



2025 年收费收益权 ABS 市场回顾 与展望—发行单数增长、规模收 缩、结构持续优化、创新多点突破

联合资信 结构评级三部 | 陈开帆 陈文君

2025 年，在地方政府化债、国有资产盘活、绿色金融发展等多重政策导向与市场需求的共同驱动下，市场呈现“发行单数增长、规模收缩、结构持续优化、创新多点突破”的特征，银行间市场为核心发行渠道，补贴款收入、棚改/保障房、民生公用事业类资产占据市场主导地位，高评级、高优先占比格局进一步巩固，特定标识与首单产品成为创新亮点。



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



一、2025年一级市场运行情况

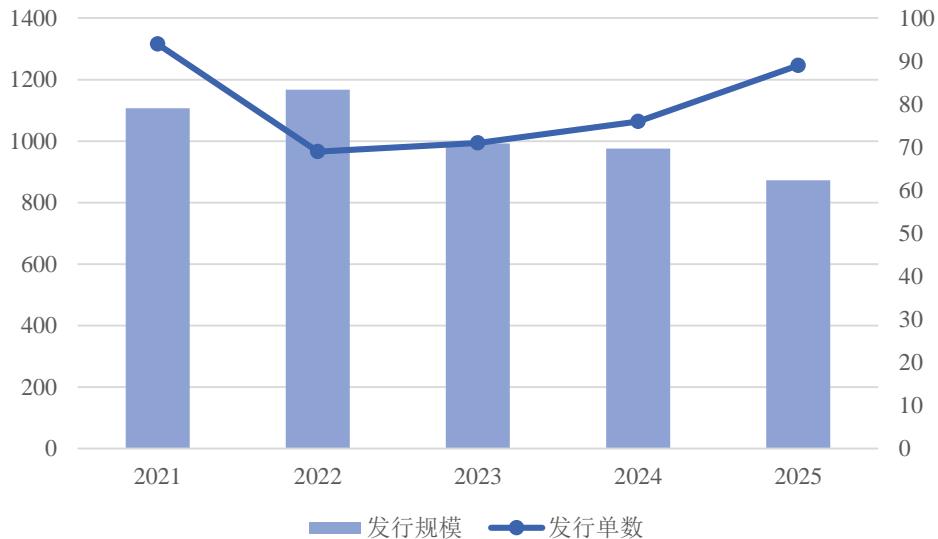
2025年，在地方政府化债、国有资产盘活、绿色金融发展等多重政策导向与市场需求的共同驱动下，收费收益权资产证券化产品市场呈现“发行单数增长、规模收缩、结构持续优化、创新多点突破”的特征，银行间市场为核心发行渠道，补贴款收入、棚改/保障房、民生公用事业类资产占据市场主导地位，高评级、高优先占比格局进一步巩固，特定标识与首单产品成为创新亮点。

（一）发行概况

1. 发行单数回升，发行规模收缩

2025年，收费收益权资产证券化产品共发行89单，发行规模872.42亿元。与2024年相比，发行规模同比下降10.62%，发行单数同比增长17.11%。这一“量增额减”的现象，核心源于双重市场逻辑的叠加：一方面，“以存量换增量”“以资产换空间”的政策导向持续深化，地方政府与国企在化债压力下，将更多区县级别、中小规模、分散化的经营性存量资产（如县域供水、社区供热）纳入证券化范围，推动项目数量显著增加；另一方面，地方政府隐性债务管控趋严、合规性审核标准提升，叠加前期优质大规模资产已历经多轮证券化，剩余可证券化的优质资产体量明显缩减，单个项目融资规模被迫收缩，而投资者对大规模项目的风险定价更趋审慎，进一步制约了单笔大额项目的集中落地。从近五年走势看，发行规模自2022年达阶段高位后，2023—2025年连续回落。

收费收益权资产证券化产品正转向“结构优化与精细化运作阶段”，市场供给从“集中大额”向“分散小额”转变，既契合地方化债的“精准盘活”需求，也反映出优质资产储备的阶段性紧张，未来市场竞争将更聚焦中小规模资产的合规挖掘与运营优化。

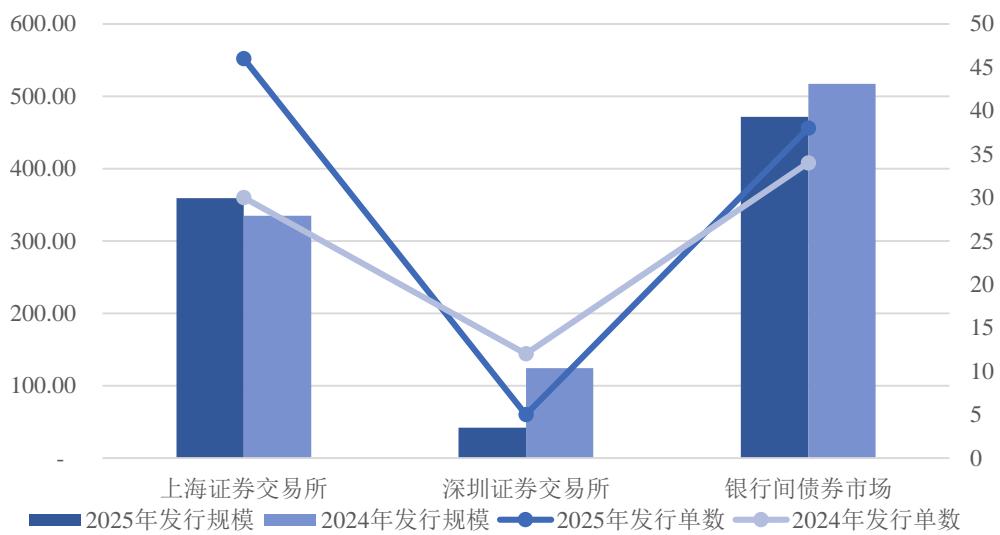


数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.1 2021—2025 年收费收益权资产证券化产品发行情况（单位：亿元、单）

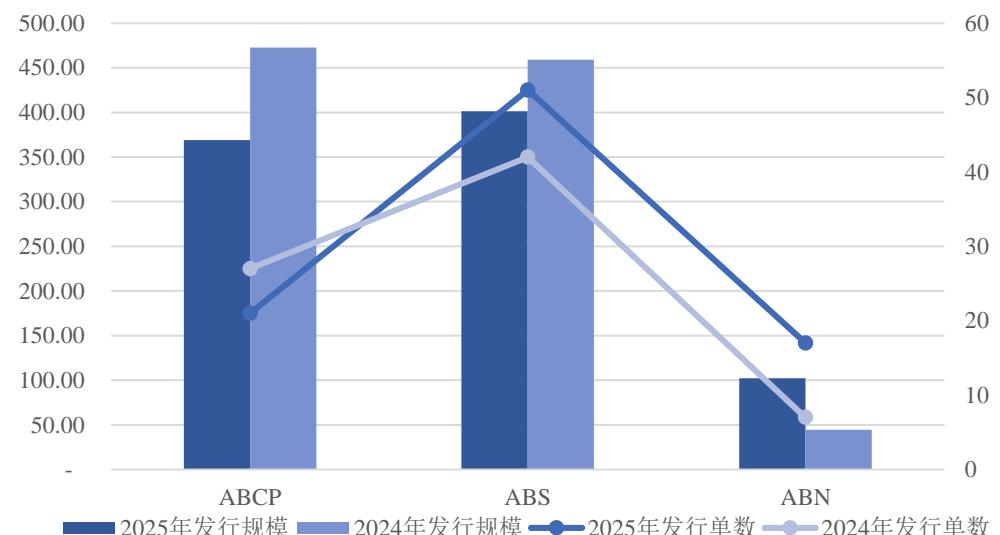
2. 银行间和上海交易所仍为主要发行渠道，ABCP 占比下降

从发行场所看，银行间市场与上海证券交易所为主要发行与流通场所，其中，银行间市场发行规模占比 54.02%，上海证券交易所为交易所市场核心阵地，深圳证券交易所发行活跃度相对较低。从产品类型看，ABS 和 ABCP 仍为市场发行主力。2025 年，交易所 ABS 发行 51 单，发行规模 401.11 亿元，发行规模占比 45.98%；ABCP 发行 21 单，发行规模 369.06 亿元，发行规模占比 42.30%；银行间 ABN 发行 17 单，发行规模 102.24 亿元，发行规模占比 11.72%。2025 年 ABCP 品种发行规模大幅下降，此现象反映出①补贴资金来源与现金流不确定性：近年来 ABCP 产品的基础资产多为可再生能源电价附加补助资金等中央财政补贴款，相关资金由中央财政预算安排并经电网企业转付。受补贴预算安排节奏、拨付进度及政策调整等因素影响，补贴款回款周期拉长、现金流及时性与可预测性下降，一定程度削弱了投资者对该类资产的偏好，导致 ABCP 发行规模与市场需求同步回落；②融资渠道替代效应：2025 年企业短期融资券、中期票据等工具利率下行，部分短期融资需求被分流，削弱了 ABCP 的成本优势。



数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.2 2024 年及 2025 年收费收益权资产证券化产品发行场所情况 (单位: 亿元、单)



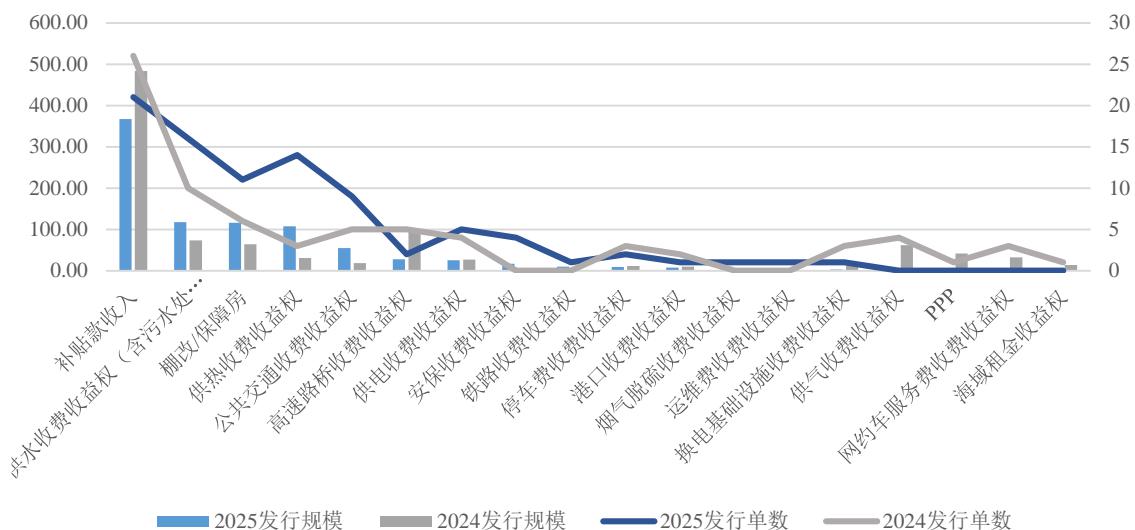
数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.3 2024 年及 2025 年收费收益权资产证券化产品发行类型统计 (单位: 亿元、单)

3. 基础资产结构多元，补贴款收入类占比居首

2025 年补贴款收入类资产发行规模 366.93 亿元，占比 42.06%，持续位居首位。补贴款收入、高速路桥、供气等基础资产类别发行规模均有所回落；民生公用事业类资产（供水、供热）、棚改/保障房类资产发行规模显著提升，这类资产与“民生保障、城市更新”的政策导向深度契合，且易叠加绿色、民生等特定标识，能够有效提升产品市场接受度。同时，民生公用事业类资产、棚改/保障房类基础资产多为“小而散”区县级别市政项目，这类项目的收费规模受区域人口、经济水平限制，其发行规模普

遍低于 ABCP、高速路桥收费收益权项目。此外，2025 年资本市场避险情绪升温，投资者对收费收益权资产证券化产品的配置偏好转向“小体量、强增信”项目，倒逼发行人增加发行量的同时缩减单期规模。



数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.4 2024 年及 2025 年各类别收费收益权资产证券化产品发行情况（单位：亿元、单）

4. 头部机构优势显著

2025 年收费收益权产品涉及 75 家原始权益人，头部机构集中度较 2024 年进一步提升。前 3 大、前 5 大、前 10 大原始权益人发行规模占比分别达 38.83%、46.04%、56.57%，京能国际能源发展（北京）有限公司、国家电力投资集团有限公司、北京京能清洁能源电力股份有限公司等央国企与优质地方国企位居前列。

头部集中度的提升，本质是监管趋严与市场选择共同作用的结果：在融资环境趋紧与监管要求提升的背景下，具备优质资产储备、规范治理结构及持续融资能力的大型央国企，更容易通过合规审核、获得投资者认可；而中小主体普遍面临资产质量不足、合规手续不完善、信用资质较弱等问题，发行门槛显著高于头部机构，同时头部机构可通过多期发行、资产整合形成规模效应，进一步拉开与中小主体的差距。

表 1.1 2025 年收费收益权 ABS 原始权益人发行规模 TOP10（单位：亿元、单）

原始权益人	发行规模	单数	发行规模占比
京能国际能源发展（北京）有限公司	196.72	11	22.55%
国家电力投资集团有限公司	107.76	4	12.35%
北京京能清洁能源电力股份有限公司	34.28	3	3.93%
前三大合计	338.76	18	38.83%
西安高科集团有限公司	32.50	1	3.73%

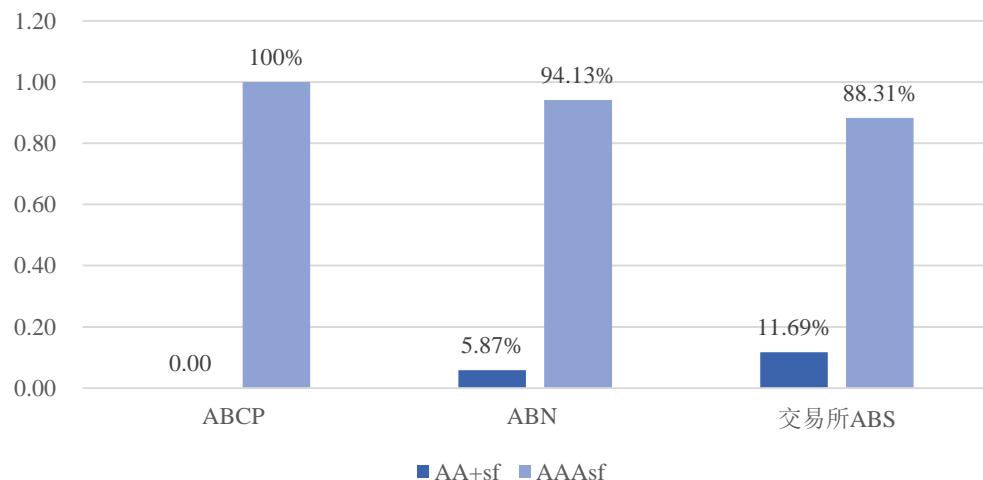
天津市滨海新区供热集团有限公司	30.39	1	3.48%
前五大合计	401.65	20	46.04%
电投融和新能源发展有限公司	20.30	2	2.33%
深圳市地铁集团有限公司	20.00	1	2.29%
江苏高速铁路有限公司	20.00	2	2.29%
北京金隅国际供应链服务有限公司	16.57	1	1.90%
威海热电集团有限公司	15.00	2	1.72%
前十大合计	493.52	28	56.57%

数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

5. AAA_{sf} 级主导市场，优先级证券规模占比整体较高

信用等级方面，收费收益权资产证券化产品准入门槛较高，AAA_{sf} 级发行规模 819.54 亿元，占比 93.94%；AA^{+sf} 级发行规模 52.88 亿元，占比 6.06%，高评级产品成为市场绝对主流；分层结构方面，优先级证券规模占比均值达 95.45%。

高评级、高优先占比的格局，核心源于市场供需两端的共同诉求。从供给端来看，基础资产多为政府付费或民生公共事业类现金流，风险水平可控，而高优先占比设计可帮助发行主体最大化融资规模、降低综合融资成本，精准匹配央国企主体盘活资产与补充流动性需求；从需求端来看，当前信用分化加剧，银行、保险等机构投资者对高信用等级资产的配置需求占据主导。



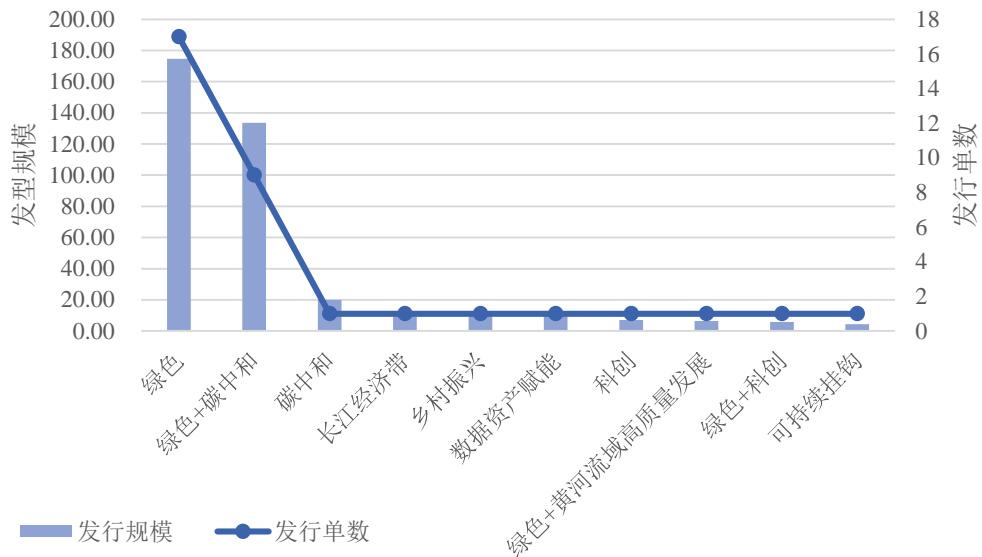
数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.5 2025 年收费收益权资产证券化产品优先级证券债项评级发行规模占比

6. 特定标识种类丰富多元

特定标识成为 ABS 发行的“政策通行证”与“市场加速器”，2025 年设有特定标识的收费收益权 ABS 共发行 34 单。“绿色”标识为单一标识主流，发行 17 单；双标

识产品中，“绿色+碳中和”、“绿色+黄河流域高质量发展”等组合标识成为亮点，乡村振兴、数据资产赋能、长江经济带等特色标识进一步丰富产品类型，助力发行主体对接政策红利。



数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.6 2025 年收费收益权资产证券化产品特定标识情况（单位：亿元、单）

9. 首单产品多点突破，创新领域利率创历史新高

公开数据显示，2025 年市场共发行 5 单“首单”收费收益权资产证券化产品，聚焦原水供水、公租房运维费、工业蒸汽等新类型基础资产，突破传统资产边界。核心亮点包括：

- (1) 全国首单公租房运维费收益权 ABS（浙商-杭安居项目），依托政府拨付机制，优先级利率 1.90%，创全国公租房 ABS 利率新低；
- (2) 全国首单原水供水收费权 ABS（平安-济南水务项目），叠加黄河流域高质量发展标签，优先级利率 2.45%，创山东省同类产品利率新低；
- (3) 中保登首单工业蒸汽收费收益权绿色 ABS（光大永明-新材料项目），获 G1 级绿色认证，适配工业节能领域资产盘活需求。

首单产品的落地，反映出市场创新动能的持续释放：在传统基础资产挖掘充分、市场竞争加剧的背景下，发行主体与中介机构需通过“首单创新”突破增长瓶颈；同时，新类型资产多契合政策导向（保障房建设、绿色低碳等），易获得监管支持，叠加政策红利可实现更低融资成本。

(二) 利率分析

1. 固定利率为主，累进利率适配差异化需求

2025年收费收益权资产证券化产品中，固定利率产品发行规模557.37亿元，占比63.89%；累进利率产品发行规模315.05亿元，占比36.11%。利率结构的多元化发展，体现出收费收益权资产证券化产品市场在满足稳健配置需求的同时，也在逐步增强对不同资产特征和投资偏好的适配能力。

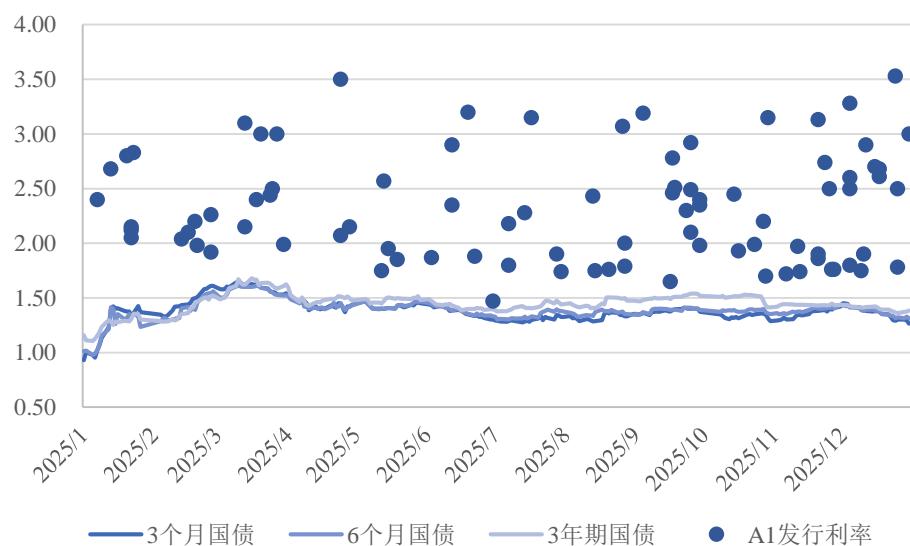
表 1.2 2025年收费收益权资产证券化产品利率类型情况（单位：单、亿元）

利率种类	数量	占比	金额	占比
固定利率	46	51.69%	557.37	63.89%
累进利率	43	48.31%	315.05	36.11%
总计	89	100.00%	872.42	100.00%

数据来源：联合资信根据wind及联合数据库整理

2. 发行利率区间稳定，利差集中窄幅区间

从期限维度看，2025年各期限产品发行利率总体处于1.47%—3.53%区间，平均发行利率约为2.33%，中位数为2.23%。国内货币政策保持稳健偏宽松取向，无风险利率中枢处于历史相对低位，带动整体融资成本下行。短期限产品（主要为ABCP）发行利率相对较低，中长期产品因期限与资产类型差异呈现一定分化。

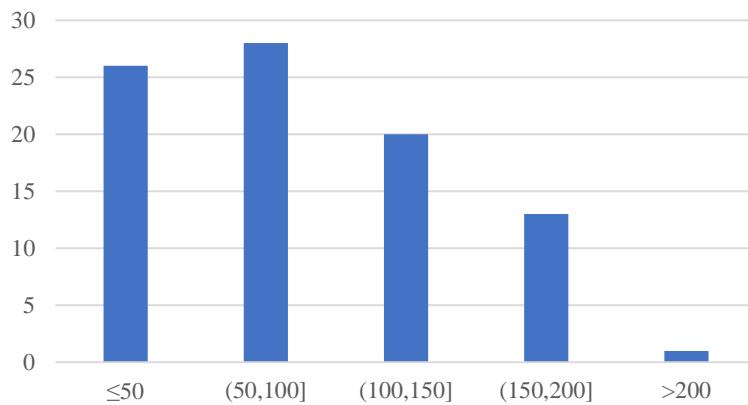


注：1.如资产支持证券/票据存在多档优先级，此处仅统计最高档发行利率；2.因收费收益权资产证券化产品主要为ABCP（存续期限3-6个月）和存续期3年以上的ABS/ABN（通常3年设开放退出期），本报告选取3个月、6个月和3年期国债收益率作对比

数据来源：联合资信根据wind及联合数据库整理

图 1.7 2025年收费收益权资产证券化产品（优先A1）发行利率情况（单位：%）

利差水平方面，2025 年收费收益权资产证券化产品发行利差均值为 89.94bp，中位数为 79.22bp，整体较 2024 年略有收窄。发行利差主要集中在 (50,100]bp 区间，小于 50bp 区间次之，体现市场对高评级产品的认可。



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(0.00, 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

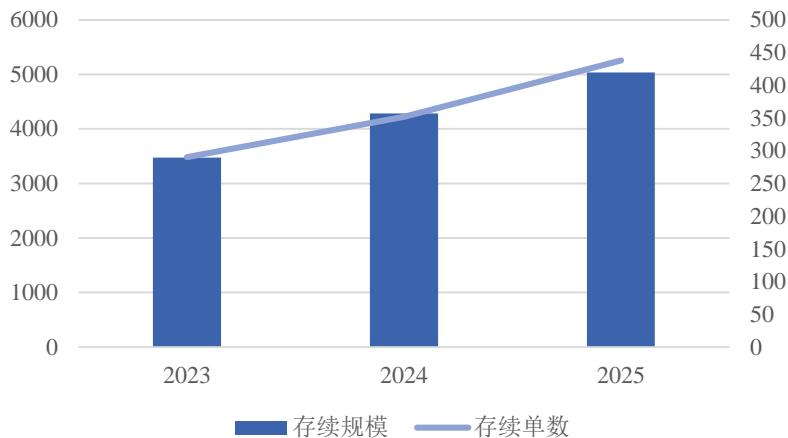
数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.8 2025 发行的收费收益权资产证券化产品发行利差分布（单位：bp，单）

（三）存续证券表现

1. 存续规模与单数双增

近三年收费收益权资产证券化产品存续规模与单数均呈持续增长趋势，截至 2025 年底，存续单数达 438 单，续发与增量发行共同推动存续市场稳步扩容。同时，收费收益权资产证券化产品已逐步成为城投及公用事业类主体中长期融资体系中的重要组成部分，在地方政府化债背景下，发行主体可通过多期、分批次证券化方式持续盘活存量资产，推动存续产品数量不断累积。



注：存续口径为截至各年底仍在存续期内的产品

数据来源：联合资信根据 wind 及联合数据库整理

图 1.9 近三年存续的收费收益权资产证券化产品情况 (亿元、单)

2. 存续期信用表现稳健

根据公开披露数据显示，截至 2025 年底，存续期的收费收益权资产证券化产品未见展期、债项评级上调或下调的记录，收费收益权产品市场信用风险可控。

二、二级市场交易情况

2025 年，收费收益权资产证券化产品二级市场呈现“成交规模与单数双增，结构与一级市场高度联动，高评级优先档产品主导交易，流动性分化态势明显”的特征，市场活跃度与流动性稳步提升。

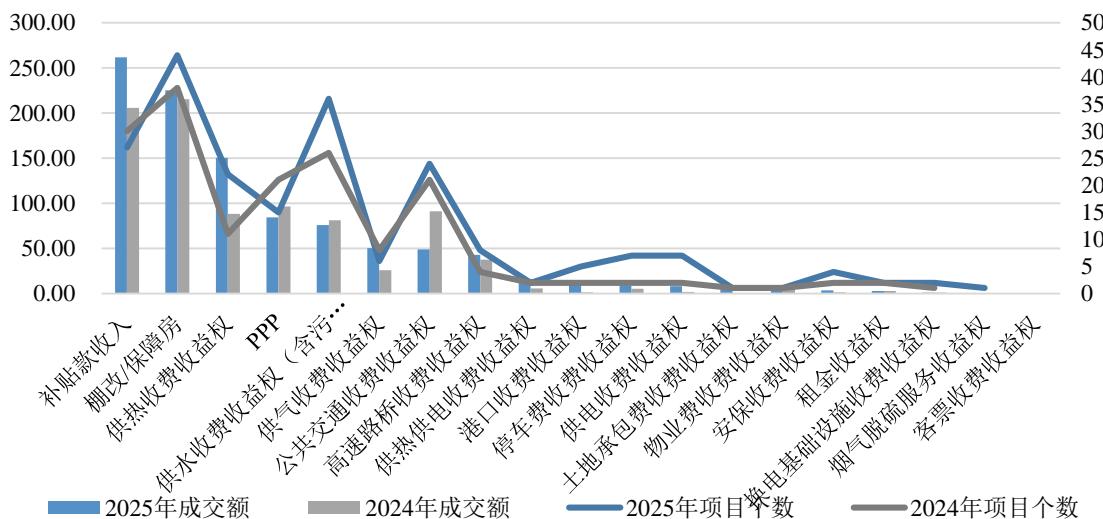
(一) 成交规模与单数双增

2025 年，资产证券化产品二级市场总成交额为 17607.93 亿元。其中，收费收益权资产证券化产品二级市场成交 214 单，成交额 1001.19 亿元，分别同比增长 22.29% 和 15.02%，成交额占资产证券化产品总成交额的 5.69%。二级市场的活跃表现，与一级市场供给增加、产品信用表现稳健密切相关。一级市场新增发行提供了充足的交易标的，为二级市场交易奠定基础；同时，存续期产品无违约或展期事件，投资者对产品的信心增强，交易意愿持续提升。

(二) 成交结构与一级市场密切联动

1. 棚改/保障房与补贴款收入类领跑交易

从成交项目数量看，2025 年棚改/保障房 ABS 成交 44 单，位居各类型首位；供水（含污水处理）收费收益权 ABS 成交 36 单，位列第二。从成交额看，2025 年补贴款收入类、棚改/保障房类 ABS 成交额分别为 261.78 亿元、225.32 亿元，合计占比 48.66%，成为二级市场交易核心品种。

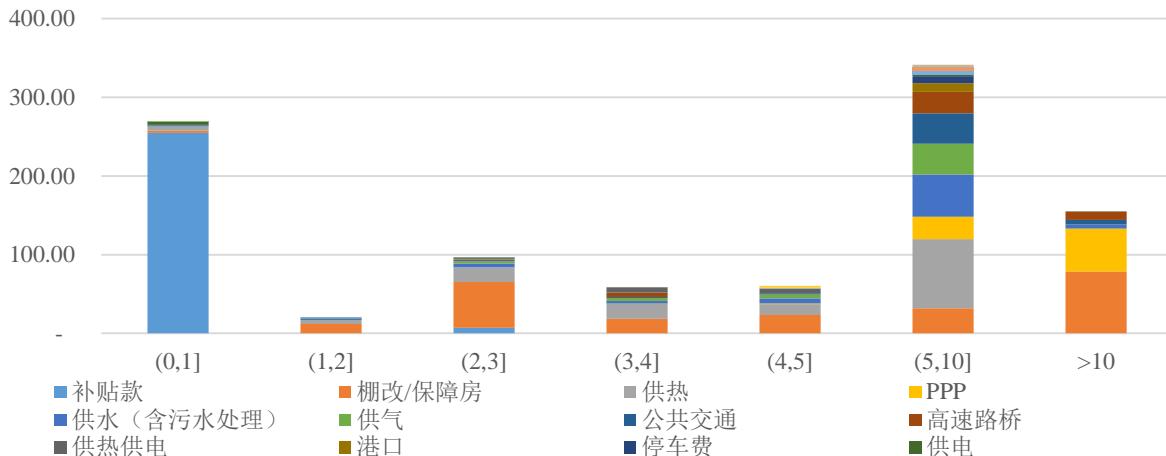


资料来源:联合资信根据 Wind 整理

图 2.1 2024 及 2025 年各类型收费收益权资产证券化产品成交情况（单位：亿元、单）

2. 5—10 年期限产品占比最高

2025 年成交的收费收益权资产证券化产品中，期限 5—10 年的产品成交额 341.15 亿元，占比 34.07%，主要为供热、供水等现金流稳定的民生公用事业资产，契合保险、社保等长期资金的“久期匹配”需求；1 年（含）以内产品成交额 268.81 亿元，占比 26.85%，以短期限 ABCP 为主。

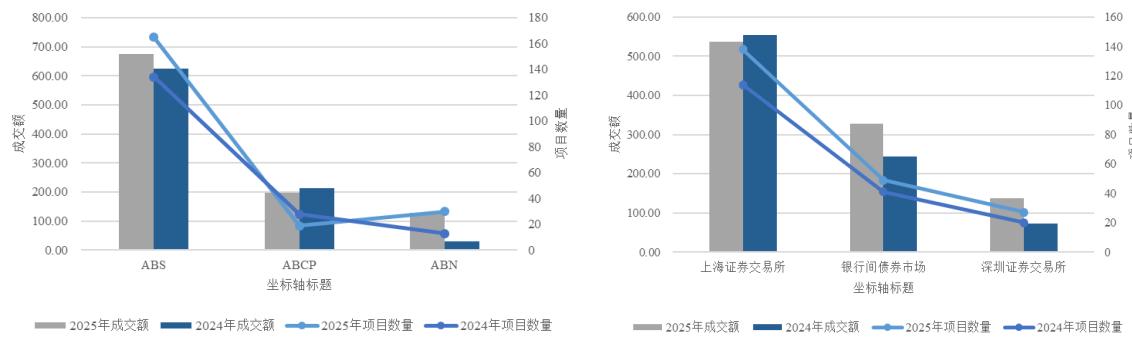


资料来源:联合资信根据 Wind 整理

图 2.2 2025 年成交收费收益权资产证券化产品期限分布 (单位: 亿元、年)

3. 交易所 ABS 为交易主力

产品类型方面, 2025 年二级市场成交的收费收益权资产证券化产品以交易所 ABS 为主, 成交 165 单项, 成交额为 674.41 亿元, 同比增长 7.76%, 为二级市场交易主力; 银行间 ABCP 成交额为 198.53 亿元, 流动性优势凸显。成交场所方面, 上海证券交易所成交额 537.31 亿元, 占比 53.67%, 为交易场所。

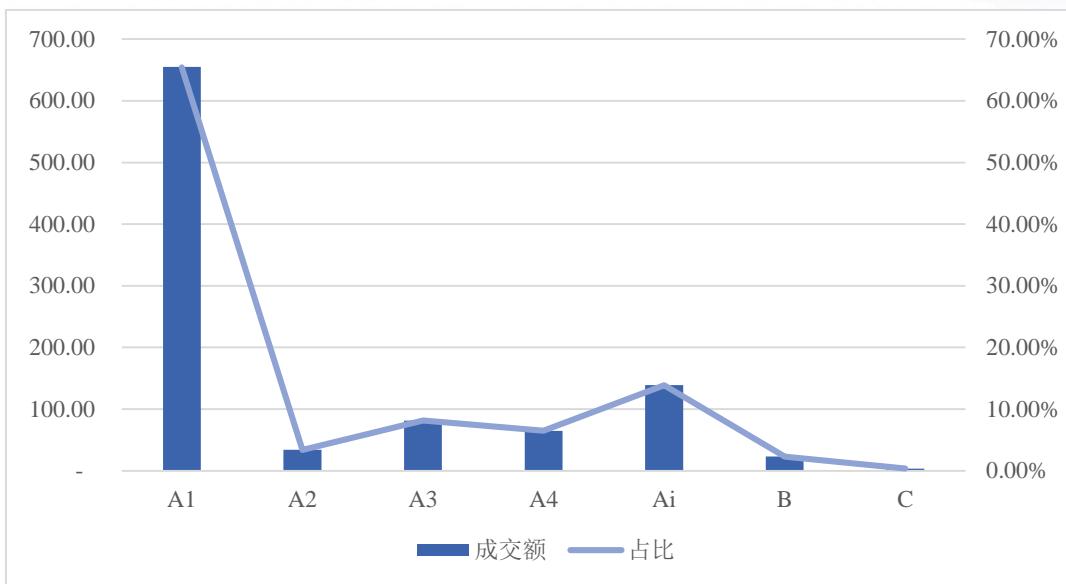


资料来源:联合资信根据 Wind 整理

图 2.3 2025 年收费收益权资产证券化产品成交项目类型及成交场所情况 (单位: 亿元、单)

(三) 高评级优先档主导交易

2025 年成交的收费收益权资产证券化产品中, 优先档、夹层档、次级档成交额占比分别为 97.34%、2.30%、0.36%, 其中 A1 档成交额 655.21 亿元, 占比 65.44%, 为最活跃交易档位。

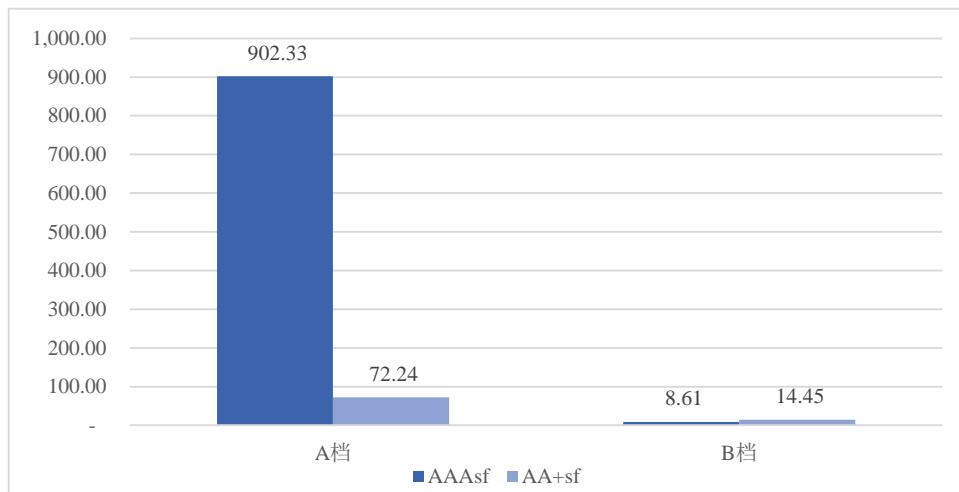


注：部分项目优先档分档较多，上图表只展示 A1 至 A4 的数据，其他档位合计展示为 Ai，i 等于 1 到 15

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2.4 2025 年二级市场收费收益权资产证券化产品分档交易情况 (单位: 亿元)

2025 年成交的优先档及夹层档证券的信用等级均在 AA⁺sf (含) 以上，AAA_{sf} 级证券成交额 910.94 亿元，占比超九成，体现市场对高信用等级、低违约风险产品的偏好。

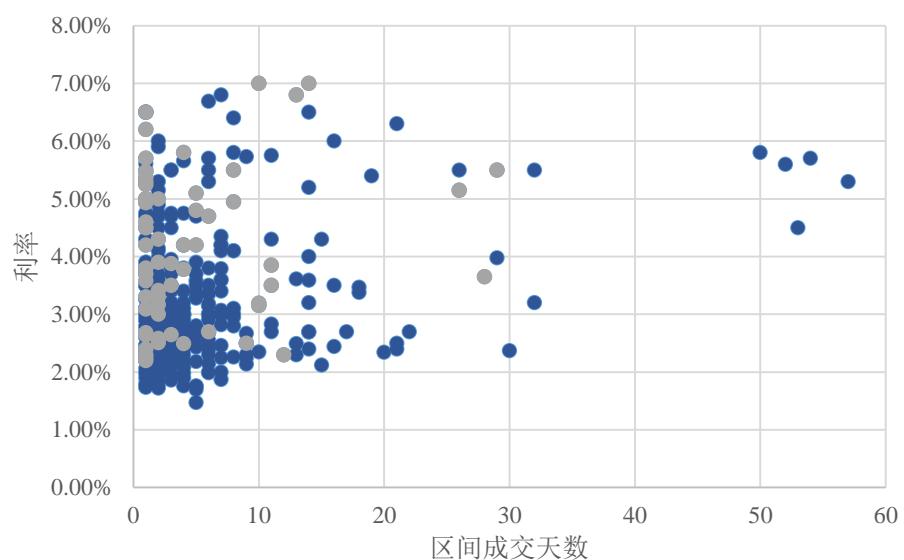


资料来源：联合资信根据 Wind 整理

图 2.5 2025 年收费收益权资产证券化产品证券级别情况（单位：亿元）

（四）短成交天数产品流动性占优

2025 年成交的收费收益权资产证券化产品中，成交天数 10 天以内的产品成交额 649.22 亿元，占比 64.84%，利率波动范围 1.00%~7.00%，主要为补贴款收入 ABS，整体流动性较好；成交天数 10—30 天的产品成交额占比 27.28%，流动性相对偏弱。值得注意的是，成交天数超 40 天的产品均为 AAA_{sf} 级供热与棚改/保障房项目，利率回升至 5.00%~6.00%，体现“低流动性+高信用”的流动性溢价特征。



资料来源:联合资信根据 Wind 整理

图 2.6 2025 年收费收益权资产证券化产品区间成交天数情况（单位：天）

三、总结及展望

（一）2025 年市场核心驱动因素

1. 政策导向：化债与盘活存量双轮驱动

2025 年国务院及发改委多份政策明确支持通过资产证券化化解地方政府债务压力、提升国有资产运营效率，核心导向包括：以 ABS/REITs 盘活城投经营性资产，构建“存量变现—偿还债务—再投资”的良性循环；聚焦城市更新、市政公用、保障房等领域，优先匹配绿色金融、区域战略标签，给予政策倾斜；强化政府补贴类资产合规性管理，明确纳入预算的补贴可作为稳定现金流来源，为产品发行提供合规基础。

同时，中基协 2025 年 3 月发布的《未来经营收入类资产证券化业务尽职调查工

作细则》，进一步规范政府补贴、PPP项目等资产的尽调标准，为市场健康发展提供制度保障。

2. 资产创新：首单产品突破传统边界

2025年收费收益权资产证券化产品基础资产创新加速，原水供水、公租房运维费、工业蒸汽等新类型资产成功落地。此类首单项目突破传统供水、供热收费权的单一模式，拓展至原水（区别于自来水）、公租房运维费（区别于租金）、工业蒸汽等新场景，盘活此前未充分证券化的存量资产。此类产品多契合绿色金融、保障房建设等政策导向，新类型资产凭借稳定的现金流获配置型机构青睐，部分产品利率创同类新低，认购倍数表现亮眼。

（二）未来市场展望

1. 规模有望稳步扩容，政策支持领域成增长点

地方政府化债需求与国资盘活诉求将持续推动收费收益权资产证券化产品市场发展，城市更新、保障性租赁住房、新能源补贴等政策支持领域有望成为发行主力，发行单数与规模或将进一步提升。

2. 产品结构与标识创新深化，提升融资效率

产品设计将进一步精细化，累进利率、增信措施等结构化设计将更广泛地应用于差异化资产，适配不同类型基础资产的现金流特征；标识创新将持续深化，“绿色+乡村振兴”“可持续挂钩+产业升级”等组合标识产品或持续增多，助力发行主体对接政策红利，降低融资成本，拓宽投资者群体。

3. 数据资产赋能，开启市场新增长

在数字经济与资本市场深度融合的背景下，数据资产赋能型收费收益权ABS正成为行业创新方向。2025年全国首单数据资产赋能收费收益权ABS（平安证券-中信建投-江北公用集团二期供水收费收益权ABS）成功发行，标志着数据要素与传统收费收益权的融合进入实操阶段。

政策层面，2025年证监会《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》提出“数据要素×资本市场”试点，财政部《企业数据资源相关会计处理暂行规定》解决了数据资产“入表难”的核心痛点，为数据赋能收费收益权ABS奠定合规基础。未来有望从供水、供热等公用事业，延伸至产业园区数据服务收费、智慧交通收费等新领域，形成“传统收费权+数据赋能”的复合基础资产模式，为市场注入长期增长动力。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的,联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料,联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断,仅供参考之用,不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。

在任何情况下,本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。