

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

2026 MAY

热点聚焦

中东局势“一波三折”，全球央行举棋不定，全球货币体系新锚点在哪？

地缘冲突下国际油价波动对我国油气产业链的影响与风险研判

特别策划

中资评级机构国际化加速，助力中资离岸债券市场发展

中国国债海外认购火爆，国际资本持续加码中国主权信用

人民币债券何以成全球融资新“价值洼地”？——熊猫债和点心债放量观察

内部资料 仅供参考 版权所有未经许可不得转载



联合信用



联合资信

联合资信蝉联《亚洲金融》2026年度“中国大陆最佳在岸评级机构”称号

Congratulations to all of our winners in the North Asia markets.

Read on for details of the winners and finalists (entrants whose submissions were "Highly commended". Full write-ups explaining the rationale behind winner selection will be published the Awards edition of *FinanceAsia*, with subsequent syndication online.

CHINA (MAINLAND) - DOMESTIC

BEST BROKER
CICC

BEST DCM HOUSE
Bank of China

BEST DIGITAL BANK
WeBank

BEST ECM HOUSE
CICC

BEST INVESTMENT BANK
CICC

BEST LAW FIRM
Han Kun Law Office

BEST M&A HOUSE
CICC

BEST ONSHORE RATINGS AGENCY
China Lianhe Credit Rating Co



f x in

2026年4月21日,《亚洲金融》(FinanceAsia)杂志公布了2026年第30届年度大奖评选结果。继2025年获得该荣誉后,联合资信再次荣获“中国大陆最佳在岸评级机构”(Best Onshore Ratings Agency-China Mainland)称号。

《亚洲金融》成立于1996年,是亚太地区最具影响力的媒体之一。此次第30届年度大奖致力于表彰亚太地区优秀的银行、金融服务机构和其他非银金融机构,尤其注重考察申报机构在业务领域取得的成果、行业地位及业务创新能力。其中,年度最佳评级机构奖是该领域亚太地区最重要的奖项之一。

本次评选中,联合资信以优秀表现获得了组委会的一致认可。业务方面,2025年,联合资信金融和结构板块市占率位居行业第一;在熊猫债评级方面再创新高,市场占有率超过43%,在所有评级机构中排名第一;为匈牙利和沙迦酋长国提供了债项评级服务,主权熊猫债市场占有率高达100%。联合资信先后制定和

修订了《科技创新债券信用评级方法》和《科技创新企业主体信用评级方法与模型》,助力科技创新服务实体经济。信用研究、投资人服务和媒体交流等方面,2025年,联合资信年均公开发表研究报告近400篇,深度研究报告获得多个征文奖项;年均开展投资人活动400余场,接受权威财经媒体采访超过50次,单篇阅读量超过80万人次;微信公众号订阅者近9万人次,处于行业领先水平。2025年,联合资信还发布了《联合资信2025可持续发展报告》,于2025年11月向香港大埔宏福苑火灾事故受灾群众及社区重建工作定向捐款,以身作则实践企业ESG及社会责任。

硬实力锚定市场地位,软实力构筑长期价值,此次获奖是对联合资信长期努力的认可。未来联合资信将秉持“让信用呈现价值”的理念,坚持“以专业为使用者尽责,以真诚为委托人服务”的核心价值观,深耕不辍,为早日成为“全球债券市场权威的、受市场高度认可的评级机构”而不懈奋斗。

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

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

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

市场部门联系人 Marketing Department Contact

崔雪松 Cui Xuesong
13820512650 | cuixs@lhratings.com

庄园 Zhuangyuan
18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务 Investor Service Hotline

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

Contents

2026 MAY

目录

热点聚焦 Hot Topic

中东局势“一波三折”，全球央行举棋不定，全球货币体系新锚点在哪？ P02

联合资信 程泽宇

地缘冲突下国际油价波动对我国油气产业链的影响与风险研判 P04

联合资信 蒋 旭

特别策划 Feature

中资评级机构国际化加速，助力中资离岸债券市场发展 P09

联合国际 李为峰

中国国债海外认购火爆，国际资本持续加码中国主权信用 P13

联合资信 程泽宇

人民币债券何以成全球融资新“价值洼地”？——熊猫债和点心债放量观察 P15

联合资信 程泽宇

行业研究 Industry Research

2026年光伏行业:制造端产能出清收尾，行业供需格局继续修复 P18

联合资信 马金星

2026年电力行业:供需总体平衡，新能源装机占比继续提升 P24

联合资信 蔡伊静 高 星

2026年消费电子行业:高端化带动行业温和增长，区域市场分化态势加剧 P29

联合资信 宁立杰 崔灏骁

专项研究 Monograph

债市科技板:历史演进、市场特征与完善路径 P34

联合资信 徐 阳 陈玉洁 王自迪 郑中兴

AI环境下中国评级机构发展前景讨论 P40

联合资信 李天娇 周 捷

简析集合式供应链产品交易设置及评级关注要点 P46

联合资信 张雪茹

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于企业信用状况综合评价体系的一些基础知识 P51

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P52

违约案例 东方时尚驾驶学校股份有限公司 P53

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P56

市场动向 P57

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P58

宏观经济及债券市场数据 P60



引言

2026年4月,中东地缘局势的反复拉锯成为全球关注的焦点。中东局势变化对全球货币政策、能源供应及资产配置均产生了深远影响。在此背景下,人民币债券持续放量,成为国际资本争相配置的避险资产,进一步推动了我国债券市场的国际化。本期《信用研究》选编了联合资信近期对外发布的相关材料,对上述热点进行深入探讨。

热点聚焦：全球货币体系正在重构，油气产业链面临多重潜在风险

中东地缘冲突的演变已成为重塑全球通胀路径的关键变量,地缘政治冲突的常态化促使全球定价逻辑从追求效率转向保障安全,全球货币体系重构的新锚点正从单一的“美元信用”转向“黄金为主,多元货币为辅”的复合锚定体系。

霍尔木兹海峡通航受阻使得全球能源供应链面临系统性冲击,油气产业链面临多重潜在风险。若伊朗及中东地缘冲突持续,或推动油价突破120美元/桶,产业链成本压力全面上升,中小企业信用风险或将集中暴露;金融机构对弱资质中小民营企业信贷趋严,相关企业再融资难度加大,流动性压力将持续累积。

特别策划：人民币债券持续放量，中资评级机构国际化加速

在中东冲突引发全球市场剧烈震荡、传统避险资产如黄金和美债出现短暂失效的背景下,中国国债在当前全球宏观环境中的避险属性愈发增强,全球央行及主权基金加速调整储备结构,通过增持人民币债券来降低对单一货币体系的过度依赖,从而实现外汇储备的多元化与安全化。

伴随人民币债券投资热度的上升,熊猫债与点心债发行同步放量,折射出中国金融市场双向开放政策演进、国际利率环境变化、中美利差周期轮动与人民币国际化进程深化之间的深层共振,也为中资评级机构的国际化业务拓展提供了契机。未来中资评级机构依托作为“局内人”提供的视角分析与国际范式的信用风险表达,有望为中外投资者提供更为客观、专业和有价值的评级服务,评级业务的国际化进程有望进一步加速。



中东局势“一波三折”，全球央行举棋不定， 全球货币体系新锚点在哪？

文 | 联合资信 程泽宇



中东局势“一波三折” 全球央行举棋不定 全球货币体系新锚点在哪？

2026-04-21 来源：上海证券报

在48小时内，美伊上演了霍尔木兹海峡“开了又关”的戏剧性反转，令全球资产定价重回高度不确定状态。

分析人士普遍认为，全球地缘政治风险常态化正打乱全球央行既定的货币政策节奏，已对“石油美元”体系构成不可逆冲击，全球货币体系正围绕能源定价权、黄金储备及区域结算体系加速重构。

2026年4月21日，联合资信接受了《上海证券报》采访，就近期中东局势对全球经济及货币体系影响发表观点。联合资信主权部资深分析师程泽宇在采访中表示：中东地缘冲突的演变已成为重塑全球通胀路径的关键变量，地缘政治冲突的常态化促使全球定价逻辑从追求效率转向保障安全，全球货币体系重构的新锚点正从单一的“美元信用”转向“黄金为主，多元货币为辅”的复合锚定体系。以人民币为代表的多元主权货币崛起，则得益于其背后所依托的完备工业体系、能源结构多元化以及独立的宏观政

策节奏，为全球投资者提供了对冲单一体系风险的有效工具。

以下采访内容转载自《上海证券报》，内容已经本刊编辑。

在48小时内，美伊上演了霍尔木兹海峡“开了又关”的戏剧性反转，令全球资产定价重回高度不确定状态。

分析人士普遍认为，全球地缘政治风险常态化正打乱全球央行既定的货币政策节奏，已对“石油美元”体系构成不可逆冲击，全球货币体系正围绕能源定价

权、黄金储备及区域结算体系加速重构。

市场重回高度不确定状态

4月17日,中东局势迎来缓和“曙光”,伊朗和美国宣布霍尔木兹海峡对商船“完全开放”,但仅仅1天后,伊朗称由于美国违反停火协议,霍尔木兹海峡从18日当晚起重新关闭。

反转发生之前,和谈预期推动全球权益资产普涨,上周标普和纳指双双创历史新高。

眼下市场重回高度不确定状态。周末局势急转直下的72小时后,4月20日周一的亚洲市场早盘,油价迅速收复失地,美债收益率仍在高位,黄金难以摆脱承压态势。

全球货币政策节奏被动调整

经过近两个月的反复拉锯,市场可以短暂忽视地缘政治的噪音,却无法忽视油价对通胀和利率的传导。

中东地缘政治局势复杂且易变,且各国利益博弈以及霍尔木兹海峡通航问题均难以在短期内彻底解决。一方面,能源供给受阻正在重塑能源供给的成本曲线。霍尔木兹海峡作为全球约20%油气运输的关键通道,即便没有完全封锁,航运路线的重新规划、保险成本上升、通行效率下降,都会推高全球能源和物流成本。另一方面,通胀传导机制正从能源价格上涨向核心通胀传导。持续的能源成本压力不仅直接增加了化工、制造等上游企业的生产成本,随着企业生产成本增加,这种压力还可能最终传导至消费品价格,迫使全球主要央行在更长时间内维持紧缩的货币政策,从而加剧经济“滞胀”风险。

当前,能源价格上涨所引发的通胀压力,已经迫使多国央行重新评估此前的货币政策路径:美联储政策不确定性较高,降息时点与幅度预期或将持续反

复;日本、欧洲央行均维持货币政策不变,以期有进一步明确的政策信号出现。

“中东地缘冲突的演变已成为重塑全球通胀路径的关键变量,迫使多国央行在锚定通胀目标的同时,均将地缘政治风险溢价、供应链韧性及经济增长前景纳入多维决策框架。”联合资信主权部资深分析师程泽宇对记者表示。

全球货币体系的新锚点在哪?

受多个不确定因素影响,全球货币体系的重构正持续进行。

“地缘政治冲突的常态化,已将能源供给冲击内化为全球经济的结构性特征,促使全球定价逻辑从追求效率转向保障安全,进而对‘石油美元’体系构成不可逆的冲击。”程泽宇称,这一转变的核心在于,货币的价值基础正从单一的金融信用,回归到对能源、关键矿产和工业制造能力等实体战略资源的掌控之上。

这一体系重塑的迹象清晰可见:沙特等国在石油贸易中引入人民币等非美货币结算,标志着“石油美元”的垄断地位被实质性打破;与此同时,全球央行持续大规模增持黄金,反映出对美元作为终极储备资产的信任正在发生结构性衰退。

全球货币体系重构的新锚点,正从单一的“美元信用”转向“黄金为主,多元货币为辅”的复合锚定体系。在此框架下,黄金凭借其超越主权信用的价值属性,成为衡量各国金融韧性的主要信用锚。而以人民币为代表的多元主权货币崛起,则得益于其背后所依托的完备工业体系、能源结构多元化以及独立的宏观政策节奏,为全球投资者提供了对冲单一体系风险的有效工具。因此,国际货币体系正迈向一个由黄金提供底层价值支撑、多元强势主权货币共同分担定价与结算功能的多极化新秩序。///

地缘冲突下国际油价波动对我国油气产业链的影响与风险研判

文|联合资信 蒋 旭

一、事件背景与研究意义

背景简述

2026年初，全球原油市场受两大地缘事件扰动，影响分化显著并打破供需平衡。委内瑞拉虽坐拥全球最大原油储量，但受制裁、设备老化等制约，原油产量跌至历史低位，全球贸易占比不足1%，对华出口仅占我国进口总量的3%~4%，其政局波动仅为边际扰动，未改变全球供需基本面。2026年2月底，伊朗及中东地缘冲突升级成为核心冲击因素：伊朗哈尔克岛出口枢纽停运，日均150万桶原油出口停滞，霍尔木兹海峡通航风险攀升；周边产油国收紧出口，OPEC及闲置产能合计跌至435万桶/日历史低位。上述成为本轮国际油价大涨的核心动因，对全球能源市场及下游全产业链形成显著冲击。

研究意义与目标

本次研究聚焦伊朗事件核心冲击，结合我国73.2%高原油对外依存度国情，分析高油价对油气产业链的传导逻辑、盈利及信用风险分化。本研究可为能源化工企业研判市场、金融机构甄别资质提供参考，同时为我国优化原油进口布局、保障能源供应链安全、应对海外地缘风险提供思路。

二、地缘事件对国际油价的影响

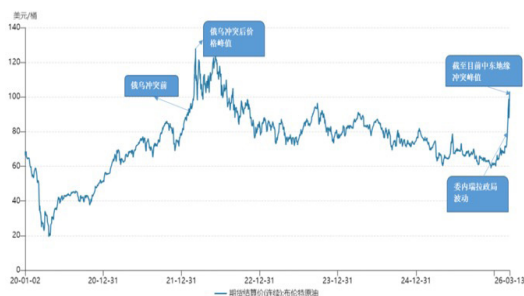
如前所述，委内瑞拉事件仅构成边际扰动，该国

原油日均产量及出口量在全球贸易中占比不足1%，对华出口仅占我国原油总进口量的3%~4%，且以补充性重质原油为主，未对我国整体原油进口格局造成实质冲击。

霍尔木兹海峡承担全球20%~27%的海运原油贸易量，日均通航原油近2000万桶，一旦通航受阻，全球能源供应链将面临系统性冲击。伊朗断供后，OPEC+闲置产能仅能勉强覆盖缺口，市场缓冲空间极为有限。叠加航运保险费用暴涨、远洋运输成本抬升，多重因素共同推动布伦特原油短期涨幅超25%（见图1），站上110美元/桶（截至2026年3月9日）。

至于油价后续走势，取决于冲突的持续时间和烈度。若伊朗出口逐步恢复，油价可能回落但地缘风险溢价不会完全消退；若霍尔木兹海峡通航长期受阻，布伦特原油突破120美元/桶并非小概率事件。多家机构的推演也印证了这一点（见表1）。

图1 布伦特原油期货结算价走势图



数据来源：Wind，联合资信整理

三、我国原油供需形势及风险敞口分析

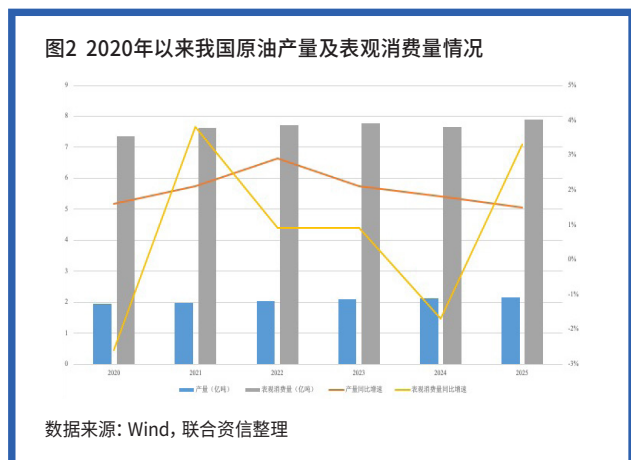
国内原油供需基本面：自给能力不足，需求刚性复苏

供给端，依托“增储上产”七年行动计划推进，三大有油企加大油气勘探开发力度，2025年我国原油产量达2.16亿吨，同比增长1.5%，实现连续三年稳步增长。但受资源禀赋制约，产量增幅有限，无法匹配国内消费需求，自给能力偏弱。需求端，2025年我国原油表观消费量达7.89亿吨，同比增长3.3%，呈刚性复苏态势。其中化工原料用油占比升至21.6%，成为核心增长动力，交通燃料用油随居民出行、物流恢复

平稳增长，整体原油需求刚性较强，国内供需缺口持续扩大（见图2）。

对外依存度：高位运行，进口来源高度集中于中东

2026年1月海关总署数据显示（见表2），2025年我国原油进口量5.78亿吨，同比增长4.4%，对外依存度高达73.2%，连续多年维持70%以上高位，稳居全球第一大原油进口国，对国际油价波动和海外供应稳定性敏感度较高。我国原油进口高度集中于中东地区，占比约53.1%。沙特、伊拉克、伊朗为核心供应国，其中伊朗占比约13.4%¹，且多为折价原油，是国内民营炼厂核心利润来源。俄罗斯为我国第一大单一原油进口国，占比17.4%，是中东油源重要补充。此次伊朗及中东地缘冲突升级，直接抬升我国进口成本、造成部分民营炼厂原料短缺，凸显高对外依存度、进口来源集中下的能源供应链风险。



四、油价上涨对国内油气产业链的影响

国际油价大幅上涨，沿着油气产业链自上而下进行传导，对各环节的盈利模式和经营稳定性产生了显著的分化影响。

表1 部分机构对布伦特油价的预测

机构	布伦特油价预测价位 (美元/桶)	推演逻辑
中国银河证券	90~100	若霍尔木兹海峡长期被封锁
巴克莱银行	120	若中东冲突持续数周
高盛	100 (3月9日当周)	若石油运输受阻仍无解决方案
麦格理	≥150	若霍尔木兹海峡关闭几周

数据来源：21世纪经济报道等公开资料，联合资信整理

¹ 中国海关总署自2022年起无公开的伊朗原油直接进口统计数据，2025年无官方口径的直接进口记录，未进入官方进口来源国排名。根据公开资料 Kpler、Vortexa 统计，2025年中国自伊朗实际进口原油日均138万桶，全年总量约5.04亿桶，折合约6900万吨，占中国全年原油总进口量的13.4%~13.6%。

上游油气开采：量价齐升，盈利显著改善，信用基本面持续向好

上游油气开采行业以原油、天然气为核心营收产品，国际油价上涨直接正向传导至企业经营端，是本轮地缘冲突的核心受益环节。一方面，国际油价上行带动国内原油销售价格同步上涨，产品均价大幅提升，营收规模快速扩容；另一方面，国内增储上产政策持续发力，油气开采量稳步增长，双重利好推动行业盈利改善。

国际油价上行直接带动国内原油销售价格上涨，叠加国内产量稳步增长，上游企业呈现典型的“量价齐升”格局。以三大国有油企为例，根据公开数据，中国海油桶油成本仅约28美元，中石油、中石化也控制在50美元以内。若油价突破110美元，则每多一桶油，企业的毛利空间将大幅提升。

盈利改善直接反映在现金流上。经营现金流大幅回流，现金储备增厚，短期债务偿付压力显著下降。高油价还刺激企业加大勘探开发资本开支，油服、设备配套企业订单同步增长，行业景气度回升。

从信用评级视角分析，上游油气开采企业及头部油服企业核心信用指标主要表现为：预计营收端受油价上行正向支撑，稳定性显著增强；现金流层面经营现金流净额大幅增长，短期债务偿付能力、长期偿债能力同步提升，债务覆盖倍数改善；头部央企作为行业主体，融资渠道多元且成本低廉，再融资能力无

虞，叠加国家能源战略背书，经营与财务层面均无实质性风险。综上，上游油气开采行业整体违约风险非常低，头部央企主体信用评级可维持稳定，部分经营效益突出的优质子公司因盈利与现金流双改善，信用资质具备向好基础。

中游行业：成本抬升与供应扰动双重压力，内部分化加剧

中游行业涵盖炼油、化工、油运三大核心细分领域，直接受原油原料成本上涨、伊朗油源供应中断双重挤压，整体经营压力加大。不同细分赛道、不同布局能力的企业经营表现与信用风险呈现分化，头部主体信用基本面保持稳定，中小民营企业信用风险显著抬升。

1. 炼油行业：央企炼厂韧性充足，民营承压

炼油行业核心盈利指标为炼油加工价差，油价上行的成本传导效果、原油进口配额持有量、库存管理能力成为区分企业经营与信用表现的核心要素。头部央企炼厂依托全产业链布局优势，拥有充足的原油进口配额，且与海外产油国签订中长期长协锁价合约，原料采购成本可控，同时具备完善的成品油销售渠道，成本可快速向下游传导，炼油加工价差保持稳定，经营现金流无明显波动，再融资渠道通畅，信用风险基本无变化。民营大型炼化一体化企业凭借规模化生产、产品多元化布局，具备一定的成本消化与价格传导能力，抗压能力较强，虽盈利可能出现小幅波动，但经营基本面预计不会发生实质性恶化，信用风险将保持稳定。

表2 2025年我国原油供需及对外依存度主要数据

指标名称	数值	同比增速	核心说明
国内原油产量	2.16亿吨	1.5%	连续三年增长，增储上产成效逐步显现
原油表观消费量	7.89亿吨	3.3%	化工用油驱动，整体需求刚性较强
原油进口量	5.78亿吨	4.4%	全球第一大原油进口国，进口规模稳步提升
原油对外依存度	73.2%	小幅提升	连续多年维持70%以上高位，对外依赖度高
中东原油进口占比	约53.1%	持平	伊朗占总进口约13.4%，为核心来源国之一

数据来源：国家统计局、海关总署、国家能源局等机构2025年度统计公报，联合资信整理

而民营中小炼厂信用风险将明显上升, 此类企业无独立原油进口配额, 高度依赖伊朗折价原油, 伊朗及中东地缘冲突升级后, 企业面临原料短缺与高价原料替代的双重压力, 极易导致炼油加工价差倒挂, 盈利陷入亏损; 同时, 中小炼厂融资渠道单一、融资成本偏高, 经营现金流恶化后, 短期债务偿付压力大幅增加, 再融资难度显著提升, 信用资质存在明显恶化的可能, 违约风险显著抬升。

2. 油运行业: 运价上涨对冲成本压力, 行业整体信用风险无明显恶化

油运行业受地缘冲突双向影响, 一方面航运路线调整、航运保险费用与燃油成本抬升推高企业经营成本, 另一方面全球远洋原油运力紧张推动运价大幅上涨, 成本与收入的双向波动决定企业盈利与信用表现。头部油运企业凭借规模化运力、全球航线布局能力及较强的议价能力, 若运价涨幅可覆盖成本涨幅, 其盈利和经营现金流受影响不大, 债务偿付能力与再融资能力无虞, 信用基本面将保持稳定。中小油运企业议价能力弱, 运价涨幅难以完全对冲成本上涨, 盈利承压。综上, 油运行业整体无实质性信用风险, 仅部分抗风险能力弱的中小企业存在短期流动性压力。

3. 化工行业: 一体化布局决定信用分层, 无配套中小企业信用风险高企

原油作为化工行业核心原料, 油价上涨直接推升原料成本, 而化工产品价格上涨滞后于原油涨幅, 上下游一体化配套能力成为化工企业经营与信用表现的核心分水岭, 行业盈利与信用风险呈现两极分化。

炼化一体化头部企业拥有自有原油配套体系, 原料成本可控, 且产品结构向化工新材料、高附加值精细化工品倾斜, 具备较强的产品溢价能力, 可通过内部成本消化与外部产品溢价实现成本传导, 近年毛利率维持在较高水平, 核心信用指标预计保持良好。中型配套化工企业具备部分原料自给能力, 产品结构相对多元, 可适度消化成本压力, 净利润将持平或小幅下滑, 经营基

本面无实质性恶化, 信用风险预计整体可控。无配套中小化工企业(中小型塑料、化纤企业)为信用风险核心承压主体, 此类企业完全外购原油原料, 成本呈刚性上涨, 且产品同质化严重、缺乏议价能力, 终端售价难以及时上调, 毛利率被压缩, 净利润预计大幅下滑甚至陷入亏损, 经营现金流大概率呈净流出状态, 叠加企业规模小、融资渠道窄, 短期偿债压力剧增, 再融资难度高, 信用资质存在明显恶化可能, 违约概率大幅提升。

下游制造业与终端消费: 成本传导受阻, 盈利普遍承压, 中小企业信用风险集中暴露

下游行业涵盖交通运输、塑料加工、纺织、汽车制造、家电等众多领域, 原油作为基础工业原料, 其涨价成本通过成品油、化工原料等中间品全面传导至下游企业成本端, 但下游行业多为充分竞争市场, 终端消费需求复苏偏弱, 整体成本传导能力弱, 盈利普遍承压, 信用风险呈现“头部稳、中小危”的特征(见表3)。

从经营表现来看, 交通运输行业受成品油涨价影响, 运营成本大幅抬升, 但受市场竞争与民生保障限制, 运价上调空间有限, 盈利小幅下滑; 塑料、纺织、家电等制造业上游原料价格暴涨, 终端产品因市场竞争激烈售价难以同步上调, 企业毛利率或将持续走低; 汽车行业传统燃油车成本小幅抬升, 但新能源汽车发展将对冲部分成本压力, 整体盈利波动预计不大。

从信用评级视角分析, 下游头部上市企业凭借规模化生产、品牌优势与完善的产业链布局, 具备一定的成本传导能力, 可通过优化供应链、调整产品结构适度消化成本压力, 盈利虽有所波动, 但凭借畅通的融资渠道, 其信用风险预计基本可控。下游中小企业将成为信用风险集中暴露主体, 此类企业普遍存在资产规模小、负债率高、议价能力弱的问题, 成本上涨后无消化与传导空间, 盈利持续亏损易导致经营现金流恶化, 短期债务偿付能力大幅下降, 且金融机构对弱资质中小企业信贷趋严, 再融资难度将进一步加大, 现金流断裂



与违约风险将显著上升。

五、未来风险提示与应对建议

当前油气产业链仍面临多重潜在风险，若伊朗及中东地缘冲突持续，霍尔木兹海峡通航受阻或推动油价突破120美元/桶，产业链成本压力全面上升，中小企业信用风险或将集中暴露；金融机构对弱资质中小民营企业信贷趋严，相关企业再融资难度加大，流动性压力将持续累积。

针对上述风险，需从企业、金融风控、行业政策

三方协同施策。企业层面分链制定策略：上游抢抓油价红利积累现金流、聚焦优质产能；中游需拓宽进口渠道、积极利用金融工具对冲风险，中小主体严控成本库存；下游通过工艺改良降本增效、加快资金回笼。金融风控层面需建立分层体系，加大对上游及头部企业信贷支持，严控弱资质民企信用敞口，建立动态风险监测机制。行业政策层面需兼顾短中长期布局，短期推进增储上产、加快储备建设与进口多元化；中期出台纾困政策、搭建供需对接平台；长期建立地缘风险预警机制，推动石化行业高端化、一体化转型，提升产业链抗风险韧性。

表3 油气全产业链影响分化梳理

产业链环节	核心影响	内部分化情况
上游油气开采	量价齐升，盈利大幅改善	整体受益，头部央企现金流充裕
中游炼化、油运、化工	成本抬升，供应扰动	头部主体抗风险强，中小民营主体承压显著
下游制造业、消费	成本传导受阻，盈利承压	头部企业可转嫁成本，中小企业流动性紧张

数据来源：公开资料，联合资信整理

中资评级机构国际化加速， 助力中资离岸债券市场发展

文 | 联合国际 李为峰



本文为联合国际董事李为峰先生于2026年3月26日在联合资信2026年中国债市信用风险展望论坛发表的主题演讲, 以下内容已由本刊编辑并经发言人本人确认。

大家好! 非常荣幸能在本次联合资信债市论坛上与各位分享中资评级机构国际化如何助力中资离岸债券市场发展的相关话题。今天我将从联合国际的发展历程出发, 探讨中国债券市场国际化的双向进程, 分析中资离岸债市场的最新趋势, 并对2026年的市场展望进行解读。

第一部分: 关于联合国际

联合国际自2018年获批并正式展业以来, 发展迅

速, 锐意创新, 已位居中资评级机构的领先地位。我们持续获得香港监管机构的认可, 并在多个重要领域取得突破性进展。联合国际获得了香港监管机构的多项重要认可, 这些资质不仅体现了我们的专业能力, 也为客户带来了实质性的成本优势。

第一, 合资格债务票据计划 (QDI计划)。根据QDI计划, 2018年4月1日当日及之后发行的合资格债务票据所得的票据利息收入及利润 (例如买卖交易所得利润等), 可获豁免征收利得税。这一政策显著减少了票据和债券持有人的投资成本, 进而有助于吸引投资者认购, 降低发行人的融资成本。

第二, 绿色和可持续金融资助计划 (GSF计划)。GSF计划是香港政府为推动绿色金融发展而

设立的重要资助激励机制,包括两个类别:类别一是“对于债券发行费用的资助”,类别二是“对外部评审费用的资助”。其中,类别一的补贴可达250万港币,该档要求债券、其发行人或其担保人具备指定信贷评级机构(包括联合国国际)的国际评级,并且发行规模不少于15亿港币。

第三,受核准信贷评级机构资质。香港积金局(MPFA)主要负责规管及监督香港强积金(即内地所称的养老金)及职业退休计划的运作。目前,强积金资产规模已超过1.5万亿港币,其中投资于债券等固定收益类票据的占比大约为35%。债券等固定收益类票据要进入香港强积金的投资范围,需要有来自香港积金局批复的“受核准信贷评级机构”(包括联合国国际)的BBB-及以上的国际评级。

联合国国际屡获境内外各类殊荣,这些荣誉是对我们专业能力和市场影响力的充分肯定。

第二部分:中国债券市场与评级机构的国际化

中国债券市场的国际化是一个双向进程,既包括“引进来”,也包括“走出去”。

引进来:熊猫债市场的发展

2025年,熊猫债发行规模超过1600亿元,高居历史第二位。更值得关注的是,熊猫债发行人结构更加优化,外资背景的熊猫债发行主体占比达到52.8%,创2019年以来新高。

熊猫债快速发展的主要驱动因素包括三个方面:第一,中国境内市场的融资成本仍具有较大优势。当前境内利率水平相对较低,对境外发行人具有吸引力。第二,熊猫债相关制度优化政策持续出台,为境外发行人提供了更加便利的发行环境。第三,人民币国际化程度持续提升,境外机构持有人民币资产的意愿增强。

截至2025年末,境外机构及个人在中国债券市场

持债总规模达3.5万亿元。境外机构的投资范围已从银行间市场扩展到交易所市场,可参与债券回购、债券借贷、利率互换等衍生品交易。其主要投资渠道包括:债券通(北向通)、直接投资渠道(CIBM Direct),以及合格境外机构投资者(QFII/RQFII)。

截至2025年末,联合资信已累计为135期熊猫债提供评级服务,发行规模合计逾1785亿元。特别值得一提的是,我们累计为4个主权政府(包括次主权政府)在中国境内发行的11期熊猫债提供了评级服务,在所有评级机构中排名第一。

我们的重点项目包括:首单中东地区熊猫债(18沙迦人民币债01)、首单东盟地区熊猫债(18菲律宾人民币债01BC)、首单欧元区熊猫债(19葡萄牙人民币债01BC)、首单绿色主权熊猫债(21匈牙利债01BC),以及首单澳门地区熊猫债(21澳门国际银行债01BC)。

走出去:中资离岸债券市场的发展

在经历了2022至2023年的低谷后,中资离岸债市场近年来持续复苏。2025年,中资美元债新发规模同比增长15.6%,达到1127亿美元。与此同时,中资离岸人民币债券发行增长较快,新发规模同比增长10.2%,达到1048亿美元。

这一复苏的主要驱动因素包括:第一,美联储2025年三次降息,降低了离岸债的融资成本。第二,离岸债券到期仍处于高峰,债务滚续需求刺激了发行活动。第三,境内机构投资者配置境外资产的意愿增强。

在国内持续低利率环境下,投资者积极向境外寻求收益。截至2025年5月末,“南向通”托管余额已达5329亿元人民币。其主要投资渠道包括:合格境内机构投资者(QDII/RQDII)、跨境收益互换(TRS)、以及债券通(南向通)。特别需要指出的是,2025年7月,中国人民银行与香港金管局宣布拟扩大“南向通”境内投资者范围,从原来的41家银行扩展至券商、基金、保险、理财等四类非银机构,并可能相应提高5000亿

元年度总额度限制。

中资评级机构走出去的核心任务包括：申请境外评级牌照及监管机构认可，开展国际评级业务，打破国际评级机构对中资离岸评级市场的垄断，为境外债的在岸及离岸投资人提供全方位的视角。

联合国际在这一领域取得了显著成就：我们已公开发布超过300家主体和约220笔债项评级，授评金额约425亿美元等值。我们创造了多个“首单”记录，并持续不断地进行产品创新。

联合国际在中资离岸债市场上的作用主要体现在以下几个方面：一是选用多评级和增加联合国际相对较正面的评级，可以降低发债成本，增加国际评级机构之间的竞争，可以为境外债的在岸及离岸投资人提供全方位的视角，去评估企业的真实信用风险，进而反映在订单簿和定价结果上。二是可为企业的债券新发定价与后续二级市场水平维护助力，联合国际的评级传统上对于境内投资者有较大影响力，境外机构与外资投资者也日益参考联合国际作为“局内人”提供的视角分析与国际范式的信用风险表达。

第三部分：中资离岸债市场发展新趋势

城投离岸债：严监管下的转型

在严监管环境下，中资城投离岸债发行有所放缓。2025年，中资城投离岸债的新发规模同比减少19.8%，降至407亿美元。由于通过跨境收益互换（TRS）渠道投资城投离岸人民币债的渠道受阻，城投企业加快了通过发行离岸美元债进行再融资的步伐。

房地产离岸债：重组与重启并行

一些大型房地产开发商重启离岸债券发行活动。2025年，房地产离岸债的新发规模达到146亿美元，较2024年增长超过三倍。尽管大部分新发债券仍源于违约过程中的债务重组，但一些大型房地产商已时隔多年重新开启离岸债券发行。需要指出的是，信用评

级较低且现金流不足的房地产开发商仍面临流动性紧缩的风险。

产业类企业离岸债：持续扩容

2024年7月，国家发展改革委发布《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》（发改外资规〔2024〕1037号），为优质企业借用外债提供了政策支持。在此背景下，产业类企业离岸债发行持续增加。2025年，产业类企业离岸债新发规模达322亿美元，较2024年的247亿美元增长30.4%。部分互联网传媒企业时隔数年重返离岸债市场。

联合国际在这一领域也有重要创新：2025年5月，我们授予某企业发行的高级无抵押可换股债券“BBB-”的国际长期发行债务评级，这是中资国际评级机构对境外可交/可转债的首次评级。

部分险资青睐兼顾安全性、灵活性及收益的美元/港元货币市场基金

根据相关规定，保险资金投资的境外货币市场基金需获得AAA级或相当于AAA级的评级。从收益率对比来看，定期存款方面，1月期美元存款利率为3.14%，港元为0.95%；2月期美元为3.15%，港元为1.14%；3月期美元为3.16%，港元为1.15%。而货币市场基金的净收益率区间为美元3.42%~4.06%，港元1.84%~2.56%。货币市场基金的收益优势较为明显。

债券市场基金受到的关注度持续提升

2025年以来，QDII债券基金面临严峻额度约束，多只产品暂停或限制申购。2025年1月1日，新的《香港互认基金管理规定》实施后，互认基金成为重要替代渠道。最大变化是把50%的客地销售比例限制放宽到了80%。

联合国际在这一领域也实现了重要突破。2025年4月，我们发布《债券基金信用质量评级方法》；2025年7月，发布首个债券基金评级。目前，我们是唯一发布债券基金评级的中资国际评级机构。

第四部分：2026年中资离岸债市场展望

美债收益率走势：下行趋势与不确定性并存

支撑美债收益率下行的主要因素包括：劳动力市场降温、财政及政治压力，以及地缘政治避险需求。但不确定性仍然存在，如中东冲突是否会大幅推升通胀，以及美联储权力交接是否平稳，都是重要的观察变量。总体来看，中美利差仍有望维持相对高位。离岸债的相对融资成本仍偏高，但绝对融资成本有望进一步下行。

到期与再融资：需求保持稳定

根据截至2025年底的统计结果，约有1300亿美元的离岸美元债和700亿美元的离岸人民币债将在2026年到期，略低于2025年到期规模。尽管政策环境趋紧，预计再融资需求将继续支撑城投企业在2026年持续

发行离岸债。成功实现业务模式转型的城投企业可能比传统城投企业更容易获得离岸融资渠道。

自贸区债：重启与发展

2025年6月，中国人民银行行长潘功胜宣布了八项重磅金融开放举措，其中包括“发展自贸离岸债，遵循‘两头在外’的原则”。2025年12月，上海市发布了《上海市浦东新区自贸离岸债业务发展若干规定》，并于2026年3月1日生效，这将推动自贸区债券市场的健康有序发展。自重启以来，自贸区债累计发行3期，合计发行规模约9亿元人民币。

联合国致力于为中外投资者提供客观、有价值的评级服务。提高中资信用评级机构的国际竞争力是联合国的使命和责任所在。期待与各位继续深入交流，共同推动中资离岸债券市场的健康发展。■



中国国债海外认购火爆， 国际资本持续加码中国主权信用

文 | 联合资信 程泽宇

2026年4月23日，联合资信接受《中新经纬》采访，就近期中国国债认购热潮发表观点。联合资信主权部资深分析师程泽宇表示，这种持续的高倍数认购现象反映出国际投资者对中国主权信用质量与经济韧性的认可度。在美以伊冲突引发全球市场剧烈震荡、传统避险资产如黄金和美债出现短暂失效的背景下，中国国债收益率保持了极低的波动幅度。这种在极端风险事件中的防御能力，促使全球央行及主权基金加速调整储备结构，通过增持人民币债券来降低对单一货币体系的过度依赖，从而实现外汇储备的多元化与安全化。

以下内容转载自《中新经纬》并经本刊编辑。

在全球债市遭遇剧烈抛售、美债收益率一度飙升至4.48%的背景下，中国国债正成为国际资本争相涌入的“避风港”。4月22日，中国财政部在香港特别行政区发行2026年第二期155亿元人民币国债，认购倍数4.6倍。这意味着，每发行100元国债，就有460元资金想买入，想买的钱是实际发行额度的近5倍。认购倍数越高，说明越受投资者欢迎。中国国债为何成了国际资本的“香饽饽”？

一、认购持续火爆

3月以来，美伊冲突骤然升级，全球能源价格飙升，通胀预期急剧升温。全球主要国债遭遇集中抛售，

收益率全线走高。

英国《金融时报》4月1日刊文指出，自美以联合挑起对伊朗的战事以来，中国十年期国债收益率微降至1.81%，而同期美债收益率飙升38个基点至4.34%、英国国债收益率大涨70个基点。

从中国财政部公布的数据来看，回顾2025年，离岸人民币国债全年认购倍数介于2.86倍至5.22倍之间，年末更是创下5.22倍的年内新高。进入2026年，2月发行的第一期140亿元国债，认购倍数依然高达3.94倍。

联合资信主权部资深分析师程泽宇指出，从信用评级的角度分析，这种持续的高倍数认购现象反映出国际投资者对中国主权信用质量与经济韧性的认可度，投资信心正在进一步增强。国际投资者不再仅关注中美短期的利差收益，而是基于对中国经济长期向好基本面及财政可持续性的深度认可，将中国国债视为具备穿越周期能力的优质资产。

二、谁是投资主角？

在认购持续火爆的同时，离岸人民币国债发行也在持续扩容。从发行规模来看，今年在港发行的前两期人民币国债合计发行295亿元，已达2025年全年发行规模的43.4%，上年同期合计250亿元。

程泽宇分析说，从离岸人民币国债市场的参与结构来看，投资者更加国际化和多元化，随着“债券通”南向通机制的优化及扩容，投资主体正从早期以境内

银行资金为主，逐步扩展至更多境内外基金、资产管理机构等国际投资者；投资者主要向长期机构投资者集中，境外中央银行、主权财富基金、保险资金等长期资本持续入场，推动离岸人民币国债市场向更稳定、更成熟的阶段发展。

三、何以成为“避风港”？

“从认购倍数走扩不难看出，全球资本已经对中国离岸国债形成强劲买盘。”程泽宇说，这种由全球央行、主权财富基金等长期资金主导的抢购行为，客观上构成了对中国主权信用资质的市场化评级，确立了人民币资产在全球金融体系中日益稳固的“避风港”地位。

程泽宇指出，中国国债在当前全球宏观环境中的避险属性愈发增强。首先，作为全球第二大经济体，中国拥有庞大的经济规模和多元化的经济结构，抵御外

部风险冲击的能力极强。其次，中国政府积极的财政政策继续发挥逆周期调节作用，大规模的资金投入能够带动基建投资相关上下游行业的开工建设，且政府债务及利息的偿付压力相对较小，政府有充足的财政实力保障其债务偿付。然后，中国债券市场与其他发达市场固定收益的相关性较低，具备良好的分散化配置价值，成为机构投资者在构建多元化资产组合时不可或缺的配置资产。最后，人民币在地缘政治冲突期间显现出一定的避险属性，持有人民币债券有助于规避美元资产配置集中度过高的风险。

程泽宇尤其提到，在美以伊冲突引发全球市场剧烈震荡、传统避险资产如黄金和美债出现短暂失效的背景下，中国国债收益率保持了极低的波动幅度。这种在极端风险事件中的防御能力，促使全球央行及主权基金加速调整储备结构，通过增持人民币债券来降低对单一货币体系的过度依赖，从而实现外汇储备的多元化与安全化。■



人民币债券何以成全球融资新“价值洼地”？

——熊猫债和点心债放量观察

文 | 联合资信 程泽宇

2026年4月15日，联合资信接受了《金融时报》采访，就近期熊猫债与点心债的增长趋势及市场展望发表观点。联合资信主权部资深分析师程泽宇在采访中表示，本轮熊猫债与点心债的同步走强，是基于中国境内市场利率持续处于较低水平，人民币债券相对美元债券的融资成本优势凸显，未来将进一步吸引中资企业及境外机构发行点心债与熊猫债。熊猫债与点心债作为功能互补的跨境融资工具，将在人民币国际化进程中发挥更为深入和积极的作用。

以下采访内容转载自《金融时报》并经本刊编辑。

2026年以来，作为跨境人民币债券市场的两大核心品种，熊猫债与点心债备受市场主体青睐，同步迎来发行放量。

《金融时报》记者根据Wind数据统计，截至4月中旬，年内新发熊猫债52只，发行金额共计1022.35亿元，同比增长约92%。其中，一季度发行规模首次突破800亿元，达882.35亿元，较去年同期增长逾一倍。

离岸市场方面，点心债同样呈现强劲增长，年初至今共发行563只，发行规模4669.38亿元，同比增长25.49%；仅3月份一个月，共发行179只点心债，总规模超1700亿元，约为去年同期的2.4倍。

接受《金融时报》记者采访的业内人士普遍认为，本轮人民币债券发行“井喷”的首要驱动力，在于中美利率倒挂带来的显著融资成本优势。目前，投资级3年期美元债券融资利率普遍在4%以上，而今年以来新发

行的同期限熊猫债平均融资利率低于2.1%，两者相差超200个基点，促使大量境外发行人转向人民币融资。

业内人士普遍认为，这一轮放量是长期趋势的开端。当美债避险光环褪色、美元融资成本高企，人民币债券正以“价值洼地”的姿态进入全球投资者的视野。这既是中国金融市场开放的成果，也是人民币国际化从贸易结算迈向投融资深化的标志性一步。

一、放量背后：从“试水”到“重仓”

熊猫债和点心债分别于2005年和2007年起步。近20年间，两者均经历了从无到有、从小到大，在阶段性回落重抬增势的相似历程，且转折节点高度同步。其背后，正折射出中国金融市场双向开放政策演进、国际利率环境变化、中美利差周期轮动与人民币国际化进程深化之间的深层共振。

本轮熊猫债与点心债的同步走强，并非孤立事件。

“当前中国境内市场利率维持低位，尤其是在地缘政治风险升级的背景下，人民币债券相对美元债的融资成本优势凸显，吸引中资企业及境外机构发行点心债与熊猫债。”联合资信主权部资深分析师程泽宇对《金融时报》记者表示，这也是人民币债券当前发行放量的核心驱动因素。

程泽宇提供的数据显示，截至2025年末，1年期、5年期和10年期中美利差分别录得-214.1个基点、-209.8个基点、-232.9个基点；2025年，银行间市场3年期AAA

级熊猫债平均固定利率为2.3%，创下自熊猫债诞生以来新低，进一步彰显出人民币债券融资成本较低的优势。

“考虑到近期中东地缘政治风险升级引发油价走高，美联储2026年货币政策将更加谨慎。”

但成本并非唯一因素。伴随着制度持续优化后带来的便利，点心债和熊猫债早已从早期的小众市场进化为当前在部分行业与评级区间内有效承接美元债再融资需求的重要选项。

熊猫债方面，随着资金跨境使用便利化、注册流程简化及会计准则接轨等政策红利不断释放，熊猫债发行的制度环境日益优化，为市场的扩容提质奠定了坚实基础。点心债方面，持续优化“南向通”投资者结构、引入“框架发行”惯例并拓宽募集资金使用范围，有效降低了发行成本并促进了人民币跨境投融资的高效循环。同时，香港点心债的离岸监管较为灵活，无须境内额度审批，募集资金回流政策的打通进一步增强了其吸引力。

“再者，人民币国际化进程的稳步推进及汇率走强，显著提升了人民币资产的全球配置价值，增强了境外主体持有和使用人民币的意愿。”程泽宇说。

值得注意的是，从存量结构看，2026年熊猫债面临庞大的再融资需求，待偿金额共计超过1100亿元，较上年大幅增长近100%。程泽宇表示，新开发银行（105亿元待偿）、宝马中国资本（85亿元待偿）及加拿大银行（60亿元待偿）等机构面临密集到期压力，在境内融资环境维持宽松的背景下，“借新还旧”将为全年发行规模提供重要支撑。

更重要的是，发行主体结构正在发生质变。随着纯外资金金融机构、主权机构及中资科技企业批量入场，熊猫债和点心债的发行主体更加多元。

二、避险变局：美债褪色，人民币债券“吸金”

全球避险情绪升温，美债“光环”褪色，是本轮人民

币债券放量中一个不可忽视的宏观背景。

客观数据也印证了这一趋势。2020年至2025年，美债未偿余额中，外国投资者的持有占比由42%降至约31%；与此同时，中东核心主权基金2026年1至2月在华权益资产净增持927亿元，同比增长194%。

“一方面，受国际油价震荡以及美元信用稳定性的动摇影响，中东主权财富基金出于资产安全考量，将人民币资产视为关键的战略避险港湾，从而直接推升了对熊猫债等人民币债券的配置需求。”程泽宇进一步强调。另一方面，地缘冲突带来的输入性通胀压力虽然增加了全球经济及货币政策的不确定性，但得益于中国产业链的韧性与货币政策的独立性，人民币债券展现出低相关性的稳定收益特征，进一步吸引中东资金通过债券市场进行结构性再配置。

据国际货币基金机构官方论坛（OMFIF）《2025年全球公共投资者报告》，在全球75家央行中，40%的央行表示，将在未来10年内持续增加黄金储备，30%的央行计划增持人民币。

三、发行新貌：国际化、长端化、灵活化

具体来看，熊猫债市场正呈现出显著的国际化与多元化等双重优化特征。程泽宇表示，外资背景发行人的主导地位正进一步巩固，巴斯夫、拜耳、香格里拉（亚洲）、书赞梭诺等知名跨国企业持续在银行间市场融资，推动2025年外资背景熊猫债发行规模占比回升至52.8%，较2024年大幅提升15.2个百分点，这也是自2019年以来该占比再次突破50%的关口。

同时，熊猫债发行主体的行业、地域分布均较为多元，行业类型涵盖金融、公共事业、日常消费等，同时近两年间，主权熊猫债愈发受到各国政府青睐，埃及、匈牙利等先后完成发行。今年3月底，斯洛文尼亚政府在中国银行间市场发行40亿元3年期熊猫债。这不仅是2026年市场首笔主权熊猫债，也是斯洛文尼亚首次亮相熊

猫债市场,实现了中东欧地区主权机构人民币融资新突破,并创下主权熊猫债首发金额之最。

“点心债市场则吸引了阿里巴巴、腾讯等中资科技企业以及中东等境外主权机构批量入场,行业分布向科技、金融及绿色产业集中。”程泽宇说。

发行期限方面,熊猫债和点心债市场已实现从短期流动性管理向中长期战略融资的结构性转变。2025年,3年期和5年期品种已确立为熊猫债市场主力,发行规模占比分别达到60%和20%,且自2023年起市场已成功发行10年期长债,期限配置更趋均衡;点心债以3年内短期限为主,但随着央行、主权财富基金等长线资金入场,10年期以上长债发行占比亦有所提升。

程泽宇认为,这种期限长端化的趋势,不仅反映了投资端对人民币资产长期配置需求的增加,也表明发行人倾向于锁定长期低融资成本,从而有效降低了期限错配风险,显著增强了市场的稳定性。

从募集资金用途来看,得益于制度的持续开放优化,从目前发行的熊猫债来看,其资金主要用于补充境内流动资金、置换高息债务及项目投资,且在政策允许下,部分资金通过绿色通道灵活调出境外;点心债资金则广泛用于境外使用以支持跨国企业的全球业务扩张及供应链优化。

四、展望未来:协同互补与多元增长

从资产配置视角看,点心债和熊猫债凭借融资成本、汇率稳定、资产安全的优势,在对比美元债与境内普通人民币债券时展现出独特的吸引力。

在程泽宇看来,对境内机构而言,点心债是理想的收益增强工具,商业银行理财子公司、公募基金及保险资管等可借助“南向通”渠道,利用离岸市场的流动性溢价,在同等信用资质下获取高于境内债券的票息回报。对境外机构而言,熊猫债则是配置中国核心资产、对冲汇率风险及获取稳定收益的安全资产,各国央行、

主权财富基金及离岸人民币持有者尤为青睐其低违约率与高信用等级所契合的长期资金安全性要求。

此外,跨国企业及外资银行也是重要参与方。程泽宇进一步表示,通过配置此类债券既可获得优于美元债的成本优势,又能有效匹配其境内人民币运营资金需求或资产负债币种结构,实现财务成本与风险的双重优化。

当前,熊猫债和点心债已成为人民币国际化从贸易结算迈向投融资深化的关键载体。

程泽宇也认为,两类债券都受益于人民币利率优势和国际化进程,但基于监管环境和投资者结构的差异,未来两者的定位将呈现互补态势。

熊猫债依托在岸市场严格的监管框架与高信用评级,成为跨国企业获取低成本资金以深耕中国实体经济的重要融资工具,适合于追求长期稳定融资的实体发行人。点心债凭借离岸市场的规则灵活性与投资者结构多元化,不仅支持企业灵活调配离岸资金、优化全球债务结构,还通过“南向通”扩容与回购机制优化,吸引了更多国际资本参与交易与配置。

“熊猫债和点心债共同构建了人民币从在岸到离岸的闭环生态,既满足了不同发行人的差异化需求,也为全球投资者提供了更加多元的选择,是人民币国际化进程中不可或缺的协同引擎。”程泽宇表示。

谈及未来的增长潜力,程泽宇认为,金融行业主体仍将凭借强劲的再融资需求占据熊猫债发行的主导地位,而“一带一路”、绿色金融及科技创新领域则有望成为市场最具潜力的新兴增长点。

“随着‘一带一路’倡议的深化,沿线国家政府有望加速入场,利用熊猫债为基础设施互联互通项目筹资。”程泽宇表示,此外,受益于“十五五”规划启动及“双碳”目标的推进,致力于能源转型的跨国企业与多边机构将增加绿色及可持续发展债券的供给;而围绕新质生产力,外资背景的半导体、生物医药及高端制造企业为满足在华研发与产能扩张需求,也将更多转向熊猫债市场,共同推动发行主体与产品结构的多元化升级。■

2026年光伏行业：制造端产能出清收尾，行业供需格局继续修复

文 | 联合资信 马金星

一、行业运行概况

2025年，在“碳中和”目标的持续驱动下，全球能源结构转型步入深水区。尽管光伏技术迭代加速推动度电成本进一步下探，但全球光伏装机增长逻辑从“爆发式总量扩张”转向“高质量结构性增长”，全球光伏新增装机增速较往年明显回落，进入理性调整期。与此同时，制造端在经历长达两年的深度去库存与产能出清后，供需失衡局面虽有所缓解，但结构性矛盾依然突出；主产业链价格在成本支撑与供需再平衡作用下逐步企稳回升，辅材价格则因银、铝等原材料上涨及技术路线变更呈现分化走势，光伏行业整体迈入“优胜劣汰、价值回归”的高质量发展新阶段。

光伏主产业链分析

2025年，中国光伏行业仍保持全球领先地位，但受前期非理性产能扩张、产能出清机制受阻以及全球装机需求增速放缓等多重因素影响，行业深陷结构性过剩困境，供应链价格全年低位徘徊，光伏制造企业经营持续承压。

1. 制造端

近年来，中国光伏制造企业不断进行技术创新，优化产业结构，制造端产能和产量规模均位居全球第一，已成为全球能源转型的重要支撑。中国光伏行业发展路线图（2025—2026年）数据显示，2025年，中国多晶硅料、硅片、电池片和光伏组件的产量分别为134万吨、680GW、660GW和620GW，各环节全球市占率基本超

出85%，中国光伏行业依旧保持全球领先地位。

多晶硅料作为光伏行业的核心原材料，其主流生产技术主要为三氯氢硅法（产物为棒状硅）和硅烷流化床法（产物为颗粒硅）。2025年，颗粒硅凭借低碳能耗、成本优势及拉晶环节掺杂使用的经济性，市场份额从2024年的14.4%提升至20.1%，渗透率进一步提高。2025年末中国多晶硅料产能已突破350万吨/年，行业产能过剩矛盾极度凸显，全年价格持续处于低位运行区间，全行业陷入普遍性经营亏损局面。针对行业内恶性竞争、无序扩张等突出问题，2025年，国家层面及行业自律组织强力推进产业链“反内卷”治理行动，通过严控低端低效产能扩张、鼓励企业兼并重组、搭建产能收储调控机制等一系列政策举措，引导产业链供给侧结构性收缩，倒逼高成本、低效率的落后产能有序退出市场或实施停产检修。为实现经营止损、稳定市场价格体系，头部企业率先带头大幅下调生产开工率，主动缩减产能投放规模，同时缺乏技术迭代能力与成本竞争力的老旧产能因无法覆盖现金成本而被迫停产或加速淘汰。在“政府引导+行业协同+企业转型”三方联动机制驱动下，2025年中国多晶硅料产量同比大幅下降26.4%，价格在下半年开始回升，标志着光伏行业正式从规模扩张转向高质量存量优化阶段（见图1）。

光伏硅片生产工艺涵盖晶体生长（拉棒）与精密切割（切片）两大核心工序。2025年，在行业降本增效核心导向下，技术迭代与产品结构优化成效显著：n型硅片成为市场主导，渗透率攀升至97%；182mm、210mm大尺寸硅片实现全域普及，市占率高达99.7%；

高强度钨丝金刚线基本替代传统碳钢线，母线直径较2024年微缩4 μm 至29 μm ，显著提升切割良率并降低硅耗。从供需基本面看，2025年末中国硅片总产能突破1500GW，远超全球终端实际消化体量。受下游终端需求增速放缓影响，2025年国内硅片产量680GW，同比下降9.7%，整体开工率不足50%，产能闲置现象普遍。硅片作为多晶硅料直接下游环节，价格受上游原材料成本传导影响显著，叠加自身产能过剩、库存高位的双重压力，全年市场价格持续低位。

电池片作为光电转换的核心载体，是整个光伏行业技术迭代升级最快的环节。2025年，电池片技术路线迭代持续深化。n型TOPCon电池市场份额进一步提升至87.6%，稳居主流地位；异质结电池（HJT）受成本与量产进度限制，市场占比由2024年的3.3%回落至2.6%；XBC电池依托背接触（BC）技术突破及头部企业战略推动，渗透率从5.0%增长至6.7%。其中规模化生产的n型TOPCon电池行业平均转换效率达25.7%，HJT电池达25.9%，XBC电池达26.5%，技术性能持续提升。目前，多数企业已构建“硅片—电池片—组件”全产业链闭环，通过上下游延伸实现产能高效协同，电池片产出规模与组件需求基本匹配。价格方面，2025年受行业供需失衡影响，电池片和组件平均价格分别为0.289元/W和0.683元/W，较2024年的0.345元/W和0.840元/W进一步下降；进入2026年后，

随着上游多晶硅料价格企稳回升，成本传导效应逐步显现，带动电池片及组件价格理性修复（见图2）。

2. 发电端

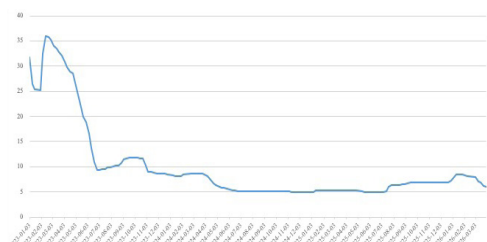
在全球绿色发展的大背景下，全球光伏发电装机规模保持快速增长态势。根据CPIA数据统计，2025年，预计全球光伏新增装机约580GW，同比增长9.43%；中国新增光伏装机315.07GW，同比增长13.51%，新增装机增速明显放缓。截至2025年底，中国光伏累计并网装机容量超出1200GW，新增和累计装机容量仍位居全球第一，中国光伏市场正式迈入太瓦时代。

假设光伏系统中组件安装容量与逆变器额定容量的比值为1.30:1，按照2025年全球新增装机580GW，对光伏组件、电池片和硅片的需求量均为750W左右，对多晶硅料的需求量约为232万吨（见表1）。截至2025年底，中国多晶硅料、硅片、电池片和组件产能分别超350万吨/年、1500GW、1400GW和1100GW，完全超出全球光伏装机需求量，中国光伏行业仍处于产能严重过剩状态。

光伏辅材产业分析

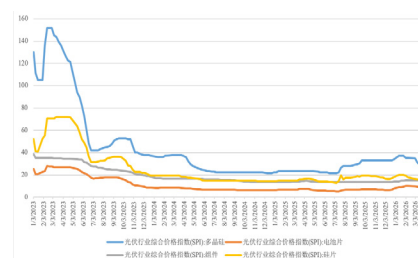
2025年，随着多晶硅料价格持续低位运行，而银、铝等大宗商品及油气资源价格大幅上涨，光伏组件成本结构发生根本性逆转。银浆正式取代硅料成为光伏

图1 多晶硅料价格走势（单位：美元/千克）



数据来源：Wind

图2 多晶硅、硅片、电池片和组件综合价格指数情况（2024年5月30日=100）



数据来源：Wind

组件第一大成本来源，铝边框、胶膜和玻璃的成本占比亦在原材料价格传导机制下显著提升。

根据CPIA预测，2026年1月，主流光伏产品（TOPCon210R）组件全成本为0.762元/W，银浆占其成本的13.39%。若银价分别为15000元/kg、20000元/kg和25000元/kg时，光伏组件全成本分别为0.783元/W、0.824元/W和0.866元/W，银浆分别占其成本的13.66%、19.78%和23.56%，正式取代多晶硅料成为光伏组件第一大成本来源。同时，铝边框、胶膜和玻璃的成本占比亦在原材料价格传导机制下显著提升。

1. 光伏浆料

光伏电池浆料作为决定电池转换效率和可靠性的核心辅材，长期以来由银浆体系主导。2025年以来，受全球宏观流动性波动、地缘政治博弈加剧及白银矿产供给刚性收缩等多重因子共振影响，白银价格大幅上涨且高位震荡运行。同时，因图形优化技术（如SMBB、0BB无主栅）已逼近物理极限，光伏制造企业以低成本贱金属替代银浆的需求愈加迫切。考虑到成本较低的铜导电性接近银，光伏制造企业开始探索“铜替代银”的技术方案。但铜在高温工艺环境（尤其

是TOPCon烧结环节）中面临易氧化、硅基扩散污染PN结、以及与现有焊接工艺融合稳定性不佳三大核心壁垒，未来仍存在较大的技术突破空间。

2. 光伏玻璃

2025年，中国仍为全球最大的光伏玻璃生产国和出口国，行业主导地位稳固。隆众资讯数据显示，截至2025年底，全球光伏玻璃日产能141260吨/日，其中中国产能占比为93%左右。从价格走势来看，2025年上半年，光伏玻璃价格整体仍处于下行通道，2.0mm单镀膜面板现货价格最低探至10元/平方米，一度击穿行业现金成本线价格。三季度开始，随着国家层面启动光伏行业“反内卷”专项行动，将光伏玻璃列为重点调控领域，行业内头部企业积极响应政策号召，通过冷修等方式协同减产与集体挺价策略，推动市场价格短期修复至平均成本线上方。尽管四季度终端市场需求边际转弱，但行业维持价格韧性的共识依然坚定，挺价态势得以延续。综合来看，2025年2.0mm单镀膜面板玻璃现货年均价格为12.37元/平方米，较2024年年度均价14.78元/平方米下跌2.41元/平方米，同比降幅16.3%。光伏玻璃制造企业盈利空间持续承压。

2026年，受伊朗局势急剧恶化及霍尔木兹海峡封

表1 光伏行业链各环节产品需求测算

项目	2023年	2024年	2025年
全球光伏新增装机容量 (GW)	390	530	580
假设容配比	1.26	1.26	1.30
光伏组件需求量 (GW)	491.40	667.80	754
电池片需求量 (GW)	491.40	667.80	754
硅片需求量 (GW)	491.40	667.80	754
假设硅片铸锭环节硅耗量 (g/W)	1.08	1.07	1.07
假设硅片拉棒环节硅耗量 (g/W)	1.060	1.060	1.055
假设多晶硅料生产环节硅耗量 (g/W)	1.08	1.08	1.05
多晶硅料需求量 (万吨)	113.02	208.40	232.24

数据来源：CPIA、联合资信测算

锁等地缘政治事件冲击，全球天然气供应链断裂风险骤增，导致国际及国内天然气价格大幅飙升，使得高度依赖天然气且缺乏长期低价气源锁定的光伏玻璃生产企业成本压力骤增。

3. 光伏胶膜

2025年，中国继续保持全球最大光伏胶膜生产国和出口国地位，全球约90%的光伏胶膜由中国企业生产，其中杭州福斯特应用材料股份有限公司市占率稳定在50%以上。

光伏胶膜主要包含透明EVA、白色EVA、聚烯烃(POE)、共挤型聚烯烃复合膜(EPE)以及PDMS、PVB、TPU等特种胶膜。2025年，透明EVA胶膜仍占据市场基本盘，市场份额维持在40%以上。虽然POE胶膜具有高抗PID和高阻水的性能，适用于双玻组件，但其原材料POE树脂粒子仍主要依赖进口，成本偏高，兼具POE高阻水性能和EVA高粘附特性的共挤型EPE胶膜市场占有率进一步提升。

光伏胶膜核心原材料为EVA及POE粒子。卓创资讯数据统计，2025年，随着国内装置投产放量，我国EVA进口量同比下降23.9%至69.7万吨，进口依存度已由2021年的53%快速下降至19%；POE进口量同比下降20.4%至72.6万吨，但进口依存度仍高达75.4%。但需要关注的是，受中东战争影响，原油价格暴涨传导机制加速带动EVA及POE粒子价格上涨，光伏胶膜企业成本压力加大。

二、行业政策

2025年作为“十四五”规划收官之年，我国光伏行业政策以高质量发展为核心导向，构建了覆盖“开发—并网—消纳—技术—贸易”全链条的制度框架。2026年作为“十五五”规划开局之年，政策导向仍将延续高质量发展主线：以《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》（以下简称

《十五五规划》）为中长期战略指引，以《政府工作报告》为年度政策部署核心，巩固光伏在新型能源体系中的战略支撑地位，部署新型电力系统构建、绿电应用拓展、储能配套强化、虚拟电厂发展等阶段性任务，持续推动光伏行业向技术高端化、消纳系统化、竞争市场化方向升级。

2025年，光伏行业政策体系呈现多维度协同发力态势，通过规范开发秩序、深化市场化改革、强化技术创新与消纳保障持续推动行业高质量发展（见表2）。首先，《分布式光伏发电开发建设管理办法》通过构建四级分类管理体系与“配电网层级就近平衡”原则，有效遏制无序扩张并优化电源布局，同时针对大型工商业项目强制或鼓励配置储能，从源头规避电网过载风险；其次，上网电价市场化改革终结了固定电价时代，确立由供需关系决定收益的新机制。与此同时，虚拟电厂的建设被赋予关键使命，旨在通过聚合分布式资源提升系统调节能力与新能源消纳水平，为装机增长提供坚实支撑。最后，《关于进一步加强光伏行业知识产权保护工作的意见》与出口退税政策的调整形成了“技术和成本”的双重筛选机制，进一步加速落后产能的出清进程。

2026年全国“两会”后，国家持续强化对光伏行业的战略支撑。《政府工作报告》锚定“构建新型电力系统”目标，部署智能电网、新型储能及绿电应用等重点任务，夯实光伏并网消纳基础；《十五五规划》则通过实施非化石能源十年倍增行动，确立了产业长期增长空间。作为能源转型主力军，光伏行业地位稳固，未来将呈现“大基地与分布式并重、配储比例显著提升、源网荷储深度融合”的高质量发展新格局。

三、行业关注

2025年，中国光伏行业仍面临产能过剩、全球贸易保护升级、新能源消纳体系尚在完善等困境，光伏制

造企业仍处于亏损状态，发电企业则在电价市场化改革与消纳压力增加的双重影响下，盈利空间显著收窄。随着浆料、胶膜价格上涨，出口退税政策调整以及专利保护升级，光伏行业转型与洗牌彻底进入深水区。

行业“洗牌”加速向深水区推进，产能出清与产业集中双轨并行

2025年，在“反内卷”治理政策持续深化背景下，光伏行业产能出清进入加速阶段，光伏制造企业普遍陷入经营性亏损困境。市场低迷态势持续加剧企业财务压力与融资结构分化，叠加银价高位震荡、伊朗局势推升光伏胶膜成本以及出口退税取消等因素，电池与组件环节经营压力进一步加剧。2026年，预计现金

储备薄弱、融资渠道受限以及成本控制能力和技术储备不足的中小制造企业将加速退出市场；行业竞争格局将进一步向具备技术迭代能力、资本实力及全球化运营优势的一线企业集中。从发电端来看，在电价市场化改革与消纳压力的双重影响下，光伏发电企业盈利空间将明显收窄。

电量消纳结构性矛盾加剧，成为光伏装机增长核心制约

2025年，中国光伏市场正式迈入“太瓦时代”，但装机增速与电网配套、消纳体系建设滞后的矛盾日益凸显，电量消纳问题成为制约产业发展的核心瓶颈。2025年，全国光伏发电平均利用率降至95.7%，较2024年下滑1.1个百分点。其中，西北、华北等风光

表2 2025年以来光伏行业主要政策汇总

时间	印发机构	政策名称	主要内容
2025年1月	国家能源局	《分布式光伏发电开发建设管理办法》	分布式光伏发电项目是指在用户侧开发，在配电网接入，原则上在配电网系统就近平衡调节的光伏发电设施。项目分为自然人户用、非自然人户用、一般工商业和大型工商业四类，实行分类管理。坚持“谁投资、谁备案”原则。省级能源主管部门应结合电网承载力，动态调整分布式光伏建设规模。对于大型工商业项目，鼓励或强制配置储能设施，支持项目参与电力市场交易
2025年2月	国家能源局	《2025年能源工作指导意见》	非化石能源发电装机占比提高到60%左右，非化石能源占能源消费总量比重提高到20%左右
2025年2月	国家发展改革委和国家能源局	《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》	新能源项目（风电、太阳能发电）上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成
2025年4月	国家发展改革委、国家能源局	《关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见》	到2027年，虚拟电厂建设运行管理机制成熟规范，参与电力市场的机制健全完善，全国虚拟电厂调节能力达到2000万千瓦以上；到2030年，虚拟电厂应用场景进一步拓展，各类商业模式创新发展，全国虚拟电厂调节能力达到5000万千瓦以上
2025年11月	国家发展改革委、国家能源局	《关于促进新能源消纳和调控的指导意见》	到2030年，协同高效的多层次新能源消纳调控体系基本建立，持续保障新能源顺利并网、多元利用、高效运行，新增用电量需求主要由新增新能源发电满足。新型电力系统适配能力显著增强，系统调节能力大幅提升，电力市场促进新能源消纳的机制更加健全，跨省跨区新能源交易更加顺畅，满足全国每年新增2亿千瓦以上新能源合理消纳需求，助力实现碳达峰目标
2025年12月	国家知识产权局的和工业和信息化部	《关于进一步加强光伏行业知识产权保护工作的意见》	聚焦光伏行业链关键环节和重点领域，加强知识产权保护，强化风险应对，营造全行业尊重知识产权、尊重创新的良好氛围，激发知识产权对现代光伏行业体系建设的促进作用，服务制造强国和知识产权强国建设
2026年1月	中华人民共和国财政部和国家税务总局	《关于调整光伏等产品出口退税政策的公告》	自2026年4月1日起，全面取消硅片、光伏电池、组件等全产业链249项光伏产品的增值税出口退税，此前适用的9%退税率彻底废止，退税率调整为0%
2026年3月	中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》	加力建设新型能源基础设施：统筹就地消纳和外送，建设“三北”风电光伏、西南水风光一体化、沿海核电、海上风电等清洁能源基地，加强分布式能源就近开发利用

数据来源：联合资信根据公开资料整理

大基地集中式光伏项目受特高压外送通道建设滞后影响,部分省份利用率已跌破90%;东部沿海高渗透率地区则因配电网改造升级不及装机增速,就地消纳压力剧增,致使部分区域被迫暂停大型工商业光伏项目备案。

国际贸易环境持续恶化,贸易壁垒升级倒逼全球布局重构

2025年,全球光伏贸易保护主义显著升级。美国自1月1日起将中国太阳能硅片及多晶硅料关税税率上调至50%,并正式落地针对柬埔寨、马来西亚、泰国、越南四国的反倾销裁定,税率区间达0%~271.28%,彻底封堵了中国产品经东南亚转口美国的渠道。欧盟推出《光伏产品碳足迹认证规则》,要求2026年起入境产品须完成全生命周期认证,否则将面临碳关税,致使部分低碳化水平不足的中小中国企业面临被市场淘汰的风险。印度亦延续保护政策,于6月启动对华光伏胶膜及玻璃的反倾销调查,意图降低对华辅材依赖。在多重贸易壁垒影响下,2025年中国光伏产品出口规模持续收缩:出口金额约265亿美元,同比下降17.2%;出口量同比下降15.8%。外需市场的萎缩进一步加剧了国内制造端的产能过剩压力。

四、未来展望

展望2026年,全球光伏终端装机需求预计稳步增长,制造端产能出清进入收尾阶段,行业供需格局将进一步修复。长期来看,光伏作为发电成本最低的清洁电力技术,全球光伏市场仍具备较大的增长空间。

从制造端来看,2026年,随着国家“反内卷”治理持续深化,叠加融资端分化、技术壁垒提升的双重挤压,不具备成本管控能力、技术迭代能力和资金实力的中小企业将全面出清,部分布局滞后的中型企业也将面临被收购或停产的结局;P型电池产线将彻底完成淘汰退出,N型技术成为绝对主流,铜代银等技术的规

模化应用将进一步拉大头部企业与中小企业的差距,预计2026年光伏行业从“全行业亏损”向“头部盈利、尾部出清”的格局转变。

从发电端来看,2026年全球光伏新增装机增速韧性仍在,市场结构呈现显著分化特征,中国仍将保持全球最大光伏市场地位。受益于“十五五”规划中非化石能源发展目标的牵引,以及新型电力系统建设、虚拟电厂发展、储能配套强化等政策落地,中国光伏装机将保持稳定增长,分布式光伏在规范化管理下实现高质量发展,集中式光伏依托风光大基地建设持续推进,预计全年新增装机超350GW;美国市场受贸易政策和产业本土化布局影响,装机增速仍将保持低位;欧洲市场受电网改造、消纳改善等因素影响,装机增速预计将触底回升;中东、拉美、非洲等新兴市场将成为全球光伏装机增长的核心引擎,沙特、阿联酋、巴西、南非等国家依托高用电需求、优越的光照资源和本土化能源转型政策,光伏终端需求或将成为中国光伏企业海外布局的核心阵地。

整体来看,2026年,随着制造端落后产能出清,全球终端需求稳步增长,光伏产业链各环节产能与全球装机需求的错配问题将逐步改善,供应链价格体系有望逐步回归合理区间。同时,出口退税取消和贸易壁垒升级将推动国内光伏产品价格与国际市场逐步接轨,美国、欧盟等市场与国内市场的价格区域分化现象有所缓解,行业价格体系更趋合理。长期来看,发展以光伏为代表的可再生能源已成为全球共识。光伏作为发电成本最低的清洁电力技术,全球光伏市场仍具备较大的增长空间。国际可再生能源机构(IRENA)在《全球能源转型展望》中提出2030年可再生能源装机将达到11000GW以上,其中光伏装机将超过5400GW。国际能源署(IEA)在《2024年可再生能源分析与展望》中预测,到2030年,光伏新增装机容量在各种电源形式中占比将达到70%,光伏行业长期发展趋势清晰、确定性较强。■



2026年电力行业: 供需总体平衡, 新能源装机占比持续提升

文|联合资信 蔡伊静 高 星

一、电力行业运行情况¹

2025年, 中国电网、电源工程保持较大投资规模, 全社会用电需求稳步增长。在政策导向下, 新能源装机增量明显, 非化石能源发电量保持不断增长态势, 对火电替代作用日益突显。

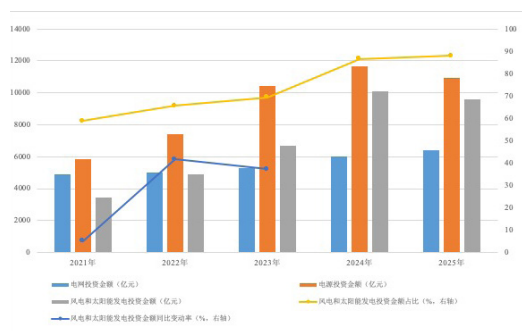
风光大基地建设推动特高压直流输电通道工程投资快速增长, 中国电网建设保持较大投资规模(见图1)。2025年, 中国电网工程建设完成投资6395亿元, 同比增长5.1%。受前期新能源高速扩张后基数效应影响, 2025年电源投资整体回落。2025年, 中国主要发电企业电源工程投资为1.09万亿元, 同比有所下降。其中, 非化石能源发电投资占电源投资比重超88%。

装机容量方面, 截至2025年底, 全国全口径发电装机容量38.9亿千瓦, 同比增长16.1%(见图2)。其中, 非化石能源发电装机容量24.0亿千瓦, 占总装机容量比重为61.7%, 比上年底提高3.5个百分点。2025年, 全国新增发电装机容量5.5亿千瓦。其中, 受能源转型规划和大基地项目推进影响, 新能源装机增量明显, 风电和太阳能发电全年合计新增装机4.4亿千瓦, 占新增发电装机总容量的比重达到80.2%。截至2025年底, 中国火电装机规模为15.39亿千瓦, 风电和太阳能装机

规模为18.42亿千瓦。

近年来, 中国核电主要经营主体变化不大, 同时, 伴随核电技术的提升以及对核电安全风险把控考虑, 中国核电装机容量稳步增长。根据国家核安全局数据, 截至2025年底, 中国核电装机容量为6251万千瓦(不含台湾地区), 占全国发电装机容量的1.61%。核电技术方面, 2018年以来, 中国核电机组已进入集中投运期。其中, 三门核电站为AP1000技术的全球首堆, 海阳核电1号为全球第二台AP1000机组, 台山1号

图1 近年中国电源及电网投资情况



注: 因数据未获取, 图中2024年、2025年风电和太阳能投资金额为非化石能源发电投资金额(包括风电、太阳能、水电等类型); 相关同比变动比例未做计算

资料来源: 联合资信根据中电联数据整理

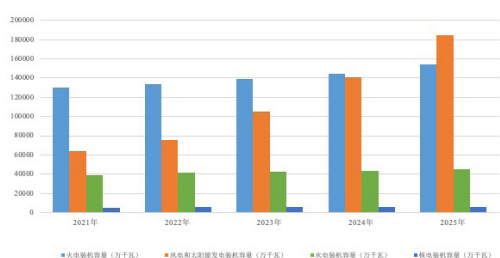
¹ 报告中数据主要来自于中国电力企业联合会(以下简称“中电联”)。

机组运用法国EPR技术,均为三代核电机组;目前该等机组各项技术指标均符合设计要求、机组状态控制良好,其正式投产标志着中国三代核电机组的技术安全水平已基本达到相关标准。山东荣成石岛湾高温气冷堆核电站正式投入商业运行标志着中国在第四代核电技术研发和应用领域达到世界领先水平。

中国水电资源总量的75%集中在西部地区,其中云南、四川、西藏三省(自治区)占比约60%。资源区域分布差异决定了中国“西电东送”的基本格局,包括“北、中、南”三大输电通道。随着新能源大规模并网,水电从传统的“基荷电源”向系统调节主力转变,抽水蓄能作为当前最成熟的长时储能技术,建设进入快车道。目前,中国水电已形成“常规水电稳基盘、抽水蓄能快增长”的发展格局。截至2025年底,中国水电装机容量4.48亿千瓦,占中国发电装机容量的13.38%,相较于风电和光伏装机容量的快速增长,水电装机占比有所下降。

发电机组运行方面,2025年,全国6000千瓦及以上电厂发电设备利用小时3119小时,同比降低312小时。其中,火电机组同比下降232小时至4147小时;受来水情况好转影响,水电机组同比提高12小时至3367小时;核电同比提高126小时至7809小时;受全国平均风速及水平面辐照量同比下降以及部分区域新能源限电等因素影响,并网风电及太阳能机组利用小时分别同比下降148小时和113小时至1979小时和1088小时。

图2 近年中国发电装机容量变动情况



资料来源: 联合资信根据中电联数据整理

用电需求方面,2025年,全社会用电量10.37万亿千瓦时,同比增长5.0%,主要系制造业转型升级,高技术及装备制造业快速扩张拉动全社会用电量增长(见图3)。其中,第二产业用电量6.64亿千瓦时,同比增长3.7%;全国第三产业用电量1.99万亿千瓦时,同比增长8.2%。

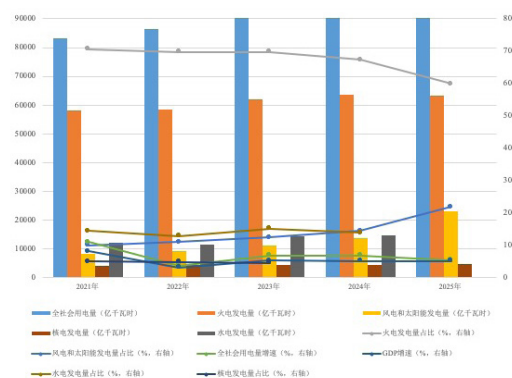
发电量方面,2025年,中国规模以上电厂发电量10.58万亿千瓦时,同比增长12.2%。其中,非化石能源发电量占40.0%,同比提高7.5个百分点,非化石能源发电量保持不断增长态势。2025年,中国火电机组发电量为63271.5亿千瓦时,发电量及占比规模较2024年均有所下降;中国风电、太阳能机组发电量为23011.6亿千瓦时,发电量及占比规模较2024年均大幅增长;中国运行核电机组累计发电量为4670.19亿千瓦时,同比增长4.91%;中国水电机组装机规模扩大带动水电发电量同比增长2.65%至14616.17亿千瓦时。

二、行业关注及政策调整

煤炭价格波动及煤电价格调整

煤炭价格受供需影响波动较大,由于煤炭价格上涨,政府通过保供稳价政策引导先进产能释放、推进煤

图3 中国用电量及发电量情况图



资料来源: 联合资信根据中电联数据整理

矿智能化建设, 2025年在煤炭稳产增产基调下, 煤炭价格回落, 显著降低火电成本, 叠加长协煤保障, 火电企业燃料成本压力进一步缓解。

2020年下半年以来, 中国煤炭产量增速放缓, 进口煤量同比下降, 煤炭供不应求导致其价格快速拉升(见图4), 进而严重激化煤、电价格矛盾。对此, 中国政府采取一系列措施, 如优先确保发电供热用户的长协合同资源及履约、鼓励符合条件的煤矿核增生产能力, 增强煤炭保供。2025年以来, 国家能源局、国家发展和改革委员会和国家矿山安全监察局等机构发布多项行业监管政策, 进一步明确了2025年煤炭行业稳产增产的总基调。2025年9月, 国家能源局、工业和信息化部等多部门发布《关于推进能源装备高质量发展的指导意见》助力行业加快推进煤矿智能化建设, 促进高端煤机装备国产化与迭代升级。此外, 新版《煤矿安全规程》等政策出台, 倒逼优质产能释放, 煤炭价格下降显著降低火电成本, 叠加长协煤保障, 火电企业燃料成本压力有所缓解。

新能源上网电价市场化改革

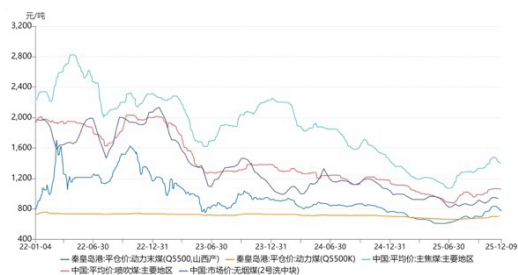
新能源上网电价全面入市, 取消固定价格兜底模式。电力市场通过现货市场全覆盖建设及规则完善, 形成市场定价机制, 为新能源公平参与竞争奠定制度基础。

随着新能源大规模发展, 新能源上网电价实行固

定价格, 不能充分反映市场供求, 也没有公平承担电力系统调节责任, 矛盾日益凸显, 亟需深化新能源上网电价市场化改革。国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》(发改价格〔2025〕136号), 通过完善现货市场交易和价格机制、健全中长期市场交易和价格机制及建立新能源可持续发展价格结算机制等方式推动新能源上网电量全面进入市场, 电价通过市场交易形成, 标志着新能源延续多年的“保量保价”政策兜底模式正式退出。

现货市场建设的全面推进构成了新能源入市的基础设施。2025年4月, 国家发改委办公厅与国家能源局综合司印发《关于全面加快电力现货市场建设工作的通知》, 明确要求湖北于2025年6月底前、浙江于2025年底前转入正式运行, 其余省份原则上于2025年底前转入连续结算试运行, 基本实现电力现货市场全覆盖。文件进一步打破市场壁垒, 明确支持分布式新能源、储能、虚拟电厂等新型主体参与市场, 并要求现货市场正式运行省份于2025年底前实现用户侧主体参与现货市场申报、出清、结算。2025年9月发布的《电力现货连续运行地区市场建设指引》以及同年12月印发的《电力中长期市场基本规则》, 从制度层面完善了市场设计, 对直接参与市场交易的经营主体不再人为规定分时电价水平, 为各类电源公平参与市场竞争奠定了规则基础。

图4 近年来国内主要煤炭品种价格走势



资料来源: Wind

绿电直连与新能源消纳

绿电直连政策允许新能源通过专用线路向用户直接供电, 实现物理溯源, 对自发自用比例设置量化约束; 同时, 结合消纳责任权重扩大绿电消费要求, 为直连项目提供稳定市场需求支撑。

面对新能源消纳压力与出口型企业绿电需求的双重挑战, 传统的大电网远距离输送模式已难以满足多元化场景。为满足出口型企业对绿电物理溯源的刚性

需求, 2025年5月, 国家发展改革委、国家能源局发布《关于有序推动绿电直连发展有关事项的通知》(发改能源〔2025〕650号), 允许风电、光伏等新能源项目不直接接入公共电网, 而通过专用线路向单一电力用户供电, 实现“点对点”物理溯源。政策明确分为并网型和离网型两类, 对项目自发自用电量比例提出量化要求, 同时支持民营企业参与项目建设。文件将绿电直连项目细分为两类: 并网型项目中, 电源接入用户侧, 项目作为整体接入公共电网, 与公共电网形成清晰的物理界面与责任界面; 离网型项目则完全独立于公共电网, 电源、用户和线路均与公共电网无电气连接, 作为独立系统运营。无论何种类型, 项目建设均须遵循“以荷定源”原则, 并设置了严格的消纳比例约束: 新能源年自发自用电量占总可用发电量的比例应不低于60%, 占总用电量的比例在2025年不低于30%并逐年提升至2030年不低于35%, 同时上网电量占总可用发电量的比例上限一般不超过20%。这些约束旨在确保绿电直连项目真正服务于用户侧绿电消费, 而非成为规避电网责任的套利工具。

在需求侧激励方面, 2025年7月, 国家发展改革委、国家能源局印发《关于2025年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》(发改办能源〔2025〕669号), 明确可再生能源电力消纳责任权重为约束性指标, 在电解铝行业基础上增设钢铁、水泥、多晶硅行业和国家枢纽节点新建数据中心的绿色电力消费比例。这一“责任约束”与“市场激励”双轮驱动的绿色能源消费制度体系, 为绿电直连项目提供了稳定的市场需求支撑。

新型储能并网及调度运用

新型储能通过并网调度政策明确分类定位, 容量电价机制首次确立独立储能稳定收益模式。储能从“成本包袱”转向“价值枢纽”, 形成“电能+辅助服务+容量”三位一体的价值实现体系。

在碳达峰碳中和目标引领下, 我国加快构建清洁低碳安全高效的能源体系, 积极发展清洁能源, 推进新型电力系统建设。新型储能作为支撑新能源发挥主体电源作用的关键技术, 是实现电力系统安全稳定运行的重要保障。2024年4月国家能源局发布的《关于促进新型储能并网和调度运用的通知》将新型储能明确区分为“调度调用型”与“电站自发型”两类, 前者具备独立计量装置并按照市场出清结果或调度指令运行, 主要包括独立储能电站及具备独立运行条件的新能源配建储能; 后者则与发电企业或用户联合运行, 由主体根据自身需求控制, 涵盖未独立运行的配建储能、火电联合调频储能及接受调度指令的用户侧储能。2025年9月印发的《新型储能规模化建设专项行动方案(2025—2027年)》进一步提出, 推动“新能源+储能”作为联合报价主体一体化参与电能量市场, 完善新型储能容量电价机制, 为储能资源的优化配置提供了操作路径。

储能角色的根本性转变是本时期电力政策的重要亮点。2026年1月, 国家发展改革委、国家能源局发布《关于完善发电侧容量电价机制的通知》(发改价格〔2026〕114号), 首次在国家层面建立电网侧独立新型储能的容量电价机制, 对满足条件的独立储能项目进行容量补偿。对于抽水蓄能, 政策区分存量与增量项目进行分类管理, 允许抽水蓄能电站自主参与电能量、辅助服务市场获得收益。这一政策标志着储能的商业模式发生根本性转变——储能不再仅仅是新能源项目的“成本包袱”, 而是可以作为独立主体获得稳定的容量补偿收益, 结合电能量市场和辅助服务市场的收益, “电能+辅助服务+容量”三位一体的储能价值实现体系正式形成。

加快虚拟电厂建设发展

虚拟电厂通过聚合分布式电源、可调节负荷、储能等各类分散资源, 能够提供调峰、调频、备用等多种调节服务, 有效缓解电力供应紧张局面。通过中长期市场

规则确立市场主体地位,收益模式向峰谷价差套利、调频调峰补偿等多元化发展。

虚拟电厂是实现智能配电网的重要技术之一,在新型电力系统建设和电力市场建设过程中扮演重要角色。2025年4月11日,国家发展改革委、国家能源局发布《关于加快推进虚拟电厂发展的指导意见》(以下简称“《意见》”)。作为我国首个虚拟电厂领域专项政策文件,《意见》在规范虚拟电厂的定义和定位的同时,还明确了积极推动虚拟电厂因地制宜发展、完善虚拟电厂参与电力市场等机制以及推动虚拟电厂技术创新和标准规范体系建设等任务。

在虚拟电厂的发展目标方面,《意见》明确,到2027年,虚拟电厂建设运行管理机制成熟规范,参与电力市场的机制健全完善,全国虚拟电厂调节能力达到2000万千瓦以上。到2030年,虚拟电厂应用场景进一步拓展,各类商业模式创新发展,全国虚拟电厂调节能力达到5000万千瓦以上。

2025年10月,《关于促进新能源集成融合发展的指导意见》提出加快推进虚拟电厂规模化发展,加强分散电力资源的聚合协同。2025年12月,国家发展改革委、国家能源局发布《电力中长期市场基本规则》(发改能源规〔2025〕1656号),明确虚拟电厂、负荷聚合商等新型经营主体可以参与中长期市场,规范绿色电力交易机制,强化中长期与现货市场的衔接,为虚拟电厂参与电能量市场、辅助服务市场提供了制度保障。随着电力市场规则的不断完善,虚拟电厂的收益模式将更加多元,包括电能量市场的峰谷价差套利、辅助服务市场的调频调峰补偿、需求响应补偿等,成为新型电力系统建设的重要支撑。

三、行业展望

预计2026年中国电力供需总体紧平衡,局部地区高峰时段电力供应偏紧。未来,电力行业将在科技创新

力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。

根据中电联发布的《2025—2026年度全国电力供需形势分析预测报告》,预计2026年全国电力供需总体平衡,局部地区高峰时段电力供需偏紧。从供应方面看,在国家“双碳”目标下,新能源继续保持较大投产规模,预计2026年全年新增发电装机有望超过4亿千瓦;但新能源发电装机占比持续提升,风、光资源及来水的不确定性增加了局部地区部分时段电力生产供应的风险。从需求方面看,2026年中国宏观经济将继续保持平稳增长,预计全社会用电量同比增长5%~6%。但外部环境复杂严峻给电力消费需求带来不确定性。

此外,2025年以来,中国煤炭经济运行总体平稳,煤炭价格呈“先抑后扬,区间震荡”态势,因此预计2026年煤炭市场供需仍保持平衡,煤炭价格呈区间震荡态势,火电企业经营成本压力将得以缓解。

未来,电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。///



2026年消费电子行业：高端化带动行业温和增长，区域市场分化态势加剧

文 | 联合资信 宁立杰 崔濛骁

一、消费电子行业概况

AI技术赋能、产品迭代升级、消费高端化趋势是消费电子行业增长的三大核心驱动力。2025年全年，全球消费电子行业延续复苏态势，市场规模稳步增长；国家“两新”政策扩围持续刺激消费电子产品需求，行业整体展现出较强韧性。

近年来，消费电子行业经历了“缺芯扰动—库存承压—AI技术破局—补库复苏”的完整周期转换。2024年全球消费电子行业市场规模突破8000亿美元，同比增长4.8%，全球消费电子市场步入平稳增长阶段。2025年，智能手机、PC、平板电脑出货量均实现同比增长。行业增长主要受AI技术赋能、产品迭代升级、消费高端化趋势三大因素驱动。

首先，AI技术的创新与应用为消费电子行业注入核心动能。AI技术不仅提升了现有产品的智能化水平，还催生了AI手机、AI眼镜等新型产品，创造了新的市场需求。根据Counterpoint Research数据，2024年生成式AI智能手机出货量占智能手机总出货量的20%，2025年这一比例提升至30%，全球生成式AI手机出货量约4亿部。芯片技术进步与轻量化大语言模型（LLMs）的普及，推动AI手机功能从旗舰机型下放至中端机型，加速了规模化落地。智能家居领域，2025年全球智能家居市场收入达到1740亿美元，产品家庭普及率提升至77.6%。

其次，消费电子产品快速迭代，倒逼厂商加大研发投入，以快速迭代的新品激发市场活力，有效拉动

消费者购买需求。2025年全年，全球智能手机、PC、平板电脑出货量同比均实现增长。智能手机增长主要依靠新兴市场（非洲、拉丁美洲和亚太地区等）需求拉动以及高端机型迭代。PC市场受益于换机需求，特别是Windows 10系统于10月停止支持，促使企业集中更新设备。2025年平板电脑市场延续增长态势，主要得益于硬件配置、软件生态持续优化，已成为线上教学、职场人群移动办公的重要工具；叠加国内“以旧换新”补贴政策降低消费者换机成本，进一步刺激了市场需求。

第三，消费者对高品质、高性能产品的付费意愿提升，推动消费电子行业向高端化转型。根据Counterpoint Research统计数据，智能手机均价从2024年的357美元升至2025年的370美元，预计2029年将进一步增至412美元，高端化、5G及高级功能需求是核心驱动因素。全球PC市场均价同样呈上涨趋势，AI笔记本是涨价核心驱动力。AI笔记本因搭载专用AI处理器、高端显卡等硬件，价格较普通机型高出12%~15%。平板电脑均价在2023—2024年连续下降后，2025年企稳回升。

2025年以来，先进制程芯片、DRAM存储芯片以及AI相关材料因供需偏紧，价格呈上行趋势；而成熟制程芯片、消费电子类射频及电池材料价格则出现不同程度下降，供需相对宽松。预计未来高端芯片涨价与成熟制程芯片降价将并存，消费电子企业将面临一定的成本控制与供应链调整压力。

消费电子行业上游为芯片、显示屏、摄像头、电池、结构件等电子元器件制造企业。手机芯片主要指

应用于手机通讯功能的芯片, 包括基带、处理器、协处理器、RF、触摸屏控制器芯片、存储芯片、无线IC和电源管理IC等。目前我国消费电子设备芯片对进口依赖程度仍然较高, 全球主要芯片厂商包括高通、联发科、三星等。2025年, 芯片市场呈现显著结构性分化: 先进制程 (5纳米以下) 芯片受AI算力、车规芯片需求爆发及技术迭代驱动, 价格同比上涨约5%~10%; 成熟制程 (6纳米以上) 消费电子芯片因产能持续扩张叠加消费电子需求趋于饱和, 价格同比有所下降; 传统MCU等通用芯片竞争加剧, 价格有所下滑。存储芯片价格波动明显且整体大幅上涨: DRAM受AI服务器需求及主要原厂将产能重心倾斜至利润更丰厚的HBM与DDR5产品, 消费级芯片市场出现供应缺口, 2025年第四季度DRAM涨幅约53%~58%; NAND Flash市场呈现出第四季度价格先低后高的走势。根据集邦科技 (Trend Force) 数据, 2025年第四季度全球NAND闪存前五大品牌厂商的营收合计较上一季度增长23.8%, 达到211.7亿美元。Trend Force已上调2026年第一季度整体NAND闪存价格的预测, 预计该季度价格环比涨幅为85%至90%, 相关厂商的营收水平预计将进一步提升。5G射频芯片价格因厂商扩产, 同比有所下降。电池及关键材料方面, 受上游锂盐价格企稳、动力电池产能

过剩格局延续影响, 价格同比下降约8%~12%, 国内供应链在电池材料领域的成本优势进一步巩固。此外, 芯片进口依赖度有所下降, 中芯国际、华虹半导体在成熟制程 (28nm及以上) 产能利用率超80%, 并向14nm先进制程迈进; 华为海思、寒武纪等企业在AI加速芯片领域持续突破, 部分国产芯片已实现终端搭载。

二、行业政策

2024年以来, 消费电子行业相关政策聚焦设备更新、以旧换新及产业升级 (见表1)。短期来看, 政策直接拉动消费电子市场需求, 加速存量设备更新迭代, 推动绿色智能产品普及, 缓解行业库存与产能压力。长期来看, 政策体系推动消费电子行业与新质生产力深度融合, 促进科技创新与产业创新双向赋能, 加速核心技术自主化、产业链本地化配套进程, 提升行业经营韧性、履约能力与信用水平, 为消费电子行业高质量发展、形成可持续竞争优势提供长期支撑。

三、行业竞争

全球智能手机市场呈现“高端集中、中低端分散”

表1 消费电子行业政策情况

发布时间	行业政策	发布部门	政策目标
2024年3月	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	确定“两新”政策的总体方向和核心框架
2025年1月	《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》	国家发展改革委、财政部	针对2025年实际情况, 落实“两新”政策, 并将补贴范围进一步扩大, 补贴力度进一步加强
2025年12月	《关于2026年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》(发改环资〔2025〕1745号)	国家发展改革委、财政部	优化“两新”政策, 聚焦绿色智能消费电子; 将数码补贴拓展为数码和智能产品 (新增智能眼镜), 统一按售价15%补贴 (单件≤500元), 引导消费升级与产业智能化 (中国政府网)
2025年12月	《关于提质增效实施2026年消费品以旧换新政策的通知》(商消费司函〔2025〕697号)	商务部等7部门	统一全国补贴标准与实施机制, 强化资金统筹与兑付, 保障政策落地效率 (中国政府网)
2026年3月	《2026年政府工作报告》及“十五五”规划纲要 (草案)	国务院	以新质生产力为核心, 深化“人工智能+”, 加速智能终端与智能体普及; 安排2500亿元超长期特别国债支持以旧换新, 推动消费电子向高端化、智能化、绿色化转型

数据来源: 联合资信根据公开资料整理

的多元化竞争格局，中国品牌稳居中游，并持续发力高端市场与新兴市场；技术层面，AI赋能、折叠屏普及成为核心趋势。PC行业头部企业垄断地位稳固；平板电脑行业中国品牌加速崛起、竞争加剧且场景化需求为品牌拓展提供了差异化空间。

2025年全球智能手机CR6占比约70%，集中度较高，但呈多元化竞争格局（见表2）。

高端市场（手机价格600美元以上）行业壁垒显著，CR5占比超过90%，头部企业凭借技术创新、生态系统和品牌溢价主导市场。2025年，苹果以约60%的市场占有率稳居第一，销量同比增长5%，市场地位持续巩固；三星约占22%，在欧美、中东市场表现突出；华为约占9%，凭借本土供应链韧性、麒麟芯片回归和三折叠等技术迭代，份额持续提升。在中国大陆高端市场，华为与苹果形成直接竞争，其次是小米、谷歌。

中低端市场（手机价格599美元以下）同质化突出、竞争激烈，品牌厂商以技术下放（如折叠屏、高像素影像）和性价比策略抢占份额。在400~599美元TOP20畅销品牌中，三星以42.5%的销量占比领跑，OPPO、苹果、谷歌、荣耀次之。在200~399美元档位，小米（占比33.5%）、三星（25.5%）、华为（13.8%）位列前三。199美元以下档位，三星

（42.8%）、小米（30.5%）、传音系（11.8%）占据主导，传音凭借低价策略和本地化功能，持续深耕非洲市场。

全球PC与平板电脑行业均呈现高集中度特征。PC行业头部企业凭借供应链与研发优势巩固垄断地位，AIPC的爆发进一步拉大头部与中小厂商差距，行业集中度有望进一步提升。平板电脑行业以苹果、三星为主导，国产品牌加速崛起，市场竞争加剧，场景化需求转型为品牌提供差异化竞争空间。

2025年，PC与平板电脑行业CR5均超过70%，竞争格局与发展逻辑分化显著（见表3和表4）。PC行业头部垄断格局稳固。根据Omdia数据，2025年全球PC总出货量达2.795亿台，同比增长9.2%。联想以25.4%的全球份额稳居第一，惠普、戴尔、苹果紧随其后，头部企业凭借供应链资源整合、持续研发投入形成核心壁垒。当前行业已进入AI驱动的爆发周期，AIPC研发涉及芯片适配、算法优化、软硬件协同等复杂领域，需巨额且持续的资金与技术投入，中小厂商无力承担，仅能退守传统低端市场。随着AIPC市场渗透率持续提升，预计未来PC行业集中度将进一步攀升，头部垄断格局将更加稳固。

平板电脑行业竞争加剧，场景化创新打开差异化

表2 2025年全球智能手机出货量占比

品牌	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
三星	20%	20%	19%	18%
苹果	18%	16%	18%	25%
小米	14%	15%	14%	11%
传音	7%	9%	9%	--
VIVO	8%	9%	9%	8%
OPPO	8%	8%	9%	8%
其他	25%	23%	22%	30%
合计	100%	100%	100%	100%

数据来源：联合资信根据公开资料整理

空间。苹果、三星依托先发优势与庞大用户基础占据主导地位，联想、华为等中国品牌加速崛起，市场份额稳步提升。行业竞争核心已从单纯的硬件参数比拼，转向学习、办公、游戏等场景化解决方案的优化，全球平板市场正逐步从娱乐设备向生产力工具转型，多样化场景需求为不同品牌提供了错位竞争的机会。

四、行业展望

预计到2026年，消费电子行业或将经历短期的调整，但从长期来看，其向上发展的基本面不会发生改变。人工智能技术的赋能、产品的迭代升级以及消费高端化趋势将推动消费电子行业实现温和增长，行业

整体呈现“高端稳健、中低端承压”的结构性特征。从全球区域来看，AI技术赋能、产品迭代升级、消费高端化趋势将带动消费电子行业温和增长，其中高端市场将成为增长的核心领域，超薄机身设计、生成式人工智能技术、折叠屏形态以及先进摄像系统将成为厂商着力发展的重点方向，从而持续推动产品附加值的提高。中低端市场则面临成本上涨、价格竞争与需求饱和等多重压力。区域市场表现的分化态势将进一步加剧，东南亚、中东、非洲等新兴市场凭借人口红利和消费升级成为增长新引擎，中国、欧洲、北美等发达成熟市场销量平稳、销售金额更高，中国仍为全球最大价值市场。

未来，消费电子行业信用风险或将呈现“整体可

表3 2025年全球PC出货量占比

品牌	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
联想	24.2%	25.1%	25.5%	25.3%
惠普	20.3%	20.9%	19.8%	20.1%
苹果	10.4%	9.4%	9.0%	9.3%
戴尔	15.2%	14.5%	13.3%	15.3%
华硕	6.4%	7.5%	7.8%	7.1%
其他	23.5%	22.6%	24.6%	22.9%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：联合资信根据公开资料整理

表4 2025年全球平板电脑出货量占比

品牌	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
苹果	37.3%	36.1%	35.6%	44.9%
三星	18.0%	17.1%	17.3%	14.7%
联想	6.9%	8.3%	9.1%	8.8%
华为	6.5%	7.9%	8.0%	6.9%
小米	8.3%	7.8%	6.6%	6.4%
其他	23.0%	22.8%	23.4%	18.3%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：联合资信根据公开资料整理



控、结构分化”的特征，行业信用基本面不会出现系统性恶化，但成本压力、技术迭代与市场竞争等因素将导致信用风险进一步向中小规模、技术薄弱、依赖传统品类的企业集中。头部企业依托技术、品牌、供应链与资金优势保持稳健，聚焦新兴细分赛道、具备核心技术创新能力的企业有望逆势增长，而技术落后、产

品结构单一、盈利与现金流承压的中小企业违约风险高、债务偿还能力或将恶化。行业发展需以成本压力缓解、需求稳步复苏、技术转型见效及供应链增强为支撑，业内企业应聚焦提升核心竞争力、布局高增长赛道、优化资本结构与现金流管理，以应对行业周期波动与市场竞争挑战。 **NA**

债市科技板: 历史演进、市场特征与完善路径

文 | 联合资信 徐 阳 陈玉洁 王自迪 郑中兴

为贯彻落实党中央、国务院关于做好科技金融的决策部署,推动《加快构建科技金融体系 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》落地见效,2025年5月,中国人民银行、科技部、金融监管总局、中国证监会联合召开科技金融工作交流推进会,会议提出建设债券市场“科技板”。债市科技板的建立不仅是债券市场响应国家政策、支持新质生产力的外部要求,更是债券市场自身高质量发展的必经之路。

一、债市科技板的建立: 历史积淀与时代必然

历史积淀: 政策引领下的阶梯式演进

债市科技板的诞生并非一蹴而就,而是我国资本市场多年来在科技金融领域深耕细作、持续进化的历史必然成果。回顾其政策演进历程(如表1),可以看到一条从局部试点到制度确立,再到体系整合与全面深化的清晰脉络。

探索起步期: 2016—2020年。为应对经济与产业结构调整,我国推进供给侧改革,强调从生产领域加强优质供给。为发挥债券市场服务实体经济、支持创新发展的重要作用,证监会正式启动创新创业公司债券试点。2016年,首批3只“双创债”在上交所成功发行,标志着资本市场开启服务初创企业的全新探索。

转型升级期: 2021年。受大国博弈、疫情冲击、房地产市场下行等多重因素影响,我国宏观经济承压、亟待修复;微观层面也出现企业经营困难、投资者风险偏好回落等状况。为破解“双创债”存在的信用风险偏高、市场认可度不足等问题,2021年3月监管部门在双创债体系下正式推出科技创新公司债券试点,并同步探索面向中小科创企业的高成长型企业债券。

全面规范期: 2022—2024年。这个时期,交易所市场与银行间市场均加强了制度建设。2022年5月20日,沪深交易所按照中国证监会统一部署,分别发布《科技

表1 债市科技板演进详细全景表

发展阶段	时间跨度	核心产品	关键政策
探索起步期	2016—2020年	双创债	2016年首批双创债试点发行。
		双创票据	2017年7月,证监会发布《关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》。
转型升级期	2021年	科创债(试点)	2021年3月,启动科技创新公司债试点;同步推出高成长型企业债券。
		高成长债	
全面规范期	2022—2024年	科创债	2022年5月,沪深交易所发布科创债指引,交易商协会推出科创票据。
		科创票据	2023—2024年,规则整合,科创债规则并入《专项品种公司债券指引》。
爆发式发展期	2025年至今	债市科技板	2025年5月,央行、证监会联合发布公告,构建统一规范的“债市科技板”。

数据来源:联合资信根据公开资料整理

创新公司债券发行上市审核规则适用指引》¹，标志着科创债作为一个独立品种正式落地。同期，银行间市场交易商协会推出科创票据，初步构建了跨市场的科创债基础制度框架。2023年10月20日及2024年12月27日，沪深交易所先后两次修订《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》，废止原有科创债专项指引，并将其纳入统一的专项品种规则体系，进一步优化了科创债的发行准入条件、募集资金使用规范与信息披露要求。

爆发式发展期：2025年至今。在更加系统化、标准化的规则体系下，债市科技板迎来快速发展。2025年5月7日，中国人民银行与证监会联合发布支持科技创新债券发行的公告，三大交易所及交易商协会同步推出配套举措²，进一步拓宽发行主体和募集资金使用范围，并完善配套支持机制，标志着债市科技板正式进入了统一规范、加速扩容的高质量发展阶段。该制度框架既覆盖企业直接融资，又引入金融机构作为核心参与主体，构建起多层次科创融资支持矩阵，为资本市场服务新质生产力发展筑牢制度保障。

时代必然：服务新质生产力的战略战场

债市科技板的确立，是资本市场服务实体经济转型、支持高质量发展的必然选择。站在“十五五”规划与2035年科技强国目标的战略交汇点，构建覆盖全要素、贯穿全生命周期的金融服务体系，已成为培育新质生产力、实现高水平科技自立自强的重要支撑。在此背景下，债券市场科技板被寄予厚望，它既是畅通“科技—产业—金融”良性循环的重要载体，也是推动金融供给侧结构性改革向纵深推进的关键环节。

从资金供需的宏观视角来看，直接融资体系的结构性短板亟待补齐。根据我国2030年全社会研发经费投入强度达到3.2%以上的战略目标测算，届时全社会年度研发资金投入规模将突破5万亿元。截至2026年初，股票市场科创板已集聚600余家上市公司，总市值超10万亿元，但其累计募资总额仅约1.1万亿元。由此可见，面对数万亿元级的年度常态化研发资金需求，仅依靠股权融资，显然难以满足科技型企业全生命周期的巨额资金缺口。因此依托于我国金融系统的现有布局，充分发挥债券市场直接融资主阵地的作用，就显得尤为重要。

尤其是企业进入成长期与成熟期后，大规模研发投入、产能扩张及产业链并购重组等需求，更需要规模化、长久期的资金予以支撑。债券市场在融资体量、资金成本与期限结构上具备显著比较优势，与这一阶段的融资需求高度契合。因此，债市科技板的设立，实质上补齐了科技金融在直接融资体系中的关键短板，通过实现“股债双轮驱动”，为构建支持科技创新的常态化长效机制提供了坚实制度保障。

二、债市科技板一二级市场的蓬勃发展

一级市场现状：发行扩容与主体多元化

在政策红利释放与市场内生动力的驱动下，科创债一级市场形成“量价提升、主体多元”的高质量发展新格局。从市场运行来看，科创债券发行规模已迈过万亿元关口，融资成本同步下行，叠加一级市场认购踊跃，充分印证了科创资产供需两旺的良好格局；从发债主体结构来看，市场已形成覆盖科技型企业、金

¹2022年5月20日，按照中国证监会统一部署，沪深交易所分别发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第4号——科技创新公司债券》《深圳证券交易所公司债券创新品种业务指引第6号——科技创新公司债券》。

²2025年5月7日，中国人民银行、中国证监会联合发布关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告（中国人民银行 中国证监会公告〔2025〕8号）；沪深交易所、北交所发布《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》；银行间交易商协会发布《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》。

融机构及股权投资机构的多元参与体系,实现了发行主体结构的持续优化。这种“量价齐升”与“参与主体结构优化”的同步推进,标志着科创债市场已实质性建立了覆盖科技创新全生命周期的多层次资金供给矩阵,为金融资源赋能新质生产力、实现科技强国目标奠定了良好基础。

1.一级市场发行:量价表现亮眼

一级市场发行规模方面,自2024年下半年起,科创债发行数量与规模均呈稳步增长态势。如图1所示,受2025年5月债市科技板的政策推动,科创债发行规模实现跃升,政策发布当月的发行规模接近3500亿元,后续月份月均发行规模也逾2000亿元,相较于之前不足千亿元的规模,实现了数倍增长。

一级市场发行定价方面,科创债亦具有明显的成本优势,认购情绪火爆,并未出现因规模倍增而导致融资成本上行的局面。如图2所示,2025年下半年以来,科创债平均发行利率维持在2%左右,多次创下同期限同级别信用债的历史新低。这种低成本融资环境有效降低了科技企业的融资成本压力,为其增加研发投入提供了财务空间。与此同时,科创债在认购端表现活跃,平均超额认购倍数长期保持高位,反映出市场资金对于优质科创资产具有较强的配置意愿。

2.结构演进:从“单一主体”向“多生态主体”转型

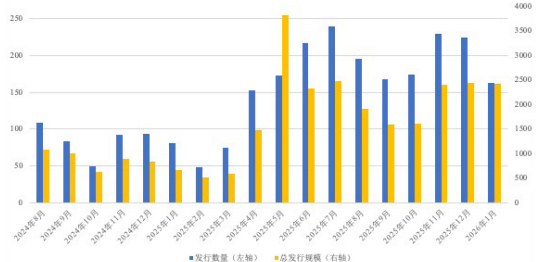
科创债市场发展初期,发行主体相对单一,主要

集中于大型央企及地方核心国企,对市场培育起到了积极的示范引领作用。随着制度体系日趋成熟、市场环境不断完善,发行人结构逐步实现维度拓展,形成多元化发行生态。2025年相关新政构建的科创主体精细化分类体系如表2所示。

首先,“科创企业”作为核心主体,实现了信用融资的有效突破。针对“专精特新”等民营科技企业普遍存在的信用评级门槛问题,市场通过广泛运用信用风险缓释凭证(CRMW)、担保增信等工具,有效实现了风险共担与分散。这一机制助力大批成长性突出但缺乏传统抵押资产的民营科技企业突破发债限制,顺利在债券市场实现融资。

其次,“科技产投企业”通过孵化与投资的双轮驱动,丰富了市场层次。这一类主体在实践中主要体现为两类模式:一是伴随着地方政府由土地财政转向股权财政,众多传统城投开始向产投平台转型,利用低成本科创债发挥资本杠杆效应。这一模式支持发行人通过“以投促产”,将募集资金直接用于辖区内初创企业的股权投资与孵化培育,推动自身从单一的基础设施建设主体,向科创生态赋能者实现身份转型。二是创投机构入场打通了“募投管退”的关键环节。以基石资本、同创伟业为代表的民营创投机构率先试水,成功发行科创债。这种“募资支持投资”的创新模式,不仅为创投机构提供了稳定的资金来源,更直接助力了

图1 科创债每月的发行数量(只)与发行规模(亿元)



数据来源: Wind资讯

图2 每月平均发行利率(%)和平均超额认购倍数对比



数据来源: Wind资讯

被投企业的科技创新。待所投资的初创企业成长壮大并具备相应信用资质后,可接续发行科创债券,进而形成多层次资本市场对科创产业全链条的系统性支持。

最后,“金融机构”补齐了资金供给矩阵。依托债券市场搭建多层次科技金融服务体系,金融机构可通过发行科创债券募集资金,再以信贷投放、股权投资等多元化方式支持科创企业,从而更全面地覆盖处于不同生命周期阶段的科创企业。2025年新政将商业银行、证券公司纳入发行主体,使其能够通过发行科创金融债获取长期稳定资金,精准支持科技信贷投放与做市业务,从而强化了资本市场对科创全产业链的系统性支撑。这一机制迅速转化为显著的市场增量:国家开发银行、工商银行等九家银行率先落地,新政施行首月发行规模便达1200亿元,为2021年试点全年融资规模的7.2倍。所募资金专项投向科技型企业信贷投放与科技成果转化项目,金融机构已成为衔接资本市场资金端与科创信贷资产端的关键枢纽。

二级市场交易：流动性提升与价值挖掘

在制度支撑下,二级市场作为金融资源配置的关键环节,一方面通过价格发现机制挖掘科创资产的内在真实价值,引导资金精准滴灌至高成长性的新质生产力领域;另一方面借助流动性提升反向推动一级市场实现量价齐升,进而构建起“一级发行培育二级交易、二级定价反哺一级融资”的良性循环生态。

1.债市科技板交投活跃、流动性提升

正如前文所述,一级市场呈现发行量价齐升、参与主体日趋多元的态势,既为二级市场提供了丰富的交易标的,也为深度投资策略的落地创造了良好条件。除一级市场带动外,制度持续优化带来个券流动性改善,也为金融产品创新夯实了市场基础;而ETF等标准化产品的扩容,则进一步激活了底层资产交易需求。两者相互支撑,共同推动科创债市场形成底层资产与投资工具协同发展的良好格局。

在制度保障层面,做市商、登记结算等配套机制的持续优化,为债市科技板交投活跃度提升奠定了坚实基础。做市商制度通过持续双边报价与及时响应询价,有效发挥价格发现功能,降低市场交易摩擦。针对科创债,监管层特别引入了评价激励机制,将科创债做市指标赋予1.2倍的加权重。这一差异化安排有效激发了中介机构的做市意愿,促使其积极提供流动性支持。从结算与质押配套机制来看,登记结算及回购制度直接影响投资者交易成本与资产资金使用效率。在科创债市场,监管部门不仅推出免收登记费、结算费等全面降费措施,还创新性将优质科创债的回购折扣系数上浮0.1。该举措切实提升了科创债作为标准回购质押品的融资效率,使其兼具安全性与高流动性特征。

在个券层面,依托上述制度红利,科创债快速形成了显著优于市场整体的流动性优势。如图3所示,科创债平均流动性档位曲线长期位于全部信用债下方,反

表2 科技创新企业分类

分类	定义	监管部门分类		
		人民银行/证监会	上交所、深交所、北交所	银行间交易商协会
科创企业	以技术创新为核心,主要从事高新技术产品研发、生产和服务的企业。	科技型企业	科创企业 科创升级类机构	科技型企业
科技产投企业	从事科技前沿领域、战略性新兴产业等国家重点支持的科技创新领域投资,支持科技创新领域企业创新发展。	股权投资机构	科创孵化类机构 科创投资类机构	股权投资机构
金融机构	通过贷款、股权、债券、基金投资等途径专项支持科技创新领域业务的商业银行、证券公司、金融资产投资公司等金融机构。	金融机构	金融机构	

数据来源：联合资信根据公开资料整理

映出其流动性表现领跑市场。进一步数据显示，2025 年上交所科创债年化换手率达140%，较公司债整体换手率高出约40个百分点，交易活跃度显著优于市场平均水平。

在产品层面，截至2025年底，两批共24只科创债ETF已全部成功落地，合计规模超过2500亿元。作为场内标准化的投资工具，科创债ETF不仅具备交易便捷、费率低的特征，更通过其独特的申赎机制发挥了关键的流动性传导作用。ETF的实物申赎或现金替代模式，使得做市商与套利资金频繁参与底层个券的买卖与换手，显著提升了科创债的二级市场流动性。而底层资产流动性的改善与定价效率的提高，又反过来降低了产品的建仓难度与跟踪误差，为更多指数化产品的设计与推出提供了基础，从而构建起“产品扩容促进交易活跃、流动性提升反哺产品创新”的生态。

2.流动性提升促进科创债的价值挖掘

二级市场流动性的充裕不仅降低了投资者的交易成本，更是有效疏通了价格发现机制，推动市场资金实现对资产价值的挖掘。在信用定价方面，市场正逐步建立一套差异化的科创估值体系，形成了科创主体利差+科创债利差的双重定价逻辑。从利差分析可以看出，科创债发行主体的利差补偿较非科创主体低约6个基点，即便同一发行主体，其科创债利差也较普通债券低约5个基点。这意味着在“科创主体+科创品种”双重红

利加持下，科创债较非科创主体发行的普通债券利差低逾10个基点，市场对带有“科创”标识的债券给予了明显的溢价认可。如图4所示，2025年5月新政实施后，科创债的平均信用利差较同主体非科创债显著收窄。这种“科创溢价”现象，既体现了市场对我国科技创新领域发展的坚定信心，也反映出在“资产荒”背景下，科创债凭借清晰的政策导向与严格的募集资金用途监管，被市场认定为具备较高安全边际的优质资产。按照债券市场“二级市场定价引导一级市场定价”的运行逻辑，当前交投活跃的科创债二级市场，能够有效承接一级市场的规模化发行，在稳定发行成本的同时，进一步引导发行利率下行。

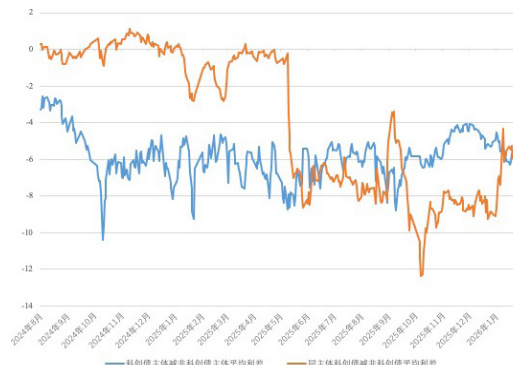
三、建议与展望

一是加强债市科技板的制度供给，一级市场、二级市场共同发力。在一级发行层面，可进一步鼓励拓宽科创债发行主体范围。当前发行人仍以大型企业为主，虽起到良好示范引领作用，但与科创领域“投早、投小”的导向仍存在一定差距；增加多元化的风险缓释机制，着力解决科创企业融资难的问题；扩大科创债贴息的范围和力度，着力缓解科创企业融资贵问题。二

图3 流动性档位对比



图4 科创债主体利差与债项利差 (BP)



级市场方面, 为科创债交易提供流动性支持, 深化做市商制度, 扩大科创债在担保品机制中的应用; 健全风险预警与处置机制, 做到防微杜渐, 明确责任主体的运作模式、决策流程及风险触发条件等核心安排。

二是探索建立以科技创新竞争力为特色的信用评级体系。与传统企业以规模为核心的分析逻辑不同, 科技型企业以技术创新为核心驱动力, 专注于研发、生产及销售高技术含量、高附加值的产品与服务。在初创期与成长期, 企业往往需要持续大额研发投入, 同时需加快实现市场认可, 在研发风险与市场风险双重叠加下, 经营现金流普遍承压。仅依靠传统评价视角难以全面衡量科创企业的真实价值, 因此应围绕科技创新能力、科研成果产出、行业技术影响力等维度, 为科创

企业构建专属的科学信用评级体系。

三是用好债券条款, 兼顾灵活性与安全性。科技创新债券募集资金专项用于支持科技创新领域发展, 但科创领域本身具有较强的不确定性与不可预见性。这就要求在债券条款设计上加强创新, 将债券表现与科创项目进展相挂钩: 通过回售、赎回等条款灵活调整债券期限, 借助转股、浮动收益等设计优化投资收益, 从而构建发行人与投资者之间利益共享、风险共担的市场化机制。此外, 丰富多元的增信安排可有效缓释科创债信用风险。除传统的第三方保证、差额补足等方式外, 基于科创主体特点的预期收益质押、知识产权质押等特色增信条款, 有望进一步提升科创债的投资安全性。■



AI环境下中国评级机构发展前景讨论

文 | 联合资信 李天娇 周捷

一、AI时代外部评级机构的价值重估

现状剖析：国内评级机构的传统定位与核心困境

国内评级机构的困境本质在于：长期服务于监管合规需求，真正服务于投资者决策的服务能力与市场信誉还在建设过程中。

而越来越多的投资机构日益具备大数据分析优势，能够直接接入万得、DM、企业预警通等数据平台，获取海量公开信息，构建越来越完善的内部信用评估模型；在AI渗透率逐步提高的环境下，投资机构自身信用分析能力和效率也面临飞跃。外部评级机构在AI环境里的价值在哪里？AI时代的到来，成为倒逼评级行业思考价值根源的转型契机。

技术平权削弱了评级机构传统意义上的信息优势，但也催生了新的价值空间——在信息爆炸、自媒体泛滥，真假难辨的环境中，投资者需要的不是更多的信息，而是可信的判断、可依赖的数据、可嵌入决策流程的标准。这构成了评级机构重新定义自身价值的战略窗口。

发展方向：从“监管合规工具”到“第三方信用风险基础设施”

AI时代信用评级机构的定位应从“监管驱动的合规工具”进化为“第三方信用风险基础设施”。信用评级机构作为“信用风险基础设施”的核心在于其提供的不是定制化的投资者服务，而是可供全市场共同使用的基准。这一理解对于厘清评级机构的定位、商业模式与合规边界具有重要意义。这一概念包含如下三重内涵。

1.基础设施属性

基础设施具有公共性、基础性、嵌入性。评级机构应成为金融市场信用风险认知的“公共品”——其提供的不是定制的观点，而是可嵌入所有市场参与者决策流程的基准服务，包括数据、模型和观点。

以联合资信的信用评级为例，联合资信给出的信用级别是建立在这一基准之上的综合观点，而非针对特定投资者的个性化建议。所有市场参与者都可以使用这一公共基准进行决策，也可以在此基准上根据自身的风险偏好、投资约束和判断逻辑调整参数。

这意味着评级机构的数据、模型、观点应当以标准化方式接入投资者的内部系统，成为投资管理系统、风险监控平台、量化模型的基本组件。投资者根据不同需求可以调用或调整联合资信的数据，并通过联合资信的模型输出风险评估结果。这种“基准+自主调整”的模式，既保证了全市场有共同的沟通标准，又尊重了投资者的自有判断。

2.信用风险专业深度

这一基础设施不是通用的数据平台，而是深度嵌入信用评估专业能力的“垂直基础设施”。它既包含经清洗、标准化的底层数据，也包含体现专业判断的风险指标和模型，更包含对复杂信用事件的深度解读。

与万得、DM等数据平台相比，评级机构的独特优势在于“判断”——回答“我们认为这意味着什么”，而非仅仅呈现“发生了什么”。其核心价值在于将分散、异构、碎片化的信息，筛选/转化为结构化、可比较、可操作的信用风险认知。因为在信息爆炸的时代，投资者面临的核心困境已从“信息匮乏”转向“信息

过载与判断缺失”。海量数据涌入、真假信息混杂、自媒体观点泛滥，现在投资者真正缺乏的是经过专业筛选、验证、提炼的可靠判断。这正是评级机构的可以发挥的核心价值。

因此，评级机构平台与通用数据平台并非竞争关系，而是价值链上下游的分工：数据平台解决“数据可得性”，评级机构解决“数据可用性”与“判断可靠性和一致性”，且评级机构专注于信用风险这个细分领域。

3.第三方中立原则

这是基础设施区别于其他投资者平台的根本特征。第三方中立包含三个层面：(1) **立场中立**：在任何市场环境下，交易的基础是不同投资者的风险偏好差异，而中立观点始终具有价值。(2) **方法透明**：评级逻辑、模型框架、关键假设对市场公开是建立可信任基础设施的前提，是区别于“黑箱模型”的关键。(3) **监管合规**：同样的数据和服务以同等条件提供给所有市场参与者，不因客户身份差异而区别对待。一致性原则消除了利益冲突的可能性，也是评级区别于咨询业务的边界，使得评级机构的服务与现行监管框架契合，不存在合规隐患。

需要强调的是，基础设施的角色在于提供可信、可比、可验证的评估基准，而非垄断性的“正确判断”。投资者的自主判断，恰恰建立在评级机构的中立原则这样的公共基础之上。

国内评级机构的核心能力重构

从“监管合规工具”向“第三方信用风险基础设施”转型，对国内评级机构提出了能力重构要求。

1.核心能力：从个人经验升级到工程能力

传统评级机构的核心资产是“分析师的经验”——资深分析师对行业的深刻理解、对企业财务的敏锐洞察、对管理层诚信的直觉判断，但这些经验高度个人化、隐性且难以复制。AI环境下评级机构的核心资产是“系统化的工程能力”——对分析师经验的总结、沉淀

和扩展，可持续优化的数据治理体系、有历史传承和全市场覆盖的产品交付平台。

2.商业模式：从卖报告延伸到卖服务

传统商业模式是“项目制+产品制”：对每个发行人进行一次评级，收取一次费用；发布一份报告，完成一次交付。新商业模式是在传统模式上的增量，表现为“订阅制+服务制”：投资者按年订阅某一行业或某一区域的数据服务，持续获取结构化数据和实时监测；基于API调用量或数据用量付费；定制化分析工具和深度研究按项目单独收费。这意味着收入模式从“离散交易”延伸为“持续订阅”，从“单一产品销售”延伸为“多元服务组合”。

二、AI环境下评级机构竞争优势

规模经济与网络效应：信用数据与模型的基础设施

1.跨周期、全行业的违约数据库

评级机构长期积累的、跨越多个经济周期的违约和回收率数据，是校准任何信用模型的“黄金标准”。

每一家出现舆情/违约的企业——无论是财务造假、经营恶化、实控人风险，还是外部环境突变——都是检验和深化风险认知能力的绝佳样本。当舆情发生时，市场充斥着碎片化信息、矛盾陈述和情绪化判断，投资者难辨真伪。评级机构此时介入，通过系统性调研，区分“真实风险”与“噪音信息”，识别风险的实质程度与传导路径。每一次这样的调研，都是对风险识别能力的一次训练。这些案例经过结构化沉淀后，形成覆盖不同行业、不同类型风险、不同演化路径的“风险案例库”。

实际上，这也是目前评级机构需要以评级平台为杠杆，着力发展的数据基础。这种“舆情驱动—实地调研—案例沉淀”的机制，形成了评级机构特有的优势积累路径。这种优势具有显著的时间累积效应——随着时间推移，经验越丰富、案例越多元、判断越精准。而

单纯依靠公开数据和算法模型的机构，则无法获取同等深度认知。

2.多源数据的整合能力

评级机构与广大发行人建立了长期合作关系，形成了稳定的数据搜集网络。这种网络使其能够以更低成本获取和验证数据，包括难以从公开渠道获得的经营数据、管理层访谈信息等。

更重要的是，评级机构可以对多源数据进行交叉验证——财报数据与纳税数据比对、经营数据与物流数据比对、管理层陈述与第三方信息比对，识别异常，了解问题所在。这种能力建立在长期信任和授权基础上，是通用数据平台无法复制的。

独立第三方视角：市场基准

1.化解利益冲突的独立价值

在任何市场环境下，交易的基础都是不同投资者有不同的风险偏好，才会有交易产生。如果所有投资者对同一资产的信用判断完全一致，市场将失去流动性。因此，市场天然需要多元化的观点。

评级机构作为受严格监管的第三方，其观点比交易对手方描述更具客观性和可信度。这种独立价值不因技术进步而削弱，反而在信息泛滥时代更加凸显，独立的第三方验证成为稀缺资源。

2.监管合规的标准之一

在现行监管框架下，外部评级仍是巴塞尔协议对银行资本要求、保险资金运用范围限制、债券质押库准入等的重要合规依据。尽管长期看监管标准可能演变（例如未来可能允许银行更多依赖内部模型），但独立第三方观点作为市场共识基准的功能不会消失。即使在允许内部模型的情况下，监管机构仍需要外部基准来验证内部模型的合理性，市场参与者仍需要共同标尺来沟通和交易。

3.可交互的分析过程

AI时代，评级机构的价值不仅在于输出评级符号，

更在于提供可解释、可交互的分析基础和过程，将评级机构的方法论封装为可操作工具，嵌入客户的投资决策流程。通过提供透明模型组件，允许投资者输入自己的假设（如不同的宏观情景、行业变量），用于自己的投资决策和信用条款安排，获得对信用风险的深度理解。

三、构建多层次服务生态

评级报告——逻辑的锚点

在多层次产品体系中，评级报告仍占据基础地位，但其形态和功能需要重新定义。

1.报告功能的回归

传统评级报告信息堆砌明显但逻辑观点欠缺——财务数据、公开信息等表述格式化，体现专业判断的内容有限。新的评级报告应回归其本质功能：呈现评级机构对发行人的核心判断、关键逻辑和未来展望，篇幅大幅缩减。

企业定位：简明扼要地描述企业的行业地位、商业模式、核心竞争力，为后续分析奠定基础。

关键逻辑：阐述支撑信用级别的核心逻辑——是行业景气驱动，还是财务稳健支撑；是外部支持强劲，还是自身造血能力突出。需揭示信用级别的主要驱动因素。

关键假设：明确列出评级所依赖的关键假设，例如对行业增长的预期、对企业战略执行效果的判断、对外部支持力度的估计。假设的透明化有助于投资者理解评级的边界。

敏感因素：识别可能触发评级下调的关键风险因素，如政策变化、竞争加剧、财务杠杆攀升、流动性紧张等。

未来展望：基于对行业趋势和企业战略的理解，给出对信用质量未来走势的前瞻性判断。

2.作为产品体系统一的叙事框架

评级报告不仅是一份独立产品，更是整个产品矩

阵的“逻辑锚点”。结构化数据产品中的各项指标、交互式分析工具中的情景参数、实时监测服务中的预警信号, 都应报告中的核心判断和关键假设保持一致。报告为数据赋予意义, 数据为报告提供支撑。

投资者阅读报告后, 可以深入API调取底层数据, 验证逻辑; 在使用分析工具时, 可以基于报告中的假设进行情景测试。

结构化数据产品

结构化数据产品是本次产品升级的核心, 它通过API将评级过程中产生的各类数据以标准化形式输出, 供投资者按需调用、二次加工并嵌入内部流程。

1.数据标准: 评级机构的核心基础设施职能

结构化数据产品的前提是数据标准化。评级机构最具战略价值的职能之一, 正是建立并推广信用数据的行业标准。

定义标准的数据口径: 不同来源的数据往往口径不一——评级机构基于长期信用评估经验, 可以定义一套适合信用分析的数据口径, 并以此清洗和输出数据。这解决了投资者面对多源数据时“不可比”的痛点。

推动信息披露的标准化: 评级机构可以利用其市场影响力, 引导发行人按照统一格式披露财务和经营信息。例如, 倡导发行人提供标准化的财务报表附注、统一的ESG数据模板。这不仅能降低全市场的数据处理成本, 也为评级机构自身的数据采集提供便利。

数据筛选和质量评估: 建立可靠数据来源, 按照标准筛选海量数据, 形成对数据源可信度的分级体系, 帮助用户识别哪些数据可放心使用、哪些需审慎对待。从“数据使用者”到“数据规则制定者”, 评级机构通过数据标准巩固其基础设施地位。在信息碎片化环境中, 标准的制定者往往在数据生态中占据更主动的地位。

2.数据孤岛: 无法消除的生存环境

数据标准化不是在真空中进行的, 而是在数据孤岛林立的现实中展开。认识孤岛的必然性, 是有效应

对的前提。

孤岛的必然性反映在如下几个方面: (1) **商业利益护城河:** 任何掌握数据的主体——核心企业、电商平台、电信运营商、金融机构——都将数据视为核心资产, 数据共享意味着让渡潜在竞争优势。(2) **监管合规红线:** 《数据安全法》《个人信息保护法》为数据跨境、跨行业流动设置严格门槛, 金融数据、个人隐私数据开放受限。(3) **行业标准异构:** 不同行业、不同企业的信息系统千差万别, 数据格式、接口协议、定义口径难以统一。(4) **隐私保护共识:** 公众隐私意识觉醒, 对数据滥用的警惕增强, 数据采集和使用需保持克制。

数据孤岛不是亟待“解决”的问题, 而是必须“适应”的环境。正是信息割裂创造了专业中介的生存空间。如果所有数据都已开放、标准化、互联互通, 那么任何拥有算力的机构都能轻松得出信用评估, 评级机构的专业性将大打折扣。孤岛的存在, 恰恰凸显了评级机构作为连接者、验证者、整合者的独特价值。

3.人机协同: AI环境下结构化数据的质量保障

结构化数据的质量, 取决于数据清洗、标准化、验证的严谨性。人机协同是确保质量的根本路径。

分析师在关键节点的纠偏与提炼反映在如下方面:

(1) **复杂情况判断:** 对于异常检测发现的疑点, 由分析师介入调查——是数据错误还是企业经营变化的真实反映? (2) **数据造假甄别:** 常规算法难以发现的精心造假, 需要分析师通过经验判断、现场核实来识别。(3) **质量最终把关:** 重要数据发布前, 由分析师进行复核, 确保清洗逻辑合理。(4) **最高层次观点的总结与审核。**

交互式分析工具

在结构化数据基础上, 评级机构可以提供一系列交互式分析工具, 将自身的数据和观点封装为可供投资者自主操作的组件。

结构化数据产品通过API交付, 实现“可编程性”。投资者可以根据自己的风险偏好和判断逻辑, 对基础数

据进行二次加工，形成个性化的信用评估，而非被动接受评级机构的基准结论。

四、差距与务实转变

总体目标与主要差距

从“监管合规工具”到“第三方信用风险基础设施”的转型，对评级机构而言，从管理角度可以分解为以下目标：战略上，定位为投资者认可的信用风险数据和观点基准；产品上，形成“评级报告+结构化数据API+分析工具+监测服务”四层产品矩阵；数据能力上，建立企业级数据治理体系，实现主要数据源的自动化清洗与标准化输出；组织上，形成“产品—技术—分析”的组织架构。

国内评级机构当前状态与目标状态之间存在系统性差距，体现在以下方面：（1）**认知层面**，当前竞争逻辑仍围绕客户关系维护、价格竞争与合规竞争展开；而目标状态下，竞争应转向数据质量、模型广度与服务深度，行业应被理解为具有公共品属性的市场基础设施。（2）**核心能力层面**，现有模型能力以基于Excel的静态打分卡为主，产品形态则集中于单一评级报告；目标状态则要求建立可解释的AI模型，具备持续学习与情景模拟能力，并形成涵盖结构化数据、分析工具与评级报告的多层次产品体系。（3）**产品形态层面**，当前核心产品仅为评级报告；目标状态应以结构化数据与分析工具作为核心产品，通过嵌入式服务实现实时监测与动态交互，支持按需订阅、分层服务，且产品可拆分、可调用、可嵌入客户模型。（4）**组织架构层面**，现行考核以作业量为导向，知识管理高度依赖分析师个人经验积累；目标状态应将考核转向数据质量与观点深度，构建结构化知识库与可传承的标准体系。（5）**技术基础层面**，当前数据架构多为分散的Excel与Access数据库，技术架构以单体应用与手工流程为主；目标状态要求建立企业级数据仓库与实时数据管道，并实现与投资人的数据交互。

组织结构与考核的调整

第一，在原有评级业务部门之外设立独立的新产品技术中心，包含数据产品组、技术开发组与数据治理组，避免被传统业务模式同化，同时设立数据治理委员会进行跨部门协调。

第二，围绕重点产品组建跨职能协同小组，设立产品委员会平衡业务与技术诉求，形成信用评级、数据产品、技术研发与市场销售的矩阵架构。

考核导向从“作业量”转向“价值创造”。分析师不再以评级报告数量为核心指标，转而考核模型准确性、预警时效性与研究质量；产品经理考核API调用量、客户净推荐值与产品迭代速度；技术团队考核系统可用性、响应时间与错误率等。

先动起来——基于现有体系的渐进改变

转型并非对现行工作流程的推翻重建，而是在现有作业基础上选择性增强、逐步演进。

在评级报告环节，可选择1至2个行业试点AI辅助生成初稿，分析师聚焦逻辑审核与核心判断，通过此举逐步沉淀结构化分析模板。尽调资料清单可统一为行业标准模板，现场访谈与资料收集过程即完成数据标准化录入，在不新增负担的情况下积累结构化数据。

在审核与知识管理环节，可在评级结果审核流程中嵌入AI一致性检查，辅助识别级别偏离与逻辑矛盾；同时搭建AI知识库，将历史评级报告、行业研究与违约案例进行结构化沉淀，使分散于分析师个人脑中的经验逐步转化为可传承的方法论。

在预警与监测环节，从现有规则型预警起步，逐步引入模型预警，最终实现智能预警自动推送至分析师工作台，与现有跟踪评级流程自然衔接。

产品输出方面，可将评级过程中已产生的结构化数据封装为API数据接口，选择个别需求明确的机构客户进行试用，以服务而非报告的形式交付，逐步培育新的

收入模式。

这一路径的核心逻辑是：以现有流程为载体，在关键节点引入技术增量，通过小范围验证逐步扩展。

五、结论

AI未瓦解评级行业，而是倒逼价值升级。技术平权消解了传统信息优势，但也催生了新的价值空间——投资者需要的不是更多数据，而是可信的判断、可依赖的信息、可嵌入流程的基础设施。

数据标准是基础设施的核心职能。评级机构应从“数据使用者”升级为“数据规则制定者”，通过定义数据口径、统一标签体系、推动信息披露标准化，巩固其基础设施地位。

结构化数据基础决定产品升级成败。多层次产品

的构建依赖于底层数据的结构化。可编程的风险视图、交互式分析工具、实时监测服务，都建立在标准化的基础数据层之上。

第三方中立原则是不可动摇的根基。立场中立、方法透明、监管合规，是评级机构区别于商业数据平台的本质特征，也是市场信任的基石。

人机协同是质量保障的根本路径。AI提升处理规模和效率，人类保障判断深度和可靠性。

产品形态从“观点封装”到“数据组件”演进。核心观点报告作为逻辑锚点，结构化数据产品、交互式工具、实时监测服务构成完整产品矩阵，满足投资者差异化需求。

垂直基础设施与数据平台差异化共存。评级机构的核心优势在于“判断”——回答“这意味着什么”，而非仅仅呈现“发生了什么”。



简析集合式供应链产品交易设置及评级关注要点

文 | 联合资信 张雪茹

一、引言

传统供应链ABS（“1+N”模式）以一家核心企业为信用基石，有效解决了一级供应商融资问题。随着核心企业对子公司的融资担保余额管控日益趋严，集合式供应链ABS（“N+N”模式）应运而生。集合式供应链ABS不再依赖单一核心企业信用，而是将多家核心企业及其供应商的应收账款汇集打包，形成更具规模及分散度的资产池，在降低发行成本的同时，发展趋势从依靠单一核心企业信用向依靠底层资产质量进一步倾斜。在底层资产质量偏弱的情况下，通常引入外部担保，依赖外部担保信用背书（见表1）。

二、交易结构设置要点及风控要点

集合式供应链ABS通常以保理公司作为原始权益人，从多家供应商处受让对多家核心企业的应收账款

债权，再将应收账款债权转让给专项计划，通过优先/次级分层、外部担保等增信措施发行证券。

合格标准设置

合法性有效性方面，基础资产对应的全部保理合同、基础交易合同、《买方确认函》适用法律为中国法律，且在中国法律下均合法有效。**真实性方面**，基础资产对应的基础交易合同具备真实、合法、有效且公允的交易关系；供应商在向保理商转让其享有的应收账款债权前已真实、合法、有效并完整的拥有该笔应收账款债权，保理商受让该笔应收账款债权后亦可真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权。

以上设置作为基石条款，与传统供应链设置基本相同，对实现资产证券化“真实出售”和“破产隔离”具有重要意义。如果保理合同或基础交易合同因适用法律不明或存在效力瑕疵而被认定为无效，那么专项计划将无法主张对底层应收账款的权利。以上设置确保了所

表1 集合式供应链ABS与传统供应链ABS的核心区别

维度	传统供应链ABS（“1+N”）	集合式供应链ABS（“N+N”）
资产池构成	单一债务人及其关联方。基础资产通常是围绕一家核心企业（及其下属公司）的应付账款。	多家核心企业的应收账款。基础资产池由多家不同核心企业的供应链应付账款汇集而成，行业分布更广泛。
底层资产信用质量	单一核心企业信用。底层资产及整个产品的信用等级完全依赖于核心企业的付款能力和意愿。	资产组合信用。基于多家核心企业的多个供应商的应收账款，底层信用风险被分散，对单一核心企业的依赖度降低。
底层风险分散度	高度集中。一旦核心企业信用恶化或出现经营问题，整个ABS产品将面临巨大风险。	相对分散。单一核心企业的经营波动对底层资产的影响相对较小，底层信用风险在多个主体间被分散。
参与主体	“1”家核心企业+“N”家供应商。交易结构相对简单，保理公司通常作为原始权益人起通道作用。	“N”家核心企业+“N”家供应商。参与方更多元，法律关系更复杂，通常涉及多种确权方式和增信措施。
增信主体（如有）	核心企业作为共同债务人。通常采用《付款确认书》模式。	担保公司作为担保人。引入担保公司作为外部增信机构。通常采用债务人《付款确认函》+担保人《担保函》模式。
分配安排	到期一次性还本为主。	以期间分配或循环购买为主。

资料来源：联合资信整理

有权利转让、通知、对抗第三方的效力均受国内《民法典》及破产法体系的保护,为破产隔离提供了确定性。

转让限制方面,基础资产对应的保理合同、基础交易合同均不存在基础资产转让的禁止性或限制性约定;或者,在保理合同、基础交易合同对基础资产转让作出限制性约定的情况下,转让条件已经达成,基础资产可以进行合法有效的转让;**转让价款方面**,专项计划设立日前,同一保理合同项下原始权益人应支付的应收账款转让价款均已全部支付予原始债权人,且转让对价公允。**转让登记方面**,专项计划设立日前,原始权益人自原始债权人受让的应收账款债权已在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统办理应收账款转让登记。**重复融资核查方面**,基础资产不存在重复融资,基准日入池基础资产不包括已回款部分等。

这一条款与传统供应链设置基本相同,确保了专项计划取得的是完全、无瑕疵的债权,核心企业不能在事后以“合同约定禁止转让”为由拒绝向专项计划付款,保障了现金流的确定性。如果保理公司(原始权益人)未足额支付转让对价给供应商(原始债权人),则供应商在法律上仍保留对债权的所有权。一旦保理公司破产,供应商可能主张“未付清价款,债权未真正转移”,要求取回债权,导致专项计划的资产被卷入保理公司的破产清算。应收账款转让登记并非债权转让的生效要件(债权转让自转让合同生效时在转让人与受让人之间生效,通知债务人后对债务人生效),但登记则是确立对抗善意第三人效力的关键手段。未办理登记的转让,存在重复融资风险、质押优先权冲突风险和无法确立对抗第三人的优先效力风险。

基础资产特定化方面,基础资产的任何部分或全部均不存在任何债务负担、质权、抵押权、留置权、抵销权或者第三方的其他有效的权利主张,基础资产涉及的应收账款债权可特定化,且应收账款金额、付款时间明确。

这一条款与传统供应链设置基本相同,如果资产

上存在第三方权利,则“真实出售”的效果被破坏——第三方权利人会穿透专项计划,直接主张权利。此外,对于底层资产具有足够分散度的集合式产品依赖分散化效应缓释风险,如果部分资产存在权利负担、部分资产无法特定化,整个资产池的信用模型就会失效。

抗辩权方面,专项计划设立日前,债务人已出具《买方确认函》,确认:①其对基础交易合同项下的应收账款承担的到期付款义务不以任何理由(包括但不限于商业纠纷)抗辩,且不享有任何主张扣减、减免或抵销的权利(法定抵销权除外);②原始债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的义务。

这一条款与传统供应链设置基本相同,《买方确认函》是中国法律下供应链ABS的核心增信文件。规定其适用中国法律,是为了确保该函件中“放弃抗辩权”“承诺到期付款”等条款在我国《民法典》的框架下具有强制执行力。《买方确认函》通过核心企业事先放弃该等抗辩权,切断了直接对抗专项计划的关联。即使供应商确实存在违约行为,各核心企业也不能以此对抗专项计划,必须按约付款。

基础资产分散度方面,需设置相互之间不存在关联关系的债务人的数量下限,并设置单一债务人入池资产金额的占比上限,以及债务人与原始债权人之间关联交易的入池应收账款债权金额的比例上限。

基础资产为传统核心企业供应链应收款的,可以免于上述债务人分散度要求,前提是资产池应当包括至少10个相互之间不存在关联关系的债权人,且核心债务人信用状况良好。集合式供应链则须满足上述分散度要求,这一条款本质是为了防范资产池出现系统性风险,实现资产组合信用。控制相互之间不存在关联关系的数量,是为了防止多家债务人实际上受同一实际控制人控制,形成隐性集中。此外,对于可以达到足够分散度标准的底层资产池,个别债务人的违约可以被其他债务人的正常付款所吸收,整体违约率趋于稳定、可预测。

主体资格方面,原始债权人、债务人如为法人或其

他组织，均依据中国法律在中国成立，且合法有效存续，且债务人未被最高人民法院列入失信被执行人名单；原始债权人在保理合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利，且未曾向他人转让或赠与应收账款或其项下任何权益或利益（法定抵销权除外）等。

这一条款与传统供应链设置基本相同，构建了资产入池的主体门槛。它们确保进入资产池的每一笔应收账款，都来自于合法存续的交易主体，且该主体在转让前没有对该债权进行过任何处分、也没有保留任何可能影响债权金额的权利。对于集合式产品而言，这是将分散的、来自不同主体的应收账款，拼装成一个法律上稳定、金额上确定、权利上排他的标准化资产池的基础前提。

现金流划转及触发机制设置

集合式供应链ABS现金流划转路径通常为由债务人直接划转应付款项对应金额至专项计划账户；部分产品设置先划转至原始权益人设置的监管账户，后由监管账户划转至专项计划账户。对于不直接向专项计划账户进行划转的产品，交易文件中应限制回款在监管账户停留的时间，并设置权利完善事件等触发机制，在原始权益人出现转付逾期或信用恶化时，及时通知债务人将款项直接付至专项计划账户。若设置循环购买结构，管理人需要实时监控单一债务人占比，并设置加速清偿事件，出现风险时进行加速归集或强制进入摊还期进行清偿。通常专项计划会设置不合格

基础资产的替换或赎回条款，如果发现不合格基础资产，及时替换为符合合格标准的资产或直接划转相应损失的现金流以避免影响整体基础资产现金流的实现。管理人需对现金流自产生直至全额归集至专项计划账户进行资金闭环管理，以降低资金混同或者专项计划资金被挪用的风险。

还款安排及分配方式

集合式供应链ABS入池基础资产的行业、区域、应收账款类型等分布结构通常会较传统供应链ABS更加分散，应收账款到期日不同或单笔应收账款期间还款安排也通常会导致出现现金流分阶段流入的特征，基于此，根据组合资产池还款安排通常搭配期间分配或循环购买设置（见表2）。

增信方式

传统模式只需要协调1家核心企业的审批流程；集合模式需要协调多家核心企业的财务部门各自履行内部审批流程，并签署格式统一的《付款确认函》和其他协议。相关流程由管理人、保理公司或担保人牵头进行，协调成本和法律文本的标准化难度显著增加（见表3）。

确权核查

集合式产品涉及多家核心企业、大量供应商，且可能包含多级供应商，穿透核查的复杂度和工作量成倍增加。调查方法方面，可采用逐笔尽职调查和抽样尽

表2 应收账款到期日相同或不同的对比

类别	到期日相同，统一到期	到期日不同，分批次到期
单笔应收账款期间无还款	通常搭配到期一次性还本付息的分配安排。	由于现金流分阶段流入，可不设置循环购买，设置期间付息+到期还本或期间付息并部分还本+到期还本；亦可设置循环购买安排，解决多家核心企业账期参差带来的期限错配，循环期持续进行循环购买，摊还期停止循环购买并进行摊还。
单笔应收账款期间分期还款	通常搭配期间付息+到期还本或期间付息并部分还本+到期还本。	
存续期	通常为1年。	通常为2年。

资料来源：联合资信整理

职调查，通常以五十笔为界限（见表4）。

三、评级关注要点

评级机构在给集合式产品评级时，首要判断条件之一是测算资产池的分散度是否足以支撑目标评级。因此，除了上述各市场参与机构均关注的合格标准、现金流闭环、增信安排有效性、确权核查等要点外，评级机构对于具有足够分散度的资产池，通过蒙特卡洛模拟等方法，计算在不同违约率假设下，分散度能否保证优先级证券的安全性。

联合资信在评定集合式供应链应收账款资产支持证券违约风险时，以“真实出售、破产隔离”为基本前提。首先，联合资信使用基础资产合同约定的现金流作为资产池未来的现金流；其次，联合资信依据交易文件条款的约定，包括证券要素、分配顺序、触发事件、增信措施等，形成现金流支付量化模型；再次，联

合资信依据压力情景下受评证券本息能否获得及时、足额偿付来确定受评证券是否能获得目标信用等级；最后，联合资信将结合交易结构风险、参与机构尽职能力、外部增信措施等因素对受评证券违约风险进行定性调整后，得到受评证券的最终信用等级。

集合式供应链ABS的核心企业为两家及以上，但实际执行时，部分产品无法达到足够的分散度标准（如只有3~5家），在未引入外部担保的情况下需依赖其本身的信用级别，但通常更常见的是引入外部担保，进而直接依靠外部担保的信用背书。对于无法达到足够分散度标准的资产池，联合资信构建现金流入对支出的覆盖模型，通过压力测试，来确定基础资产对证券的保障程度。而对于具有足够分散度的资产池，联合资信采用蒙特卡洛模拟方法可对资产池组合的信用风险建模，以确定优先级证券达到预设评级目标所需要的目标等级违约比率或目标等级损失比率（即必要的信用提升水平）。该方法以信用级别与违约

表3 不同增信端口的对比

增信端口	增信文件	决议流程	技术手段
无增信	债务人付款确认函	根据公司章程履行相应流程。	以债务人主体信用评价为基础进行资产组合综合质量评价，通过依靠超额利差/折价购买、优先/次级分层，引入违约回收率、违约分布等假设因子进行蒙特卡洛测算确认资产信用。
资产端增信	共同债务人付款确认书	根据公司章程约定的有权机构进行董事会决议或股东会决议。	对底层资产进行债务加入，需要保障基础资产现金流可以覆盖专项计划预期支出的前提下，可依靠共同债务人主体信用。
专项计划端增信	担保人或差额支付承诺人出具担保函或差额支付承诺函	担保公司的风控审批决议/根据公司章程约定的有权机构进行董事会决议或股东会决议。	强信用主体或专业担保公司对专项计划进行连带责任保证担保。可能嵌套多层级的差额支付承诺/担保，第二顺序差额支付人/担保人对第一顺序差额支付人进行差额补足。就集合式供应链ABS而言，通常采用专业担保公司出具担保函的形式进行增信，并由债务人集团公司进行反担保。

资料来源：联合资信整理

表4 确权核查维度

核查维度	具体内容	技术手段
真实合法有效性	合同、发票、结算单、货运单据、验收证明等	发票查验API、ERP数据直连等
重复融资风险	同一笔应收账款是否重复融资	中登网查重
资产特定化	发票、针对同一合同项下回收款在不同权利人间的偿付顺序的相关约定文件	法律意见书、资产买卖协议、历史交易验证

资料来源：联合资信整理

率的对应关系为基础，充分考虑债务人影子级别、集中度、关联关系、所处行业和地区、资产金额和剩余期限、资产担保方式等因素以及基础资产与证券端的利差水平对整个资产池的违约可能性及损失可能性所能产生的各种影响，同时综合考虑了资产服务机构的服务能力等因素。此外，通过关键债务人违约压力测试、现金流压力测试和敏感性测试（如有）确认优先级证券的量化模型指示信用等级，最终综合内外部增信设置最终确定优先级证券的信用等级（见表5）。

四、展望

未来集合式供应链ABS或将深度融合区块链、大数据实现贸易真实性的自动核查；资产类型从应付账款向订单融资、库存融资拓展；与中国出口信用保险公司等政策性机构合作服务跨境场景；绿色供应链ABS也将逐步兴起。

五、总结

集合式供应链ABS通过“N+N”模式实现了信用

来源的多元化，其核心在于：分散度是生命线，通过严格的集中度上限实现风险分散；资产质量是信用基石，构建“超额利差+次级分层+外部担保”多层安全网；循环购买是核心机制，解决期限错配；穿透核查是风控保障，通过技术手段防范重复融资。对于评级机构，需关注资产池分散度及质量、交易结构设置、内外部增信充足性及各参与机构的履职能力。随着金融科技의 深入应用，集合式产品将在服务中小微企业、盘活存量资产方面发挥更重要作用。



表5 蒙特卡洛模拟方法、压力测试及敏感性测试关注要点及作用机制

模块	要点	作用机制
组合资产信用风险分析	资产池分散度	通过统计债务人集中度、行业/地区集中度、关联关系、债务人加权平均影子评级、资产池剩余期限，判断资产池分布特征。
	超额利差/折价购买	以低于面值购买资产形成安全垫缓冲，提供信用支持。
	优先/次级分层	劣后级别证券为较高级别证券提供信用损失保护，提供信用支持。
关键债务人违约压力测试	关键债务人违约	如果资产池的入池资产数量较少或者入池资产金额分布极不均匀，那么很有可能少数几笔资产表现欠佳就会对整个资产池产生较大的负面影响。
现金流压力测试	违约分布前置、利差、违约回收率等	通过分配安排、循环购买率、循环购买期等设置来定制模型因子。将通过蒙特卡洛测算出的违约分布、违约回收率等参数作为压力测试的基准条件，并进一步设置违约分布前置、缩小基础资产和优先级证券之间的利差、违约回收率下降等压力条件。
敏感性测试（如有）	集中度/资产质量	当交易结构设有循环购买，考虑存在循环购买后的资产池集中度提升以及资产质量下降的可能性。
增信安排	额外支持作用/关键支撑作用	无增信、资产端增信、专项计划端增信，不同增信设置会在基础资产质量评价的基础上最终决定ABS产品的信用级别。

资料来源：联合资信整理

评级小贴士

关于企业信用状况综合评价体系的一些基础知识

企业信用状况综合评价体系包括哪些内容？

企业信用状况综合评价主要包括公共信用评价和市场化信用评价。公共信用评价由政府部门遵循公益性原则组织开展，反映企业遵守法律法规和相关管理规定情况，主要服务政府管理。市场化信用评价由征信机构、信用评级机构、行业协会商会等第三方机构依法依规开展，反映企业参与市场活动的违约风险，主要服务融资授信、商业往来等市场活动。

公共信用评价的内容和评价规则是什么？

公共信用评价主要包括公共信用综合评价和行业信用评价。国家发展改革委负责公共信用综合评价制度建立和工作开展，反映企业公共信用总体状况。行业主管部门负责建立本领域的行业信用评价制度，反映企业在某一领域的公共信用状况。公共信用评价指标数据原则上应当来源于公共信用信息，可以视情将有关部门在履职过程中产生或获取的其他能够反映企业信用状况的信息纳入指标数据范围。评价结果由高至低原则上划分为“A”、“B”、“C”、“D”四级；评价结果采取分数制的，应明确四级对应的分数段。

第三方主体如何开展市场化信用评价？

征信机构、信用评级机构依法采集企业的公共信用信息、金融信用信息、商业信用信息，对企业市场活动中的信用状况作出评价，评价主要服务于融资等经济金融活动。征信机构采集政府公开信息、人民法院依法公布的判决裁定信息，也可以通过信息主体、企业交易对方、行业协会等依法依规采集企业信用信息。行业协会商会在主管部门指导下对行业内企业开展信用评价，主要服务于行业自律管理。支持符合条件的第三方机构参与公共数据授权运营，应依法合规处理企业信用信息。

资料来源：国务院办公厅《关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2026年4月, 债券市场¹新增违约²主体1家, 涉及到期违约债券1期, 到期违约债券规模0.64亿元; 重复违约³主体1家, 涉及到期违约债券1期, 到期违约债券规模87.74亿元。

截至4月30日, 2026年我国债券市场新增违约主体1家⁴, 涉及到期违约债券1期, 到期违约债券规模0.64亿元, 违约家数、期数和规模较上年同期 (4家、11期、114.93亿元) 大幅下降。重复违约主体2家, 涉及到期违约债券2期, 违约主体家数、期数较上年同期 (4家、7期) 有所下降; 到期违约规模约96.37亿元, 较上年同期 (10.16亿元) 有所上升 (见表1)。

二、信用等级调整⁵情况

2026年4月, 我国债券市场有3家发行人主体级别发生上调, 与上年同期持平; 有4家发行人主体级别发生下调, 较上年同期 (6家) 有所下降。无发行人主体展望发生上调, 较上年同期 (1家) 有所下降; 无发行人主体展望发生下调, 与上年同期持平。

截至4月30日, 2026年我国债券市场有10家发行人主体级别发生上调, 与上年同期持平; 有9家发行人主体级别发生下调, 较上年同期 (10家) 有所减少。有1家发行人主体展望发生上调, 与上年同期持平; 无发行人主体展望发生下调, 较上年同期 (1家) 有所下降 (见表2)。

表1 2023年—2026年4月我国债券市场违约情况 (单位: 家、期、亿元)

	2023年			2024年			2025年			2026年1—4月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	8	26	201.69	17	34	336.61	13	23	233.63	1	1	0.64
重复违约	12	30	115.61	14	38	278.25	5	10	41.67	2	2	96.37

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 2023年—2026年4月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2023年	2024年	2025年	2026年1—4月	2023年	2024年	2025年	2026年1—4月
调升数量 (家)	86	69	69	10	7	2	3	1
调降数量 (家)	37	65	52	9	26	11	5	0

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

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

东方时尚驾驶学校股份有限公司

一、主体概况

东方时尚驾驶学校股份有限公司（以下简称“东方时尚”或“公司”）成立于2005年8月，原名北京东方时尚驾驶学校有限公司，2011年整体变更设立为股份公司，名称变更为现名。2016年1月公司在上交所上市发行股票（股票代码：603377.SH）。东方时尚主营业务为机动车驾驶人培训及民用航空器驾驶员培训。截至2025年12月底，公司股本为7.15亿元，控股股东为东方时尚

投资有限公司（简称“东方时尚投资”），实际控制人为自然人徐雄。

受公共卫生安全事件、宏观经济复苏缓慢等多重因素影响，公司驾驶培训业务下滑趋势明显；叠加实际控制人被捕、监管行政处罚、大额诉讼及股票被实施风险警示等负面事项，公司再融资受限，流动性危机进一步加剧。2026年3月6日，公司公告预计无法按时兑付东时转债本息，到期兑付面临重大风险。2026年4月8日，公司未能按时支付东时转债本息，构成实质性违约。

表1 违约债券统计

债券简称	起息日	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
东时转债	20200409	20260409	20260409	0.64	--	AA/AA/稳定	可转债	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：Wind

二、违约历程回顾

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2023/09/15	公司实际控制人、董事长徐雄因涉嫌操纵证券市场罪，经上海市人民检察院第一分院批准逮捕。
2023/09/25	公司公告，晋中东方时尚置业有限公司（以下简称“晋中置业”）起诉子公司东方时尚驾驶学校晋中有限公司（以下简称“东方时尚晋中公司”）和公司损害其利益，涉案金额共计4.09亿元，晋中院已经立案。
2023/12/06	公司公告，控股股东东方时尚投资及实控人徐雄所持部分股份被司法冻结及司法标记，相关股份占其持股数量的26.74%，占公司总股本的7.41%。
2023/12/12	因涉嫌信息披露违法违规，公司被中国证监会立案。
2023/12/13	由于实际控制人被捕、大额诉讼、股份被冻结等负面事项频发，公司及其相关债券被列入信用评级观察名单。
2024/02/04	由于存在业绩预期大幅亏损、涉嫌信息披露违法违规被证监会立案等不利信用因素，公司主体和债项信用等级由AA下调为AA-，继续被列入信用评级观察。
2024/04/30	公司发布年报，2023年实现营业总收入10.42亿元，同比增长4.22%；当期利润总额为-3.29亿元，亏损幅度加大。由于存在大额关联方资金占用，审计机构出具了否定意见的内控审计报告，公司股票自2024年5月6日被实施其他风险警示，实施后简称为“ST东时”。

2024/06/27	受治理失效负面事件频发、新增信贷逾期、盈利能力显著下滑等因素影响，公司主体和债项信用等级由AA-下调为A+，评级展望为负面。
2024/10/18	由于公司及其控股股东、实际控制人等负面事件对公司经营和融资造成不利影响，持续亏损及货币资金快速下降导致偿债能力下降，公司主体和债项信用等级由A+下调至A-，评级展望维持负面。
2024/11/29	公司流动性压力加大，整体偿债能力进一步弱化，公司主体和债项信用等级由A-下调至BBB，评级展望维持负面。
2024/12/19	由于未按规定披露关联方资金占用，租赁事项会计处理错误，未及时披露担保、回售等事项，北京证监局决定对公司和控股股东采取责令改正的行政监管措施，对公司相关高管出具警示函。
2024/12/25	由于监管处罚所涉事项加大公司退市风险，且公司信用记录持续恶化，公司主体和债项信用等级由BBB下调至BB+，评级展望维持负面。
2025/1/22	由于2024年公司业绩预计大幅亏损，信用记录持续恶化，融资难度加大，公司主体和债项信用等级由BB+下调至BB-，评级展望维持负面。
2025/03/07	由于实际控制人变动风险加大、关联方占用资金清收缓慢、股票停牌及退市的风险加剧、信用记录持续恶化等不利事项，公司主体和债项信用等级由BB-下调至B，评级展望维持负面。
2025/04/18	公司公告：（1）收到山西高院终审判决书，判决东方时尚晋中公司返还晋中置业产业扶持奖补资金2.51亿元及资金占用损失，公司承担连带清偿责任；（2）公司无法按期归还用于补充流动资金的东时转债募集资金1.06亿元。
2025/04/30	公司年报发布，2024年实现营业总收入8.07亿元，同比下降22.55%；当期利润总额为-9.78亿元，亏损幅度加大。
2025/04/30	由于公司无法按期归还可转债募集资金且征信记录中逾期金额持续增加，涉诉事项加剧流动性风险，公司主体和债项信用等级由B下调至CCC，评级展望维持负面。
2025/07/10	公司收到北京市第一中级人民法院送达的《决定书》，法院决定对公司启动预重整。
2026/03/06	公司公告，“东时转债”将于2026年4月8日到期，公司预计无法按时兑付本息，其到期兑付面临重大风险。
2026/03/19	由于公司预计无法按时兑付东时转债本息且处于预重整阶段，涉诉事项金额占净资产比重较高，公司主体和债项信用等级由CCC下调至CC，评级展望维持负面。
2026/04/08	“东时转债”到期，公司无法兑付债券本息。
2026/04/10	由于未能按时支付债券本息，公司主体和债项信用等级由CC下调至C。

注：表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况
资料来源：Wind

三、违约原因

行业低迷导致主营业务盈利能力下滑，偿债能力不断弱化

受公共卫生安全事件、宏观经济下行等因素影响，2021年以来公司驾驶培训业务增长缓慢，通航培训业务需求下滑，主业盈利能力不断弱化。2021—2025年，公司营业总收入由11.99亿元下降至6.18亿元，营业利润率由50.25%下降至25.18%。同时，重资产运营模式加大了公司折旧摊销等固定成本，叠加对库存车辆计提大额跌价损失和应收账款坏账准备，2023年起公司连续陷入大额亏损，2025年亏损额达到6.73亿元，内生偿债能力不断弱化。

投资失败占压大量资金，债务结构失衡导致短期偿债压力巨大

2018—2022年，公司加大外埠市场开拓，推进业务转型，投资活动持续呈现大额净流出。但前期采购的智能驾培系统设备交付严重延期，外埠和通航培训新业务拓展也未达预期，前期投资未能获得预期收益，占用了公司大量营运资金。公司日常运营较为依赖短期融资，短期债务在整体债务中的平均占比约为七成，2025年末上升至100%。公司流动性指标持续偏弱，2025年末流动比率仅为0.27，非受限货币资金对短期债务覆盖比率仅为0.12倍，现金资产对短期债务的覆盖程度严重不足。



管治失效导致负面舆情频发，融资受限加剧流动性危机

公司长期存在信息披露违法违规、控股股东及关联方大额资金占用问题，合规管理严重失效。2023年以来，公司陆续爆发实际控制人被捕、大额司法诉讼、股份冻结和股票被实施风险警示等负面舆情，再

融资能力受到严重影响。截至2023年底，公司10.87亿元授信额度已全部用完，陆续出现大额借款逾期，信用记录持续恶化。2025年7月，公司被法院裁定预重整，已基本丧失偿债能力。///

表3 主要财务指标

财务指标	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
资产总额 (亿元)	49.41	52.69	48.15	40.08	33.43
所有者权益 (亿元)	24.06	23.31	20.50	11.37	3.75
长期债务 (亿元)	1.86	4.31	3.19	2.93	0.00
全部债务 (亿元)	6.30	12.22	11.45	10.32	10.27
营业总收入 (亿元)	11.99	10.00	10.42	8.07	6.18
利润总额 (亿元)	1.95	-0.42	-3.29	-9.78	-6.73
EBITDA (亿元)	4.57	2.92	0.17	-6.53	-3.82
经营性净现金流 (亿元)	4.49	1.56	2.80	1.93	1.43
营业利润率 (%)	50.25	41.54	34.11	24.87	25.18
净资产收益率 (%)	5.37	-3.20	-18.30	-83.01	-204.44
资产负债率 (%)	51.30	55.77	57.43	71.62	88.79
全部债务资本化比率 (%)	20.75	34.40	35.85	47.57	73.26
流动比率 (%)	31.97	56.73	41.56	30.99	27.09
全部债务/EBITDA (倍)	1.38	4.19	67.25	-1.58	-2.69
EBITDA利息倍数 (倍)	7.70	3.16	0.18	-8.08	-4.67
经营现金流动负债比 (%)	29.21	8.94	15.92	10.04	6.23

资料来源：联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

国务院办公厅发布《关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》

2026年4月2日, 国务院办公厅发布《关于建立企业信用状况综合评价体系的实施方案》(以下简称《实施方案》)。《实施方案》构建了企业信用状况综合评价体系的制度框架, 提出由“公共信用评价”和“市场化信用评价”共同构成综合评价体系, 分别明确了上述评价体系的开展主体、评价角度、服务范围。

《实施方案》的发布与实施, 有助于完善企业信用状况综合评价体系, 优化评价流程, 提升评价质量, 规范评价结果应用, 有助于促使企业重视自身信用状况, 从而营造诚信经营的良好市场环境。

(摘自中国政府网, 2026年4月2日)

上证科创板公司可转换债券指数发布

2026年4月1日, 上交所与中证指数有限公司正式发布上证科创板公司可转换债券指数, 同时发布中证科创创业可转换债券指数。上证科创板公司可转换债券指数聚焦



科创板专属领域, 其编制特点突出“硬科技”属性, 精准反映科创板转债的整体表现; 中证科创创业可转换债券指数则实现科创板、创业板全覆盖, 兼顾科创与创业领域的多样性, 适配投资者多元化配置需求。两大科创类可转债指数的发布, 是可转债市场服务科技创新、完善指数体系与深化指数化投资的重要一步, 可提升相关细分领域的定价与估值参考性, 引导长期资金流向硬科技领域。

(摘自同花顺财经, 2026年4月3日)

北交所发布《北京证券交易所非公开发行公司债券挂牌规则》

2026年4月30日, 北交所发布《北

京证券交易所非公开发行公司债券挂牌规则》(以下简称《挂牌规则》)以及配套的12件指引和7件指南, 正式推出私募债业务, 并于5月6日启动私募债受理审核工作。

《挂牌规则》为北交所私募债基本业务规则, 从债券挂牌、信息披露、债券持有人权益保护、停牌、复牌以及终止转让等方面做出规范。与《挂牌规则》配套发布的指引指南, 主要是为了与上位规章、规范性文件、基本业务规则等进行衔接。本次北交所在吸收成熟市场经验的前提下推出私募债业务, 有助于进一步拓宽企业债券融资渠道, 提高债券市场服务实体经济的能力。

(摘自北交所网站, 2026年4月30日)

市场动向 Market Trends

全国首单“首都都市圈”科创债落地

2026年4月10日,北京控股集团有限公司(简称“北控集团”)在上交所成功发行全国首单服务首都都市圈建设主题债券。本期债券采用双品种发行机制,合计发行规模20亿元。其中,3年期品种发行规模6亿元,票面利率1.6%,全场认购倍数达6.1倍;7年期品种发行规模14亿元,票面利率为2.03%,全场认购倍数达4.06倍。本期债券不仅填补了该主题信用债的市场空白,更获得了极低的融资成本和火爆的认购倍数,彰显了资本市场对首都区域协同发展前景及发行人信用资质的较高认可。

(摘自央广网, 2026年4月14日)

全国首单雄安疏解发展公司债券在北交所发行上市

2026年4月15日,中国雄安集团有限公司(简称“雄安集团”)全国首单雄安疏解发展公司债券在北交所上市。本期债券发行规模5亿

元,期限1年,票面利率1.50%,全场申购倍数达3.22倍,债券票面利率创2023年以来AAA主体同期限公司债利率新低。本期债券的成功发行,有助于雄安集团进一步拓宽融资渠道、优化债务结构,提升服务北京非首都功能疏解工作的保障能力,是北交所债券市场服务国家重大战略、支持雄安新区高质量建设和高质量疏解发展的重要实践。

(摘自北京日报客户端, 2026年4月15日)

全国首单银行间市场消费类定向资产支持票据在北金所发行

2026年4月28日,广州市城发投资基金管理有限公司2026年度第一期定向资产支持票据在北金所发行。该产品是全国首单银行间市场消费类定向资产支持票据,是银行间市场金融创新的积极探索。产品的底层资产是广州天河新天地购物中心,属于广州核心区域的商业综合体不动产项目。产品发行规模11.77亿元,认购倍数1.67倍,多家投资机

构参与认购,其底层资产质量以及产品设计受到市场参与者认可。该产品的发行,是银行间债券市场盘活存量资产的创新实践,有助于赋能实体经济、推动消费升级。

(摘自北京金融资产交易所网站, 2026年4月29日)

全国首单“碳中和绿色+乡村振兴+低碳转型挂钩”公司债券发行成功

2026年4月23日,云南省绿色能源产业集团有限公司在深交所成功发行全国首单“碳中和绿色+乡村振兴+低碳转型挂钩”公司债券。本期债券发行规模为5亿元,期限5年,票面利率2.40%,全场认购倍数达2.6倍。本期债券募集资金将全部用于农村地区的光伏项目建设。本期债券设计中引入了“低碳转型挂钩”机制,将融资成本与企业减排目标直接挂钩,实现了多重创新突破,也是云南省首单碳中和绿色公司债券和首单低碳转型挂钩公司债券。

(摘自新浪财经, 2026年4月29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

2026年4月，央行继续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，本月央行开展了4396.00亿元逆回购、13000.00亿元买断式逆回购、4000.00亿元中期借贷便利（MLF）和2000.00亿元的国库现金定存操作，同时有7712.00亿元逆回购、17000.00亿元买断式逆回购、6000.00亿元中期借贷便利（MLF）及700.00亿元国库现金定存到期，全月实现净回笼8016.00亿元。在此背景下，2026年4月，1年期短融、3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（1.80%、1.81%和2.12%）均较3月（1.90%、1.88%和2.24%）有所下降。

表1 2026年3月—2026年4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	
	2026年3月	2026年4月	2026年3月	2026年4月	2026年3月	2026年4月
AAA	1.81	1.72	1.83	1.79	2.15	2.04
AA+	2.03	1.97	2.19	1.94	2.29	2.26
AA	1.76	1.61	1.89	1.95	2.60	2.58
平均发行利率	1.90	1.80	1.88	1.81	2.24	2.12

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





图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

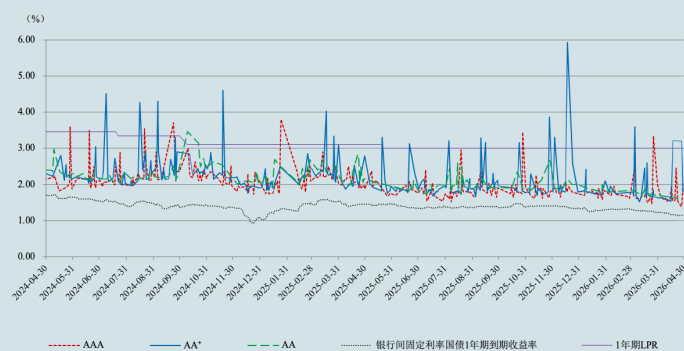


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

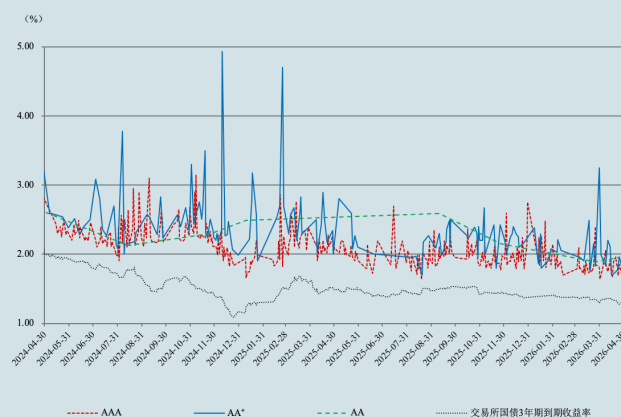
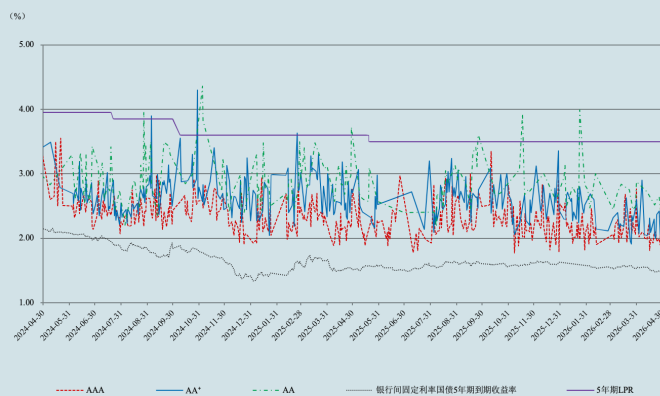


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2026年4月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈现下降态势。2026年4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(1.72%、1.97%和1.61%)均较3月(1.81%、2.03%和1.76%)有所下降。

2026年4月, 交易所国债3年期到期收益率呈波动下行态势。2026年4月, 3年期AAA级、AA+级公司债的平均发行利率(1.79%、1.94%)较3月(1.83%、2.19%)有所下降, AA级公司债的平均发行利率(1.95%)较3月(1.89%)有所上升。

2026年4月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈现先升后降态势。2026年4月, 5年期AAA级、AA+和AA级中票平均发行利率(2.04%、2.26%和2.58%)较3月(2.15%、2.29%和2.60%)有所下降。//

2023年—2026年4月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2023年	2024年	2025年	2026年1—4月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	5.4	5.0	5.0	--	--
规模以上工业增加值	4.6	5.8	5.9	--	5.6
固定资产投资总额 (不含农户)	3.0	3.2	-3.8	14.1	-1.6
社会消费品零售总额	7.2	3.5	3.7	16.5	1.9
出口总额	0.6	7.1	6.0	9.3	11.3
进口总额	-0.3	2.2	0.6	6.9	20.0
CPI	0.2	0.2	0.0	--	0.9
PPI	-3.0	-2.2	-2.6	--	0.2
社会融资规模存量	9.5	8.0	8.3	456.9	7.8
M2余额	9.7	7.3	8.5	353.0	8.6
人民币贷款余额	10.6	7.6	6.4	280.5	5.6

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

2023年—2026年4月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2023年	2024年	2025年	2026年1—4月	2026年1—4月 同比 (%)	2023年	2024年	2025年	2026年1—4月	2026年1—4月 同比 (%)
政府债	2732	2224	2655	757	11.00	273252.16	221731.49	266018.86	86186.98	-4.79
国债	214	194	206	61	-10.29	167235.90	123970.61	163117.90	47015.40	-15.09
地方政府债	2518	2030	2449	696	13.36	106016.26	97760.88	102900.96	39171.58	11.43
央行票据	0	13	1	0	-100.00	0.00	1068.40	550.00	0.00	-100.00
同业存单	20610	26507	21913	6229	-16.55	318792.60	314208.20	338172.90	91941.40	-17.57
金融债(人民银行)	1760	1457	1859	301	-51.84	106654.40	90905.00	120713.90	17282.50	-60.17
政策银行债	970	756	1032	174	-62.01	66659.70	53696.70	77038.50	11063.60	-66.53
商业银行债	368	317	411	21	-65.00	32077.10	29488.90	35748.70	4370.00	-47.61
保险公司债	24	17	27	8	-27.27	726.70	1175.00	1042.00	180.70	-63.57
财务公司债	0	0	0	0	--	0.00	0.00	0.00	0.00	--
融资租赁公司债	30	43	32	12	-14.29	620.00	961.00	640.00	250.00	-7.41
资产管理公司债	1	2	2	0	-100.00	100.00	120.00	130.00	0.00	-100.00
证券公司短期融资券	342	275	326	84	12.00	6151.90	4761.40	5741.70	1383.20	24.95
其他金融机构债	25	47	29	2	-66.67	319.00	702.00	373.00	35.00	-60.67
债务融资工具(NAFMII)	9765	10448	9896	3470	-2.58	94011.62	97179.57	95095.89	31998.04	-2.42
中期票据	4870	4872	4977	1718	-4.34	47504.21	48647.78	50427.87	15135.31	-15.32
定向工具	1026	1237	1072	370	-12.94	5674.88	6840.46	5726.27	2131.58	-3.85
短期融资券	597	658	675	177	-30.31	5031.19	6281.24	5404.57	1304.50	-21.42
超短期融资券	3260	3677	3161	1200	10.80	35421.34	35210.09	33092.18	13256.65	22.65
项目收益票据	0	0	0	0	--	0.00	0.00	0.00	0.00	--
外国政府类机构债	5	0	3	2	--	140.00	0.00	70.00	70.00	--
国际开发机构债	7	4	8	3	-25.00	240.00	200.00	375.00	100.00	-57.45
公司债(证监会)	7036	5390	6656	2462	16.02	64383.50	49512.77	58868.97	22192.92	25.80
公募公司债	2490	1971	2433	754	4.00	33920.61	24644.88	30658.41	10652.23	28.89
私募公司债	4439	3283	4114	1671	22.96	29255.48	23560.65	27029.42	11140.25	23.67
可转债	54	43	50	16	33.33	611.42	387.77	653.23	129.15	-24.46
可交换债	39	14	26	17	325.00	451.79	319.40	285.50	236.29	237.56
企业债	14	79	33	4	-81.82	144.20	600.07	242.41	35.00	-72.64
政府支持机构债	28	2	27	9	-30.77	1540.00	100.00	1500.00	540.00	-33.33
资产支持证券	6589	5702	6593	1885	-1.46	23371.68	20416.91	23241.86	6345.63	3.79
证监会主管ABS	4590	3780	4439	1449	9.28	15124.50	12470.19	14606.11	4550.93	12.67
交易商协会ABN	1491	1495	1636	356	-27.79	5284.81	5242.94	5720.53	1246.86	-22.17
金监总局主管ABS	508	427	518	80	-14.89	2962.38	2703.79	2915.22	547.83	15.92
合计	48520	51743	49600	15113	-7.75	882005.96	795122.34	904162.38	256487.47	-15.45

注: 本表统计口径为Wind中截至2026年5月14日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2025年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

联合资信助力斯洛文尼亚成功发行 首笔主权熊猫债券



2026年3月30日，斯洛文尼亚共和国（以下简称“斯洛文尼亚”）在中国银行间债券市场成功发行40亿元人民币债券（主权熊猫债券），票面利率为1.89%，成本优势显著，规模创主权熊猫债券首发金额之最。本次发行为斯洛文尼亚首次亮相熊猫债券市场，同时其也是欧元区首个发行主权熊猫债券的中东欧国家，本期债项系2026年市场首笔主权熊猫债券。联合资信授予斯洛文尼亚主体区域长期信用等级和本期债券信用等级均为AAA，评级展望为稳定。

近年来，中斯经贸关系发展顺利，两国政府间交流和民间合作日益加强，为两国金融合作奠定了坚实基础。在此背景下，斯洛文尼亚首次进入中国债券市场发行熊猫债，这既是其实现融资渠道多元化的关键战略举措，也标志着中斯经贸关系已从传统的货物贸易与直接投资成功拓展至金融领域的深层次合作，对深化中欧、中斯金融领域合作具有重要意义。

受益于监管政策利好、人民币汇率趋稳及融资成本优势等因素，熊猫债券发行规模持续增长。2025年，熊猫债券发行规模突破1600亿元，高居历史第二位。2026年以来，熊猫债券市场继续保持良好发展态势，一季度发行规模高达882.4亿元，同比增长逾100%。在境内融资成本低位运行、人民币国际化稳步推进、存量续发需求上升，以及发行主体多元化扩容等多重积极因素驱动下，预计年内熊猫债券发行规模或将继续刷新历史纪录。

联合资信多年来深耕熊猫债券信用评级市场，是目前主权熊猫债券市场上受评主体数量最多、受评债券规模最大的评级机构，具备资深的熊猫债券评级团队、丰富的熊猫债券评级经验以及广泛的市场认可度，在熊猫债券评级领域具有领先地位和核心优势。未来联合资信将依托专业优势和品牌影响力继续为熊猫债券市场提供专业服务，助力其深远发展。



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