



LIANHE  
IDENTIFICATION  
EVALUATION

IMPACT PLAN

# 2025 年收费收益权资产证券化 存续期研究--发行规模增长，兑 付情况良好，资产表现存在差异

联合资信 结构评级三部 | 陈开帆

经济形势的发展变化以及新政策引导对收费收益权资产证券化产品的发行种类和发行规模产生显著影响。本文对 2025 年 1—7 月收费收益权资产证券化产品的发行及存续情况进行了统计分析，对收费收益权资产证券化产品的发行进行了阶段总结和展望。



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



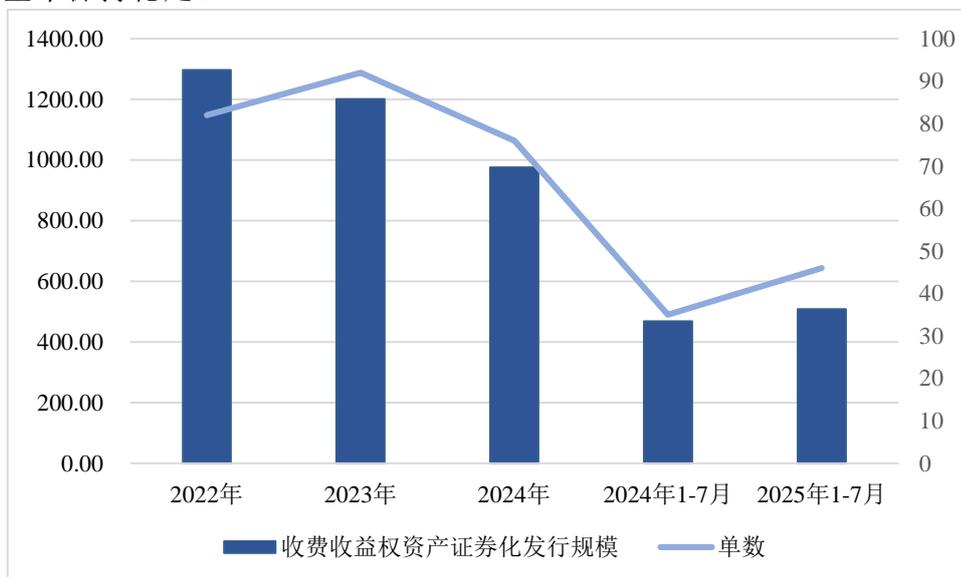
## 一、2025年1-7月市场发行情况

2025年1-7月，收费收益权资产证券化产品发行实现同比增长。产品类型以交易所ABS和银行间ABCP为主，发行场所集中于上海证券交易所与银行间债券市场，基础资产以补贴款收入、保障房等为核心，信用等级高度集中于高评级。受益于适度宽松的货币政策，产品发行利率存在下行空间。截至2025年7月底，市场存续的收费收益权资产证券化产品规模与2024年底基本持平，以基础设施收费收益权和棚改/保障房相关产品为主要构成。

### （一）发行单数和规模同比增长

2025年1-7月，受地方平台企业融资政策放松及产业类国企加速组建影响，各地方企业融资需求进一步释放。2025年1-7月，资产证券化市场总发行单数为1275单，总发行规模为11753.76亿元，分别同比增长27.25%和22.53%。

2025年1-7月，收费收益权资产证券化产品共发行46单，总发行规模达508.85亿元，分别较上年同期增长31.43%和8.53%。2025年1-7月，收费收益权资产证券化产品的发行单数占资产证券化市场总发行单数的3.61%，同比小幅增长0.11个百分点；发行规模占资产证券化市场总发行规模的4.33%，同比小幅下降0.56个百分点，整体基本保持稳定。



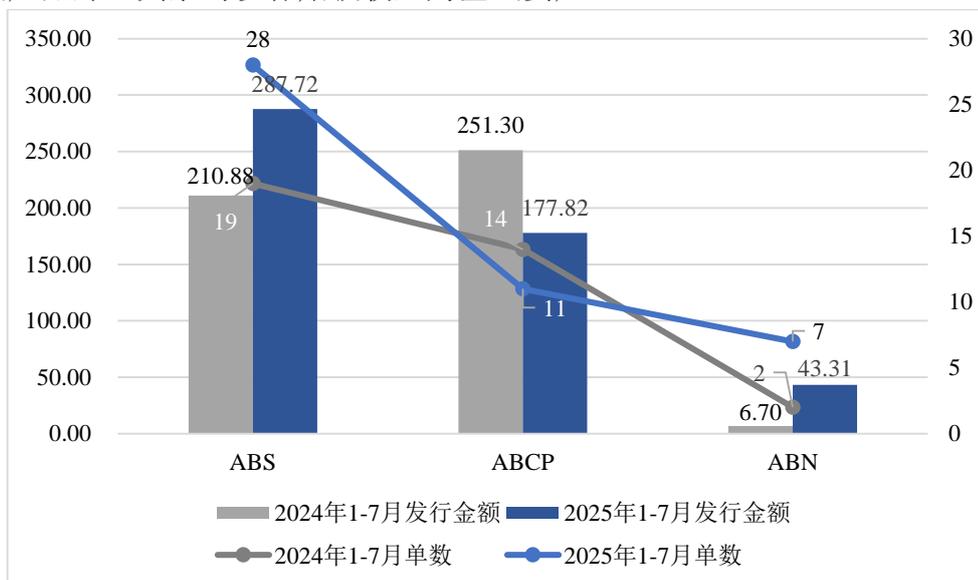
资料来源:联合资信根据 Wind 及联合资信内部数据库整理

图表1 历史收费收益权资产证券化产品发行规模和发行单数情况(单位:亿元、单)

### （二）产品类型以ABS和ABCP为主，发行场所以上海证券交易所和银行间债

## 券市场为主

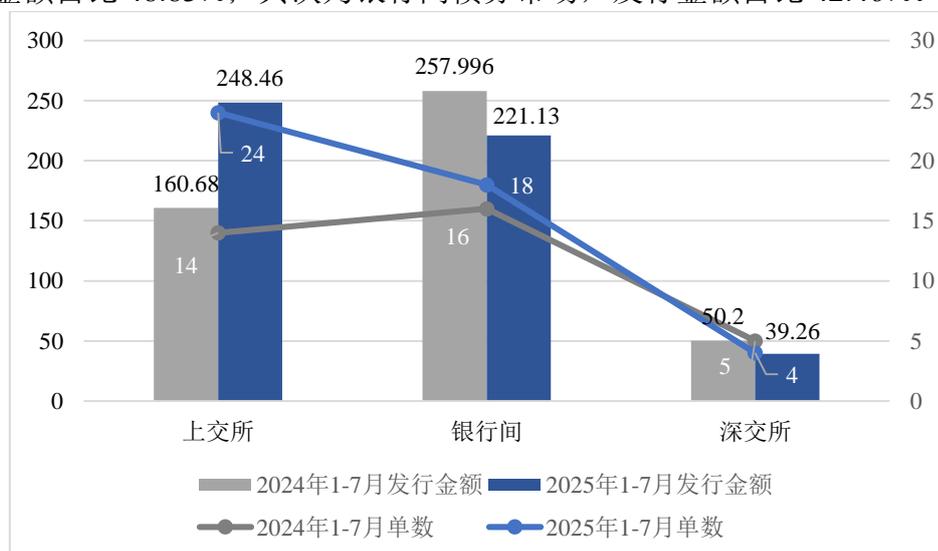
2025年1—7月发行的收费收益权资产证券化产品以交易所ABS和银行间ABCP为主，其中收费收益权ABS产品发行28单，涉及金额287.72亿元，占收费收益权资产证券化产品总发行金额的56.64%；收费收益权ABCP产品发行11单，涉及金额177.82亿元，占收费收益权资产证券化产品总发行金额的34.95%。收费收益权ABCP产品存续期限较短（存续期限3至6个月不等），滚动发行；除了1单产品为供电收费收益权产品外，其余均以补贴款收入为基础资产。



资料来源:联合资信根据 Wind 及联合资信内部数据库整理

图2 2025年1—7月收费收益权资产证券化产品类型（单位：亿元、单）

2025年1—7月发行的收费收益权资产证券化产品发行场所以上海证券交易所为主，发行金额占比48.83%；其次为银行间债券市场，发行金额占比42.46%。

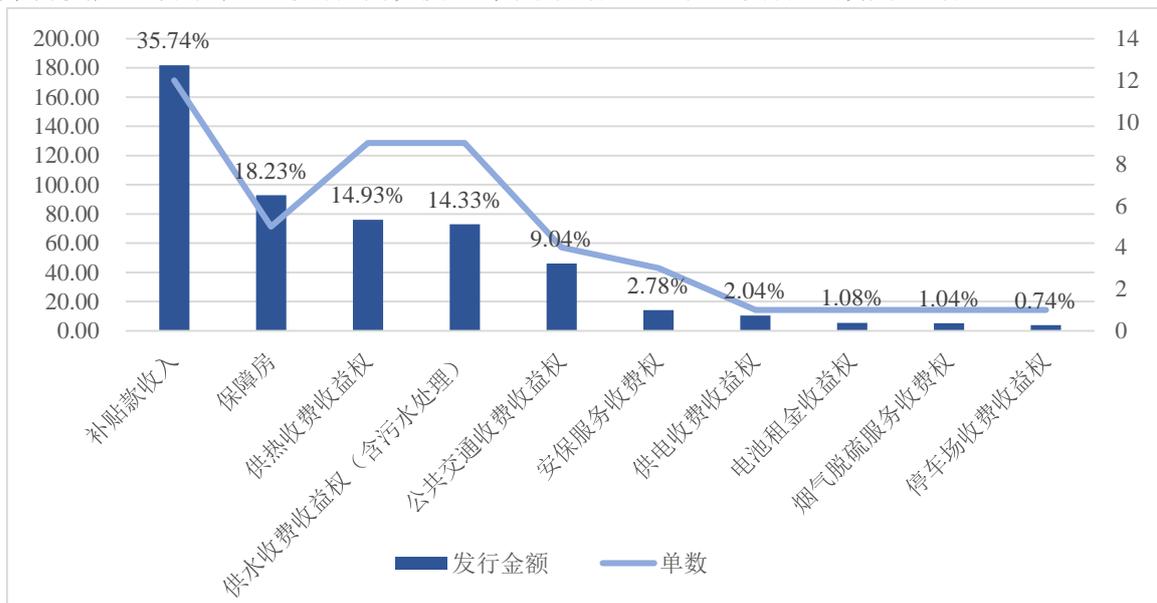


资料来源:联合资信根据 Wind 及联合资信内部数据库整理

**图表 3 2025 年 1—7 月收费收益权资产证券化产品发行场所情况（单位：亿元、单）**

### （三）基础资产以能源国央企补贴款收入占比最大，保障房资产证券化产品发行金额同比增长

2025 年 1—7 月发行的收费收益权资产证券化产品，前五大基础资产类型为补贴款收入、保障房、供热收费收益权、供水收费收益权（含污水处理）和公共交通收费收益权，发行金额合计占比 92.28%；其中仍以补贴款收入占比最高，共涉及 12 单，发行规模合计为 181.86 亿元，占收费收益权资产证券化产品总发行金额的 35.74%。补贴款收费收益权产品的发行主体仍以能源国央企为代表，其中北京能源集团有限责任公司发行 5 单（均为 ABCP 产品），合计发行金额 83.54 亿元；国家电力投资集团有限公司发行 2 单（均为 ABCP 产品），合计发行金额 59.26 亿元；深圳能源集团股份有限公司发行 2 单（均为 ABCP 产品）；北京京能清洁能源电力股份有限公司、河南投资集团有限公司和光大环保（中国）有限公司各发行 1 单。2025 年 1—7 月，保障房资产证券化产品发行单数较去年同期增长 2 单，发行金额同比增长 338.18%。



资料来源:联合资信根据 Wind 及联合资信内部数据库整理

**图表 4 2025 年 1—7 月各类别收费收益权资产证券化产品发行单数、发行金额及金额占比情况（单位：亿元、单）**

### （四）发行产品的信用等级以 AAA<sub>sf</sub> 为主

债项评级方面，2025 年 1—7 月发行的收费收益权资产证券化产品中 AAA<sub>sf</sub> 级证券的发行规模占比达 96.85%。

**图表 5 收费收益权资产证券化产品信用等级分布（单、亿元）**

| 级别                            | 单数        | 发行金额          | 发行金额占比         |
|-------------------------------|-----------|---------------|----------------|
| AA <sup>+</sup> <sub>sf</sub> | 3         | 16.05         | 3.15%          |
| AAA <sub>sf</sub>             | 43        | 492.80        | 96.85%         |
| <b>总计</b>                     | <b>46</b> | <b>508.85</b> | <b>100.00%</b> |

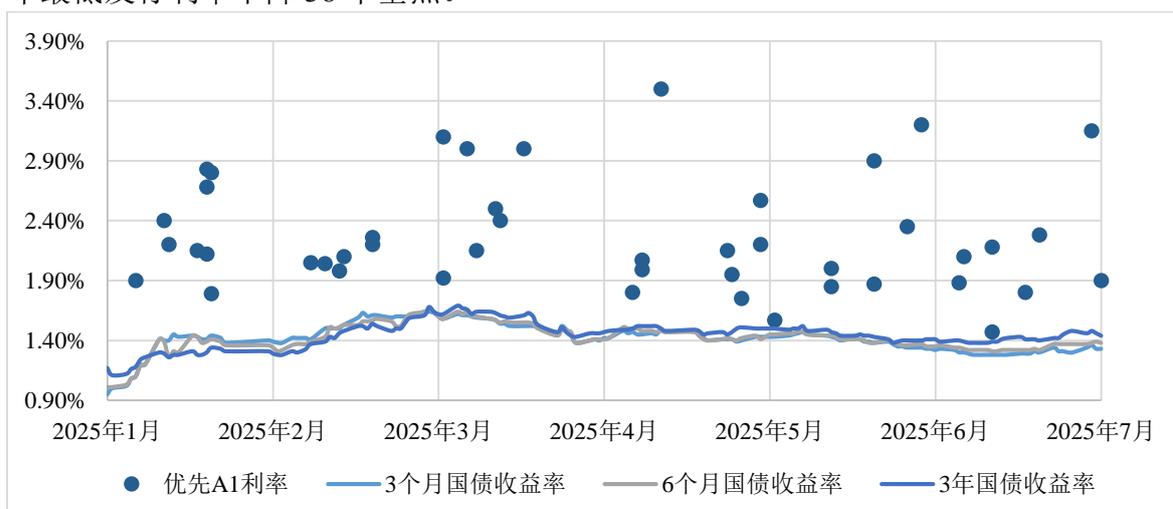
资料来源:联合资信根据 Wind 及联合资信内部数据库整理

### （五）随着适度宽松的货币政策，发行利率仍存下行空间

根据 2025 年中国人民银行工作会议及第十四届全国人民代表大会第三次会议政府工作报告，2024 年我国两次降低存款准备金率、两次下调政策利率，引导社会综合融资成本下降，新发放企业贷款利率处于历史低位；2025 年将实施更加积极有为的宏观政策和适度宽松的货币政策，扩大国内需求，推动社会综合融资成本下降。

2025 年 1—7 月，国债收益率先上后下，信用利差多数收窄；2025 年 3 月短端和长端国债利率升高后，受 4 月中美贸易摩擦和 5 月央行降准降息等货币政策影响，短端和长端国债利率震荡后小幅下跌，7 月底 3 个月国债收益率跌至 1.33%，3 年期国债收益率跌至 1.44%。2025 年 1—6 月，社会融资成本处于低位，新发放企业贷款和个人住房贷款利率同比分别下降约 45 个基点和 60 个基点。

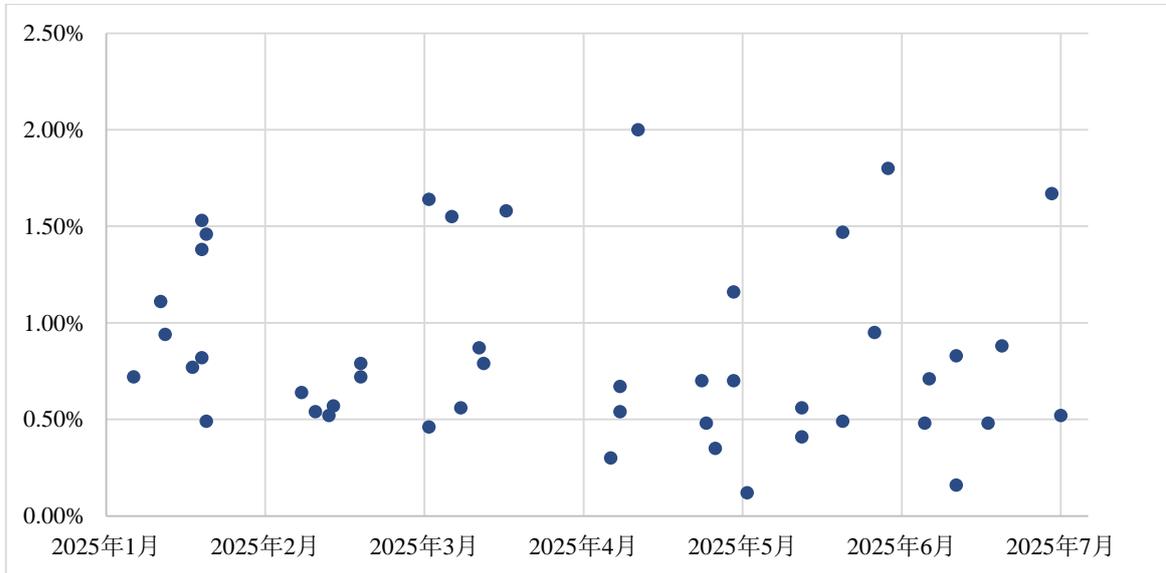
2025 年 1—7 月，收费收益权资产证券化产品中 AA<sup>+</sup><sub>sf</sub> 级别优先级资产支持证券的发行利率在 1.90%~3.00% 之间。2025 年 1—7 月，收费收益权资产证券化产品中 AAA<sub>sf</sub> 级别优先级资产支持证券发行利率主要集中在 1.50%~2.50% 之间，最高发行利率为 3.50%，较 2024 年最高发行利率下降 100 个基点；最低发行利率为 1.47%，较 2024 年最低发行利率下降 38 个基点。



注：1. 如资产支持证券/票据存在多档优先级，此处仅统计最高档发行利率；2. 因收费收益权资产证券化产品主要为 ABCP（存续期限 3~6 个月）和存续期 3 年以上的 ABS/ABN（通常 3 年设开放退出期），本报告选取 3 个月、6 个月和 3 年期国债收益率作对比  
资料来源:联合资信根据 Wind 及联合资信内部数据库整理

图表6 2025年1—7月收费收益权资产证券化产品发行利率情况

2025年1—7月发行的收费收益权资产证券化产品平均利差为0.85%，利差主要集中在0.51%~1.12%之间。

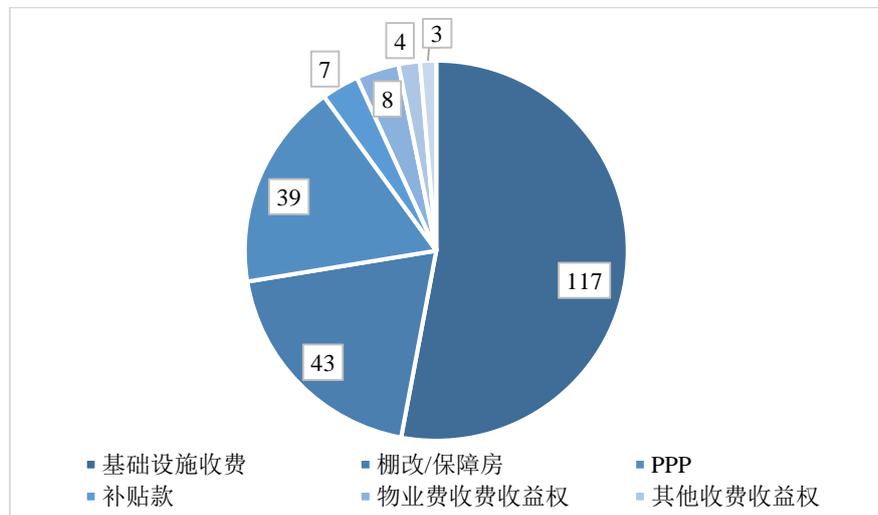


注：1. 如资产支持证券/票据存在多档优先级，此处仅统计最高档发行利率；2. 收费收益权资产证券化产品存续期限在(0.15,0.40]年的，利差按发行利率与3个月国债收益率差值计算；存续期限在(0.40,0.75]年的，利差按与6个月国债收益率差值计算；存续期限在(0.75,1.50]年的，利差按与1年期国债收益率差值计算；存续期限在(1.50,2.50]年的，利差按与2年期国债收益率差值计算；存续期限在2.50年以上的，利差按发行利率与3年期国债收益率差值计算  
资料来源:联合资信根据 Wind 及联合资信内部数据库整理

图表7 2025年1—7月收费收益权ABS发行利差分布

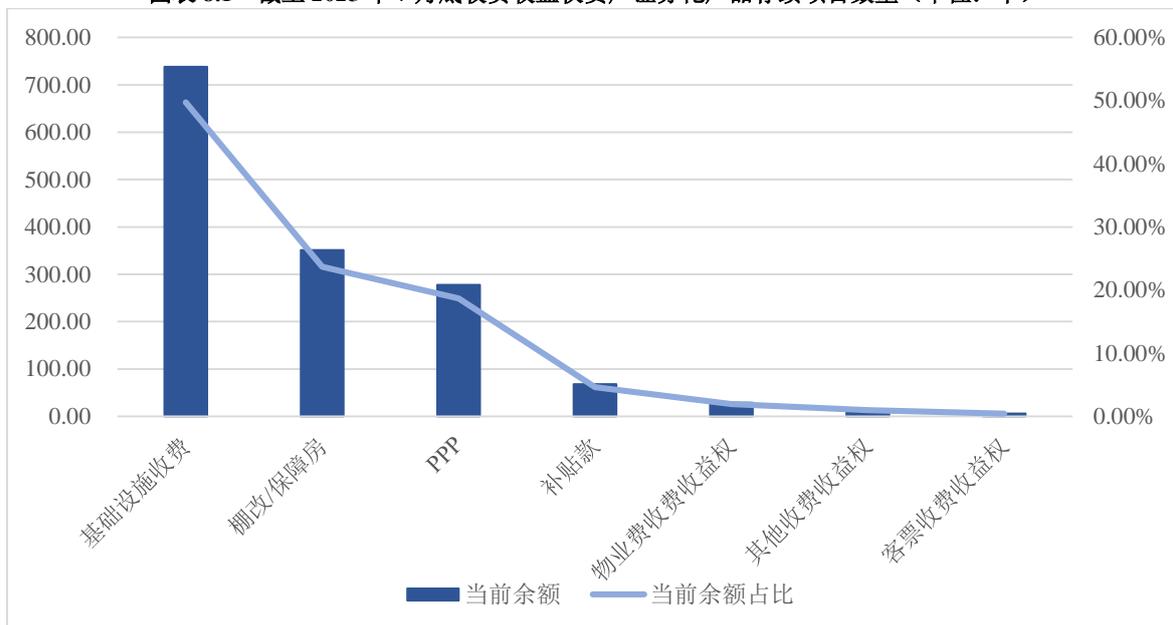
(六) 截至2025年7月底收费收益权资产证券化产品存续情况与上年底基本持平，其中以基础设施收费收益权产品为主，棚改/保障房产品次之

截至2025年7月底，市场上存续的收费收益权资产证券化产品共计221单，存续金额1484.85亿元，较2024年底基本持平。其中以基础设施收费收益权产品为主，存续金额738.26亿元，占比49.72%；其次为棚改/保障房产品，存续金额351.48亿元，占比23.67%。



资料来源:联合资信根据 Wind 披露数据整理, 未统计“未分类产品”, 下同

图表 8.1 截至 2025 年 7 月底收费收益权资产证券化产品存续项目数量 (单位: 单)



资料来源:联合资信根据 Wind 披露数据整理

图表 8.2 截至 2025 年 7 月底收费收益权资产证券化产品存续金额情况 (单位: 亿元)

## 二、收费收益权资产证券化产品存续期表现

2025 年 1—7 月, 存续期证券整体兑付情况良好, 1 只产品涉及再次展期, 1 只证券跟踪评级级别上调, 无跟踪级别下调情况。不同类型的基础资产在跟踪期内的运营表现存在差异, 样本中公共交通类基础资产运营情况普遍低于预期。

### (一) 存续期间证券展期情况

根据公开披露数据显示, 2025 年 1—7 月, 已发行的收费收益权资产证券化产品中有 1 只产品涉及再次展期, 产品类型学费收费收益权。具体情况如下表所示。

图表 9 产品情况 (单位: 万元)

| 项目                           | 产品简称     | 发行规模      | 剩余规模     | 未偿比例    | 首评级别              | 最新级别                 | 预期到期日     | 差额支付承诺人          | 重要时间点  |
|------------------------------|----------|-----------|----------|---------|-------------------|----------------------|-----------|------------------|--|
| 武汉华夏理工学院及武汉晴川学院信托受益权资产支持专项计划 | 21 学费 01 | 19000.00  | 0.00     | --      | AAA <sub>sf</sub> | AAA <sub>sf</sub>    | 2021/11/1 | 武汉当代科技产业集团股份有限公司 | 2022-04-02 第一次差额支付承诺人长期主体信用评级由 AA <sup>+</sup> 下调至 A, “21 学费 02” ~ “21 学费 04” 列观;<br>2022-11-01 第一次“21 学费 02” ~ “21 学费 04” 展期;<br>2025-03-10 最近一次“21 学费 02” ~ “21 学费 04” 展期; |
|                              | 21 学费 02 | 23000.00  | 21229.00 | 92.30%  | AAA <sub>sf</sub> | A <sub>sf</sub> , 列观 | 2022/11/1 |                  |  |
|                              | 21 学费 03 | 25000.00  | 23075.00 | 92.30%  | AAA <sub>sf</sub> | A <sub>sf</sub> , 列观 | 2023/11/1 |                  |  |
|                              | 21 学费 04 | 28000.00  | 25844.00 | 92.30%  | AAA <sub>sf</sub> | A <sub>sf</sub> , 列观 | 2024/11/1 |                  |  |
|                              | 21 学费次   | 5000.00   | 5000.00  | 100.00% | NR                | NR                   | 2024/11/1 |                  |  |
|                              | 合计       | 100000.00 | 75148.00 | --      | --                | --                   | --        |                  |  |

资料来源:联合资信根据 Wind 整理

## （二）存续期间债项评级变动情况

根据公开披露数据显示，2025年1—7月，已发行的收费收益权资产证券化产品中有1单产品优先级资产支持证券信用等级上调，为“海通英大-三亚环投供水收费收益权一期绿色资产支持专项计划”，上调原因为差额支付承诺人三亚环境农业投资集团有限公司主体长期信用等级由AA上调至AA<sup>+</sup>，“G环投1A3”~“G环投1A5”信用等级于2025年6月9日由AA<sup>+</sup><sub>sf</sub>上调至AAA<sub>sf</sub>。同期无产品涉及级别调低。

## （三）收费收益权资产证券化产品随资产类型不同在存续期内呈现差异化的资产质量表现

鉴于数据可得性，本次选取联合资信2025年跟踪评级的26单收费收益权资产证券化产品，对其跟踪期间表现展开统计分析，具体情况如下：

**能源类基础设施收费收益权产品：**供水、供气、供暖等产品因具备一定垄断属性，价格受指导部门调控，调整频率较低（如水价调整周期通常为5年，电价核价监管周期为3年），收费标准整体稳定。其中，供水类项目表现受管网改造、企业/居民迁移等因素影响存在差异，需重点关注区域用户结构变化，尤其是前几大用户的运营及用量变动；供热类项目运营受城市特性影响较大，部分项目受益于居民生活品质提升，冬季供热需求扩大，集中供热面积与用户数量增长，但也有项目因地区气温升高、热源减少等原因导致供热量及收入下降，对现金流归集和优先级资产支持证券的兑付造成一定影响。

**公共交通收费收益权产品：**城市公共交通票价实行政府定价或指导价，整体稳定，本次跟踪项目均未涉及调价。本次跟踪期间，受网约车、私家车、高铁竞争，线路规划调整，消费结构升级及经济发展等多因素影响，客流量普遍有所降低，导致基础资产收入不及预期；部分项目叠加票价减免/优惠政策，实际现金流大幅低于预测值，多次触发差额补足事件及现金流加速归集事件。对此，跟踪评级需重点核查差额补足款项是否按期足额划付、回收款加速归集是否按约定执行，并在定期跟踪后按适配频率持续关注。

**保障房产品：**需结合保障房受众群体差异，关注项目销售进度是否达标、销售价格与备案价是否一致及销售回款情况。本次跟踪期间，部分项目受地方政府拆迁计划、建设进度、拆迁户签约情况等影响，实际安置进度不及预期，销售收入与预测值存在偏差，部分归集现金流实际来源于安置机构自有资金。跟踪时需结合交易结构中的保证金账户、资金沉淀机制等安排，及安置补偿协议特殊约定，分析是否触发相关机制，并披露现金流的真实性与来源。

**PPP 产品：**底层资产多为水、电、热、公路、大桥等基础设施，以政府付费、可行性缺口补助为主，少量为使用者付费。对政府付费及可行性缺口补助类项目，财政补贴目录纳入情况、当地财政支付能力及 PPP 项目绩效考核结果，将影响基础资产的回收金额与时间。本次跟踪的 PPP 项目整体运营稳定，考核指标均合格，现金流基本符合预期，但个别项目尚未完成竣工结算，可能影响《PPP 项目合同》约定的可用性服务费金额，需持续跟踪后续回款情况。

### 三、总结及展望

2025 年 1—7 月，收费收益权资产证券化产品的发行规模较去年同期有所提升，发行规模占全市场的比例基本保持稳定，基础资产中补贴款收入仍占比最大；发行利率仍存下行空间。未来需进一步挖掘符合政策要求的资产类别，新能源、交通、养老等政策支持的项目受到市场关注，高端制造、新能源、智能科技等国家战略领域有望成为新的增长点。

#### （一）市场主要特点总结

2025 年 1—7 月发行的收费收益权资产证券化产品中，以能源国央企补贴款收入为基础资产的 ABCP 仍占比最大，保障房资产证券化产品发行规模同比有所提升，供热、供水收费收益权及公共交通收费收益权仍是重要的发行类别。此外，2025 年市场新增烟气脱硫服务收费权绿色 ABS、首单民企绿色科技创新资产支持证券（新能源汽车电池租金服务费收益权）及全国首单长三角一体化乡村振兴资产支持证券（连锁铁路收费权）。2024 年以来我国实施较为宽松的货币政策，2025 年下半年货币政策仍将延续适度宽松的基调，或存在降准降息机会，整体发债利率仍存下行空间。

#### （二）未来展望

近两年政策呈现“严控风险、定向支持、规范创新”的特点，一方面通过限制城投平台融资、调整负面清单压缩高风险领域；另一方面以绿色金融引导资金流向新能源、交通、养老等国家战略领域。由于对城投公司的融资限制，新政策指导逐渐推动企业更多地去挖掘符合政策要求的资产类别。同时，政府对绿色金融、公共交通收费、养老设施、银发经济等领域的鼓励措施，使得市场参与者在选择底层资产时，更加注重政策支持项目。未来，随着《关于金融支持新型工业化指导意见》等政策的落地，高端制造、新能源、智能科技等领域的新型收费收益权 ABS 有望成为新增长点。