

联合

Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2025 OCTOBER

周期性行业分析与展望

钢铁行业“凛冬”延续，高质量发展待破冰，债券市场风险可控

——2025年上半年钢铁行业信用风险总结及展望

行业结构性产能过剩压力仍在，高端化差异化转型或为破局之道

——2025年炭黑行业分析与展望

长期且深度的调整仍在继续，市场结构性分化

——2025年上半年房地产行业信用风险总结与展望

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

联合资信申报“NAFMII研究计划” 5项课题获准立项

2025年8月, 交易商协会发布2025年“NAFMII研究计划”立项名单, 联合资信申报5项课题《特朗普关税政策对全球资本市场的传导影响》《推动供应链票据资产证券化, 构建供应链金融生态模式研究》《信用评级机构开展非评级业务的利益冲突管理研究》《叶徒相似, 其实味不同: 可续发型资产支持证券的国际经验及国内实践比较研究》《资产证券化风险“破局”: 资产筛选、信用增级与现金流重组》均获准立项。

为凝聚市场专业智慧, 围绕金融领域重大理论和实际问题深入开展调查研究, 提升银行间市场服务国家战略能力, 推动金融高质量发展, 中国银行间市场交易商协会开展了2025年度“NAFMII研究计划”。本次研究课题共设立44个具体选题方向, 涵盖宏观经济、产品创新、机制建设、市场培育、风险防范、金融科

技与法制建设等维度。研究以深入贯彻中央经济工作会议和中央金融工作会议的战略部署, 扎实推进金融“五篇大文章”为目标。

联合资信高度重视金融行业与债券市场动态研究, 从理论研究及实际需求出发, 致力于为投资者提供专业、优质的服务, 研究报告覆盖国内外宏观经济、行业和区域风险、债券市场发展、评级行业监管与发展、评级表现、评级方法技术和新评级产品研究等领域, 呈现出系统化、专业化、时效性强的特点。近年来, 联合资信累计承担了30余项监管课题并多次获奖; 共有数十篇研究成果在专业期刊发表, 研究观点得到众多媒体的转载。未来, 联合资信将继续加强研究力度, 提供更具影响力的创新研究成果与产品, 为推动金融行业的高质量发展贡献联合力量。



联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

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

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

编委会 Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平	于良	万华伟	王安娜	王丽娟	王妍	王治	王宝卉	王娟	王越	王蛟龙	申中一	冯锐	成斐
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	李少龙	李为峰	李珍	李晶	杨世龙	杨爽	时南	张永杰	张丽	张连娜	张祎	张勇	张莉
张雪	陈诣辉	陈茵	陈剑锋	陈凝	邵天	林青	罗伟成	罗娟	周晓辉	周旭	郑洁	官雪	郎朗
孟悦	赵晓丽	钟用	袁芳	贾二柳	徐阳	徐博闻	高宇欣	高景楠	高鹏	高鑫磊	唐玉丽	黄凯伦	鹿永东
韩夷	雷君	谭心远											

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

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

市场部门联系人 Marketing Department Contact

庄园 Zhuangyuan
18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务 Investor Service Hotline

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

Contents

2025 OCTOBER

目录

特别策划 Feature

钢铁行业“凛冬”延续，高质量发展待破冰，债券市场风险可控——2025年上半年钢铁行业信用风险总结及展望 P02

联合资信 王皓 邓淇匀

行业结构性产能过剩压力仍在，高端化差异化转型或为破局之道——2025年炭黑行业分析与展望 P05

联合资信 张琳

长期且深度的调整仍在继续，市场结构性分化——2025年上半年房地产行业信用风险总结及展望 P10

联合资信 卢瑞 朱一汀 张超

宏观研究 Macroeconomic Research

美联储降息与欧美债务可持续性探讨 P16

联合资信 程泽宇

破产法修订草案提请审议，债券市场违约处置法制化程度迎来重大升级 P30

联合资信 陈茵 林青 郝帅

行业研究 Industry Research

2025年汽车金融行业分析 P34

联合资信 马鸣娇

2025年担保行业分析 P38

联合资信 金融评级二部

债券市场 Bond Market

2025年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望 P42

联合资信 林青 郝帅 董欣焱 薛逸竹

化存控增促发展，城投企业转型进程加快——2025年上半年城投债市场分析与展望 P50

联合资信 张婷婷 张丽斐 王文燕

熊猫债二十年：人民币国际化进程中的金融桥梁与创新引擎 P56

联合资信 陈茵 张敏

专项研究 Monograph

2025年融资租赁ABS存续期表现——融资租赁ABS市场运行稳健，证券兑付情况良好 P60

联合资信 郭燕 刘书畅

2025年CMBS/CMBN和类REITs存续期研究——发行活跃，资产类别多样化，多层次REITs市场稳步构建 P65

联合资信 朱琳

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于合格境外投资者制度优化工作方案的一些基础知识 P59

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P70

违约案例 上实融资租赁有限公司 P71



政策资讯 Policy & Information

政策指南 P74

市场动向 P75

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P76

宏观经济及债券市场数据 P78



引言

在全球经济周期波动与结构性转型的双重作用下,周期性行业的风险特征正经历深刻重塑。随着需求动能的结构性分化、绿色转型压力的持续加大以及金融政策的定向调整,周期性行业在产能循环、现金流韧性及长期价值等方面面临挑战与不确定性。本刊选取钢铁、炭黑、房地产三个周期性行业作为特别策划,围绕核心周期性行业的关键风险驱动因素展开分析,分析其信用风险及未来发展趋势,旨在揭示其当前所处的风险阶段及未来演变的潜在路径。

钢铁行业“凛冬”延续,高质量发展待破冰,债券市场风险可控。从短期来看,供给端受制于“双碳”产能天花板及吨钢毛利持续低迷,需求端地产下滑主导疲软态势。但2025年下半年钢企到期债务规模明显大幅缩减,很大程度上缓解了钢企在行业低谷期的偿债压力,钢铁发债企业以高信用等级为主,融资渠道较为畅通,整体信用风险很低。长期来看,供给端产能向头部集中叠加绿色技改,推动供给高端化;需求端从地产转向高端制造与新型基建,政策驱动转向长效转型。在行业景气度下行阶段,企业信用分化或将加剧,需重点关注盈利能力持续恶化、债务负担重且债务结构不合理、短期流动性压力大的钢铁企业。

炭黑行业结构性产能过剩压力仍在,高端化差异化转型或为破局之道。国家政策对炭黑产业有着方向性的指导,《产业结构调整指导目录》《淘汰落后生产能力、工艺和产品的目录》《2030年前碳达峰行动方案》等一系列文件的出台,对于炭黑行业淘汰落后产能、提高准入门槛以及优化行业格局起到关键作用。对于国内存在供给缺口的功能性炭黑、专业用炭黑,政策仍呈鼓励态度,各省陆续出台相关政策推动炭黑产业有序发展,鼓励炭黑企业采用先进炭黑生产工艺,提高资源利用率。对于环保不达标的产能设备坚决予以关停,规模较小、技术落后企业将被整合、兼并,提高产业集中度。对比美国、日本等国家,我国炭黑行业集中度偏低,未来仍有进一步提升空间。

房地产行业长期且深度的调整仍在继续,市场结构性分化。“止跌回稳”仍需从供需端入手,在当前环境下,经济增速放缓致使购房者对未来预期悲观,以此造成的需求下降是最重要的影响因素。房地产行业“止跌回稳”的实现,主要取决于国内经济何时能健康复苏以及消费者对未来的预期何时能恢复。但从长期看,经济增速放缓、出生人口大幅下降、人口老龄化加速以及城镇化进入减速阶段等因素,持续压低房地产市场的整体预期,对房地产行业长远发展形成了更大的挑战。



钢铁行业“凛冬”延续，高质量发展待破冰， 债券市场风险可控

——2025年上半年钢铁行业信用风险总结及展望

文|联合资信 王皓 邓淇匀

一、钢铁行业运行概况

2024年，随着国内经济结构的转变，房地产行业进入深度调整期。虽基建、船舶、新能源等领域用钢需求保持稳中有增态势，但难以抵消房地产行业景气度下滑对钢材需求端的冲击。钢铁下游需求疲弱，钢铁供给相对处于过剩态势，行业竞争加剧导致钢材价格进一步下跌；受供需关系影响，原燃料价格虽有下降，但成本端降幅不及钢材价格降幅，钢铁行业盈利水平持续下行。

预计2025年全年中国钢铁行业将延续供需双弱的格局，钢材价格预计维持震荡走势，钢铁企业的经营效益难有明显好转。展望未来，短期内，钢铁企业仍将面临一定的经营压力。长期来看，在产业政策引领下，随着低效产能的逐步出清，钢铁行业将转向高质量发展，行业竞争格局有望得到明显改善。

二、2025年上半年钢铁行业债券市场回顾

债券发行情况

2025年1—6月，钢铁行业债券市场发行情况表现平稳，超短期融资券发行规模呈下降趋势，一般公司债和中期票据发行规模扩大；债券发行活跃的钢铁企业

仍以中央和地方国有企业为主，AA⁺及以上信用等级的融资主体占比非常高。

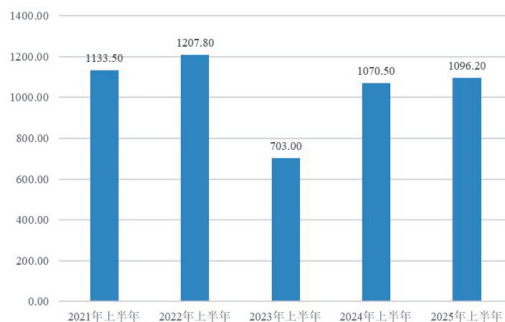
1. 发行数量及发行金额

2025年1—6月，钢铁行业企业信用债的发行数量92只，发行金额1096.20亿元，发行规模较上年同期基本持平（见图1）。

2. 发行品种

从发行品种来看，2021年以来，随着社会融资成本的逐步下降，钢铁企业倾向发行期限较长的债券以锁定较低的融资成本，超短期融资券发行规模呈逐年下降趋势，一般公司债和中期票据发行规模持续扩大。超短期融资券、一般公司债和中期票据发行规模

图1 近年来钢铁行业债券发行情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

占比保持在钢铁行业债券发行总额的85%以上, 仍是钢铁企业债券的主流品种(见图2)。

3. 发债主体企业性质及信用水平

2025年1—6月, 从主体发行级别分布看, 信用等级为AAA及AA⁺的发行主体占比仍非常高(见图3)。从发债主体企业性质来看, 2025年1—6月, 债券发行活跃的钢铁企业仍以国有企业为主, 主体性质构成较往期变化不大。

债券到期情况

从到期情况看, 钢铁企业2025年上半年到期较历史同期相比处于较低水平。2025年以来, 发债钢铁企业

无信用迁徙情况。

1. 钢铁行业债券到期

2025年1—6月, 钢铁企业信用债到期规模666.00亿元, 较历史同期相比处于较低水平(见图4)。

2. 钢铁行业企业信用迁徙

2025年以来, 发债钢铁企业无信用迁徙情况。

债券存续情况

钢铁行业存续债券信用等级以AAA和AA⁺为主, 企业属性以中央和地方国有企业为主; 存续债券类型上, 一般中期票据和公司债券规模很大。

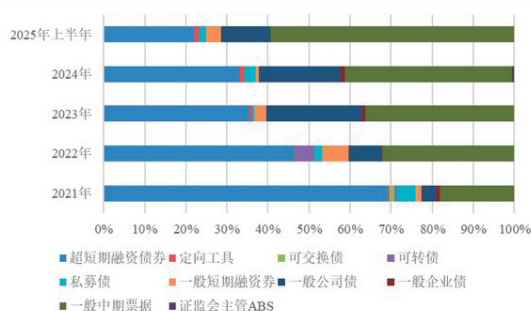
1. 存续债券特征

截至2025年6月30日, 钢铁行业存续债券数量321支。从存续债券主体看, 中央国有钢铁企业和地方国有钢铁企业存续债券余额较大, 民营钢企存续债券余额很小。从存续债券种类看, 一般中期票据和公司债券规模很大, 其他各类型债券存续规模有限。

2. 存续主体信用状况

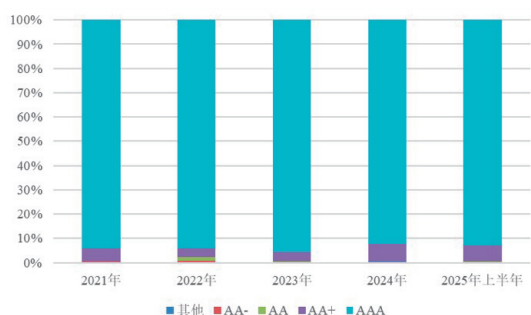
截至2025年6月30日, 从钢铁行业存续债券余额来看, AAA信用主体28家, 存续债券余额3414.05亿元; AA⁺信用主体9家, 存续债券余额384.81亿元; AA信用主体5家, 存续债券余额42.51亿元; AA⁻信用主体2家, 存续债券余额21.40亿元。

图2 近年来钢铁企业债券发行品种金额占比情况



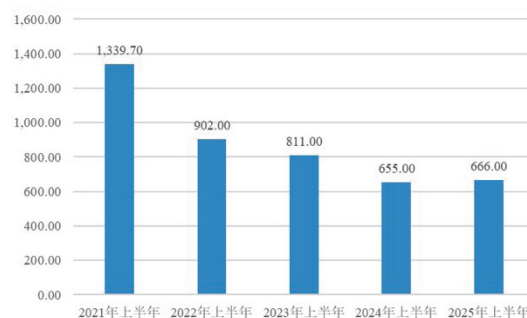
数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 按发行规模统计钢铁企业债券发行时主体级别情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 近年来钢铁行业债券到期情况 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

三、2025年下半年钢铁行业债券风险展望

2025年下半年钢企到期债务规模大幅缩减，到期兑付压力较小。长期看，钢铁行业景气度持续低迷，但考虑到钢铁发债企业主要为高信用等级的央企和地方国企，且融资渠道较为畅通，整体信用风险可控。

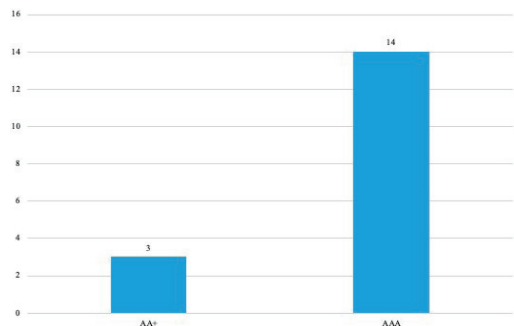
到期规模

政策端，2024年随《高耗能行业债务融资分类指引》出台，钢铁企业短期债券发行比例受到限制；供给端，近年全行业亏损面加大导致钢铁企业集体降杠杆；需求端，钢铁行业连年去产能导致新增项目融资需求下降，同时房地产持续低迷导致钢铁企业投资意愿减弱。受政策刚性约束、行业景气度低迷等因素影响，2025年下半年，钢铁行业到期债务规模大幅缩减至597.25亿元，为近五年最低水平，债券到期兑付压力较小。2025年下半年到期债务月份分布较为均衡，其中12月为峰值。

即将到期债券信用状况

2025年下半年，到期债券信用主体以AAA和AA⁺主体为主，集中在AAA主体（见图5），钢铁发债企业主要为高信用等级的中央和地方国企，融资渠道较为畅通，整体信用风险可控。

图5 2025年下半年到期债券主体级别分布（单位：家）



数据来源：Wind，联合资信整理



信用风险展望

从短期来看，供给端受制于“双碳”产能天花板及吨钢毛利持续低迷，预计同比持平或微幅下降；需求端地产下滑主导疲软态势，基建、船舶、新能源等领域用钢需求仅支撑温和复苏，钢价震荡偏弱叠加上游资源议价权强势，企业盈利难改善。但2025年下半年钢企到期债务规模明显大幅缩减，很大程度上缓解了钢企在行业低谷期的偿债压力，钢铁发债企业以高信用等级为主，融资渠道较为畅通，整体信用风险很低。

长期来看，供给端产能向头部集中叠加绿色技改，推动供给高端化；需求端从地产转向高端制造与新型基建，政策驱动转向长效转型。利润模式从规模扩张转为技术溢价与成本管控，国企依托整合与绿色债券强化优势，民企依赖专精化求生，高负债低效产能加速出清。在行业景气度下行阶段，企业信用分化或将加剧，需重点关注盈利能力持续恶化、债务负担重且债务结构不合理、短期流动性压力大的钢铁企业。

综合来看，联合资信对钢铁行业的展望为稳定。 

行业结构性产能过剩压力仍在， 高端化差异化转型或为破局之道 ——2025年炭黑行业分析与展望

文 | 联合资信 张琳

一、行业概况

炭黑定义与用途

炭黑是由碳氢化合物（如煤焦油、乙烯焦油）不完全燃烧或热裂解生成的纳米级碳材料，呈黑色粉末状，其成分主要是碳单质，并含有少量氧、氢和硫等元素。因炭黑具有良好的橡胶补强、着色、导电或抗静电以及紫外线吸收功能，炭黑主要应用于轮胎制造、橡胶制品、塑料增强、涂料/油墨着色、电池导电剂等领域。按用途分，炭黑可以分为橡胶用炭黑和非橡胶用

炭黑，非橡胶用炭黑又称为特种炭黑，包括导电炭黑、塑料用炭黑以及专用炭黑等，目前国内炭黑市场以橡胶用炭黑产品为主。

炭黑产业链概况

从产业链看，炭黑行业上游主要原材料包括煤焦油、蒽油、乙烯焦油等，采购成本约占总成本的七至八成；中游为炭黑生产制造企业，国内头部企业包括黑猫股份、金能科技和龙星科技等；下游为应用领域，包括轮胎、涂料、塑料、油墨和其他橡胶制品等（见表1、表2）。

表1 炭黑产业链上游

原料类型	来源	特点与影响
煤焦油	煤化工副产物	约占原料成本60~70%，价格波动大
乙烯焦油	石油裂解制乙烯的副产品	纯度较高，欧美主流原料
蒽油	煤焦油蒸馏产物	用于特种炭黑，价格昂贵
天然气	页岩气/常规天然气	环保清洁，北美主流路线

资料来源：根据公开信息整理

表2 炭黑产业链下游

下游应用领域	大概占比	需求特点
轮胎橡胶	70~75%	刚需，要求高耐磨/抗撕裂
塑料与色母粒	10~12%	着色/UV防护，需高分散性
油墨涂料	8~10%	要求高黑度与流动性
电池导电剂	5~7%	新能源驱动，需超纯导电炭黑
其他	3~5%	密封件、电缆、EVA胶膜等

资料来源：根据公开信息整理

二、行业运行情况

近年来,我国炭黑行业产能稳步增长,随着行业新增产能逐步释放,供需矛盾日益加剧,炭黑设备开工率和产能利用率偏低,产量增速较缓。国内炭黑产品以传统炭黑为主,导电炭黑等高端产品仍依赖进口,导致我国炭黑行业存在一定的结构性产能过剩情况,低端产品产能过剩但高端产品供应不足。2024年,我国炭黑产量同比小幅增长,全国炭黑产能超900万吨,综合产能利用率约六成左右(见图1)。受制于下游轮胎市场增长放缓以及行业内供需矛盾的加剧,未来炭黑行业产能利用率提升空间仍然有限。

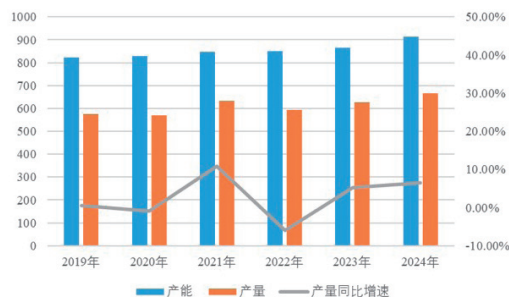
出口方面,随着赛轮、玲珑、中策等中国轮胎企业近年在越南、泰国、柬埔寨等国扩建产能,带动炭黑配套出口需求,我国炭黑出口规模总体有所增加,有利于国内产能消化,且出口毛利率相较内销更高。炭黑出口产品以轮胎用N660、N550等中低端产品为主,特种炭黑不足5%。2019—2024年,我国炭黑产品出口规模占比约10~15%,其中2024年炭黑出口量占比约14%,出口规模增速总体较缓,与海外市场需求与反倾销调查、碳关税等国际贸易壁垒因素有关(见图2)。2023年,印度对华炭黑征收0.82美元/千克反倾销税,墨西哥、埃及亦发起调查,欧盟CBAM(碳边境调节机制)试点覆盖炭黑,上述

贸易壁垒均对炭黑出口成本造成了不利影响。国际竞争方面,我国炭黑出口主要竞争国包括印度和俄罗斯,其中印度因主要采取自有焦油生产加工,具有原料一体化成本优势;俄乌冲突后俄罗斯炭黑低价倾销欧洲,对我国炭黑产品市场份额形成挤压。此外,关税等贸易政策变动对我国炭黑出口亦带来较大不确定性,预计我国炭黑产品出口增速将有所放缓。

原材料方面,煤焦油作为炭黑生产所需关键原材料,其价格变动对于炭黑企业成本端影响显著。国内炭黑企业所用煤焦油主要采购自国内焦化厂或自有焦化产能自产自用。受国际能源市场供需结构变化、全球经济状况以及环保政策因素影响,近年来国内煤焦油价格波动较大,自2023年以来整体呈震荡下行态势,炭黑企业原料成本下降但同时炭黑产品价格支撑减弱,产业链整体利润空间呈收窄态势(见图3)。其中,2024年,国内主流高温煤焦油价格先扬后抑,其中上半年增长主要系终端需求强劲推动所致,4月中旬,山西地区成交价格达到5070元/吨的年度最高点,而后受需求转弱以及煤沥青价格快速下滑等因素影响煤焦油价格转头向下,年均价格约4167元/吨,较2023年的4592元/吨下降约10%。

下游应用方面,作为炭黑最重要的应用领域,轮胎市场发展对炭黑市场需求端产生直接影响。近年来,随着汽车产业持续发展,国内橡胶轮胎产量总体呈快

图1 2019—2024年国内炭黑行业产能产量变动情况
(单位:万吨/年、万吨)



数据来源: 根据中国橡胶工业协会炭黑分会数据及公开资料整理

图2 2019—2024年炭黑产品出口情况 (单位: 万吨)



数据来源: 根据中国橡胶工业协会炭黑分会数据及公开资料整理

速增长态势。根据国家统计局数据, 2024年我国橡胶轮胎外胎产量较上年同期增长9.2%至11.87亿条, 保持较大幅度增长, 但受原材料、海运费、用工成本上涨等因素影响, 2024年全钢胎市场需求下滑, 开工率维持低位。且受环保政策趋严等因素影响, 2023年以来橡胶轮胎中炭黑用量占比有所下降, 对炭黑市场需求亦产生一定影响(见图4、图5)。

炭黑价格方面, 自2023年以来, 炭黑市场受原料油价格波动、产能过剩与下游需求疲软等多重因素影响, 价格震荡下行(见图6)。其中, 2024年, 炭黑市场价格呈现高开低走态势, 主要受到原材料高温煤焦油价格变动及炭黑市场供需因素双重影响。分季度看,

第一季度, 自年初以来炭黑价格持续上涨, 直至三月中旬达到一季度最高点, 主要受春节前备货需求增加以及节后市场需求保持一定刚需量所致, 自3月中旬以来煤焦油价格回落, 炭黑价格失去支撑; 二季度, 受4月煤焦油价格达到年度最高点推动, 炭黑价格亦止跌上行, 经过一轮上涨后价格逐步回落; 三季度以来, 炭黑价格总体震荡下行, 到年底跌至全年最低点。在市场行情下行背景下, 炭黑行业竞争进一步加剧, 部分炭黑企业采取降价方式维持市场份额, 一定程度扰乱了市场价格秩序。

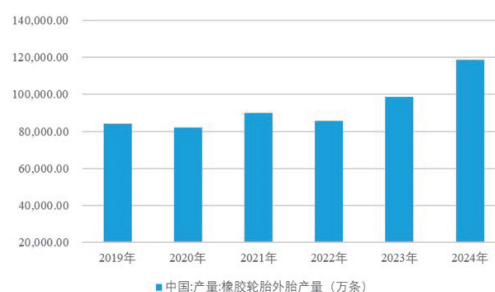
行业重点企业方面, 根据中国橡胶工业协会炭黑分会数据, 2024年, 我国炭黑总产量合计666.73万吨,

图3 煤焦油市场价格变动情况(单位: 元/吨)



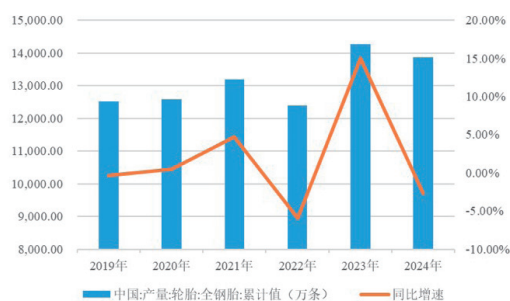
数据来源: Wind

图4 我国橡胶轮胎外胎产量变动情况



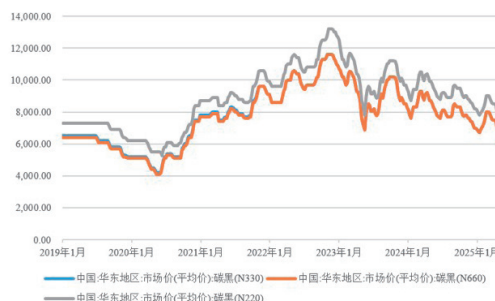
数据来源: Wind

图5 我国全钢胎产量变动情况



数据来源: Wind

图6 炭黑市场价格变动情况(元/吨)



数据来源: Wind

同比增长6.55%，其中江西黑猫产量占比约15%，排名第一，金能科技、卡博特（中国）排名第二和第三，前五大炭黑企业炭黑产量合计占比46%（见图7）。从重点企业近年来炭黑板块毛利率情况看，2022年，受宏观经济下行、上游主要原材料价格大幅上涨、下游轮胎行业市场需求减弱等因素影响，国内重点炭黑板块毛利率均大幅下滑，行业经营效益大幅收窄，2023—2024年炭黑毛利率有一定波动，但整体盈利水平较2021年大幅下降（见图8）。近年来，国内炭黑企业持续通过优化工艺流程、扩大产能等方式提高市场竞争力，此外，随着国家对环保要求的不断提高，炭黑企业环保投入和技术改造力度持续加大，一定程度上增加企业运营成本但同时也促进了行业转型升级。与美国和日本炭黑市场对比看，国内炭黑行业集中度仍有提升空间，未来小产能、环保不达标的生产设备面临出清压力。

三、行业政策及关注

落后产能逐步淘汰，行业集中度仍有提升空间

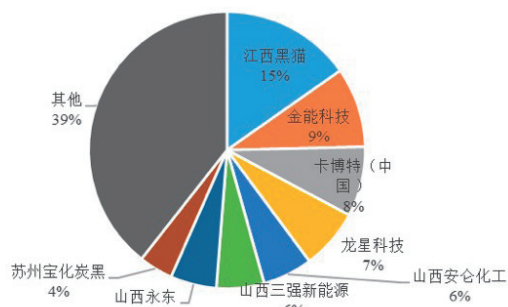
鉴于国内炭黑的产能情况，国家政策对炭黑产业有着方向性的指导，《产业结构调整指导目录》《淘汰落后生产能力、工艺和产品的目录》《2030年前碳达峰行动方案》等一系列文件的出台，对于炭黑行业淘

汰落后产能、提高准入门槛以及优化行业格局起到关键作用。对于国内存在供给缺口的功能性炭黑、专业用炭黑，政策仍呈鼓励态度，各省陆续出台相关政策推动炭黑产业有序发展，鼓励炭黑企业采用先进炭黑生产工艺，提高资源利用率。对于环保不达标的产能设备坚决予以关停，规模较小、技术落后企业将被整合、兼并，提高产业集中度。对比美国、日本等国家，我国炭黑行业集中度偏低，未来仍有进一步提升空间。

随着环保和“双碳”政策持续实施，炭黑企业环保改造成本呈上升态势

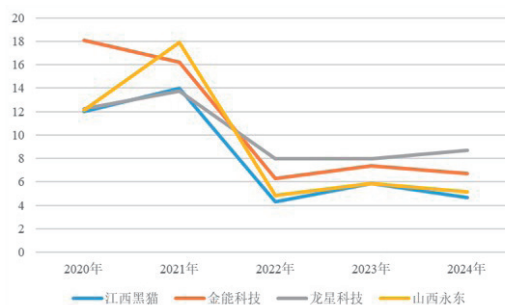
炭黑生产属能源密集型行业，生产过程中会产生一定污废。近年来，“双碳”、超低排放改造、环保税等国家环保政策整体趋严，炭黑企业环保投入需求显著加大。根据《碳达峰碳中和标准体系建设指南》（2023年），炭黑行业被纳入重点控排行列，需遵守强制性能耗限额标准（如GB29449-2024《轮胎和炭黑单位产品能源消耗限额》），单位产品能耗需分阶段下降；《绿色低碳转型产业指导目录（2024年版）》将炭黑清洁生产技术列为支持方向，符合条件的企业可获财税优惠及绿色金融支持；非道路移动机械整治、VOCs专项治理等政策要求炭黑企业升级废气处理设施，颗粒物排放浓度需 $\leq 10\text{mg/m}^3$ ，为满足新标，企业

图7 2024年国内主要炭黑企业产量分布情况



数据来源：根据中国橡胶工业协会炭黑分会数据整理

图8 近年来国内重点企业炭黑板块毛利率变动情况



注：左轴为毛利率，数据均为百分数
数据来源：根据各公司年报数据整理

需投入脱硫脱硝设备、余热锅炉等,环保改造成本加大。环保政策正加速炭黑行业变革,成本攀升、产能出清的短期阵痛难以避免,但技术领先、工艺革新的企业将赢取长期红利。

导电炭黑等高端炭黑产品需求仍大,为行业发展提供增量空间

目前国内低端炭黑产品市场竞争激烈,利润空间有限,但中高端产品如导电炭黑需求缺口较大,利润水平较高。随着新能源汽车、储能、电缆等行业的发展,导电炭黑未来前景整体向好。导电炭黑的技术创新主要体现在生产工艺改进、新材料应用以及产品性能提升等方面,未来随着技术进步,导电炭黑的性能将进一步优化,应用领域将得到进一步拓展。近年来,江西黑猫、山西永东等头部炭黑企业持续加大导电炭黑等高端品种技术研发与产能建设,有利于降低我国对高端炭黑产品的进口依赖。未来,注重产品技术水平、研发投入及科研创新的炭黑企业市场竞争力有望持续。

四、行业展望

未来,我国炭黑市场总量预计将保持温和增长,增速主要取决于轮胎、汽车等下游行业需求变化以及以导电炭黑为主的中高端炭黑应用领域拓展情况。未来行业发展或将呈现以下特征:(1)结构性调整。低端通用炭黑产能过剩压力持续,以导电炭黑为主的高端特种炭黑需求加大,市场结构逐步向高端化、差异化转变;(2)产业整合加速。落后产能出清加速,行业集中度持续提升,头部炭黑企业优势扩大;

(3)技术创新驱动。研发投入加大,行业技术创新聚焦高性能产品、节能降耗技术、环保技术和特种炭黑生产工艺;(4)绿色低碳转型。环保和“双碳”相关投入进一步加大,行业向绿色清洁方向转型;(5)成本与盈利承压与分化。原料和环保成本高企,资金承压的小型炭黑企业加速出清,但产品结构优化和集中度提升有助于改善行业整体盈利水平,企业间分化将进一步加剧。///



长期且深度的调整仍在继续, 市场结构性分化 ——2025年上半年房地产行业信用风险总结及展望

文|联合资信 卢瑞 朱一汀 张超

一、房地产行业回顾

供需端

2025上半年, 土地成交进入底部空间, 在销售弱复苏以及房企资金有限情况下, 房企投资积极性不足, 但核心城市核心区域土地资源仍维持高热度; 2024年新政带来了阶段性回暖, 但随着政策效应衰减, 2025年6月市场跌幅有扩大趋势; 从去化周期看, 行业库存出清压力明显; 房价仍未止跌, 居民购房偏谨慎。

1. 供给端

根据中指研究院统计, 2025年1—6月, 全国300城住宅用地推出面积同比下降19.4%, 住宅用地成交面积同比下降5.5%, 但土地出让金同比增长27.5%, 平均溢价率10.2%, 较去年同期提升6.0个百分点; 热门地块主要集中于北上深、杭州、成都等核心城市核心区域,

核心城市郊区地块及大多数城市土拍仍保持平淡。分城市来看, 300城中一线城市推出、成交面积均增长, 分别同比增长18.3%和20.9%; 二线城市推出面积小幅下降5.4%, 成交面积、土地出让金同比增长, 三四线城市推出、成交延续缩量。

2025年1—6月, 全国房屋新开工面积3.04亿平方米, 同比下降20.00%, 降幅自2025年以来持续收窄; 房屋施工面积63.33亿平方米, 同比下降9.10%, 由2024年10%以上的降幅收窄为个位数; 房屋竣工面积2.26亿平方米, 同比下降14.80%, 较上年同期收窄7个百分点; 全国房地产开发投资4.67万亿元, 同比下降11.20%, 年内降幅持续扩大(见图1)。销售不佳制约房企开工动力, 新开工、施工均未出现拐点, 房企开发投资继续收缩。

2. 需求端

从销售情况看, 2025年1—6月, 全国商品房销售面积与销售额分别为4.59亿平方米和4.42万亿元, 同比分别下降3.50%和5.50%, 降幅较上年同期分别收窄15.50个百分点和19.50个百分点, 政策持续宽松下, 房地产市场信心短期得到提振, 销售降幅好于上年, 但随着政策利好效应衰减, 降幅较前5月有所扩大(见图2)。

截至2025年6月底, 全国商品住宅广义库存去化周期为23.43个月, 自2024年9月出现下降拐点后持续下降, 去库存略显成效, 但库存去化周期仍处高位, 短期内去库存仍是行业重点(见图3)。

2025年上半年, 百城二手房价格累计下跌3.60%, 6月百城二手住宅均价为13691元/平方米, 环比下跌

图1 近年国内房地产开发投资完成额、新开工面积及竣工面积同比变化情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

0.75%，已连续38个月下跌。

根据70大中城市二手房价格变化来看，一线城市二手房价2023年二季度开始下跌，2024年10月出现小幅反弹，2025年一季度延续去年四季度的修复态势，但二季度开始重新进入下降区间；二三线城市二手房价于2021年三季度开始下跌，2023年小阳春微幅反弹后一路下降，并于2024年10月下跌速率有所减缓，但在2025年二季度后跌幅再次扩大。2025年6月，一线城市二手房价跌至2020年4月水平，二、三线城市二手房价跌至2017年3月水平（见图4）。

融资端

2025年上半年，国内房地产行业的融资环境整体

上延续了宽松态势，但实际改善效果有限，在行业下行压力未减、债务违约风险犹存的情况下，大部分房企尤其是中小型和高负债房企的流动性问题仍较为严峻，其融资环境短期内难以获得实质性改善。

1. 社会融资

2025年上半年，M2增速稳步抬升，截至2025年6月末，M2同比增长8.3%，为上半年增速高值；社融二季度以来保持较快增长，其中6月末社融存量同比增长8.9%，较上月提升0.2个百分点，金融总量保持平稳增长。社会融资成本方面，2025年5月，5年期LPR下调10bp至3.50%；2025年1—6月，新发放企业贷款加权平均利率约3.3%，较上年同期低45bp，新发放个人住房贷款利率3.1%，较上年同期低60bp，融资成本处于低位。

2. 房企融资

(1) 银行信贷

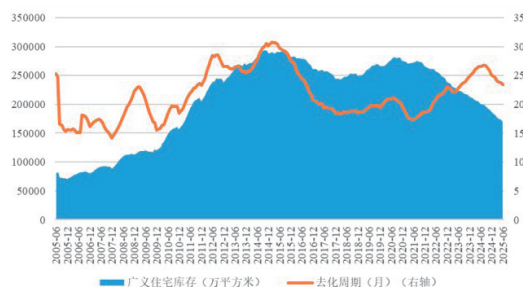
从房企主要融资渠道银行信贷来看，受行业下行影响，近年来金融机构信贷流向房地产领域的增速大幅下降。2024年9月中央政治局会议提出“促进房地产市场止跌回稳”“加大‘白名单’项目贷款投放力度”，房地产贷款余额增速开始回升，并于2025年一季度末结束近一年半的负增长开始转正，截至2025年6月底，国内金融机构房地产贷款余额为53.33万亿元，同比增

图2 近年国内商品房销售情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

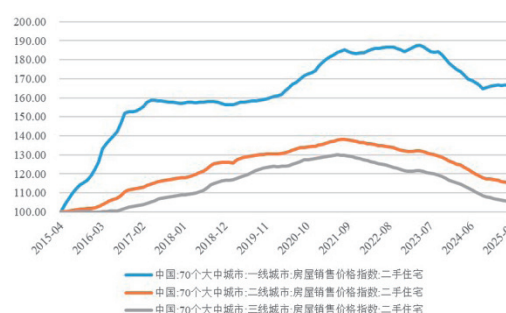
图3 广义住宅库存及库存去化周期情况



注：广义库存去化周期=（累计新开工面积-累计销售面积）/近12个月移动平均销售面积

资料来源：联合资信根据Wind整理

图4 70大中城市一二三线二手房价格指数



注：2015年4月价格指数为100作为基数

资料来源：联合资信根据Wind整理

长0.4%，增速比上年末高0.6个百分点（见图5）。

(2) 债券

2025年上半年，房地产开发类企业境内信用债发行金额同比下降20.01%，延续下降趋势，一方面原因是间接融资方式的成本优势，另一方面原因是投资信心恢复需销售端回暖支撑，伴随着行业继续下行探底，短期内房企国内信用债发行规模修复空间有限（见图6）。

近年来，境内房企美元债发行规模持续保持低位，2025年上半年，绿城中国控股有限公司（3年期，5亿美元）和新城发展控股有限公司（3年期，3亿美元）实现境外债发行。境内房企海外融资环境仍不容乐观，且美元债在实际偿还过程中劣后于其他借款，预计房企美元债市场短期内恢复难度较大。

政策端

政策端延续稳楼市基调，从去库存、扩需求两方面推动市场止跌回稳。

2025年上半年，中央延续“推动房地产市场止跌回稳”的政策基调，从供需两方面入手，推动闲置土地、存量商品房收购来去库存，以城中村改造、建设“好房子”来扩需求。由于多数城市已无限制性购房政策，地方层面主要围绕贷款额度、购房补贴等方面激活购房需求，以及落实中央相关政策。

图5 金融机构房地产贷款余额及增速（单位：亿元、%）



二、房企信用表现和基本面

境内信用债融资持续收缩，但国有房企仍能获得较大融资资源的倾斜；民营房企债务整体处于净偿还状态。

从境内信用债融资情况来看，2022年以来房地产开发企业信用债发行规模呈下降趋势。其中，2025年1—6月同比下降28.71%，发行主体结构仍以国有房企为主。从净融资情况来看，国有房企仍能获得较大融资资源的倾斜，但在新增投资减少及债务陆续进入偿还期等因素的综合影响下，2023年9月以来净融资空间有所收窄；同期，非国有房企基本处于债务净偿还状态，仅2023年5月及2024年11月新增融资情况有所突破，实现融资净流入（见图7）。

图6 房地产开发类企业境内信用债发行情况（单位：亿元）

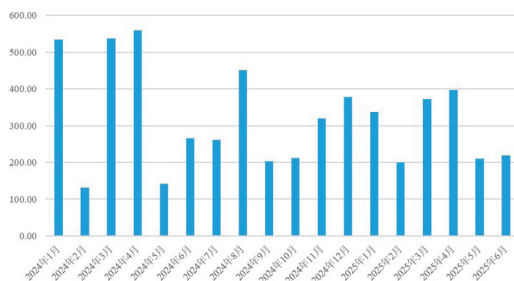
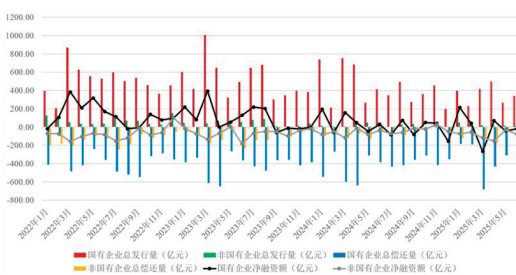


图7 2022年以来国有及非国有房地产开发企业境内信用债融资情况



2022年11月以来在“第二支箭”支持下，部分民营房企成功发行中债增担保债券。其中，2023年共有12家民营房企发行192亿元中债增担保债券；在中债增担保的支持下民营房企公开市场融资渠道有所改善，但由于担保资产限制和资产质量要求较高，仅少数民营房企获得中债增担保发行资格。对大部分民营房企来说，融资能力并未得到实质性改善。2024年，仅新希望五新实业集团有限公司、新城控股集团股份有限公司、金辉集团股份有限公司、深圳市卓越商业管理有限公司及美的置业集团有限公司五家民营房企获得中债增担保，合计发行债券规模58.00亿元，发行规模及数量均同比大幅下滑；2025年1—6月，民营房企发债数量较同期进一步减少（由7家减少至4家），同时，房企销售端疲态依旧，市场信心尚未实质性回暖，民营房企信用资质及主动融资能力仍有待修复。

债券到期压力不减，民营房企偿债依赖内生现金流

截至2025年7月25日，房企境内存续债券于1年内到期金额2823.31亿元，其中2025年12月、2026年3月及7月将迎来集中偿还期（见图8）。

境外债方面，由于境外再融资环境自2021年下半年以来持续处于冰封状态，加之美元加息后发行及兑付成本上升，境外债券难以进行“借新还旧”。2025年2月和

6月，绿城中国及新城发展分别实现境外债发行的“破冰”，但高息融资的背景（绿城中国发行利率8.45%、新城发展发行利率11.88%）是房企自身境外债务接续的迫切压力。考虑到民营房企获得的融资资源相对受限，偿债资金仍依赖于销售回款或资产处置后的资金回笼，需持续关注房企销售回款情况与流动性风险情况。

亏损房企增多，行业盈利继续探底；投资缩表，存货总量下降

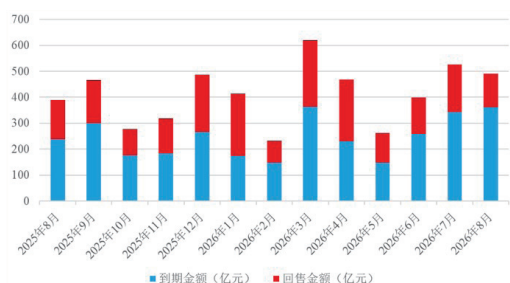
我们从房地产开发企业存续发债主体中选取125个样本主体（含已违约房企），对其2022年以来财务数据进行分析。2022年行业平均营业收入首次出现下降，2023年虽受地产项目结转周期影响短暂回升，但2024年以来样本房企收入降幅加深。盈利能力方面，已违约房企接连发生亏损导致行业净利润水平持续走弱，同时，2024年部分国有房企受滞重库存拖累，采取“以价换量”方式加快存货去化，计提大额资产减值损失，共同拉低行业盈利状况。从个体情况来看，仅行业头部房企及区域龙头房企在行业下行期仍保持盈利状态（按样本个数计算，占比为36.80%）。随着房地产土地红利时代的结束以及行业分化的进一步加剧，未来一段时间内房企仍面临盈利下滑风险。但长期来看，在“好房子”及“不限价”等政策推动下，部分具备产品力优势的房企将率先修复利润水平（见表1）。

在市场信心持续低迷的情况下，房企投资意愿较为谨慎，叠加资产价值波动加剧，样本房企平均存货规模自2022年底以来持续下降。伴随行业销售规模的下降，2022—2024年底样本房企平均预售房款规模（合同负债及预收账款）有所减少，对未来收入结转支撑力度减弱，预计后续房企收入仍将维持下降趋势。

三、信用风险展望

本轮房地产行业长期且深度调整仍在继续，政府

图8 截至2025年7月25日房企境内债券到期及回售期限分布



注：上图统计数据含已展期债券
资料来源：联合资信根据Wind整理

积极出台的相关政策有助于延缓调整的力度,但上述政策只在短期内有效,行业长期的周期性调整不会发生方向性的扭转。2024年以来,宽松政策的频出阶段性提振了市场需求,2025年上半年,全国商品房销售额降幅同比大幅收窄,一线城市房价指数甚至在2024年10月出现小幅反弹;但进入2025年二季度,一线城市房价指数降幅加速,全国商品房销售额降幅扩大。预计2025年下半年,宽松政策会持续释放,表明中央稳定房地产市场的决心,楼市企稳前,房地产政策仍将延续宽松基调。

行业的“止跌回稳”仍需从供需端入手,在当前环境下,经济增速放缓致使购房者对未来预期悲观,以此造成的需求下降是最重要的影响因素。房地产行业“止跌回稳”的实现,主要取决于国内经济何时能健康复苏以及消费者对未来的预期何时能恢复。但从长期看,经济

增速放缓、出生人口大幅下降、人口老龄化加速以及城镇化进入减速阶段等因素,持续压低房地产市场的整体预期,对房地产行业长远发展形成了更大的挑战。

从企业端看,经历了近四年的行业出清,目前房地产市场竞争格局主要以资金实力雄厚、具备天然融资优势的央国企房企为主,上述企业具备抗风险能力。业务端,房企更加聚焦能够快速回款的城市及区位,以缓解自身的现金流压力,但竞争激烈的拿地会继续压缩项目的利润空间;随着消费者对产品要求不断提高,并在国家将“好房子”写入政府工作报告等政策的加持下,拥有突出品牌力、能够打造优质产品的房企在这一发展阶段已经占据领先地位。而部分资质较弱、存货质量一般房企财务压力逐渐凸显,偿债风险仍较大且更加依赖外部支持,需关注股东对其的支持可能性及意愿。//

表1 样本房企财务数据及财务指标 (单位: 个、亿元)

项目		2022年	2023年	2024年	2025Q1
亏损企业个数		45	57	79	42
营业收入	平均值	437.85	454.15	378.27	62.21
	中位数	193.02	183.28	136.81	24.17
资产减值损失	平均值	-15.98	-25.94	-19.64	-2.55
	中位数	-5.26	-7.69	-8.74	-0.15
存货	平均值	1220.88	1095.34	935.06	951.84
	中位数	632.42	597.08	503.01	505.72
合同负债及预收账款	平均值	539.55	425.62	317.12	350.01
	中位数	211.93	164.45	101.30	113.18
净利润	平均值	-4.07	-26.37	-43.50	-0.87
	中位数	2.45	0.91	-10.50	0.06
销售毛利率	平均值	19.84	19.10	16.23	19.11
	中位数	18.97	16.01	14.54	14.29
ROE	平均值	-21.01%	-21.38%	-38.73%	/
	中位数	1.47%	0.37%	-2.17%	/

注: 由于样本房企中部分主体不披露2025年一季度财务数据, 上表一季度数据仅列示未分析
资料来源: 联合资信根据Wind整理



美联储降息与欧美债务可持续性探讨

文 | 联合资信 程泽宇

一、美联储9月降息可能性分析

美国通胀虽有所回升但整体符合市场预期，就业市场出现疲态且经济衰退风险走高，预计美联储9月大概率会采取预防性降息举措，以缓解美国经济的下行压力

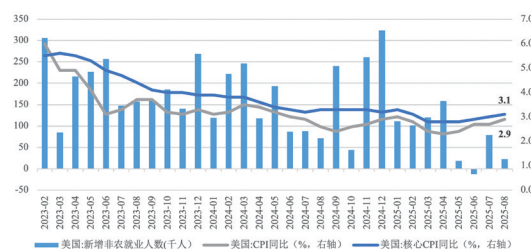
近期美国通胀、就业及经济数据表明，美国就业市场出现疲态且经济衰退风险走高，预计美联储9月议息会议大概率将继续重启降息通道。一方面，由于加征关税对美国物价的效应还未传导至消费端，叠加能源价格继续低位运行，美国8月CPI增幅仅小幅走高0.2个百分点至2.9%，其中拉动通胀走高的最主要细项是房屋价格上涨，同比增长4%（见图1）。虽然美国8月通胀有所回升，但整体符合市场预期，仍在可控范围内。尤其是在8月22日的杰克逊霍尔央行年会上，美联储主席鲍威尔宣布，美联储更新货币政策运行框架，新框架表示“回归灵活通胀目标制”，致力于坚决确保长期通胀预期保持良好锚定，鲍威尔承认经济放缓与关税推升通胀，但强调关税为“一次性冲击”，为降息铺路。

美国就业市场呈现一定疲态，美联储货币政策存在调整的必要性。根据美国劳工部最新公布的数据，美国上周首次申请失业救济金人数达到26.3万人，较上月增加2.7万人，不仅创近四年以来新高，也远超出市场预期的23.5万人，表明企业裁员活动上升及劳动力市场降温。同时，8月美国非农新增就业仅2.2万人，大幅低于7.5万人的预期，且6月新增就业从14.7万人下修为减少1.3万人，系2020年以来首次月度负增长，表明企业招聘萎缩和就业增长放缓。8月美国失业率在连续2

个月走高后达到4.3%，为2011年10月以来高点，进一步印证了美国劳动力市场正在失去动力，为美联储9月降息提供支撑。

另一方面，美联储在较长时间内维持高利率水平，对企业经营和居民消费均产生一定挤出效应，加之美国“对等关税”政策正在重塑美国贸易结构并增大其贸易萎缩风险，近期公布的经济数据反映出美国经济存在一定下行压力。美国供应管理协会（ISM）发布的最新调查显示，8月美国制造业PMI从7月的48.0小幅升至48.7，虽然小幅回升但在过去6个月依旧位于荣枯线以下，其中产出、新出口订单分别为47.8和47.6，均低于荣枯线，显示内外需同步走弱，关税措施暂未推动美国制造业强势复苏。PMI作为经济前瞻指标，反映出美国未来经济存在较大的走软压力，市场对于美国经济增速放缓的担忧走高，美联储9月大概率会采取预防性降息，以缓解美国经济的下行压力（见图2）。

图1 2023年以来美国就业及通胀表现



数据来源：Wind，联合资信整理

美联储货币政策和政治干预之间的博弈已经进入历史性关键节点，特朗普政府通过插手美联储的人员任命等方式施压美联储大幅降息，以缓解美国债务的利息偿付压力

美联储9月议息会议备受全球瞩目，主要是因为美联储货币政策和政治干预之间的博弈已经进入历史性关键节点。特朗普政府自上台以来，一直敦促美联储大幅下调基准利率及调整人员任命，对美联储的独立性造成较大干扰。2025年2月特朗普签署行政令，要求所有独立机构（含美联储）所有规则制定需提前获得白宫批准，虽未直接覆盖货币政策，但实质削弱了美联储的自主权。特朗普多次在社交媒体上呼吁美联储降息，在9月议息会议召开前夕，特朗普再度施压美联储对基准利率实施更大幅度的降息，虽然市场普遍预测美联储9月大概率降息25个基点，但特朗普政府依旧希望美联储大幅降息50个基点，或对美联储货币政策的独立性造成干扰，也为9月降息幅度留存悬念。

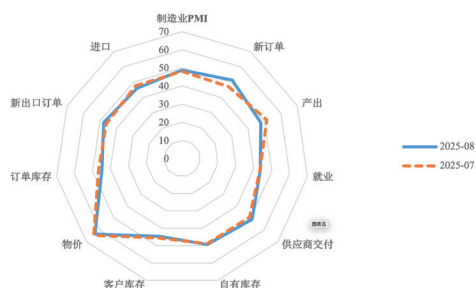
特朗普还插手美联储的人员任命，特朗普以“美联储总部翻修超支25亿美元”为由指责美联储主席鲍威尔“监管失职”“国会虚假陈述”，要求其“免职追责”。但美联储独立性被市场视为美元资产的核心支柱，因特朗普解雇鲍威尔谣言传出，直接导致短期内美国“股债汇三杀”，为此特朗普出面辟谣才得以稳固

资本市场。之后，特朗普转为逐步控制美联储理事会，2025年8月在美联储理事库格勒辞职后，特朗普提名白宫经济顾问委员会主席米兰接任，9月16日美国参议院以48:47票通过对米兰出任美联储理事会成员的提名，米兰将有机会参与9月美联储议息会议投票。同时，特朗普以“房贷申请造假”为由解除美联储理事库克的职务，如果库克离任特朗普将在7人理事会中拿下4席，获得美联储的实际控制权。但库克立即提起诉讼表示特朗普无权解雇其职务，法院发出临时阻止令，库克将继续留任并参与9月议息会议投票，特朗普暂未获得理事会的绝对话语权。

特朗普政府之所以希望美联储大幅降息，除了出于释放经济活力的目的，核心目标是希望缓解美国债务利息偿付压力。新冠疫情暴发后，美国政府采取了大规模的扩张性财政政策，导致美国政府债务压力大幅走高，再加上拜登政府上台以来主张通过财政扩张来投资美国基础设施建设，通过《基建法案》《芯片法案》以及《通胀削减法案》合计1.2万亿美元的财政支出来提振经济发展，但同时加剧了政府的财政收支失衡和债务负担。特朗普政府重返白宫后采取大刀阔斧的结构性改革，于7月通过了“大而美法案”，该法案授权将政府债务上限一次性提高5万亿美元至41.1万亿美元，是美国史上最大幅度的债务上限调整，此举旨在避免美国政府2025年8—9月触及债务上限“X-Date”

（财政部现金耗尽日期）的风险，并为2025—2026财年政府支出提供“缓冲空间”。在此背景下，预计2025年美国政府债务总额或攀升至37.5万亿美元，相当于GDP的比值或接近125%，政府债务压力创历史新高。再者，近年来美联储为抑制通胀而将联邦基准利率维持在较高水平，2024年美国政府的利息支出已经突破1.0万亿美元的历史记录，美国政府债务利息跃升为第二大财政支出项目，利息支出相当于GDP的比值高达3.7%，预计2025年政府利息会进一步突破4.0%，美国财政面临滚雪球的自我强化陷阱。

图2 美国2025年7月和8月制造业PMI及分项表现



数据来源：Wind，联合资信整理

二、欧美长期国债抛售风险走高及原因分析

欧美国家债务货币化的负面问题已开始反噬债券市场，出现投资者对国债资产“用脚投票”的短期现象，长期国债无风险属性趋向风险化，其避险功能遭到一定削弱

近期，美国政府债务压力除了体现在庞大的利息支出，还体现在长期国债收益率震荡走高。2025年4月，美国总统特朗普在白宫签署两项“对等关税”行政令，引发投资者对全球贸易体系重构的担忧，关税摩擦最终会传导至美国的再通胀压力，通胀预期走高叠加经济衰退风险溢价抬升，共同支撑长期美债收益率上涨。考虑到特朗普政府极端的贸易保护政策以及基差交易的紧急平仓，出现投资者对全球最大安全资产“用脚投票”的短期现象，美国国债市场爆发史诗级抛售，长期美债收益率全线飙升逾40个基点。随后，特朗普政府为平息债市动荡宣布90天暂停加税，令美债收益率小幅回落。2025年9月初，美国30年期国债收益率盘中一度突破5%的重要心理关口，长期美债抛售风险再度浮现。

近期，多个欧洲国家的长期国债收益率也显著走高。德国30年期国债收益率上涨至3.4%左右，创2011年欧债危机以来新高；英国30年期国债收益率一度飙升至5.6%，创1998年以来新高；法国30年期国债收益率攀升至4.498%，超过欧债危机时期最高的4.469%，创2008年次贷危机以来新高（见图3）。不难看出，欧美国家债务货币化的负面问题已开始反噬债券市场，出现投资者对国债资产“用脚投票”的短期现象，长期国债无风险属性趋向风险化，其避险功能遭到一定削弱。

投资者对欧美国家财政可持续以及央行控制通胀能力产生担忧，叠加部分国家政局调整削弱投资者信心、国债供需技术性调整等因素，多重压力交织推动欧美多国长期国债收益率攀升

近期欧美多国长期国债收益率升至历史新高，主要受以下四重因素影响：

一是投资者对欧美国家的债务可持续性愈发担忧，这也是推动长债收益率走高的根本原因。近年来，美国政府债务屡次接近债务上限，美国政府多次面临“政府关门”“财政悬崖”以及债务违约的风险，为此“大而美法案”将美国债务上限一次性提高至41.1万亿美元的历史新高。自新冠疫情暴发后，欧盟财长会议正式宣布暂停《马斯特里赫特条约》（简称“马约”）所规定财政赤字率（3%）和政府债务率（60%）的约束，且至今仍未恢复，欧盟国家不再严格履行1991年制定的财政纪律。英国和法国的财政表现已远超马约的赤字和债务红线，2024年英国和法国的政府财政赤字率分别高达5.7%和5.8%，政府债务规模相当于GDP的比值均超过100%。只有德国长期以来坚持“债务刹车”和“黑零计划”的严格财政纪律，但2025年3月德国通过《基本法》修正案并放宽“债务刹车”条款限制，允许防务与基建支出超出GDP的1%部分不受财政赤字不超过0.35%的红线约束，为超长债放量提供宪法通道，标志着德国抛弃了数十年来的财政保守主义。投资者对欧美各国政府财政状况的担忧，直接转化为对长期国债更高的风险溢价要求，因此长期国债收益率曲线更加陡峭（见图4）。

二是欧美部分国家的政局调整显著削弱投资者

图3 2006年以来欧美主要国家30年期国债收益率走势



数据来源：Wind，联合资信整理

信心，推动长期国债收益率大幅走高。9月1日，英国首相斯塔默改组内阁，新设“首相首席秘书”职位可直接向首相汇报，旨在削弱财政大臣里夫斯的权威，为秋季大幅增税扫清内部阻力。9月8日，法国总理贝鲁领导的政府在法国国民议会（议会下院）举行的信任投票中未能过关，主要是因为7月贝鲁政府提出2026年财政预算计划，包含削减438亿欧元财政支出、大幅缩减医保支出增幅等紧缩财政政策，遭到左翼和极右翼联盟的强烈反对，反映出法国少数席位执政党的困境和政府债务风险愈发难控。

三是货币宽松和关税政策导致各国再通胀预期走高。欧洲央行自2024年6月开启降息通道后，至今已累积降息8次合计235个基点，美联储预计也将于2025年9月继续采取降息行动，欧美主要央行货币宽松政策叠加美国加征关税或导致各国的再通胀压力走高，受此影响各国央行对通胀的容忍度也可能走高。投资者对欧美央行控制通胀的能力和意愿的信心正在减弱，通胀预期走高叠加经济衰退风险溢价抬升，支撑欧美多国长债收益率走高。

四是国债供需技术性调整也是导致近日欧美债市大跌的重要原因。从供给端看，政府和企业通常在9月前后集中发债，美国自“大而美法案”提高债务上限后，美国财政部已发行约3,280亿美元国债，单月发行规模创2023年以来新高。德国财政署将在7月至9月期

间筹集1,185亿欧元资金，较去年末的原计划增加190亿欧元。从需求端看，由于公司债的收益率通常比国债高1个百分点左右，9月前后债券供给增加后投资者更倾向于购买企业债，导致国债需求下降。再者，作为欧盟规模最大的养老金市场，荷兰养老金改革推高了欧洲长期债券的收益率。荷兰养老金投资改革为“生命周期投资”模式，即年轻成员的资金增配股票并降低对超长久期对冲的依赖，年长成员则把储蓄转向短久期债券并同步压缩利率避险敞口。考虑到荷兰的养老金储蓄占欧盟总额的50%以上，其持有的欧洲债券总额接近3,000亿欧元，这一范式转换触发大规模长久期掉期平仓，其冲击迅速席卷欧洲债市，推动长期借贷成本升至多年高点。

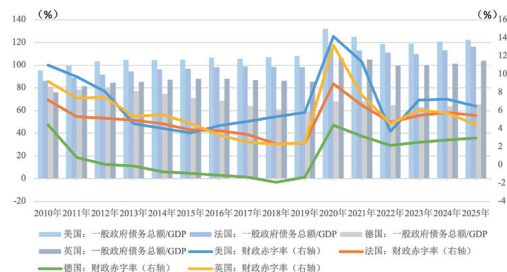
三、美联储降息与欧美债务风险的相互影响

虽然本轮欧美长期国债收益率走高与欧债危机的预警信号存在部分重合，但在美联储及欧盟采取宽松的货币政策及欧洲充足的预防举措下，欧美主权债务危机的“灰犀牛”难以重现

本轮欧美长期国债收益率走高与欧债危机的预警信号存在部分重合：一是9月初欧美长债收益率纷纷走高，其中英、法、德等国更是超过各自欧债危机时期的高点，与欧债危机时期希腊、葡萄牙等国国债收益率飙升至7%以上有一定相似性。二是英国、法国的财政赤字率纷纷突破5.5%，德国也逐步放弃“黑零计划”，虽然较欧债危机时期受影响较重的国家（PIIGS）表现尚好，但财政赤字存在继续走扩风险。三是目前法国总理贝鲁领导的政府在法国国民议会举行的信任投票中未能过关，与欧债危机前夕希腊隐瞒真实财政赤字率以及政府更迭的触发因素有一定相似性。

但本轮欧美长期国债收益率走高尚未构成系统性风险，最核心的原因在于美联储及欧盟采取宽松的

图4 2010年以来欧美主要国家财政赤字及政府债务情况



注：右轴统计财政赤字率数据，正值代表赤字，负值代表盈余
数据来源：Wind，联合资信整理

货币政策。作为全球多数央行的锚定标，美联储货币政策的调整对全球经济产生广泛连锁反应，尤其是在美联储加息阶段，密集和大幅的加息节奏可能会刺破地产、金融等资产泡沫引发债务及金融危机，比如2008年美国次贷危机及2010年欧债危机。而本轮美债收益率走高风险预计将随美联储9月重启降息而得到缓解，政府的利息偿付压力也会相应降低。再者，当前欧洲核心国家的债务结构均较为稳健，债务期限结构较长，短期再融资压力较为可控。

此外，欧洲央行和欧盟在欧债危机后已经采取多层防护以防止债务风险重现，比如，欧盟于2010年5月成立欧洲金融稳定机制（EFSM）和欧洲金融稳定基金（EFSF），前者作为政府间协议可以对所有欧盟成员国提供资金支持，后者旨在以较低的利率向欧元区成员国提供金融援助。此后，2012年12月开始设立欧洲稳定机制（ESM），取代了此前的EFSF与EFSM，ESM旨在向陷入财政困境的欧元区国家提供贷款，最大贷款能力为5,000亿欧元。欧洲央行在欧债危机后推出一项名为“传导保护机制”（TPI）的购债计划，规定在欧元区货币政策调整过程中如果发生意料之外的、无序的市场变化时欧洲央行可以出手干预，下场购买国债或其他公共债券。

财政扩张政策成为各国拉动经济增长的重要方式，欧美央行降息将有助于缓解政府的债务负担，但债务驱动的经济发展模式或遭受挑战，欧美国债收益率曲线不再遵循单一陡峭路径而是“牛陡”和“熊陡”交替上演

2025年9月初欧美多国长期国债收益率飙升背后，折射出市场对欧美国家政府债务可持续性的深层忧虑。自新冠疫情暴发到俄乌冲突，再到美国对全球加征关税，诸多黑天鹅事件导致全球经济增长的不确定性进一步走高，预计2025年美国经济增长将有所下行，英国、德国、法国等国家经济表现更加疲软。

在此背景下，财政扩张政策成为各国拉动经济增



长的重要方式，欧美央行降息将有助于缓解政府的债务负担。但是，随着政府赤字长期居高不下和债务压力不断上升，欧美国家政府债务的可持续性日益受到挑战。比如，“大而美法案”希望将债务上限一次性提高5万亿美元，以延缓美国的债务风险。但考虑到特朗普政府极端的贸易保护政策以及“海湖庄园协议”酝酿将美债置换为长期无息债务等因素，市场对美债的避险属性信念产生一定动摇。尤其是特朗普政府的贸易保护政策加剧全球供应链的断裂风险，或直接冲击美债的偿付渠道和流通循环，美国债务驱动的经济发展模式或遭受挑战。

尤其是近期欧美多国长期国债遭遇抛售，标志着全球资产定价从“央行 β ”正式迈向“财政 β ”，收益率曲线的短端利率在央行降息的背景下有所下行，但对于政府债务的持续扩张，市场对长期国债要求更高的风险溢价。整体看，在财政扩张、通胀长期化以及政治不确定性走高等因素叠加下，欧美国债收益率曲线不再遵循单一陡峭路径，而是“牛陡”和“熊陡”交替上演，两种陡峭化将随政策与事件节奏长期并存。///

出口拉动经济向好, 工业产品价格探底

——宏观经济信用观察半年报 (2025年上半年)

文 | 联合资信 张 振

一、宏观经济与行业运行情况

2025年上半年, 随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期, 市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定, 国民经济延续回升向好态势, 但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响, 经济增长动力略显疲态。经初步核算, 上半年我国GDP为66.05万亿元, 按不变价格计算, 同比增长5.3%。其中, 二季度GDP当季同比增长5.2%, 较一季度放缓0.2个百分点。

展望下半年, 外需不确定性及内需内生动力缺失仍是经济运行压力的来源所在。外需方面, 中美贸易摩擦为支撑上半年经济走势的出口带来最大不确定性, 当前全球贸易格局重塑正处于多方博弈状态, 特朗普关税政策若如期落地将对出口形成较强冲击, 且不排除其他贸易壁垒政策的出台加深影响。内需方面, 一是房地产市场止跌回稳的基础仍不牢固, 前期资产减值损失造成企业及居民部门资产负债表缩水, 从底层影响自主消费意愿; 二是投资及消费增长仍需增量政策呵护, 当前专项债靠前发力到形成实物工作量之间的堵点在于合格有效项目缺失, 加之财政靠前发力已有所透支, 若下半年没有新的增量措施, 投资增速将面临一定限制; 三是“反内卷”等相关政策若能有效淘汰落后产能, 抑制价格继续下探, 将能维护企业利润, 进而提高居民收入预期及消费需求, 形成有效内需正循环。总体来看, 随着基数的升高, 三、四季度增速较二季度或将有所回落, 当前

经济压力因素仍较多, 经济增长仍需持续性的扩内需、促消费、稳楼市以及“反内卷”等宏观政策呵护。

生产端：工业较快增长, 政策驱动削弱季节性波动

2025年上半年, 全国规模以上工业增加值同比增长6.4%, 与一季度增速(6.5%)基本持平。其中, 3至6月工业增加值均基本保持相同增速, 季节性趋势不明显, “两重”“两新”政策驱动以及传统行业增速疲软削弱了季节性波动。行业方面, 制造业增加值上半年累计同比增长7.0%, 其中汽车制造、电子设备、化学制品、有色金属等行业增加值实现较快增长。上半年, 新能源汽车产量同比增长超过30%, 加之汽车补贴政策拉动效应延续, 带动汽车制造增加值累计同比增长11.3%。受房地产市场持续疲弱, 家具制造业增加值持续负增。

2025年上半年, 服务业生产指数累计同比增长5.9%, 较一季度(5.8%)增加0.1个百分点。服务业增加值累计同比增长5.5%, 从主要行业来看, 受益于人工智能大模型、人形机器人、量子通信等新质生产力蓬勃发展, 带动信息技术、租赁和商务服务等现代服务业快速发展; 清明和“五一”假期旅游经济及240小时过境免签政策等带动住宿和餐饮增长, 补贴政策持续支撑耐用电子产品销售, 但总体看交通运输、批发零售以及住宿和餐饮增速较疫情前均值仍旧略显疲弱。

需求端：投资消费增速回落, 出口维持高位

受房地产、基建投资拖累以及物价影响, 固定资

产投资增速二季度回落,制造业增长趋势放缓,但仍是投资端主要拉动项。2025年上半年,全国固定资产投资完成额24.87万亿元,同比增长2.8%,增速比去年同期回落1.1个百分点;扣除相关物价影响,固定资产投资实际增长5.3%,增速比去年同期回落0.3个百分点,回落幅度较考虑物价影响前收窄;扣除房地产开发投资,全国固定资产投资增长6.6%。

政策呵护下一季度房地产市场止跌,但二季度下行压力再现,库存去化仍是未来主线任务,全面止跌回稳仍待时日。上半年房地产开发投资同比下降11.2%,较一季度-9.9%进一步下探,整体呈现“一季度止跌,二季度下行压力再现”的局面,对固定资产投资造成拖累。尽管去年四季度以来,中央强调要推动房地产止跌回稳,相关部门制定了一系列政策,包括改善房地产投资,加大城市老旧小区改造,加大保障房建设力度,对房地产企业提出“白名单”制度,给予金融贷款支持,强调“优化存量商品房收购政策”等,“好城市+好房子”表现出较强韧性,但市场全面企稳仍需时间。逐月看,2025年上半年新开工面积及竣工面积企稳回升,6月当月同比增速分别为-9.48%及-2.16%,其中新开工面积降幅在经历40余个月后重回个位数;销售面积及销售额增速逐月波动下降,6月当月同比增速分别为-6.55%和-11.49%,销售市场下行压力再现。总体看,房地产投资与销售仍处调整期,库存去化仍是当前及未来一段时间主线任务,专项债收储库存仍面临成本收益倒挂或利润空间过窄等问题,政策落地仍需进一步机制优化设计。

多因素共同作用,导致基建投资高位回落。上半年基建投资(不含电力)同比增长4.6%,较一季度5.8%回落1.2个百分点。基建投资增速在二季度逐月放缓,主要受以下几方面因素影响:一是专项债使用范围扩大,部分新增专项债资金被用于化解地方政府隐性债务、偿还企业欠款或土地收储,而非直接投入基建项目,削弱了对实物工作量的拉动;二是地方政府偏公

益类基建项目储备进度偏慢,新增项目审批趋严,导致短期落地量减少;三是钢材、水泥等价格持续走低,虽降低建设成本,但名义投资额增速受压制。此外,6月部分地区遭遇强降雨和高温天气,亦导致部分基建项目进度延迟。

制造业投资边际增速放缓,内卷式竞争压制投资需求。上半年制造业投资增长7.5%,虽较一季度回落2.0个百分点,但仍是固定资产投资增长主要拉动项。一方面,得益于2024年大力推进“两新”政策,以设备工器具购置为主的制造业投资快速高增,但随着政策持续时间拉长,边际增长效率放缓;一方面,下半年特朗普关税政策仍旧是重要的关切点,企业对待扩大投资持有观望态度。从制造业内部看,内卷式竞争导致主要工业品价格下跌,企业盈利受损亦压制了企业投资需求,制造业投资名义增速放缓。

政策推动耐用消费品显著增长,但6月政策效应减弱致消费增速边际放缓。2025年上半年,社会消费品零售总额24.55万亿元,同比增长5.0%,对经济增长的贡献率达到52%。据商务部介绍,今年以来,购买12大类家电以旧换新产品超1.09亿台,购买手机等数码产品超7400万件,换购电动自行车新车905.6万辆。受益于“以旧换新”政策,2025年消费增速整体高于2024年同期,但随着政策边际效益递减,6月家用电器和音响器材、通讯器材等政策主要支持商品销售额大幅下滑,增速分别较5月回落20.6个和19.1个百分点。

关税政策不确定性下,“抢出口”效应带动贸易差额维持高位,出口产品结构亦有所调整。2025年上半年,货物进出口总额21.79万亿元,同比增长2.9%。其中,出口13.00万亿元,增长7.2%;进口8.79万亿元,下降2.7%,中美关税暂缓期企业“抢出口”效应明显。逐月看,2024年下半年至今,出口同比增速及贸易差额维持高位,预计直至90天关税缓冲期前,“抢出口”效应将持续。同时,出口产品结构亦有一定调整,传统工业品占比缩量同时高技术产品占比提升。一方

面, 集成电路、汽车和汽车底盘出口金额占比逐年提升, 前者由2023年上半年的3.9%增至2025年上半年的5.0%, 后者由2.8%增至3.3%。另一方面, 服装及衣着附件、钢材等传统工业品出口金额占比逐年降幅较大, 前者由2023年上半年的4.1%降至2025年上半年的3.9%, 后者由2.8%降至2.3%。此外, 因前期高端芯片受限以及所谓“安全风险”限制等因素, 手机出口额近三年降幅明显。

价格: CPI低位运行, 三因素致使PPI降幅扩大

内需疲软CPI低位运行, 尽管“以旧换新”政策支持部分耐用品消费, 但居民收入预期偏弱制约整体消费回升。2025年上半年, 全国居民消费价格指数(CPI)同比下降0.1%, 与一季度持平, 6月小幅转正至0.1%。分项来看, 上半年食品价格降幅收窄(-0.9%), 鲜果、水产品价格上涨, 但鲜菜、牛肉价格仍拖累明显, 加之生猪产业面临阶段性产能偏高、存在二次育肥等问题, 猪肉价格持续走低; 受国际油价下跌影响, 能源价格降幅扩大(-3.2%); 扣除食品和能源价格后的核心CPI微升(0.4%); 服务价格同比上涨0.4%, 但旅游、出行类价格波动大; 工业消费品(如服装、金饰)价格小幅上涨, 但汽车等耐用品降价趋势延续, 显示消费修复仍不稳固, 居民收入预期偏弱仍是制约整体消费回升的核心动因。

“需求不足+成本下行+产能过剩”三因素拖累PPI降幅大幅走阔。2025年上半年, 全国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降2.8%, 6月跌幅扩大至-3.6%, 创2023年8月以来新低。当前PPI下跌主因是“需求不足+成本下行+产能过剩”, 具体看: 需求不足方面, 除持续存在的地产投资低迷因素外, 美国加征关税导致钢铁(-10.3%)、纺织(-2.3%)等出口依赖型传统工业品行业订单减少, 部分企业“以价换量”, 进一步压低出厂价格; 成本下行方面, 受国际油价等大宗商品价格下跌影响, 燃料加工及石油开采PPI分项同比

跌幅均超-9%; 产能过剩方面, 钢铁、煤炭等行业仍存在结构性过剩, 尽管部分落后产能已淘汰, 但整体供给仍高于需求, 导致价格战频发, 年中以来“反内卷”政策陆续铺开, 推动部分钢厂限产、煤炭低效产能淘汰, 但政策执行力度及效果将直接影响下半年产品价格。

人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。2025年以来, 跨境资本流动平稳有序, 外汇市场供求基本平衡, 人民币汇率预期总体稳定。国际形势复杂严峻, 主要经济体宏观政策不确定性明显上升, 对全球经济增长产生负面冲击, 全球金融市场剧烈波动。美元指数整体震荡下行, 人民币汇率双向波动, 总体在合理均衡水平上保持基本稳定。

就业: 就业形势平稳, 稳岗政策持续发力

2025年上半年, 全国城镇调查失业率平均值为5.2%, 整体较2023年上半年有所下降, 并与去年同期基本持平。虽然调查显示当前失业率处于平稳状态, 但国际经济形势和贸易格局动荡, 内需内生动力仍显不足, “以价换量”竞争压缩企业盈利空间, 加之经济转型阵痛期产业结构调整导致就业人员技能错配等问题, 国内就业形势仍旧严峻。与此同时, 失业保险支出力度加大, 稳岗政策持续发力。2025年4月, 人力资源社会保障部、财政部、税务总局下发《关于延续实施失业保险稳岗惠民政策措施的通知》(人社部发〔2025〕18号), 延续实施稳岗返还、实施技能提升补贴等一系列稳岗政策, 以充分发挥失业保险功能作用, 兜牢失业保障底线。2025年1—6月, 失业保险支出942.8亿元, 同比增长27.0%, 较上年同期增加13.0个百分点, 主要用于稳岗返还、失业金发放、技能培训补贴等, 失业保险支出力度扩大。

财政: 财政收入增长乏力, 中央加杠杆保证支出强度

2025年上半年, 全国一般公共预算收入11.56万亿元, 同比下降0.3%, 其中, 税收收入占比降至

80.4%，较上年同期进一步下降0.8个百分点；中央收入下降2.8%，主要受企业所得税减少、出口退税规模增加等因素影响；地方本级收入增长1.6%。受外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，财政收入增长仍显乏力，财政收支平衡压力加大。2025年上半年，全国一般公共预算支出14.1万亿元，同比增长3.4%，其中，中央本级支出增长9.0%，地方支出增长2.6%，财政政策逆周期调节作用突显。2025年，财政目标赤字率安排较上年提高1个百分点至4%左右，赤字规模5.66万亿元（同比增加1.60万亿元），其中中央财政赤字4.86万亿元、地方财政赤字0.80万亿元，多增部分主要由中央财政承担；同时，为增强地方财力、兜牢“三保”底线，中央对地方转移支付安排10.34万亿元，同口径增长8.4%。为保障经济平稳运行，财政政策支持责任更向中央转移，中央加杠杆意图明显。

2025年上半年，全国政府性基金预算收入1.9万亿元，同比下降2.4%。其中，国有土地使用权出让收入1.4万亿元，下降6.5%。全国政府性基金预算支出4.6万亿元，列入政府性基金预算的地方政府专项债券、超长期特别国债、中央金融机构注资特别国债资金支出2.43万亿元，带动政府性基金预算支出同比增长30%。

二、宏观信用环境

2025年上半年，为应对潜在关税冲击的外部压力，同时为有效提振国内需求、推动物价实现温和回升，货币政策保持适度宽松基调。结合国内外经济金融形势变化，央行加快利率体制改革、畅通利率传导、降低实体经济融资成本，创设新结构性货币政策工具，加大力度维持资本市场稳定。为防止债市利率过快下行进而催生市场一致性预期，央行自1月起暂停公开市场国债买入，抑制市场波动。3月MLF净投

放重启，采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作，不再有统一的中标利率。5月7日央行等三部委联合发布“一揽子金融支持政策”，全面降准0.5个百分点，向市场提供长期流动性约1万亿元；7天OMO利率降低10BP至1.4%，带动当月LPR同步下调，1年期、5年期以上LPR分别降至3.0%和3.5%；设立5000亿元服务消费与养老再贷款；科技创新和设备更新再贷款由5000亿元扩容到8000亿元；增加支农支小再贷款额度3000亿元；支持资本市场的货币政策工具总额度8000亿元合并使用；创设科技创新债券风险分担工具；下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点。6月，央行打破惯例两度提前公告并实施1.4万亿元买断式逆回购操作。

社融规模合理增长，科技创新债券发展迅速，信贷结构不断优化

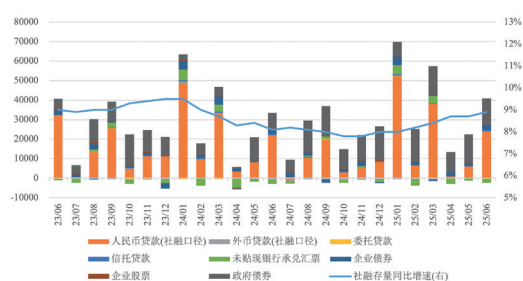
社会融资规模增量合理增长，较好满足实体经济资金需求。2025年上半年，社会融资规模增量为22.83万亿元，同比多增4.74万亿元。一方面，积极的财政政策提前发力，金融体系强化配合，政府债券融资同比多增较多。上半年，政府债券净融资7.66万亿元，同比多增4.32万亿元。其中，国债净融资3.37万亿元，同比多增1.8万亿元；地方政府债券净融资4.29万亿元，同比多增2.52万亿元。另一方面，金融机构对实体经济的信贷支持力度稳固。上半年，金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加12.74万亿元，同比多增2796亿元。今年积极的财政政策率先发力、靠前布局，金融体系同步强化协同配合，政府债券发行节奏较往年显著加快，特别是用于置换隐性债务的特殊再融资专项债发行较多。上半年，置换隐性债务的再融资专项债发行近1.8万亿元，接近全年额度的90%，地方城投相关企业的账面资金状况正持续改善修复。

债券市场运行较为平稳，市场规模稳步提升。2025年上半年，债券市场发行各类债券44.3万亿元，

同比增长16%；债券净融资8.8万亿元，占社会融资规模增量的比重为38.6%，有力支持了积极财政政策的实施和实体企业的融资。上半年政府债券发行13.3万亿元，公司信用类债券发行7.3万亿元，金融债券发行6万亿元。债券融资继续向重点领域倾斜，民营企业债券上半年发行3500多亿元，绿色、科技等相关债券发行超过1万亿元。科技创新债券（下称“科创债”）发展迅速，有望保持高增速。自债市科技板5月推出以来，截至6月末，已有288家主体发行科创债约6000亿元，其中银行间市场发行超过4000亿元科创债，这不仅为新兴产业及未来产业的培育与发展注入了动力，也为传统产业应用新技术成果提供了坚实支撑（见图1）。

信贷延续总量增长、结构优化趋势。2025年上半年，人民币各项贷款新增12.92万亿元，金融体系对实体经济的信贷支持力度持续保持在较高水平。分部门看，住户贷款增加1.17万亿元，其中，短期贷款减少3亿元，中长期贷款增加1.17万亿元；企（事）业单位贷款增加11.57万亿元，其中，短期贷款增加4.3万亿元，中长期贷款增加7.17万亿元，票据融资减少464亿元；非银行业金融机构贷款增加331亿元。信贷结构上，新增贷款主要投向制造业、基础设施业以及“五篇大文章”等重点领域。6月末，制造业中长期贷款余额同比增长8.7%，上半年增加9207亿元；基础设施业中长期贷款余额同比增长7.4%，上半年增加2.18万亿元（见图2）。

图1 社融存量增速和增量结构（亿元）



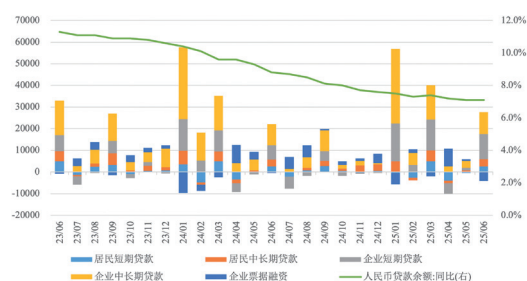
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

流动性呈现前紧后松趋势，实体经济融资成本显著下降

流动性整体保持合理充裕，但受央行控制利率错配风险政策影响，总体节奏上呈现前紧后松趋势。2025年一季度，人民币贬值压力抬升，央行在稳汇率、防空转、防利率风险的多重目标下，边际收敛流动性投放，叠加一季度银行信贷投放和政府债净融资额较大，银行间市场资金面整体偏紧。二季度，特朗普关税政策出台及美国衰退预期增强下美元走弱，人民币对美元贬值压力明显缓解，央行的流动性投放开始加大，叠加二季度银行信贷投放强度和政府债净融资额略有下降，银行间市场资金面均衡偏松。

“一揽子金融政策”持续显效，实体经济融资成本显著下降。2025年5月，降准落地，向市场释放长期流动性约1万亿元；政策利率和LPR报价下行10BP，降低结构性货币政策工具利率和个人住房公积金贷款利率，激发了实体经济融资需求。此外，央行采取多种举措推动降低实体经济融资成本，例如压降非息成本、加大中长期流动性投放、明示企业贷款综合融资成本。上半年，新发放企业贷款加权平均利率大约为3.3%，比上年同期低约45个基点，新发放的个人住房贷款利率约3.1%，比上年同期低约60个基点，社会综合融资成本延续低位下行。房贷利率方面，受去年取消个人住房贷款利率下限、5年期以上LPR大幅下调及存量房贷利率再度统一下调约50BP等影响，当前新发放及存量按揭贷

图2 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

款利率二者利差逐步收窄(见图3、图4)。

下半年,在国际贸易体系不确定性仍未消除、政策协同效应急需强化、外部货币政策掣肘因素逐步减弱的综合环境下,货币政策将继续维持“适度宽松”的基调,始终坚持总量适度投放、结构定向宽松、强化工具创新与畅通传导机制四大原则。降准降息仍有一定操作空间,但会严格遵循总量合理、多重平衡的导向;为保持流动性合理充裕、深化财政金融协同,国债买入操作有望重启;存量与新增结构性工具的使用节奏将加快,以实现重点领域的精准滴灌。此外,资产价格修复是打通经济循环堵点、扩大内需规模的关键环节。自去年9月24日会议以来,货币政策已持续释放支持资本市场的信号。在当前中美关税博弈加剧经济金融不确定性的背景下,后续将进一步用好两项资本市场支持工具,通过稳定资产价格释放财富效应,进而激活内需潜力。

三、宏观政策环境

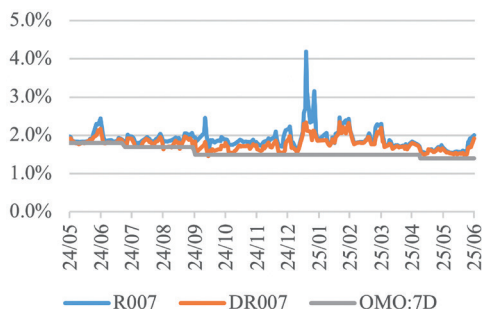
2025年上半年,宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神,实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,创新金融工具,维护金融市场稳定。加快预算内新增债券发行,适时适度降准降息,

设置新结构性货币政策工具,支持科技创新、扩大消费、稳定外贸;大力发展服务消费,增强消费对经济增长的拉动作用;创新推出债券市场“科技板”,利用债券市场经济杠杆推动金融市场服务新质生产力发展。此外,面对外部风高浪急的关税冲突,始终坚持对等原则,一方面反击外部极限施压,一方面采取刺激消费、稳定外贸等对冲手段,取得了资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。下阶段,宏观政策将持续推进扩内需、“反内卷”工作,采取多种举措稳外贸。(更多政策内容请参考一季度宏观报告)

制度创新赋能科技金融高质量发展

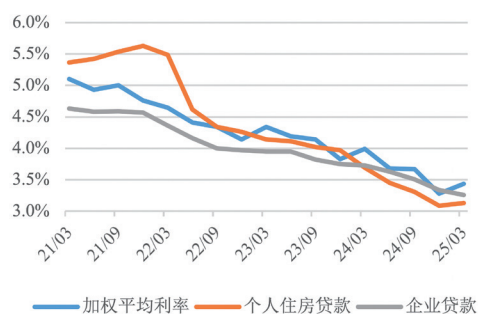
4月1日,金融监管总局等三部门印发《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》(以下简称《方案》)。《方案》的出台标志着我国金融体系对科技创新支持的战略升级。一方面,《方案》首次提出全生命周期金融服务框架,破解传统金融体系与科技企业高风险、轻资产特征的适配性矛盾。另一方面,《方案》明确要求银行信贷与创投基金、债券市场形成接力式支持,推动“股贷债保”联动模式制度化,形成覆盖科技企业不同发展阶段的组合型融资解决方案。此外,《方案》将科技企业流动资金贷款期限弹性上限延长至5年,同步配套“研发周期分期还贷”

图3 市场利率变化趋势



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 人民币贷款加权平均利率变化趋势



数据来源: Wind, 联合资信整理

等灵活付息安排,有效缓解科技项目研发周期与信贷期限错配问题。整体来看,该《方案》通过制度创新重构科技金融生态,在提升金融资源配置效率的同时,通过金融制度创新激活科技创新要素,为科技创新重点领域和薄弱环节提供更加精准、优质、高效的金融保障。

统一统计制度助力金融“五篇大文章”发展

4月15日,人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局联合印发《金融“五篇大文章”总体统计制度(试行)》,主要内容一是实现统计对象和业务的全覆盖,为做好金融“五篇大文章”提供系统、全面的信息支持;二是实现金融“五篇大文章”重点统计指标及其标准和口径的统一、协同;三是建立统筹一致、分工协作的工作机制,形成工作合力。统一统计口径有利于提高数据质量和透明度,为投资者和监管机构提供金融市场相关领域准确的发展现状,有利于吸引投资人进入市场,同时也为监管机构政策出台提供参考,提升监管政策对金融市场的影响力,优化资金供给和金融资源分配结构,促进相关领域发展。

强化逆周期调控与产业部署应对外部冲击

4月25日,中共中央政治局召开会议,分析研究当前经济形势和经济工作。会议对未来一个季度的经济工作做出明确指示,强调用好用足逆周期调控政策,加快构建房地产发展新模式,采取多种措施帮助受关税冲击的企业度过难关。今年一季度经济开局良好,GDP同比增长5.4%,为实现全年5.0%左右经济增长奠定基础。但进入4月以来,美国单方面发动针对全球的关税冲突,压低全球经济增速,威胁金融稳定。外面越是风高浪急,4月政治局会议更是突显中国应对变动的决心和勇气。会议强调了逆周期调控政策的重要性,提出要创设新的结构性货币政策工具,这进一步丰富了货币工具箱。一手抓财政和货币,一手抓产业发展。会议强

调,要将房地产行业的恢复性发展作为加码加力方向,新质生产力要继续保持发展势头,多种举措帮助受困企业,从重点到突出再到扶持,形成梯队全面发展,应对外部冲击。

民营经济促进法以法治化建设护航高质量发展

4月30日,十四届全国人大常委会第十五次会议表决通过民营经济促进法,自2025年5月20日起施行。民营经济促进法共9章78条,包括总则、公平竞争、投资融资促进、科技创新、规范经营、服务保障、权益保护、法律责任和附则。民营经济促进法作为我国首部聚焦民营经济发展的基础性法律,标志着民营经济法治化建设迈入体系化、制度化新阶段。在当前构建新发展格局与经济转型升级的关键时期,该法通过明确民营经济法律地位、完善产权保护制度、优化公平竞争机制等系统性制度设计,全面强化了民营经济发展的法治保障。有助于提振市场信心、稳定发展预期,也有助于保证各类经济组织公平参与市场竞争,促进民营经济健康发展。

债券市场“科技板”精准助力科技企业全周期融资

5月6日,央行联合证监会、科技部等部门创新推出债券市场“科技板”。当前,我国正加速构建多元化金融支持科技创新的融资体系,但仍存在与科技创新需求相适应的金融供给短板。本次科创债主要面向金融机构、科技型企业以及私募股权投资和创业投资机构三大主体。在发行过程中,发行人可灵活选择融资方式和期限,并创新设计含权结构、发行缴款及还本付息等债券条款,以更好地契合资金使用特点和融资需求。债券市场“科技板”的建立,将精准对接处于不同生命周期的科技企业融资需求,为实体经济发展注入更强劲的创新动力。从更长远角度来看,债市科技板聚焦“硬科技”属性,符合国家战略导向,能吸引更多机构投资者关注,形成良性资金循环。

货币政策加力对冲外部冲击稳内需

5月7日,国新办举行新闻发布会,央行行长潘功胜提出一揽子货币政策措施,主要有三类十项政策。其中包括:降低存款准备金率0.5个百分点;下调政策利率0.1个百分点,预计将带动LPR同步下行约0.1个百分点;下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点,再贷款额度扩围;优化两项支持资本市场的货币政策工具;创设科技创新债券风险分担工具等。本次降准如期落地,是兼顾流动性投放和稳汇率目标的最优政策选择,同时与结构性工具利率下调相配合稳定银行净息差并提升利率传导效率,预计将有力保障居民和企业部门信贷投放稳步增长。本次全面降准0.5个百分点,预计释放流动性约一万亿元,有望促进居民和企业贷款稳定增长,并同时有助于持续实现稳汇率双重目标。央行同步决定下调支农支小再贷款等结构性货币工具利率0.25个百分点,有助于共同降低商业银行负债成本,稳定银行净息差,提升利率下调的传导效率,有效促进投融资需求。展望后续货币政策,外部环境不确定性增加,央行已将政策首要目标从国际收支与金融稳定切换至稳增长和促进物价合理回升,通过降准降息对冲外部冲击,维持流动性宽松以支持内需。

中美关税互减与机制建设共识推动经贸关系健康稳定发展

5月12日,中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》,达成多项积极共识。美方承诺取消对中国商品加征的共计91%的关税,修改对中国商品加征的34%的对等关税,其中24%的关税暂停加征90天,保留剩余10%的关税。相应地,中方取消对美国商品加征的共计91%的反制关税;针对美对等关税的34%反制关税,相应暂停其中24%的关税90天,剩余10%的关税予以保留。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。双方一致同意建立中美经贸磋商机制,就经贸领域各自关切保持密切沟通,开展进一步磋商。此次双方在关税调整及后续协商机制方面的承诺,是中美经贸关系缓

和与合作的重要一步。美国对部分中国商品加征关税的调整,以及中国相应的关税调整和非关税反制措施的暂停或取消,显示了双方在缓解贸易紧张局势上的积极姿态。这不仅有助于降低贸易成本,稳定双边贸易规模,还能两国企业创造更可预期的市场环境。同时,建立持续协商机制,明确双方代表及磋商地点,体现了双方对长期经贸关系的重视与维护意愿,为未来进一步解决分歧、拓展合作提供了制度保障,这对于推动中美经贸关系健康稳定发展,以及促进全球经济稳定增长都具有积极意义。

纠治内卷式竞争修复汽车经销产业链利益分配

6月3日,全国工商联汽车经销商商会发布《关于反对“内卷式”竞争 促进汽车经销行业高质量发展的倡议》(以下简称《倡议》)提出,坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为。坚持以销定产,合理制定企业年度生产目标和经销商销售目标,不得向经销商转嫁库存、强迫经销商进车,切实降低经销商库存水平;纠治进销价格倒挂问题,及时向经销商返利,缩短经销商回款周期。当前汽车行业“价格战”竞争激烈,导致汽车经销商盈利暴跌,库存高企,现金流紧张,信用风险加剧。同时,“价格战”也可能导致车企减少研发投入,产品质量下降,进而损害品牌形象。《倡议》的出台有助于打破汽车行业“低利润—低质量”的恶性循环,修复产业链利益分配,加速行业整合,推动汽车行业高质量发展。

科创板增设成长层并推六大改革提升科创企业融资能级

6月18日,证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》。一方面,设置科创板科创成长层,在科创成长层的定位、企业入层和调出条件、强化信息披露和风险揭示、增加投资者适当性管理等方面明确具体要求。另一方面,围绕增强优质科技型企业的制度包容性适应性,推出6项改革举

措, 主要包括: 一是对于适用科创板第五套上市标准的企业, 试点引入资深专业机构投资者制度。二是面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制, 进一步提升证券交易所预沟通服务质效。三是扩大第五套标准适用范围, 支持人工智能、商业航天、低空经济等更多前沿科技领域企业适用。四是支持在审未盈利科技型企业面向老股东开展增资扩股等活动。五是健全支持科创板上市公司发展的制度机制。六是健全科创板投资和融资相协调的市场功能。此次在创业板和科创板同步启用及重启未盈利企业的上市标准, 并设立科创板科创成长层, 将显著增强资本市场对科创企业的长期融资支持能力。这一举措不仅能够加快科创研发活动的整体活跃度, 还能推动尖端科创成果更快实现产业化转化。同时, 它为私募融资孵化的优质项目重新提供了一条更具市场化定价吸引力的资金退出通道, 进一步发挥了科创板作为“试验田”的引领作用, 是金融支持新质生产力高质量发展、助力金融强国建设的最新政策实践。

金融支持消费双举措设立再贷款并优化资本市场激发内需

6月24日, 央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》(以下简称“《意见》”), 从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。

《意见》明确, 设立服务消费与养老再贷款, 额度5000亿元。健全投资和融资相协调的资本市场功能, 推动中长期资金入市, 促进资本市场稳定发展。此19项重点举措环环相扣, 构建起一个全方位、多层次的金融支持体系, 体现了政策的全面性和系统性, 旨在通过金融手段全方位刺激消费市场。设立5000亿元服务消费与养老再贷款, 为相关领域提供了有力的资金支持, 有助于满足居民在服务消费和养老方面的金融需求。而对资本市场功能的完善布局, 不仅为资本市场稳定发展注入动力, 也为消费市场的长期繁荣提供了资金保障。这一政策的实施, 有望在促进消费、稳定经济增长等方面发挥重要作用, 为经济高质量发展提供有力支撑。■



破产法修订草案提请审议，债券市场违约处置法治化程度迎来重大升级

文|联合资信 陈茵 林青 郝帅

一、破产法修订草案主要变化

此次修订草案共16章216条，在现行企业破产法12章136条的基础上，新增小型微型企业破产程序的特别规定、合并破产、金融机构破产、跨国破产的司法合作等4章，实质新增和修改160余条，对现行企业破产法作了比较全面的修改。目前该修订草案正处于向社会公开征求意见阶段（截止2025年10月中旬），后续可能还会有所调整，但整体方向和框架已非常清晰，值得密切关注。

整体来看，此次草案的修订思路遵循以下三个方面，一是从“司法主导”到“府院联动”，通过立法明确政府职责，推动建立常态化府院协调机制，破解实践中单纯依靠司法难以解决的社会问题；二是从“被动清算”到“积极预防与拯救”，明确要促进市场经营主体优胜劣汰和资源优化配置，在防范化解重大风险的基础上，大幅完善和优化重整制度；三是从“普遍适用”到“差异化处理”，针对小型企业、金融机构、跨国破产等设立专章分类施策（见表1）。

表1 2007年企业破产法与2025年企业破产法修订草案内容主要变化对比

修订方面	2007年企业破产法	2025年企业破产法修订草案
立法目的与政府角色	未明确政府协调角色	新增县级以上地方政府建立破产工作协调机制，确定牵头履行破产事务行政管理职责的部门，解决破产相关的社会稳定、资产处置和信用修复等问题。
重整制度	引入重整制度	完善重整程序，建立预重整制度；新增关于重整投资人的规定；新增重整债务人信用修复制度；完善强制批准程序等。
管理人制度	规定管理人的指定、职责和监督	健全管理人制度，明确其法律地位，完善选任方式，并计划设立破产保障基金。
债务人财产处置与清偿顺序	规定了破产撤销权和清偿顺序	细化撤销权分类，明确债权人会议对重大财产处分的决定权；完善清偿顺序，将人身损害赔偿债权、维持生活需要的消费债权置于第一、二顺位，并增加破产债权在破产申请受理后产生的利息、破产人发行的次级债券所形成的次级债权等五项劣后债权制度。
破产申请与财产保全	无专门规定	新增规定当事人提出破产申请后至法院裁定前，可采取防止债务人财产贬值和恶意转移的临时措施。
上市公司破产特别规定	无专门规定	新增人民法院在受理涉及上市公司重整的申请、裁定重整计划执行完毕等程序前听取国务院证券监督管理机构意见的规定。
信息披露制度	无专门规定	新增信息披露制度，规定了信息披露义务人主要为管理人和自行管理的债务人；规定了信息披露的对象涵盖债权人、债权人会议、债权人委员会等内容及要求。
合并破产专章	无专门规定	新增合并破产专章，规范关联企业实质合并破产的标准和程序，有效打击利用复杂关联交易逃废债的行为，保护债券持有人利益。
金融机构破产专章	无专门规定	新增专章明确金融机构破产的法律适用及范围、申请的条件和主体、案件管辖等，对金融机构风险处置与破产程序的衔接、破产债权清偿顺序等作出规定。
小型微型企业破产程序的特别规定专章	无专门规定	新增专章为债务人财产状况清晰、债权债务关系简单、债权人人数较少的小型微型企业破产案件提供法律框架。
跨国破产的司法合作专章	仅原则性规定	新增专章明确跨国破产的适用范围、外国破产程序的承认与协助。为处理涉外破产案件，如中资美元债、境外发行人参评等提供更清晰的法律框架。

二、对债券市场的影响分析

此次企业破产法修订从多个维度深刻影响债券市场的运行环境和发展前景，对市场基础设施建设、投资者保护、风险定价和国际化发展等都具有深远意义。随着修订草案的审议和通过，我国债券市场有望迎来更加透明、高效和稳定的发展环境，更好地发挥服务实体经济和优化资源配置的功能。

优化破产诉讼违约处置方式，市场出清机制更顺畅

债券违约处置是信用债市场运行的关键环节。从我国公募违约债券市场来看，破产诉讼已经成为主要的违约处置方式。2015年至2024年，采用破产重整方式进行处置的主体数量较多，采用破产和解和破产清算方式进行处置的主体数量仍然较少。此次修订法案通过完善破产诉讼程序这一违约债券处置机制，有利于畅通市场退出机制，增强债券市场的韧性和稳定性。

从我国公募债券市场破产重整处置效率看，近年来破产重整申请阶段的效率明显提升，但破产重整处置周期仍然偏长（见图1）。此次修订草案从多环节、多维度优化了破产程序。

具体来看，一是着力解决破产程序启动难、重整周期长等问题，通过府院联动机制有效解决了破产案件审理中涉及的社会稳定、信用修复和税收政策等需政府协调的问题，可以更快解除财产保全措施、加快资产处置进度，显著缩短违约处置的周期。同时，此次修订草案通过完善破产申请和受理机制、健全管理人制度等措施，提升了破产程序的效率和可预测性，为破产审判专业化提供了制度保障。

二是此次修订草案完善了重整程序，如正式引入预重整制度和合并重整制度。此前，预重整和合并重整方式均已经在债券市场破产重整实践中有所应用，此次修订草案正式引入该制度，为后续实践提供了法律框架，大幅提高重整效率和成功率，有效防止债务

人资产在漫长的诉讼过程中贬值，保全企业运营价值，为债权人争取更高回收率。

三是建立重整债务人信用修复制度。此次修订草案分别对法院裁定批准重整计划后和重整计划执行完毕之后的信用修复问题做出规定，提升企业重生概率，改善重整成功企业再融资能力。

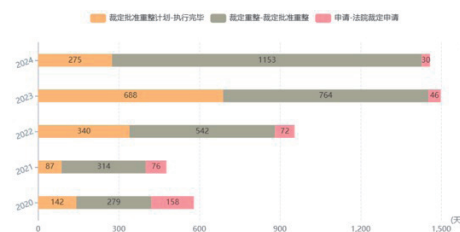
从短期来看，此次修订法案可能加速部分“僵尸企业”或困境企业的破产进程，使得存量信用风险更快速地暴露出来。从长期来看，破产法的修订将有助于市场出清渠道更畅通，有利于优化资源配置和信用风险释放。

投资者保护力度增强，提振债券市场信心

债券市场投资者保护是市场参与者关注的重点之一，此次修订草案多项举措都体现了对债权人保护的强化，在信用分层加剧、投资者风险偏好下降的背景下，这些措施有助于提振债券市场信心。

具体来看，一是针对债券市场反映强烈的“逃废债”问题，修订草案设置了周密的规则和程序设计，通过完善破产案件立案审查、可撤销与无效行为等制度，增强了对各种逃废债务行为的约束力度。同时，修订草案中临时保全措施（申请后至裁定前）可防止债务人财产在程序启动前被恶意处置。此外，修订草案合并破产制度能有效打击通过关联交易掏空资产、逃

图1 2020—2024年我国公募市场违约发行人破产重整方式各阶段平均耗时



资料来源：联合资信债市信用风险投研平台



废债的行为。这项机制对于信用债市场尤为重要，近年来我国债券市场违约事件增多，部分企业通过不当资产转移等方式逃避债务清偿责任，严重损害了投资者信心。修订后的规则将为监管机构和司法机关提供更清晰的法律依据，有效遏制这些行为。

二是此次修订草案强化了债权人会议对债务人重大财产处分行为的决定权，赋予了债权人更大的话语权。这意味着债券持有人（通常通过受托管理人）在企业破产程序中对资产处置、重整计划等重大事项将有更大的话语权，能够更好地保护自身利益，防止债务人与其他利益相关方达成不利于债券持有人的协议。

从法律层面确立信息披露制度，构建市场化、法制化破产程序

信息披露制度的建立是构建市场化、法制化破产程序的核心环节。此次修订草案首次将“信息披露”提升至法律层面，设立专门制度旨在解决原有破产实践中信息不对称导致的效率低下、公平缺失及信任危机等问题。

近年来，我国信息披露制度一直在不断完善。2019年3月，最高人民法院在《关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定（三）》中，对债权人查阅参与破产程序所必需的债务人财务和经营信息资料进行了规定，此次修订草案将相关内容原文直接

作为法律条文，体现了对信息披露要求的完善，保障债权人的知情权和参与权。2025年3月，中国证监会发布实施的《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》，即对上市公司重整过程中的信息披露事项进行了详细规定，此次修订草案也直接将信息披露引入破产法，立足于通过信息披露制度对破产程序进行监管。整体来看信息披露制度的建立有助于债权人更有效地监督破产程序，确保所有债权人在同等信息环境下做出决策和接受清偿，保护自身合法权益，有助于维护破产程序的公平性。对债务人而言，规范的信息披露要求能获得债权人更多信任，提高重整成功率，提升破产程序的整体效率。

从我国债券市场违约处置的市场化程度来看，通过破产程序进行违约处置的信息披露透明度、完整性仍然较低。近年来我国破产重整案例不断增多，受回收处置的信息披露不完整等因素影响，债券的回收金额无法准确计算，在一定程度上影响回收率统计的准确性。在完成处置的违约债券样本中，有70%以上的样本回收处置信息不可得，对建立相关违约债券估值方法带来挑战。透明的信息披露环境是吸引战略投资、形成市场化的资产定价和风险定价的前提。没有可靠的信息披露，市场的决定性作用在破产程序中就难以真正发挥，因此，此次修订草案对信息披露制度的建立，为后续债券市场破产处置

细则提供了法律框架，有助于债券投资者更清晰地评估发行人的真实风险和资产价值，为信用债的风险定价提供更坚实的基础。

促进债券市场信用风险定价与风险评估能力提升

债券市场的核心功能是风险定价和资源配置，此次破产法修订通过完善破产程序、提高司法效率，有助于提升债券市场的风险定价能力和资源配置效率，但也使得信用债定价与风险评估的复杂性提升。

此次修订草案中破产财产清偿顺序的调整和劣后债权制度的引入，在一定程度上会影响普通无担保债券的清偿率，会增加不同层级债券回收率评估的复杂性。未来高收益债投资者需更精细评估发行人的资产质量、债务结构以及潜在受偿顺序，投资策略和定价模型需相应调整，投资者需提升对复杂债务结构和清偿顺序的分析能力。此外修订草案对不同类型的企业做了制度设计和程序优化，在此基础上市场可以对不同规模、不同类型的企业的债券进行更差异化的风险定价，提升市场定价的精细度和效率。

对特定债券品种影响分化，推动债券市场高质量发展

一是高收益债券市场发展方面。此次修订草案对我国高收益债券市场的发展意义重大，通过完善违约处置机制、提升程序效率和信息披露透明度、增强投资者保护等方面，为风险偏好较高的投资者提供了更好的投资环境，为高收益债券市场提供了更为规范的运行基础，中国的高收益债券市场可能迎来新的发展机遇。

二是跨境债券方面。此次修订草案增设的“跨国破产司法合作”专章，标志着中国破产制度与国际规则进一步接轨，为处理中资美元债违约、境外发行人破产等跨境债券违约案件提供了更明确的法律依据和程序指引。完善的跨境破产机制有助于降低境外投资者参与中国债券市场的法律风险，提升其投资意愿。

随着中国债券纳入国际指数和资本市场开放程度提高，跨境破产规则的建设将增强中国债券市场的国际吸引力和竞争力，提升中国债券市场的国际化水平。

三是金融债方面。此次修订草案金融机构破产专章为银行二级资本债、保险次级债等金融债券的风险处置提供了明确法律框架。金融机构债券在我国债券市场中占有相当比重，其破产程序与一般企业有所不同，需要考虑金融稳定、系统性风险防范等特殊因素。尽管当前金融债券风险事件发生概率较低，但制度完善本身有助于长期稳定市场预期，投资者仍需关注尾部中小金融机构的风险。

四是城投债方面。此次修订草案提出的府院联动机制可能有助于更有序地处理某些地区的平台债务问题，但“城投信仰”的核心仍需看后续化债政策的实际落地和资金支持，破产法修订草案本身不改变城投企业的信用资质。

五是可转债方面。此次修订草案虽未直接针对可转债，但整体破产制度的完善有助于所有债券类型的风险处置。值得关注的是，可转债因其股债双重属性，在破产清偿中的顺序处理可能仍需实践探索。

三、小结

总体而言，此次企业破产法修订为债券市场奠定了更为健全的法制基础，通过优化破产诉讼违约处置方式、增强投资人保护、建立信息披露制度、创新跨境处置机制等措施，为推动债券市场高质量发展提供了法治保障，有望显著提升市场的透明度、效率和公平性。然而，法律的真正生命力在于实施。若要充分发挥其效能，仍需在细化规则、加强执法、完善配套等方面持续努力。未来的关注点应在于如何通过司法解释和配套政策将法律原则转化为可操作的实践，并密切关注修法后债券市场违约处置、投资者保护和风险定价的实际变化效果。///



2025年汽车金融行业分析

文|联合资信 马鸣娇

我国全国性持牌汽车金融公司数量相对稳定,目前监管部门批准设立的汽车金融公司总数为25家(其中华泰汽车金融有限公司已被批复进入破产程序),主要为厂商系汽车金融公司,由各汽车厂商发起设立,主要为本品牌的经销商及零售客户提供金融服务。汽车金融公司主要经营业务包括零售贷款、融资租赁和库存融资,零售贷款和融资租赁一般是为终端零售消费者购买新车或二手车提供的贷款服务,库存融资通常是为汽车经销商采购汽车、建立车辆库存提供的融资服务;其中零售贷款为最主要的业务构成部分,2024年末汽车金融公司零售贷款余额占信贷总额的比重为89.97%;融资租赁业务为2023年修订发布的《汽车金融公司管理办法》中允许汽车金融公司开展的新增业务,虽然整体规模占比仍相对不高,但2024年规模增幅明显,融资租赁业务已成为部分汽车金融公司信贷规模增长的主要推动因素。

汽车金融公司作为持牌金融机构接受行业监管,行业监管加强使得汽车金融公司的经营更加标准化和规范化,多项政策的出台也旨在促进汽车消费和支持汽车金融公司的健康发展。2023年8月,国家金融监督管理总局(以下简称“金融监管总局”)修订发布的《汽车金融公司管理办法》(以下简称“《管理办法》”)正式施行,主要修订内容体现在风险管理、业务范围、公司治理及内部控制、境外业务等方面;《管理办法》的贯彻落实将有利于汽车金融公司提高风险防控意识,提升公司治理及和内部控制规范性及信息披露透明度,推动汽车金融公司发挥自身专营汽车消费信贷的专业优势,提高服务实体经济的效率和水平。

2024年2月,金融监管总局发布《汽车金融公司监管评级办法》(金规〔2024〕1号,以下简称“《监管评级办法》”),监管评级结果从优到劣分为1—5级和S级,其中1—3级进一步细分为A、B两个档次,监管评级要素包公司治理、资本管理、风险管理、专业服务能力、消费者权益保护、信息科技管理等六个部分,监管评级结果将作为监管机构制定及调整监管规划、配置监管资源、采取监管措施和行动的主要依据以及业务分级分类监管的审慎性条件,整体来看监管评级越高,可以开展的业务范围越广;《监管评级办法》的出台将使得汽车金融公司的经营管理更加标准化和规范化。2024年4月,中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》(以下简称《调整汽车贷款通知(2024)》),取消了自用传统动力汽车和自用新能源汽车的贷款最高发放比例限制,允许金融机构结合自身汽车贷款投放政策、风险防控等因素,根据借款人信用状况、还款能力等,合理确定汽车贷款具体发放比例;鼓励金融机构结合新车、二手车、以旧换新等细分场景,加强金融产品和服务创新,支持合理汽车消费需求。《调整汽车贷款通知(2024)》的出台降低了消费者贷款购买自用汽车的首付门槛,有助于进一步释放汽车消费市场潜在需求,提振消费者直接购车或以旧换新购车的意愿,支持金融机构为消费者提供更加优质、便捷、高效的汽车金融服务。同时,《调整汽车贷款通知(2024)》亦强调金融机构要切实加强汽车贷款全流程管理,强化贷前审查和贷后管理,持续完善借款人信用风险评价体系和抵质押品价值评估体系,表明监管机构在支持、促进汽车贷款业务

发展的同时,也保持对上述业务的监督管理力度,有助于汽车金融行业合规化、规范化发展。

汽车金融公司业务发展与汽车行业格局息息相关,同时随着来自商业银行等其他市场参与者的竞争压力加大,近年来汽车金融行业资产规模呈现一定程度下行且2024年降幅明显,行业内各公司经营情况亦出现分化。随着国家促消费、稳增长政策的持续推进,促进新能源汽车产业高质量发展系列政策实施,加之报废更新和“以旧换新”等政策推动,我国汽车产销稳中有增,同时汽车产业转型升级进一步深化,汽车市场的新能源车与传统燃油车、自主品牌和合资品牌的竞争格局发生结构性变化。2024年,我国汽车产销量分别完成3128.2万辆和3143.6万辆,同比分别增长3.7%和4.5%;其中,新能源汽车产销同比分别增长34.4%和35.5%,传统燃料乘用车国内销量同比下降17.4%。在汽车行业转型持续深化、来自商业银行等其他市场参与者的竞争压力加大、燃油车和新能源汽车竞争格局发生变化等因素的综合影响下,汽车金融公司总体资产规模呈现下行,其中2024年降幅明显;2022—2024年末汽车金融公司总体资产规模分别为9891.95亿元、9648.18亿元和8551.34亿元。从市场竞争来看,汽车金融公司能够得到股东/本品牌汽车厂商在客源、贴息、资金和风控系统等方面的支持,各个汽车金融公司之间通常不存在直接竞争关系,但经营发展受各自厂商品牌的销量影响较大,业务开展存在一定局限性。另一方面,在国家稳增长、促消费等一系列政策刺激下,商业银行依托于其资金成本优势以及广泛的渠道网点布局积极开展汽车贷款业务,是汽车金融公司最大的竞争对手,且竞争日趋激烈;随着车贷市场饱和度增加,汽车金融行业内市场竞争加剧,受其服务汽车品牌业务战略布局、销量表现等因素影响,各汽车金融公司经营情况亦产生一定分化,销量不佳的厂商品牌汽车金融公司发展面临较大挑战。

汽车金融公司资产质量整体良好,拨备水平充足,对信用风险的抵御能力较强,但行业内部各公司间不良贷款水平存在差异。汽车金融公司发放的贷款通常以融资车辆作为抵押,同时对于经销商贷款采取保证金制度,风险缓释措施较为完善,有助于信用风险的控制;同时,汽车消费贷款有小额分散的特点,能够有效降低信用风险集中暴露的可能;此外,汽车金融公司对逾期贷款的催收及诉讼时效性较高,且贷款核销政策相对灵活,整体资产质量保持在良好水平。各家汽车金融公司的不良贷款水平与其自身的核销政策、风险偏好、风险管理水平、购车客群资质等因素均有一定关系,行业内部各公司间不良贷款水平存在差异。近年来,汽车金融公司平均不良贷款率低于1%,2024年末汽车金融公司行业平均不良贷款率为0.65%,同比上升0.07个百分点,仍远低于银行业金融机构平均水平,不良贷款率的上升主要与宏观经济复苏不及预期、部分客户还款能力不足导致的贷款风险暴露有关,同时整体信贷规模收缩亦在一定程度上推高不良贷款率数据;拨备覆盖率普遍处于较高水平,面临的信用风险可控,2024年末汽车金融公司平均拨备覆盖率为450.74%。

汽车金融公司不断拓展资产支持证券和金融债券等长期负债渠道,近年来融资成本有所下行,但期限错配所带来的流动性管理压力仍然存在,融资结构有待持续完善。从融资渠道来看,汽车金融公司融资渠道主要包括金融机构借款、关联公司存款、接受保证金、发行资产支持证券和金融债券等。2024年,共有14家汽车金融公司发行了32单资产支持证券,总发行规模为1296.68亿元;共有6家汽车金融公司发行了12单金融债券,发行债券本金合计178亿元,均为2年期或3年期,以3年期为主。金融机构借款是汽车金融公司最主要的融资渠道,但由于借款期限主要集中在1年以内,与资产端贷款普遍2~3年的期限相比,存在明显的期限错配情况,流动性管理压力较大;同时,新增的融资

租赁业务在期限上可突破汽车贷款不超过5年期的要求,随着汽车金融公司融资租赁业务的逐步拓展,资产端期限或将进一步拉长。一方面,汽车金融公司需进一步加大资产支持证券、金融债券的发行力度以拉长负债久期;另一方面,汽车金融公司需通过不断获取银行授信、合理做好债务到期安排等方式保证短期债务的可持续性,同时借助同业拆借市场补充短期流动性。从融资成本来看,2024年我国货币政策坚持“稳健灵活、精准有效”的基调,央行通过小幅降准、定向降息保持流动性合理充裕,在市场利率呈现下行走势的影响下,汽车金融公司整体融资成本有所下降。

信贷业务投放趋缓以及资产端利率下行对汽车金融公司盈利表现产生负面影响。2024年,汽车金融公司普遍出现业务增速放缓甚至出现负增长,加之市场竞争加剧背景下贷款收益率下行等因素影响,汽车金融公司营业收入亦随之趋于下滑;同时,受资产质量下行压力加大、核销力度增加等因素影响,部分公司增加拨备计提亦对净利润实现产生一定负面影响。从11家公开发债汽车金融公司披露数据来看,其中5家企业2024年营业收入和净利润均同比出现下滑,仅有2家企业2024年营业收入和净利润均同比呈增长趋势,其余4家企业2024年营业收入或净利润同比有所增加但增幅均不明显。

在股东增资、利润留存以及贷款投放趋缓的共同作用下,汽车金融公司资本整体处于充足水平,但同时亦需关注部分企业大比例分红对于资本的影响。一方面,汽车金融公司股东增资及持续的利润留存使其资本逐步积累;另一方面,部分汽车金融公司业务增速有所放缓甚至出现负增长,贷款投放对于资本的消耗作用明显减缓,亦推高资本充足率。2024年,共有3家汽车金融公司完成增资。截至2024年末,汽车金融公司行业资本充足率为26.96%,较2023年末上升2.39个百分点。但同时需要关注的是,由于业务规模收缩对于资本的消耗作用减弱,近年来部分汽车金融公司持续进

行大比例股东分红,导致权益规模有所缩减,各公司分红政策对于资本充足水平可能的影响仍待观察。

随着国家对于新能源汽车以及二手车市场出台各项支持性和引导性政策,新能源汽车、二手车贷款业务或将成为汽车金融公司新的转型和发展机会。2020年10月,国务院通过的《新能源汽车产业发展规划(2021—2035年)》提出,到2035年公共领域用车全面电动化,并要求自2021年起,国家生态文明试验区和大气污染防治重点区域的公共领域更新车辆,新能源汽车比例不低于80%;2023年6月,财政部、税务总局、工信部联合发布《关于延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策的公告》,新能源汽车车辆购置税减免政策延长至2027年底。在政策利好、供给充足、价格降低和基础设施持续改善等多重因素共同作用下,新能源汽车产销增长态势较好,同时随着新能源汽车在续航、智能化和充电便利性等方面的改进提升,消费者对于新能源汽车的关注度和接受度不断提高,2024年新能源车渗透率超过40%。截至2024年末,全国汽车金融公司新能源汽车贷款余额2040.96亿元,较上年末增幅23.44%。2024年8月,商务部、国家发展改革委等7部门共同印发《关于进一步做好汽车以旧换新有关工作的通知》,提高个人消费者报废更新乘用车的补贴标准,加大中央资金支持力度以推动汽车报废更新和个人消费者乘用车置换更新,同时优化汽车报废更新审核、拨付监管流程等;上述以旧换新政策持续推行、补贴金额提高进一步刺激消费者的新购需求并扩大二手车市场规模。2024年,我国继续实施针对二手车经销的增值税优惠政策,对从事二手车经销的纳税人销售其收购的二手车,按照简易办法减按0.5%征收增值税,执行至2027年底;二手车减税政策对于降低经销企业税负、扩大二手车经销业务规模、释放汽车消费潜力等方面发挥了积极作用。截至2024年末,全国汽车金融公司二手车贷款余额783.81亿元,较上年末增幅26.06%。在汽车贷款市场饱和度增加、行业竞争日趋

激烈、汽车产业转型升级逐步深化的背景下,在新能源汽车和二手车市场发展较好的汽车金融公司或将更具竞争优势。

综上,汽车金融公司在强监管的环境下整体经营稳健,不良贷款率、拨备覆盖率、资本充足率等关键性指标均保持在良好水平,自身经营及财务风险可控;但同时,随着商业银行等主体不断加入,汽车金融市场同质化竞争也愈加激烈,汽车金融公司业务规模增长承

压,受其服务汽车品牌战略定位、销量表现等因素影响,行业内各汽车金融公司经营情况亦产生一定分化。未来,随着新能源汽车及二手车市场的增长为汽车金融公司带来新的发展空间,加之汽车金融公司作为深耕汽车产业链的金融机构,借助与汽车厂商和经销商的密切合作关系加速转型升级、细化金融服务场景、提升服务能力,汽车金融市场竞争有望逐步趋于良性化。整体看,汽车金融行业展望为稳定。■





2025年担保行业分析

文|联合资信 金融评级二部

一、担保行业概况

2022年以来,担保行业逐渐进入业务调整期,金融产品担保业务规模有所减少;信用风险仍保持较高水平,担保机构代偿压力较大。

中国担保行业是在金融体制不完善、融资供应结构失衡的背景下应运而生,为促进社会信用体系建设、助力社会经济发展提供支持,尤其是在缓解中小企业融资难、担保难问题方面发挥了积极的作用。

金融担保机构从分类来看,主要包含全国性担保公司、信用增进公司、省级担保公司、地市级担保公司等,各机构的展业区域和业务类别存在一定差异。近年来,金融担保机构整体发展平稳,且逐步进入资本市场。

金融产品担保业务方面,根据Wind统计,2022—2024年末,金融担保机构金融产品担保余额分别为9642.07亿元、9642.27亿元和8355.71亿元,先稳后降,整体减少,业务逐步进入调整阶段。截至2024年末,前十大金融担保机构市场份额为60.18%,较2023年末下降3.19个百分点,行业集中度仍较高。从被担保金融产品省份分布来看,截至2024年末,金融产品担保余额最高的三个省份依次为江苏省(占15.04%)、四川省(占13.44%)和安徽省(占10.57%),其中江苏省和四川省占比均较上年末有所下降,安徽省占比较上年末有所上升;截至2024年末,从被担保金融产品发行主体信用等级来看,主要集中在AA级别,占比为71.41%,较2023年末下降1.99个百分点,AA+级别发行主体占比为14.66%,较2023年末提高1.55个百分

点,AA-级别发行主体占比为4.29%,较2023年末下降2.38个百分点,整体看,受债券市场环境变化及市场信用风险攀升、担保机构对发行人筛选愈趋严格等因素影响,金融产品担保主体信用等级向上迁徙;从金融产品担保发行主体公司属性来看,地方国有企业占比较2023年末下降2.21个百分点至91.35%,民营企业占比较2023年末下降0.05个百分点至4.06%,中央国有企业占比较2023年末上升0.73个百分点至3.67%,地方国有企业仍是最主要的被担保发行主体。2024年全市场发生违约债券73只,规模合计808.61亿元,同比增长142.94%,以房地产相关行业为主;2024年实质违约债券中无金融担保机构担保的债券。由于债券担保业务单一业务规模相对较大,未来仍需防范部分行业、地区集中违约风险,金融产品担保机构代偿压力仍较大。

再担保公司在担保体系中起着重要的风险分散和转移作用,相当于担保公司的担保公司,可以有效降低融资担保公司的损失风险。再担保是一种准公共产品,商业性融资担保公司无动力去完成这种低收益的风险分散,因此由政府牵头组建再担保公司是最有效的解决方法。近年来,我国积极倡导各地设立省级或市级的再担保机构,但目前再担保公司总体数量依然较少,省级再担保机构的全覆盖尚未实现。

二、行业政策

随着担保行业相关政策不断出台,政府性融资担保机构职能逐渐显现,相关政策加大支持中小微企业、

“三农”和科技创新型企业力度，服务实体经济。

全国性监管政策方面，随着融资担保行业的快速发展，2010年中国银行业监督管理委员会等七部委联合发布的《融资性担保公司管理暂行办法》已难以适应当前和未来行业发展和监管的实际需要。2017年8月，国务院颁布《融资担保公司监督管理条例》（以下简称“《条例》”），并于2017年10月1日起施行；《条例》从过去的管理暂行办法上升到条例，适当提高了行业准入门槛，特别强调风险防控，提出发展政府出资的融资担保公司，重塑了行业格局，进一步规范行业发展。2018年4月，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“中国银保监会”）发布了自成立以来的第一份法律法规——《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》（银保监发〔2018〕1号）（以下简称“《四项配套制度》”），对《条例》进一步细化，对金融担保公司业务运营产生影响比较大的主要包括融资担保业务权重、融资性担保放大倍数、集中度和资产管理等方面规范化管理。

2019年10月，中国银保监会等九部委联合印发了《关于印发融资担保公司监督管理补充规定的通知》（银保监发〔2019〕37号）（以下简称“37号文”），37号文对《条例》内容进一步细化、明确，基本实现融资担保机构和融资担保业务监管全覆盖，对实质经营融资担保业务的机构严格实行牌照管理，同时，37号文的发布对于净资产规模偏低的融资担保公司及信用增进公司业务冲击较大，融资担保公司和信用增进公司净资产规模亟待补充。

2020年以来，政府部门多次召开会议或发文，强调切实发挥政府性融资担保机构职能，加强对中小微企业、“三农”、民营企业等的金融支持，并配套出台了一定的便利制度。

2020年5月，财政部出台了《政府性融资担保、再担保机构行业绩效评价指引》，引导政府性融资担保机构、再担保机构充分发挥政策性职能，扶持小微及

“三农”经济发展，并提出适当放宽对融资担保机构盈利能力考核，有利于解决融资担保公司风险与收益匹配度低的问题，政府性担保机构定位为提供准公共性服务。2020年8月，中国银保监会等七部门发布《关于做好政府性融资担保机构监管工作的通知》（以下简称“《通知》”）：开展政府性融资担保机构确认工作；要求政府性融资担保机构坚守准公共定位，弥补市场不足，聚焦支小支农主业，稳步提高小微企业和“三农”融资担保在保余额占比；《通知》的印发是建立健全政府性融资担保体系的重要举措，持续促进政府性融资担保机构聚焦支小支农主业，健康可持续发展。

2022年4月，国务院发布通知，鼓励各地区政府性融资担保机构为符合条件的运输企业提供融资增信支持，依法依规及时履行代偿责任，积极帮助有关企业续保续贷；金融机构要在风险可控、商业可持续前提下，将普惠型小微企业贷款适当向运输企业和个体工商户倾斜，主动跟进并有效满足其融资需求，做好延期还本付息政策到期后相关贷款的接续转换；在综合考虑自身经营状况和客户还款能力基础上，鼓励金融机构降低实际贷款利率，适当减少收费。2022年12月，国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022—2035年）》，提到要推进投融资体制改革，健全政府性融资担保体系。

2023年2月，国务院发布《关于做好2023年全面推进乡村振兴重点工作的意见》，提出引导信贷担保业务向农业农村领域倾斜，发挥全国农业信贷担保体系作用。2023年8月，财政部印发《关于加强财税支持政策落实促进中小企业高质量发展的通知》，强化落实创业担保贷款贴息政策，发挥国家融资担保基金体系引领作用，引导各级政府性担保机构加大对小微企业等经营主体的融资增信支持，推动政府性融资担保体系建设等。

2024年5月，市场监管总局会同中国人民银行和

金融监管总局发布《关于开展质量融资增信工作更好服务实体经济高质量发展的通知》，提出要深化政策支持，支持地方政府将质量融资增信业务纳入政府性融资担保范围，推动设立针对质量融资增信业务的专项担保基金。2024年7月，财政部等四部委发布《关于实施支持科技创新专项担保计划的通知》，明确了总体要求与具体实施方案等，以更好发挥政府性融资担保体系作用，撬动更多金融资源支持科技创新类中小企业发展。2024年9月，农业农村部等七部委发文提出全农业信贷担保体系要加强对养殖户的担保增信支持。

2025年2月，财政部等六部委发布《政府性融资担保发展管理办法》，从机构定位、业务规范、政策支持、绩效考核、监管机制等维度构建了政府性融资担保体系的制度框架，使我国政府性融资担保体系得到进一步优化。通过制度约束与政策激励的合力，不仅为小微企业和“三农”主体提供制度保障，也为经济结构优化与长期稳定增长提供了重要支撑。

三、未来动向

未来，全国性政府融资担保体系将不断完善，经济实力较强区域省级担保机构信用竞争优势将更显著，区域性展业特征或将继续延续。

担保行业尤其是政府性担保，具有典型的准公共品属性，在我国经济发展中具有系统性的重要作用。全国政府性融资担保体系已初步建立了从国家融资担保基金，到省级融资担保/再担保机构，再到地市级、区县级担保机构的多层次政府性融资担保体系，有效解决小微及“三农”融资难、融资贵问题，未来，全国政府性融资担保体系将不断完善，推动经济高质量发展。同时，从事债券等金融产品市场化业务的担保机构，在当前国内消费需求收缩、行业信用风险爆发、市场竞争加剧等因素的背景下，需持续调整业务结构和

开拓创新型担保业务，其未来业务增长仍面临一定压力。综合来看，整体业务符合政策性导向且区域经济较强省份的担保机构在被担保客户质量相对较好和自身业务调整压力较小的情况下，信用情况将保持在较高水平。

当前，担保机构在拓展业务的同时，更加注重风险的防范，区域性金融担保机构和全国性金融担保机构分支子公司对其所在区域或周边地区拥有一定属地化资源禀赋，对区域内客户在风险识别、保后跟踪和代偿清收等方面相对具有更强的优势。未来，担保机构业务范围仍有向所属区域或附近地区收缩的趋势。

担保机构展业预计将继续保持审慎，但在当前债券发行政策及低利率背景下，行业竞争更加激烈，债券担保业务规模增长承压。国内宏观经济增速放缓，担保行业代偿压力仍较高，担保机构也需要强化自身能力，探索自身担保业务转型路径。

2025年，金融产品市场或将保持谨慎，但在当前债券市场发行政策背景下，金融担保行业面临市场容量减小、市场参与者数量增多的双重因素影响，市场竞争更加白热化，债券担保业务规模增长承压。未来，以城投债为金融担保机构债券担保业务核心的格局或将逐步改变，现已有部分金融担保机构通过担保产业债、境外债、资产证券化产品来进行业务转型。同时，随着国家各项支小支农、服务实体经济、推动科技创新政策的逐步落地，各级政府性融资担保体系、风险分担机制的建立，金融担保机构通过设立子公司等方式将市场化与政策性业务划清界限，各主体定位更加明确，间接融资性担保业务尤其是批量化担保业务也将成为其业务的另一增长点。

由于宏观经济增速放缓、国内需求不足以及部分行业风险暴露等因素的综合影响，当前银行贷款融资市场企业信用水平仍存在较大不确定性，根据公开资料显示，截至2024年9月末，金融产品担保机构应收代偿款合计规模较上年末增长12.88%，主要代偿项目为

间接融资性担保项目。2025年, 仍需对企业经营不善导致的金融担保机构新增集中代偿情况保持关注。

2024年以来, 房地产类企业金融产品违约事件频发, 市场投资热点仍为城投债券。目前, 金融担保机构的债券担保业务底层客户以城投企业为主, 其担保的城投债券尚无违约先例, 但2025年经济环境较差的区域所发行债券仍存在一定的违约风险。随着金融产品担保业务到期解解压力的持续加大, 金融担保机构代偿压力加大, 其未来经营或受一定负面影响。

在当前宏观经济环境和债券市场政策下, 从长期

来看, 限城投、促产业或将成为趋势, 产业债的发行比重有望进一步提升, 产业债担保或将构建金融担保行业的另一发展曲线, 已有部分金融担保机构在产业债担保方面做出先行有益尝试。当然, 对产业债担保业务的拓展需要更强的风险控制能力, 金融担保机构中很多为属地化机构, 这一特征会提升其对区域内企业的了解程度, 加强风险识别能力, 但同时其应持续加强自身研究能力, 提升对各类产业未来发展的认识和客户风险的识别能力, 鼓励对其担保的业务品种进行持续创新, 拓展新的发展思路。///



2025年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

文|联合资信 林青 郝帅 董欣焱 薛逸竹

一、2025年上半年我国债券市场违约情况回顾

债券市场信用风险暴露保持低位，展期现象明显缓和

2025年上半年，全球经济面临多重挑战，主要经济体通胀压力持续、地缘政治局势复杂多变以及贸易保护主义抬头，我国面临的外部环境急剧变化。同时，我国经济正处于转型升级的关键时期，房地产市场深度调整、地方政府债务压力凸显以及人口结构变化带来的长期影响，都对经济增长构成结构性挑战。在此背景下，我国加紧实施更加积极有为的逆周期调控政策，经济稳定增长趋势延续，但仍面临有效需求不足与通缩压力的双重挑战。具体来看，货币政策方面，上半年适度宽松的货币政策持续发力，结构上，进一步扩大科技创新和技术改造再贷款规模，将支农、支小再贷款合并并增加额度3000亿元；总量上，5月央行降准降息落地，下调再贷款利率，加大对实体经济支持，且打破惯例月内二度投放买断式逆回购。同时，央行暂停国债买入，稳汇率稳市场预期，增设各项工具流动性投放情况表，维持市场资金面合理充裕。财政政策方面，积极的财政政策加快落地见效，中央金融机构注资特别国债与超长期特别国债启动发行，财政靠前发力，“两重”“两新”政策持续加码，推动促消费，扩内需。房地产方面，“白名单”项目扩围增效，5月降低个人住房公积金贷款利率，“稳楼市”政策落地发力，持续巩固房地产市场稳定态势。在此背景下，2025年

上半年，国内生产总值66.05万亿元，不变价同比增长5.3%，其中一季度GDP同比增长5.4%，二季度GDP增速放缓，同比增长5.2%；全国规模以上工业增加值同比增长6.4%，全国规模以上工业企业实现利润总额34365.00亿元，同比下降1.80%；社会消费品零售总额同比增长5.0%。

2021年以来，在国家持续加大房地产领域风险纾解力度等有利因素的影响下，房地产等高风险领域和重点企业信用风险持续出清，同时随着经济逆周期调节措施的推进，房地产市场逐步企稳，信用债违约高



发的势头得到进一步遏制。从首次出险主体¹数量和规模来看, 2025年上半年, 受破产重整主体数量较多影响, 我国债券市场新增出险主体同比有所增加, 但信用风险暴露保持低位。

从实质违约情况看, 2025年上半年, 我国债券市场新增7家违约发行人², 共涉及到期违约债券15期, 到期违约金额合计约140.20亿元, 新增违约发行人家数、违约债券期数和违约金额较2024年上半年(6家、11期、138.21亿元)均有所增加, 较2024年下半年(9家、17期、141.66亿元)均有所减少。2025年上半年, 我国债券市场重复违约³发行人3家, 涉及到期违约债券4期, 到期违约规模合计约5.32亿元, 重复违约发行人家数、到期违约债券期数及到期违约规模同比(11家、25期、100.51亿元)和环比(11家、22期、186.90亿元)均大幅减少。截至2025年上半年末, 我国债券市场累

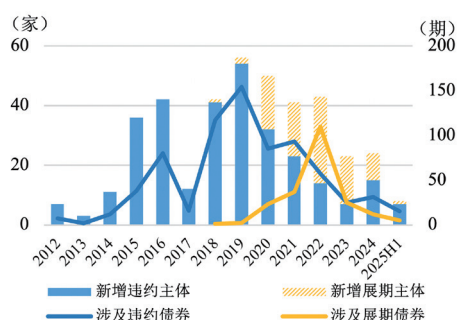
计有304家发行人发生违约, 到期违约债券991期, 到期违约金额合计约8247.26亿元。

从展期情况来看, 债券市场展期现象继续呈现下降态势, 2025年上半年新增展期发行人1家, 涉及展期债券5期, 展期规模9.17亿元, 创2018年上半年以来新低。其中1家展期主体为欣捷投资控股集团有限公司, 另有4期ABS发生展期, 穿透信用主体分别为苏宁易购集团股份有限公司和世茂集团控股有限公司, 均为前期风险主体。随着房地产行业风险逐渐出清, 出险企业数量同比明显下降(见图1、图2)。

评级负面调整有所减少, 仍主要集中在可转债发行人

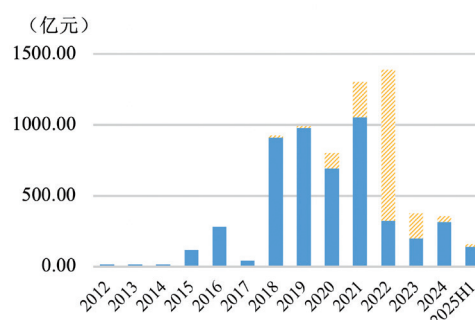
2025年上半年, 我国公募债券市场共有88家发行主体信用等级和展望发生调整, 调整率1.67%, 较上年同期(1.68%)变化不大。2025年上半年, 等级调升率

图1 我国债券市场新增违约和展期家数和期数



注: 展期主体不包含已发生实质性违约的企业
资料来源: 联合资信

图2 我国债券市场新增违约和展期规模



注: 展期主体不包含已发生实质性违约的企业
资料来源: 联合资信

¹ 包括新增违约主体和新增展期主体。

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

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。

和调降率分别为0.76%和0.91%，延续调降趋势。剔除可转债发行人后，调升40家，调降6家（见表1）。此外，评级展望调整的频次相对较少，2025年上半年仅发生2次展望上调和3次展望下调。

等级调升方面，2025年上半年我国公募债券市场信用等级和展望调升数量40家，同比有所增加。调升发行人中37家为国企，其中8家发行人为城投企业，主要是地级市、区县级平台，随着“一揽子化债政策”和大规模债务置换的推进，城投债的安全性日益增强。上调原因为区域经济财政实力增长，公司地位突出，地方政府支持力度加大（资源注入、财政补贴）等。此外，金融服务行业发行人（7家）等级上调较多，上调原因主要是股东背景强、拥有垄断性资源、盈利水平提升以及融资渠道畅通等。

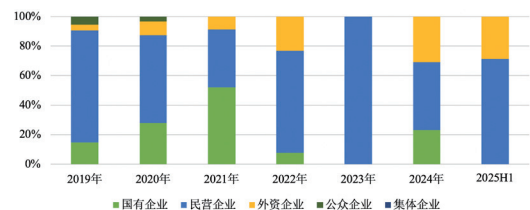
等级调降方面，2025年上半年我国公募债券市场信用等级和展望调降数量48家，同比有所减少，主要系城投企业调降数量大幅减少。上半年共3家城投企业发生等级或展望下调，同比减少8家。调降发行人仍主要集中于转债主体（42家），占比达到87.50%。调降转债发行人主要分布于基础化工（5家）和软件（4家）行业的民营企业，下调主要源于业绩持续恶化、流动性压力加剧、负面舆情凸显等；地区方面，转债发行人主要分布在广东、江苏等地。

民企违约占比较大，尾部民企加速出清

从企业性质看，2025年上半年新增违约主体中，5家为民营企业，2家为外资房企广州富力地产股份有限公司和奥园集团有限公司，前期均已出现信用风险暴露，对市场冲击有限（见图3）。

在民营企业违约及房地产行业风险事件频发导致市场风险偏好下降的背景下，近年民营企业债券发行规模整体收缩。2025年上半年，支持民企融资的政策持续加码。继2月民营企业座谈会释放积极信号后，央行等五部门联合召开金融支持民营企业高质量发展推进会，重申落实“金融支持民营经济25条”措施。4月30日，《中华人民共和国民营经济促进法》正式出台，首次以法律形式确立民营经济地位，并明确覆盖投融资、科技创新等核心领域。尽管在政策引导及LPR下调

图3 新增违约主体企业性质分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理

表1 2025年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级		评级展望		合计	
	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1
样本数量 (家)	5588	5252	5588	5252	5588	5252
调升数量 (家)	31	38	0	2	31	40
调降数量 (家)	59	45	4	3	61	48
调升率 (%)	0.55	0.72	0.00	0.04	0.55	0.76
调降率 (%)	1.06	0.86	0.07	0.06	1.13	0.91

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

资料来源：Wind，联合资信整理

带动下民营企业融资环境较去年同期有所改善，但结构性分化依然突出，资金仍主要流向高信用等级头部民企，民企整体融资改善有限。2025年上半年，国有企业信用债发行量达9.06万亿元，净融资1.32万亿元，分别占据市场总量的84.29%和87.13%；民企信用债净融资额0.05万亿元，为2021年上半年以来首次实现净融资转正，但融资主体进一步集中于AA+及以上评级的头部企业，资金分布不均问题依旧显著，整体融资状况尚未得到根本性改善。

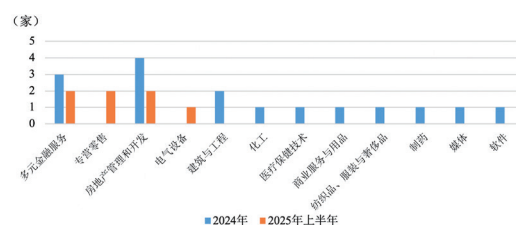
从违约企业自身分析，其违约根源呈现共性特征：行业下行导致主营业务盈利大幅萎缩，叠加激进投资进一步加剧债务压力，而母公司流动性枯竭及治理层面的危机，导致融资环境进一步恶化，最终引发实质性违约。杉杉集团有限公司受行业低迷影响，盈利水平急速下滑；同时，公司在行业低谷期仍逆势扩张投资，推高债务负担；母公司核心资产高比例质押且自身无经营现金流，叠加公司控制权争夺、管理层动荡及大额诉讼等治理问题，进一步削弱融资能力，2024年9月发生公司债券展期，2025年2月被法院裁定受理重整，触发实质违约。广汇汽车服务有限责任公司受新能源汽车的渗透和挤占，盈利能力和现金流呈现弱化；公司自2015年以来通过高频并购快速扩张，使得债务规模快速攀升；叠加公司因内部治理、信息披露等问题，多次受到监管处罚，在负面舆情扰动下，公司自2021年以来融资环境持续紧张，筹资活动净现金流持续为大幅净流出，加剧了公司的流动性压力，公司在2024年债券展期后于2025年出现债券违约。苏宁电器集团有限公司（以下简称“苏宁电器”）于2012年起大举跨界投资，业务持续亏损并消耗了大量现金流，尤其是对恒大200亿元的投资未能如期回收，加剧了流动性危机。2021年“苏宁系”债务危机爆发，苏宁电器同年发生债券展期，并丧失核心资产上市子公司控制权。2025年1月，法院裁定对苏宁电器等38家公司进行实质合并重整。

地方AMC信用风险持续发酵，房企信用风险有序暴露

从行业属性来看，2025年上半年新增违约主体涉及4个行业，其中2家多元金融服务行业企业，分别为国厚资产管理股份有限公司（以下简称“国厚资产”）和武汉天盈投资集团有限公司（以下简称“天盈投资”），均为民营资本控股地方AMC相关企业，其违约均是多重内外部因素叠加的结果。国厚资产是安徽省第一家具有金融不良资产批量收购处置业务资质的地方资产管理公司。受宏观经济下行影响，资产包处置与股权退出未达预期，加之融资环境变化，有息负债被压缩，前期盲目多元化投资白酒、保险消耗了巨额资金，叠加治理缺陷引发监管风险，最终导致债务链条断裂。天盈投资旗下核心不良资产经营主体湖北天乾资产管理公司，是湖北省第二家持牌地方AMC，已于2023年发生实质违约，且二者均为前期出险“当代系”企业。受当代集团激进扩张耗尽流动性，叠加天盈投资违规操作等内部治理缺陷摧毁市场信任，致使融资渠道受阻，最终走向违约（见图4）。

2024年以来房地产企业展期数量持续下降，新增信用风险事件主要集中于信用状况已经长期恶化的尾部主体。新增违约企业中，房地产相关行业有2家，分别是广州富力地产股份有限公司和奥园集团有限公司，二者均在本轮房地产较早暴露出信用风险，2022年以来多笔境外债券违约，境内债券也悉数展期。违约原因均为行业景气下行导致销售萎缩、回款锐减，叠加

图4 新增违约主体行业分布情况



资料来源：Wind，联合资信整理



前期高杠杆扩张留下的巨额短期债务,在融资政策收紧及评级下调影响下,再融资通道关闭,内外部综合影响导致最终走向实质违约。

2025年以来,房地产政策定调持续释放积极信号,但政策效应有待进一步释放,房地产市场仍处于调整转型过程中,上半年房地产行业基本面尚待修复。具体来看,政策方面,在去库存与优化供给方面,自然资源部、财政部3月印发通知,支持运用专项债开展土地储备工作,调节市场存量土地规模。4月政治局会议指出“优化存量商品房收购政策”,6月国常会明确提出“要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底”,加速存量用地盘活。扩需求方面,房贷利率进一步下调。5月7日,央行调整5年期以上LPR降至3.50%,5年以上首套公积金贷款利率降至2.60%,均达历史最低水平,降低购房者置业成本,刺激住房需求释放。房企销售方面,2025年上半年,房地产行业销售仍低迷,商品房累计销售面积45850万平方米,同比下降3.50%,销售金额44241.25亿元,同比下降5.50%,二者降幅均较2024年底大幅收窄。房企融资方面,2025年上半年,房企融资分化依然严重,资金更多地向优质房企归集,上

半年境内发债房企以央企国企为主,民营房企发债规模仅占3.57%,且民营房企发债规模难以覆盖到期偿还规模,仍延续净流出状态。整体来看,2025年以来房地产供需两端政策持续发力,但政策显效尚不明显,行业基本面改善仍需时间。

2025年上半年,新增1家展期企业欣捷投资控股集团有限公司(以下简称“欣捷集团”),为建筑与工程行业。欣捷集团是宁波市建筑业龙头企业,受地产行业拖累,建筑业新签合同额持续下降,欣捷集团业绩承压,短期借款规模较大,其资金链一直吃紧,而应收账款和存货占用大量资金,资产变现能力较差,公司流动性日渐紧张,最终发生债券利息展期。

城投净融连续四个月为负,风险事件数量回落

2025年上半年,政府持续推进一揽子化债政策,“退平台”和城投转型进一步提速,城投债发行环境仍处于严监管态势之下。具体来看,上半年大规模发行特殊再融资债券置换隐性债务,上交所新“3号指引”推动城投加速向市场化运营转型,城投公司退出政府融资平台的速度显著加快。在此背景下,2025年上半年,城投债发行及净融资规模大幅下降,全国城投债共发行2980只,发行规模1.77万亿元,同比分别下降6.64%和12.82%,净融资流出规模达2962.65亿元,同比扩大54.70%,其中3—6月连续四个月净流出,城投债融资规模持续收缩(见图5)。

化债持续推进下各类主体的发行量及净融资额同比均有所下降,评级和行政层级方面,低层级及低级别发债主体净融资额表现仍较弱,各级别平台均呈现净流出状态。AAA级和AA+级主体的发行规模下降幅度相对较大,AA+级主体净融资同比由正转负,AA级及以下评级的弱资质平台城投债融资规模继续压降且持续呈现净偿还。区域方面,江苏、浙江和山东发行额仍大幅领先,但净融资均有不同程度下滑。上半年共6个地区实现净融资,23个地区净偿还,其中江苏、湖南和

安徽净流出规模明显扩大, 重庆、上海、新疆净融资同比由正转负。

2025年上半年, 在政策持续发力下城投风险整体趋缓, 风险事件大幅收敛。根据公开资料整理, 发生风险事件的城投主体多分布在山东、贵州、云南的区县级平台, 以AA级及以下的弱资质平台为主。具体来看, 非标违约方面, 根据公开资料显示, 2025年上半年, 城投企业的非标违约共17只, 共涉及16家主体, 同比均大幅下降, 其中山东、贵州、云南等省份城投非标风险事件仍较为凸出; 从行政层级来看, 以区县级平台为主, 占比接近六成; 从主体级别来看, 仍以AA级及以下平台为主。商票逾期方面, 根据上海票据交易所披露的票据逾期名单⁴, 2025年上半年发生商票逾期的城投企业共19家, 同比减少18家, 其中山东(9家)商票逾期仍然最多, 其次是四川和河南, 分别有3家; 从行政层级来看, 仍集中于区县级平台, 占比超过六成; 从主体级别来看, 商票逾期以AA级及以下弱资质平台为主, 占比约70.00%。此外, 城投企业信用等级调降数量大幅减少。上半年共3家城投企业发生信用等级或展望下调, 同比减少8家。整体来看, 随着“一揽子化债政策”和

大规模债务置换的推进, 短期内城投行业公募债券市场违约的可能性很低, 但部分区县级、弱资质平台未来经营和资金压力情况仍值得关注。

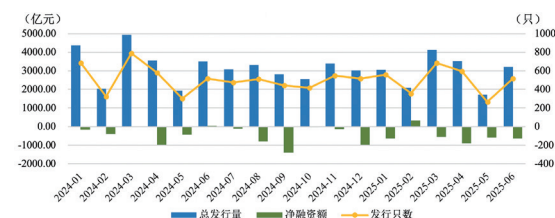
二、2025年下半年我国债券市场信用风险展望

全市场信用债到期与发行人信用情况

从全市场债务到期规模来看, 2025年下半年我国债券市场主要信用债⁵到期规模⁶约为7.15万亿元, 考虑到将于2025年下半年发行且于2025年内到期的短期债券, 按2024年下半年同期估算, 2025年下半年主要信用债到期规模可能达到7.56万亿元, 较2024年下半年(9.09万亿元)和2025年上半年(8.75万亿元)有所下降。

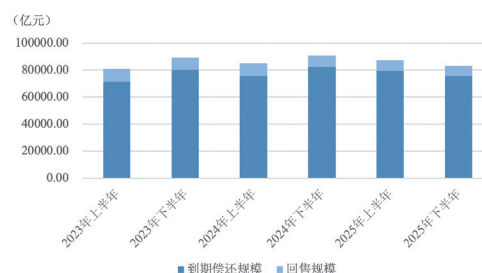
此外, 2025年下半年将有约1.26万亿元信用债进入回售期, 按60%的实际回售率估算, 2025年下半年回售债券中约有0.76万亿元被行权。合计来看, 2025年下半年主要信用债偿债规模可能在8.32万亿元左右(见图6)。

图5 城投债发行及净融资情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图6 2023—2025年我国信用债市场主要信用债偿债情况



注: 2023—2025年上半年为实际偿债规模, 2025年下半年为预估偿债规模
资料来源: Wind, 联合资信整理

⁴ 2025年1月1日至6月30日, 发生3次以上票据逾期, 且月末有逾期余额或当月有票据逾期行为发生的承兑人数量。

⁵ 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、资产支持证券、可转债和可交换债。

⁶ 包含到期和本金提前兑付。

由于2025年下半年发行且于2025年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性，以下分析仅以2025年下半年我国债券市场到期的7.15万亿元主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看，8月单月的偿债量在1.3万亿元以上，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变（见图7）。

债券市场信用风险展望

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是，下半年豁免期结束后中美经贸谈判、关税政策等仍具有不确定性，会对下半年出口形成扰动；二是，从6月经济数据来看，消费表现边际放缓，房地产投资加速下行，基建和制造业投资高位回落，且二季度GDP平减指数继续下滑，显示当前内需仍相对不足。上半年GDP增速超出市场预期，下半年追加特别国债、地方专项债额度的可能性不高，财政对经济支撑可能会有所减弱。三是，当前房地产市场仍处于磨底状态，商品房销售自5月以来再度回落，在居民收入就业预期下

滑和房价预期下滑的背景下，房企短期流动性压力仍存，行业风险或进一步出清。在此背景下，债券债市风险或将持续暴露。

另一方面，债券市场信用风险整体可控。一是，下半年，“适度宽松”的货币政策基调下，LPR和存款准备金率或进一步下调，流动性将保持充裕，社会融资环境仍将适度宽松。二是，做好“五篇大文章”背景下，政策将持续推动科技、绿色等领域债券融资，与之相关的民营、中小企业融资环境将得到显著改善。三是，化债背景下，城投企业流动性压力得以缓解，债务增速放缓、融资成本显著下行，公开发行债券违约概率较低。四是，前期房企信用风险已大量出清，后续新增风险概率不高，当前房企债务重组正加速进行，行业化债步伐稳健，未来，在更大力度推动房地产市场“止跌回稳”的政策导向下，行业信用风险有望逐渐趋稳。总体来看，2025年下半年，我国债券市场信用风险仍将持续暴露，但信用风险整体可控。

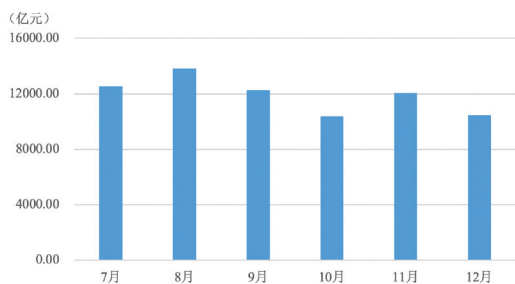
重点行业信用风险展望

1. 城投企业转型发展提速，信用分化加剧

一方面，化债背景下城投企业公开违约风险较低。一是，一揽子增量化债措施出台以来，我国的化债思路由“化债中发展”向“发展中化债”转变，大大减轻了地方的化债压力，城投企业的债务负担明显改善，非标风险及票据逾期事件边际收敛。二是，低利率环境下，城投企业积极进行债务置换，债务短期化问题得以改善，债务融资成本持续下降，付息压力明显缓解。

另一方面，弱资质城投企业信用风险仍值得关注。一是，当前城投债融资监管仍较为严格，上半年交易所修订审核业务指引⁷，交易商协会扩大政府出函范

图7 2025年下半年我国债券市场主要信用债到期情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

⁷ 《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项（2025年修订）》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第2号——审核重点关注事项（2025年修订）》。

围,低层级城投企业新增债务难度进一步加大,在此背景下,下半年城投债供给或继续收缩。二是,上半年我国一般公共预算收入有所下滑,土地市场低迷态势尚未扭转,财政支出持续增长,财政收支矛盾进一步加大,对地方可用财力形成制约。三是,“99号文”要求2025年底融资平台数量较2023年3月底累计压降不低于75%,而2025年3月的压降目标是40%,下半年城投企业产业转型及退平台将进一步提速,城投企业退平台后,地方政府与企业间的关系将迎来重构,信用分化将进一步加剧,需警惕城投企业“假转型”和转型后资产空心化等问题,部分弱功能、资产质量较差的城投企业信用风险值得关注。

整体来看,2025年,随着一揽子化债政策的深入实施,城投公募债券违约的可能性较低,但城投转型加速进行,转型后城投企业信用风险分化将更为突出,需关注弱功能、资产质量不佳主体的信用风险。

2. 房企信用风险有望持续收敛,但展期债券转实质违约可能性仍大

房地产行业方面,一是,当前我国内需仍相对不足,外部环境仍具有较大不确定性,居民收入和就业预期偏弱,且居民对房地产市场的信心尚未恢复,市场基本面或将继续磨底。二是,前期政策对房地产需求的拉动已基本释放完毕,6月,70城新房和二手房价格环比降幅继续走扩,一、二手房成交动能均不足,土地市场成交热度也有所收敛,未来需要下更大力度推动房地产市场止跌回稳,下半年,政策有望围绕去库存、稳市场进一步宽松,但政策力度和政策效果尚待确认。三是,虽然前期房地产行业信用风险已大量出清,但行业资金沉淀规模较大,且现阶段行业基本面尚未明显回暖,前期已展期房企或因项目周转变差、销售回款不及预期等原因转为实质性违约。整体来看,下半年房地产行业信用风险有望继续收敛,但集中偿债压力大、融资渠道受限,项目资质差的房企

信用风险仍值得关注。

3. 关注资本补充压力较大的中小银行信用风险

一是,低利率环境下,净息差持续收窄和投资收益下滑导致商业银行盈利能力有所下降,进而导致商业银行资本充足率和偿付能力承压。二是,上半年金融监管力度显著加大,银行业法律法规密集发布,下半年,随着多项法规的陆续实施,监管力度有望进一步加强,商业银行内控合规压力仍然较大。三是,近年来,银行业内部竞争加剧,大行业务持续下沉,中小银行生存压力明显加大,监管“减量提质”的导向下,弱资质中小银行加速出清。四是,化债政策的实施使得城投资产占比相对较高的城商行受到较大影响,城投融资的展期和重组拉长了资产端久期,但缩短了负债端久期,资产负债期限错配导致商业银行流动性管理压力有所上升。整体来看,随着各项政策的实施和兼并重组的推进,中小银行信用风险相对可控,部分资产质量明显弱化但资本补充受限的中小银行的信用风险仍值得关注。

4. 转债信用风险相对可控,关注业绩表现不佳可转债的信用风险

一是,中美贸易关系缓和以及“反内卷”相关政策预期加强的背景下,下半年权益市场大幅向下的可能性较低,交易性退市风险或显著低于去年。二是,在经历2024年的风险负反馈及修复反弹后,市场对转债信用风险的担忧有所减弱,当前转债退市风险主要聚焦于个券,对市场整体影响较为有限。三是,低利率环境下,投资者增厚投资收益诉求增强,“固收+”需求上升,当前转债新券供给偏弱且银行转债加速退出,供需矛盾或进一步加剧,进而对转债市场表现形成支撑。四是,上半年转债主体负面调整较多,下半年信用资质较差的转债主体的信用风险值得关注。整体来看,下半年转债发行人基本面或仍存在压力,但信用风险整体可控,需防范业绩表现不佳的可转债信用风险。///

化存控增促发展，城投企业转型进程加快

——2025年上半年城投债市场分析与展望

文 | 联合资信 张婷婷 张丽斐 王文燕

一、政策环境

2025年上半年，城投行业延续2024年的政策主线，以“控增量、化存量、促发展”为核心，“一揽子化债方案”持续调整完善。

政策持续助力“化存”。2025年上半年特殊再融资债券已累计披露发行约1.80万亿，占当年置换总额的90%，大部分省市的置换债券额度已全部发行完毕，未发行完毕的地区主要集中在湖南、河南、安徽等非重点省份。另外，8000亿元特殊新增专项债券已累计发行近6000亿元，发行节奏自5月开始明显提速，隐性债务置换节奏加快。

监管“控增”力度仍强。城投企业融资延续收紧态势，2025年3月，沪深交易所发布“3号指引”和“2号指引”，主要对公司债券发行审核中的重点关注事项进行了修订，如重点核查资产负债结构、现金流量、EBITDA对利息的覆盖倍数等偿债能力指标，关注城投企业公益性业务占比及财政补贴依赖程度等，进一步加强对城投债发行审核管理。此外，上半年，交易商协会扩大“政府出函”的发债主体范围，要求与政府存在往来（与政府相关的现金流不为0）的、过往认定为产业类的主体发债均需按照城投债审批流程，需由地级市及以上政府出函，城投企业境内发债持续严监管。同时，城投企业境外融资监管显著收紧，目前重点省份的城投企业境外发债基本仅限于“借新还旧”，非重点省份如拟新增境外债额度需省级发改和财政厅联合出

具书面同意函，监管口径逐步与境内发债趋同。整体来看，城投债发行审核延续趋紧态势，城投企业新增融资难度仍较大。此外，8月初，财政部通报六起地方政府隐性债务问责典型案例，严肃查处新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为，对城投企业保持高压监管态势。

“防风险”和“促发展”再平衡，重申“化债与发展并举”的政策思路。2025年1月，监管部门发布“99号文”，明确重点省份的退出路径，同时对平台退出进度及退出平台之后的后续要求进行了详细说明；3月，政府工作报告提出“动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间，以发展促转型、以发展促化债”。“退重点省份”及“退名单”路径确立，进一步体现了“化债与发展并举”的政策思路，有利于地方政府在推动经济持续回升向好方面发挥更大的作用。

转型发展或将提速。2025年7月底召开的中央政治局会议，除了要求“积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务”外，还强调“要有力有序有效推进地方融资平台出清”，进一步表明中央加速剥离融资平台政府融资职能、促进融资平台转型发展、从根本上化解地方债务风险的决心。

二、城投债市场回顾

发行概况

2025年上半年，城投债发行审核趋严，发行规模

呈下降趋势,净偿还规模同比明显扩大,重点省份发行规模降幅较大、提前兑付比例较高、净偿还规模扩大,低层级、弱资质城投主体持续净偿还。城投债发行期限整体拉长,超长期城投债发行规模进一步增长;整体利差中枢同比略有抬升,部分重点省份发行利差较明显压降,非重点省份利差分化加剧。

2025年以来,城投企业发债仍处于严监管态势,虽有部分优质城投企业实现新增,但整体新增难度仍较大,城投债募集资金以借新还旧为主。上半年,城投债发行规模同比下降11.86%至23810.63亿元,环比下降6.55%,城投债发行规模延续下降走势;净融资-1780.50亿元,净偿还规模同比明显扩大、环比有所收窄(见图1)。具体来看,经过一季度发行规模和净融资环比小幅回升后,二季度城投债发行规模环比下降17.50%,且各月均呈净偿还状态(见图2),二季度净融资为-2254.99亿元。

分区域来看,上半年,非重点省份和重点省份城投债发行规模同比环比均有所下降,其中非重点省份发行规模同比下降约11%,重点省份发行规模同比环比降幅均超过15%。非重点省份中,江苏、山东和浙江城投债发行规模合计占比近45%,集中度仍较高;江苏、浙江、湖南、山西和西藏城投债发行规模同比降幅超过20%;河北、湖南、湖北、陕西城投债发行规模同比增

幅较大。重点省份中,重庆、天津、云南和广西城投债发行规模居前,其余省份发行规模均较小。净融资方面,上半年,非重点省份城投债由上年同期的净融入转为净偿还,净偿还规模环比大幅增长约85%;重点省份城投债净偿还规模同比有所扩大。

上半年,城投债发行主体信用级别仍以AA⁺级及AAA级为主,高级别主体发行规模占比近77%,集中度小幅下降。AA级主体持续净偿还,弱资质的城投企业融资压力仍较大。从行政层级看,上半年,地市级和区县级主体仍是城投债发行主力,发行规模合计占比超80%。其中,区县级主体发行规模同比环比降幅均较大,且净偿还规模同比大幅扩大。

发行期限方面,在城投债发行供给端收紧及资产荒的背景下,城投债发行期限整体拉长。上半年,城投债发行期限以中长期为主,3年以上的城投债占比近55%,占比同比提升9.20个百分点;超长期(10年及以上)城投债共计发行143期,发行规模1061.75亿元,发行期数和规模同比(94期、822.98亿元)均大幅增长。

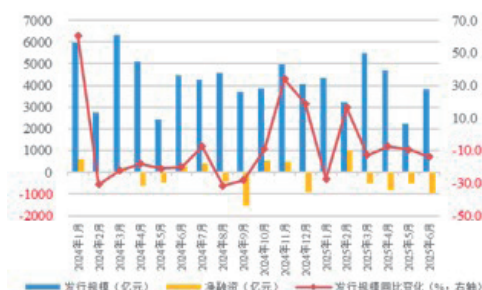
发行成本方面,上半年,城投债平均发行利率和平均发行利差有所波动,发行利率呈“先升后降”走势,整体利差中枢同比略有抬升,其中短期城投债平均发行利率和平均发行利差降幅较大。重点省份中,贵州、云南和宁夏平均发行利差同比环比均较明显压降,

图1 城投债分季度发行和净融资情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图2 城投债分月份发行和净融资情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

但贵州、云南、青海、黑龙江和甘肃的发行利率和利差仍居高位，再融资环境仍有待改善。非重点省份中，除上海和西藏发行利差同比环比均有所收窄外，其他地区发行利差均有所回升，山东和陕西的发行利率和发行利差高于全国平均水平超过30个BP，或受区域内部分地区舆情持续发生影响；平均发行利差最高的陕西与平均发行利差最低的上海差距扩大至100.91bp，同比上升约15个BP，信用分化有所加剧。

新增发行情况

上半年，城投债新增发行难度加大，新增发行债券期数和规模较明显下降。新增发行主体主要位于广东、浙江、江苏、福建等经济财政实力和产业优势较强的地区，围绕地方国有资产运营、保障区域民生及城市服务等职能开展业务，信用级别以AAA级和AA⁺级为主。新增发行债券募集资金主要投向乡村振兴、双碳、绿色产业、重要产业园区建设、城市更新、异地搬迁安置等领域。

2025年上半年，随着沪深交易所修订公司债券发行指引以及交易商协会升级“政府出函”要求，城投债新增发行难度加大。上半年，全国共有102家城投主体实现债券新增发行¹，发行债券期数和规模分别为147期、1027.19亿元，期数和规模同比环比均较明显下降。从发行主体来看，新增发行主体主要分布于非重点省份，以广东、浙江、江苏、福建等经济财政实力和产业优势较强的地区为主，大多围绕地方国有资产运营、保障区域民生及城市服务等职能开展业务；重点省份中重庆、天津、广西、吉林和辽宁实现新增发行，但整体新增数量较少，新增发行债券规模占比不到15%。新增发行主体级别以AAA级和AA⁺级为主，占比超过70%。新增

发行的债券品种主要为私募债、一般中期票据和一般公司债，规模占比合计约76%。从项目投向领域来看，新增债券主要投向乡村振兴、双碳、绿色产业、重要产业园区建设、城市更新、异地搬迁安置等领域。

级别调整

一揽子化债背景下，上半年评级下调的城投企业数量持续减少，主要集中在贵州省，下调原因主要包括持续出现负面舆情、纳入失信被执行人、借款及票据逾期、流动性紧张、短期偿债压力大、业务持续性不足等。

上半年，城投企业整合持续推进，在此背景下，主体评级上调的城投企业数量同比基本持平。同时，随着一揽子化债方案持续推进，城投企业债务风险得以阶段性缓释，主体级别及展望下调的城投企业数量持续减少，其中主体级别调降的城投企业3家，同比减少4家；评级展望由稳定调整为负面的城投企业1家，同比减少2家。级别或展望首次下调的城投企业为1家。从地域分布来看，下调企业主要集中在贵州（占75%），下调原因仍主要包括企业持续出现负面舆情，被纳入失信被执行人、存在较多被执行信息，出现各类借款逾期及欠息、票据逾期，整体流动性紧张，短期偿债压力大，业务持续性不足等。

三、城投企业财务变化情况²

债务变化

2024年，城投企业债务增速明显放缓，为近年来首次降至社融线以下，融资成本延续下行，融资结构优化。重点省份受化债政策支持力度更大，整体债务规模

¹ 指募集资金用途含补充流动资金、补充营运资金、用于项目建设及对外投资出资的债券，剔除了未获取到募集资金用途的债券。

² 该部分以剔除合并范围内子公司并且2021—2024年财务数据齐全的2592家发债城投企业为样本进行分析。

实现压降,短期债务占比持续下降,非标融资规模及占比均明显下降,融资结构改善尤为明显,融资成本有所下降但仍较高。

2024年底,城投企业全部债务³持续增长,但增速明显放缓,由上年的11.01%下降至4.45%,是近年来城投企业债务增速首次低于社融增速(见图3)。其中,非重点省份城投企业全部债务较上年底增长6.17%,低于社融增速;重点省份城投企业全部债务较上年底下降约7%,是近年来首次实现压降。分地区来看,除北京、河北城投企业全部债务增速上升外,其他非重点省份城投企业全部债务增速均有所放缓;大部分重点省份城投企业全部债务均呈下降趋势。

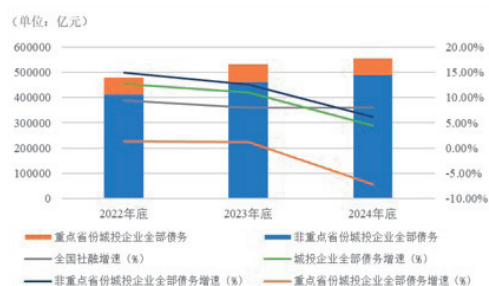
从债务指标来看,城投企业资产负债率和全部债务资本化比率虽仍小幅增长,但上升势头趋缓,重点省份随着债务规模的压降,城投企业资产负债率和全部债务资本化比率均小幅下降(见图4)。短期偿付压力方面,城投企业现金短期债务比持续下降,短期偿债压力仍较大,其中北京和上海城投企业现金类资产较为充裕,黑龙江城投企业短期债务规模小,现金短期

债务比均持续大于1倍,河南、山东等非重点省份现金短期债务比处于较低水平;重点省份中天津、广西、辽宁和青海现金短期债务比均有所上升,短期偿付压力有所缓释。

从债务期限结构来看,一揽子化债方案实施以来,城投企业短期债务占比整体仍呈小幅上升趋势,但重点省份城投企业短期债务占比持续下降,债务期限结构有所改善。融资渠道方面,随着存续债券融资规模的压降,2024年底,城投企业债券融资占比同比下降1.2个百分点至21.23%,非重点省份债券占比变化与行业趋势基本一致,重点省份债券融资占比略有上升。同时,随着银团贷款对非标等高息债务置换工作的推进,2024年底,城投企业非标债务⁴增速明显放缓,非标债务占比同比下降0.23个百分点。其中,重点省份受化债政策支持力度更大,非标债务规模同比大幅下降20%左右,非标债务占比较2023年底下降1.26个百分点,债务结构改善尤为明显。

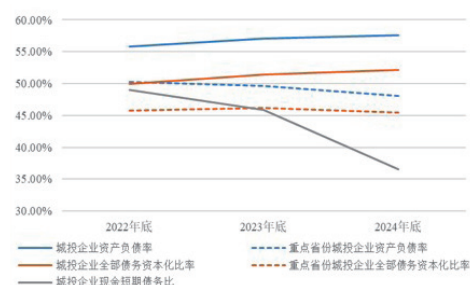
2024年以来,随着多次降准降息及增量化债政策的出台,叠加资产荒下城投企业受认可度相对较高,城投

图3 城投企业全部债务及变化情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图4 城投企业债务指标变化情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

³ 以样本企业资产负债表中“短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+长期借款+应付债券+租赁负债+长期应付款”进行测算。

⁴ 以样本企业资产负债表中“长期应付款”进行估算。

企业平均融资成本⁵延续下行走势。其中，重点省份城投企业平均融资成本压降幅度相对较大，但整体仍处于较高水平，重庆、天津、吉林和宁夏的平均融资成本居于高位。非重点省份中，四川、陕西、山西、江苏和山东等地区的平均融资成本均高于全国城投企业的平均水平。

投融资变化

2024年，城投企业筹资活动现金净流入规模较明显下降，融资压力加大，项目投资现金支出被动收缩，重点省份城投企业投融资受限情况更为突出。

从投融资活动来看，为满足项目投资以及债务偿付所需资金，2024年，城投企业整体筹资力度加大，筹资活动现金保持净流入，但净融入规模较明显下降，融资压力上升背景下，城投企业项目投资现金支出⁶规模同比下降9.43%，呈下降趋势。其中，重点省份城投企业投融资受限更为明显，项目投资现金支出规模同比下降近13%，筹资活动现金流入规模同比下降近4%，筹资活动现金虽保持净流入，但净流入规模同比下降66.38%；非重点省份城投企业项目投资现金支出规模亦有所收缩，但随着自建自营等转型发展业务投入的加快，仍有近六成的城投企业筹资活动前现金流为负，筹资活动现金净流入规模降幅超过40%，融资压力亦加大。声明为市场化经营主体的城投企业中，超过七成的企业筹资活动现金维持净流入，占比明显高于行业平均水平（49%），表明退平台对城投企业融资能力的提升有一定积极影响。

四、展望

下半年城投债到期兑付规模有所下降，但重庆、河南和山东的城投债集中偿付压力相对较大。需关注

集中偿付压力较大地区以及区县级城投企业的流动性压力。

截至二季度末，存续城投债规模约13.23万亿元。假设含权债券全部选择行权，2025年下半年到期城投债规模合计2.42万亿元，较2024年下半年兑付规模（2.63亿元）下降约8%。江苏、山东、浙江、江西、河南、重庆城投债到期规模位列前六，合计占比近60%。其中，2024年底，山东有近一半的城投企业现金短期债务比低于0.3倍，河南超过四成的城投企业现金短期债务比低于0.2倍，重庆超过六成的城投企业现金短期债务比低于0.3倍，需对上述到期规模大且流动性压力较大地区的城投债兑付情况保持关注。重点省份中，除重庆下半年到期规模超千亿外，天津、贵州、广西和云南下半年到期城投债规模亦较大，需关注其集中兑付压力。

从行政级别来看，下半年到期地市级及区县级城投债占比分别为49.41%和34.06%。重点省份下半年到期城投债以地市级为主，贵州的区县级城投债到期规模占比25.8%；非重点省份中江苏、浙江、山东和四川下半年到期城投债中区县级占比均超过45%，考虑到上半年区县级城投债净偿还规模较大，需关注区县级城投企业下半年兑付压力。

“一揽子化债方案”及增量化债措施实施以来，城投企业整体流动性风险阶段性缓释，但存量债务规模仍然庞大，城投企业面临的还本及付息压力仍然较大。未来，部分信用出险地区、债务负担较重地区以及资质较弱的城投企业还本付息压力情况仍有待关注。

“一揽子化债方案”及增量化债措施实施以来，地方化债可利用的财政、金融资源拓宽，城投企业债务增速放缓，融资成本下行，融资结构改善。2025年以来，

⁵ 平均融资成本 = 分配股利、利润或偿付利息支付的现金除以（（上年底全部债务 + 本年底全部债务）/2）

⁶ 以现金流量表中“购买商品、接受劳务支付的现金”与“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”之和进行估算，下同。

城投企业非标风险事件发生次数及票据逾期⁷的企业家数均明显减少, 非标及票据逾期等负面舆情边际收敛, 城投企业流动性风险得以阶段性缓释。但城投企业债务规模及付息规模持续增长, 存量债务规模仍然庞大。在外部融资受限、财政收支矛盾突出、自身造血能力尚且不足的情况下, 近年来城投企业现金短期债务比和EBITDA利息倍数均持续下降, 且2024年底超过一半的城投企业EBITDA对利息支出的覆盖倍数不足1倍, 近55%的城投企业现金类资产对短期债务的覆盖程度不到0.4倍, 城投企业面临的债务本息偿付压力仍然较大。重点省份城投企业2024年利息支付规模虽同比下降6.65%, 但期末货币资金亦大幅下降近20%且规模普遍较小, 付息压力不容忽视。非重点省份获得的化债支持力度相对较小, 部分地区受非标信用风险事件影响融资成本持续攀升, 外部融资收紧背景下, 资质相对较弱的城投企业融资渠道进一步收窄, 部分地区通过非标、定融等高息渠道获取资金, 导致融资成本不降反升。未来, 部分信用出险地区、债务负担较重地区以及资质较弱的城投企业还本付息压力情况仍有待关注。

随着化债政策持续推进, 城投企业隐债化解进程加快, 但不同区间化债进度呈现较大差异, 整体化债进度区域分化加大。

2024年以来, 各地区以特殊再融资债券及金融机构贷款置换、资产盘活作为主要的化债手段, 积极推进债务化解工作。“99号文”明确要求2027年6月底前全部城投企业隐债化解完成并实现“退平台”, 截至2025年6月底, 由地方政府宣布已退平台的城投企业超过1200家, 其中浙江超过600家, 江苏超过200家, 而四川、江西、山西、陕西、河北等地区已退平台的城投企业数据仍较少。此外, 内蒙古已退出重点省份, 宁夏也已明确提出拟退出重点省份。总体看, 随着化债政

策持续推进, 各地区大力推动区域内城投企业债务压降及退平台工作, 实际进展快于预期, 但不同区间化债进度呈现较大差异, 整体化债进度区域分化加大。

城投企业转型发展提速, 需关注城投企业退平台及转型发展过程中新型政企关系的构建, 避免假转型及冲动产业投资带来的债务负担及流动性压力加重等风险。

随着城投企业退平台、“退重点省份”进度加快, 各地城投企业整合重组举措明显增多, 城投企业转型进程提速。退平台后及转型过程中, 城投企业与地方政府关联关系将重塑调整, 需关注城投企业退平台及转型发展过程中新型政企关系的构建。同时, 城投企业转型应着眼于长远效益的提升, 避免仅仅围绕着融资的短期目标进行财务美化的假转型, 同时需平衡好化解存量债务与拓展增量业务的关系, 注重资金使用效率, 严控不合理、不可持续的产业投资冲动, 最大化降低建设资金回收风险, 避免陷入项目收益不达预期而债务负担及流动性压力加重的困境。此外, 7月召开的中央城市工作会议, 明确“我国城镇化正从快速增长长期转向稳定发展期, 城市发展正从大规模增量扩张阶段转向存量提质增效为主的阶段”, 并强调要转变城市发展理念、转变城市工作重心等“五个转变”, 以及着力优化现代化城市体系、着力建设绿色低碳的美丽城市、着力建设便捷高效的智慧城市等“七项重点任务”, 为城投企业市场化转型指明了方向。城投企业可利用其在城市建设及运营方面积累的经验及优势, 积极通过市场化方式参与城市老旧区域的改造升级、智慧城市治理等项目, 盘活存量资源、抓住契机、紧跟政策导向并适时变通创新, 实现从城市基础设施建设主体向资源整合主体、城市服务主体的转变, 从而进一步加快市场化转型步伐。■

⁷ 选取半年内发生3次以上票据逾期, 且期末有逾期余额或当月有票据逾期行为发生的发债城投企业。

熊猫债二十年：人民币国际化进程中的金融桥梁与创新引擎

文 | 联合资信 陈茵 张敏

自2005年亚洲开发银行和国际金融公司首开先河发行熊猫债券以来，这一具有鲜明中国标识的跨境人民币债券已稳步走过二十年历程。它不仅是连接在岸与离岸市场的重要融资工具，更是人民币国际化进程中不可或缺的组成部分。尤其是近年来，随着中国金融市场的持续开放、人民币国际地位的提升，以及全球宏观环境的变化，熊猫债券市场显著扩容，产品结构日益多元，制度框架不断完善，已成为国际发行人参与中国资本市场、国内外投资者配置人民币资产的重要渠道。

截至2025年7月，熊猫债市场累计发行规模突破1万亿元，2024年全年发行量达到1948亿元，创下历史新高。特别值得注意的是，2025年前7个月的发行量已突破1100亿元，预计全年有望触及2000亿元大关。市场参与主体也从最初的多边开发机构，逐步扩展至外国政府、境外金融机构和非金融企业，覆盖亚洲、欧洲、美洲等多个地区，产品类型亦涌现出绿色、碳中和、可持续发展挂钩债券等创新品类，显示出极强的市场活性与政策响应能力。

这一系列成果的背后，既是市场内在需求的推动，也离不开中国监管部门持续优化的制度供给。例如，2016年中国人民银行“258号文”放开募集资金跨境使用限制，2018年“16号文”构建起银行间市场熊猫债发行的系统性管理框架，2022年“272号文”进一步简化资金管理流程，2025年七部门联合推出再投资“绿色通道”机制等，多项政策叠加显著提升了熊猫债发行的

便利性和吸引力。

尽管如此，我们仍应清醒地认识到，熊猫债券市场仍处于发展初期。与成熟国际市场相比，其在产品期限结构、信用评级覆盖、衍生工具配套、指数化产品开发等方面还存在一定差距。如何在新起点上推动熊猫债市场从“高速增长”转向“高质量发展”，使其更好地服务于人民币国际化与金融市场双向开放的大局，已成为当前亟需深入探讨的议题。针对熊猫债券市场发展现状，本文主要提出以下建议。

尝试扩大绿色熊猫债券发行优化机制的适用主体范围，进一步提高绿色熊猫债券发行效率

交易商协会于2025年2月发布的《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》虽然允许外国政府类和国际机构类发行主体发行绿色债券时在绿色项目认定依据、募集资金管理方式、存续期信息披露等方面保持国际市场惯例，但并未将非金融类企业主体纳入此项发行优化管理政策，导致境外非金融企业在发行绿色债券时可能需要准备相对更多的申请资料，或在一定程度上减弱此类主体的绿色熊猫债券发行动力。

笔者建议，尝试扩大绿色熊猫债券发行优化机制的适用主体范围，对非金融企业实施“分层管理”，对部分历史信用状况保持较好、绿色债券发行经验丰富或满足其他标准的境外非金融企业给予与外国政府类和国际机构类机构相同的发行便利，以提高此类主体

的绿色债券发行效率,促进绿色熊猫债券加速发展。

大力发展绿色熊猫债券,支持并鼓励境外机构使用人民币参与境内碳排放权交易,建立全球碳人民币基金

近年来随着我国加速推广绿色金融体系建设、持续推出并创新绿色金融工具,目前已基本构建符合我国绿色金融需求、适应我国金融体系特点的绿色金融市场标准和规则。通过建立境外投资者办理碳排放权交易人民币跨境结算业务的相关规定,可在一定程度上提高境外机构的在岸绿色金融活动参与度。

在笔者看来,绿色熊猫债券作为境外机构参与境内绿色金融市场的重要渠道,可以安全、高效、迅速地存在相应业务需求的境外机构提供融资资金以支持其进行碳排放权交易,并最终形成“跨境贸易—碳交易市场—绿色认证—绿色熊猫债”的闭环投融资流程,同时推动绿色熊猫债券和人民币国际化的积极发展。

鼓励发行人探索并尝试发行10年期以上更长期限的熊猫债券,进一步充实熊猫债券市场期限结构

目前市场上已发行的熊猫债券主要为短期票据以及1年期~10年期的债务工具,其中3年期及以下的债券发行规模最大,5年期以上的债券发行规模最小。参考欧美等成熟债券市场,债券产品的期限种类十分丰富,从超短融票据到超长期债券产品均有发行。

期限结构是分析债券市场表现的重要内容,目前熊猫债券市场的期限结构主要集中在中短期,中长期债券稀少以及超长期债券长期空白导致在分析中长期及以上期限熊猫债券的市场行为时可能存在假设条件设置较多、解释力度有所不足等弊端。除此之外,缺乏长期及超长期债券发行数据导致市场难以刻画更长期限的熊猫债券收益率曲线,较难对熊猫债券进行更加充分的利用,同时可能无法匹配具有更长期限人民币资产配置偏好的投资者投资需求。

扩大熊猫债券信用评级的覆盖度,以便于投资人增进对发行主体信用风险的了解、增强熊猫债券信用风险揭示力度

自熊猫债券市场进入“发展期”以来,附评级发行的熊猫债券规模占比明显下滑。2016年,附评级发行的熊猫债券规模占比高达81.7%,但2025年前7个月发行的熊猫债券中附评级发行的债券规模仅为318.5亿元,占发行总额的比重不足30%,远低于同期我国信用债券附评级发行的比例。

笔者观察到,附评级发行熊猫债券大幅下滑导致熊猫债券市场信用风险揭示力度明显受抑。尽管目前熊猫债券市场的发行主体较境内人民币债券市场而言信用质量相对较高,但随着熊猫债券后续发展将吸引来自全球市场更多地区、更多产业以及更多类型的发行人和投资者参与到在岸人民币债券市场,对于发行主体信用风险更加深入的了解对投资人在配置熊猫债券时尤为重要。通过鼓励发行人在发行熊猫债券时提供信用评级,熊猫债券市场的信用风险揭示力度将得到明显加强,投资者和其他金融市场参与者通过及时获取相应熊猫债券的信用风险动态,可以更好地应对可能对其产生影响的突发性事件。

尝试创建“熊猫债券指数”、“熊猫债券ETF”等主题产品以追踪熊猫债券产品表现,同时提高熊猫债券的市场交易活力

随着债券市场创新产品持续出台,近年来相应主题的新兴债券指数和债券类交易型开放式指数基金(“债券ETF”)也陆续问世。参考此类产品,熊猫债券市场也可以创建相应的“熊猫债券指数”和“熊猫债券ETF”等主题产品。国际金融市场上投资者对于符合投资需求的债券指数关注度很高。熊猫债券作为境外机构发行的境内人民币债券,具备较强的特殊性,创建并发布熊猫债券指数可以有效提高熊猫债券的市场吸引力、及时追踪熊猫债券的市场表现,进一步推

动人民币资产国际化发展。

此外, 境内ETF市场近两年进入快速扩容阶段, 创建熊猫债券ETF将有助于进一步扩充ETF种类, 同时还可以增强熊猫债券的交易活跃度、吸引更多类型的投资者进入该市场。

尝试设计相关的期权、期货等其他金融衍生品以满足熊猫债券的风险对冲和其他金融交易需求

根据国际金融市场经验, 投资者在投资债券产品时通常会同时进入相关的衍生品合约以达到风险对冲或套利的目的。熊猫债券作为募集资金可以兑换成外币、在境内外使用的人民币债券, 针对其债券特点设计相应的金融衍生品具有重要的实践价值。通过制定标

准化或个性化产品合约, 投资者可以通过有效利用相关的金融衍生品以对冲可能出现的汇率风险、利率风险或其他风险, 同时还可以通过产品间的套利交易增强其市场流动性。

熊猫债二十年, 是中国金融市场对外开放的缩影, 更是人民币从本土货币走向国际货币的关键桥梁。展望未来, 随着我国经济持续高质量发展、金融制度型开放稳步推进, 特别是人民币国际化步入新阶段, 熊猫债券市场有望在规模、结构、功能和国际化程度等方面实现全面提升。通过持续完善制度框架、丰富产品供给、打通跨境循环, 熊猫债不仅将成为全球投资者配置人民币资产的核心品种, 也更有可能会成长为促进中国经济与世界经济深度融合的金融引擎。转载自《新华财经》



评级小贴士

关于合格境外投资者制度优化工作方案的一些基础知识

什么是合格境外投资者制度？

合格境外投资者制度作为我国资本市场最早施行的开放制度之一，自2002年推出以来总体保持运行平稳，是境外投资者投资中国的综合性资产配置渠道，在扩大资本市场对外开放方面发挥了积极作用。

合格境外投资者制度优化工作方案的主要内容有哪些？

《方案》围绕优化准入管理、便利投资运作、扩大投资范围、明确政策预期、加强服务支持五大方向，推出多方面具体举措，核心目标是提升合格境外投资者制度的适应性与吸引力，为各类境外投资者构建更透明、更便利、更高效的投资环境。

合格境外投资者制度优化工作方案的印发目的是什么？

方案以优化准入管理、便利投资运作等为着力点，力争用两年左右的时间，推动落实优化合格境外投资者制度机制的改革举措，增强制度对境外中长期资金的吸引力，形成在岸与离岸渠道协调互补、配置型与交易型资金平衡发展、境内外证券基金期货机构良性互动的开放新格局。

资料来源：中国证监会《合格境外投资者制度优化工作方案》

2025年融资租赁ABS存续期表现

——融资租赁ABS市场运行稳健，证券兑付情况良好

文|联合资信 郭燕 刘书畅

一、融资租赁ABS相关政策

2025年上半年，市场延续了2024年的政策基调，鼓励融资租赁公司服务实体经济、支持中小微企业融资；资产证券化相关业务服务进一步规范。

资产证券化相关政策

2025年5月，上海证券交易所修订形成了《上海证券交易所公司债券和资产支持证券发行上市挂牌业务指南（2025年5月修订）》，重点规范公司债券（含企业债券）和资产支持证券发行上市挂牌业务流程，提升业务办理质效。

2025年5月，上海证券交易所发布《关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知》，试点开展公司债券续发行和资产支持证券扩募发行相关业务，提升债券发行效率及市场流动性（见表1）。

支持中小微企业融资

2025年5月，国家金融监管总局、中国人民银行、



证监会等八部门联合发布《支持小微企业融资的若干措施》（金发〔2025〕21号），着重发挥监管、货币、财税、产业等各项政策合力，从增加融资供给、降低综合融资成本、提高融资效率、提高支持精准性、落实监管政策、强化风险管理、完善政策保障、做好组织实施等8个方面着手，支持金融资源流向中小微企业及实体经济。

小微租赁作为融资租赁ABS发行的一种重要资产类型，入池承租人为实体经济板块的中小微企业，覆盖“十四五”规划的重点行业领域，包括高端制造、

表1 2025年1—7月资产支持证券发行相关政策

日期	发布主体	文件名称	主要内容
2025年5月	上海证券交易所	《上海证券交易所公司债券和资产支持证券发行上市挂牌业务指南（2025年5月修订）》	规范公司债券、资产支持证券发行、上市或挂牌业务服务，优化发行人、计划管理人和承销机构业务办理机制
2025年5月	上海证券交易所	《关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知》	试点开展公司债券续发行和资产支持证券扩募发行业务，在材料准备、发行上市流程、中介机构职责、做市机制衔接等方面作出指导

资料来源：联合资信整理

信息技术、生物技术、乡村振兴及其他服务业等领域。中小微企业支持政策的连续出台促使小微租赁ABS发行规模稳步增长,有效疏通了资金进入实体经济的渠道,促进实体经济高质量发展。资产证券化市场积极响应政策指引,将更多金融资源投放于促进产业升级、消费升级、绿色发展和乡村振兴等领域发展的实体企业,市场规模或将进一步扩充。

二、融资租赁ABS¹市场运行情况

2025年1—7月,融资租赁ABS整体发行总量较上年同期有所提升,发行机构的头部效应依旧显著,发行利率持续下行。

市场发行情况

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的影响,各地方企业融资需求得到进一步释放,全市场资产支持证券(含交易所和银行间市场)发行规模为11753.76亿元,较2024年同期

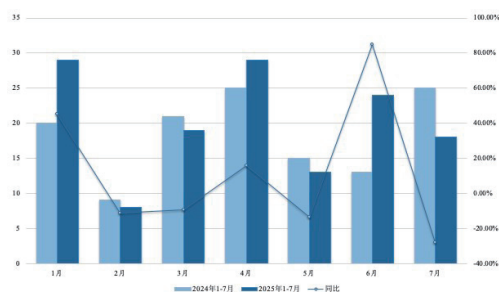
增长22.47%。

在企业融资需求增长及融资租赁业务结构性调整的背景下,2025年1—7月,融资租赁ABS共发行140单,融资租赁ABS发行总规模达1358.80亿元,分别较上年同期增长9.38%和13.30%。融资租赁ABS的发行规模占资产证券化市场发行总规模的比例小幅下降至11.56%,基本保持稳定(见图1、图2)。

发行场所方面,交易所市场仍然是融资租赁ABS发行的主要场所,银行间市场发行量有所收缩。2025年1—7月,交易所市场发行123单融资租赁ABS,发行规模1245.13亿元,占融资租赁ABS发行总规模的91.63%,发行规模同比增长17.09%(见图3)。

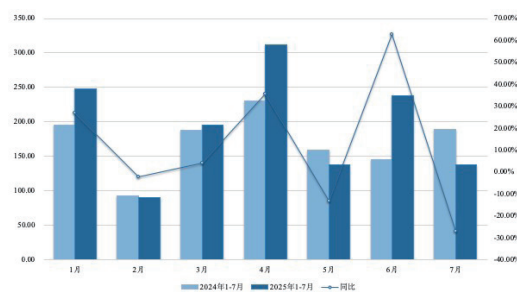
资产细分类型上,对公租赁类ABS仍占主导地位,融资租赁ABS发行资产的结构保持稳定。2025年1—7月,对公租赁类ABS和小微租赁类ABS分别发行119单和21单,发行规模分别为1028.68亿元和330.12亿元,发行规模占比分别为75.70%和24.30%。2025年1—7月,细分类型的融资租赁ABS的发行情况如下图所示(见图4)。

图1 2025年1—7月融资租赁ABS各月份发行单数及同比情况
(单位:单)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 2025年1—7月融资租赁ABS各月份发行规模及同比情况
(单位:亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

¹ 融资租赁ABS: 包含交易所及银行间融资租赁资产证券化产品, 市场发行统计中未将租赁公司的汽车金融资产纳入统计范围, 下同。

在鼓励金融市场服务实体经济、支持中小微企业融资的政策背景下，融资租赁公司持续推动业务结构转型和产业升级。2025年1—7月，特定领域标识的融资租赁ABS共计发行39单，发行规模达355.27亿元，涵盖高端制造、乡村振兴、碳中和绿色、两新、低空经济、助力产业升级等（见图5），融资租赁公司的产业覆盖范围渐趋广泛，更多金融资源将进一步有效用于促进产业升级、消费升级、绿色发展和助力中小微企业发展。

发起机构/原始权益人情况

2025年1—7月，融资租赁ABS市场的原始权益人/发起机构仍呈现出多元化的趋势，户数较2024年同期有所增长。2025年以来融资租赁行业持续分化，头部企业投放业务规模波动不大，稳步推进业务结构转型。2025年1—7月，前十大原始权益人/发起机构合计发行金额为625.82亿元，占总发行规模的46.06%，发行规模较上年同期有所提升，占比较上年同期基本保持稳定，仍处于较高水平，头部效应依然显著。

2025年1—7月较上年同期新增原始权益人/发起机构15户左右，多为地方产业系背景租赁公司，市场参与主体更加多元化，涉及行业逐步向产业领域集中；新增原始权益人单户发行规模较小，部分头部租赁公司具备丰富的产品发行经验及较强的融资能力，市场

仍呈现出较强的头部效应。

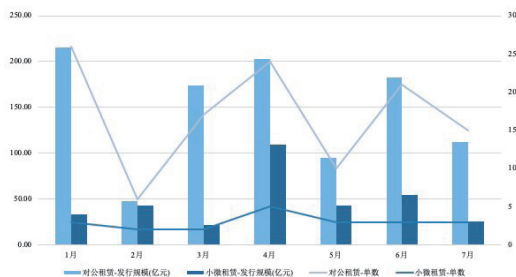
租赁物情况

2025年1—7月，地方产业类国企加速组建，新增原始权益人/发起机构主要服务于产业类主体，且部分租赁公司倾向于投放绿色发展、两新、乡村振兴、低空经济等产业领域，融资租赁ABS入池资产涉及的租赁物结构稍有调整，公共服务类设备的租赁投放有所提升（见图6）。

发行利率

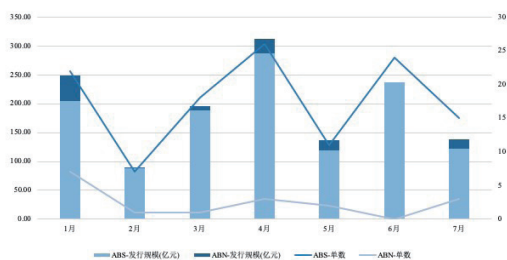
2025年以来，中央银行保持相对宽松的货币政策，持续降息促进市场流动性进一步增长，使得整体债券市场利率保持下行态势。2025年1—7月，融资租赁ABS的AAA_{sf}、AA⁺_{sf}级别优先级证券平均发行利率

图4 2025年1—7月融资租赁ABS分类型发行规模及单数情况



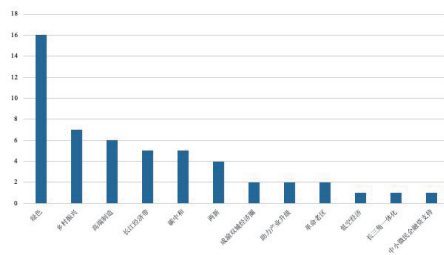
数据来源：Wind，联合资信整理

图3 2025年1—7月融资租赁ABS分市场发行规模及单数情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图5 2025年1—7月特定领域标识的融资租赁ABS发行情况（单位：单）



注：针对带有多项特定标识ABS产品，分别纳入各特定标识统计内
数据来源：Wind、企业预警通，联合资信整理

分别为2.35%、3.42%，分别较上年同期下降46bps、53bps，融资租赁ABS的发行利率持续下行。

对于AAA_{sf}级别证券，各期限AAA_{sf}级别优先级证券发行利率处于1.70%~3.77%之间，以中债中短期票据收益率为基准，平均利差为64bps。对于AA⁺_{sf}级别证券，由于低成本资金较多投向于AAA_{sf}级别证券，剩余市场投资者要求更高的风险报酬率，各期限AA⁺_{sf}级别优先级证券发行利率处于2.30%~5.00%之间，平均利差颇高。

增信方式

从增信方式看，2025年1—7月发行的融资租赁ABS产品，大部分附有发起机构、母公司或其他关联方提供的信用支持，引入外部增信方式的融资租赁ABS发行规模占比为93.56%。其中，关联方增信占比32.21%，原始权益人自身增信占比57.58%，专业担保机构增信占比3.76%。

从增信主体信用等级来看，综合企业融资需求的成本考量以及准入门槛，增信主体仍以高级别为主，增信方主体长期信用等级为AAA和AA⁺占比分别为70.90%和18.01%。

首次评级情况

2025年1—7月，新发行融资租赁ABS，从优先级

证券首次评级级别来看，AAA_{sf}和AA⁺_{sf}级的优先级证券规模合计占比98.73%（见图7）。占比较上年同期基本保持稳定，主要依赖于发行主体较强的信用水平、良好的资产质量及有力的增信措施等因素。

三、存续期资产表现情况

资产质量表现

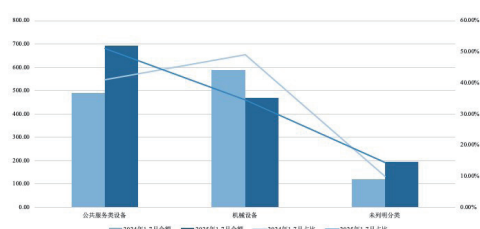
截至2025年7月末，融资租赁ABS共存续687单，存续规模3442.96亿元，占ABS市场总规模的10.37%，均较上年末有所增长。

存续期内，对公租赁ABS的资产质量变化存在分化，主要原因系部分租赁资产到期导致对公租赁ABS资产池集中度上升；或不同信用质量的资产到期，导致存续资产池的资产信用质量有所变化。而小微租赁ABS资产池极为分散，存续期内单笔资产的质量状况变化对于资产池整体表现影响较小，资产整体信用质量相对稳定，随着剩余期限的缩短，资产池风险敞口逐渐降低，因此小微租赁ABS的资产质量有一定的提升。

级别调整情况

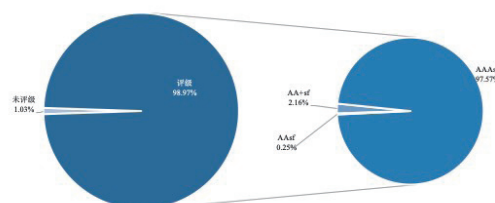
2025年1—7月，融资租赁ABS存续期内的兑付情况良好，未出现信用等级下调的证券，存在29只优先级证券级别调升，反映出市场的稳健性。级别调高的

图6 不同类别租赁物的融资租赁ABS发行规模情况
(单位: 亿元)



注：此处统计综合考虑Wind及CNABS统计的资产类型等公开资料 and 内部资料；无法从公开资料判断的资产类型归入“未列明分类”
数据来源：Wind，联合资信整理

图7 2025年1—7月融资租赁ABS证券发行级别分布



数据来源：Wind，联合资信整理

原因主要包括：剩余资产整体资信水平有所提升；超额利差累积形成了较高的超额抵押，使得信用支持提升；资产池剩余期限缩短，使得资产池现金流不确定性降低等。

四、总结与展望

2025年1—7月融资租赁ABS市场主要特点总结

2025年1—7月，融资租赁ABS市场呈现出多方面的积极变化，原始权益人/发起机构数量有所提升，市场活跃度较强；受益于融资租赁公司对实体经济的支持和产业升级政策的响应，小微租赁资产、特定领域资产的发行规模有所增长。宏观利率下行，叠加市场流动性增长，融资租赁ABS的发行利率整体下行；融资租赁ABS存续规模有所增长，存续期内资产质量表现良好。总体而言，融资租赁ABS市场运行情况表现稳健。

市场发展趋势与展望

在多项政策指导下，融资租赁公司未来将持续推动业务结构调整，进一步发挥融资租赁工具对于特定产业“精准滴灌”的高效融资优势，逐步深入实体经济

发展的多个领域，充分发挥金融支持社会领域投融资的作用。

得益于中小微及产业企业发展支持政策释放出较大的融资需求，融资租赁资产投放规模有望持续增长，头部租赁公司和产业系背景租赁公司将继续保持较强的行业竞争力。产业类国企加速组建的背景下，租赁公司或将加速投放产业类资产。各项政策持续引导融资租赁公司提升对于实体经济的服务能力，小微租赁ABS发行将稳步增长。上述背景综合影响下，特定领域标识融资租赁ABS发行规模将进一步增长，涵盖领域愈渐广泛。

伴随地方化债工作持续推进，城投债务风险或将有所缓解，但存量平台类租赁资产表现仍存在不确定性。产业资产方面，租赁公司转型成效有待验证，需关注重点行业周期性波动和区域经济发展状况对该类资产质量变化的影响。但考虑到租赁公司在监管政策引导下持续提升专业能力及风控水平，预计入池租赁资产表现保持平稳。

伴随着各项行业政策指引的持续规范、特定领域产业升级加速及租赁公司业务结构稳步转型，未来融资租赁ABS市场规模有望继续扩容。 



2025年CMBS/CMBN和类REITs存续期研究

——发行活跃，资产类别多样化，多层次REITs市场稳步构建

文|联合资信 朱琳

一、相关政策梳理

2025年，多部门先后出台了相关政策文件进一步规范CMBS/CMBN和类REITs产品发行上市流程、尽职调查工作等业务规则，并积极推进多层次REITs市场稳步建设（见表1）。

中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）发布《不动产抵押贷款债权资产证券化业务尽职调查工作细则》明确要求管理人应当对业务参与人、基础资产、现金流及交易结构等方面逐项进行充分的尽职调查，对各种证据材料进行综合分析的基础上进行独立判断，并发表明确意见；明确区分对于不同业务参与人尽调要点及细分核查方式，并对现金流合理性及关联交易核查提出要求，进一步细化现金流归集机制。

上海证券交易所（以下简称“上交所”）于5月修订了《上海证券交易所公司债券和资产支持证券发行上市挂牌业务指南》，整合了ABS登记与上市挂牌流程，对ABS发行、上市申请材料编制及业务办理进一步规范。

此外，在推进多层次REITs市场建设方面，上交所试点开展持有型不动产ABS扩募发行，并明确发行定价披露要求等。

二、市场发行情况

2025年1—7月，受融资需求增强和政策驱动，CMBS/CMBN和类REITs发行单数和规模均明显增长，进一步延续了2024年以来的增长态势；发行利率先扬后抑，利差同比略微走阔，但二季度以来呈收窄趋势；底层资产进一步多样化，地方国企整体活跃度高，央企以类REITs产品为主，城投企业则更多选择CMBS/CMBN产品。

发行概况

2025年1—7月，交易所市场和银行间债券市场共发行CMBS/CMBN和类REITs（含持有型不动产ABS）76单，同比增长35.71%，活跃度提升；发行规

表1 2025年CMBS/CMBN和类REITs相关政策

时间	发布主体	文件名称	要点
2025/3/28	基金业协会	不动产抵押贷款债权资产证券化业务尽职调查工作细则	进一步规范不动产抵押贷款债权资产证券化业务的尽职调查工作，就资产证券化业务中核心参与方资质、底层资产质量及交易结构等关键环节的尽职调查标准进行系统性优化
2025/5/21	上交所	关于试点公司债券续发行和资产支持证券扩募业务有关事项的通知	允许计划管理人对存量持有型不动产ABS扩募合并挂牌，明确发行定价披露要求与使用规范
2025/5/25	上交所	《上海证券交易所公司债券和资产支持证券发行上市挂牌业务指南（2025年5月修订）》	整合ABS发行上市全流程，进一步规范业务流程

资料来源：联合资信根据公开数据整理

模合计1026.75亿元,同比增长21.36%,融资需求增强。2025年1—7月,CMBS/CMBN和类REITs占ABS市场总发行规模的比重为8.95%,同比略有下降。分月数据来看,一季度通常为发行淡季,发行单数同比微降;进入二季度以来,发行单数逐月增长,至二季度未达到最大增量;7月份延续增长,但增量有所收缩。

从发行场所来看,交易所市场依然是CMBS/CMBN和类REITs发行的主力市场。2025年1—7月,交易所市场共发行70单CMBS/CMBN和类REITs,占CMBS/CMBN和类REITs发行总单数的92.11%;发行规模合计955.43亿元,占CMBS/CMBN和类REITs发行总规模的93.05%。交易所市场发行单数与发行规模占比较上年同期进一步提高2.82个百分点和1.52个百分点,活跃度进一步提升。

特定标识方面,由于助力特定区域、特定产业,特定领域ABS在挂牌审批方面具有明显政策优势。2025年1—7月,设有特定标识的CMBS/CMBN和类REITs项目数量显著增长,标识种类更加多样化。共有22单项目设有特定标识,其中有1单设有可续发类型标识,21单设有特定领域标识。特定领域标识涉及绿色/蓝色/碳中和(11单)、乡村振兴(5单)、革命老区/长江经济带(3单)、推动文体旅高质量发展(1单)、科技创新(1单)、红色旅游街(1单)、可持续挂钩(1单),个别项目设有2个特定领域标识。

基础资产类型细分

从基础资产类型来看,2025年1—7月,CMBS/CMBN共发行45单,类REITs共发行31单(含持有型不动产ABS 4单),与2024年同期相比,CMBS/CMBN单数占比有所下降。

CMBS/CMBN和类REITs从单数和规模上来看均同比有所增长。CMBS/CMBN单数增长28.57%,发行规模增长36.53%;类REITs单数增长47.62%,发行规模增长5.22%。其中持有型不动产ABS活跃度明显提

升,共发行4单,较上年同期增长3单。

从底层资产来看,2025年1—7月,商场、园区、写字楼和能源资产发行单数和规模均在15%以上。其中,园区和能源资产占比同比有所上升,商场和写字楼占比有所下降。值得注意的是,2025年新增以数据中心资产为底层资产的ABS产品—中信证券-万国数据2025年第1期数据中心持有型不动产资产支持专项计划(可持续挂钩),此外交通隧道资产有所增长,底层资产进一步多样化。

发行利率及利差

2025年1—7月,国债收益率先扬后抑:一季度受资金面持续偏紧,货币政策宽松预期重估的因素影响小幅上扬;后转为震荡下行趋势。但整体仍维持“适度宽松”,3年期国债平均收益率较上年同期下降58bps。受前述因素影响,CMBS/CMBN和类REITs产品发行利率一季度略微走高,后震荡下行。2025年1—7月,AAA_{sf}和AA⁺_{sf}级别证券平均发行利率分别为2.44%、2.66%,分别较上年同期下降36bps、95bps。

分基础资产类型来看,2025年1—7月,AAA_{sf}级别类REITs发行利率分布在[2.00%, 3.81%],平均发行利率2.40%,同级别CMBS/CMBN发行利率分布在[1.98%, 3.80%],平均发行利率2.48%。受破产隔离程度不同及市场认可度等因素影响,类REITs平均发行利率较同级别CMBS/CMBN平均发行利率略低8bps,与上年同期利差(6bps)基本持平。

发行利差方面,以国债3年期利率为基准,2025年1—7月,AAA_{sf}级别证券平均利差为0.99bps,与上年同期相比有所走阔。其中,CMBS/CMBN和类REITs平均利差分别为1.03bps和0.95bps,较上年同期分别走阔0.21bps和0.19bps。二季度以来利差收窄趋势明显。

实际融资人

从区域来看,2025年1—7月,CMBS/CMBN和类

REITs的实际融资人区域分布呈现分化特征,其中北京、广东、江苏位列前三,山东、上海、浙江并列第四,融资需求强盛。

从企业性质来看,2025年1—7月,CMBS/CMBN和类REITs的实际融资人中地方国企占比接近一半,成为CMBS/CMBN和类REITs融资的主力,其次是城投企业。

从细分类型上来看,CMBS/CMBN融资人过半数为城投企业。一方面随着政府化债工作推进,对于持有大量产业园、商业物业等不动产的城投类企业,盘活存量资产成为其核心驱动力,另一方面,在鼓励盘活存量资产的大政策背景下,监管对CMBS的发行条件如出租率、估值等要求有所放开。双重因素叠加使得发行CMBN/CMBN成为其重要融资途径,个别城投主体亦通过引入第三方担保机构的方式实现新增。类REITs融资人主力为地方国企,其次是央企(以发行并表类REITs项目为主)。其中,持有型不动产项目已发行主体亦主要为央国企。

首次评级情况

从首次评级级别来看,CMBS/CMBN和类REITs证券仍以高级别为主。2025年1—7月,发行的76单CMBS/CMBN和类REITs中有79只证券进行了评级。其中,77只引入信用评级的证券中AAA_{sf}级别67只,AA⁺_{sf}级别12只;2只证券为投资评级,证券级别均为AAA_{ir}。

三、存续期证券表现

底层资产运营表现差异化较大;跟踪期间级别变动比例很小,违约展期金额进一步下降。

底层资产运营表现

在消费复苏带动下,一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象,但租金水平仍缓步下滑。以北京

为例:2024年,北京优质零售物业年末空置率同比下降0.7个百分点至7.3%,平均首层租金环比下跌0.9%,年度累计跌幅1.2%;2025年上半年,北京优质零售物业空置率同比下降0.1个百分点至7.5%,平均首层租金环比下跌1.6%。

办公物业持续低迷,租金水平继续探底,出租率无明显提升。以北京为例:2024年,北京市优质写字楼空置率年末同比下降0.7个百分点至21.0%;平均租金环比下降3.4%,年度累计跌幅10.7%。2025年上半年,北京优质写字楼租金跌破250元/平方米/月的历史低位,且二季度环比进一步下跌3.01%至241.70元/平方米/月;出租情况略有改善,空置率由年初的21.0%下降至20.2%,但依然保持高位。

酒店运营受总量持续增长、品牌竞争等影响,平均房价及入住率均有一定程度下滑。2024年前三季度,全国星级饭店平均房价同比下降2.75%;平均入住率同比下降5.39个百分点。

产业园方面,国家对于创新驱动和产业升级的支持力度持续加大,为产业园区的发展提供了政策保障,但受市场需求下行、园区同质化严重等因素影响,产业园区竞争日益激烈,出租率下滑明显。以上海为例,根据世邦魏理仕统计,2025年上半年,产业园区空置率为22.9%,环比上升1.2个百分点;平均租金报价133.8元/平方米/月,环比下降2.2%。

能源基础设施方面,2024年,煤炭价格下降,煤电企业运营情况有一定好转;清洁能源受风资源、光资源及来水的不确定性影响较大,运营效率有所波动,且受区域分布影响明显。

证券评级变动情况

根据Wind数据显示,2025年1—7月CMBS/CMBN和类REITs共有6只证券进行级别调整,涉及4单项目。其中,2只证券上调的原因均为增信主体级别调整;4只证券下调的原因均为底层资产对证券端预期

支出的保障程度有所下降（见表2）。

违约展期情况

根据Wind数据显示，2025年1—7月CMBS/CMBN和类REITs共有11只证券处于实质违约/展期状态，均为以前年度出险项目，违约日债券余额共计35.92亿元，同比下降17.29%。近年来，由于房地产行业整体风险暴露，房企发债受限，发债主体主要为央企、地方国企、城投等信用资质相对较高的主体，违约金额进一步下降。

四、总结与展望

低利率环境有望持续，利差震荡收窄

中国人民银行近日发布2025年第二季度中国货币政策执行报告，明确提出落实落细适度宽松的货币政策。预期下半年将依然延续适度宽松的总体基调，债市利率有望小幅下行，但受基本面、中美贸易谈判影响，短期可能维持区间震荡行情。CMBS/CMBN和类REITs发行利率预期将保持相同趋势。

持有型不动产ABS持续扩容，有望“首发+扩募”并进

持有型不动产ABS在政策推动下有望“首发+扩募”并进，目前在交易所审核阶段的持有型不动产

ABS项目近20单，预计下半年陆续落地发行。此外，已发行产品中建信住房租赁基金持有型不动产资产支持专项计划已申报扩募发行。相较首次发行而言，扩募审批周期更短，发行效率更高。扩募机制的完善有助于推动持有型不动产ABS市场扩容。

写字楼和产业园进入供应消化期，竞争加剧，运营承压

一线城市入市写字楼和产业园体量持续增长，以上海为例，2025年上半年全市产业园区新增供应达41.96万平方米，空置率达22.9%；优质写字楼新增供应30.3万平方米，空置率达22.3%；下半年预计新增仍有50余万平方米。但受宏观经济增速放缓和产业结构调整等因素影响，新租和扩租需求有限，竞争态势将加剧。 



表2 2025年1—7月CMBS/CMBN和类REITs证券评级变动表

债券代码	债券简称	评级变动方向	评级变动原因
121539.SZ	步步高1	调低	资产对证券的保障程度下降
121540.SZ	步步高2	调低	资产对证券的保障程度下降
121541.SZ	步步高3	调低	资产对证券的保障程度下降
199335.SH	浙旅投B	调高	增信主体级别调整
121506.SZ	20云享B	调低	资产对证券的保障程度下降
165018.SH	海发优B	调高	增信主体级别调整

资料来源：联合资信根据Wind整理



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2025年8—9月，债券市场¹新增违约²主体4家，涉及到期违约债券5期，到期违约债券规模72.82亿元。无重复违约³主体。

截至9月30日，2025年我国债券市场新增违约主体11家⁴，涉及到期违约债券21期，到期违约债券规模213.01亿元，违约家数、期数和规模较上年同期（10家、12期和61.95亿元）均有所增加。重复违约主体2家，涉及到期违约债券4期，到期违约规模约4.40亿元，违约家数、期数和规模较上年同期（11家、27期和171.16亿元）均有所减少（见表1）。

二、信用等级调整⁵情况

2025年8—9月，债券市场有1家发行人主体级别发生上调，1家发行人主体级别发生下调；无发行人主体展望发生调整。

截至9月30日，2025年我国债券市场有59家发行人主体级别发生上调，较上年同期（40家）有所增加；有53家发行人主体级别发生下调，较上年同期（58家）有所减少。有2家发行人主体展望发生上调，与上年同期持平；有4家发行人主体展望发生下调，较上年同期（10家）有所减少（见表2）。 

表1 2022年—2025年9月我国债券市场违约情况（单位：家、期、亿元）

	2022年			2023年			2024年			2025年1—9月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	8	43	223.47	5	17	183.35	14	28	208.38	11	21	213.01
重复违约	9	27	173.13	10	20	50.38	13	40	219.49	2	4	4.40

注：违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源：联合资信整理

表2 2022年—2025年9月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月
调升数量（家）	25	86	69	59	6	7	2	2
调降数量（家）	86	37	65	53	25	26	11	4

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

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。
² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》（<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>）。
³ 重复违约是指发行人在2023年（含）之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。
⁴ 数据统计有追溯调整。
⁵ 发行人信用等级调整统计不包括非公开发行债券和同业存单发行人。

违约案例

上实融资租赁有限公司

一、主体概况

上实融资租赁有限公司（以下简称“上实租赁”或“公司”）是上海非银金融服务行业地方国有企业，主要从事融资租赁业务，通过融资租赁和其他增值服务，为客户提供一站式金融解决方案。公司成立于2012年，第一大股东为上海星河数码投资有限公司（以下简称“星河

数码”，持股28.95%），实际控制人是自然人林振。

2021年7月30日，公司在上交所发行了总额为4.00亿元的私募债“21上实01”，原定2024年8月3日到期（实际兑付日为2024年8月5日），后由于公司资产质量恶化，进而导致公司流动性出现了较大的困难，最终在2024年8月5日，上实租赁仍然未能筹集到足够的资金完成本息兑付，发生实质违约，违约金额本息共计4.28亿元。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	违约原因
21上实01	20210730	20240803	20240805	4.28	-	--	私募债	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：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2021-07-30	“21上实01”计划发行4亿元，期限3年，票面利率7%，年付息1次，发行方式为私募，由联储证券有限责任公司主承销，承销方式为余额包销。
2022-06-23	根据监管部门信息披露要求，中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称为“中诚信国际”）原定于2022年6月30日前披露“上实租赁十期资产支持专项计划资产支持证券”2022年度定期跟踪评级报告。2022年6月15日，上实租赁向中诚信国际出具延期披露2022年度定期跟踪评级报告的申请，表示其受新冠疫情影响无法按时提供本专项计划跟踪评级所需相关材料。截至2022年6月20日，上实租赁仍未提供跟踪评级所需全部资料，为准确评定本专项计划的信用状况，中诚信国际将延期披露“上实租赁十期资产支持专项计划资产支持证券”2022年度定期跟踪评级报告。
2022-06-27	上实融资租赁有限公司2021年年报正式披露，年报显示公司归母净利润同比减少32.31%。
2022-08-31	公司披露2022年中报，显示公司营业收入同比减少28%，归母净利润同比大幅减少85.42%；应收账款净额同比上升122.68%。
2022-11-03	因未依法履行职责，上海证券交易所给予公司通报批评、计入诚信档案的处罚决定。
2023-04-28	公司披露2022年年报，显示公司营业收入同比减少30.8%，归母净利润同比大幅减少74.62%；带息债务为58.68亿元，资产负债率为79.71%
2024-07-26	“21上实01”2024年第一次债券持有人会议召开，公司提出展期议案。
2024-08-05	“21上实01”将于2024年8月3日到期，发行人应支付的本期债券本金总额为4.00亿元，公司申请将本期债券本金的偿付期限延长至2025年8月3日，本金展期期间按票面利率7.00%计息，利随本金到期全额兑付(如遇非交易日,则顺延至其后的第1个交易日,顺延期间不另计息)。根据持有人会议决议，本金展期议案未获通过，因此“21上实01”发生实质违约。

资料来源：联合资信整理

三、主体违约原因

贵州区域城投项目集中违约，公司风险把控能力较差

上实租赁多年来深度参与上海对口帮扶贵州及云南等地的战略，租赁资产区域集中度较高，对欠发达地区的敞口过大，战略方向出现偏差。2021年，贵州省地方金融监管局与上实租赁签订了全面战略合作协议，协议约定“十四五”期间，上实租赁将在贵州新增融资租赁项目200亿元。公开资料显示，公司累计向贵州区域投入资金125.16亿元，累计支持25个项目、投放56批次，但截至2024年8月4日，贵州地区逾期金额合计58.54亿元，大额租赁资产逾期反映出公司的风险把控能力较差，区域敞口风险集中暴露。尽管当地政府提出“一揽子化债方案”，但违约客户对上实租赁的欠款及相应的资金损失，致使公司资产质量恶化，进而导致公司流动性出现了较大的困难。

股权结构复杂，公司治理混乱

2021年末，公司股东上海实业（集团）有限公司（以下简称“上实集团”）旗下子公司26亿应收账款踩雷后，国资股东（上海国资委）开始对上实集团进行财务和内控自查，2022年初，国资股东派出审计机构对公司进行

审计排查。2023年6月公司实际控制人兼董事长林振被留置协助调查，期间国资股东对上实租赁进行了第二次审计，揭露了上实租赁巨大的资金问题，国资股东指控林振转移了36.71亿元资金。随后国资股东委派的管理层与董事长开始争夺权利，公司内部治理混乱，对主营业务和流动性造成冲击。

流动性进一步恶化，资金被大量占用，融资渠道受阻

2022—2024年末，上实租赁的流动性持续恶化，流动比率持续下降至2024年末的62.39%，处于较低水平；筹资前现金净流入亦持续下降，反应出自身租赁业务造血能力持续恶化。虽然公司在持续努力压缩债务规模，2024年末负债总额降至82.55亿元；2022—2024年末，虽然资产负债率持续下降，但是2024年末资产负债率仍然较高。由于公司自有资金被逾期账款大量长期占用，公司面临巨大资金周转压力。2023年8月，因上实租赁未能偿还上海浦东发展银行股份有限公司1500万元贷款导致逾期，公司多个银行账户被冻结，新增授信被拒；国家开发银行后续将其4.50亿贷款调为关注类。公司直接、间接融资渠道均出现问题，流动性陷入恶性循环，进一步冲击业务的正常发展。■





表3 主要财务指标

财务指标	2020年	2021年	2022年
资产总额 (亿元)	151.03	142.20	103.57
所有者权益 (亿元)	18.18	20.85	21.01
长期债务 (亿元)	35.15	50.43	37.89
全部债务 (亿元)	77.81	85.05	57.82
营业收入 (亿元)	8.96	8.27	5.73
利润总额 (亿元)	1.46	1.02	0.28
EBITDA (亿元)	1.63	1.18	0.44
经营性净现金流 (亿元)	29.87	19.48	16.35
营业利润率 (%)	28.85	22.99	40.73
净资产收益率 (%)	5.75	3.36	0.77
资产负债率 (%)	87.96	85.34	79.71
全部债务资本化比率 (%)	81.06	80.31	73.34
流动比率 (%)	108.64	93.33	62.40
全部债务/EBITDA (倍)	47.88	71.83	132.52
EBITDA利息倍数 (倍)	120.31	18.81	9.86
经营现金流动负债比 (%)	32.87	28.18	40.56

资料来源：联合资信COS系统

政策指南 Policy Guidelines

人民银行发布《关于金融支持新型工业化的指导意见》

2025年8月5日, 人民银行发布《关于金融支持新型工业化的指导意见》。《意见》指出到2027年, 制造业企业发行债券的户数和规模持续增长, 股权融资水平显著提升。同时指出加强债券品种创新, 支持技改升级、智能工厂建设、中小企业数字化转型等领域。强化绿色债券等多元化绿色金融工具在制造业绿色低碳转型中的应用等, 有助于推动制造业领域债券进一步扩容。(摘自中国政府网, 2025年8月5日)

国家外汇管理局开展绿色外债业务试点

2025年8月21日, 外汇管理局开展绿色外债业务试点。国家外汇管理局决定, 在上海、北京、深圳等16省市开展绿色外债业务试点, 鼓励非金融企业将跨境融资资金用于绿色或低碳转型项目。试点政策主要针对境内非金融企业从非居民融入本、外币资金且专项用于支持绿色或低碳转型项目, 允许这类项目更少占用企业全口径跨境融资风险加权

余额, 从而扩大投资绿色发展或低碳转型项目企业的跨境融资规模上限, 同时相关外债登记由银行直接办理, 提升绿色外债业务办理便利化水平, 有利于推动绿色领域外债的发行, 吸引全球金融资源向我国绿色低碳发展等领域聚集。(摘自国家外汇管理局官网, 2025年8月21日)

交易商协会发布《关于完善银行间市场信用违约互换信息服务有关事项的通知》

2025年8月4日, 交易商协会发布《关于完善银行间市场信用违约互换信息服务有关事项的通知》, 《通知》一是发布合约类信用风险缓释工具成交价格信息, 增设可转化为真实成交的意向型报价, 培养市场定价能力; 二是明确报价机构权利义务, 丰富业务信息便利, 强化自律管理要求, 提升报价质量; 三是优化曲线生成方法, 提高报价曲线质量; 四是聚焦实际需要, 减轻报价机构负担, 通过系统便利报价操作。有助于进一步推动银行间市场信用风险缓释工具规范发展, 完善市场价格

发现机制。

(摘自腾讯网, 2025年8月4日)

交易商协会发布《关于优化债务融资工具成熟层企业机制有关事项的通知》

2025年9月12日, 交易商协会发布《关于优化债务融资工具成熟层企业机制有关事项的通知》。此次调整主要涉及成熟层企业标准的优化和注册发行便利的提升, 包括总资产报酬率指标从3%调整为2.5%、资产规模要求从3000亿元降至2500亿元等变化。通过分层分类管理引导金融资源向重点领域集聚, 有助于提升主体融资效率, 进一步激发市场活力。(摘自交易商协会, 2025年9月12日)



市场动向 Market Trends

全国首单产业园持有型ABS成功发行

2025年8月, 国君资管-无锡经济开发区国家传感信息产业园持有型不动产资产支持专项计划(以下简称“无锡经开项目”)在上交所成功发行, 规模6.6亿元。无锡经开项目是全国首单成功设立的产业园区持有型不动产ABS项目。作为优质产业园区盘活存量的新探索、新标杆, 该项目为全国优质产业园区项目打通了证券化的全新路径。(摘自腾讯网, 2025年8月8日)

资本协同生态, 为存量新能源资产提供了标准化流动性解决方案, 推动行业从政策驱动转向市场化自循环。该项目的成功挂牌, 标志着我国清洁能源资产证券化的结构性创新, 展现了绿色金融可测算、可验证的实践范式。(摘自上海金融委员会, 2025年8月11日)

资产ABS“华鑫-鑫欣-数据资产1-5期资产支持专项计划”首期于深圳证券交易所正式发行。该项目由中国外贸信托担任受托人, 通过创新模式将项目信用评级提升至AAA, 发行利率低至2%。这一突破不仅意味着资本市场对数据要素这类新型资产的认可, 更打通了数据从“资源”到“资产”再到“资本”的价值转化通道, 为数据驱动的新质生产力注入金融活水。(摘自新浪财经, 2025年8月15日)

全国首单数据资产证券化产品成功发行

2025年8月, 全国首单获批的数据

全国首单清洁能源持有型不动产ABS成功发行

2025年8月8日, 全国首单清洁能源持有型不动产ABS“泰康资产-财通-远景新能源持有型不动产资产支持专项计划(碳中和)”在上海证券交易所举行挂牌仪式。作为市场首单清洁能源类持有型不动产资产支持证券, 该项目为有绿色电力和ESG需求的企业提供了创新解决方案, 有效破解了清洁能源长周期融资困境, 证实了金融工具对能源转型的杠杆价值, 通过构建多元



1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2025年8月至2025年9月，央行继续实施稳健的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，实施逆回购共计136542.00亿元，逆回购到期133174.00亿元，实现净投放3368.00亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作12000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）6000.00亿元，实现净投放6000.00亿元。在此背景下，2025年9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（2.01%、2.12%和2.66%）较2025年8月（1.96%、1.93%和2.51%）均有所上升。

表1 2025年8月—2025年9月债券平均发行利率（%）

信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票	
	2025年8月	2025年9月	2025年8月	2025年9月	2025年8月	2025年9月
AAA	1.84	1.86	1.91	2.04	2.30	2.38
AA+	1.98	2.12	2.01	2.23	2.63	2.65
AA	2.07	1.98	--	2.59	2.68	3.13
平均发行利率	1.96	2.01	1.93	2.12	2.51	2.66

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





2025年8月—9月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈平稳波动态势。2025年9月，AAA级和AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.86%和2.12%）均较2025年8月（1.84%和1.98%）有所上升；AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.98%）较2025年8月（2.07%）有所下降。

2025年8月—9月，交易所国债3年期到期收益率呈波动上升态势。2025年9月，3年期AAA级和AA+级公司债的平均发行利率（2.04%和2.23%）均较2025年8月（1.91%和2.01%）有所上升。

2025年8—9月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈平稳波动态势。2025年9月，5年期AAA级、AA+级和AA级中期票据平均发行利率（2.38%、2.65%和3.13%）均较2025年8月（2.30%、2.63%和2.68%）有所上升。//

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

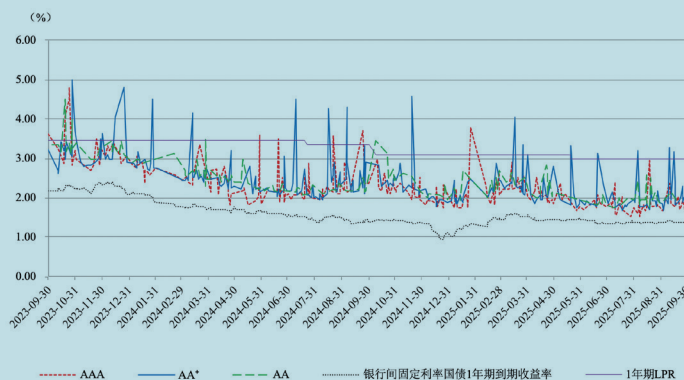


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

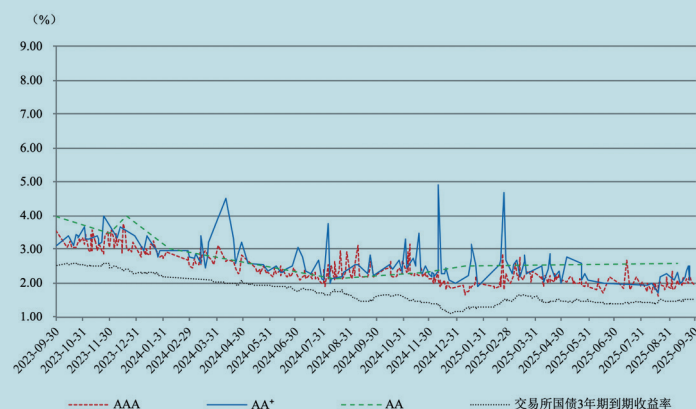
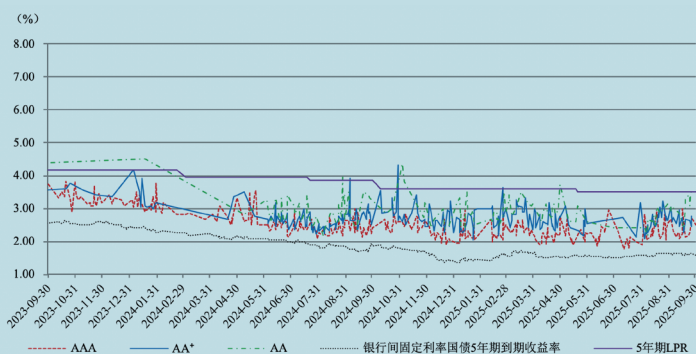


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2022年—2025年9月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	3.1	5.4	5.0	--	4.8
规模以上工业增加值	3.6	4.6	5.8	--	6.2
固定资产投资总额 (不含农户)	5.1	3.0	3.2	31.2	-0.5
社会消费品零售总额	-0.2	7.2	3.5	36.6	4.5
出口总额	9.0	0.6	7.1	2.8	6.1
进口总额	3.9	-0.3	2.3	1.9	-1.1
CPI	2.0	0.2	0.2	--	-0.1
PPI	4.1	-3.0	-2.2	--	-2.8
社会融资规模存量	9.6	9.5	8.0	437.1	8.7
M2余额	11.8	9.7	7.3	335.4	8.4
人民币贷款余额	11.1	10.6	7.6	270.4	6.6

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

2022年—2025年9月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月	同比 (%)	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月	同比 (%)
政府债	2330	2366	2224	1962	14.54	172648.49	205924.08	221731.49	203912.18	23.52
国债	183	192	194	154	1.32	99082.70	112670.40	123970.61	118776.00	19.47
地方政府债	2147	2174	2030	1808	15.82	73565.79	93253.68	97760.88	85136.18	29.65
央行票据	12	12	13	1	-88.89	600.00	600.00	1068.40	550.00	22.91
同业存单	25805	26903	26507	16723	-16.59	204969.90	257134.40	314208.20	257157.60	8.15
金融债(人民银行)	1413	1458	1410	1215	7.62	88475.12	85270.50	90203.00	86936.90	12.02
政策银行债	871	823	756	673	-1.75	59709.60	54741.20	53696.70	54863.60	9.91
商业银行债	298	312	317	257	7.98	24003.72	24402.90	29488.90	26709.60	13.18
保险公司债	11	23	17	13	18.18	224.50	1121.70	1175.00	541.00	-32.21
财务公司债	0	0	0	0	--	0.00	0.00	0.00	0.00	--
融资租赁公司债	5	12	43	30	-23.08	74.00	305.00	961.00	575.00	-33.60
资产管理公司债	5	3	2	2	0.00	475.00	170.00	120.00	130.00	8.33
证券公司短期融资券	223	285	275	240	55.84	3988.30	4529.70	4761.40	4117.70	78.78
其他金融机构债	4	12	47	26	-35.00	120.00	148.00	702.00	352.00	-43.41
公司债(证监会)	4009	5369	5250	4865	30.78	38180.95	49101.47	48137.53	42099.06	24.27
公募公司债	1703	1779	1968	1755	25.81	21070.04	23742.66	24608.88	21443.21	26.24
私募公司债	2306	3590	3282	3110	33.76	17110.91	25358.81	23528.65	20655.86	22.29
中期票据	2659	3189	4872	3833	1.46	28059.30	29643.97	48647.78	37819.88	-0.26
短期融资券	4995	5224	4335	2862	-15.28	49824.48	48473.96	41491.33	28196.84	-13.81
一般短期融资券	558	704	658	513	0.98	5150.30	5300.71	6281.24	4057.62	-16.14
超短期融资券	4437	4520	3677	2349	-18.15	44674.18	43173.25	35210.09	24139.22	-13.41
定向工具	1102	1225	1237	821	-13.58	6784.22	7522.02	6840.46	4371.52	-16.91
国际开发机构债	4	3	4	6	100.00	145.00	125.00	200.00	325.00	91.18
外国政府类机构债	1	1	0	2	--	20.00	35.00	0.00	50.00	--
资产支持证券	4480	4785	5702	4876	23.47	20043.92	18773.77	20416.91	16336.23	16.63
证监会主管ABS	3280	3667	3780	3229	23.57	11862.80	12058.00	12470.19	10313.11	20.41
交易商协会ABN	821	629	1495	1273	21.93	4624.27	3220.08	5242.94	4157.02	17.71
金监总局主管ABS	379	489	427	374	28.08	3556.84	3495.69	2703.79	1866.10	-2.31
可转债	149	142	43	32	10.34	2200.93	1423.60	387.77	459.48	94.42
可交换债	36	29	14	16	45.45	422.94	334.06	319.40	137.00	-50.16
政府支持机构债	25	21	2	23	--	2760.00	1930.00	100.00	1300.00	--
企业债	487	269	79	28	-57.58	3703.30	2007.80	600.07	170.91	-64.85
合计	47511	51008	51739	37291	-3.95	618958.55	708447.63	795054.34	680174.60	12.15

注: 本表统计口径为Wind中截至2025年10月22日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2024年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

走进深交所

债券赋能硬科技 资本聚力新未来

主办单位 深圳证券交易所、联合资信、中金公司

协办单位 联合咨询、森浦Sumscope

债券赋能硬科技，资本聚力新未来 ——“走进深交所”活动成功举办

2025年8月28日，“债券赋能硬科技·资本聚力新未来”科创主题论坛在深圳证券交易所圆满落幕。本次活动汇聚金融投资机构、产业类企业等百余位嘉宾，围绕科创债发展政策、市场趋势及实践应用展开深度研讨，为科技创新与资本融合注入新动能。

联合资信总裁万华伟在致辞中指出，科创债正处于服务国家科技创新战略的关键机遇期，面对高质量发展阶段和科技自立自强需求，科创债是引导金融活水精准浇灌科创领域的重要纽带。联合资信作为专业评级机构，已创新构建针对科创企业的专属评级模型，并深度赋能市场，已服务超200家企业发债，助力打通科技企业对接资本市场的通道，切实服务国家战略。在主题分享环节，联合评级估值业务部总经理徐阳发表了《科创债指数的编制与应用》主题演讲，详细介绍了联合评级在科创债指数领域的创新实践，包括指数的编制逻辑、核心指标选取以及实际应用场景，旨在为市场提供客观、透明的定价基准和投资参考。联合资信技术创新部资深分析师邓博文博士则带来《人形机器人行业信用研究》，剖析前沿硬科技领域的信用风险与价值评估。

本次“走进深交所”活动，成功搭建了跨机构交流平台，凝聚了“科技+金融”协同发展的行业共识。联合资信将始终立足“服务实体经济、防范金融风险”的初心，以专业服务践行使命，以创新思维拥抱机遇，助力科创债市场成为支撑国家科技创新的强劲“资本引擎”。



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