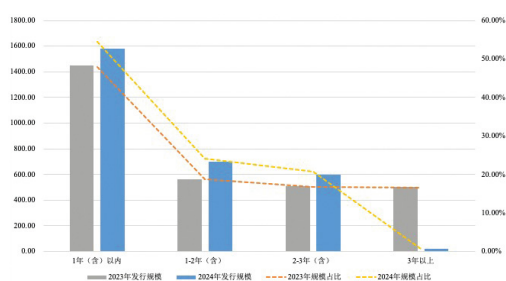
应收账款ABS大多情况由强信用主体提供增信。2024年，含主体增信结构的应收账款ABS发行规模占比为89.58%。其中，增信主体信用等级以高级别为主，增信方信用等级为AAA和AA+的产品占比分别为78.64%和10.93%。此外，值得关注的是，鉴于国资委对央国企对外担保的管控，无增信应收账款ABS模式也成为发行人的重要选择之一。2024年，无增信应收账款ABS发行规模占比为10.42%，主要的资产提供方为京东集团、国药集团、中国铁建、中国建筑等。无增信模式有助于上述企业释放主体信用额度，腾挪更多资源用于其他业务融资，也有助于实现企业真实出表。

从增信主体来看，母公司/股东/关联方增信（以下统称为“关联方增信”）占比最高，原始权益人自身增信占比次之。2024年，关联方增信的应收账款ABS发行规模占比54.07%，原始权益人自身增信占比为32.72%，第三方专业机构担保占比为2.79%。

首次评级结果

从优先级证券首次评级级别来看，一方面各类增信措施显著提升了证券评级，另一方面大多数投资人严格的准入门槛要求限制了低级别证券的发行，应收账款ABS证券仍以高信用等级为主。2024年，已评级的应收账款ABS证券占比为96.18%。其中，AAA_{sf}级

图6 2023年及2024年应收账款ABS发行期限比较（单位：亿元）



数据来源：Wind，企业预警通及联合资信内部数据库

和AA+_{sf}级优先级证券合计规模占比为96.12%。

二级市场交易情况

从成交金额总量来看, 2024年应收账款ABS二级市场成交金额为2166.34亿元, 同比下降1.52%, 但仍为全市场资产支持证券的第二大交易品种(见表2)

联合资信根据当年度二级市场成交量与当年度年初年末存量余额平均值相比来计算换手率。从换手率来看, 发行市场方面, 银行间二级市场应收账款ABS成交相对更活跃。2024年, 银行间市场应收账款ABS的换手率为137.37%, 相较2023年上涨22.51个百分点, 且两年均保持在110.00%以上。比较而言, 交易所二级市场应收账款ABS的换手率较低, 2024年换手率为30.58%。分析二者差异, 银行间应收账款ABS高换手率可能与银行间市场存量基数小, 及银行间市场承销方式有关(见表3)。

三、总结与展望

市场主要特点总结

整体看, 2024年, 应收账款ABS在市场规模扩大、产品结构优化以及信用质量提升等多个维度均展现出蓬勃的市场活力。2024年, 应收账款ABS发行单数、发行规模以及发行规模占比均有提升, 市场保持活跃。从资产细分类型来看, 建工类应收账款与贸易类应收账款仍为主流发行产品。2024年, 特色应收账款ABS产品的推出标志着市场正朝着多元化和创新化的方向不断发展。2024年, 鉴于经济增速放缓和流动性宽松等刺激政策, 应收账款ABS发行利率整体呈下行趋势。就发行人而言, 应收账款ABS市场的头部效应仍显著。应收账款ABS产品的增信主体信用等级仍以高级别为主, 整体信用风险维持在较低水平。

表2 二级市场前五大交易品种成交情况

品种	2023年		品种	2024年	
	交易次数(次)	成交金额(亿元)		交易次(次)	成交金额(亿元)
应收账款ABS	4921	2199.68	类REITs	4614	2186.59
住房抵押贷款ABS	1086	1570.35	应收账款ABS	4810	2166.34
CMBS/CMBN	4269	1358.78	融资租赁债权ABS	5966	1248.91
融资租赁债权ABS	6334	1351.84	一般小额贷款债权ABS	4568	1055.64
类REITs	3356	1050.97	银行/互联网消费贷款ABS	2185	994.64
合计	19966	7531.62	合计	22143	7652.13

注: 根据Wind数据显示, 综合交易所及银行间市场二级市场成交情况, 成交金额仍包括“其他未分类(ABS)”, 由于涉及产品类型繁多, 此处按剔除未分类产品后二级市场成交金额排序

数据来源: Wind、企业预警通及联合资信内部数据库

表3 应收账款ABS二级市场成交情况

类型	2023年			2024年		
	交易次数(次)	成交金额(亿元)	换手率	交易次数(次)	成交金额(亿元)	换手率
交易所	4323	1527.13	38.84%	3946	1251.00	30.58%
银行间	598	672.55	114.87%	864	915.34	137.37%

注: 换手率=2*本年度二级市场成交量/(年初存量+年末存量)

数据来源: Wind、企业预警通及联合资信内部数据库



市场发展趋势与展望

应收账款ABS凭借其优化财务报表、盘活存量资产的优势,将在政策支持与需求驱动的背景下,展现出品种多样、发行人多元、增信模式创新及资产质量提升等趋势,有望长期作为企业融资与资产优化的重要工具。

发行规模和结构方面,考虑到建工类企业应收账款不断增长的背景下,建筑类企业为盘活存量资产、提高资产流动性,以达到减少风险资产和优化财务报表的目的,其资产转出需求仍然强烈,2025年应收账款ABS发行规模仍存在一定的增长动能,资产类型结构上预计仍将以建工类应收账款为主。

发行人性质方面,应收账款ABS产品的发行人性质将呈现多元化趋势。受需求驱动央国企仍将继续占据主导地位;伴随中小微企业应收账款相关政策出台,未来中小微企业参与度有望逐步增加;为配合发

行需要,专业保理公司仍将发挥重要作用。此外,随着供应链票据资产证券化创新试点政策的出台,供应链平台等主体也将逐渐成为应收账款ABS市场的重要发起机构。

增信模式方面,随着央企相关的融资担保政策的出台,央企对融资担保额度的管控趋严,外部增信、部分增信及无增信的定制化增信模式的产品陆续发行。未来应收账款ABS产品的增信方式将趋于多元化与创新化,内部增信与外部增信手段将进一步融合。同时,不同增信模式下的产品,也促进了市场需求的演变与投资者偏好的分化。

创新品种方面,供应链票据资产证券化产品的市场发行规模有较大的市场空间。供应链票据资产证券化创新试点政策的出台,有利于支持中小微企业盘活票据资产,增强供应链票据融资便利性,为中小微企业开辟融资新途径,同时推动应收账款ABS市场创新发展。此外,“一带一路”倡议深入推进背景下,中资建筑工程企业和工程机械企业加速出海,海外业务形成的应收账款也将成为探索发行创新品种ABS的新方向。

资产质量方面,应收账款ABS在部分增信及无增信的趋势下,资产质量的重要性更为突出,需重点关注基础设施建设投资类及房地产开发投资类债务人情情况。基础设施建设投资类债务人方面,伴随化债推进,在“稳增长”政策调控叠加专项债券资金支持下,该类企业的风险有望得到改善。房地产开发投资类债务人方面,在房地产市场供求关系发生重大变化的大背景下,宽松政策的频出阶段性提振了市场需求,但持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间,该类企业的风险仍需要重点关注。

应收账款ABS作为资产证券化领域的重要工具,对优化发行人财务结构和盘活存量资产起到了关键作用。未来,得益于政策的持续支持和业务准则的不断细化,应收账款ABS产品有望在资产证券化市场中继续保持其领先地位,成为企业融资和资产优化的重要选择。■



2024年我国债券市场信用风险回顾与展望

文|联合资信 林青 郝帅 刘晓光 薛逸竹

一、2024年我国债券市场违约情况回顾

重点领域信用风险不断出清，信用债违约风险继续收敛

2024年，在全球经济复苏乏力、地缘政治风险持续高企以及国内结构性调整深化的复杂背景下，我国一系列财政、货币及产业政策协同发力，经济保持稳健运行态势，但房地产行业调整、地方政府债务压力以及内外部需求疲软等因素仍对经济增长形成一定制约。2024年，我国经济运行呈现“前高、中低、后扬”走势，初步核算，全年国内生产总值134.91万亿元，不变价同比增长5.0%。逐季来看，一至四季度的GDP增速分别为5.3%、4.7%、4.6%、5.4%，全年呈现“U型”走势。受前期1万亿增发国债项目的支撑，一季度经济增长势头较好；二、三季度明显回落，主因政策节奏放缓，总需求不足、预期不振的问题仍然存在；9月底一揽子政策密集出台，效果逐步显现，推动四季度经济

超预期回升。信用环境方面，2024年，央行持续实施支持性货币政策，通过两次降准、下调支农支小再贷款利率和逆回购利率，保持流动性合理充裕，推动社会综合融资成本下降，并引导LPR等市场利率下行。同时，优化信贷结构，出台降低存量房贷利率、统一首付比例等房地产支持政策，创设金融机构互换便利和股票回购再贷款两项资本市场支持工具。截至2024年底，我国广义货币同比增长7.3%，社融规模同比增长8.0%。财政政策方面，2024年我国财政政策持续加码，进一步增大财政支出规模；组合使用赤字、专项债、超长期特别国债、增发国债、税费优惠、财政补助等多种政策工具，进一步撬动投资、激发消费；三项政策协同发力，“6+4+2”万亿化债方案落地；出台支持房地产市场税收政策、专项债券支持回收闲置存量土地政策，支持推动房地产市场止跌回稳。

在此背景下，随着房地产等高风险领域和重点企

业信用风险的持续出清,以及经济逆周期调节措施的推进,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,2024年,我国债券市场新增违约和展期主体共23家,涉及债券期数和规模分别为35期和228.84亿元,信用风险暴露处于低位,为2021年同期以来最低水平。从实质性违约情况来看,2024年,我国债券市场新增14家²违约发行人³,到期违约债券23期,到期违约金额合计约187.80亿元,新增违约发行人家数和到期违约金额较2023年(8家、179.97亿元)均有所增加,涉及到期违约债券期数同比(27期)有所减少。2024年,我国债券市场重复违约⁴发行人11家,涉及到期违约债券33期,到期违约规模合计约140.68亿元,均较2023年(12家、29期和132.85亿元)变化不大。截至2024年末,我国债券市场累计有297家发行人发生违约,共涉及到期违约债券962期,到期违约金额合计约7847.87亿元。

从展期情况来看,2024年首次展期发行人9家,展期债券12期,展期规模41.04亿元,展期家数、期数及规模较上年同期(16家、25期和176.42亿元)均大幅减少,整体风险出清规模有所下降。展期发行人仍以房企为主,首次展期房企发行人数量占比54.55%。

违约率保持低位,展期仍然集中于高等级主体

从违约率来看,根据公开市场披露数据,2024年,

我国公募债券市场新增11家违约发行人(含违约前无评级主体6家),发行人主体违约率为0.10%,较2023年(0.11%)略有下降(见表1)。

2024年,我国信用债市场高等级违约情况明显改善,违约前信用评级已被多次下调。具体来看,新增违约主体期初级别分布在AAA级~CC级,其中AA+级及以上的有2家,分别为远洋控股集团(中国)有限公司和西安建工集团有限公司。从高等级主体展期情况来看,新增展期主体中期初级别为AA+级及以上的发行人共有3家,占比超过40.00%。

评级上调显著减少,转债主体成为主要下调对象

2024年,我国公募债券市场共有127家发行人主体信用等级或展望发生调整,调整率2.10%,较上年(2.63%)明显减少。2024年,等级或展望调升率和调降率分别为0.94%和1.16%,由上年的调升趋势转为调降趋势。整体看,2024年发行人主体信用等级和展望均呈现调降趋势(见表2)。

调升方面,2024年我国公募债券市场主体信用等级或展望上调数量57家,同比大幅减少,主要系城投发行人调升同比明显缩减。具体看,调升发行人均为非民企,且集中在城投和金融主体,合计占比47.37%。其中金融主体15家,上调原因主要是外部支持力度增强、业绩持续增长、在当地金融体系地位重要性提升,以及显著的

¹ 包括新增违约主体和新增展期主体。

² 2024年下半年,“PR 宝厦优”发生本息违约,其原始权益人“上海瑞龙投资管理有限公司”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。

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。

表1 2023—2024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	2023年			2024年		
	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率
AAA	1177	1	0.08%	1649	1	0.06%
AA+	1216	1	0.08%	1366	1	0.07%
AA	1505	1	0.07%	1490	0	0.00%
AA-	362	1	0.28%	364	0	0.00%
A+	138	0	0.00%	167	0	0.00%
A	28	0	0.00%	34	1	2.94%
A-	3	0	0.00%	4	0	0.00%
BBB+	4	0	0.00%	1	0	0.00%
BBB	2	0	0.00%	1	0	0.00%
BBB-	2	0	0.00%	2	0	0.00%
BB+	1	0	0.00%	0	0	--
BB	2	0	0.00%	1	0	0.00%
BB-	0	0	--	0	0	--
B+	1	0	0.00%	0	0	--
B	1	1	100.00%	0	0	--
B-	1	0	0.00%	2	0	0.00%
CCC	3	0	0.00%	0	0	--
CC	0	0	--	2	2	100.00%
C	0	0	--	0	0	--
合计	4349	5	0.11%	5083	5	0.10%

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

表2 2022—2024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		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
样本数量(家)	5836	5932	6056	5836	5932	6056	5836	5932	6056
调升数量(家)	25	86	55	6	7	2	31	93	57
调降数量(家)	86	37	60	25	26	10	111	63	70
调升率(%)	0.43	1.45	0.91	0.10	0.12	0.03	0.53	1.57	0.94
调降率(%)	1.47	0.62	0.99	0.43	0.44	0.17	1.90	1.06	1.16
调整率(%)	1.90	2.07	1.90	0.53	0.56	0.20	2.43	2.63	2.10

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

地缘/区域/区位优势等; 城投企业12家, 较去年同期(32家)减少超过六成, 反映出头部城投信用提振的速度边

际放缓。级别调升的城投发行人集中在沿海经济大省及中部地区, 上调原因主要为地方政府及财政支持力度加

大、发债主体资本实力大幅提升、作为地区主要城投或产投平台的地位持续巩固，叠加企业积极主动向产业主体转型、自主经营业务范围扩大等。

调降方面，2024年我国公募债券市场主体信用等级或展望调降数量70家，同比变化不大。其中，50家为可转债发行人，占评级下调主体的比例为71.43%，较2023年（25家，39.68%）均大幅增加。信用级别下调的转债主体主要为分布在化工、软件和机械行业的民营企业，下调原因主要是盈利能力恶化、存在未决诉讼、部分股权被冻结和质押等。信用级别下调的主体中9家为城投企业，其中7家位于贵州省，贵州地区城投风险仍然突出。

退市规则趋严，弱资质上市企业违约显著增加

2024年，在宏观经济面临下行压力以及权益市场表现低迷的双重背景下，中小上市公司的违约率显著上升。特别是财务状况显著恶化的可转债发行人，其退市风险大幅增加，进而导致相关可转债面临较高的违约风险。2024年新增违约主体中上市公司有8家，占全部违约发行人数量比重达到57.14%，较2023年（2家，25%）均明显增加，其中违约转债发行人有4家。

从违约原因看，一方面，新“国九条”出台后，监管环境与退市要求趋严，正股业绩较差、信用资质较弱的转债主体受到较大冲击。另一方面，在行业景气度较低的背景下，投资激进、经营弱化及内部治理问题是引发企业违约的根本性原因。违约上市企业中，华闻传媒投资集团股份有限公司早年激进扩张业务版图，业务涵盖文旅、传媒、写字楼租赁等多个领域。然而，过度扩张导致公司资金链紧张，偿债能力持续弱化。2019年以后，外部因素对公司各业务板块冲击较大，致使公司盈利能力持续下降，并连年出现大额资产减值和投资损失，且公司的实际控制人已于2020年出现债券实质违约。湖南景峰医药股份有限公司受中药注射液严控政策影响，近年来业绩持续恶化，叠加商誉减值、资产出售等因素影响，公司资不抵债。同时，公司内生现金流能力也不足以

对短期债务提供保障。此外，近两年公司筹资性现金流均为净流出状态，融资渠道受阻，再融资压力很大。违约转债主体中，鸿达兴业股份有限公司、搜于特集团股份有限公司、蓝盾信息安全技术股份有限公司均因经营不善，引发财务恶化、各项经营指标转差，进而导致公司偿债能力下滑，最终引发正股、转债退市，而岭南生态文旅股份有限公司近年来经营业绩持续下滑，在前期激进扩张累积的高额债务压力下，无法按期兑付“岭南转债”本息，成为首只正股未退市的违约转债。

地产风险外溢效应显现，出现首家融资租赁行业违约主体

从违约主体企业性质看，2024年违约主体中5家为民营企业，其中4家为上市民企，另有1家为武汉当代科技投资有限公司，为前期出险“当代系”企业。4家为外资企业，3家为国有企业。从展期主体企业性质看，民营企业（5家）仍然最多（见图1）。

从违约主体行业属性来看，违约主体分散于9个行业，违约行业覆盖面同比明显扩大。其中房地产管理和开发行业仍然最多（4家），占比28.57%，占比较去年（75%）明显下降，其次为房地产产业链上的建筑与工程（2家）和多元金融服务（2家）行业（见图2）。从展期主体的行业属性看，房地产行业有3家，较上年大幅减少，分别为广州市天建房地产开发有限公司、绿地控股集团有限公司和厦门中骏集团有限公司，关联主体境外债均已发生违约。新增展期房企债券期数和规模（4期，24.80亿元）较上年（17期，134.92亿元）大幅减少。截至2024年末，有24家房企仍处于展期状态，涉及债券52期，展期规模558.37亿元。

2024年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下销售及新开工降幅有所收窄，商品住宅广义库存去化周期自9月出现下降拐点后持续下降，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。在房地产市场供求关系发生重大变化的背景下，2024年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽

松政策频出,通过降低购房门槛、购房成本以及优化住房交易契税等政策,在多方面刺激需求释放的同时鼓励“收储”,收缩供给端促进市场修复,加快构建房地产发展新模式,继续推动已出台金融政策的落地见效,促进地产市场止跌回稳。宽松政策的频出阶段性提振了市场需求,但持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间。从房企自身违约原因看,4家违约房企分别为上海宝龙实业发展(集团)有限公司、重庆市迪马实业股份有限公司、远洋控股集团(中国)有限公司和上海世茂建设有限公司。除重庆市迪马实业股份有限公司因控股股东债务危机、房地产行业下行导致违约外,其他违约主体均为前期出险企业,在行业不断探底的过程中,面临销售弱化和现金流短缺的双重压力,叠加市场对出险企业的认可度下降,再融资渠道不畅通,展期难度加大,部分主体债券展期后流动性未能得到实质性的改善,最终引发违约。

违约潮以来,地产行业风险持续出清,到2024年以来新增违约主体已大幅减少,但地产风险外溢效应的负面影响逐渐显现。其中上实融资租赁有限公司,是首家融资租赁行业违约主体。上实融资租赁有限公司对贵州地区和房地产行业敞口过高,融资租赁债权无法收回,公司营收利润逐年下降,且公司或存在严重的内控问题。西安建工集团有限公司主营建筑工程施工业务,客户以中小房企和西北地方政府为主。在地产行业融资

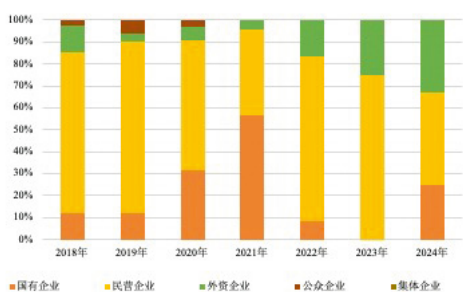
收紧、西北区域财政下滑的背景下,业务规模收缩,回款压力增大,经营获现能力显著下降。受金融机构控制贷款、缩减授信影响,筹资现金流大幅净流出,叠加子公司失信等负面舆情,外部融资渠道几近断裂。岭南股份的园林业务与房地产市场和基建投资密切相关,近年来,房地产市场下滑,基建投资放缓,导致公司业务收入减少,进一步加剧了资金紧张局面。

另有一家多元金融服务行业违约主体中静新华资产管理有限公司。公司主营股权投资业务,2019年以来,公司因股权转让纠纷,背负多起重大诉讼导致公司所持股份被司法冻结,对公司内部流动产生重大影响,最终因“16中静02”在宽限期内未能筹措足额资信兑付本金利息而实质违约。

城投净融资首次呈现净偿还,非标、商票风险事件持续发生

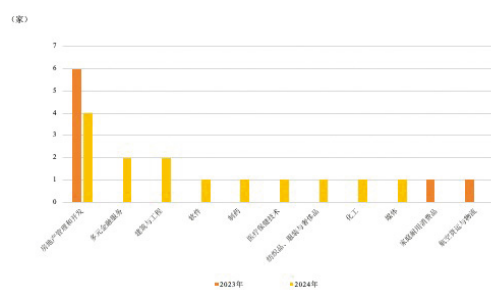
2024年,“一揽子化债方案”不断丰富细化,政策实施更加深入;增量化债措施出台,化债工作思路由被动转向主动,由侧重化债转向化债与发展并举。同时,中央政府延续对地方债务高压监管态势,城投企业新增融资难度较大。具体来看,2024年以来,城投债发审条件收紧且募集资金用途受到严控,城投债发行规模3.83万亿元,同比大幅下降15.44%;净融资由2023年的净流入1.91万亿元转为净偿还0.83万亿元,

图1 新增违约主体企业性质分布情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

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

净融资首次呈现净偿还（见图3）。从区域方面来看，全国各省市债券融资整体呈压降态势，区域之间的城投分化趋势持续。除河北、广东、上海净融资规模超百亿外，其余地区城投债融资表现为净偿还或紧平衡，其中江苏净偿还规模超1400亿元，浙江、天津、湖南净偿还规模超过600亿元。从行政层级方面来看，地市级和区县级为城投债发行主力，各行政层级均转为净偿还（见图4）。信用等级方面，城投债发行主体仍以高等级主体为主。

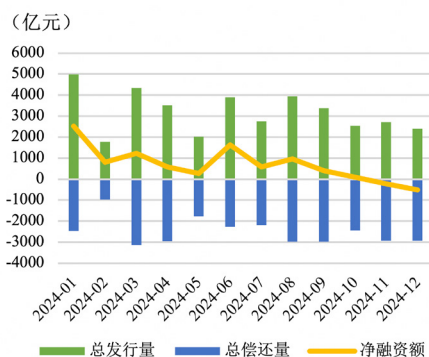
2024年，在基本面持续偏弱、地方政府偿债压力较大的背景下，部分经济财政较弱、债务负担较高的区域城投企业现金流吃紧，商票逾期、非标违约等风险事件持续发生。具体来看，非标方面，根据公开资料整理，2024年，城投企业的非标违约主要集中于山东、贵州、云南等地的区县级城投企业和AA级弱资质城投。商票方面，根据上海票据交易所披露的截至2024年12月末票据逾期名单，2024年出现商票逾期的城投企业共计39家，其中山东、河南、贵州分别有13家、6家和6家，位居前三位；从行政层级来看，以区县级平台为主，占比

74.36%；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74.36%。此外，2024年共有9家城投企业评级或展望被下调，其中7家位于贵州省，多分布在贵阳、六盘水等区县平台。整体来看，随着“一揽子化债方案”有序推进，增量财政政策效应将持续释放，城投债务风险短期内得以缓释，城投债兑付较有保障，但非标、商票违约或持续发生，还需关注部分区县级、弱资质平台未来经营和资金压力情况。

信用风险缓释产品创设价格继续下降

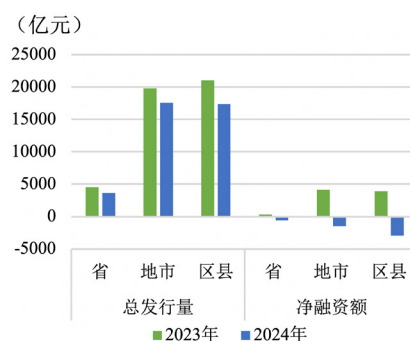
近年来我国信用衍生品市场稳步发展，银行间市场信用衍生品起步较早、基础设施建设相对完善，目前我国信用衍生品的创设交易以银行间市场标准化程度较高的信用风险缓释凭证（CRMW）产品为主。根据交易商协会数据⁵，2024年，我国CRMW发行99笔，同比减少44%，创设规模173.83亿元，同比减少51%，平均创设价格为1.55元/百元名义本金，较2022年、2023年平均创设价格（2.04元/百元名义本金、1.77元/百元名义本金）继续下降。

图3 2024年城投债发行及净融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 各行政级别城投债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

⁵ <https://mp.weixin.qq.com/s/Axp8I5EZrjSH7-egINB8MA>。

此外，我们通过CRMW创设价格指数⁶变化揭示地区违约风险走势，以2018年为基期，依据2018—2024年128单CRMW产品，计算2023—2024年不同区域的CRMW指数。2024年CRMW浙江指数为82.61点，较2023年下降14.49点，表明与2023年相比，2024年浙江省企业的信用风险有所回落。2024年CRMW江苏指数为214.15点，较2023年略微下降1.76点，表明与2023年相比，2024年江苏省企业的信用风险略有回落。总体来看，2024年CRMW总指数为139.45点，较2023年下降9.37点，表明与2023年相比，我国江浙地区发债企业2024年整体违约风险有所下降，但仍处于历史高位。

二、2024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

2024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：

一是健全债券违约风险处置机制。2024年4月，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》指出完善市场化、法治化、多元化的债券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为；压实地方政府在提高上市公司质量以及化解处置债券违约、私募机构风险等方面的责任。2024年12月，证监会与最高法联合印发《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》的通知，主要内容包括加强司法审理与证券监管协作，明确上市公司重整预期，优化重整计划

的规范要求，强化信息披露及内幕交易防控，完善重整案件的审理标准等。二是完善持有人会议制度。2024年1月，交易商协会批量发布5项制度，包括《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引》《同意征集指引》及三项涵盖发行文件及存续期信息披露文件的示范文本，围绕持有人会议“召开针对性不强”“召集程序灵活性不够”“决议达成难度较大”三大核心问题，对持有人会议的召开情形、召集程序、表决机制等内容进行优化，区分了强制召开情况与提议召开情形，调整了表决机制，并为特别议案设置总表决权过半数的底线要求，同时在提升召集程序灵活性的基础上，强化对关键程序的保护。

公募债券处置数量同比减少，回收率维持低位

根据公开数据整理，2024年我国公募债券市场发生违约处置⁷的有9家违约发行人，较上年（14家）有所减少。违约处置方式⁸涉及破产重整6家、破产清算3家。整体来看，2024年进行违约处置的案例较之前年份明显减少，破产重整仍然为主要处置方式。

根据现阶段可获取的回收规模数据简单估算，截至2024年末，我国公募债券市场整体回收率约为7.23%⁹，较2023年末（7.56%）有所下降。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

⁶ CRMW 创设价格指数的计算方法是首先计算出各年参照同一主体发行的 CRMW 的平均创设价格；然后，计算各年参照同一组合中不同主体发行的 CRMW 的平均创设价格；最后，将当年参照同一组合中不同主体发行的 CRMW 平均创设价格与上年参照同一组合的 CRMW 平均创设价格对比，并基于基期（2018 年）调整得到各年 CRMW 创设价格指数。

⁷ 年度违约处置统计口径为：截至 2024 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。

⁸ 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>。

⁹ 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。

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2024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，188期违约债券已完成处置¹⁰，占全部违约债券的比例为28.02%，264期正在处置进程中，219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188期债券中，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较上年有所增加，处置进展不及预期

2024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，6家有实质性进展¹¹，较上年（5家）有所增加。从处置进程情况来看，在6家重整主体中，有3家发行人被法院裁定破产重整，2家发行人正在执行重整计划，1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2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，分别为湖南景峰医药股份有限公司和华闻

传媒投资集团股份有限公司。

从破产重整处置效率来看，2024年法院共裁定3家 违约发行人进入破产重整程序，其申请至法院裁定破产重整日的平均耗时为30天，较2023年缩短了16天；2024年处于执行重整计划阶段的2家发行人中，法院裁定重整至批准重整的平均耗时为1153天，较2023年（764天）大幅延长；2024年重整计划执行完毕的发行人共1家，其批准重整计划至重整计划执行完毕平均耗时275天，较2023年（688天）缩短了413。整体来看，法院裁定重整申请阶段的效率明显提升，但破产重整处置周期仍然偏长。

2. 中天金融通过“回填资产+引入战投”提升资产价值，为房企债务化解与处置提供借鉴

中天金融集团股份有限公司（简称“中天金融”）成立于1978年，后于深圳证券交易所主板上市，早期主要经营房地产开发业务，后逐渐涉足保险、证券等领域。2023年7月中天金融因不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，被法院裁定进行重整。2024年8月，法院裁定批准天金融集团股份有限公司、贵阳金融控股有限公司等13家企业实质合并重整计划草案，并终止重整程序。

根据重整计划，中天金融采取“回填资产+引入战投”的重整模式，实现风险化解与战略转型。一方面，

表3 截至2024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	1.86
		破产清算	0.06
自主协商	自筹资金		73.35
	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投研平台

¹⁰ 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。

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。

中天金融通过引入战略投资者的方式实现中天金融债务妥善清偿。另一方面，中天金融通过向旗下持牌金融机构中融人寿保险及中天国富证券实施资产回填，保全其核心资产——两家子公司金融牌照，有效提升资产质量与运营质效。重整完成后，中天金融公众公司的资格和法人资格将依法存续，实现债务风险出清与经营主体存续的平衡；同时，公司主营业务将调整为聚焦金融主业，有序剥离非核心地产业务。未来，中天金融拟依托中天金融公众公司的平台，通过退市新规重新上市、国富证券反向吸收合并中天金融上市或其他符合监管要求的方式实现重新登陆A股资本市场。中天金融重整方案的成功实施为房企债务化解与中小金融机构风险处置提供了可复制的市场化解决方案，对防范化解系统性金融风险具有重要示范意义。

3. 破产清算处置效率有所提高

2024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，3家有实质性进展¹²，较上年持平。从处置进程情况来看，3家主体中，搜于特集团股份有限公司被法院裁定破产清算，刚泰集团有限公司于2020年被法院裁定破产清算，2024年破产财产分配完毕被法院裁定终结公司破产程序，另有一家中融双创（北京）科技集团有限公司（以下简称“中融双创”）由破产重整转为破产清算方式。

中融双创因重整计划执行不力被法院裁定破产清算，并于6个月内完成破产程序。2018年12月，法院裁定受理中融双创等十八家公司的合并重整申请，公司进入合并破产重整程序。2019年12月，法院裁定批准合并重整计划，规定2020年6月24日前需完成第一期债权清偿，金额为应清偿总额的20%。2020年6月23

日法院裁定批准合并重整计划的执行期延长六个月。此后，重整计划执行过程中，债务人未严格执行重整计划，导致重整计划至2024年仍未执行完毕。2024年1月3日，经管理人申请，法院裁定终止中融双创等十八家公司重整计划的执行并宣告中融双创等十八家公司破产。为降低破产成本，优化法治化营商环境，法院决定适用快速审理方式。2024年4月26日，法院裁定确认合并破产清算案财产分配方案，2024年7月3日，财产分配方案已执行完毕，未分配部分均已提存，法院裁定终结中融双创等十八家公司破产程序。

三、2025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与发行人信用状况

1. 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，2025年我国债券市场主要信用债¹³到期规模¹⁴约为10.25万亿元，考虑到将于2025年发行且2025年内到期的短期债券，按2024年同期估算，2025主要信用债到期规模可能达到14.51万亿元，较2024年（13.57万亿元）和2023（13.70万亿元）有所上升（见图5）。

此外，2025年将有约2.69万亿元信用债进入回售期，按60%的实际回售率估算，2025年回售债券中约有1.80万亿元被行权。合计来看，2025年主要信用债偿债规模可能在16.31万亿元左右。

由于2025年发行且于2025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2025年我国债券市场到期的10.25万亿元主要信用债为分析样本。

¹² 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。

¹³ 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。

¹⁴ 包含到期和本金提前兑付。

2. 违约处置机制持续完善, 违约处置效率有望提升

2024年12月, 证监会与最高法联合印发《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》的通知, 《纪要》直指实践中重整回收期限较长、后期资金回收不确定性高等问题。破产重整是现阶段处置债券违约的重要手段, 政策的发布有望提高破产重整效率, 切实保护投资者的合法权益。此外, 2024年, 监管部门出台多部制度文件及指导政策, 进一步完善违约处置机制体制, 规范信息披露和存续期管理制度。未来随着我国债券市场违约处置市场化程度不断提高, 债券市场统一监管进程加快和统一执法力度加强, 我国违约处置效率有望进一步提升, 我国债券违约处置机制市场化、法治化水平将进一步提升。

重点行业信用风险展望

1. 城投企业短期偿债风险整体缓释, 政策导向下转型发展提速

化债背景下城投企业偿债风险缓释, 市场化转型加速。一是, 随着2024年化债政策实施逐步深入, 化债效果持续显现, 发债城投企业债务结构有所优化, 短期流动性压力整体有所缓释。二是, 2024年11月, 财政部出台增量化债措施, 推出一揽子、综合性、靶向准的“6+4+2”化债“组合拳”, 随着新的债务置换政策的落地, 将进一步缓解地方政府化债压力和城投风险。三是, 2024年12月, 人民银行出台“226号文”要求金融机构加大对非重点省份的非标债务置换, 叠加置换专项债券的支持, 预计2025年非标风险将进一步收敛。四是, 2025财政政策更加积极, 提高赤字率、扩大专项债券发行规模和投向范围、发行超长期特别国债等措施的落地, 将有助于为城投企业提供良好的经营环境, 缓解城投企业的资金压力。五是, 中央经济工作会议提出要统筹推进财税体制改革, 增加地方自主财力, 预计2025年财税体制改革将加快推进, 随着财税体制改革的有序开展, 地方财政紧平衡和债务风险

问题有望得到缓解。六是, 2024年以来, “150号文”及“99号文”等政策的接连出台, 将化债方案扩展到非重点省份, 并明确城投公司退平台具体要求和时间节点, 城投企业产业转型及退平台进程加快。

城投企业信用水平分化仍存, 关注弱资质城投企业信用风险。一是, 2025年, 防范地方政府债务风险, 遏制化债不实和新增隐债的监管思路未变, 在加大财政对地方化债支持的同时, 中央政府延续对地方债务高压监管态势, 城投企业融资环境仍难言宽松。二是, 当前土地市场低迷态势尚未扭转, 叠加积极财政政策下持续大规模实施减税降费, 部分地方财源基础仍呈承压态势, 对城投企业的回款和支持力度受限。三是, 控增化存背景下, 低层级、弱资质城投企业新增债券发行难度持续加大, 信用风险分化持续。

整体来看, 2025年, 随着一揽子化债政策的深入实施, 城投尾部流动性风险将进一步得到缓解, 城投公募债券违约的可能性较低。但地方政府和城投企业的债务压力仍存, 叠加城投新增融资持续收紧, 需关注化债资源欠缺、债务管控水平有限的弱区域、弱资质主体的商票或非标信用风险。

2. 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, 2024年, “去库存”政策导向下, 宽松政策频出, 从保交房、释放购房需求、去库存等多个关键着力点综合施策, 促进房地产市场平稳健康发展; 同时, 2024年12月中央经济工作会议指出要持续用力推动房地产市场止跌回稳。预计2025年, 房地产政策仍将延续宽松基调, 但在经济恢复缓慢、居民收入预期未能根本性扭转及出生人口增速下降的背景下, 居民购房意愿偏弱, 拖累房地产市场修复节奏。二是, 政策支持资金主要帮助实现保交楼, 并非房企主体, 房企资金回笼仍依赖于销售端的回暖或自身资产处置, 在市场信心持续低迷、销售端压力未减的背景下, 房企资金压力依旧严峻。整体来看, 2025年房地产市场宽松政策有望持续释放, 但市场企稳预期

尚未修复，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，一是建筑施工行业呈高杠杆运行模式，行业内企业普遍存在较大的资金压力，短期偿债压力较大。二是房地产投资持续低迷对建筑施工企业回款速度形成阻力，房地产投资短期内难以出现实质性回暖，建筑施工企业的短期流动性趋紧。三是在建筑业下行周期的背景下，行业集中度进一步提升，不同所有制企业之间分化程度加剧，民营企业流动性压力进一步凸显。整体来看，偿债指标明显弱化、资金链压力较大的弱资质民营建筑企业信用风险值得关注。

3. 关注资产质量弱化明显、资本补充压力较高的小金融机构的信用风险

一是在宏观经济增速下行、新旧动能转换背景下，中小金融机构发展中积累的问题逐渐显性化，展业风险上升。二是当前国内房地产市场仍处低位运行，行业数据表现低迷，地产风险产生显著外溢效应，对金融机构造成持续的负面影响。一方面，受房企信用风险持续出清影响，金融机构不良贷款率攀升；另一方

面，受房价的下跌及新旧按揭贷款利率差异影响，提前还款和按揭断供现象增加，金融机构资产质量受损。

三是随着化债进程的不断推进，降息和债务置换等化债政策逐步实施，金融机构净息差持续承压，盈利能力边际弱化，抗风险能力承压。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，需持续关注资产质量弱化明显、资本补充受限及外部融资压力较大的中小金融机构的信用风险。

4. 关注尾部高风险、弱资质可转债的信用风险

2024年在监管环境与退市要求趋背景下，可转债打破零违约，共发生4起违约事件。展望2025年，在积极的财政政策和适度宽松的货币政策推动下，可转债市场信用风险有望缓释，但仍需关注尾部高风险、弱资质可转债发行人的信用风险。一是，2025年经济运行仍面临诸多内外部不确定性因素，叠加上市公司监管环境及退市政策趋严，退市风险及信用风险事件对转债市场存在扰动。二是，受2024年交易所密集下发问询函及转债评级下调冲击影响，投资者谨慎情绪有所抬升，可转债市场信用分化加剧，需持续关注尾部高风险转债发行人经营状况、财务指标、评级调整 and 价格异动。■



国际评级行业发展与监管动态报告

文|联合资信 郝帅 刘晓光 王祎凡 张岩

一、全球债券市场

2023年至2024年全球国债收益率整体呈震荡上行走势。2023年,美国和日本主要债券品种发行量较上年小幅下降,欧盟主要债券品种发行量小幅增长;2024年,各国发行总量整体有所增长。截至2024年末,全球主要经济体托管规模均有所增长。

2023年至2024年全球国债收益率整体呈震荡上行走势

2023年,为抑制通胀上涨,全球主要经济体央行保持紧缩性货币政策。在此背景下,美国、德国、法国、英国的10年期国债收益率均整体呈震荡上行走势,且波动幅度较上年显著增大(见图1)。2024年,随着通胀水平回落至目标区间,全球多国央行开启政策转向提振经济。美联储、欧洲央行和英国央行均进入降息周期,日本央行则持续推进货币政策正常化。本年度金融风险和经济下行压力增大成为影响国债收益率走势的重要因素,各国国债收益率呈现波动型走势。

美国方面,2023年,美国实际GDP增速达到2.9%,较上年增长0.4个百分点,经济复苏势头良好。上半年通胀水平波动下行,下半年保持小幅波动走势,但受能源价格影响,仍高于政府调控目标。劳动力市场供应紧张,截至年底失业率处于3.7%的较低水平。良好的经济数据为美联储进一步收紧货币政策提供了政策空间,美联储年内累计加息4次,累计上调基准利率100个基点。10年期美国国债收益率整体呈现先升后降走势,且波动性较上年显著提升。整体来看,10年期国债收益率全年平均水平为3.96%,较上年(2.95%)上升

101个基点。2024年,美国经济呈现温和复苏趋势,全年经济增速约2.9%,较上年基本持平。通胀速度有所放缓,但下半年以来出现反弹趋势,且高于预期水平,12月CPI同比增长1.9%。美联储年内累计降息三次,累计下调基准利率100个基点,联邦基准利率区间下调至4.25%—4.5%。10年期美国国债收益率呈现波动走势。整体来看,10年期美国国债收益率全年平均水平为4.21%,较上年(3.96%)上升25个基点。

欧盟方面,2023年,欧元区经济增长低迷,全年实际GDP平均增长0.4%,较上年下降2.0个百分点。其中,德国全年实际同比GDP下降0.3%,较上年(1.4%)下降1.7个百分点,法国经济增速放缓至0.9%,较上年(2.6%)下降1.7个百分点。受能源价格持续高企影响,欧元区通胀维持高位,欧洲央行为抑制通胀延续紧缩性货币政策,欧洲央行年内连续加息6次,累计上调基准利率200个基点。截至年末,欧元区存款便利利率、再融资利率和边际贷款利率分别上调至4.00%、4.50%和4.75%,创历史最高水平。德国和法国10年期国债收益率在10月底前呈震荡上行走势。整体来看,法国全年10年期国债收益率平均水平为2.99%,较上年(1.71%)上升129个基点。德国全年10年期国债收益率平均水平为2.46%,较上年(1.19%)上升128个基点。2024年,欧元区经济增长持续低迷,全年实际GDP同比增长0.9%,较上年仅增长0.5个百分点。其中,德国实际GDP同比下降0.2%,降幅较上年收窄0.1个百分点,连续第二年经济萎缩。法国实际GDP同比增长1.1%,较上年增长0.2个百分点。欧洲央行自6月开启降息周期,年内累计降息4次,累计下调基准利率(再

融资利率) 135个基点。截至年末, 欧元区存款便利、再融资操作和边际贷款便利的利率将分别降至3.00%、3.15%和3.40%。同时如期宣布减持紧急抗疫购债计划 (PEPP) 持有的债券, 减持幅度为平均每月75亿欧元。国债收益率走势方面, 法国10年期国债收益率均值为2.97%, 较上年下降2个基点。德国10年期国债收益率均值为2.34%, 较上年下降12个基点。

英国方面, 2023年, 英国通胀水平呈现下行趋势, 但受能源价格持续高企影响, 仍显著高于央行2%的通胀目标水平。同时叠加紧缩性货币政策影响, 英国经济增长面临停滞风险, 全年实际GDP同比增长0.3%。为抑制通胀, 英国央行延续紧缩性货币政策, 2月至8月连续5次加息, 累计上调基准利率175个基点至5.25%, 创2008年以来新高。9月和11月, 由于CPI涨幅低于预期, 同时三季度GDP环比零增长, 英国央行连续在两次议息会议中暂停加息。经济增速下行引发的投资者避险需求上升, 成为影响英国国债收益率走势的重要因素, 带动英国10年期国债收益率由年内高点回落。整体来看, 10年期英国国债收益率均值为4.07%, 较上年 (2.45%) 上升162个基点。2024年, 英国通胀水平逐步回落至2%的政府目标水平, 但紧缩性货币政策仍对消费端和投资端产生抑制, 为提振经济, 英国央行于8月开启政策转向, 当月降息25个基点, 是2020年3月以来的首次降息。11月, 英国央行再度降息25个基点, 下调基准利率至4.75%。同时, 英国政府10月公布英国秋季预算, 其中包括加大基础设施建设投入、提升公共服务支出, 合计增税约400亿英镑的多项加税举措, 为近50年来英国政府加税规模最大的预算案。整体来看, 英国全年10年期国债收益率平均水平为4.14%, 较上年上升7个基点。

日本方面, 2023年, 日本实际GDP同比增长1.9%, 受输入性通胀影响, 核心CPI同比上涨3.1%, 创41年来新高。经济复苏潜力和通胀压力为日本央行政策转向提供了空间。7月, 新任日本央行行长植田和男

宣布进一步调整收益率曲线控制 (YCC) 政策, 表示将增加YCC的灵活性, 允许长期利率波动超过0.5%的区间上限。10月底, 日本央行宣布取消YCC上下限, 仅将1%作为10年期日本国债收益率上限的参考利率, 同时取消每日固定利率购债操作参考。日本央行收紧货币政策带动10年期国债收益率上涨。整体来看, 日本10年期国债收益率平均水平为0.57%, 较上年 (0.24%) 上升33个基点。2024年, 日本实际GDP同比增长0.1%, 较上年下降1.8个百分点。3月, 日本央行将政策利率由-0.1%提高至0%~0.1%区间, 并停止购买交易型开放式指数基金和房地产投资信托基金, 同时决定于年底退出结束YCC政策。7月, 日本央行公布最新利率决议, 将目标政策利率再度上调至0.25%, 同时宣布了每季度缩减购债规模4000亿日元。本次加息幅度超出市场预期。同时叠加日本股市下跌影响, 投资者避险情绪短期急剧上涨, 日本10年期国债收益率在8月初急剧下跌。年底前, 随着投资者信心逐步回暖, 日本国债收益率恢复上升趋势。整体来看, 2024年日本10年期国债收益率均值为0.91%, 较上年上升34个基点。

2023年美国和日本债券发行总量下降, 欧元区发行总量连续两年增长

美国方面, 2023年, 受政府持续缩减发债规模和债务融资成本上涨的影响, 美国主要债券品种发行量

图1 2019—2024年主要发达经济体10年期国债收益率走势图



数据来源: Wind, 联合资信整理

延续下降走势，发行总量为6.99万亿美元，较上年下降13.34%。其中，国债发行量为3.52万亿美元，同比下降8.07%，仍是年度发行规模最大的主要债券品种；地方政府债、企业债¹和结构融资产品发行量分别为0.39万亿、1.50万亿和1.59万亿美元，其中企业债发行规模小幅上涨，地方政府债和结构融资产品延续下降走势，结构融资产品降幅超过35%，是降幅最大的债券品种。2024年，美联储开启降息周期，美国主要债券品种发行量显著增长，发行总量为9.13万亿美元，较上年上涨30.70%，其中国债、地方政府债、企业债和结构融资产品发行规模分别为4.67万亿、0.51万亿、1.97万亿和1.98万亿美元，较上年分别上涨32.78%、33.16%、30.87%和25.32%。

欧元区方面，2023年，欧元区主要债券品种的发行规模小幅上涨，发行总量为6.42万亿欧元，同比上涨0.50%。其中，国债发行量为2.80万亿欧元，同比上涨7.20%，为发行量最大的券种；地方政府债、企业债和结构融资产品发行量分别为0.39万亿、3.02万亿和0.21万亿欧元，其中地方政府债发行规模同比下降超过30%，是本年度降幅最大的主要债券品种。2024年，欧元区平均利率水平小幅下降，各主要券种发行规

模较上年有所增长。其中国债、地方政府债和企业债发行规模分别为2.92万亿、0.44万亿和3.21万亿欧元，分别增长4.11%、14.60%和6.44%。

日本方面，2023财年，日本主要债券品种的发行总量为226.07万亿日元，同比下降4.72%。其中，日本国债发行量为200.67万亿日元，同比下降5.80%，仍为发行量最大的券种；地方政府债、企业债和结构融资产品发行量分别为5.52万亿、15.66万亿和4.22万亿日元，其中企业债较上年增长12.65%，是本年度唯一实现增长的债券品种。2024年4月至12月，日本国债、地方政府债和企业债发行规模分别为137.95万亿、4.40万亿和13.67万亿日元（见表1）。

各地区债券托管量整体均有所增长

美国方面，截至2023年末，国债、地方政府债和企业债托管量41.17万亿美元，较上年有所增长；截至2024年末，主要债券品种延续上涨趋势。

欧元区方面，截至2023年末，欧元区国家债券托管总量为16.79万亿欧元，较上年上涨7.41%，各券种托管量均较上年有不同程度的上涨；截至2024年末，美国国债、地方政府债和企业债均有所上涨。

表1 主要经济体债券发行情况

债券类型	美国 (万亿美元)			欧元区 (万亿欧元)			日本 (万亿日元)		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
国债	3.83	3.52	4.67	2.62	2.80	2.92	213.03	200.67	137.95
地方政府债	0.39	0.39	0.51	0.56	0.39	0.44	5.53	5.52	4.40
企业债	1.40	1.50	1.97	3.02	3.02	3.21	13.90	15.66	13.67
结构融资产品	2.45	1.58	1.98	0.20	0.21	--	4.82	4.22	--
合计	8.06	6.99	9.13	6.39	6.42	--	237.28	226.07	--

注：1. 表中欧元区国家指欧元区19个国家债券统计总数，以下同；2. 日本为财政年度数据，财政年度截止日为每年3月31日，2024年数据截止2024年12月末，以下同；3. 美国联邦机构证券和欧元区货币金融机构（MFI）证券未纳入该表统计，以下同；4. 根据各经济体最新披露数据，对2020年和2021年数据进行追溯调整，以下同；4. 日本2024年数据为4月—12月数据

数据来源：美国证券业及金融市场协会（Sifma）、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

¹ 包括金融企业和非金融企业所发行的全部债券，以下同。



日本方面，截至2023年末，债券托管总量为1329.52万亿日元，较上年增长1.96%，各券种托管量较上年均有不同程度增长。截至2024年12月末，日本个券种托管量保持上涨趋势（见表2）。

二、国际评级行业发展动态

截至2024年末，美国认可的评级机构（NRSROs）

为10家²，较上年无变化。通过欧洲证券和市场管理局（European Securities and Markets Authority, 以下简称ESMA）注册的评级机构共25家，较上年减少1家，认证家数为3家³，较上年无变化。2024年，ESMA取消了EuroRating的注册资格。

国际三大评级机构业务存量小幅收缩，但依然占据优势地位⁴

2023年，国际评级行业继续稳步发展，标普、穆迪和惠誉三家评级机构仍占据优势地位，但评级业务总量呈现小幅收缩趋势。根据美国证券交易委员会（Securities And Exchange Commission, 以下简称SEC）的监管年报，截至2023年底，国际三大评级机构存续评级业务总量约为199万个，较上年减少0.43%。从各家机构评级业务情况来看，截至2023年底，标普和穆迪存续评级业务量较上年分别下降0.84%和0.14%，惠誉存续评级业务量较上年上升0.48%。从产品类别上看，国际三大评级机构所评全球

表2 主要经济体债券托管情况表

债券类型	美国 (万亿美元)			欧元区 (万亿欧元)			日本 (万亿日元)		
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年
国债	23.93	26.37	28.28	9.18	10.03	10.41	1127.19	1147.39	1162.67
地方政府债	4.04	4.06	4.19	0.76	0.78	0.84	63.97	63.71	63.66
企业债	10.44	10.74	11.22	4.77	5.03	5.47	86.29	91.16	95.17
结构融资产品	--	--	--	0.93	0.95	--	26.45	27.26	--

数据来源：美国证券业及金融市场协会（Sifma）、欧盟统计局、日本证券业协会，联合资信整理

² 10 家 NRSROs 包括 8 家美国本土评级机构：穆迪、标普、惠誉、贝氏评级（A.M.Best Rating Services, Inc., 下文简称贝氏）、伊根琼斯评级（Egan-Jones Ratings Company, 下文简称伊根琼斯）、Kroll Bond Rating Agency, Inc (下文简称 KBRA)、DBRS, Inc. (下文简称 DBRS) 和 Demotech, Inc, 2 家非美国机构：日本 Japan Credit Rating Agency, Ltd. (下文简称 JCR)、墨西哥 HR Ratings de México, S.A. de C.V. (下文简称 HR Ratings)。

³ 注册的信用评级机构包括本土信用评级机构 14 家、标普（1 家在欧分支机构）、穆迪（6 家在欧分支机构）、惠誉（1 家在欧分支机构）、DBRS 欧洲评级机构、KBRA 欧洲评级机构、AM Best 欧洲评级机构；3 家认证的信用评级机构分别是日本的 JCR、墨西哥的 HR Ratings 和美国的伊根琼斯。2023 年，ESMA 取消了评级机构 Qivalio SAS (previously Spread Research 和 Scope Hamburg GmbH (previously Euler Hermes Rating GmbH 的注册资格，2024 年，ESMA 取消了 EuroRating 的注册资格。

⁴ 根据美国 SEC 披露的年度监管报告，该部分统计数据范围为 2023 年。

企业存续评级业务量较上年均有所上升, 标普、穆迪和惠誉较上年分别上升3.50%、5.67%和7.13%; 国际三大评级机构所评政府证券存续评级业务量较上年均有所下降, 其中标普、穆迪和惠誉分别较上年下降1.49%、0.80%和3.02%; 国际三大评级机构所评资产支持证券存续评级业务量较上年变化不一, 其中穆迪较上年下降1.10%, 标普和惠誉则较上年均有所增加, 分别较上年上升1.02%、6.72% (见表3)。

从市场份额来看, 截至2023年底, 国际三大评级机构存续评级业务量在所有NRSROs存续评级业务量合计中的占比为94.15%, 较上年 (94.00%) 小幅扩张。其中, 标普存续评级业务量仍然占据优势地位, 占比49.96%, 较上年小幅收缩; 穆迪和惠誉存续评级

业务量占比分别为31.73%和12.46%, 较上年小幅扩张。从产品类别来看, 国际三大评级机构所评的政府证券和全球企业存续评级业务量占比均较上年变化不大; 所评资产支持证券存续评级业务量占比较上年出现明显下滑, 其中标普、穆迪和惠誉分别较上年下降2.56百分点、4.15百分点和1.30百分点。在国际三大评级机构所评存续评级业务量中, 资产支持证券产品评级存续业务量市场占有率最高的仍为穆迪, 其他产品类别存续评级业务量市场占有率排名第一的机构仍为标普 (见表4)。

从收入状况来看, SEC监管年报显示, 2023年, 国际三大评级机构收入占有所有NRSROs评级机构总收入的91.90%, 较上年 (91.10%) 有所上升。具体来看, 2023

表3 国际三大评级机构各品种评级存续业务量 (单位: 万个)

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
政府证券评级	93.58	90.87	89.52	56.22	54.88	54.44	17.74	17.03	16.51
全球企业评级	11.66	11.87	12.29	6.98	7.09	7.49	5.66	5.76	6.17
金融机构评级	5.29	5.68	6.14	3.40	3.56	3.95	3.28	3.39	3.74
保险机构评级	0.69	0.69	0.70	0.26	0.27	0.27	0.31	0.32	0.32
工商企业评级	5.67	5.50	5.45	3.32	3.26	3.27	2.07	2.05	2.11
资产支持证券评级	3.76	3.73	3.77	5.08	5.18	5.13	3.47	3.41	3.64
合计	109.00	106.48	105.58	68.29	67.16	67.06	26.87	26.20	26.32

注: 本表评级品种依据NRSRO划分标准分类, 具体包含政府证券评级、金融机构评级、保险机构评级、工商企业评级、资产支持证券评级, 其中政府证券评级是指政府证券发行人、市政证券发行人或外国政府发行人所发行债券的债券及其主体评级, 下表同
数据来源: SEC年报

表4 国际三大评级机构所评各品种存续业务量市场份额占比 (单位: %)

类型	标普			穆迪			惠誉		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
政府证券评级	54.77	54.36	55.15	32.9	32.83	33.54	10.38	10.19	10.17
全球企业评级	40.71	40.86	40.49	24.38	24.40	24.69	19.77	19.82	20.33
金融机构评级	38.28	39.39	39.33	24.59	24.73	25.35	23.7	23.52	23.96
保险机构评级	33.01	31.77	31.61	12.52	12.40	12.28	15.02	14.77	14.72
企业评级	44.62	44.14	43.50	26.11	26.12	26.05	16.29	16.44	16.80
资产支持证券评级	22.52	22.79	20.23	30.44	31.64	27.49	20.76	20.81	19.51
合计	50.42	50.09	49.96	31.58	31.59	31.73	12.43	12.32	12.46

数据来源: SEC年报



年标普和穆迪的总业务收入⁵均保持增长态势,分别较上年增长11.77%、8.19%。评级业务收入方面,2023年,标普和穆迪的评级业务收入分别为33.32亿美元和28.60亿美元,分别较上年上升9.25%和5.97%,其中,标普评级业务收入上升,主要得益于再融资活动增加推动的企业债券评级收入和银行贷款评级收入增长,以及跟踪评级收入增长和子公司CRISIL收入增长带来的非交易性收入⁶上升。穆迪收入增长则主要由于2022年全球通胀高涨、地域冲突加剧、美联储加息背景下,债券市场活动受到抑制,今年公司债券、基础设施融资及银行相关的发行同比均有所增长,推动评级收入增加。非评级业务收入方面,2023年,标普和穆迪的非评级业务收入分别为91.65亿美元和30.56亿美元,分别较上年增长12.72%和10.36%,其中标普的非评级业务

收入大幅增长主要受益于公司收购IHS Markit后相关业务并入影响,市场情报和商品洞察领域收入均有所上升;穆迪的非评级业务收入的增长主要受评级数据订阅服务、了解客户(KYC)解决方案及信用经济研究报告的需求量增加影响。

从分析师数量来看,SEC监管年报显示,截至2023年末,国际三大评级机构分析师数量占所有NRSROs评级机构分析师总数的80.82%,占比较上年(80.62%)小幅上升。具体来看,标普、穆迪和惠誉分析师数量分别为1636人、1644人和1133人,其中标普分析师数量较上年增长3.15%,穆迪和惠誉分析师数量均较上年有所下降,降幅分别为8.46%和17.42%。

国际中小评级机构市场份额占比略有收缩,但整体保持平稳发展⁷

2023年,美国认可的中小评级机构整体仍然保持平稳发展,中小评级机构市场份额、评级收入占比和分析师数量均较上年小幅下降。

从市场份额来看,截至2023年底,美国认可的中小评级机构存续评级业务量的市场占有率为5.85%,较上年(6.00%)小幅下降,其中,DBRS市场占有率仍然较高,为3.00%,继续保持小幅增长态势。在资产支持证券评级方面,美国认可的中小评级机构的存续评级业务量市场份额占比32.75%,较上年上升7.99个百分点;其中,DBRS表现突出,市场份额由上年的11.42%上升至22.93%,KBRA市场份额则由上年的13.33%下降至9.82%。在保险机构评级方面,AMB仍占据市场优势地位,市场份额为33.38%,较上年(33.84%)小幅下降。

⁵ 标普和穆迪公司收入来源于公司年报,由于惠誉为非上市公司,其年报披露时间不固定,截至本报告发布日,惠誉财务数据尚未公布。

⁶ 标普全球评级业务的收入分为交易收入和非交易收入。交易收入:针对以发行为目的的评级收取费用,主要为债项评级。具体包括收取新发行债券的信用评级费用、借款企业信用评级费用和信用估计费用,交易收入由债券发行量驱动。非交易收入:主要包括信用评级的跟踪费用、主体评级费用和咨询分析服务费用等。非交易收入一般来说比较稳定,主要受到各项服务的价格以及具体合同条款等的影响。

⁷ 数据来源为美国证券交易委员会(SEC)年度监管报告。

其他各中小评级机构所评各类别存续评级业务量市场份额均在7.00%以下, 市场份额占比较上年变动不大。

从收入状况来看, 2023年美国认可的中小评级机构评级业务收入占有NRSROs机构总收入的8.20%, 较上年(8.90%)有所下降。

从分析师数量来看, 截至2023年末, 美国认可的中小评级机构分析师数量占比为19.18%, 较去年(19.38%)小幅下降。具体来看, 截至2023年末, 美国认可的中小评级机构分析师数量为1047人, 较上年末减少96人, 主要受DBRS的分析师数量减少影响, 降幅超13.00%, 除JCR分析师数量小幅增多外, 其他中小评级机构的分析师数量均有不同程度减少。

三、国际三大评级机构评级情况⁸

2023年, 受全球性通胀、地缘政治不稳定等多重因素冲击影响, 全球经济增长预期进一步下调, 融资环境收紧, 金融脆弱性攀升。在此背景下, 国际三大评级机构所评国家主权违约率仍维持在较高水平, 其中穆迪所评国家主权违约率较上年有所下降, 惠誉所评国家主权违约率较上年小幅上升; 评级调整趋势表现变化不一, 其中穆迪所评国家主权评级均呈调降趋势, 惠誉所评国家主权评级则由上年的调降转为调升趋势。全球企业方面, 国际三大评级机构的违约率整体有所上升, 国际三大评级机构所评全球企业信用调整趋势变化不一, 标普和惠誉呈调升趋势, 穆迪延续下调趋势。结构融资产品方面, 标普所评结构融资产品的违约率较上年有所上升, 惠誉所评结构融资产品违约率较上年小幅下降; 评级调整均延续调升趋势。截至2023年末, 国际三大评级机构所评国家主权评级、全球企业评级和结构

融资产品评级的等级分布较上年变化不大, 其中投资级占比变化不一。

国际三大评级机构所评全球企业违约率整体有所上升

2023年穆迪和惠誉所评国家主权违约率表现不一。2023年, 穆迪和惠誉所评国家主权共有8个国家⁹出现违约, 较去年增加1家。穆迪所评国家主权违约率为4.20%, 较上年有所下降; 惠誉所评国家主权违约率为2.60%, 较上年小幅上升。主权违约仍主要集中于新兴市场和前沿市场国家, 这些国家主要受债务融资成本上升、金融环境收紧、全球增长疲软以及高通胀等因素影响, 偿债能力减弱。

2023年国际三大评级机构所评全球企业违约率整体有所上升。2023年标普和惠誉所评全球企业违约率分别为1.85%和1.10%, 较上年均有不同程度的上升; 穆迪所评全球企业违约率2.30%, 与上年持平。全球企业债券违约事件主要集中于消费、服务行业。从区域来看, 标普和穆迪所评违约企业主要集中于北美以及欧洲地区, 惠誉所评违约企业主要集中于北美和拉丁美洲地区。

2023年标普和惠誉所评结构融资产品违约率表现不一。具体来看, 标普所评结构融资产品的违约率较上年有所上升, 为1.30%; 惠誉所评结构融资产品的违约率较上年小幅下降, 为0.40%。从产品类型看, 商业地产抵押贷款支持证券(CMBS)违约率最高, 标普和惠誉所评违约率分别为2.26%和1.20%, 其次为住房抵押贷款支持证券(RMBS), 标普和惠誉所评违约率分别为1.23%和0.10%, 资产支持证券(ABS)和结构化信贷证券(SC)的违约率较低。从区域来看, 违约主要集中在北美地区(见表5)。

⁸ 根据国际三大评级机构披露的违约率与迁移报告, 该部分统计数据范围为2023年。

⁹ 分别是萨尔瓦多、阿根廷、厄瓜多尔、喀麦隆、尼日尔、莫桑比克、加纳和埃塞俄比亚。

国家主权和全球企业信用调整趋势变化不一，结构融资产品延续调升趋势

2023年国家主权评级调整趋势表现变化不一。其中，穆迪所评国家主权评级上调率和下调率分别为7.75%和11.63%，延续上年的调降趋势；惠誉国家主权评级上调率和下调率分别为8.61%和7.95%，由上年的调降转为调升趋势。从地域分布来看，信用等级调升和调降均主要集中于新兴市场和前沿市场国家。

2023年全球企业信用调整趋势表现变化不一。其中，标普全球企业评级上调率和下调率分别为8.84%和7.35%，延续上年调升趋势。惠誉全球企业评级上调

率和下调率分别为9.50%和6.50%，由上年的调降转为调升趋势。穆迪的级别偏移（Rating drift）¹⁰由上年的-8.60%上升至-6.30%。从地域分布来看，等级调升主要集中于北美地区，等级调降主要集中于欧洲、中东、非洲地区。

2023年结构融资产品评级调整延续调升趋势。2023年，标普所评结构融资产品上调率和下调率分别为12.40%和3.30%，惠誉所评结构融资产品上调率和下调率分别为12.80%和4.50%，均延续去年的调升趋势。从地域分布来看，等级调升主要分布于美国和欧洲地区，等级调降主要集中于拉丁美洲（见表6）。

表5 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品违约率情况（单位：%）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
国家主权违约率	0.73	3.57	--	0.70	4.90	4.20	0.80	2.50	2.60
全球企业违约率	0.84	0.99	1.85	0.80	2.30	2.30	1.00	0.90	1.10
结构融资产品违约率	0.60	0.50	1.30	0.10	--	--	0.60	0.50	0.40

注：1. 三大国际采取的违约率统计方法有所不同，其中标普和惠誉采用的是静态池分析技术，而穆迪采用的是动态群组分析技术；2. 截至本报告发布日标普未公开2023年主权评级违约数据，穆迪未公开2022-2023年结构融资产品评级违约数据
资料来源：标普、穆迪和惠誉违约率与迁移报告

表6 国际三大评级机构所评发行人主体和结构融资产品信用等级调整情况（单位：%）

项目	标普			穆迪			惠誉		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
国家主权评级									
上调率	3.65	9.29	--	5.76	4.20	7.75	4.94	6.17	8.61
下调率	8.03	4.29	--	11.51	12.59	11.63	4.32	9.26	7.95
全球企业评级									
级别偏移 (Rating drift)									
上调率	10.20	8.25	8.84	6.20	-8.60	-6.30	8.7	7.20	9.50
下调率	5.52	6.16	7.35				5.6	8.70	6.50
结构融资产品评级									
上调率	8.20	9.10	12.40	--	--	--	14.60	15.10	12.80
下调率	2.40	2.30	3.30	--	--	--	2.90	1.90	4.50

资料来源：标普和惠誉评级调整数据来源于标普和惠誉的违约率与迁移报告，2021—2023年穆迪和惠誉国家主权评级调整数据由违约率与迁移报告中的上调及下调次数与2021、2022、2023年初所评的全部主体个数的比值求得；截至本报告发布日标普未公开2023年主权评级调整数据，穆迪未公开2021—2023年结构融资产品评级调整数据

¹⁰ 穆迪的等级调整指标为级别偏移（Rating drift），指发行人信用级别上调子级的平均值减去发行人信用级别下调子级的平均值，用于衡量信用等级调整的情况，该指标为负值表示信用等级呈调降趋势，绝对值越大表明级别调整越明显。

全球主要品种等级分布较上年末变化不大

国家主权评级方面,截至2023年末,标普、穆迪和惠誉所评国家主权信用等级分布较为分散,BB级及以上分布较为平均,与上年末分布变化不大。其中,标普、穆迪所评B级占比均最高,分别为22.22%、24.04%,惠誉所评的AA级占比最高,为18.53%。三家所评国家主权信用等级为投资级的占比分别为57.04%、50.41%和62.25%,较上年末(55.64%、47.75%和61.85%)均有所上升(见图2)。

全球企业评级方面,截至2023年末,国际三大评级所评全球企业主体的信用等级仍主要集中在A级~B级,标普、穆迪和惠誉所评A级~B级全球企业主体的占比分别为91.33%、85.60%和88.59%,其中标普、穆迪和惠誉所评全球企业占比较高的均为BBB级(或Baa级),占比分别为27.74%、34.40%和30.75%。截至2023年末,标普、穆迪和惠誉所评全球企业投资级占比分别为53.28%、75.45%和63.11%,均较上年(52.26%、75.44%和62.63%)变化不大(见图3)。

结构融资产品评级方面,截至2023年末结构融资产品的等级分布仍较为分散,其中AAA级占比最高,标普、穆迪和惠誉AAA级占比分别为24.60%、46.41%和46.39%。截至2023年末标普、穆迪和惠誉所评结构融资产品的投资级占比分别为71.79%、77.36%和83.49%,较上年末占比(为69.41%、74.05%和

81.59%)均有不同程度上升(见图4)。

四、信用评级国际监管动态

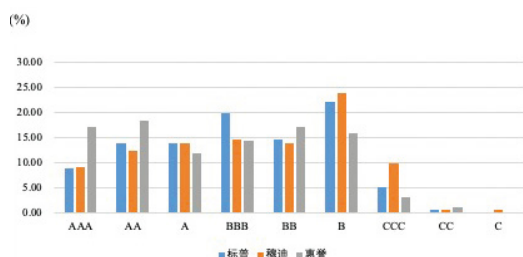
2024年,国际评级行业的监管重心是修订评级机构法规条例、完善监管措施和流程,加强内部控制,以及加强违规处罚等。

美国信用评级监管动态

1. 开展对评级方法、评级监测、CMBS、证券所有权等方面的专项风险评估

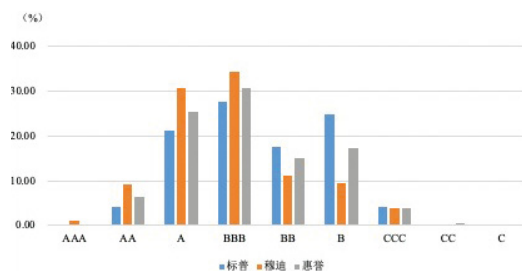
在评级方法方面,SEC审查了NRSROs的评级方法是否能够适当的衡量相关信用风险,以及随着条件的变化,这些评级方法是否能够准确反映出信用风险的

图2 截至2023年末国际三大评级机构所评国家主权信用等级分布



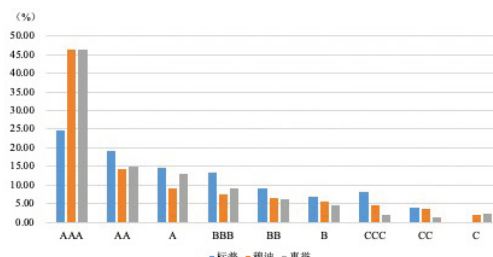
数据来源: 标普、穆迪和惠誉“信用评级表现统计”信息披露文件 (Exhibit 1 to Form NRSRO), 联合资信整理

图3 截至2023年末国际三大评级机构所评全球企业信用等级分布



数据来源: 标普、穆迪和惠誉“信用评级表现统计”信息披露文件 (Exhibit 1 to Form NRSRO), 联合资信整理

图4 截至2023年末国际三大评级机构所评结构性融资产品信用等级分布



数据来源: 标普、穆迪和惠誉“信用评级表现统计”信息披露文件 (Exhibit 1 to Form NRSRO), 联合资信整理

变动过程。此外, SEC还审查了NRSROs是否遵守其关于评级方法和模型的开发、维护及检验的政策和程序。

在评级监测方面, NRSROs在对存续信用评级进行监测时采用不同的方法, 部分NRSROs要求所有存续评级由评级委员会定期进行审查, 而其他NRSROs则采取非正式的定期审查, 以识别可能需要提交给委员会审查的评级。SEC对NRSROs的监测实践进行了审查, 主要评估其是否符合法规要求, 例如法规要求NRSROs建立有效的内部控制机制, 以确保遵守评级的政策、程序和方法。

在商业不动产/CMBS方面, 许多在2013年和2014年发放的商业地产贷款被打包为CMBS产品。这些贷款通常有到期时一次性还款条款, 其中部分贷款将在未来几年到期, 需要全额偿还或再融资。在当前的利率环境下, 到期贷款的商业地产借款人可能需要注入股本以进行再融资。该领域的风险还包括因远程和混合工作模式的普及带来的写字楼空置率上升等风险。SEC审查了部分NRSROs的商业地产相关评级活动, 以检查其是否遵守评级方法论和监测要求。

在证券所有权方面, 根据NRSROs关于员工证券所有权的政策, NRSROs禁止员工直接持有其参与评级的发行人或债务人的证券。NRSROs通常还会监控员工的证券持有情况, 具体的监控流程可能因机构而异。SEC审查了所有NRSROs关于其员工和董事证券所有权的政策和程序, 以评估这些政策和程序是否设计合理, 是否能够有效管理相关的潜在利益冲突。

此外, 为协助风险评估过程和检查计划的制定, SEC工作人员在2024年监测了信用评级活动、行业趋势和发展、NRSROs的运营发展和计划, 以及相关的资本市场、经济和金融新闻与事件。SEC工作人员的监

测活动包括与NRSROs进行沟通, 并审阅NRSROs出版物、新闻报道、行业刊物、学术论文、行业会议信息和政府报告等资料。

2. 加强对违反《证券交易法》规定的行政监管

SEC对多家NRSROs (A.M. Best、Demotech、Fitch、HR Ratings de México、Moody's Investors Service、S&P) 发起了行政终止程序, 认定其违反了《证券交易法》第17(a)(1)条和第17g-2(b)(7)条规则¹¹。这些违规行为与NRSROs未能保存包含有关启动、确定、维持、监控、变更或撤销信用评级讨论的内部和外部电子通讯记录有关。

欧盟信用评级监管动态

1. 修订评级机构法规条例和附件

2024年4月2日, ESMA发布了关于欧盟委员会第447/2012号委托条例和CRA法规附件I拟议修订的咨询文件, 旨在征求公众对修订欧盟信用评级机构(CRA) 监管框架的意见。ESMA提出了相关修订建议, 包括明确将ESG因素纳入监管框架, 并通过一系列补充修正案确保更好地追踪ESG因素在信用评级方法中的整合, 并提高ESG因素对个别信用评级行动的相关性披露, 要求信用评级机构在公开披露中详细说明ESG因素如何影响信用评级和评级展望; 提出修订委托条例, 要求信用评级机构的方法论更加详细和系统化, 确保在确定信用评级和评级展望时的一致性; 建议将委托条例的适用范围扩展至“评级展望”, 以确保与2013年修订的CRA法规保持一致; 提出对委托条例中的某些条款进行技术性修订, 例如明确“方法论”的定义, 确保其涵盖所有对信用评级有贡献的要素, 如标准、模型、驱动因素和关键评级假设。

¹¹ 该条款要求 NRSROs 等受监管实体完整保存所有业务相关记录, 包括电子通信 (如邮件、即时消息、内部讨论记录) 。

2024年12月18日, ESMA发布了关于修订欧盟委员会第447/2012号委托条例和CRA法规附件I的技术建议的最终报告。委托条例的具体修订内容包括:对“信用评级方法”的定义、ESG因素的整合、评级展望的处理、方法论的验证等方面进行修订; CRA条例附件I的具体修订内容包括:在信用评级和评级展望中突出显示ESG因素的重要性,以及在组织要求中增加“验证”一词等。

2. 完善监管措施和流程, 加强内部控制

2024年7月8日, ESMA发布了关于基准管理机构、信用评级机构和市场透明度基础设施向ESMA定期提交信息的指南的咨询文件, ESMA希望通过制定统一的指南, 规范其直接监管下的各类实体向ESMA提交定期信息的流程, 以提高信息的一致性和可用性, 同时减轻报告实体的负担。

同日, ESMA还发布了关于对所监管机构的监督期望的咨询文件, 旨在为ESMA监管下的各类实体提供关于治理安排的统一参考点, 特别是所监管机构的设置和运作。这些监管期望将作为ESMA与这些实体监管互动的基础。

2024年12月19日, ESMA发布了关于基准管理机构、信用评级机构和市场透明度基础设施的内部控制

的咨询文件, 该咨询文件为更新2020年9月30日发布的《信用评级机构内部控制指南》征求公共意见, 并阐述ESMA对所有直接监管实体(除第三国中央对手方外)的监管要求。同时, 考虑到信息技术对被监管实体运营的影响日益增加, ESMA修订了其期望, 这包括管理来自外部和内部的信息技术风险, 以及将新技术整合到受监管实体的内部控制体系中。

3. 加强对违反利益冲突规定的监管处罚

2024年3月22日, ESMA发布了对评级机构Scope Ratings GmbH (Scope) 违规行为罚款决定的公告, 因在处理利益冲突方面未能达到CRA法规的要求, 对其处以总额219.75万欧元的罚款。Scope是一家在德国注册的信用评级机构, 自2011年5月24日起获准开展信用评级业务。ESMA在调查中发现Scope在利益冲突管理、内部控制机制、组织和行政安排以及信息披露等方面存在严重不足。具体违规行为包括: Scope未能建立足够的政策和程序来识别、消除或管理利益冲突; Scope内部控制机制不完善, 且在记录保存和信息处理方面存在缺陷; Scope未能建立适当的组织和行政安排以管理利益冲突; Scope未能在最终评级报告中披露其为被评级实体或相关第三方提供的附属服务。///



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2025年2—3月, 债券市场¹新增违约²主体2家, 涉及到到期违约债券5期, 到期违约债券规模28.90亿元。另有重复违约³主体1家, 共涉及到到期违约债券2期, 到期违约规模合计约2.34亿元。

截至3月31日, 2025年我国债券市场新增违约主体2家⁴, 涉及到到期违约债券5期, 到期违约债券规模28.90亿元, 违约家数、期数和规模较上年同期 (6家、7期和57.70亿元) 均有所减少。重复违约主体2家, 涉及到到期违约债券4期, 到期违约规模约4.40亿元, 违约主体家数和规模较上年同期 (3家和36.96亿元) 均

有所减少, 违约债券期数与上年同期持平 (见表1)。

二、信用等级调整⁵情况

2025年2—3月, 债券市场有8家发行人主体级别发生上调, 6家发行人主体级别发生下调; 无发行人主体展望发生调整。

截至3月31日, 2025年我国债券市场有10家发行人主体级别发生上调, 较上年同期 (5家) 有所增加; 有7家发行人主体级别发生下调, 较上年同期 (9家) 有所减少。有1家发行人主体展望发生下调, 较上年同期 (0家) 有所增加; 无发行人主体展望发生上调 (见表2)。

表1 2022年—2025年3月我国债券市场违约情况 (单位: 家、期、亿元)

	2022年			2023年			2024年			2025年1—3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	43	223.47	5	17	183.35	14	28	208.38	2	5	28.90
重复违约	9	27	173.13	10	20	50.38	13	40	219.49	2	4	4.40

注: 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源: 联合资信整理

表2 2022年—2025年3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			
	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
调升数量 (家)	25	86	69	10	6	7	2	0
调降数量 (家)	86	37	65	7	25	26	11	1

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 2023 年 (含) 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 数据统计有追溯调整。
⁵ 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。

违约案例

广汇汽车服务有限责任公司

一、主体概况

广汇汽车服务有限责任公司（以下简称“广汇汽车”或“公司”）是广西省汽车零售行业企业，主营业务包括整车销售、维修服务、佣金代理和汽车租赁等。公司成立于2006年6月，2024年末实收资本为155.41亿元。公司直接控股股东为广汇汽车服务集团股份有限公司（以下简称“广汇集团”），间接控股股东为新疆广汇实业投资（集团）有限责任公司（以下简称“新疆广汇”），实际控制人为自然人孙广信。

受宏观经济下行、汽车行业周期性调整影响，近年来，公司盈利能力持续下滑，短期偿债压力有所加大，公司所发债券“H21汽车1”于2024年12月17日发生展期。2025年2月7日，公司未能按时兑付“24广汇汽车PPN001”的回售款和利息，构成实质性违约。2025年2月21日，公司未能按时兑付“H21汽车1”和“H23汽车1”的本息，再次发生实质性违约。其中，“H21汽车1”已于2024年12月17日进行过展期。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	违约原因
H21汽车1	2021-12-17	2024-12-17	2025-02-21	5.05	-	--/AA/稳定	公司债	本息违约
H23汽车1	2023-03-31	2025-03-31	2025-02-21	5.34	--	--/AA/稳定	公司债	本息违约
24广汇汽车PPN001	2024-02-07	2026-02-07	2025-02-07	10.78	--	--	定向工具	本息违约

注：1.违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元 2.债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别
资料来源：联合资信整理

二、违约事件概述

表2 违约事件发展

日期	事件
2021-04-30	2020年年报发布，公司营业总收入同比下降8.42%，净利润(归母)同比减少30.65%
2021-12-31	公司主要高管（监事）离职
2022-04-29	2021年年报发布，公司营业总收入同比下降2.36%，净利润(归母)同比减少34.34%
2022-06-15	公司主要高管（执行董事、法人）离职
2023-04-28	2022年年报发布，公司营业总收入同比下降15.61%，净利润(归母)同比减少275.25%；2022年当期亏损，合并净利润为-23.66亿元
2024-04-26	2023年年报发布，年报显示公司刚性债务规模较大，一方面将导致公司财务成本增加，另一方面将加大发行人的债务偿还压力，可能对发行人生产运营形成不利影响。

2024-06-25	公司主体长期信用等级由AA+下调为AA，评级展望为负面
2024-08-01	公司主体长期信用等级由AA下调为AA-，评级展望为负面
2024-08-21	由于连续20个交易日股票收盘价均低于1元，上海证券交易所对公司股东广汇集团出具自律监管决定书，终止广汇汽车股票及可转换公司债券上市
2024-08-30	2024年中报发布，公司营业总收入同比下降19.63%，净利润(归母)同比减少159.57%，合并净利润为-3.39亿元
2024-09-25	公司主体长期信用等级由AA-下调至A，评级展望为负面
2024-12-17	“H21汽车1”宣布展期，债券的兑付日调整为2025年6月17日
2024-12-24	公司控股股东广汇集团与中信金融资产合作的9.82亿元项目按原协议约定需于2024年11月30日归还本金2.94亿元，基于广汇集团资金现状，广汇集团向中信金融资产提出了调整还款计划及降低项目利率的诉求，经过双方协商目前已达成和解方案，但需进入强制执行司法程序后再行推进。
2024-12-25	公司控股股东广汇集团与新疆金正科技产业发展有限公司就广汇汽车控股权转让未达成一致意见
2025-01-13	公司控股股东广汇集团被佛山市顺德区人民法院冻结其持有的公司155.4066亿元的股权，冻结期限1095天
2025-02-07	因流动资金紧张，公司未按时兑付“24广汇汽车PPN001”回售款和利息
2025-02-21	因担保方近期流动性紧张，无法承担代偿义务，“H21汽车1”“H23汽车1”未按时兑付本息，发生实质性违约

注：1.表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况 2.2024年12月23日，21汽车G1变更为H21汽车1；2025年2月13日，23汽车G1变更为H23汽车1
资料来源：联合资信整理

三、违约原因分析

汽车经销行业面临较大经营压力，公司转型受阻，经营状况恶化

近年来，传统燃油车市场疲软，新能源汽车的崛起对传统燃油车市场造成了巨大冲击。广汇汽车作为汽车经销商，其业务高度依赖传统燃油车的销售，新能源汽车的销售占比不高。“双碳”目标下，汽车行业加速绿色转型，传统燃油车销量下降导致公司整体盈利能力下滑，现金流受到冲击。2018—2022年，公司营业总收入连续多年下滑，2022年合并净利润大幅亏损23.66亿元；2023年，公司经营继续承压，销售净利率仅为0.39%；2024年上半年公司合并净利润继续亏损3.39亿元，经营状况持续恶化。

公司主要依靠短期借款维持日常运营，短期偿债压力大

公司对上游车企议价能力较弱，且需要支付大额预付款并维持较高库存。大额预付款和库存严重占压了公司流动资金，而汽车销售回款周期较长，使得公司只能通过银行借款等债务维持日常运营需求。从债务结构看，公司短期债务在总债务中的占比过高，近五年平均值高达80%，并且呈不断攀升态势，截至2023年末，公

司短债占比已接近90%。截至2024年6月末，公司的现金短期债务比已降至0.14倍，远低于1的安全水平，其流动资金已难以覆盖短期债务，偿债能力严重不足。

公司及其控股股东负面舆情频发，外部支持减弱

公司所发债券“24广汇汽车PPN001”“H21汽车1”和“H23汽车1”均由公司控股股东广汇集团提供担保。2022年，广汇集团首次出现亏损，截至年末，广汇集团归母净利润为-26.69亿元，对公司的担保能力减弱。公司及广汇集团还涉及多起重大诉讼和仲裁案件，对公司经营状况和整体偿债能力产生了不利影响，再融资难度加大。2024年8月，广汇集团从A股退市，对整个集团的资金链和信用体系造成了严重打击，进一步削弱了公司的偿债能力。■





表3 主要财务指标

财务指标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年6月
资产总额 (亿元)	1159.60	1233.94	1186.76	1068.13	977.57	868.89
所有者权益 (亿元)	361.34	377.44	382.52	356.70	355.44	351.92
长期债务 (亿元)	93.36	136.76	79.57	65.86	41.27	39.48
全部债务 (亿元)	417.08	462.82	451.74	427.87	394.23	324.47
营业总收入 (亿元)	1333.05	1221.10	1192.22	1006.10	1043.64	405.79
利润总额 (亿元)	38.76	24.09	19.00	-21.95	5.93	-2.74
EBITDA (亿元)	73.98	60.72	55.26	13.93	38.80	--
经营性净现金流 (亿元)	73.19	21.82	1.86	-38.97	27.72	4.87
营业利润率 (%)	9.50	7.98	8.22	6.40	7.47	6.93
净资产收益率 (%)	8.52	5.62	3.72	-6.63	1.15	--
资产负债率 (%)	68.84	69.41	67.77	66.61	63.64	59.50
全部债务资本化比率 (%)	53.58	55.08	54.15	54.54	52.59	47.97
流动比率 (%)	100.46	104.29	100.11	101.29	100.61	101.62
全部债务/EBITDA (倍)	5.64	7.62	8.17	30.72	10.16	--
EBITDA利息倍数 (倍)	3.30	2.51	2.30	0.64	1.98	--
经营现金流动负债比 (%)	10.96	3.18	0.28	-6.46	5.08	--

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》

2025年2月7日，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》。《意见》提出，加大多层次债券市场对科技创新的支持力度，完善资本市场绿色金融标准体系。鼓励评级机构将环境信息指标纳入债券发行评级方法。进一步提升绿色债券申报受理及审核注册便利度。积极发展乡村振兴公司债券，进一步提升审核注册便利度，支持企业发行债券用于现代乡村产业、农村产业融合发展等领域。支持符合条件的健康、养老等银发经济企业股债融资。推动更多数字经济、平台企业股债发行“绿灯”项目落地。

《意见》的发布有助于进一步提升五大领域债券融资的效率，推动相关公司信用类债券的发行。

(摘自证监会, 2025年2月7日)

交易商协会发布《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》

2025年2月18日，交易商协会发布

《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》。《通知》明确了绿色熊猫债以下三方面机制：一是引入框架发行这一国际绿债市场惯例，外国政府、国际开发机构和优质境外主体可使用其绿色债券框架发行绿色熊猫债。二是对于两类机构，在绿色项目认定依据、募集资金管理方式、存续期信息披露等方面，允许其采取与国际市场惯例相一致的安排。三是对于境外非金企业，根据《中国绿色债券原则》，增加使用中欧《可持续金融共同分类目录报告-减缓气候变化》和欧盟《可持续金融分类方案-气候授权法案》作为绿色项目认定依据。《通知》的发布有助于切实解决境外发行人在绿色熊猫债发行过程中遇到的操作性问题，吸引更多优质境外机构发行绿色熊猫债。

(摘自交易商协会, 2025年2月18日)

交易商协会发布《关于加强银行间债券市场反洗钱自律管理的通知》

2025年2月27日，交易商协会发

布《关于加强银行间债券市场反洗钱自律管理的通知》，《通知》提出交易商协会将在反洗钱行政主管部门的指导下，加强对银行间债券市场的反洗钱自律管理，包括但不限于：一是参与反洗钱行政主管部门银行间债券市场反洗钱制度制定。二是结合银行间债券市场业务属性和风险特征，适时出台相关反洗钱自律工作指引。三是根据银行间债券市场特征，有针对性地开展反洗钱培训及会员交流，提升市场成员反洗钱认识水平和风险意识。四是对市场成员在银行间债券市场展业过程中的反洗钱义务履行情况进行自律管理，及时提示风险。五是自律管理中发现涉嫌违反反洗钱法律法规及自律管理规定的，及时向反洗钱行政主管部门移交报告，对相关案件开展“一案双查”。《通知》的发布有助于进一步加强市场成员反洗钱内控制度建设、督促市场成员在相关业务活动中有效履行反洗钱义务，提升银行间债券市场反洗钱工作质效。(摘自交易商协会, 2025年2月27日)



交易商协会发布《银行间债券市场进一步支持民营企业高质量发展行动方案》

2025年3月14日，交易商协会发布《银行间债券市场进一步支持民营企业高质量发展行动方案》。

《方案》提出加大产品创新服务民营企业，做好金融“五篇大文章”，优化民营企业债券融资环境，提升注册发行服务质效，完善民营企业债券估值方法，提高二级市场流动性，加大民营企业债券融资支持工具服务力度，拓宽“第二支箭”覆盖面等措施。《方案》

的发布有助于进一步优化民营企业债券融资环境，为民营经济健康发展和民营企业做强做优做大提供有力支持。（摘自交易商协会，2025年3月14日）

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》

2025年3月14日，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》，《通知》明确规定了债务重组类债券置换

业务的概念、流程和要求，提出置换债券可以针对一只债券的全部份额或者部分份额、发行人的一只债券或者全部债券进行、需要对签订置换协议的持有人给予补偿、聘请受托管理人并签订受托管理协议，且应当在全称中使用“重组类置换”标识，在简称中使用“CZ”标识。《通知》的发布有助于进一步规范交易所债务重组类债券置换业务，有利于推动当前企业债务重组谈判工作，保护投资者合法权益。（摘自上交所，2025年3月14日）

市场动向 Market Trends

全国首单扩募型绿色定向资产支持票据成功发行

2025年2月,由恒丰银行独立主承销的“中国康富国际租赁股份有限公司2024年度第一期扩募型绿色定向资产支持票据(类REITs)”成功发行。这是全国首单扩募型类REITs,也是市场首单由银行作为独立主承销商发行的类REITs。本产品注册规模100亿元,底层资产为标的公司持有并运营的新能源发电项目,首期发行规模为3.39亿元,现金流来源于本期对应的风电项目发电收益。本产品的成功发行,进一步丰富了银行间市场类REITs产品体系,给予了发行人更丰富、更便利、更高效的存量资产盘活方式,为助力企业优化基础设施运营管理,提高资产价值创造能力,促进“轻资产、重管理”的业务模式转型添加了新动能。(摘自中国财经, 2025年2月5日)

全国首单“两新”ABCP成功发行

2025年3月,紫金信托作为发行载

体管理机构成功发行“徐工集团商业保理(徐州)有限公司2025年度10号第一期两新定向资产支持商业票据(ABCP)”,发行规模达6.01亿元。该项目是中国银行间市场交易商协会推出“两新”债务融资工具以来全国首单“两新”ABCP。“两新”债务融资工具依托交易商协会现有产品,推动募集资金投向于国务院发布的《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》所涉及领域,采用“产品不贴标,用途针对性强”的方式,市场化引导资金精准聚焦“两新”领域,为金融支持“两新”工作探索新路径。(摘自紫金信托, 2025年3月7日)

全国首单IDC持有型不动产ABS产品成功发行

2025年3月4日,万数(上海)投资有限公司作为原始权益人开放退出支持机构和资产服务机构的“中信证券—万国数据2025年第1期数据中心持有型不动产资产支持专项计划(可持续挂钩)”成功定价

发行。该债券是国内首单民营主体持有型不动产ABS,首单IDC资产的持有型不动产ABS产品,也是首单涉及VIE架构的持有型不动产ABS产品。在交易型开放退出安排、分期募集机制及VIE架构的现金流转付模式等条款上设置了更符合民营企业主体的申报和销售结构。此次债券的成功发行,为数据中心企业盘活存量资产、拓宽融资渠道提供了创新模式,有助于推动数据中心行业的规模化和专业化发展,同时促进了金融市场与实体经济的深度融合。(摘自新浪财经, 2025年3月9日)





1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2025年2月至2025年3月，央行实施适度宽松的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计95336.00亿元，逆回购到期108631.00亿元，实现净回笼13295亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作7500.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）8870.00亿元，实现净回笼1370.00亿元。在此背景下，2025年3月，1年期短融、3年期公司债、5年期中票的平均发行利率（2.42%、2.31%、2.64%）均较2025年2月（2.33%、2.30%、2.49%）有所上升。

表1 2025年2月—2025年3月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票	
	2025年2月	2025年3月	2025年2月	2025年3月	2025年2月	2025年3月
AAA	2.19	2.33	2.06	2.26	2.25	2.39
AA+	2.38	2.44	3.16	2.48	2.82	2.83
AA	2.37	2.53	--	--	2.78	3.11
平均发行利率	2.33	2.42	2.30	2.31	2.49	2.64

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

2025年2月至2025年3月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈波动上升态势。2025年3月，AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（2.33%、2.44%和2.53%）均较2025年2月（2.19%、2.38%和2.37%）有所上升。

2025年2月至2025年3月，交易所国债3年期到期收益率呈波动上升态势。2025年3月，3年期AAA级公司债的平均发行利率（2.26%）较2025年2月（2.06%）有所上升，AA+级公司债的平均发行利率（2.48%）较2025年2月（3.16%）有所下降。

2025年2月至2025年3月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈波动上升态势。2025年3月，5年期AAA级、AA+级和AA级中期票据平均发行利率（2.39%、2.83%和3.11%）均较2025年2月（2.25%、2.82%和2.78%）有所上升。



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

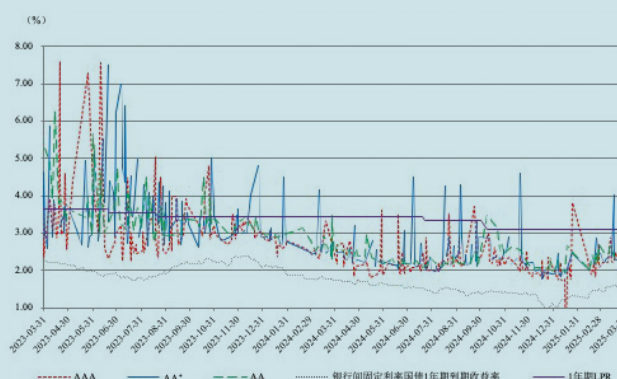


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

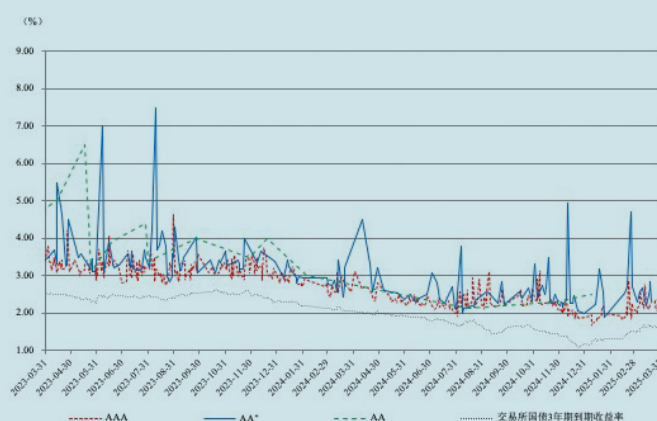
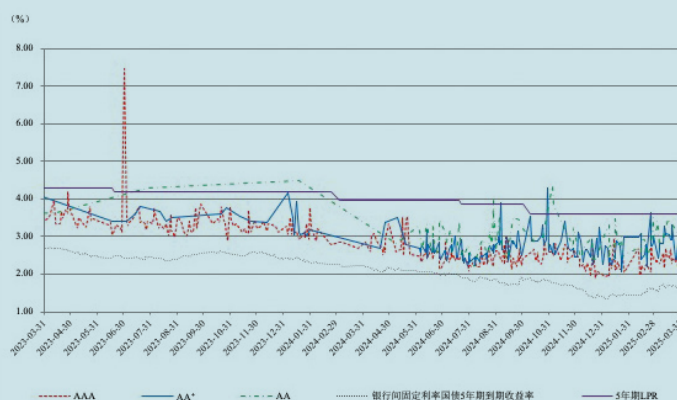


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2022年—2025年3月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	3.1	5.4	5.0	--	5.4
规模以上工业增加值	3.6	4.6	5.8	--	6.5
固定资产投资总额 (不含农户)	5.1	3.0	3.2	51.4	4.2
社会消费品零售总额	-0.2	7.2	3.5	12.5	4.6
出口总额	9.0	0.6	7.1	6.1	6.9
进口总额	3.9	-0.3	2.3	4.2	-6.0
CPI	2.0	0.2	0.2	--	-0.1
PPI	4.1	-3.0	-2.2	--	-2.3
社会融资规模存量	9.6	9.5	8.0	422.7	8.4
M2余额	11.8	9.7	7.3	313.5	7.0
人民币贷款余额	11.1	10.6	7.6	265.4	7.4

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

2022年—2025年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月	2025年1—3月 同比 (%)	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月	2025年1—3月 同比 (%)
政府债	2330	2363	2224	482	51.10	172648.49	204804.08	221731.49	61684.80	53.22
国债	183	189	194	41	5.13	99082.70	111550.40	123970.61	35076.00	38.47
地方政府债	2147	2174	2030	441	57.50	73565.79	93253.68	97760.88	26608.80	78.26
央行票据	12	12	13	1	-66.67	600.00	600.00	1068.40	550.00	266.67
同业存单	25805	26903	26507	5562	-18.51	204969.90	257134.40	314208.20	82955.90	13.19
金融债	1763	1915	1862	416	-6.31	95625.86	93360.38	99033.67	26255.88	14.18
政策银行债	867	770	756	202	-16.53	59620.60	52259.20	53696.70	18116.50	21.30
商业银行债	159	183	154	21	-22.22	12062.17	13195.00	10261.00	2970.00	24.63
商业银行次级债券	139	124	155	9	-10.00	11941.55	11157.90	18962.90	1738.60	-33.89
保险公司债	11	23	17	11	--	224.50	1121.70	1175.00	496.00	--
证券公司债	347	501	410	110	2.80	7109.74	10466.63	8375.67	1940.78	-5.19
证券公司短期融资券	223	285	275	53	35.90	3988.30	4529.70	4761.40	810.00	36.82
其它金融机构债	17	29	95	10	-47.37	679.00	630.25	1801.00	184.00	-55.01
企业债	487	269	79	14	-51.72	3703.30	2007.80	600.07	60.77	-73.88
公司债	3659	4863	4826	1220	9.42	31061.21	38537.59	39501.96	8817.07	-4.88
一般公司债	1401	3516	1611	344	9.55	14843.09	24046.23	17324.68	3268.97	-8.69
私募债	2258	1347	3215	876	9.36	16218.12	14491.36	22177.28	5548.10	-2.49
中期票据	2659	3189	4872	1301	6.03	28059.30	29643.97	48647.78	12833.11	11.87
短期融资券	4995	5224	4335	974	-27.42	49824.48	48473.95	41491.33	8862.08	-29.27
一般短期融资券	558	704	658	185	-3.14	5150.30	5300.70	6281.24	1198.50	-6.42
超短期融资债券	4437	4520	3677	789	-31.45	44674.18	43173.25	35210.09	7663.58	-31.87
定向工具	1102	1225	1237	323	-10.03	6784.21	7522.02	6840.46	1652.11	-16.74
国际机构债	5	9	12	2	0.00	165.00	210.00	465.00	143.00	58.89
政府支持机构债	25	21	2	6	--	2760.00	1930.00	100.00	400.00	--
资产支持证券	4496	4785	5702	1307	44.42	20115.54	18773.77	20416.91	3975.31	30.61
交易商协会ABN	379	629	1495	342	106.02	3556.84	3220.08	5242.94	1010.10	59.13
金融监管局ABS	831	3667	427	63	-12.50	4677.99	12058.00	2703.79	228.30	-39.85
证监会主管ABS	3286	489	3780	902	35.23	11880.71	3495.69	12470.19	2736.90	34.86
可转债	149	141	42	8	-11.11	2200.93	1411.60	387.57	136.80	59.57
可交换债	36	29	14	1	-75.00	422.94	334.06	319.40	20.00	-64.91
合计	47523	50948	51727	11617	-7.68	618941.16	704743.62	794812.24	208346.83	18.74

注: 本表统计口径为Wind中截至2025年5月1日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2024年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

联合资信课题获2024年“NAFMII研究计划”优秀奖

优秀奖			
研究题目	研究单位	课题主持人	课题组成员
合格外部评级机构制度对中国评级机构国际话语权的影响	联合资信	万华伟 总裁	陈茵 陈诣辉 李为峰 董欣焱 王祎凡

2025年4月7日，中国银行间市场交易商协会公布了2024年“NAFMII 研究计划”获奖名单。经综合评审，本次共评选出20项获奖课题，其中由联合资信申报的《合格外部评级机构制度对中国评级机构国际话语权的影响》荣获优秀奖。

《合格外部评级机构制度对中国评级机构国际话语权的影响》一文，通过对美国、欧盟、中国香港、新加坡等国际金融市场合格外部评级机构制度的系统梳理，深入分析了合格外部评级机构制度对中国评级机构国际话语权的重大影响，建议中国内地监管部门尽快建立合格外部评级机构名单制，并以此为基础推动双边、多边机制下信用评级互认，以此落实党中央、国务院对构建“具有国际竞争力”“具有国际话语权”的信用评级机构的“两个具有”要求，支持中资评级机构提高公信力、开拓国际评级业务、培育国际话语权。

中国银行间市场交易商协会组织开展的2024年

“NAFMII 研究计划”共计94项课题，参与机构覆盖银行间市场各类型参与者，以及高等院校、智库等多种研究机构。各方紧扣债券市场高质量发展主线，围绕利率定价体系、债券市场服务金融“五篇大文章”、化债背景下城投转型、中介机构法律责任等前沿及重点领域开展深入研究，成果兼具理论价值和实践意义，为市场制度优化、风险防范和服务实体经济质效提供了重要参考。

近年来，联合资信高度重视金融行业与债券市场动态，从理论研究及实际需求出发，致力于为投资者提供专业、优质的服务，研究报告覆盖国内外宏观经济、行业和区域风险、债券市场发展、评级行业监管与发展、评级表现、评级方法技术和新评级产品研究等领域，呈现出系统化、专业化、时效性强的特点，数十篇研究成果在专业期刊发表并获奖，研究观点得到众多媒体的转载。未来，联合资信将继续加强研究力度，提供更具影响力的创新研究成果与产品，为推动金融行业的高质量发展贡献联合力量。



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