

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 DECEMBER

谋篇“十五五”

科技自强、文化自信——二十届四中全会公告解读

“十五五”规划下的传统产业：科技创新，产业融合，绿色转型

“十五五”规划下的新兴服务业之一：优化供给，文旅融合，聚焦硬科技

“十五五”规划下的新兴服务业之二：提质降本，高水平开放

十五五



联合信用



联合资信

内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可 不得转载

“绿色科创 未来有招”债券研讨会 会议圆满成功举行



在“双碳”目标与科技创新快速发展的背景下，绿色科创债券作为链接绿色产业与科创企业的新型金融工具，正成为助力技术突破、推动绿色转型的重要力量。

10月24日，招商银行乌鲁木齐分行与联合资信评估股份有限公司共同举办的“绿色科创 未来有招”债券专题研讨会在乌鲁木齐万达文华酒店召开。此次活动旨在解读宏观形势、探讨政策机遇、分享创新实践经验、搭建合作桥梁，与疆内优质企业共探绿色科创债券的发展路径与合作空间。

本次会议邀请嘉宾包括：招商银行总行研究院的宋凯宏博士、招商银行总行投资银行部王超先生、联合赤道环境评价股份有限公司总裁助理/工商金融部总经理王顺利女士、联合资信评估股份有限公司工商评级总监李晶女士。

几位专家围绕2026年宏观经济形势及债券市场走势，绿色及科创债券最新监管导向、发行支持政策、申报要点及2026年债券发行综合建议，可持续金融产品创新实践以及股权投资类企业及其科创债券的评级要点展开了分析与讨论。此次会议分享内容丰富，实用性强，助力疆内企业了解可持续金融的发展和趋势、银行间可持续金融创新产品情况，赋能企业融资决策与战略规划。会议得到参会者一致好评。



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
何苗苗	He Miaomiao
美术编辑	Art Editor
谷春立	Gu Chunli

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

市场部门联系人 Marketing Department Contact

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) investor@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 DECEMBER

目录

特别策划 Feature

科技自强、文化自信——二十届四中全会公告解读 P02

联合资信 张 振 王 妍 吴 玥

“十五五”规划下的传统产业: 科技创新, 产业融合, 绿色转型 P05

联合资信 李思雨 刘柏源 伦海玲

“十五五”规划下的新兴服务业之一: 优化供给, 文旅融合, 聚焦硬科技 P08

联合资信 李思雨 刘柏源 伦海玲

“十五五”规划下的新兴服务业之二: 提质降本, 高水平开放 P14

联合资信 李思雨 刘柏源 伦海玲

宏观研究 Macroeconomic Research

内需动能仍待提振, 全年增长目标可期——宏观经济信用观察三季报 P18

联合资信 吴 玥 张 振 王 妍

行业研究 Industry Research

食品饮料行业2025年信用风险研究 P26

联合资信 孙长征 李成帅

我国房地产市场未来需求展望 P32

联合资信 冯 磊 张 超

“资产荒”下的担保业困局与破局——基于城投债供需变迁的视角 P39

联合资信 姜羽佳 吴一凡 薛 峰

债券市场 Bond Market

聚焦科技型企业科创债券: 潜力蓝海与信用风险特征深度研究 P46

联合资信 宁立杰 崔濛晓

2025年NPL产品存续期表现——发行规模持续增长, 回收进度存在波动 P53

联合资信 宋 宇 李 爽 陈乐敏

专项研究 Monograph

破局与新生: 重点省份化债进度观察与区域发展转型探索 P58

联合资信 张雪婷 李思卓

商业银行个人贷款发展瓶颈: 业务拓展与资产处置的双重挑战 P65

联合资信 陈绪童 李胤贤

从监管处罚看城投公司财务报表规范性 P72

联合资信 迟腾飞 陈 婷

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P78

违约案例 杉杉集团有限公司 P79



政策资讯 Policy & Information

政策指南 P82

市场动向 P83

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P84

宏观经济及债券市场数据 P86

评级小贴士 Credit Rating Tips

关于数字债券的一些基础知识 P25



引言

2025年10月,党的二十届四中全会审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》(下简称“《建议》”),为我国在复杂变局中指明了前进方向。“十五五”时期是我国全面建设社会主义现代化国家新征程的关键阶段,各产业正经历深刻转型与重塑。本期《信用研究》推出《谋篇“十五五”》特别策划,在解读全会公告的基础上,展望传统产业和新兴服务业的未来发展走向。

“十五五”规划下的传统产业：科技创新，产业融合，绿色转型

农林牧渔是中国国民经济第一产业。“加快农业农村现代化,扎实推进乡村全面振兴”,《建议》将农业农村现代化提升至中国式现代化全局战略高度,从政策补贴、效率提升、产业融合创新等维度,为农林牧渔行业企业的高质量发展构建了政策框架。

《建议》强调“优化提升传统产业,推动重点产业提质升级,巩固提升纺织等产业在全球产业分工中的地位 and 竞争力”,将纺织服装行业升级改造置于现代化产业体系建设的核心位置,明确了智能化升级与绿色化转型的双主线发展路径。

“十五五”规划下的新兴服务业之一：优化供给，文旅融合，聚焦硬科技

零售业对推动经济增长发挥着关键作用。《建议》提出多项政策指引,从需求端、供给端以及外部环境等多维度刺激消费市场,通过制度创新释放消费潜力,以消费升级牵引零售业转型,最终形成“消费—零售—生产”的良性循环。

《建议》从供需两端、国内外市场发力,计划通过带薪休假、推动业态创新、完善入境便利化等措施的落地破解痛点,助力旅游业实现从规模增长向质效并重转型。

针对股权投资行业,《建议》在延续《2025年政府工作报告》“发展新质生产力”核心方向的基础上,进一步聚焦股权投资对现代化产业体系的支撑作用,从募资、投资、退出三大维度构建政策闭环,为耐心资本壮大与创业投资高质量发展提供清晰路径。

“十五五”规划下的新兴服务业之二：提质降本，高水平开放

《建议》明确提出加快构建“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局。“十五五”期间,物流行业将聚焦降本、提质、拓空间,通过多元赋能升级能力、拓展市场,推动从规模扩张向质效并重转型,助力高质量发展。

针对贸易业,《建议》提出多项政策指引,从积极扩大自主开放、推动贸易创新发展、拓展双向投资合作空间和高质量共建“一带一路”四个维度构建开放型经济新体制,推动贸易行业实现高质量发展。



科技自强、文化自信——二十届四中全会公告解读

文 | 联合资信 张 振 王 妍 吴 玥

二十届四中全会是在中国迈上全面建设社会主义现代化国家新征程、向第二个百年奋斗目标进军的关键时刻召开的一次具有深远意义的重要会议。会议审议通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展的第十五个五年规划的建议》，为中国在复杂变局中指明了前进方向。全会确立了科技自强、文化自信的发展路径。公告清晰表明，中国的发展已进入一个战略机遇与风险挑战并存、不确定难预料因素增多的新时期。全会既直面严峻挑战，更彰显了迎难而上的战略决心，系统回答了如何在风高浪急的国际环境中夯实发展根基、拓展战略空间这一时代课题，为“十五五”时期提供了兼具现实针对性和战略前瞻性的行动纲领。

一、“十五五”时期是国际地位竞争的关键节点

“十五五”时期在我国现代化建设进程中处于承前启后的关键节点，其特殊历史定位体现在三个重大事实上。第一，发展环境发生转变。全会明确指出，本世纪头二十年那种“顺势而为”的战略机遇期已经演进为需要“逆势而上”的战略竞争期。外部环境中的风险因素显著提升，全球产业链重构、科技竞争白热化成为新常态。然而，这种压力恰恰为国内产业提供了替代进口、自主创新的宝贵窗口期，形成了“压力与动力并存、挑战与机遇共生”的复杂局面。第二，发展战略主动性转变。面对与主要竞争对手进入战略相持阶段的新态势，全会将“维护发展安全”提升到新的战略高度。这意味着国家安全贯穿于发展的各领域和全过程，发展要保障安全，安全要支撑发展。在这一背景

下，实体经济被确立为中国克敌制胜的根本法宝。全会强调不仅要通过“补短板”筑牢产业链供应链的韧性底座，更要通过“做引领”在人工智能、生物制造等高端产业领域抢占未来制高点，构建起攻防兼备的现代化产业体系。第三，进一步坚定发展信念。在全会的字里行间，贯穿着一种基于历史自信与现实评估的必胜信念。这种信念源于对中国制度优势、超大规模市场优势、完整产业体系优势及丰富人才资源优势的深刻认知。它体现为一种在战略相持阶段比耐力、比韧劲、比内功的冷静与执着，确信只要办好自己的事，就能在长期竞争中赢得主动、赢得未来。

二、八大看点

重申经济增长目标

全会公报重新将“坚持以经济建设为中心”置于突出位置，强调质量提升，预计“十五五”规划正文将对经济增速提出明确要求。这一表述是对“十四五”期间种种质疑声音的正面回应，以最高决策文件的形式确认了中国坚持发展是硬道理的核心逻辑。值得注意的是，此次对经济增长的强调并非简单地回到过去，而是进一步重申“质的有效提升和量的合理增长”这一新标准。因此，预计“十五五”期间，经济增长目标的考核权重会适当提升，指导各级政府、企业更加坚定的完成经济建设任务，确保宏观政策的连续性和稳定性。同时，高质量发展内涵得到进一步巩固，“质”体现在科技含量、绿色水平和民生改善上，“量”保持在合理区间，为转型升级提供必要空间。向国内外市场传递清晰信号，

中国将继续作为全球经济增长的重要引擎。

实体经济第一位

全会将加快建设“制造强国”摆在现代化产业体系建设的首位。公报系统提出“构建以先进制造业为骨干的现代化产业体系”，并明确“智能化、绿色化、融合化”三大方向。这并非孤立地支持某个产业，而是旨在推动整个产业生态的协同演进，防止经济“脱实向虚”。全会公告中没有提及“金融强国”，但金融系统学习贯彻四中全会精神会议重申了“加快建设金融强国”，这一战略定位预示着中国将构建与制造强国目标相匹配的金融支持体系。多层次资本市场将以“五篇大文章”为引领，把资金精准导入集成电路、生物制造、绿色智能制造等关键领域。进一步坚定长期主义，鼓励金融机构摆脱短期业绩压力，建立与制造业研发周期相匹配的长期考核机制，真正陪伴优质企业成长。发挥现代金融的风险共担机制，政府引导基金、产业母基金将发挥更大作用，通过“投早、投小、投科技”分担创新风险，破解实体企业融资难题。

科技自立自强成为生存必需

“高水平科技自立自强”在全会公报中单独成章，标志着科技创新已从“发展选项”全面升级为“生存必需”。特别值得注意的是，外部压力也可以转化为巨大的国内市场空间，这一认知转变和“战略机遇与风险挑战”并存的定位高度一致，且具有深远战略意义。芯片产业的案例生动诠释了这一逻辑，外部打压越激烈，国内芯片企业获得的政策支持、订单倾斜和资本投资就越多，形成“受封锁、猛突破、快发展”的良性循环。在“发展安全”理念下，关键领域的产品标准将从“性价比最优”转向“安全可靠优先”，为国内企业创造稳定的首发应用场景。无论外部如何质疑中国的绿色转型和数字合规路径，全会表明中国将坚持既定技术路线，在“十五五”期间力争在多个战略领域取得决定性突破。

进一步完善宏观调控

四中全会公报充分肯定了“十四五”期间的宏观调控成果。下一阶段，宏观调控将着力构建四大支撑体系。完善内需主导型增长体系，把扩大内需作为调结构、稳增长的战略基点，通过增加居民收入、改善消费环境、创新消费场景，激发超大规模市场优势。提升高效能市场经济体系，依托高水平社会主义市场经济体制，深化要素市场化改革，破除体制机制障碍，持续提升全要素生产率。进一步建设制度型开放新体系，推进对外贸易从商品、要素流动型开放向规则、规制、管理、标准等制度型开放转变，同时坚持自主开放，在全球经贸治理中贡献中国方案。构建均衡化空间发展体系，以农业强国建设夯实发展根基，通过区域协调发展战略优化生产力布局，形成优势互补、高质量发展的区域经济布局。

利用信息技术发展中国文化

四中全会将文化建设提升到战略新高度。文化建设单独成段，明确指出要以信息技术赋能文化创新，这既是经济增长新蓝海，更是中美战略竞争中争夺文化话语权的重要战场。《黑神话：悟空》《哪吒》等作品在全球市场的成功，验证了“中国文化+数字技术”模式的巨大潜力，展现出中国价值观的现代传播力。预计“十五五”期间，技术赋能内容，运用人工智能、虚拟现实等前沿技术，创新文化表现形式，打造具有全球影响力的中国文化IP矩阵，让传统文化在数字时代焕发新生；推动文化与科技、旅游、制造等产业深度融合，发展数字文创、智慧旅游等新业态，培育万亿级文化消费市场；通过数字平台传播中国故事、中国理念，在国际舆论场中构建与中国综合国力相匹配的话语体系，这是比产品输出更高维度的竞争。

注重投资于人

四中全会在三中全会确定的社保与财政体制改革

蓝图基础上,进一步明确了民生建设与人口发展协同推进的工作方针。这标志着中国的发展理念从追求“人口红利”向经营“人才红利”的深刻转变,旨在通过提升人的发展能力来应对人口结构变化的挑战。预计“十五五”期间,重点举措将围绕三个维度展开:构建全生命周期公共服务体系,构建从婴幼儿照护到老年康养的连续型服务供给链,显著降低家庭生育、养育、教育成本,让民生保障网更密实、更温暖;发展人力资源质量提升工程,加大人力资本投入,通过教育改革优化人才培养结构,使劳动力供给更好适应产业升级需求,将人口压力转化为人才动力;推进社保制度可持续改革,在财政可持续前提下,稳步提高保障水平,完善多层次社会保障体系,既解除民众后顾之忧以释放消费潜力,也为经济转型提供稳定社会环境。

坚定绿色发展

四中全会旗帜鲜明地重申坚定“绿色发展”方向,这是对国际上一度出现的“绿色倒退”杂音的最有力回应。尽管美国等国家在气候政策上出现反复,但绿色发展的历史潮流不可逆转,且与中国核心利益高度契合。这一战略定力基于二大不可动摇的现实:气候危机的全球共识和绿色发展的内生动力。中国已建立起全球最完整的新能源产业链,光伏、风电、动力电池等

领域的技术和成本优势明显。绿色发展不再是负担,而是新的经济增长引擎,创造了大量就业和出口收入。

“全球南方”国家在工业化进程中普遍面临能源安全和环境保护的双重压力,对中国提供的绿色能源解决方案需求迫切,这为中国绿色技术和装备出口开辟了数十万亿级的蓝海市场。

安全与国防

四中全会将“安全与发展”并重论述,明确指出在外部环境日趋复杂严峻的背景下,必须坚持总体国家安全观,构建覆盖各领域、各层面的新型安全保障体系。这反映了中国对中美战略竞争进入相持阶段的清醒判断——在此阶段,安全保障成为持续发展的前提条件。预计“十五五”期间,安全体系建设将围绕三个关键维度展开。构建全方位的安全防护网络:超越传统安全观念,构建覆盖政治安全、经济安全、科技安全、数据安全、意识形态安全等各领域的综合防护体系。特别是在意识形态领域,要坚决防范西方价值观渗透,巩固思想防线。强化现代化的国防支撑体系:国防建设被提到前所未有的战略高度,全会明确要“进一步发展国防、建设国防”。这不是简单的军费增长,而是着眼于打造与大国地位相称的精干高效的现代化武装力量,为国家和海外利益提供坚强后盾。///



“十五五”规划下的传统产业： 科技创新，产业融合，绿色转型

文 | 联合资信 李思雨 刘柏源 伦海玲

一、政策红利下农林牧渔企业的三大增长路径

农林牧渔是中国国民经济第一产业。《建议》提出“加快农业农村现代化，扎实推进乡村全面振兴”，从政策补贴、效率提升、产业融合创新等维度，为农林牧渔行业企业的高质量发展构建了政策框架。

路径一：政策补贴叠加多元融资支撑，构建盈利基础

《建议》明确“提高强农惠农富农政策效能，健全财政优先保障、金融重点倾斜、社会积极参与的多元投入格局”。

目前来看，农林牧渔业在生产和研发端已形成从成本对冲到资金支持的全链条保障体系，为企业盈利提供直接支撑。在生产端，中央及地方政府为粮食保险提供补贴，可有效降低投保成本；高标准农田建设、土地流转等补贴向规模化经营主体倾斜，耕地地力保护补贴标准保持每亩120元以上，规模化经营主体叠加土地流转补贴后，土地成本可降低12%~18%。在研发端，国家对生物育种、智能农机等重点领域实行更高强度的研发激励，研发费用加计扣除比例提升至175%（针对农业科技企业重点领域），大幅降低企业创新成本。在装备应用端，农机购置补贴向高端智能装备倾斜，2025年农机购置补贴政策中，无人驾驶拖拉机、植保无人机等智能装备补贴机具品目占比已达45%，有助于企业以更低成本完成装备升级。

《中共中央国务院关于进一步深化农村改革、扎实推进乡村全面振兴的意见》提出“创新乡村振兴投融资

机制”，中央预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债券重点支持农业农村重大项目，再贷款、再贴现等货币政策工具引导金融机构加大投放，“三农”专项金融债券、乡村振兴债券发行常态化，为企业提供长期、低成本的资金支持，破解“融资难、融资贵”问题。

总体看，以“财政补贴降成本、金融工具拓资金”为核心，通过生产端风险对冲、研发端创新激励、融资端渠道拓宽的全链条政策支持，可为农林牧渔企业缓解传统经营中的成本压力与资金约束。

路径二：科技深度赋能，实现降本增效双重突破

《建议》推动“发展现代设施农业，推进高端智能、丘陵山区适用农机装备研发应用，促进良田良种良机良法集成增效”，通过装备升级、技术集成等方式，将科技优势转化成为盈利增长的核心驱动力。

在产业应用层面，人工智能与智慧农业装备加速渗透。无人机植保、智能灌溉等装备广泛应用，以智能化替代传统人工投入，有效提升了生产效率。例如，黑龙江富锦国家现代农业产业园引入智慧农业装备后，农作物综合机械化率达99.94%，无人机单台日作业1200亩，仅需2名飞手操控，人力成本直降80%，效率提升20倍以上。适配丘陵山区的小型智能农机研发加速，破解了山区农业机械化难题，使山区农业生产效率提升30%以上。国家《全国智慧农业行动计划（2024—2028年）》明确，到2028年农业生产信息化率达到32%以上，将进一步推动资源利用效率提升。

关键农业技术在提升农业生产科技含量的同时

有效提升产出质量。当前,良种培育、精准种植、绿色防控等技术的集成应用,实现“减量增质”。在山东寿光,通过“种业硅谷”建设,培育出抗病番茄、耐寒黄瓜等新品种,每亩效益提升30%。国产的高产耐密玉米品种“中单909”在西北灌区创下亩产1.2吨的新纪录,较传统品种增产22%。

整体上,通过智能装备普及、技术集成落地,既实现了人力、资源等成本的大幅下降,又推动农产品从“数量保障”向“质量升级”转变,形成降本增效双向发力的盈利增长模式。

路径三:产业融合创新,培育多元盈利增长点

在“大食物观”指引下,《建议》提出“坚持农林牧渔并举,发展现代设施农业,构建多元化食物供给体系。发展林下经济,壮大林草产业”,推动行业从单一生产向“生产+加工+服务”全链条延伸,从传统种养向跨界融合转型,盈利空间持续拓宽。

产业链延伸提升产品附加值,业态创新开辟新的盈利增长点。例如,传统种植养殖企业摆脱“卖原粮”“卖生鲜”的低端模式,向粮食深加工、预制菜、饲料加工等深加工领域拓展,有效提升利润率。品牌化建设成果显著,全国绿色、有机、名特优新和地标农产品总数超过8.7万个。在陕西洛川,通过“苹果全产业链”工程,建成冷链仓储中心20座,年加工能力提升30万吨,果农人均纯收入突破2万元。“稻渔共生”“林下经济”等生态种养模式,较传统单一种养模式土地综合效益提升50%以上;深远海养殖、冷水鱼养殖等新型业态填补高端水产品供给缺口,产品出口率保持15%以上的年均增速;“农业+生态+文旅”“农业+教育+研学”等跨界融合模式,将农业资源转化为消费场景,延伸盈利链条。

整体看,推动农林牧渔企业产业链的创新延伸,既可解决传统农业附加值低的问题,又可以开辟生态种养、农文旅融合等新增长极,为企业构建了多元、抗风险的盈利结构。

展望

总体来看,“十五五”时期是农业农村现代化的关键奠基期,对于行业内企业而言,应主动把握政策导向,在品种改良、技术升级、产业链延伸等领域加大投入,同时因地制宜探索创新模式。未来,各项政策的逐步落地见效有望精准对接政策需求、强化核心竞争力的企业,并推动其在农业现代化进程中实现盈利结构的优化升级,行业集中度与盈利稳定性持续提升。

二、纺织服装行业的升级路径:科技创新与绿色转型

《建议》明确提出“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上,坚持智能化、绿色化、融合化方向”,并强调“优化提升传统产业,推动重点产业提质升级,巩固提升纺织等产业在全球产业分工中的地位和竞争力”。上述内容明确了纺织服装行业智能化升级与绿色化转型的双主线发展路径。

主线一:智能化升级改造,以科技创新重构生产体系

《建议》提出要“推动传统技术改造升级,促进制造业数智化转型,发展智能制造”,同时,首次明确要求“加强原始创新和关键核心技术攻关”。纺织服装行业作为传统的劳动力密集型行业,成本结构中人力成本占比高,且普遍存在产品附加值偏低、盈利能力较弱的问题。因此,推动智能化升级与高盈利产品创新,成为纺服企业突破发展瓶颈、提升核心竞争力的关键。当前,行业内领先企业已率先发力,持续加大产品创新与技术研发投入,通过数字化、智能化技术赋能行业发展。

在生产制造环节,纺织服装行业企业需深度推进智能制造,广泛应用工业互联网、大数据和人工智能技术降低运营成本。《工业重点行业领域设备更新和技术改造指南》和《纺织工业数字化转型实施方案》



中提出,到2027年棉纺行业生产效率显著提升,印染行业生产综合成本降低5%至10%,规模以上纺织企业关键业务环节全面数字化比例超过70%。目前,我国纺织行业重点工业企业关键工序数控化率、数字化研发设计工具普及率分别为63.7%和82.3%,化纤、棉纺等领域龙头企业智能工厂已达到世界领先水平,服装领域也涌现出一批数字化转型标杆企业。例如,浙江宁波某服装品牌通过构建全链路数字孪生系统,将平均交货周期从21天缩短至7天,库存周转效率提升50%以上;智能装备的应用可降低人工成本15%至20%,单位产品成本得以下降。

在材料创新领域,针对高端纤维依赖进口、产品附加值低的现状,纺织服装行业的重点应转向突破生物基纤维、智能纤维及高性能复合材料的研发与产业化,以提升产品竞争力。高端纤维产品毛利率可达30%~50%,远超传统纤维10%~15%的水平。从企业发展视角看,掌握核心技术的企业能够规避低端同质化竞争,减少价格波动对盈利的冲击,企业通过研发新材料运用于功能性服饰和纺织品,持续推动行业从传统加工向高附加值方向转型升级。

因此,行业内企业需进一步加大研发投入,聚焦高端装备与核心材料的技术突破,通过持续降本增效优化盈利结构。

主线二：绿色化转型，构建可持续发展体系

纺织行业是传统的高耗能、高耗水行业,其中印染环节水耗占工业总水耗的10%以上,纺织和皮革行业的碳排放占全球总碳排放的0.6%。《建议》明确提出“加快经济社会发展全面绿色转型”,纺织服装行业必须将绿色低碳作为未来发展的核心准则。

在绿色转型方面,纺织服装行业已取得阶段性成效。自2005年至2024年,纺织行业单位产值能耗累计下降超过65%,废旧纺织品回收利用量年均增速达12%,再生纤维年使用量突破300万吨,部分领先企业在能效提升与资源循环利用方面已形成一定产业基础。然而,在“十五五”全面绿色转型的政策基调下,行业整体仍面临提升压力,主要来自三方面:一是部分中小纺织企业环保设备投入不足,难以满足新环保标准;二是废旧纺织品回收体系存在分拣技术落后、产业链协同不足等问题,制约循环利用率提升;三是绿色纤维生产的成本较高,市场推广难度较大。目前政策层面正推动纺织产品循环利用标志标准立项,鼓励企业完善回收、分拣与分级利用机制,为低值再生资源综合利用提供制度保障。

展望未来,纺织服装企业需在既有成果上持续贯彻绿色化政策导向,进一步降低单位工业增加值能耗与水耗,持续削减主要污染物排放强度,并着力提升废旧纺织品循环利用的规模与质量,推进行业的绿色可持续发展。

政策展望

《建议》将“智能化、绿色化”明确为双主线,奠定了未来五年的宏观基调,预计后续具体的发展方向与配套措施将陆续出台。总体而言,政策实施或将在行业内引发“马太效应”,具备技术研发能力和绿色生产条件的企业将获得政策红利与市场优势,而低端产能、高污染企业或将面临更高的合规与运营风险,这也将推动全行业向高科技、高效率、高资源效益和环境友好的高质量方向发展。■

“十五五”规划下的新兴服务业之一： 优化供给，文旅融合，聚焦硬科技

文 | 联合资信 李思雨 刘柏源 伦海玲

一、零售业：消费提振引领新征程

零售业是现代商贸流通体系的重要组成部分，《建议》从需求端、供给端以及外部环境等方面进行顶层设计，为零售行业注入发展新动能。

需求端：加大普惠力度，拓展消费半径，提振消费潜力

1. 加大普惠政策力度，激发零售业终端需求

《建议》中提出“加大直达消费者的普惠政策力度，增加政府资金用于民生保障支出”。2025年1月，国家发改委、财政部发布《关于2025年加力扩围实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》，增加超长期特别国债的支持加力，推进设备更新扩围，支持消费品以旧换新。2025年前三季度，我国消费市场呈现温和复苏态势，社会消费品零售总额同比增长4.5%，增速较上年全年提升1.0个百分点。其中，商品零售额增长4.6%，加快0.7个百分点，主要得益于前三批累计2310亿元补贴已下达地方，消费品以旧换新政策加力扩围持续显效。

政府以旧换新补贴政策直接惠及个人消费者，降低其购置新品的成本压力，激发终端消费需求，也有利于推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品市场的迭代更新，带动相关零售企业的销售增长。

2. 拓展入境消费，培育零售业新增长极

《建议》中提出“培育国际消费中心城市，拓展入境消费”。2025年3月，商务部发布《关于支持国际

消费中心城市培育建设的若干措施》，从积极推行首发经济、优化入境政策和消费环境、更好发挥免税店和离境退税政策作用、办好各类大型消费促进活动等方面，提出加快国际消费中心城市培育建设的具体举措。2025年9月，财政部、商务部发布《关于开展国际化消费环境建设工作的通知》，提出在深化上海、北京、广州、天津、重庆5个核心城市培育建设基础上，选取15个左右试点城市开展国际化消费环境建设，投入专项补助资金用于丰富高品质消费供给、优化涉外支付服务以及提升国际化服务水平等方面的建设，具体包括大力发展离境退税，支持增加退税商店、丰富退税商品、优化退税服务、优化现金使用环境，支持涉外人员重点场所增设外币兑换点、外币兑换机等设施及多币种兑换服务等措施。根据国家税务总局发布的数据，2025年上半年，国内离境退税商店数量已超过7200家，享受退税人数同比增长186%，退税商品销售



额及退税金额同比分别增长94.6%和93.2%。

在培育建设国际消费中心核心城市的基础上，大规模增加试点城市，加大对核心城市和试点城市的资金支持力度，进而优化国际化消费环境，强化入境友好服务，入境消费规模持续提升，将成为零售业新增长极。

3.多措并举促进居民增收减负，提高消费能力

《建议》中提出“统筹促就业、增收入、稳预期，合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力”。2025年3月，国务院办公厅印发的《提振消费专项行动方案》在需求侧加大政策力度，着力促进居民增收减负，提升消费能力。比如，提出促进工资性收入合理增长，科学合理提高最低工资标准，加强低收入人口动态监测和分层分类救助帮扶，并且在稳楼市、支持育儿补贴等方面发力，着力为居民减轻负担，提高个人消费者消费能力。

上述政策聚焦增加居民可支配收入、强化中低收入群体保障与减负，既通过增收让个人消费者“能消费”，又通过民生兜底打消消费顾虑实现“敢消费”，从根本上提升消费能力、释放内需潜力，为零售行业的持续健康发展注入持久源动力。

供给端：创新消费场景，扩大优质供给

《建议》中提出“扩大优质消费品和服务供给，以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费，强化品牌引领、标准升级、新技术应用，推动商品消费扩容升级，打造一批带动面广、显示度高的消费新场景”。2025年9月，商务部、国家发改委等部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，提出开展消费新业态新模式新场景建设，促进商旅文体健融合发展；丰富高品质服务供给，提升文化娱乐、体育、家政、养老、托育等服务供给水平，扩大服务业高水平对外开放。具体来看，互联网零售作为快速发展的新型零售业态，电商平台不断深化应用数字技术，拓展新的消费场景，激

发线上消费需求。据国家统计局数据，2025年前三季度全国网上零售额11.28万亿元，同比增长9.8%，其中实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为25.0%，拉动社会消费品零售总额增长1.1个百分点。同时，实体零售也利用人工智能、虚拟现实、增强现实等技术，打造云逛街、云购物、云体验等数字消费新场景，以提升消费体验。2025年前三季度，传统超市通过数字化转型、优化商品服务等手段推动零售额增长4.4%。此外，伴随消费者对品质生活需求的提升，仓储会员店、品牌集合店等新业态零售模式快速发展。2025年1—9月，以品质服务为核心的仓储会员店零售额保持两位数增长，展现出“高品质+优服务”模式的强劲吸引力。

整体来看，在政策有力支持下，新兴消费场景的持续创新与消费服务供给的不断优化，既有效激发了居民在多领域的潜在消费需求，更为线上和线下零售企业带来了发展新思路，推动零售行业加速业态迭代升级。

外部环境：强化消费者权益保护，建设全国统一大市场

《建议》中提出“强化消费者权益保护，完善促进消费制度机制，清理汽车、住房等消费不合理限制性措施”。同时，二十届四中全会提出“要大力提振消费，扩大有效投资，坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”。《优化消费环境三年行动方案（2025—2027年）》，细化消费维权提效行动、消费秩序优化行动；加强消费维权服务站点建设，扩大消费维权“进商场、进超市、进市场、进企业、进景区”活动的覆盖面、提升可及性；推动平台型、总部型、连锁型等大型企业健全消费纠纷解决体系，引导其积极加入消费纠纷在线解决机制；持续开展地方保护、市场分割突出问题整治，促进全国消费市场高效畅通和规模拓展；加强和改进消费市场反垄断执法，组织开展民生领域反垄断执法专项行动，打击医药、公用事业、汽车

等领域排除限制竞争行为；开展价监竞争守护行动，查处不按规定明码标价、价格欺诈、商业混淆、虚假宣传等违法行为。

整体看，得益于以旧换新政策持续扩围加码、零售业加速创新升级等有利条件的支撑，商品消费需求持续回升。中国商业联合会数据显示，2025年9月中国零售业景气指数为50.6%，环比上升0.5个百分点，创8个月来新高。二十届四中全会与《建议》的战略部署，本质上是通过制度创新释放消费潜力，以消费升级牵引零售业转型，最终形成“消费—零售—生产”的良性循环。当普惠政策精准滴灌消费者、优质供给充分满足新需求、统一市场破除流通壁垒，零售业不仅能成为消费提振的直接受益者，更将成为构建新发展格局的核心枢纽。

二、旅游业：从规模狂奔到质效深耕

《建议》立足超大规模市场优势与消费升级趋势，将旅游业发展纳入扩大内需、文化强国、对外开放的战略全局，明确了“强化内需主动力、推进文旅深度融合、补齐入境游短板”的核心方向。旅游业在“十五五”时期既是拉动消费、稳定增长的关键抓手，也是传承文化、促进中外交流的重要载体，其高质量发展将为经济社会持续健康发展注入强劲动能。

内需主动力强化：从总量恢复到质效提升

《建议》提出，“十五五”时期经济社会发展的主要目标包括“居民消费率明显提高，内需拉动经济增长主动力作用持续增强”。旅游业作为高附加值的服务消费，不仅具有显著的产业带动效应，也在促进服务业与制造业、文化产业等领域的深度融合中发挥重要作用。

根据文化和旅游部数据，2024年国内出游人次达56.15亿，旅游总花费5.75万亿元，同比分别增长14.8%

和17.1%，已全面超越2019年疫情前水平。但快速复苏的背后也暴露出结构性问题：一方面，居民旅游消费呈现“价格敏感”与“品质追求”并存的特征；另一方面，行业供给在加速恢复中出现了“服务降级”、价格战等现象。这种供需错配在一定程度上抑制了旅游消费潜能的进一步释放。

《建议》中“坚持扩大内需”的关键部署，以及“落实带薪错峰休假制度”“促进生活性服务业高质量、多样化发展”等具体举措，正是针对上述问题提出的系统性解决方案，其核心目标在于优化消费结构、提升服务溢价，推动旅游业由“规模驱动”向“质量效益”转型，真正夯实其在扩大内需中的主动力地位。

围绕夯实旅游业内需主动力的目标，《建议》从供给与需求两端同时发力：在需求端，提出落实带薪错峰休假制度，解决居民旅游的时间约束，释放旅游消费潜能；在供给端，实施服务业“扩能提质行动”，要求“扩大服务业开放、深化监管改革，促进生活性服务业高质量、多样化、便利化发展”；其中“以放宽准入、业态融合为重点扩大服务消费”的表述，直接鼓励旅游服务的创新与多元化。未来，旅游企业可通过跨界融合与数智化转型，打造更高标准、更具韧性的服务体系，将旅游消费转化为稳定且可持续的经济增长动力。

文旅深度融合：从功能结合到体验升级

相较于“十四五”规划阶段的政策导向，《建议》首次将文化与旅游的关系提升至前所未有的战略高度，明确提出“推进文旅深度融合，大力发展文化旅游业，以文化赋能经济社会发展”。这抓住了当前旅游业发展的核心矛盾——高质量、个性化产品供给不足与传统观光产品相对过剩并存。

“十四五”期间，“文化搭台、旅游唱戏”的模式初显成效，文化资源得到有效利用，客流和经济效益显著提升。然而，随着消费升级，市场需求出现变化：

文化体验需求快速增长,但产品同质化、浅层化问题依然突出。消费者不再满足于“看戏”,而希望“入戏”——即获得更具沉浸感与文化厚度的体验。因此,《建议》提出的“文旅深度融合”,实质上是“以文塑旅、以旅彰文”的深化,要求文化从辅助元素转变为旅游产品的核心内涵。

实现这一深度融合,需要文化与科技的双重赋能作为创造高质量供给的关键抓手。一方面,强调深化文化资源的挖掘与创新性表达,推动旅游业从单纯的经济活动向文化传播与文明交流功能延伸。另一方面,则须运用智慧旅游、沉浸式体验、数字化展示等新技术,强化内容的场景化转化,催生出“新产品、新业态、新空间、新场景和新功能”。在“十四五”期间已重点布局的定制化旅游、康养旅游、冰雪旅游、老年旅游及乡村旅游等细分领域,或将在“十五五”期间获得更系统的政策支持,并依托深度融合实现整体产品体系的高质量迭代升级。

入境游补齐短板:从政策应对到系统提升

《建议》不仅关注国内循环,也对旅游业的国际交流功能提出了更高要求,提出“拓展入境消费”,并“提升入境游便利化国际化水平”。

2023年,入境旅游市场复苏远滞后于国内游和出境游,根据文化和旅游部数据,访华外国人次仅恢复至2019年的三成左右,成为旅游业全面恢复的最短板。国家随即在2023年底陆续推出多项便利化措施,包括扩大单方面免签范围、优化移动支付环境、恢复和增开国际航线等,以改善外国游客在华体验。随着相关政策的逐步落实,入境旅游市场在2024年取得明显成效。据文化和旅游部统计,2024年中国共接待入境游客1.319亿人次(含港澳台同胞),同比增长61%,恢复至2019年的九成以上;其中外国游客2694万人次,同比增长96%。入境旅游的快速反弹有效带动了住宿、交通、餐饮等服务行业的恢复,对区域经济增长形成

积极拉动。

“十五五”期间,政策重点将从2024年的“应急恢复”转向“系统提升”,即将各类便利化措施制度化、长效化,持续完善签证、航班衔接、支付体系和多语种服务,并强化目的地国际营销与品牌建设。通过系统提升入境旅游的全链条服务能力,推动市场实现更加高质量、可持续的发展,充分发挥旅游业在文明交流互鉴中的桥梁作用。

综上,“十四五”时期,旅游业总体实现恢复性增长,国内市场全面回暖,文旅融合与智慧化服务取得进展,但产品同质化、入境游恢复慢等问题仍待解决。

“十五五”时期是旅游业从快速复苏转向高质量发展的关键阶段。围绕强化内需主动力、推进文旅深度融合、补齐入境游短板三大核心方向,政策从供需两端、国内外市场同步发力,针对性破解行业当前存在的供需错配、产品同质化、入境服务不完善等问题。随着带薪错峰休假落实、文旅业态创新、入境便利化措施长效化等举措的逐步落地,旅游业将进一步释放消费潜力、提升供给质量、增强国际吸引力,持续巩固其在扩大内需中的重要作用,同时更好发挥文化传播与国际交流的基础功能,实现规模与质效的协同提升。

三、股权投资行业:募资、投资、退出三维发力

《建议》聚焦股权投资对现代化产业体系的支撑作用,从募资、投资、退出三大维度构建政策闭环,为耐心资本壮大与创业投资高质量发展提供清晰路径。

募资端:培育壮大耐心资本,构建“长钱长投”制度环境

《建议》强调“提高资本市场制度包容性、适应性,健全投资和融资相协调的资本市场功能”,相较于“十四五”期间提出的“完善资本市场基础制度”,资本市场的制度建设将更加注重“投融资匹配”的核心目标,旨在通过制度优化打通资本供给与产业需求的

衔接通道。

创业投资作为推动新质生产力发展的重要举措，投“早”、投“小”的特征决定了其投资周期更长、风险程度更高，这就要求相关资本对回报具有较长期限展望且对风险有较强承受能力。中国证监会主席吴清在《<建议>辅导读本》中提出“要积极发展私募股权和创投基金；要营造更具吸引力的‘长钱长投’制度环境，继续积极创造条件构建中长期资金‘愿意来、留得住、发展得好’的市场环境，推动建立健全对各类中长期资金的长周期考核机制；加力培育壮大耐心资本、长期资本和战略资本”。这一系列表述通过具体制度设计，精准适配科技企业研发投入大、经营不确定性高、盈利周期长的特点，为资本与产业的深度融合奠定制度基础。

从资金来源结构看，当前国资LP已成为中国股权投资市场的出资主力，且随着国有资本向新兴产业、战略领域进一步集中，其主导作用将持续凸显。与此同时，社保基金、险资等长期资金的LP角色也日渐活跃。据人力资源和社会保障部数据，2024年中国社保基金股权投资占比约8.3%，企业年金相关配置比例不足5%；而在欧美成熟市场，养老资金在私募股权领域的配置比例普遍超过20%，中国长期资金在股权投资领域的配置空间显著，未来有望成为耐心资本的重要补充力量。

整体而言，通过积极发展多元股权融资，能够有效引导长期资本、耐心资本进入创业投资领域，定向支持新质生产力发展，同时进一步完善和优化募资端资金结构，为股权投资市场健康发展提供“源头活水”。

投资端：聚焦硬科技领域，助力发展新质生产力

《建议》围绕“培育壮大新兴产业和未来产业”“全面增强自主创新能力，加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力”两大核心目标，明确了股权

投资“投早、投小、投长期、投硬科技”的重点投向，为资本流向划定清晰赛道。

近年来，战略性新兴产业与未来产业已成为推动经济社会发展的重要力量，产业规模与贡献度持续提升。2024年中国“三新”（新产业、新业态、新模式）经济增加值占GDP比重已超过18%，成为经济增长的新支柱；“十四五”以来，中央企业在战略性新兴产业领域的累计投资达8.6万亿元，2024年该领域营业收入突破11万亿元，近两年营收贡献度提升8个百分点，其中新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、生物医药等5个领域收入均超万亿元。在国家政策高度重视与资源集中支持下，新质生产力加速发展，为新兴产业和未来产业注入持续增长动能。

与此同时，股权投资在助力新质生产力发展中发挥着关键作用，资本向硬科技领域集聚的趋势愈发明显。2025年上半年，AI、GPU、创新药等硬科技细分领域获得机构重点布局，IT、半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、机械制造四大行业仍是投资热点，投资额集中度超70%；而互联网、汽车等传统热门行业持续遇冷，进一步凸显资本向硬科技领域转型的明确决心。

退出端：完善多元化退出渠道

退出渠道不畅是近年来制约股权投资市场高质量发展的关键因素。对此，政策层面已明确发力方向：

《建议》提出“完善兼并重组、市场退出等制度”，从顶层设计层面为退出渠道优化提供指导；吴清在《<建议>辅导读本》中进一步细化，强调要“持续深化并购重组市场改革，提升再融资机制灵活性、便利度，巩固深化常态化退市机制，畅通多元退出渠道，进一步健全进退有序、优胜劣汰的市场生态”。

IPO上市作为股权投资的核心退出路径，当前仍面临一定限制。政策端正通过多维度优化，提升上市退出的包容性与效率。一方面，持续支持优质未盈利

科技型企业发行上市,打破盈利指标对创新型企业的限制;另一方面,完善“新三板—北交所—科创板/创业板”的递进式培育链条,为不同发展阶段的企业提供适配的退出通道。吴清在2025金融街论坛年会上进一步明确,将纵深推进资本市场板块改革,增强多层次市场体系的包容性和覆盖面——在科创板改革效应加快显现的基础上,启动实施深化创业板改革,设置更契合新兴领域和未来产业创新创业企业特征的上市标准,进一步拓宽科技型企业上市路径。同时,优化私募股权创投基金退出“反向挂钩”政策,通过政策激励提升上市退出的吸引力与操作效率,缓解基金退出压力。

此外,政策层面亦在积极培育多元化退出路径,

降低对单一退出方式的依赖。在并购退出方面,大力发展股权转让、并购市场,鼓励并购基金参与产业整合,为股权投资提供更灵活的退出选择。在创新退出方式上,推广私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点,研究完善份额转让制度机制,为基金份额流动性提供解决方案。

总体看,随着政策持续发力,私募股权和创投基金“募、投、管、退”全链条循环将不断畅通:在募资端,耐心资本的获取途径有望得到拓展,资金供给的稳定性与长期性显著增强;在投资端,资本向硬科技领域的集聚效应将持续凸显,股权投资对产业创新发展的赋能作用进一步增强;在退出端,多样化退出路径将持续完善,有望逐步缓解“退出难”问题。//



“十五五”规划下的新兴服务业之二： 提质降本，高水平开放

文 | 联合资信 李思雨 刘柏源 伦海玲

一、告别内卷式降本？——物流行业的升级新路径

《建议》明确提出加快构建“国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进”的新发展格局，而物流行业作为连接产业链供应链、贯通国内外市场的关键纽带，其战略价值被提升至新高度。围绕“降本、提质、拓空间”的核心诉求，《建议》与2024年11月中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《有效降低全社会物流成本行动方案》（以下简称“《行动方案》”）形成政策合力，对物流行业发展做出系统性部署，为行业高质量发展划定清晰路径，也为双循环格局的顺畅运转筑牢物流支撑。

降低成本：政策红利与结构优化双向发力，告别“内卷式降本”

当前物流行业成本优化仍面临结构性短板与“内卷式降本”等问题，后者主要表现为依赖压低短期支出、弱化服务等方式控成本，难以实现全链条效率提升。结构性短板主要体现在运输结构失衡、多式联运衔接不足、主体规模小而分散（个体运输从业者占比超80%）及数字化水平偏低。

“十五五”时期的物流降本将从单点压价转向政策赋能与结构升级。2024年社会物流总费用与GDP比为14.1%，虽较前期下降，但与发达经济体8%~10%仍有差距。《行动方案》提出到2027年将该比率降至

13.5%左右，明确了降本目标和路径。

为实现这一目标，政策从制度性与结构性两个方面推进：制度性降本围绕全国统一大市场布局，通过铁路货运改革、统一物流标准、优化收费机制和简化审批流程等降低制度性交易成本；结构性降本重点推进“公转铁”“公转水”、扩大多式联运“一单制”覆盖，及建设约30个国家综合货运枢纽以减少中转换装损耗与时间成本。以昆明综合货运枢纽为例，通过完善冷链仓储中心及机场下穿通道等设施构建“通道+枢纽+网络”体系，使中老铁路跨境通关时间由40小时压缩至最快2.5小时，“澜湄·云南号”多式联运班列累计运量超1.2万吨，有效降低跨境物流成本。

提升能力：数智、绿色、韧性三维赋能

当前物流行业综合服务能力仍存在短板，主要表现为服务同质化、差异化供给不足，多数企业仍集中于传统仓储运输，高端的供应链一体化和定制化服务匮乏，难以满足制造业柔性生产及跨境电商等多元需求。同时，中小企业占比超90%，技术研发和创新能力有限，导致行业整体效率偏低、附加值不高。

围绕新质生产力培育，行业能力升级聚焦数智化、绿色化与韧性提升三方向。数智化方面，自动化分拣、AI路径优化等在头部企业加速应用，但中小企业自动化设备普及率不足20%、数据互联互通率低于30%，发展仍不均衡；政策正推动AI深度融入物流体系，建设智慧港口、自动化码头，推广自动驾驶货运

与多式联运信息平台,以强化全程可视化并提升配送效率。

绿色化方面,新能源物流车规模快速扩张,截至2024年底保有量超150万辆,占城市配送车辆的35%;全国超500个高速公路服务区建成光储充换一体化设施,“散改集”占比提升至18%。但新能源中重型货车渗透率仍不足5%、包装废弃物回收率低于25%,政策将继续推动新能源装备、绿色包装与循环运输模式扩大应用,支撑“双碳”目标。供应链韧性方面,跨境通道持续增强。2024年中欧班列开行1.9万列、发送207万标箱,同比分别增长10%、9%;中亚班列开行1.2万列、发送88万标箱,同比增长10%、12%,通道网络进一步完善。但跨境物流仍受时效波动和海外仓布局不均影响,政策正通过加密多元通道、推动海外仓共建共享和推进口岸“联合查验、一次放行”,强化跨境物流抗风险能力。

拓展市场：国内深耕与国际拓展协同并进

政策正为物流行业拓展多重市场空间。国内市场方面,下沉与协同持续推进:农村物流加速扩容,2024年全国建制村快递服务覆盖率超95%;政策完善县域商业体系,推动“快递进村、农产品出村”和县域共享仓布局,激活万亿级农村市场。同时,物流与制造业、现代农业融合深化,但定制化供应链服务覆盖率仍不足,政策正引导企业对接先进产业需求,释放产业协同潜力。

国际市场重点补齐跨境短板。2024年上海、深圳等枢纽辐射能力增强,广州形成“铁路—水运—空运”立体化体系;政策推动跨境物流枢纽建设,支持企业参与“丝路海运”“空中丝绸之路”布局,海外仓建设可享税收优惠与融资支持。此外,低空物流、冷链物流、应急物流等新赛道,以及仓配一体、网络货运等新模式,正在成为行业新增量。“十四五”时期,我国以构建现代物流体系为目标,推进基础设施网络完善、技

术融合与效率提升,物流市场规模稳居世界前列的核心规划目标顺利达成。

“十五五”期间,物流行业将立足双循环“关键纽带”定位,聚焦降本、提质、拓空间,通过政策赋能、数智绿色转型与国内外市场协同,实现从规模扩张到质效并重的转型,为高质量发展筑牢支撑。

二、贸易行业：高水平开放引领高质量发展

贸易业是现代商贸流通体系的核心枢纽,也是链接国内国际双循环、贯通产销两端、保障供应链韧性、优化资源全球配置的重要载体。《建议》从扩大开放、贸易创新和“一带一路”建设等方面进行顶层设计,为贸易行业注入发展新动能。

积极扩大自主开放，构建制度型开放新范式

《建议》中提出“对接国际高标准经贸规则,以服务业为重点扩大市场准入和开放领域,扩大单边开放领域和区域;加快推进区域和双边贸易投资协定进程,扩大高标准自由贸易区网络;优化区域开放布局,打造形态多样的开放高地;实施自由贸易试验区提升战略,高标准建设海南自由贸易港”。

自主开放是高水平开放的鲜明特征。中国主动对接CPTPP、DEPA等国际高标准经贸规则,以服务业为重点扩大市场准入,推动电信、互联网、教育、文化等领域放宽外资持股比例限制,试点取消数据中心、云服务外资准入壁垒。中国还通过缩减外资准入负面清单,落实“准入又准营”,营造透明、稳定、可预期的制度环境,持续擦亮“投资中国”品牌。自由贸易试验区和海南自贸港作为开放高地,承担更前沿的制度创新任务。例如,广西防城港规划建设国际医学开放试验区,引进药明康德等企业打造跨境医疗产业链;上海自贸试验区临港新片区探索数据跨境自由流动“白名单”制度,推动数字贸易规则先行先试。同时,中国加

快推进区域和双边贸易协定谈判,扩大高标准自贸区网络,深度融入RCEP、中国—东盟自贸区3.0版建设,强化与共建国家的规则衔接和标准互认。

推动贸易创新发展,培育数字与绿色双轮驱动新动能

《建议》中提出“促进外贸提质增效,加快建设贸易强国;推动市场多元化和内外贸一体化,优化升级货物贸易,拓展中间品贸易、绿色贸易,推动进出口平衡发展;大力发展服务贸易,鼓励服务出口,完善跨境服务贸易负面清单管理制度,提升服务贸易标准化水平;创新发展数字贸易,有序扩大数字领域开放;提升贸易促进平台功能,支持跨境电商等新业态新模式发展”。

贸易创新是建设贸易强国的核心路径。在货物贸易领域,中国将拓展中间品贸易、绿色贸易,推动钢铁、化工等传统产业绿色化转型,培育新能源汽车、光伏组件等新质生产力行业出口优势。根据中国汽车工业协会和海关总署数据,2024年,中国新能源汽车出口128.4万辆,风力发电机组出口增长71.90%,光伏产品连续4年出口超2000亿元,锂电池出口39.1亿个,绿色贸易成为拉动外贸增长的重要引擎。同时,中国依托跨境电商综试区建设,推动B2B、B2C、直播电商等新业态融合发展。2024年,中国跨境电商进出口额达2.71万亿元,占我国货物贸易进出口总值的6.2%。数字贸易成为创新发展的关键领域。中国有序扩大数字领域开放,建立数据跨境流动分类分级制度,推进数字服务出口基地建设,深化数字贸易国际合作。2025年6月,中国人民银行设立数字人民币国际运营中心(上海),统筹跨境支付与金融市场创新。截至2025年7月底,数字人民币跨境结算规模突破3.5万亿元,覆盖92国,交易量同比增长53%。在服务贸易方面,中国完善跨境服务贸易负面清单管理制度,扩大旅行服务、知识产权贸易等领域开放。2024年,中国服务贸易进出口额7.52万亿元,同比增长14.40%,规模再创历史新高。

拓展双向投资合作空间,重塑全球产业链供应链新布局

《建议》中提出“塑造吸引外资新优势,落实好‘准入又准营’,缩减外资准入负面清单,促进外资境内再投资;有效实施对外投资管理,健全海外综合服务体系。促进贸易投资一体化,引导产业链供应链合理有序跨境布局”。

双向投资是链接国内外市场的重要纽带。在吸引外资方面,中国持续聚焦新一代信息技术、生物医药、新能源等战略性新兴产业,优化“投资中国”平台功能,建立外资项目专班和圆桌会议制度,解决企业诉求。2024年,中国制造业实际使用外资超过了2200亿元,高技术制造业实际使用外资占比达11.7%;特斯拉上海超级工厂全年汽车交付量超过91.6万辆,其生产的Model3及焕新ModelY车型国产化率已突破95%。在对外投资方面,中国持续健全海外综合服务体系,引导企业有序“走出去”。例如,上海市搭建的虹桥海外发展服务中心聚集了30多家专业服务机构,覆盖了金融、法律、仲裁、知识产权等业务功能;深圳市开发“出海e站通”,围绕产品出海、投资出海、服务出海三大领域,建设企业出海综合服务体系。产业链跨境布局方面,中国依托境外经贸合作区建设,推动钢铁、纺织等产业向东南亚、非洲等地转移,形成“海外生产基地+国内研发中心”的协同布局。

高质量共建“一带一路”,开创国际合作共赢新局面

《建议》中提出“加强与共建国家战略对接,强化合作规划统筹管理;深化基础设施‘硬联通’、规则标准‘软联通’、同共建国家人民‘心联通’,完善立体互联互通网络布局,统筹推进重大标志性工程和‘小而美’民生项目建设;提升中欧(亚)班列发展水平;加快西部陆海新通道建设;深化贸易、投资、产业、人文务实合作,拓展绿色发展、人工智能、数字经济、卫生健康、旅游、农业等领域合作新空间”。

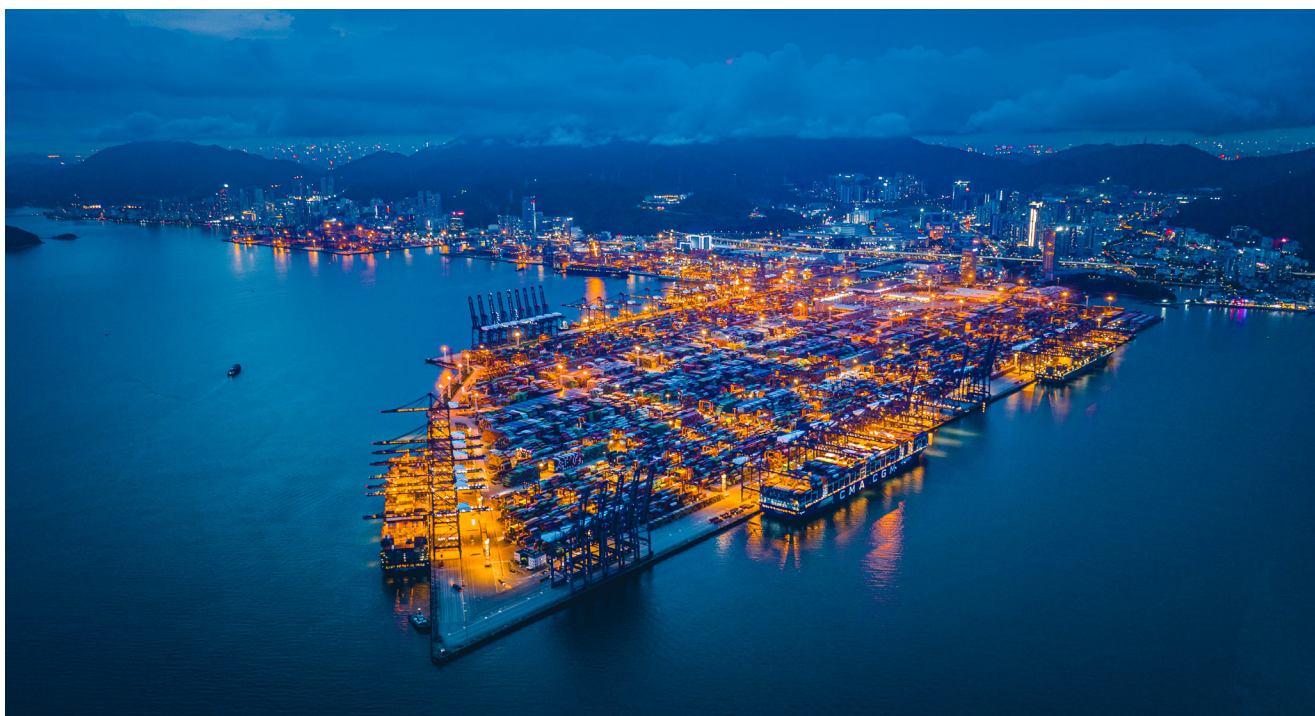
“一带一路”倡议是我国高水平对外开放的重要

战略部署。中国持续加强与共建国家战略对接,通过签署标准化合作文件、建立标准信息平台等方式,推动共建国家规则标准的衔接互认,提升贸易投资自由化便利化水平,降低贸易壁垒,促进贸易往来和经济合作。2013—2024年,中国与69个国家和组织签署了113份标准化合作文件,发布了2263项国家标准外文版。

《2024年度中国对外直接投资统计公报》显示,2024年,中国对外直接投资流量达1922亿美元,同比增长8.4%,其中对共建“一带一路”国家直接投资占当年对外直接投资流量的26.5%。截至2024年底,我国境内投资者共在全球190个国家和地区设立境外企业5.2万家,其中在共建“一带一路”国家设立境外企业1.9万家。中国统筹推进中老铁路、中欧班列等重大标志性工程和“小而美”民生项目。截至2025年8月底,中欧班列开行量突破2万列,通达欧洲26个国家的229个城市。同时,中国持续深化与共建国家在绿色、数字、健康等新领域的合作。2025年4月,“中国—东盟人工智能创新合作中心展示中心”项目开工仪式在广西南宁

市举行。中国与东盟国家共建的“数字丝绸之路”既能实现“互联互通”合作模式的升级,也能为打破全球数字贸易壁垒、促进多边规则协调提供平台。区域合作成为“一带一路”建设的重要支点。广西防城港规划建设西部陆海新通道防城港联运中心,该项目集成铁路专用线、集装箱堆场、保税仓储等功能,2026年投用后年中转能力达750万吨,将进一步强化西南地区与东盟的陆海联动。

整体来看,《建议》提出“扩大高水平对外开放,开创合作共赢新局面”的战略部署和相关举措将从宏观、微观两个层面推动贸易行业高质量发展。宏观层面,中国以制度型开放为核心,以创新驱动为引擎,统筹国内外两个市场、两种资源,推动建设开放型经济新体制,为中国贸易行业提供良好的外部发展环境。微观层面,中国通过主动对接国际规则、培育贸易新业态、拓展双向投资合作、引领产业链跨境布局、深化“一带一路”合作,为中国贸易行业发展注入新动能,推动贸易行业实现质的有效提升和量的合理增长。■



内需动能仍待提振, 全年增长目标可期

——宏观经济信用观察三季度

文|联合资信 吴 玥 张 振 王 妍

一、宏观经济运行

2025年前三季度, 随着消费提振及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育, 国民经济运行总体保持平稳。一季度经济开局良好, 延续回升向好态势; 二季度受政策边际效益递减及工业品价格降幅扩大等因素影响, 经济增长动能有所减弱。三季度以来经济供需缺口存在一定程度走阔, 生产端整体维持韧性, 但内需表现偏弱; 外需对经济的支撑虽较一季度有所回落, 但得益于出口市场多元化及产品结构优化持续推进, 出口贸易仍展现出较强的韧性(见图1)。

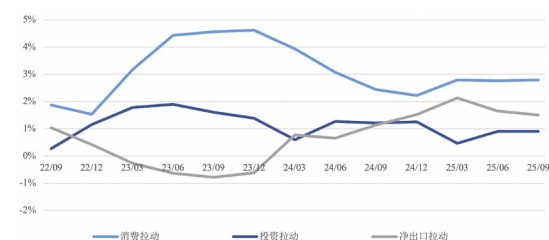
展望四季度, 前三季度5.2%的GDP累计增速为完成全年5%的增长目标打下了较好基础。尽管面临去年四季度基数较高(5.4%), 但在加快推动前期政策落地的托举下, 经济有望保持平稳运行, 完成全年目标压力相对较小。

经济增长: 供需缺口有所走阔, 外需韧性与压力并存

经济增速有所回落, 环比动能偏弱。2025年前三季度, 我国GDP为101.50万亿元, 按不变价格计算, 同比增长5.2%。三季度当季同比增长4.8%; 环比增长1.1%, 显著低于过去两年1.5%左右的水平, 显示经济复苏的动力减弱(见图2)。

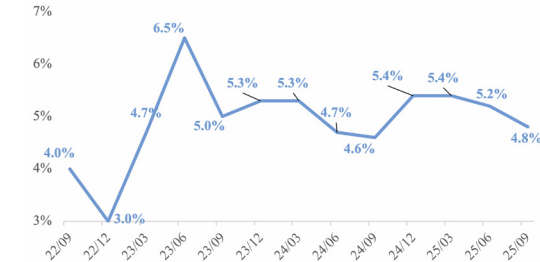
工业生产结构持续优化, 制造业升级稳步推进。2025年前三季度, 规模以上工业增加值同比增长6.2%; 9月工业增加值在基数走高的背景下增速仍有明显提升, 主要得益于出口韧性支撑。前三季度, 制造业增长6.8%, 持续高于整体工业增速, 高端化、智能化、绿色化进程持续推进。服务业生产保持稳健恢复, 新动能与传统领域共同驱动增长。2025年前三季度, 服务业生产指数累计同比增长5.9%, 与上半年持平。同期, 服务业增加值累计同比增长5.4%, 从主要行业来看, 人工智能等产业生态链加速构建, 推动信息技术等

图1 “三大需求”对GDP累计同比拉动情况



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图2 GDP当季同比增速(不变价)



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

现代服务业快速发展；暑期居民旅游和休闲运动需求集中释放，带动交通、住宿、文体娱乐等接触型服务消费保持较快增长。

固定资产投资同比转负，增长动能走弱（见图3）。2025年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）37.15万亿元，同比下降0.5%，为2020年8月以来首次转负。这一拐点背后是房地产投资的深度收缩、基建支撑的显著乏力与制造业动能的整体趋缓三者共同作用的结果。房地产开发投资持续探底，政策托底与承压并行。前三季度房地产开发投资同比下降13.9%，降幅较上半年进一步扩大，继续成为拖累整体投资的核心因素。销售端持续低迷，商品房累计销售金额与销售面积跌幅扩大，新开工、施工等活动受制于房企资金困境与“严控增量”政策导向仍处低位。基建投资增速显著放缓，地方化债与项目约束双重压制。前三季度基建投资（不含电力）同比增速回落至1.1%，反映地方化债进程深化对传统基建的抑制效应持续显现。一方面，财政资金使用更多向债务置换与偿还等领域倾斜，直接用于基建项目形成的实物工作量比例可能相应减少；另一方面，公益类项目储备不足、审批趋严，也制约了基建投资的落地空间。制造业投资增速放缓，结构升级与外部不确定性并存。前三季度制造业投资同比增长4.0%，虽仍为投资端主要支撑，但第三季度动能较上半年明显趋缓。结构上呈现鲜明分化：高技术制造业投资保持较高增速，专用设备、

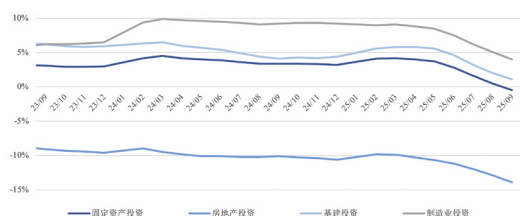
汽车、计算机通信等行业成为亮点。

政策效应逐步递减下消费增速回落，复苏基础尚不牢固（见图4）。2025年前三季度，社会消费品零售总额36.59万亿元，同比增长4.5%；在中秋节错月、节假日减少及基数高等因素影响下，9月社零同比增长3.0%，增速比8月份回落0.4个百分点。其中，9月餐饮收入同比增速由8月的2.1%回落至0.9%，明显低于整体社零增速，反映居民消费意愿仍偏谨慎，收入预期偏弱、消费信心不足等根本性制约因素未有效改善。

中国出口贸易韧性突显，出口市场多元化及产品结构优化持续推进（见图5）。2025年前三季度，货物进出口总额4.68万亿美元，同比增长3.1%。其中，出口2.78万亿美元，增长6.1%；进口1.90万亿美元，下降1.1%。2025年以来，世界经济面临的不稳定、不确定因素增多，单边主义、保护主义盛行，给外贸运行带来了压力，但通过主动开拓多元市场及持续优化出口结构，中国出口贸易韧性突显，外部环境对整体出口的负面影响低于预期。从主要出口市场对出口累计同比的拉动来看，与去年同期相比，东盟的拉动作用进一步增强，非洲由负转正，欧盟也显著加速。与之形成鲜明对比的是，美国由正向拉动转为最大拖累。

价格与就业：CPI低位运行，三因素致使PPI降幅扩大
内需疲软CPI低位运行，核心通胀稳步回升。

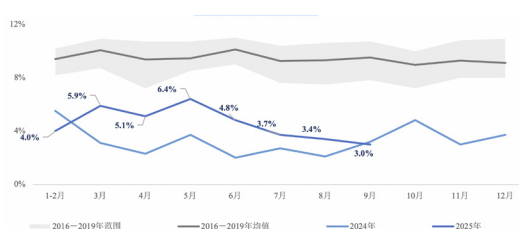
图3 固定资产投资累计同比增速



注：基建投资不含电力

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

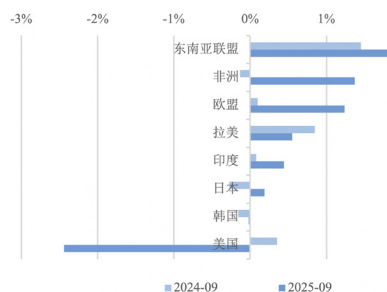
图4 社零当月同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2025年前三季度,全国居民消费价格指数(CPI)同比下降0.1%,与上半年持平,9月同比降幅小幅收窄至0.3%。分项来看,价格走势呈现“食品能源偏弱、核心通胀稳步回升”的结构性特征。食品价格降幅有所扩大(-1.8%),其中猪肉价格月度同比自6月份起由涨转降,降幅持续扩大。受国际油价下跌影响,能源价格处于低位(-3.3%),降幅较上半年扩大0.1个百分点,其中国内汽油价格受国际油价变动影响下降7.3%。扣除食品和能源价格后的核心CPI持续回升,自3月起核心CPI月度同比持续回升,9月上涨1.0%,为近19个月最高。PPI降幅有所收窄,通缩压力边际缓和。2025年前三季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降2.8%,与上半年持平,但其中三季度降幅比二季度收窄0.3个百分点,8、9月PPI环比连续两个月持平,显示工业通缩压力有所缓解。

图5 主要出口国家对出口累计同比拉动情况



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

图6 股市与债市价格



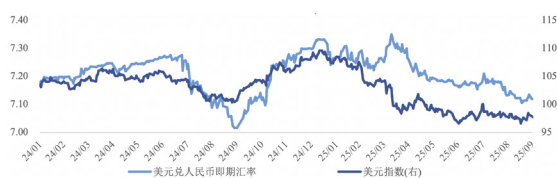
数据来源: 中证指数、Wind, 联合资信整理

资产价格方面,主要类别资产走势呈现显著分化。房地产价格延续下行调整态势,政策密集发力但市场信心恢复仍然缓慢。2025年以来,70个大中城市商品住宅销售价格同比降幅继续呈收窄态势,环比降幅有所扩大。A股市场情绪显著回暖,主要指数自年内低点反弹强劲,行情从结构分化向全面扩散转变(见图6)。2025年以来,A股自年内低点强势回升,上证指数自4月7日低点起至9月末已累计上涨超25%,并于10月突破4000点,创近10年新高;深证成指第三季度累计上涨29.25%,创2019年二季度以来最大季度涨幅。债券市场受经济“开门红”、风险偏好回升及货币政策预期修正影响,十年期国债收益率年内波动加大,整体呈现从低位上行后震荡的格局。十年期国债收益率从2024年的单边下行转为2025年以来的区间震荡,从年初低点上行至3月高点,随后因关税博弈与降准降息政策回落;三季度股债一度同步走高,十年期国债收益率再次上行至年内较高水平。

三季度人民币汇率在复杂外部环境下韧性增强,整体在合理均衡水平上保持基本稳定,双向波动特征更为明显(见图7)。2025年以来,跨境资本流动总体平稳,外汇市场供求保持基本平衡。三季度,尽管国际形势复杂严峻,主要经济体宏观政策不确定性持续上升,但人民币汇率保持基本稳定,主要在7.10~7.22区间内双向波动。

就业形势总体稳定,但结构性矛盾仍存。2025年前三季度,全国城镇调查失业率均值为5.2%,其中三季度均值为5.2%,与上年同期持平。三季度各月失业

图7 人民币汇率走势



数据来源: 中国外汇交易中心、Wind, 联合资信整理

率呈现季节性波动,受毕业季及暑期天气影响,7、8月失业率分别升至5.2%、5.3%;9月随季节性因素减弱回落至5.2%。三季度,在暑期文旅消费与稳就业政策带动下,交通运输、住宿餐饮、文体娱乐等服务行业就业人数较二季度和上年同期均有增加,农民工、高校毕业生等重点群体就业也保持基本稳定。

二、宏观信用表现

2025年前三季度,信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、微观主体需求偏弱”的格局。

债务与杠杆水平：由政府主导信用扩张，私人部门信用需求偏弱

财政发力支撑社融同比多增。2025年前三季度,社会融资规模增量为30.09万亿元,同比多增4.42万亿元;截至9月末,社融存量同比增长8.7%,较上年末(8.0%)上行0.7个百分点(见图8)。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。前三季度政府债券净融资11.46万亿元,同比多增4.28万亿元。但由于去年财政融资相对后置,而今年以来财政融资明显前置,导致9月政府债净发行同比明显少增。

企业和居民信贷需求偏弱。截至2025年9月末,贷款余额同比增长6.6%,较上年末(7.6%)下行1个百分点,人民币贷款增长乏力,私人部门信用扩张趋于放缓,反映出实体经济融资需求整体偏弱(见图9)。居民

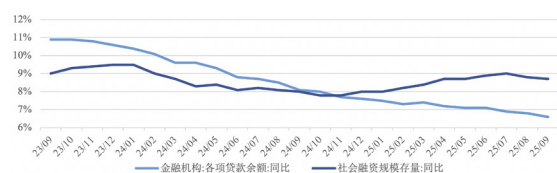
部门方面,尽管耐用品“以旧换新”等政策对消费贷款形成一定支撑,但房地产市场持续下行和提前还贷现象增加导致居民中长期贷款显著走弱。企业部门方面,中长期信贷整体依然偏弱,同时短期贷款及票据融资同比多增,表明实体经济主体仍以短期周转需求为主,整体信贷意愿尚未实质性改善。

宏观杠杆率被动提升,呈现政府部门主动加杠杆、企业杠杆被动上升、居民主动去杠杆的分化态势。物价持续低位运行拖累名义GDP增速继续放缓,宏观杠杆率被动上升,2025年三季度宏观杠杆率上升0.86个百分点(见图10)。其中,政府部门主动加杠杆,三季度杠杆率上升2.1个百分点,主要源于政府债务增速大幅提升,反映财政政策持续积极、节奏前置,加杠杆幅度已连续五个季度保持在两个百分点以上;企业部门杠杆被动上升,三季度杠杆率微升0.3个百分点,名义GDP增速下行快于企业债务增速放缓,呈现出典型的被动上行特征;居民部门主动去杠杆,三季度杠杆率下降0.6个百分点,源于居民债务增速的回落速度显著快于名义GDP增速的下行,反映出在房地产市场持续低迷背景下,居民主动减少负债、提前还贷的谨慎行为。

盈利能力：工企利润转为增长，但改善基础尚不牢固

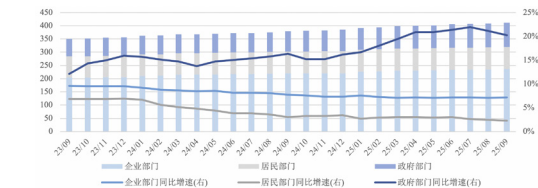
工业企业盈利初步企稳,但改善基础尚不牢固,增长动力由内外部因素共同驱动。2025年前三季度,全国规模以上工业企业实现利润总额5.37万亿元,同比增速较1—8月(0.9%)加快2.3个百分点至3.2%,为2024年8

图8 社融存量与贷款余额同比增速情况



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

图9 各部门信用总量及同比增速情况（单位：万亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

月以来各月累计最高增速。逐月来看,前7个月毛利率和其他损益率是利润同比下降的主要拖累,而8月以来在低基数作用下利润增速同比大幅回升:其中8月的改善源于“反内卷”带动的收入和毛利率改善,但更多支撑来源于其他损益;而9月利润保持较高增长则主要依赖于费用下降的支撑,毛利率的贡献再度转负。

信用质量:信用质量总体稳定,三季度等级利差走势分化

商业银行资产质量总体稳定,但潜在压力仍在积累。2025年前三季度,A股上市银行信贷资产质量较为稳定,整体不良贷款率延续平稳下降态势,拨备和资本保持在充足水平。但三季度关注类贷款占比有所抬升,信贷资产质量边际压力有所显现。信用利差整体收窄,三季度以来高低等级利差走势分化。2025年前三季度,各等级产业债信用利差整体呈现收窄的态势,但三季度以来高低等级利差走势出现分化,AAA、AA+及AA产业债到期收益率与同期国债收益率利差小幅走阔,而AA-利差继续收窄。其中,高等级利差主要是在国债收益率上行驱动下的被动走阔;而低等级利差延续收窄则受政策托底和市场风险偏好升高支撑。

三、宏观政策环境

2025年前三季度,宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月、7月政治局会议精神,呈现多维度协同发力特征,货币政策保持适度宽松精准发力,财政政

策提质加力保障重点,纵深推进统一大市场建设,强化险资长周期考核,依法治理“内卷式”竞争,推动金融资源支持新型工业化发展,贷款贴息助力服务业发展,加快筑牢“人工智能+”竞争基石,服务消费提质惠民,共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

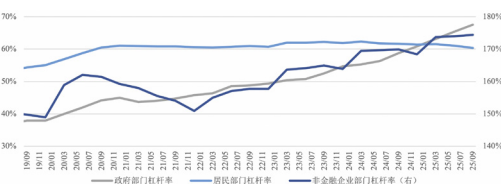
货币政策:适度宽松精准发力,融资成本持续下降

2025年前三季度,我国货币政策坚持适度宽松基调,持续发力、适时加力,强化逆周期调节,为经济回升向好创造了适宜的货币金融环境。在政策工具使用上,降准降息等一揽子货币政策效果不断显现,存款利率市场化调整机制作用有效发挥,货币政策传导效率增强。2025年前三季度M2-M1剪刀差明显收敛,反映出企业生产经营活跃度提升、个人投资消费需求回暖等积极信号。9月份,企业新发放贷款(本外币)加权平均利率约为3.1%,比上年同期低约40个基点;个人住房新发放贷款(本外币)加权平均利率约为3.1%,比上年同期低约25个基点。社会融资成本处于历史较低水平,有效支持了实体经济的融资需求。在结构性货币政策方面,央行有效落实好各类结构性货币政策工具,扎实做好金融“五篇大文章”,加力支持科技创新、提振消费、小微企业、稳定外贸等,做好“两重”“两新”等重点领域的融资支持。同时,央行还用好用证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款,探索常态化的制度安排,维护资本市场稳定。

财政政策:积极财政提质加力,重点领域保障有力

2025年前三季度,积极财政政策加大支出强度,优化支出结构,收入增幅逐季回升,支出进度加速推进,民生科技等重点领域保障有力,地方政府债券发行提速,有效支撑经济稳中有升发展态势。2025年前三季度,全国一般公共预算收入163876亿元,同比增长0.5%。分季度看,财政收入增幅逐季回升,一季度下降1.1%;二季度由降转升,增长0.6%;三季度增长

图10 各部门杠杆率情况



数据来源:国家资产负债表研究中心、Wind, 联合资信整理

2.5%，增幅较上季度明显提高。全国一般公共预算支出208064亿元，同比增长3.1%。其中，中央一般公共预算本级支出31008亿元，同比增长7.3%；地方一般公共预算支出177056亿元，同比增长2.4%。多项支出增幅创近年来较高水平。前三季度，科学技术支出7105亿元，增长6.5%；社会保障和就业支出增长10%；教育支出增长5.4%；卫生健康支出增长4.7%；节能环保支出增长8.8%；文化旅游体育与传媒支出增长4%。地方政府债券发行显著提速，支撑社会融资规模扩张。今年前三季度，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等资金共支出4.21万亿元，增强经济发展动能，推动经济持续回升向好。政府债券净融资11.46万亿元，同比多4.28万亿元，政府债券对社会融资规模发挥主要支撑作用，特别是国债和特殊再融资债券发行进度较快，用于支持“两重”“两新”、置换地方政府隐性债务等。

纵深推进统一大市场建设破局低价竞争

7月1日，习近平主持召开中央财经委员会第六次会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，推动落后产能有序退出；推动海洋经济高质量发展，培育发展海洋科技领军企业和专精特新中小企业，做强做优做大海洋产业，推动海上风电规范有序建设，发展现代化远洋捕捞，发展海洋生物医药、生物制品，打造海洋特色文化和旅游目的地，推动海运业高质量发展。此次会议紧抓商品价格恶性竞争、工业企业利润下滑的宏观经济痛点，对治理低价无序竞争进一步做出工作安排。会议指出纵深推进全国统一大市场建设是治理价格低迷的关键一招。地方过度投资、产业保护妨碍了市场通过竞争让落后产能自然退出的运行机制，因此要通过改革发展理念，因地制宜发展新质生产力，破解价格竞争困局。会议强调在治理中要“依法依规”，这是避免在治理过程中采取“一刀切”，对合规企业的生产经营带来

不确定性，不利于呵护正在恢复的企业发展信心。

强化险资长周期考核 提升资本市场投资稳定性

7月11日，财政部发布《关于引导保险资金长期稳健投资 进一步加强国有商业保险长周期考核的通知》，明确国有商业保险公司全面建立三年以上长周期考核机制，同时，要求国有商业保险公司提高资产负债管理水平，注重稳健经营，增强投资管理能力。长周期考核将有效提升险资入市意愿和波动承受能力，有利于降低短期市场波动对保险等中长期资金投资行为的影响，提升中长期资金权益投资的积极性和稳定性，为资本市场高质量发展注入源头活水，优化市场结构，降低市场波动，更好发挥资本市场“稳定器”“压舱石”作用。

七部门推动金融资源构建新型工业化技术攻关护城河

8月5日，中国人民银行等七部门联合印发《关于金融支持新型工业化的指导意见》（以下简称“《意见》”）。《意见》共包括5个方面18条措施，对照新型工业化重点领域，提出针对性支持举措，优化金融政策工具支持关键技术产品和攻关，多渠道为科技成果转化引入耐心资本，强化产业链重点企业综合金融服务，提升产业科技创新能力和产业链供应链韧性。《意见》明确加强对5G、工业互联网、数据和算力中心等数字基础设施建设的中长期贷款支持，积极运用融资租赁、不动产信托投资基金、资产证券化等方式拓宽数字基础设施建设资金来源。此举标志着中国产业政策与金融工具的融合进入“精准滴灌2.0”阶段，直击新型工业化“技术转化难”与“资本匹配失衡”两大痛点。在全球产业链深度重构背景下，中国以“耐心资本+全周期金融工具”构建技术攻关护城河，政策实现了重大战略突破。构建技术转化资本闭环，完善“链式金融”助力从单点企业到系统韧性，通过金融自主化支撑供应链安全，对抗“技术脱钩”。

加快筑牢“人工智能+”竞争基石

8月26日, 国务院发布关于深入实施“人工智能+”行动的意见。意见包含三个要点: 一是强化智能算力统筹, 支持人工智能芯片攻坚创新与使能软件生态培育。此举以国家统筹的智能算力体系为基础, 突破算力供给与核心技术的双重瓶颈。二是推动智能终端“万物智联”, 大力发展智能网联汽车、人工智能手机等新一代智能终端。通过智能网联汽车、人工智能手机等终端, 构建“万物智联”的新型产业模版, 实现场景、数据与模型的闭环。三是加大人工智能领域金融和财政支持力度, 发展壮大长期资本、耐心资本、战略资本。以长期资本、战略资本为纽带, 实现财政、金融与产业政策的跨周期协同, 形成覆盖基础研究、技术攻关、商业落地的全生命周期资本支持体系。意见不仅强化了人工智能作为国家战略性基础资源的地位, 也为我国在全球科技竞争中

奠定了制度与产业的双重基石。

服务消费提质惠民行动助力释放内需潜力

9月16日, 商务部等9部门发布《关于扩大服务消费的若干政策措施》提出, 实施服务消费提质惠民行动, 从加强政策支持、搭建平台载体、扩大对外开放、强化标准引领、优化消费环境等方面提出工作举措。例如, 持续深化“购在中国”品牌打造, 开展“服务消费季”系列促消费活动, 围绕贴近群众生活、需求潜力大、带动作用强的重点领域开展服务消费促进活动, 培育服务消费品牌, 打造服务消费热点。年初以来, 我国已多次发布促进消费政策, 支持扩大内需, 政策的发布有助于进一步完善我国的消费政策体系, 具有系统性强、创新导向明显、民生导向突出等特点, 有助于进一步释放服务消费潜力, 推动经济结构优化, 为我国经济高质量发展注入新动能。///



评级小贴士**关于数字债券的一些基础知识****什么是数字债券？**

代币化债券 (Tokenized Bond) 也称为数字债券 (Digital Bond), 是一种债务工具。国际资本市场协会 (ICMA) 将数字债券定义为利用分布式账本技术 (DLT) 进行发行、交易和管理的债券。与传统债券不同, 数字债券的发行和交易不依赖传统的金融中介机构, 而是通过 DLT 特别是区块链技术来实现。区块链是 DLT 的一个子集, 由一系列安全连接的区块组成, 每个区块都包含交易记录。数字债券可以在公共区块链或私人区块链上发行。公共区块链是去中心化的, 对所有人开放; 私人区块链则由单一实体控制, 通常需要授权才能访问。

数字债券的关键技术是什么？

数字债券发行和交易过程中, 主要依赖真实世界资产代币化 (RWA) 技术和去中心化金融 (DeFi) 技术。RWA 是一种将传统金融资产或实物资产转化为区块链上数字代币的技术, 这些代币代表了资产的所有权或股份。RWA 使得股票、债券、基金、收入分成协议、应收账款等各类金融资产和实物资产的权益得以在全球公开的区块链上记录、管理和交易。DeFi 是一种新兴的金融技术, 通常应用在公共区块链上。在数字货币领域应用时, DeFi 允许用户直接通过数字钱包与智能合约进行交互, 执行金融交易。RWA 将现实世界中的债权债务关系转化为区块链上的数字债券, DeFi 则通过智能合约确保了交易的自动执行和安全性。

数字债券与传统债券的区别体现在哪里？

数字债券的变革性主要体现在五个方面: (1) 高透明度。数字债券使用区块链数据库, 基于加密技术提供安全且公开透明的账户变动信息。(2) 高市场效率。区块链可编程, 能够支持债券在生命周期的不同阶段实现自动化操作, 提高发行和交易的速度并缩短结算时间。(3) 去中介化。数字债券通过创建独特的数字资产, 改变传统金融资本市场的运行方式, 省去交易的中间商环节, 降低交易成本。(4) 高市场可及性。数字债券可以划分为比传统债券更小的交易单位, 吸引更多投资者参与交易, 增加了市场的流动性。(5) 高安全性。分布式账本的去中心化、可追溯、私有化和加密特性减少了被网络攻击和金融欺诈的风险。

资料来源: 巴曙松 白海峰《全球数字债券市场发展趋势及启示》



食品饮料行业2025年信用风险研究

文|联合资信 孙长征 李成帅

一、行业概况

食品饮料行业与民生紧密相关,其上游主要是农业、养殖业以及食品添加剂等行业,下游则通过商超、电商、餐饮等环节到达终端消费者;多数子行业的产品具有一定需求刚性,周期性相对较弱;行业进入壁垒较低、竞争激烈;产品结构与城乡居民可支配收入水平密切相关。

2024年及2025年1—8月,受消费信心不足等因素影响,食品饮料行业需求较疲弱;但在扩内需政策助力下,行业运行总体平稳。根据国家统计局数据,2024年及2025年1—8月,全国规模以上食品工业增加值同比分别增长4.1%和5.1%,增幅均略低于同期规模以上工业增加值。

食品饮料行业的定义较宽泛,相关产品种类繁多,根据行业规模及数据可获取性,本文选取白酒、屠宰及肉类加工、乳制品、休闲食品和软饮料子行业进行分析。

二、2024年细分行业运行分析

白酒行业

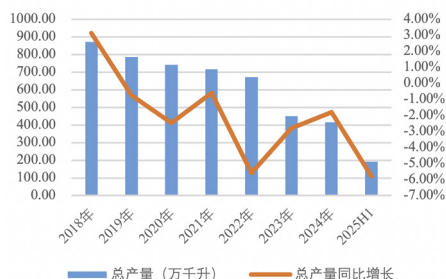
2024年以来,白酒行业总需求下降使得规模以上企业收入增速大幅下降,2025年上半年行业内上市公司经营业绩负增长,经营者两级分化加剧。未来,行业仍将呈现存量竞争的特点,行业内企业调整和分化的趋势延续。

2024年以来,中国白酒行业规模以上企业总产量继续下降,2025年上半年降幅扩大。白酒属于典型的非

必需消费品,在消费下行周期中其消费总量易受直接影响。2024年二季度以来,商务、婚礼等场景白酒消费下滑,2025年5月中共中央修订《党政机关厉行节约反对浪费条例》且部分地区扩大化执行政策,伤及大众白酒消费。2024年和2025年上半年,全国规模以上企业白酒产量(折65度)分别为414.5万千升和191.6万千升,同比分别下降1.8%和5.8%(见图1)。

2024年及2025年上半年,白酒行业产品结构优化、行业集中度提高,规模以上企业收入仍保持增长,但增速大幅降低。近年来,在产销总量下降的同时,白酒行业表现出“市场集中、结构分化”的特点。中高端白酒消费占比提升,名酒企业不断强化品牌、渠道等优势,市场份额扩大。2024年,行业销售额CR10为58%,较2020年上升约13个百分点。受上述因素影响,2024年及2025年上半年,全国规模以上白酒企业销售收入分别为7963.84亿元和3304.20亿元,同比分别增长5.30%和0.19%(见图2)。受消费总量减少的影响,收入增幅快速下降。

图1 规模以上企业白酒产量



资料来源:中国酒业协会

2024年及2025年上半年，白酒行业上市公司业绩分化较明显。2024年，20家A股上市白酒企业中，有13家营业收入同比增长，其中6家增幅超10%，收入同比下降的7家企业中有6家降幅超10%；有11家企业利润总额同比增长，其中增幅超过10%的有7家，利润总额下降的9家企业中，有8家降幅超10%。2025年上半年，20家上市公司中仅6家收入和利润同比增长，其中贵州茅台、山西汾酒和五粮液收入增幅位列前三；14家企业收入和利润同比下降。

白酒行业产销有望弱势复苏；行业集中度提高、两极分化的局面仍将持续。2025年下半年及2026年，白酒行业的总供给仍将下降，并逐步寻找新的供需平衡。需求端，近期渠道库存正在逐步出清，加之2025年7月以来部分地方政府对过度执行政策的行为纠偏，未来白酒需求有望缓慢复苏。近年来，国家有关白酒行业的政策主要围绕控制总产能、优化产品结构、减少污染等，通过税收、行业准入等政策调整行业供需、优化行业秩序。但目前白酒行业仍处于结构性调整期，在消费总量下降、产能过剩的局面下，主流企业凭借强大的品牌效应和产能、渠道优势，将继续挤压弱势企业的生存空间。

屠宰及肉类加工行业

2024年以来，屠宰及肉类加工行业整体运行较平稳，头部企业加强品牌建设、提高深加工比例，行业内上

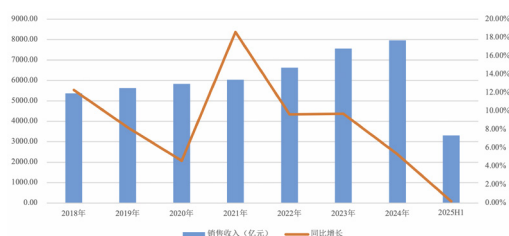
市公司收入变化不大、毛利率略有提高，但利润空间仍较小。未来，居民收入水平的提高有利于行业的整体发展；行业将逐步向规模化、集约化发展，具备资本实力和品牌优势的企业有望在竞争中获取更多市场份额。

屠宰及肉类加工行业（以下简称“肉类加工行业”）主要涉及猪、牛、羊、禽的屠宰、分割、加工、冷藏等。因居民饮食结构的特点，猪肉在中国肉类产品消费中始终占据主流地位，且肉类消费以鲜肉为主，因而生猪屠宰及加工是该行业最主要的构成部分。

2024年及2025年上半年，中国肉类加工行业产量基本稳定。近年来，虽然生猪屠宰及猪肉类产品受养殖行业周期影响而有较大波动，但肉类产量整体呈上升趋势。2024年及2025年上半年，中国猪牛羊禽肉总产量分别为9663万吨和4863万吨，同比分别增长0.2%和2.8%，其中猪肉产量分别为5706万吨和3020万吨，同比增幅分别为-1.5%和1.3%（见图3）。

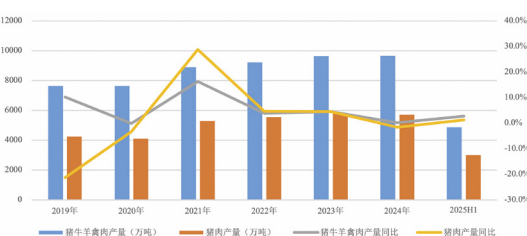
近年来中国肉类加工行业集中度、发展质量逐步提高，但行业集中度仍低、竞争激烈，企业成本控制能力弱、经营业绩波动较大。肉类加工行业中，大型企业产品市场占有率不高，产品同质化，深加工转化率和附加值低，同业竞争激烈；虽然下游具有较大的刚性需求，但上游养殖业运行的周期性较强，畜禽出栏量变动较大，导致业内生猪等供应阶段性波动，对肉类加工企业成本控制带来压力。此外，2019年以来行业经历了一轮洗牌，部分小型、不规范企业被淘汰，

图2 规模以上白酒企业收入



资料来源：中国酒业协会

图3 中国肉类产品总产量及猪肉产量



资料来源：国家统计局

行业集中度逐步提升；大型企业通过兼并重组等扩大市场份额，提高产能利用率，逐步形成了规模化经营。同时，政府对食品安全和环保要求的提高，也促使企业加大投入，提升生产规模和技术水平。现阶段中国肉类加工行业仍存在“多、小、散、乱”的特点，以生猪屠宰环节为例，2024年规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量占全国生猪出栏量的比例为48.1%，仍处于较低水平。

2024年及2025年上半年，行业内头部企业经营业绩有所改善，但产品利润空间仍较小。为应对竞争压力，降低成本波动对业绩的影响，头部企业不断加强品牌建设、通过深加工来提高产品附加值和利润水平，而大量不具备品牌优势和资本实力的中小企业仍面临行业波动风险。2024年，肉制品行业7家上市公司营业收入均值同比下降2.79%；销售毛利率均值提高1.92个百分点至13.18%；7家企业中有6家利润总额同比增长。2025年1—6月，7家上市公司营业收入均值同比增长2.79%，销售毛利率均值同比提高0.16个百分点，但仍处于较低水平。

肉类加工行业整体规模仍有一定增长空间，规模化企业在竞争中具有更大优势。中国城乡居民人均可支配收入仍有提升空间，有利于带动肉制品需求。肉类加工行业直接关系居民生活保障和食品安全，有关部门不断出台政策推动行业集约化发展，完善标准、淘汰落后产能、提高行业集中度，国内肉制品产业链将加快向“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”方向发展，规范化及标准化水平较高的规模化屠宰企业面临更大的发展机遇。

乳制品行业

2024年以来，乳制品行业景气度有所下行；巴氏奶销售增速较高，常温奶仍是最大消费品类；竞争格局仍呈“两超多强”局面。中国经济的韧性、居民健康意识的提高有望对行业长期发展提供保障。

2024年以来，中国乳制品行业销售额和产量均延续下降趋势，供需关系仍处于动态调整过程中。尼尔森数据显示，2024年，中国乳制品销售额同比下降2.7%。一方面，乳制品消费受到经济增速放缓、人口出生率降低的影响；另一方面，植物基饮料等替代产品的兴起也对乳制品市场造成了冲击。需求不足使得乳企减少产量。根据国家统计局数据，2024年，中国乳制品产量同比下降3.6%。自2022年起，虽然中小牧场数量减少，但乳企控股或参股牧场、牧业集团养殖的奶牛量仍在增长，供需失衡致使原奶价格下跌，乳制品企业成本压力减轻。2025年上半年，乳制品行业延续2024年态势，液态奶销量略有下降，低温鲜奶、低温酸奶表现相对稳健。

2024年，19家内地乳制品上市公司中有13家企业营业收入同比减少（其中8家降幅超10%），12家企业毛利率同比下降（其中5家下降超过2个百分点）；有12家企业利润总额同比减少（降幅超过10%的有10家）。2025年上半年，19家乳制品上市公司中有10家企业利润总额同比增长，9家企业利润总额同比下降；营业收入均值同比增长2.13%，利润总额均值同比下降3.54%。

行业龙头加强对高端巴氏奶的布局，但乳制品消费端仍以常温奶占主导。从中国乳制品类别看，常温奶以45%的市场份额稳居乳制品消费首位，其他品类主要包括巴氏奶、酸奶和奶酪等。其中，巴氏奶较高的冷链物流成本导致其市场覆盖度远低于常温奶，但因能保留活性营养因子，巴氏奶在一线城市市场表现良好。2024年，全国性奶业龙头加强高端巴氏奶布局，巴氏奶在一线城市渗透率显著提升，其中伊利股份的低温白奶销售收入同比增长30%。

乳制品市场呈“两超多强”的竞争格局，产品创新和附加值提升成为未来乳企竞争力提升的关键。中国乳制品行业内，伊利和蒙牛通过“全产业链+全球化”战略构建壁垒，处于行业龙头地位。2024年，伊利股份和蒙牛乳业营业总收入分别为1157.80亿元和886.75亿

元, 营收规模断层领先其他乳企。

细分品类来看, 常温奶双寡头集中效应明显, 但低温奶赛道目前仍呈现“自由竞争”格局。新希望将低温品牌与“当天奶”紧密联系, 在时间概念上构建独属于本品牌的特色价值; 光明乳业则凭借低温乳制品工厂技术强调活性营养物质。此外, 区域性乳企仍需在细分市场建立技术壁垒(如低温鲜奶、原制奶酪)和渠道优势(如社区订奶、即时零售), 才能在激烈的竞争中生存。

中国乳制品行业仍具有一定发展空间。乳品作为民生产品, 具有一定的刚性需求。目前中国人均奶类消费量远低于全球平均水平。中国经济具有较强的韧性, 未来伴随着经济增长和消费者健康意识的增强, 乳制品消费有望逐步企稳回升。

休闲食品行业

2024年, 产品品类的升级与拓展、渠道的发展使得休闲食品行业继续保持增长, 未来具备多元渠道布局且品牌影响力强的休闲食品企业存在提升市场份额的机会。

2024年, 中国休闲食品行业销售规模继续增长, 追求质价比及健康化的趋势凸显。根据中商产业研究院数据, 2024年, 中国休闲食品市场规模为9330亿元, 同比增长4.6%, 延续了2020年以来的增长态势。行业的增长与生产企业升级品类、优化成本密不可分, 休闲食品企业在原料选择、生产工艺等方面持续革新, 并通过规模化采购、供应链精细化管理优化价格体系, 产品不断多样化、健康化并保持较高的性价比, 在满足消费者需求的同时实现了行业的增长。

新兴与传统渠道加快融合, 渠道竞争呈现多元化态势, 对休闲食品的销售形成带动。当前休闲食品的线下销售渠道仍占据超过80%的份额, 线下渠道除传统的商超外, 新兴销售渠道逐步发展, 如主打高端品质的高级会员店(山姆、盒马等)和主打性价比的量贩零食店

(零食有鸣等)在线下稳步拓展。线上渠道方面, 互联网技术和快递服务满足了消费者的个性化需求, 新兴电商包括短视频电商、拼多多等销售额持续增长。休闲食品行业销售渠道呈现多样化、融合化的态势, 丰富消费者个性化消费体验的同时, 亦为企业带来了增长机遇。

未来, 具备多元渠道布局且品牌影响力强的休闲食品企业存在提升市占率的机会。传统商超、便利店等零售渠道格局逐步和线上渠道相融合, 渠道正在不断裂变和相互迭代演进。从休闲食品企业2024年渠道销售额占比来看, 一类为渠道型休闲食品企业, 如万辰集团以批发供货为主(占95.34%), 三只松鼠以电商平台销售为主(占69.73%); 另一类为供应链制造型公司, 如盐津铺子、洽洽食品和甘源食品以经销模式为主(分别占74.59%、79.49%和85.36%)。未来, 品牌影响力和渠道布局能力强的休闲食品公司存在通过产品创新和营销策略优化提升市场份额的机会。

软饮料

中国软饮料行业市场规模大但增长空间有限; 行业集中度已达较高水平, 存量竞争中头部企业在产品创新、品牌影响力和渠道方面具有较大优势。

2024年以来, 中国软饮料产量同比有所增长, 但近十年来总规模变化不大, 行业处于存量竞争阶段(见图4)。经历两年下跌后, 2024年, 中国软饮料总产量同比增长7.5%至1.88亿吨; 2025年1—7月, 总产量同比增长3.0%至1.11亿吨。2015—2024年, 中国软饮料产量年均复合增长0.71%, 市场虽经历波动但仍表现出较强的稳定性。面对消费者对健康饮品、特定场景饮品偏好的增强以及市场竞争的加剧, 饮料厂商通过产品创新、渠道优化及营销策略调整维持自身竞争力。

消费者对功能性饮料具有较强的复购意愿, 减糖饮料销售额的提升体现消费者的健康化诉求。随着健身、工作提神、免疫力提升等细分场景需求的增加, 功能性饮料如咖啡等在饮料市场中的份额不断提

升，消费者对其展现出较强的复购意愿。此外，随着中国居民糖尿病、肥胖及龋齿比率不断上升，消费者对减糖饮料的需求日益提升，根据中商产业研究院数据，2024年中国无糖饮料销售额突破600亿元，较上年的520亿元明显增长。

中国软饮料行业市场集中度较高，头部企业注重产品创新及品牌影响力提升。中国软饮料行业呈现“高集中度、强品牌壁垒”的竞争格局，2024年，行业CR5超过60%，市场份额前五分别为农夫山泉、康师傅、可口可乐、统一和百事可乐。头部企业凭借规模效应具备更强的成本控制能力，在渠道和品牌粘性方面亦形成了竞争壁垒。从发展策略看，头部企业从功能细分到技术突破进行产品创新，如农夫山泉在天然水源和无糖茶饮方向创新，可口可乐在本土化和减糖方向创新，元气森林在代糖技术和气泡水方向进行突破。品牌方面，头部企业通过场景化内容营销、跨界联名以及社会责任绑定等方式扩大其影响力。如农夫山泉联合《中国国家地理》打造“水源地纪录片”，百事可乐开展“无瓶标回收计划”等。

三、发债企业信用分析

联合资信选取了截至2025年10月底食品饮料行业存续债发行人共27家，其中，AAA级别发行人8家，AA+级别7家，AA级别8家，AA-级别3家，A+级



别1家。27家企业存续债券余额共1335.78亿元。

盈利能力

2024年及2025年上半年，样本企业营业总收入和利润总额同比均呈下降态势，盈利能力有所减弱。

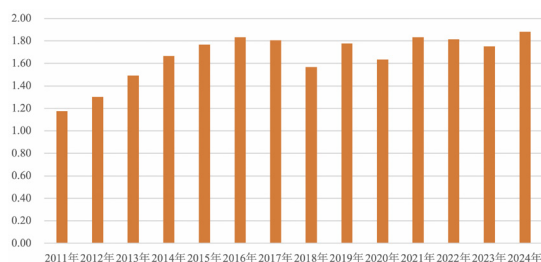
2024年及2025年1—6月，样本企业毛利率整体较稳定，算术平均值分别为28.62%和28.83%，较2023年和2024年上半年变化很小。2024年，样本企业营业总收入平均值同比下降2.78%至356.04亿元，利润总额平均值同比下降8.13%至35.50亿元，剔除两家指标异常波动企业后，净资产收益率平均值为7.17%，同比下降1.53个百分点。2025年1—6月，样本企业营业总收入均值和利润总额均值同比分别下降4.33%和6.14%。

现金流

2024年及2025年上半年，样本企业经营活动现金净流入量平均值同比均有所增长，经营获现能力有所提高。

2024年及2025年1—6月，样本企业经营活动现金净流入量均值分别为38.43亿元和18.33亿元，同比增长率分别为7.20%和57.91%，2025年上半年增幅较大主要系上市公司“五粮液”加速回收货款，其控

图4 中国软饮料产量 (单位: 亿吨)



资料来源: 国家统计局

股股东（宜宾发展控股集团有限公司）经营现金流量大幅增长所致；其他26家企业经营活动现金净流入额均值为7.05亿元，同比增长4.37%。

2024年及2025年1—6月，剔除两家港股上市公司后，25家样本企业现金收入比算术平均值分别为106.90%和107.73%，同比均小幅提高。

债务负担及偿债能力

食品饮料发债企业债务负担整体处于合理水平；偿债指标有所弱化，整体表现一般。

截至2024年底，样本企业资产负债率算术平均值较上年底上升0.89个百分点至54.91%，带息债务/全部投入资本平均值较上年底上升1.27个百分点至43.35%。截至2025年6月底，样本企业资产负债率平均值、带息债务/全部投入资本平均值分别为54.89%和44.32%，较上年底变化不大。

2024年，样本企业EBITDA/带息债务算术平均值（不含两家港股上市公司）为0.28倍，较上年（0.30倍）略有下降；截至2024年底，样本企业现金短债比平均值为2.41倍，较上年底（2.46倍）变化很小。截至2025年6月底，样本企业现金短债比平均值为1.58倍，仍处于正常水平。

四、政策及展望

需求延续偏弱态势，政策助力需求预期改善

2024年以来，宏观经济增长压力的加大、居民对收入增长预期的谨慎，使得消费需求偏弱，食品价格小幅走低。同时，国家出台了一系列政策并多次表明扩大内需、支持消费的态度。2025年3月，两会强调提振消费为今年工作的重中之重，提出加快补上内需特别是消费短板，并实施提振消费专项行动；2025年10月召开的中共二十届四中全会公告提出“坚持惠民生和促消费”“以新需求引领新供给，以新供给创

造新需求”。相关政策的支持有利于国内消费需求逐步企稳。食品饮料行业最主要原料为农产品，中国高度重视粮食安全，近5年粮食总产量稳定在1.3万斤以上；对于进口依赖度较高的大豆，中国自2018年起启动进口多元化策略，增强了供应稳定性。中国农产品供应较充裕，未来价格持续上涨的可能性小，食品饮料行业成本端压力不大。下游消费需求的逐步复苏、成本端压力的缓解，有望共同支撑食品饮料行业景气度的修复。

食品饮料行业将在政策引导与市场演化中持续分化整合

随着政策引导及下沉市场潜力释放，行业将呈现“哑铃型”发展格局：一端是高端化、个性化产品满足消费升级需求，另一端是普惠性、功能性产品覆盖大众市场；区域品牌通过差异化突围实现全国化布局，全国性品牌则深耕本地化运营以提升用户粘性。在此进程中，企业需紧扣消费分层、技术迭代、可持续发展三大主线，以创新驱动打破同质化竞争，以社会责任构建品牌长期价值。

市场竞争格局重构，头部企业与中小企业差异化发展

未来，在政策红利、消费复苏与技术变革的多重驱动下，食品饮料行业有望呈现规模扩容与竞争格局重构的特征。头部企业加速整合，通过并购扩张与本土化运营巩固竞争优势。例如，零食很忙与赵一鸣合并后门店数突破4000家，可口可乐通过供应链升级实现中国市场销量增长。虽然头部企业在竞争中具有较大优势，但食品饮料行业产品品类众多、市场规模大，且消费者偏好存在差异性，中小企业如果选择适合自身条件的细分市场，通过专业化、个性化经营，也可以在局部领域取得竞争优势，存在一定的发展空间。未来，具备“数据驱动+生态协同”能力的企业将主导行业格局，而中小企业需聚焦细分市场或通过区域并购实现差异化生存。 ▮



我国房地产市场未来需求展望

文|联合资信 冯磊 张超

一、研究背景及目的

2025年10月23日,第二十届中央委员会第四次全体会议公报正式发布,其中对房地产相关表述置于“加大保障和改善民生力度”部分,明确提出要“推动房地产高质量发展”。上述部署是适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,促进房地产市场平稳健康发展的治本之策,房地产高质量发展归根到底是要让人民群众住上“好房子”。未来,对房地产企业而言,竞争赛道将从规模、速度和价格,转向产品力、科技力和服务力的比拼,未来房地产市场的品质提升是一个覆盖新房和存量房、涉及硬件和软件的系统性工程。在此规划下,我国住房市场短期内何时能筑底完成,长期看商品房市场未来的发展空间还有多大,在缩量的市场空间下政府该如何选择土地供给政策,房企在存量博弈中该选择如何转型,均有研究的意义。本文对我国未来商品房需求的主要因素进行分析,并在多种假设条件下对未来商品房的需求进行量化测算,旨在对我国未来商品房市场空间的变化有直观的预判。

二、商品房需求因素分析

购房需求因素主要由购房人群、购房意愿以及购买力体现,其中的购房人群与人口总数、城镇化率以及家庭户数结构相关,购房意愿与结婚率、生育率、购房观念、住房改善需求、保障房和租房冲击等因素相关;购买力主要和人均可支配收入及房价相关。

主力购房群体步入快速下降通道,是未来房地产需求最大的利空因素

根据2020年第七次全国人口普查结果并结合历年出生及死亡人口数据测算,我国总人口于2022年达到峰值14.12亿人,随后进入持续下降通道,至2024年已降至14.08亿人。根据联合国《世界人口展望2024》及中国社会科学院《人口与劳动绿皮书》预测,到2050年,我国总人口将降至约12.6亿人,老龄化率超过27%。尽管适度放开移民政策可在一定程度上缓解人口下降速度,但由于文化融合难度、资源分配压力、经济适应性和社会治理复杂性等因素制约,移民难以从根本上扭转我国人口下降的长期趋势。

从购房主力人群(26-35岁)规模来看,2015年末、2020年末和2025年末,我国该年龄段人口数量分别为2.23亿人、2.16亿人和1.67亿人;预计到2050年末,将进一步下降至1.26亿人(见图1)。基于当前出生率走势推断,由于新生儿数量自2020年起进入快速下降通道,2050年后我国购房主力人口将出现显著收缩,其中2055年末预计降至0.82亿人。在出生率未见系统性改善之前,这一下降趋势将难以逆转。

城镇化进程仍是未来住房需求最重要的支撑

我国城镇化率自1978年以来持续快速提升,从2015年的55.50%上升至2024年的67.00%,期间年均新增城镇人口约2000万人。参考发达国家城镇化发展规律,当城镇化率达到75%左右后,其增长速度将明显放缓(见图2)。

尽管我国仍具备一定的城镇化潜力,但也面临若

干结构性挑战。一方面，城镇化率的年增速已由高速增长长期回落至0.5%~0.8%，增长动能明显减弱；另一方面，城镇化进程将与人口老龄化加速叠加，特别是农村地区老龄化程度更高，未来部分城市的人口净增规模可能低于统计预期。综合判断，城镇化仍将是支撑我国住房需求的重要基础，但由于农村人口结构老化等基本因素，其所带来的住房需求边际拉动效应预计将逐步减弱。

婚育率下降对购房意愿形成压制

婚姻与生育是住房购买和置换的主要驱动因素。然而，在当前经济社会结构与文化传统变迁的背景下，我国婚育率和生育率呈现持续下行态势，直接抑制了购房需求。由于相关矛盾根深蒂固，婚育率下降趋势预计难以逆转。根据中国科学院心理研究所发布的《2024年成年人与在校大学生婚育观调查报告》，51.8%的大学生认为婚姻并非人生必需，59.4%对生育持消极态度，反映出年轻一代婚恋观念的根本性转变。

我国粗结婚率长期呈波动下降趋势（见图3）。尽管经济发展水平尚未全面达到日韩等国程度，但粗结婚率已接近其低位，从2013年的阶段性高点9.92‰降至2024年的4.30‰，主要原因包括适婚人口基数缩减

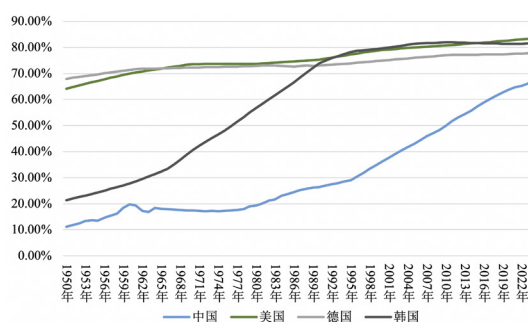
和结婚意愿普遍降低。相应地，全国婚姻登记对数由2013年的1347万对下降至2024年的611万对。

从生育水平来看，我国总和生育率自2015年以来持续走低，从1.54降至2024年的约1.00，远低于人口正常更替水平（2.10）。与亚洲发达国家相比，我国当前生育率已接近日本（1.15）、韩国（0.75）和新加坡（0.97）等低生育率国家水平，并逐步逼近0.85的国际警戒线，新生儿数量形势严峻。

人均真实可支配收入的增加提升购买力

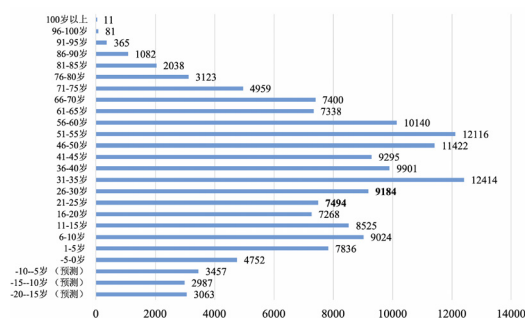
居民人均可支配收入是决定住房购买力的关键因

图2 中国、美国、德国和韩国城镇化率



资料来源：Wind，联合资信整理

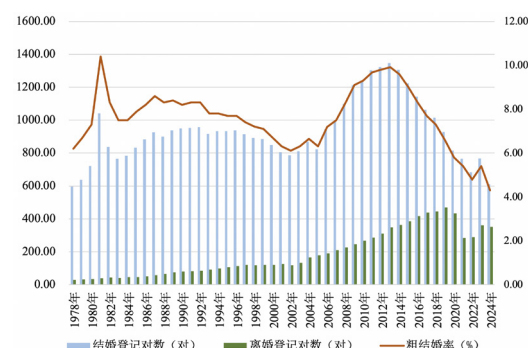
图1 2020年时点下我国人口年龄结构分布（单位：万人）



注：1.上述数据基于2020年人口普查；2.预测数据中的生育率为基于历史数据的线性外推

资料来源：Wind，联合资信整理

图3 我国粗结婚率、结婚/离婚登记对数



资料来源：Wind，联合资信整理

素之一。经济增长通过促进就业、提升工资水平与经营效益等途径带动居民收入增长,进而增强消费能力,形成“经济增长—居民增收—消费扩大—经济再增长”的良性循环。从历史数据看,我国城镇居民人均可支配收入实际累计增速与GDP增速基本同步(见图4)。2024年,全国城镇居民人均可支配收入为5.42万元,实际同比增长4.40%,同期GDP增长5.00%。展望未来,若剔除通货膨胀因素,由于大部分弱能级城市及弱区位的住房供给过剩,因此居民真实收入增速预计将高于上述城市及区位的房价涨幅,对购房需求,特别是改善型需求形成一定支撑。

保障房、租房以及继承房在供给端扮演更重要的角色

根据国家构建的“商品房+保障房”双轨制住房体系,保障房将承担基础性住房保障功能,覆盖城镇中低收入群体、新市民和青年人等重点人群。2025年10月,住建部部长倪虹提出“十五五”期间计划新建保障性租赁住房1500万套(间)。若假设保障性租赁住房占保障房总量的70%,则“十五五”期间预计新增保障性住房约640万套(间),年均约130万套。相比之下,2024年全国新建商品住宅约为815万套,保障房供给的持续发力将对商品房市场形成较大冲击。

在租赁市场方面,年轻一代消费重心从“物质拥

有”转向“体验追求”与“社交分享”,高品质租房更契合这一代际偏好。目前,全国租赁住房约占城镇住房存量的7.8%,远低于发达国家30%左右的平均水平。国家通过加大租赁市场投入、完善公积金支持政策、优化法律法规等举措,推动增加高质量租赁供给,使住房租赁成为房地产新发展模式的关键组成部分。

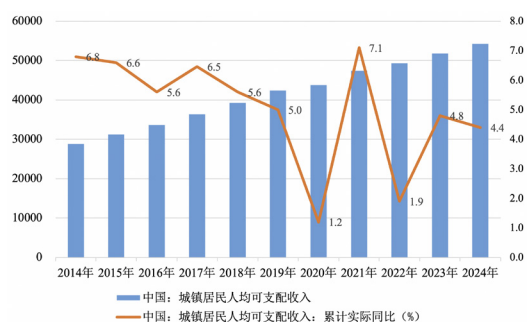
从空置情况看,全国城镇住房空置率为16.2%,其中一线城市为10.2%,二线城市为15.7%,三四线城市达21.6%,后者已超过20%的供需失衡警戒线。这表明我国住房市场存在显著的结构性过剩与局部短缺问题。未来随着老龄化进程加快,特别是1962-1975年“婴儿潮”人口(约3.2亿)将于2025-2045年间集中进入高龄阶段,届时死亡人口上升将释放部分继承住房,增加市场供给。结合城市能级差异判断,低能级城市空置率可能进一步攀升,而核心城市空置率有望保持相对稳定。

三、我国商品房需求定量分析

短期市场探底分析

短期看,我国房地产市场仍处于“寻底”阶段,新房销量同比延续下滑态势,二手房市场以价换量特征显著,成交价格持续走低。国金证券相关研究表明,从行业整体销售面积(商品住宅销售面积+二手住宅销售面积)维度观察,2022年行业总销售面积同比减少3.6亿平方米后进入稳定区间,2023年及2024年总销售面积均稳定在15.1亿平方米。在行业悲观情绪持续蔓延的背景下,这一成交规模更能反映我国居民当前的真实居住需求。尽管总需求趋于企稳,但二手住宅销售面积占比已从2021年的19%提升至2024年的46%,新房销售占比快速回落,背后核心原因在于二手房成交对新房的替代效应:此次下行周期中,房价下行引发二手房抛售潮,短期供需错配导致二手房价格降幅较大;而房企受项目盈利考核等因素约束,新房降价幅度相对有限且节奏滞后,购房者转而选择性价比更高的二手房。

图4 我国城镇居民人均可支配收入及累计实际同比情况(单位:元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

未来几年,我国住房总成交规模有望维持,尤其是观望需求还未充分释放;待二手房抛压减弱、房价趋稳后,新房市场所受冲击将显著缓解,行业景气度有望企稳回升。就当前情况而言,二手房抛售仍在持续,但抛压已有所回落。主要原因在于,房价持续下降使得住房出租回报率升至相对合理水平,且多数业主在房价大幅下行后已不愿折价出售。因此,租金收益率可作为住房估值的核心指标之一,而个人住房公积金贷款利率与 LPR 则构成估值锚点,待租金收益率和上述两个指标的差值持续收敛,房价有望实现探底止跌。

需要注意的是,房价下行过程中,租金水平也在同步下降,尤其是2023年以来降幅更为明显。但由于房价下降幅度大于租金降幅,租金收益率整体呈上升态势,并逐渐向个人住房公积金贷款利率与 LPR 靠拢。2025年10月,租金收益率、个人住房公积金贷款利率、LPR 三者分别为2.36%、2.60%和3.50% (见图5)。宏观层面,我国当前整体经济面临一定压力,近年来已多次下调 LPR 与个人住房公积金贷款利率;叠加美国2025年9月进入降息周期,我国未来几年内有望继续下调利率水平,租金收益率与利率指标的差值将进一步缩小甚至实现翻转。

短期维度看,二手房抛压已明显减缓,房价快速下行推动租金收益率与个人住房公积金贷款利率、LPR

的差值持续收窄。房地产市场短期内下行空间已相对有限,目前我国处于降息周期,利率下降将被动提升住房投资价值,有助于进一步缓解二手房市场抛压,对房地产市场短期表现具有关键支撑作用。

中长期商品房市场预测

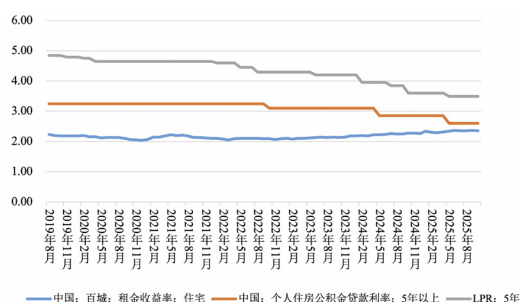
本部分旨在对我国2050年商品房市场空间进行量化预测。预测的基本逻辑如下:以人口总量、城镇化率与家庭户均人数为基础,推算出全国家庭总户数,再结合住房套户比估算出住房总套数,进而得出每年所需更新的住房套数,最终在扣除保障性住房部分后,得出商品住房的大致需求套数。

如前述分析,依据联合国《世界人口展望2024》及中国社会科学院《人口与劳动绿皮书》,2050年我国总人口预计降至12.6亿人,由于未来我国的人口出生率面临较大的不确定性,因此我们在下述总人口预测中,乐观估计12.8亿人,中性估计12.6亿人,悲观估计12.0亿人。

在城镇化率方面,由于我国国土面积广阔、农业生产条件整体欠佳、适宜居住区域比例有限等因素,预计我国2050年城镇化率落在75%~85%区间,其中悲观预计为75%,中性估计为80%,乐观估计为85%。

根据国家统计局数据,我国家庭户均人数已由2010年的3.10人下降至2024年的2.51人,降幅显著高于国际平均水平。结合历史变化趋势与发达国家经验,随着经济发展水平提高及社会观念演变,不婚化、晚婚化、少子化、老龄化以及离婚率上升等现象普遍推动家庭规模持续缩小。以日本为例,2020年户均人数为2.21人,据日本国立社会保障与人口问题研究所预测,到2033年将降至1.99人;韩国政府数据显示,2024年单人户占比已超过40%,户均人数降至2.12人。基于当前社会基本面,预计我国家庭户均人数将逐步趋近日韩水平,到2050年降至2.00左右。

图5 我国百城住房租金收入比、个人住房公积金贷款利率和LPR 对比 (%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

根据住建部数据，2024年我国城镇住房套户比大致为1.08，而同期日本为1.16，韩国为1.12，美国为1.17。发达国家在人均GDP与城镇化率达到一定阶段后，住房需求普遍由“数量扩张”转向“质量改善”，旧房改造与租赁市场成为发展重点，我国目前正处于这一转型阶段。参考日韩经验，城市人口结构变化、家庭小型化与老龄化等因素促使住房需求分化，带动住房总量增长，同时也推高空置率；此外，拥有住房的老年人口去世后，其继承房将进一步增加户均住房数量。综合考虑上述因素及我国家庭户数增长趋势，假设2050年我国城镇住房套户比将接近日韩水平，设定为1.14。

新增住房供给主要来源于两方面：一是房地产开发商获取新项目进行开发建设，二是通过城市更新对现有住房进行拆除重建。当前我国城市化进程已进入后期阶段，未来城市更新将发挥更为重要的作用。以美国为例，2024年其房屋成交总量中新房占比为14.4%，其余为二手房交易。根据“住宅新开工面积/存量住房总面积”估算，我国当前住房更新率约为1.50%。日本因独栋木结构住宅占比高且使用寿命较短，其广义住

房更新率（当年新建住房/存量住房）约为1.31%。展望未来，中国居民对住房的持续改善需求以及政府对老旧住宅的城市更新要求仍将支撑一定建设规模；然而，随着空置房屋增多且部分因缺乏经济价值而退出更新循环，尤其是在租赁市场地位不断提升的背景下，整体住房更新率预计将趋于下降。因此，本研究假设2050年我国住房更新率为1.20%。

“十五五”规划首次将“保障性租赁住房”与“共有产权房”并列纳入国家战略，未来五年将重点构建“市场+保障”双轨制住房体系，并要求特大城市保障性住房占比不低于30%。根据《关于规划建设保障性住房的指导意见》，到2035年我国将形成“70%商品房+30%保障房”的住房供应结构。基于此，本文假设到2050年，乐观情况下，新增住房中商品房占比为80%，中性估计为70%，悲观估计为60%。

根据上述假设条件，预计到2050年，我国的商品房需求如表1所示：

根据上述中性预测，2050年我国住房更新需求约为689万套，其中市场化解决的需求约为483万套。按

表1 中国未来商品房需求预测表

项目	2050年 (悲观)	2050年 (中性)	2050年 (乐观)
人口数 (亿人)	12.00	12.60	12.80
城市化率	75%	80%	85%
城市人口 (亿人)	9.00	10.08	10.88
户均人数	2.00	2.00	2.00
城市户数 (亿户)	4.50	5.04	5.44
住房套户比	1.14	1.14	1.14
住房套数 (亿套)	5.13	5.75	6.20
广义住房更新率	1.20%	1.20%	1.20%
需更新套数 (万套)	615.60	689.47	744.19
市场化解决	60%	70%	80%
保障房解决	40%	30%	20%
市场化解决套数 (万套)	369.36	482.63	595.35

注：1. 上述住房套数含小产权房；2. 上述预测涉及到较多的假设因素，因此相关数据仅供参考
资料来源：联合资信根据公开资料整理及预测

单套住房100平方米计算，对应商品房需求面积约为4.83亿平方米。2024年我国商品房销售面积为9.74亿平方米，相比之下，2050年总需求仍有近半下降空间。需要说明的是，本预测涉及多项假设，具体测算结果仅供参考。但从整体趋势判断，我国住房市场需求面临持续单边下行压力。若房地产双轨制改革顺利推进，商品房需求的收缩幅度可能进一步扩大。

四、房地产行业未来发展总结

房地产市场短期下降空间有限，长期需求下行空间较大

短期看，我国住房总成交面积预计小幅波动，二手房成交占比已提升至相对较高的水平，且随着房价的大跌，业主抛压已减弱，且租金收入比也提升至相对较合理的位置，在未来几年降息的预期下，二手房的租赁价值将被动提升，将对二手房价形成支撑，对新房市场的冲击也将持续弱化。房价预计在未来短期内仍将下降，但整体降幅有限。

长期看，人口规模是决定房地产需求的根本因素。在生育率持续走低、短期内难以恢复至正常更替水平的背景下，若我国未实施大规模移民政策，住房市场需求的长期下行趋势将难以逆转。当前我国正构建以“好房子、保障房、租赁房”为三大支柱的住房发展新模式。在政策持续推动下，保障性住房与租赁住房供应规模预计显著提升，将对商品房市场形成明显的需求分流与结构性挤压。

城市分化加剧

人口流动与经济发展水平不均衡将推动住房市场持续分化。未来新增住房供应将主要集中于一二线城市，三四线城市面临供给过剩与空置率攀升压力，县域及以下区域住房市场则将出现规模萎缩甚至整合退出。超大城市及核心都市圈将成为主要需求承载地，其中核心区位的房地产市场仍有望保持较高活跃度，

这一趋势与国际核心城市发展规律相符。

产品结构分化严重

人口老龄化、家庭结构变化和居民对住房品质要求的提升，将推动住房结构发生显著变化。2024年我国60岁以上人口占比已达22%，根据联合国《世界人口展望2024》，到2035年我国60岁以上人口将达4.78亿、占比近35%，进入重度老龄化社会，适老型住房需求将快速增长。

基于单身人口比例上升、二人户成为最主要家庭结构、居民购买力分化等基本情况，未来高收入群体将倾向于购买符合“好房子”标准的低密度、智能化、定制化及绿色化的高端改善型住房，并愿意为品质支付溢价；普通和低收入家庭则更关注实用性，随着户均人数下降，保障性住房和单身公寓将成为其主要选择。参考韩国一人户占比超40%导致单身公寓供不应求的情况，我国类似需求也将上升。

多数房屋价格无法跑赢通胀水平

房屋作为资产，其价格受通货膨胀推动；作为商品，则受供需关系影响。随着我国进入存量房时代，房价普涨阶段已结束，供需格局成为更主要的影响因素。从供需来看，商品房总体需求虽下降，但在城市和产品结构上分化明显。供给方面，由于地方政府在中短期内财政压力仍存、对土地收入存在依赖，土地供应预计不会显著下降，叠加当前高库存，全国房地产市场整体仍处于供给过剩状态。对于稀缺性住房，短期价格或有波动，但长期在通胀和供需失衡推动下仍有望创新高并跑赢通胀；供需平衡的住房价格主要随通胀波动；而大多数普通住房价格预计难以覆盖货币贬值幅度。

房企需在产品力及产业运营方面发力

房地产行业的“黄金时代”已落幕，当前及未来将经历“规模收缩、格局重塑、模式转型”的剧痛，从“存

量竞争逻辑”并结合房地产特性看，未来房地产企业的竞争力主要体现在产品力、产业招商运营能力以及融资成本方面。

资金密集性行业在存量竞争中，成本管控尤为重要。对于房地产企业而言，建设施工主要采用外包形式，且建筑行业整体利润水平已压降至很低的水平，因此成本管控空间更多的在融资方面。当前我国房地产行业存续主体以国央企为主，大多数民营企业在此轮行业深度调整中退出竞争序列。在市场资金充裕而优质资产稀缺的背景下，LPR处于低位且预计进一步走低，国央企之间融资成本差异不大，产品溢价能力和产业招商运营能力成为主要竞争手段。

未来，住房需求严重分化，房企如能在细分区域或细分市场塑造强大的品牌影响力，不仅能持续开发销售溢价性住房产品，还能为其他企业以及“自拆自建”的C端客户提供代建及装修等多元化业务。以改善

型住房为例，居民可支配收入的提升将直接催化改善型住房需求的释放。与刚需市场不同，改善型客群的购房决策逻辑已从“价格导向”转向“价值导向”，他们对高品质住房的支付意愿更强。对于房企而言，市场竞争的关键将从规模转向产品力，唯有以客户为中心、持续提升产品创新与品质的企业，才能抓住这一结构性机遇，实现更丰厚的利润回报。

在未来的存量竞争格局中，房企除提升产品力外，也可加强可持续的产业运营能力，以开辟差异化发展路径。通过强化产业招商与长期运营能力，企业可逐步转向“开发+持有”的双轮驱动模式：一方面，以运营获取稳定租金收益，构筑穿越周期的现金流基础，支持企业长远发展；另一方面，成功的产业导入能够切实带动区域经济与就业，从而增强企业与政府协同发展的合作基础，在土地获取等环节争取更优条件，有效控制前期成本，提升整体项目的利润空间。///



"资产荒"下的担保业困局与破局

——基于城投债供需变迁的视角

文 | 联合资信 姜羽佳 吴一凡 薛峰

一、担保机构展业环境

2024年以来,债券市场“资产荒”表现持续,担保机构作为债券增信的提供者,其业务发展态势与债券市场资产供给情况紧密相关。

近年来,我国债券市场呈现明显的“资产荒”特征,主要表现为在市场流动性保持合理充裕的前提下,“稀缺的优质资产”与“过剩的资金供给”不匹配,市场处于低利率环境,而低利率与“资产荒”之间相互作用。

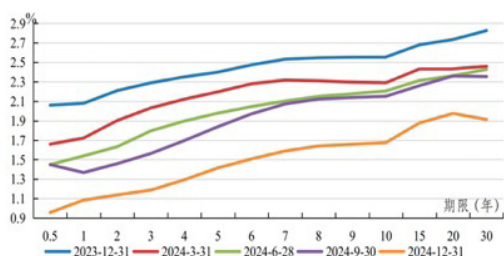
中国人民银行发布的《2024年第一季度中国货币政策执行报告》指出“从微观层面看,市场缺乏安全资产对长期国债收益率也产生了影响。一季度,银行、保险等机构出于‘早买早收益’的考虑,资产配置需求集中释放。”该表述不仅肯定了“市场缺乏安全资产”这一核心问题,更反映出金融机构在资产短缺预期下的行为模式——通过提前配置来锁定有限的安全资产,

这种行为反而进一步加剧了市场的供需失衡,推动收益率下行。

2025年1月,中国人民银行决定阶段性暂停在公开市场买入国债,其在《2025年第一季度中国货币政策执行报告》中解释了阶段性暂停买入国债的原因——“年初,国债市场供不应求状况进一步加剧,10年期国债收益率一度跌破1.6%的历史低位。1月中国人民银行宣布阶段性暂停在公开市场买入国债,避免影响投资者的配置需要。”这一表述亦反映了安全资产稀缺的现状。如图1和图2所示,国债收益率曲线下移,其中作为债券市场“定价之锚”的10年期国债收益率持续走低。

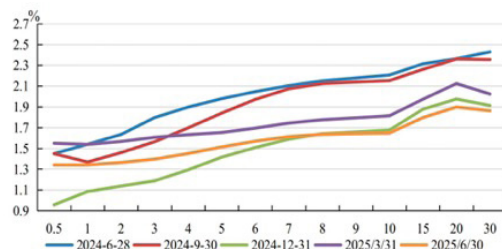
而2024年以来,中国人民银行实施了一系列降息降准等举措——2024年两次降准共1个百分点,同时下调支农支小再贷款利率和LPR。这些举措通过降低实体经济融资门槛,激活小微企业、制造业等领域的投资活力,

图1 银行间市场国债收益率曲线变化情况一



资料来源:中国人民银行《中国货币政策执行报告》

图2 银行间市场国债收益率曲线变化情况二



资料来源:中国人民银行《中国货币政策执行报告》

定向培育和补充优质资产供给, 试图缓解“资产荒”。

我们基于“资产荒”的宏观量化指标——“AS指数”(资产短缺指数)对2024年和2025年上半年情况进行估算, 结果显示: 2024年AS指数为0.41, 2025年上半年该指数降至0.30, 资产荒程度有所缓解。但两次AS指数均大于零, 表明优质金融资产供给仍无法满足资金需求。

在“资产荒”环境下, 具有“低信用风险、高流动性及稳定收益”特性的城投债成为各类金融投资机构良好的投资标的, 大量的资产配置需求集中于城投债。但受“遏制增量、化解存量”的城投行业监管导向影响, 城投债发行审核趋严, 其供给规模持续收缩: 根据Wind统计数据, 2024年城投债发行总额为3.81万亿元, 同比下降16.44%; 2025年1—6月, 城投债发行总额为1.77万亿元, 同比下降11.96%。此外, 特殊再融资债及每年专项债化债额度的落地, 通过置换存量城投债补充政府财力, 城投平台“借新还旧”的融资需求相应减少。

城投债资产的稀缺, 使得金融机构对投资该类资产的风险补偿要求有所降低, 2024年以来, 城投债的信用利差整体呈震荡收窄的趋势。以3年期AA+级城投债为例, 其信用利差在2024年呈现“M”形走势, 其中

在2024年第四季度, 受央行实施一系列货币政策的影响, 信用利差在大幅走阔后回落。2025年上半年, 市场资金面适度宽松叠加地方政府化债政策持续推进, 信用利差延续下降态势后小幅回升, 处于相对低位。截至2025年6月末, 3年期AA+级城投债的信用利差较2023年末下降8.69个BP(见图3)。

担保机构的债券担保业务与城投债发行情况的关联度较大, 截至2025年6月末担保机构担保城投债券占其担保债券余额的比重约70%, 有绝对比重但呈下降趋势。这一趋势在发生额角度呈现更为显著, 2023—2024年和2025年1—6月, 城投债担保发生额占其担保债券总额的比重持续下降至36.66%, 其在低利率环境与城投债信用利差缩小的双重作用下更为突出:

一方面, 在低利率环境下, 城投债的发行利率降至低位, 若担保费不变, 其占企业融资成本的比例将明显上升, 企业会重新考量担保的必要性。另一方面, 城投债信用利差缩小, 意味着市场下调对城投债的风险定价, 部分即使信用资质偏弱的城投企业无需担保亦能实现低利差发行。

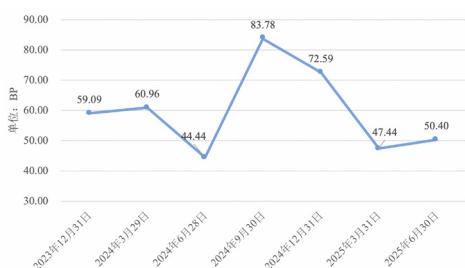
担保机构增信对融资方综合融资成本的优化效应减弱, 伴随的是担保费率进一步下调以及债券担保业务规模的下滑(根据Wind数据, 2023—2024年末和2025年6月末, 担保机构的债券担保余额分别为9642.27亿元、8355.71亿元和7791.35亿元¹), 未来这一趋势预计仍将延续。基于上述变化, 担保行业需重新审视当前面临的困境并调整其发展路径。

二、“资产荒”背景下的担保行业发展现状

城投债担保业务规模减少, 担保行业面临转型压力

从担保机构的债券担保规模来看, 2024年, 城投债

图3 3年期AA+级城投债信用利差走势



资料来源: 中国债券信息网, 联合资信整理

¹ 受 Wind 统计口径的影响, 截至 2025 年 6 月末的金融产品担保余额较实际值略有差异。

担保业务发生额同比大幅减少, 债券担保业务发生额相应减少。而在2025年1—6月, 受益于担保机构扩展产业债担保业务, 其债券担保业务发生额同比增长35.35%。

从担保机构的业务结构来看, 2023—2024年和2025年1—6月, 城投债担保发生额占其债券担保总额的比重持续下降(见图4), 担保机构债券担保业务结构正处于调整变革之中, 这一调整受到城投企业转型及整合的影响, 然而担保业务客群仍聚焦于地方国有企业, 对应的核心风险特征在当前阶段未发生显著变化。

这种变化对担保行业造成一定冲击:

一是业务增长面临瓶颈。当城投债供给减少时, 担保机构之间对有限城投债担保项目的竞争日趋白热化, 担保费率被不断压低, 利润空间持续收窄, 依赖于该市场的城投债担保业务面临增长瓶颈。

二是区域风险结构分化加剧, 跨区域经营现象增多。经济发达、财政实力雄厚的地区, 其城投平台资质较为优良, 它们往往更倾向于“裸发”以节约融资成本(下文将详述)。而真正有增信需求、愿意支付担保费的, 多是来自财政实力偏弱、债务率较高地区的平台。出于业务拓展需要, 部分担保机构采取扩大经营范围的展业策略, 进而增大了资产质量的下行压力。

“裸发”趋势蔓延, 担保增信的边际价值减少

债券市场“资产荒”也体现为发行人“裸发”债券

的规模和占比明显上升。根据Wind统计数据, 2023—2024年和2025年1—6月, 在发行人主体级别为AA级的城投债中, 不进行第三方担保的“裸发”债券占比分别为45.79%、56.31%和61.73%, “裸发”倾向明显增长。

该趋势表明, 当可配置资金远多于可投资资产时, 资产方(发行人)的议价能力显著增强, 权力关系从资金方向资产方转移, 担保所提供的增信效应和降低发行利率的边际效用有所下降。具体而言:

首先, 从发行端看, 担保增信的“降利差”效果明显减弱。2024年以来, 债券发行利率走低。以发行人主体级别为AA级的3年期城投债为例, 经测算得出, 在2023—2024年和2025年1—6月, 有担保和无担保的发行利差分别相差56.80BP、18.64BP和5.57BP, 担保增信的“降利差”效果持续减弱。对于发行人而言, 支付给担保公司的担保费, 可能已高于其通过担保所能节省的利息支出, 从经济上考量, “裸发”变得更为划算。

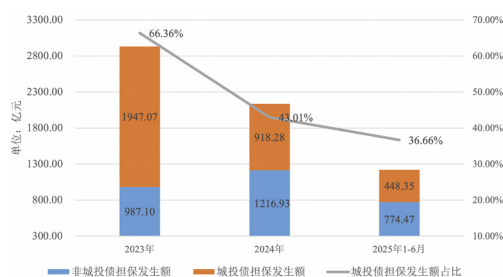
其次, 从投资端看, 入库标准被动放宽。在“资产荒”的压力下, 部分投资机构为了完成配置任务, 适度放宽了对特定区域、特定评级债券的入库要求。投资者行为的这种适应性变化, 进一步削弱了发行人寻求担保的外部压力。

债券市场“裸发”趋势的蔓延, 对担保行业造成了较大冲击, 这意味着担保机构流失一批优质、安全的客户群体, 业务份额不断减少。受此影响, 担保机构为弥补客群的流失, 如果采取向下沉市场或非熟悉行业转移的展业策略, 势必对其自身的风险识别、定价能力提出很大挑战。

增信参与者扩容, 马太效应凸显

随着各省市担保体系的持续建设完善, 数家担保机构相继设立, 愈多担保机构成为债券担保市场的参与者, 根据Wind统计数据, 市场上从事债券担保的担保机构合计从2022年末的54家增至2025年6月末的64家, 具有充足资本储备的担保机构加速进驻资本市场,

图4 近年来担保机构的债券担保业务发展情况



资料来源: Wind, 联合资信整理



推动行业竞争格局持续加剧。而与此同时，部分弱资质发行人基于担保费用与反担保措施、担保决策审批效率、传递强烈股东支持信号等因素考量，选择自身股东为其债券发行提供担保，进一步促使债券市场“资产荒”，担保行业竞争态势明显。

此外，担保行业马太效应持续凸显，行业系统性风险集中，加大中小担保机构展业压力，削弱市场竞争的“鲶鱼效应”。一方面，作为资本驱动型行业，头部担保机构往往可以通过多渠道补充资本、提升综合竞争力，如政府部门直接资金注入、合并区域内其他担保机构组建担保集团和资本市场发行永续期公司债券等实现资本金的快速提升，拓宽了业务规模的上限；而中小担保机构受限于资本金无法承接大规模项目。另一方面，头部担保机构凭借自身高信用评级、品牌声誉及更为完善的风控体系，加速抢夺优质客户，造成中小机构被动分割“高风险、低收益”资源。

根据Wind统计数据，2023年—2025年6月末，前十大担保机构债券担保余额占总额的比重分别63.57%、60.18%和60.15%，始终处较高水平（见图5）。

三、“破局”路径

推进产业债担保转型路径

近年来，中央金融工作会议等多次指出“坚持把金

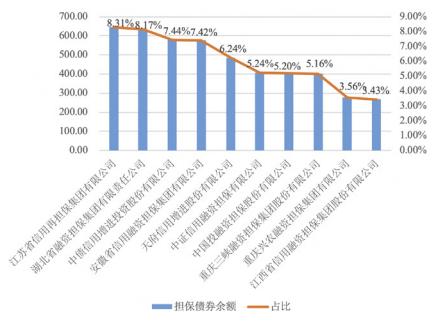
融服务实体经济作为根本宗旨”，强化金融机构服务实体经济导向；2024年政府工作报告提出“大力推进现代化产业体系建设，加快发展新质生产力”，凸显了产业发展在经济建设中的关键作用。《关于深化债券注册制改革的指导意见》进一步明确“提升债券市场服务国家重大战略、现代化产业体系建设和实体经济高质量发展的能力”，国家政策导向下，为资本市场产业债发行释放了更大的积极信号。2024年，产业债累计发行规模9.74万亿元，同比增长22.6%。

而担保机构在政策号召、城投公司产业化转型和城投债券供给收缩等多种因素的驱动下，持续推进产业债担保的债券担保业务转型。根据Wind统计数据，2023年—2025年6月末，产业债担保规模明显增加，其占担保机构担保债券余额的比重快速上升（见图6）；各担保机构对产业债担保的重视程度愈发提升。

从行业分布来看，担保机构担保产业债的发行人集中在租赁和商务服务业、综合、房地产业、非银金融业、制造业和建筑业等领域，其中房地产领域的产业债主要由中债信用增进投资股份有限公司提供增信支持，与其业务的政策属性有强关联。

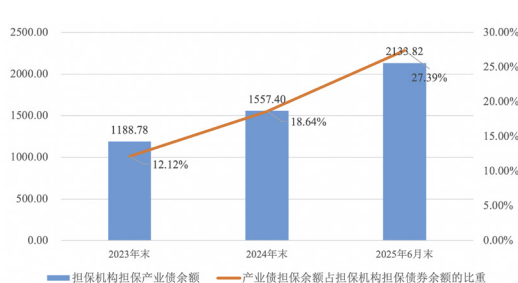
从实践角度，担保机构在向担保产业债券领域转型的进程中，伴随的风险同样需引起重视。对于传统产业债，发行人以实体企业为主，其经营状况与宏观经济周期关联度高，且涉及的细分行业领域多元，不同行业间

图5 2025年6月末前十大担保机构债券担保情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理

图6 近年来产业债担保情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，联合资信整理



的风险特征存在明显差异。这就要求担保机构进一步提升自身研究能力,以支撑风险研判与风险定价的准确性,防止因盲目推进转型而加大代偿风险。对于由城投公司转型的产业主体,担保机构需验证其城投属性的剥离程度、审慎判别其转型的实际成效。

资产证券化、离岸债券担保的积极探索

部分中小企业存在自身主体资质偏弱、持有大量流动性差但现金流稳定资产的特性,资产证券化产品一定程度上缓解了其融资问题。政策层面,近年来,各级监管机构出台多项办法和通知,涵盖完善资产证券化规则体系、支持金融机构开展资产证券化业务、支持绿色资产证券化产品发行等。风险层面,资产证券化产品可以通过结构化设计实现基础资产与原始权益人的风险隔离,同时顺序偿付、差额支付机制的设置为产品信用提供重要支撑。从业务布局与风险收益匹配角度来看,部分担保机构拓展资产证券化产品业务将成为其业务探索的可行选择。

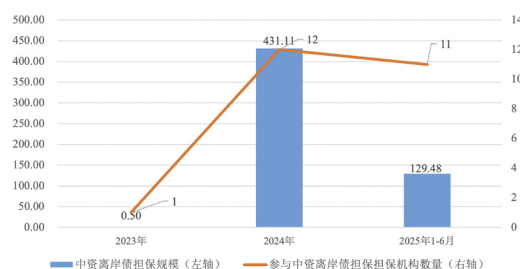
根据Wind统计数据,2023年—2025年6月末,资产证券化担保规模及参与机构数量均呈增长趋势;2025年6月末分别为386.42亿元和31家,资产证券化产品增

信的现有存量规模仍较为有限,但已有多家担保机构积极推进该类业务的实践工作。

中资离岸债发行呈现扩容趋势,根据Wind统计数据,2024年中资离岸债发行规模同比增长14.71%。一方面,美联储降息降低离岸发行融资成本,另一方面,境内城投债券发行“控增化存”的背景驱动部分城投公司转向离岸市场融资,审批流程便利。中资离岸债相较于境内发行品种通常具有更高的票面利率基准,该特性亦提升了担保机构压降发行人融资利率的空间。

根据Wind统计数据,2023—2024年和2025年1—6月,中资离岸债担保规模呈明显增长态势(见图7),愈

图7 近年来中资离岸债担保情况(单位:亿元、个)



资料来源: Wind, 联合资信整理

多担保机构布局中资离岸债担保领域，结合离岸信用风险定价逻辑及跨境监管要求启动了先行性探索，此举既为中资企业获取离岸资金提供信用支持，也为行业探索离岸担保业务的运营模式奠定了基础。

担保机构在进行担保品种多样化创新探索时，需充分结合市场环境特征及自身风险承受水平。资产证券化产品监管体系呈现复杂且精细化特性，离岸债券发行需全面满足跨境审查，且宏观经济政策调控会对两者的市场供给与需求结构产生显著影响。结合当前资产证券化市场扩容、离岸债券发行需求释放的市场态势，担保机构应在有效管控风险的前提下实现业务探索。

深化政策职能，嵌入风险分担机制

2022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、“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。2024年7月，财政部会同科技部、工业和信息化部、金融监管总局印发《关于实施支持科技创新专项担保计划的通知》，明确对科技创新类中小企业担保分类提高分险比例，加大风险补偿力度。2025年2月，财政部、国家发展改革委、工业和信息化部、农业农村部、中国人民银行、金融监管总局联合发布《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、绩效考核和监管机制等维度进一步完善政府性融资担保体系管理框架，其中明确提及政府性融资担保机构“不得为地方政府融资平台融资提供增信”。

政府性融资担保机构不断深化政策职能既是政策导向的必然选择也是符合其自身发展战略的合理选择，积极开展政策性业务不仅是践行其准公共定位的核心路径，更能通过地方各级财政部门的多元化支持实现自身的良性发展：资本金注入夯实其业务规模的根基，风险补偿机制能有效分担其面临的代偿风险，部分产品代偿率上限的设置锁定其风险敞口；依托担保费补贴和业务奖补可拓宽担保机构降费让利的空间，支持普惠领域

发展的同时保证其自身稳健经营。

围绕风险分担机制的完善，政府层面持续发力。一是国家融资担保基金（以下简称“融担基金”）的设立，作为支持政府性融资担保体系建设的重要举措，融担基金以再担保风险分担、股权投资等方式引导更多金融资源聚焦小微企业、“三农”、创业创新及战略性新兴产业等，切实强化普惠领域融资支持力度。近年来，融担基金规模实现稳步增长。2024年，融担基金新发生再担保合作业务规模1.41万亿元，服务市场主体105.45万户；2025年1—6月融担基金新发生再担保合作业务规模0.83万亿元，其中支小支农业务规模0.82亿元，500万元以下业务规模0.66万亿元，分别占全部合作业务规模的98.91%、79.50%，深度聚焦支小支农主业。截至2025年6月末，在保业务规模较上年末增长7.5%至1.72万亿元。二是部分区域各级地方政府统筹金融资源，积极推进普惠金融生态体系建设，推行“4321”风险分担机制，明确省级再担保机构、担保机构、合作银行与地方政府的风险分担比例，显著提升担保机构担保普惠领域的积极性。为进一步增强政策扶持的精准度，多地还针对纳入“4321”体系的重点产品额外追加风险补偿。

政府性融资担保机构应深度嵌入风险分担机制的建立与运行中，积极会同合作银行、省级再担保机构及地方财政基于业务属性、差异化产品场景设立兼顾政策导向与风险适配的风险分担方案，推行普惠产品落地，动态分析调整风险分担机制，切实履行政策性职能。

阶段性发展压力仍在，健全长效风控机制

当前时期，担保机构阶段性发展压力的核心在于“资产荒”问题凸显。一方面，与城投债担保业务的收缩存在高度关联，在城投行业“控增量、化存量、促发展”的核心政策下，过往以城投债券担保为主的部分担保机构传统意义上的优质资产来源锐减、业务形态面临重构压力，需打破对城投债担保业务的依赖，构建多元化担保业务格局。另一方面，监管部门明确要求担保机构

回归主业, 重点扶持小微企业、“三农”融资发展, 但此类主体的经营规模较小、控风险能力较弱, 经营状况易受宏观经济及市场环境变化影响, 非低风险优质资产; 此外, 政策层面倡导担保机构逐步减少、取消对小微企业、“三农”等经营主体的反担保要求, 一旦发生代偿降低了其追偿的可能, 如何设立切实有效的风险防控机制, 提前进行风险识别、规避潜在代偿风险成为担保机构的重要任务。

担保机构应以全面风险管理为导向, 运用科技赋

能, 完善“客户准入、保前尽调、保后管理、代偿追偿”的全链条制度体系, 健全长效风险防控机制, 提高自身核心竞争力。

联合资信认为, 随着融资主体供需结构调整, 担保业原有的展业逻辑受到一定冲击, 行业成长动能趋弱, 但得益于监管体系的持续完善、担保机构多元化业态的探索和风控能力的不断强化, 整体行业风险可控, 展望稳定。未来需关注担保机构业务转型的实际成效, 警惕其因过度扩张而引发的潜在风险。■



聚焦科技型企业科创债券：潜力蓝海与信用风险特征深度研究

文 | 联合资信 宁立杰 崔濛骁

一、科创债券市场概况

我国科创债券市场先后经历了双创债、科创公司债与科创票据、科技创新债券这三个阶段。历经十年发展，在政策推动下，我国科创类债券的发行规模与发行数量持续呈增长态势，但民营及低信用等级主体的参与程度较低。

从发展历程来看，我国科创债券市场起始于2015年，历经近10年的发展，主要经历了以下三个阶段：

双创债阶段：2015年11月，发改委发布《双创孵化专项债券发行指引》，用于支持提供“双创孵化”服务的产业类企业或园区经营公司；2017年7月，证监会发布《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》，明确双创债发行规则，双创债开始常态化发行；2017年4月，交易商协会推出双创专项债务融资工具。

科创公司债、科创票据阶段：2022年5月，沪深交易所分别发布指引，明确科技创新公司债券业务规则，推出科技创新公司债券；2022年5月，交易商协会发布《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》，在高成长债、双创专项债务融资工具等融资产品的基础上升级推出科创票据。

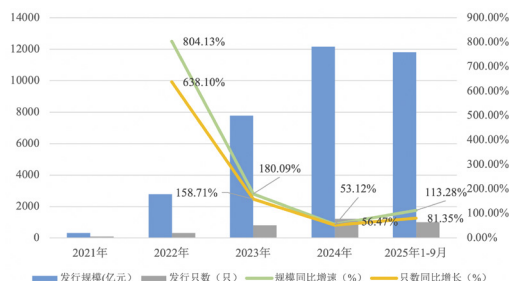
科技创新债券阶段：2025年5月7日，科创债市场迎来重磅政策支持，央行与证监会正式发布债券市场“科技板”纲领性文件，交易所和交易商协会也同步出

台文件，拓宽主体、优化机制，为科创债市场注入强劲活力。

从发行规模来看，2021年以来，在政策推动下，我国科创类债券发行规模和发行只数持续增长。特别是在债市“科技板”推出之后，科创债券的发行规模相较于上一年度呈现出显著的增长态势。2025年1—9月，我国科创债券的发行规模达到了11808.53亿元，发行数量为992只，与上一年度同期相比，分别增长了113.28%和81.35%（见图1）。截至2025年9月末，我国科创债券市场的规模达到2.89万亿元，债券数量为2715只，分别占信用债存量的5.59%和5.42%，未来具备较大的发展潜力。

民营、低信用等级主体的参与程度较低。2025年1—9月，我国发行的992只科创债券共对应548家发

图1 2021年以来科创类债券发行情况



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

行人,其中AAA_{sti}级别占比67.88%,AA_{sti}级别占比22.45%,AA_{sti}级别及以下占比9.67%(见图2);从发行人企业性质来看,地方国有企业占比57.66%,央企占比23.91%,民营企业占比10.58%(见图3),民营及低信用等级主体的参与程度相对较低。这一现象的成因是多方面的。其一,受投资者偏好影响,由于市场环境的变化,投资者的风险偏好更倾向于选择低风险债券;其二,民营企业由于规模相对较小、经营稳定性较弱等因素,信用水平普遍不高,难以满足发行条件;最后,缺乏有效增信措施,央企及地方国企凭借稳定的经营状况和政府支持,增信需求较低;而在民营企业中,仅有规模较大、实力较强的行业龙头能够通过信用增信发行科创债,大量中小科创企业因无法提供增信而被排除在外。

二、科技型企业发行科创债券可能性分析

以2024年公开市场发行的公司债券规模占期末发行主体所有者权益的平均值(18.57%)作为债券发行上限,本研究报告样本企业预计发行科创债券的规模约超5000亿元;但实际样本企业已发行科创债券规模不到百亿,与预测数据存在显著差距,未来发行科创债券空间大。此外,随着市场政策端支持与基础设施优化提

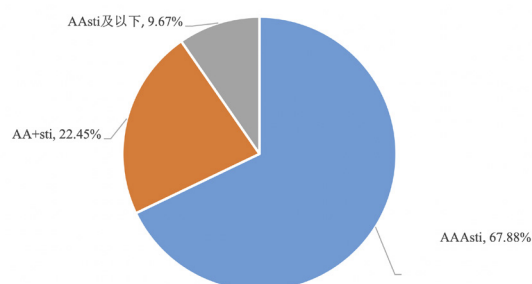
振科创债券流动性和信心,叠加科技型企业长期资金缺口大、传统融资受限,科技型企业对科创债的发行意愿或将增强,具备巨大发行潜力。

科技型企业在发展过程中面临持续的资金需求,科创债券作为支持科技创新的专项融资工具,自推出以来在政策支持下规模持续扩大,成为科技型企业重要融资渠道。

我国科创产业行业分布较为多元化,包括信息技术行业、生物医药行业、高端装备、新材料、新能源以及前沿创新产业(例如人工智能、人形机器人、自动驾驶、低空产业等)。截至2025年9月末,于创业板、科创板及北交所上市的公司共计2256家。其中,信息技术行业占比32.28%,工业行业占比29.80%(主要涵盖机械、电气设备、环保等行业),医疗保健行业占比12.55%,材料行业占比12.64%。这与我国科创产业的分布情况较为契合,后续数据分析也将围绕上述几个行业展开。

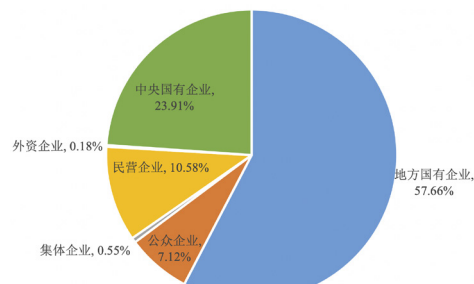
发行能力方面,随着政策对科技创新支持力度的持续加大,科技型企业对科创债的发行有望呈现较高的增长率,科创板、创业板及北交所上市公司具备较大发行空间。本研究报告以科创板、创业板、北交所的上市公司作为基础数据,对上述公司展开了筛选工作。首先,筛选出信息技术行业、生物制药行业、国防

图2 科创债券发行人主体级别分布情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 科创债券发行人企业性质分布情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

装备、航空航天、高端工业机械等具有显著高科技特性的行业；其次，鉴于科技型企业具有研发创新驱动的特性，筛选出在2022年至2024年期间，每年年度研发费用占收入比重超过5%的样本企业；最后，依据联合资信所发布的《科技创新企业主体信用评级方法与模型》，筛选出财务档次在4以上的样本，最终确定上市公司数量为1032家，以下分析将以“样本企业”简称。若以2024年发行的公司债券规模占期末发行主体所有者权益的平均值（18.57%）作为债券发行上限，上述样本企业预计发行科创债券的规模超过5000亿元。然而，截至2025年10月21日，样本企业已发行债券规模为626.45亿元，其中科创债券规模仅为39.00亿元，与预测数据存在明显差距，主要原因是样本企业以发行可转债作为主要的发债品种。当前，中小上市公司对融资成本的敏感度极高（大多处于扩张期，现金流紧张），可转债凭借“低票息+税盾效应+转股豁免偿债”的特点，具备“股债双性”，吸引了广泛的资金。然而，债市“科技板”推出后，在发行主体范围的扩大、募集资金用途的拓展以及创新风险分担机制等方面均发生了显著变革。此外，科创债鼓励企业发行长期科创债券，这与中小企业对长期资金的需求更为适配。

截至2024年末，样本企业目前已发行债券行业分

布主要集中于信息技术、医疗保健和工业等行业（见图4），主体级别分布主要集中于A+、AA-和AA（受转债发行占比较多影响），但发行科创债券的主体多为AA+级别及AAA级别实力强的企业（见图5）。

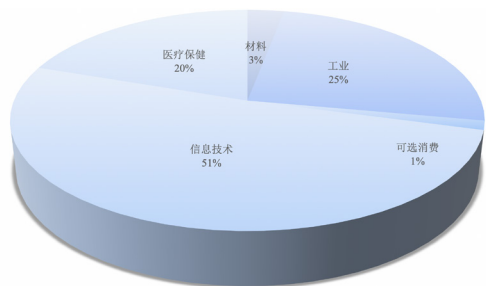
发行意愿方面，政策支持为科技型企业发行提供契机，各项政策在发行端实现主体扩容，明确“科创”属性，融资期限、条款和资金用途相对灵活；在流程端优化审核流程，提升效率，强化信息披露与持续监管；在成本端实行交易费用减免、低成本融资等。

从市场环境优化来看，科创债市场的流动性逐渐提升，投资者对科创债的认知度和接受度提高。随着机构投资者开始将科创债纳入投资组合，丰富市场资金来源，为科创债的发行提供了充足的资金保障。

从基础设施优化来看，交易结算系统更加高效便捷，交易所和银行间市场交易商协会积极鼓励并支持承销商等机构为科创债提供双边报价做市，为市场提供即时流动性，缩小买卖价差。以上均增强了科技型企业发行科创债的信心，提高了其发行的可能性。

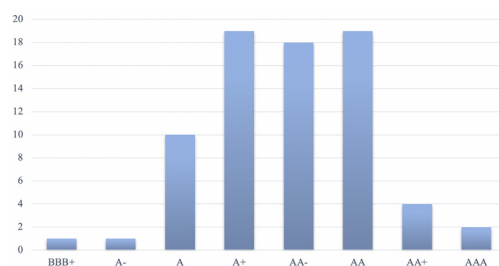
从企业融资需求来看，科技型企业具有高投入、高风险、长周期的特点，其产品研发、转化及商业化量产阶段均需大量资金，因此科技型企业长期面临着较大的资金缺口；传统银行贷款受制于抵押要求与风险偏好，科创债成为兼顾融资与控股权的重要选择。

图4 样本企业行业分布情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

图5 样本企业发行债券主体级别分布情况（单位：家）



资料来源：联合资信根据Wind整理

三、科技型企业信用风险特征分析

行业信用风险特征分析

不同行业的科技型企业在信用风险特征方面表现出显著的差异性，这主要由行业自身的特点、所处的市场环境、政策导向以及技术发展水平等多种因素共同作用和影响的结果。下面将选取具有代表性的几个行业进行详细分析。

1. 信息技术行业

信息技术行业各细分领域风险既具有共性又存在差异，消费电子、通信设备、半导体等硬件设备领域细分行业均面临强周期波动与技术迭代风险，市场需求受下游应用、政策及经济环境影响呈分化态势，且全球复杂供应链易受地缘政治冲击，关键零部件供应或区域政策变化可能引发生产停滞与成本上升。具体来看，消费电子、PCB 等行业存在价格战、原材料成本及库存积压风险；半导体行业叠加资本密集属性，巨额投入与长回报周期易与行业周期错配，加剧现金流压力。软件

服务领域风险聚焦“人力资本+项目驱动”模式短板，核心人才流失直接削弱技术能力，定制化项目存在客户需求变更与回款滞后问题，产品型企业则面临研发转化与盈利平衡挑战，同时客户集中及开源模式冲击加剧业绩不确定性。

信息技术行业分为硬件设备行业和软件服务行业。其中硬件行业包括计算机、通信设备及可穿戴设备等整机制造，以及半导体分立器、集成电路、光电子器件、印刷电路板（PCB）等电子器件制造等，涉及的细分制造领域较多。软件服务包含信息技术服务和软件，细分为应用软件、系统软件、互联网服务与基础架构等（见表1）。

2.生物制药行业

生物制药行业具备研发周期主导的“高不确定性型”信用风险。在医保控费的政策下，行业内部将持续分化。从中长期来看，行业分化可能会进一步扩大，研发能力强、融资能力强的头部企业未来发展良好，尾部企业的风险会逐渐暴露。

表1 信息技术细分领域信用风险特征

行业名称	核心信用风险特征
消费电子行业	风险源于产品快速迭代与品牌效应。产品生命周期短，趋势判断失误易导致库存积压与资产减值；信用状况高度依赖品牌忠诚度和生态护城河
通信设备行业	风险与全球电信投资周期及技术标准更迭强相关。技术路线为关键；地缘政治因素影响市场布局；风险抵御力依赖专利储备与标准话语权
电子设备、仪器和元件行业	风险呈两极分化，景气度随下游资本开支波动。头部企业靠技术壁垒和客户认证保持稳定；中小厂商陷于同质化竞争，定价权弱，抗风险能力差
半导体行业	风险集中于资本/技术双重壁垒及强周期性。巨额资本开支追赶先进制程，长建设周期易与行业下行期冲突，导致现金流紧张；地缘政治加剧供应链不确定性
光学光电子行业	风险主要来自技术路线颠覆与下游应用兴衰；业绩绑定于终端市场需求；若发生根本性技术变革，原有产能和研发投入可能快速沉没
印刷电路板（PCB）行业	风险体现为强周期性 with 薄利润压力。标准品竞争激烈，盈利易受原材料价格侵蚀；风险抵御能力取决于向高端化转型的成功度及优质客户结构
电子零部件行业	风险核心在于客户集中度与产品可替代性。深度嵌入特定客户供应链，订单高度集中；客户技术变更或供应商切换可能导致业务断崖式下滑
信息技术服务和软件	信用风险主要源于其人力资本密集和项目驱动的业务模式。行业高度依赖专业人才，核心团队流失会直接削弱技术能力并影响项目交付与收入。定制化开发项目易受需求变更、成本超支及回款周期长影响；产品型公司则面临技术迭代压力，若无法实现有效产品化复制将难以覆盖研发成本。客户集中度风险突出，少数大客户的预算调整或合作终止可能引发业绩波动

资料来源：联合资信根据Wind数据整理

生物制药行业发展迅速, 市场规模不断扩大。我国生物制药行业市场规模从2018年的2576.5亿元增长至2024年的4541.7亿元, 预计2025年有望达到4600亿元。基因编辑技术、细胞治疗技术、抗体药物技术等持续突破; 行业内大型药企占据主导地位, 但中小型创新药企不断崛起, 竞争激烈。生物制药信用风险核心源于“超长研发周期+高失败率”的行业属性, 其风险传导逻辑呈现“长周期积累、阶段性爆发”的特点。生物医药行业的信用风险还存在“强政策依赖性”和“高收益对冲”的特殊属性。风险驱动因素主要包括研发与临床风险、专利与市场独占风险、监管与政策风险和融资与流动性风险。其中研发与临床风险为最核心的风险源; 研发与临床风险核心在于“高投入、长周期、高失败率”的研发特性, 新药研发周期长且投入巨大且临床试验任何阶段失败风险高。专利与市场独占风险为企业生存高度依赖管线储备和专利保护期, 若在研药物失利或后续管线接续不力, 或将出现较大的信用风险; 创新药的成功依赖于有限的专利保护期, 专利期内, 企业可以凭借垄断定价回收成本并盈利; 但一旦专利到期, 仿制药的涌入会导致药品价格断崖式下跌; 且监管与政策风险为药品的上市审批、定价、报销资格完全受制于监管机构(如国家药监局、美国FDA)和医保支付政策; 监管审批的延迟或拒绝、药品上市后的安全性警告, 以及全球范围内日益加剧的药品价格管控(如集中带量采购), 均会冲击企业的盈利预期和现金流生成能力, 从而影响其信用水平。融资与流动性风险表现在部分企业盈利依赖持续外部融资, 资本市场环境变化可能导致融资困难, 消耗企业现金储备, 引发流动性危机。对于行业内的企业, 需更加关注技术研发、政策法规、市场需求、知识产权保护、供应链管理、融资与流动性管理等关键要素。

3. 高端装备制造业

高端装备制造业具有资金密集型和技术密集型的特点, 对固定资产投入要求较高; 行业信用风险呈“资

产+订单”双驱动特征, 企业的信用风险在一定程度上取决于其设备的先进性、生产能力和市场订单情况。

高端装备制造业(如航空航天装备、高端数控机床、海洋工程装备等)的信用风险呈现“资产规模+订单质量”双因素驱动特点, 其风险核心源于“重资产投入与市场需求的匹配度”。从资产结构来看, 该行业属于典型的“资金密集型+技术密集型”行业, 企业需投入大量资金用于购置高精度生产设备、建设专业生产线及搭建供应链体系, 固定资产占比较高, 虽可增强抵押融资能力, 但资产变现难度较大。若技术迭代滞后或市场需求收缩, 专用设备易出现产能过剩, 导致资产流动性不足, 提高信用风险。订单规模与稳定性是影响行业信用风险的关键因素, 高端装备产品具备定制化、高单价、长交付周期等特点, 企业收入与现金流高度依赖于长期稳定的订单来源, 如能持续获取大型项目订单, 并实现高效履约与成本控制, 则可形成“订单—生产—回款”的良性循环, 维持稳定信用风险水平; 反之, 若订单规模显著下滑或交付出现延迟, 将直接导致营业收入减少、应收账款攀升, 甚至引发产能闲置与债务压力叠加的困境, 信用风险随之上升。对于行业内的企业, 需更加关注资产质量与流动性、订单规模与稳定性、履约能力与成本控制、技术迭代适应性等关键因素。

财务风险特征分析

财务风险特征以信息技术、生物制药和工业为代表行业分析; 样本企业的财务数据为2022—2024年的三年加权平均数值。

1. 信息技术行业

信息技术行业整体面临一定的盈利压力。其中半导体行业整体呈现出高增长、高盈利以及低负债水平的特点, 不过需要关注半导体行业内部的分化状况。硬件设备行业营业收入增长和盈利能力适中, 但负债水平(无论是平均值还是中位数)相对较高, 债务资本

化程度也较高,需重点关注债务风险控制。软件服务行业营业总收入增长缓慢、盈利能力极弱,行业内部存在严重分化,多数企业盈利微薄,EBITDA对负债的覆盖能力普遍不足,在行业下行周期中,面临着更为严峻的财务风险。从样本数据来看,各细分领域营业收入增长呈现明显分化:半导体行业营业收入增长最为强劲,平均增速达17.10%;硬件设备行业收入增长相对稳健,平均增速为9.46%;软件服务行业收入增长较为缓慢,平均增速仅为2.04%。从行业中位数来看,半导体和硬件设备仍保持一定增速,软件服务行业中位数低于平均值,整体增长动力偏弱,且内部存在分化。盈利能力上,半导体行业盈利水平最高,EBITDA利润率平均值为13.20%;硬件设备行业居中,为7.24%;软件服务行业相对较弱,为0.21%。半导体行业中位数(16.09%)显著高于平均值,行业内多数企业盈利能力强,平均值可能被少数低利润企业拉低(因高强度的研发投入、未实现大规模量产和商业化应用,收入无法覆盖成本、同质化竞争激烈等因素影响业绩承压或亏损企业);硬件设备行业中位数(12.71%)亦高于平均值,盈利基础相对稳定;软件服务行业中位数(5.70%)虽仍为最低,但远高于其平均值,行业内部存在严重的盈利分化,大量企业盈利薄弱甚至亏损,拖累了整体平均水平。软件服务行业面临较为严峻的盈利挑战。

资本结构方面,信息技术行业各细分领域的资本结构呈现明显差异。其中,半导体行业具有较好的所有者权益基础和较低的负债水平,整体资本结构相对较好,但仍有部分高杠杆企业;硬件设备行业和软件服务行业的权益规模和增速均相对较低,但保持增长态势;硬件设备行业资产负债率相对较高,债务资本化程度也较高,需关注行业债务规模控制和资本结构的优化;软件行业资产负债率水平相对较高,但债务水平较低。偿债能力方面,从信息技术行业三大细分领域的资金保障倍数平均值来看,软件服务行业和半导体行业表现较好,硬件设备行业相对较低,各行业中

位数与平均值基本一致,行业流动性保障能力分布较为均匀。从EBITDA/负债总额平均值来看,半导体行业覆盖能力最强(0.35倍),硬件设备行业次之(0.22倍),软件服务行业最低(0.12倍)。其中,软件服务行业EBITDA/负债总额中位数(0.09倍)远低于平均值,其盈利对债务的覆盖能力普遍很弱,一定程度上面临“盈利不足以覆盖债务成本”的结构性挑战,在行业下行周期将加剧财务风险,行业整体偿债风险较高;半导体行业EBITDA/负债总额中位数(0.24倍)低于平均值,其偿债能力优势可能集中在头部企业。

2.生物制药行业

生物制药行业财务表现总体稳健,但内部分化显著;多数企业盈利能力强,而部分企业仍处于研发或市场导入的“烧钱”阶段,盈利高度依赖单一产品或技术转化。生物制药行业整体营业收入增速有所放缓,增长依赖新产品放量和市场渗透能力。财务风险高度集中于研发受阻且债务负担重的企业,这些企业利息覆盖能力弱,面临显著的再融资与流动性风险。从样本数据来看,盈利能力方面,受研发成果转化、成本控制与市场竞争力等方面差异化影响,生物制药行业的盈利能力存在较大分化。样本企业的EBITDA利润率平均水平为10.45%,但中位数24.02%显著高于均值,大量生物制药企业盈利能力集中于高位,而部分企业的严重亏损拉低了整体平均值。其中,盈利能力最强的企业与最差企业之间EBITDA利润率差距较大。生物制药样本企业整体营业收入增长虽保持正向,但增速有所放缓,样本企业营业收入平均增速为2.84%,中位数增速为2.61%,增长态势相对平稳;此格局凸显出市场竞争日趋激烈,行业内企业业绩高度依赖于其产品管线的竞争力和市场需求的持续性,部分头部企业仍能实现约35%的高速增长,但部分企业面临超过40%的营业总收入下滑。资本结构方面,样本企业中所有者权益规模差异明显,平均值为37.40亿元,中位数为27.47亿元,行业内企业资产实力分布不均,头部企业与中小型

企业规模差距较大;但所有者权益规模实现正向增长的企业仍较多;样本企业资产负债率平均值为19.92% (中位数18.44%),行业整体财务策略偏于保守,杠杆运用谨慎;部分企业资产负债率偏高,需重点关注其现金流状况与再融资能力。偿债能力方面,行业平均EBITDA/负债总额比率为0.52倍,行业整体的现金生成能力相对于债务存量覆盖程度偏弱;资金保障倍数平均值为1.29倍,债务覆盖能力较好;需关注行业巨额持续的研发投入(债务或股权融资支撑)与滞后且不确定的盈利回报之间的时间错配、短期与中长期风险并存。

3.高端工业行业

高端工业行业整体基本面稳健,营业总收入增长相对温和,盈利能力有所分化,偿债安全边际整体偏弱。行业资产负债率虽整体可控,但部分企业存在过度负债及较高的供应链资金占用情形;财务风险呈结构化和个性化,需关注部分高利润、低现金流企业及双低企业面临的再融资压力和流动性风险,甚至债务违约风险。盈利能力方面,高端工业行业营业总收入增速均值(13.17%)被少数高增长企业拉升,整体处于温和增长通道。其中,自动化、精密工具等高端机械制造业、电气设备行业和国防军工行业,受益于新能

源政策和国产替代趋势呈现高增长;部分受行业周期影响或特定订单周期影响的工业机械企业和国防军工企业增速放缓或出现下滑;但行业EBITDA利润率均值(11.07%)低于中位值(13.79%),存在部分严重亏损的企业,盈利能力有所分化。其中高盈利企业主要集中在具备技术壁垒和市场竞争力的细分领域龙头;盈利承压企业包括部分环保及国防军工企业,受制于研发投入高、项目周期长或市场竞争因素,利润率偏低或为负值。资本结构方面,样本企业资产负债率的均值与中位数接近,且处于50%以下的合理区间;全部债务资本化比率的均值(16.30%)高于中位数(12.60%),行业整体杠杆水平可控;但个别企业资产负债率等比率偏高,债务负担较重,需关注其流动性及再融资能力。偿债能力方面,EBITDA/负债总额倍数中位值为0.15倍,处于较低水平,且大部分企业EBITDA/负债总额倍数在0~1倍,部分为负值;少数企业EBITDA/负债总额超出1.5倍;样本企业资金保障倍数中位值为1.19倍,均值为1.32倍;样本工业企业偿债安全边际整体偏弱,行业内部分化显著,需关注高利润、低现金流企业因资本开支巨大或供应链的资金占用过多,导致实际偿债现金流不足,潜在的流动性危机风险及双低企业的债务违约风险。■



2025年NPL产品存续期表现

——发行规模持续增长, 回收进度存在波动

文|联合资信 宋宇 李爽 陈乐敏

一、NPL产品发行情况

不良资产支持证券产品发行规模持续增长

2016年至2025年7月, 银行间公募市场不良资产支持证券产品(以下简称“NPL产品”)累计发行规模为2865.08亿元。2025年1—7月, NPL产品发行单数为87单, 同比增长45.00%; NPL产品发行规模为399.77亿元, 同比增长69.77%, 发行单数与发行规模呈现双增长态势。近年来商业银行NPL产品发行量逐年增加(见图1)。

大型国有商业银行仍是市场主力

2025年1—7月发行规模排名前三的是建设银行、工商银行和农业银行, 三家银行共发行162.24亿元,

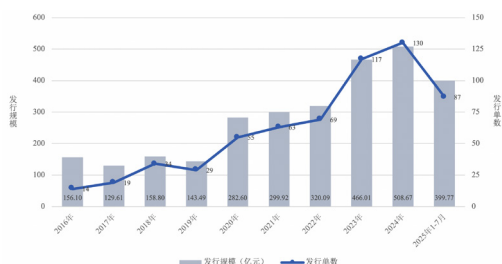
占2025年1—7月不良资产支持证券产品总发行规模40.58%。2025年1—7月银行间市场各发起机构NPL产品发行规模分布见图2。

NPL产品优先档证券发行利率稳中有降, 不同资产发行利差有所差异

银行间公募市场NPL产品优先档证券(AAA_{sf})发行利率集中在2%~3%区间, 发行利率较去年稳中有降。

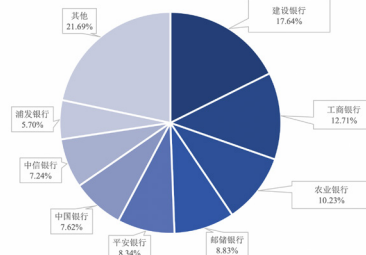
根据不良资产分类的不同, NPL产品优先档证券(AAA_{sf})发行利率和一年期中期票据到期收益率(AAA)的利差存在差异, 但整体利差较2024年以前呈收窄趋势(见图3)。2024年至2025年7月, 信用卡不良贷款、个人消费不良贷款和汽车不良贷款¹为基础

图1 2016—2025年7月NPL产品发行规模及单数(单位: 亿元、单)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图2 2025年1—7月银行间市场各发起机构NPL产品发行规模分布



注: 其他包括发行规模小于市场发行总额5%的8家发起机构
资料来源: Wind, 联合资信整理

¹ 汽车不良贷款不包含信用卡汽车分期不良资产。

资产的优先档证券（AAA_{sf}）发行利差基本在30BP以内；个人住房抵押不良贷款和小微企业不良贷款为基础资产的优先档证券发行利差大部分在50BP~70BP之间，一定程度上体现了投资人对不同类型NPL产品的风险偏好（见图4）。

二、2025年新发行NPL产品与估值情况

总体情况

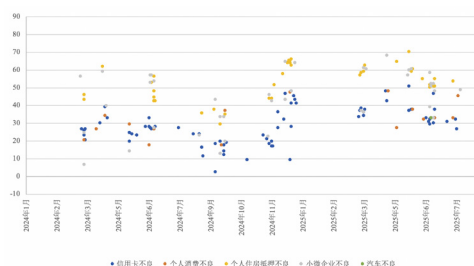
2025年1—7月共发行87单NPL产品，基础资产涵盖信用卡不良贷款、个人消费不良贷款、小微企业不良贷款、汽车不良贷款和个人住房抵押不良贷款五类²，未发行对公NPL产品。发行规模上，基础资产类型为信用卡不良贷款、小微企业不良贷款和个人住房抵押不良贷款的NPL产品占比最大，小微企业NPL产品和个人住房抵押NPL产品的发行规模及单数增量尤为明显（见图5）。

基础资产特征及估值

从回收估值水平来看，纯信用类不良贷款受逾期

期限、笔均未偿本息费和分散度的影响较大。逾期期限越短，单笔未偿本息费越小，分散度越高，回收估值水平越高。含押品类不良贷款的回收估值水平由抵（质）押物的快速变现能力、处置环境和资产其他特殊因素等多种因素决定。抵质押物变现能力越强，变现速度越快，处置环境越好，回收估值水平越高；受房地产市场以及司法诉讼环境的影响抵押物处置承压，处置回收不确定性提升，含住房押品类NPL产品预期估值趋于保守（见表1）。

图4 2024年—2025年7月NPL产品优先档证券（AAA_{sf}）发行利差（单位：BP）



注：NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利差=NPL优先档证券（AAA_{sf}）发行利率—1年期中短期票据到期收益率（AAA）

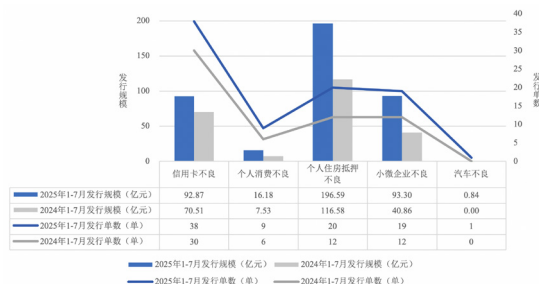
资料来源：Wind，联合资信整理

图3 2024年—2025年7月NPL产品优先档证券（AAA_{sf}）发行利率



资料来源：Wind，联合资信整理

图5 2025年1—7月及2024年1—7月各类NPL产品发行规模及单数（单位：亿元、单）



资料来源：Wind，联合资信整理

² 本文中所涉 NPL 产品底层基础资产细分种类数据来源为 Wind，小微企业不良贷款包含小微企业经营不良贷款和个人经营不良贷款。

三、NPL产品存续期表现

纯信用类NPL产品与含押品类NPL产品在资产回收和证券兑付上呈现差异。资产回收方面，纯信用类NPL产品基础资产小而分散，回收节奏相对稳定，短期内回款效率较高；含押品类NPL产品资产回收则与押品处置周期及估值紧密相关，整体进度偏慢且不确定性较高。证券兑付方面，纯信用类NPL产品现金流分散且持续，优先档证券兑付完成度和速度普遍更优，而含押品类NPL产品兑付依赖押品变现，受宏观经济环境、司法处置效率、押品价值波动影响较大，兑付节奏偏缓。

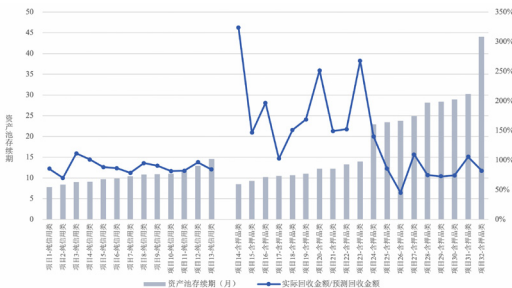
纯信用类NPL产品回收进度合理波动，含押品类NPL产品回款进度不确定性较大；偏离度随存续时间逐渐收敛

目前，2024年及以前年度发行并在存续期内的NPL产品中，32单NPL产品由联合资信进行2025年跟踪评级。由联合资信进行本年度跟踪评级的项目已经历至少

7个回收期（月），从各回收期间的回收数据来看，各产品存续期内实际回收与预测回收偏离度见图6。

纯信用类NPL产品存续期普遍偏短，实际回收与预测回收存在一定的负偏离，实际回收进度缓于首次评级预测。资产池存续期越长，偏离度绝对值越小。由联合资信进行跟踪评级的纯信用类NPL产品平均

图6 2021—2024年联合资信承做项目实际回收与预测回收偏离度（单位：月）



注：纯信用类项目均为2024年发行，含押品类项目14~23为2024年发行、含押品类项目24~32为2021~2023年发行
数据来源：受托机构报告，联合资信整理

表1 2025年1—7月发行NPL产品基础资产整体情况（单位：单、万元、月）

	基础资产	单数	笔均金额区间/均值	逾期期限区间/均值	回收率区间	特征
纯信用类	信用卡不良	38	2.12~7.96/3.96	2.74~14.57/6.07	4.04%~16.39%	笔均金额较小，分散性好，同质性高 逾期期限通常较短
	个人消费不良	7	1.99~9.32/6.42	5.38~13.49/9.25	6.17%~16.23%	
	小微企业不良	4	12.57~83.97/56.07	3.93~6.41/5.07	7.69%~10.56%	笔均金额波动较大 逾期期限通常较短
含押品类	个人消费不良	2	5.34~47.50/26.42	3.50~4.88/4.19	16.87%~59.30%	抵押物为汽车或住宅
	个人住房抵押不良	20	45.59~105.27/67.81	4.74~18.17/9.64	36.04%~49.90%	分散度较高，同质性较高 逾期期限通常较长 抵押物均为住宅，回收率普遍较高
	小微企业不良	15	13.10~180.87/83.32	2.75~10.21/6.10	12.00%~57.20%	分散度较高，同质性较高 逾期期限通常较长 抵押物均为住宅，回收率普遍较高
	汽车不良	1	8.73	4.21	20.45%/21.35%	笔均金额较小，分散度较高，同质性较高 逾期期限通常较短

注：1.汽车不良的回收率（A/B），A为中债资信回收率估值；2.B为其他评级机构回收率估值
资料来源：Wind，联合资信整理

偏离度³为-11.24%，大部分纯信用类NPL产品偏离度在(-20%，20%)区间内；个别纯信用类NPL产品，由于存续期较短，实际回收与预测偏离度较高，负偏离超过20%。受宏观经济环境、诉讼环境及个人信息保护法等因素影响，纯信用类NPL产品资产回收不确定性增加，叠加纯信用类NPL产品存续期限较短、个别项目地区集中度较高，因此短期内回收有小幅波动，但在合理范围。

含押品类NPL产品回款进度整体呈现波动较大态势。由联合资信进行跟踪评级的19单含押品类NPL产品中，2024年发行的10单含押品类NPL产品实际回收进度均明显快于预期；2024年以前发行的9单产品中有4单实际回收进度负偏离超20%，致使个别项目兑付承压。这主要是由于大多数含押品类NPL产品单户金额大、资产集中度相对高，并且受宏观经济环境、司法环境、房地产市场波动和资产其他特殊因素等多种因素影响，回收现金流分布的不确定性较高。特别对于存续期较短的产品，资产实际处置进度易与预测产生较大程度的偏离。

综上，本年度跟踪的纯信用类NPL产品实际回收进度缓于预期，但波动处于合理范围；含押品类NPL产品影响回收进度因素复杂，回款进度不确定性较大。随着资产池存续时间增加，实际回收与预测回收的偏离度逐渐收敛。

2024年发行NPL产品总体兑付情况良好，兑付速度有所放缓

截至2025年7月31日，2024年度发行的130单NPL产品中，有54单NPL产品的优先档证券已兑付完毕，占总发行单数的41.54%。优先档证券已兑付完毕的NPL产品，优先档证券平均兑付时间约为9个月，较去年跟踪时

的6.6个月⁴，兑付时间有所延长。

优先档证券未完成兑付的76单NPL产品中，43单NPL产品的优先档证券本金已兑付50%以上；25单NPL产品的优先档证券本金兑付20%~50%；8单NPL产品的优先档证券本金兑付比例低于20%。仅1单信用卡NPL产品超过预期到期日仍未兑付完优先档证券本金。

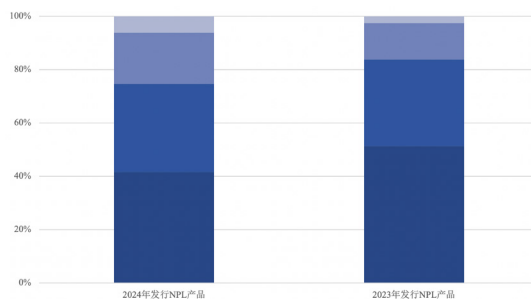
从总体兑付情况来看，2024年发行的大部分NPL产品已经完成兑付或已兑付超过50%的优先档证券本金（见图7），总体兑付情况良好，但兑付速度较去年跟踪时有所放缓。

四、总结与未来展望

NPL产品发行规模呈现增长态势，产品结构随不良结构差异动态调整

2025年1—7月，在银行业资产质量压力释放与政策端鼓励市场化处置的双重驱动下，NPL产品市场延

图7 2024年及2023年发行NPL产品优先档证券兑付比例分布



注：上图所示兑付比例为2024年发行NPL产品截至2025年7月底优先档证券的兑付比例和2023年发行NPL产品截至2024年7月底优先档证券的兑付比例

数据来源：受托机构报告，跟踪评级报告，联合资信整理

³ 偏离度 = (同期限真实回收 - 同期限预测回收) / 同期限预测回收。

⁴ 统计口径为2023年度发行的，截至2024年7月31日，优先档证券已兑付完毕的60单NPL产品，优先档证券的平均兑付时间。



续扩容趋势，发行规模同比增长69.77%，发行单数同比增长45.00%。2024年以来银行业不良贷款余额持续攀升，信用卡、小微企业不良贷款等细分领域不良压力尤为突出，迫使银行加速通过出表缓解表内压力。国有大行侧重个人住房抵押不良发行，股份制银行则加快信用卡、小微企业不良发行。细分品类中，个人住房抵押及小微企业不良贷款因经济复苏节奏不均承压明显，发行节奏加快，发行规模分别占总发行规模的49.18%和23.34%。

政策方面，银登中心2025年信贷不良资产支持证券注册额度同比提升50%，为市场化处置提供充足空间，国家金融监督管理总局2025年印发的《关于促进金融资产管理公司高质量发展提升监管质效的指导意见》强调要提升不良资产处置质效，为NPL产品的发行提供了政策支持。

NPL产品资产回收进度存在波动，未来需持续关注不良资产回收情况

纯信用类NPL产品资产回收进度合理波动，含押品类NPL产品回款进度不确定性较大。纯信用类NPL产品真实回收与预测回收存在一定的负偏离，但波动处

于合理范围。受宏观经济、诉讼环境及个人信息保护法等因素影响，纯信用类NPL产品资产回收不确定性增加。含押品类NPL产品抵押物处置易受到宏观环境及司法环境等因素的影响，且单户金额大、资产集中度相对高，真实回款进度不确定性较大，但市场也在积极探索多样化的处置方式提速处置流程，包括金融机构与司法部门协同、调解、赋强公证等。从存续期表现看，随着资产池存续时间增加，NPL产品实际回收与预测回收的偏离度逐渐收敛。未来仍需对不良资产回收情况保持关注。

优先档证券兑付情况良好，兑付速度较往年有所放缓

2024年发行的NPL产品优先档证券总体兑付情况良好。截至2025年7月31日，2024年发行的130单产品中，已有54单（占比41.54%）优先档证券本金全部兑付完毕，且其中大部分产品的实际存续期限短于预期存续期限。在剩余76单尚未完成全额兑付的产品中，43单（占比56.58%）的优先档证券本金已兑付超过50%。由于纯信用类NPL产品回收进度放缓，含押品类NPL回收进度不确定性大，存续期内优先档证券的兑付速度有所放缓，个别项目未来兑付情况或将承压。///

破局与新生： 重点省份化债进度观察与区域发展转型探索

文 | 联合资信 张雪婷 李思卓

一、引言

2023年7月，中共中央政治局会议首次提出“制定实施一揽子化债方案”，标志着新一轮化债周期的开始，随后“35号文”等相关政策密集出台，对于部分债务压力较重的重点区域¹，中央给予了更积极的化债支持，同时在政府投资项目和新增融资等方面施加更为严格的管控。2024年11月，“6+4+2”增量化债措施出台，加速推进了地方存量债务的化解进程。2024年12月，“99号文”作为35号文的第6个补丁文件出台，明确了清晰、可操作的重点省份退出标准和路径，并对融资平台退出进度及退出后的后续要求进行说明。

退出重点省份名单旨在平衡化债与发展之间的矛盾，标志着重点省份从“风险化解的攻坚期”逐步进入

“巩固化债成果和恢复经济发展的新阶段”。本文将通过梳理35号文发布以来重点省份的化债进度及成效，评估各重点省份的退出进程和所面临的瓶颈，并基于现阶段国家对于地方投资和产业发展的核心导向及政策指引，探索退出重点省份后如何巩固化债成果和重塑区域发展新动力。

二、重点省份化债进度及成效分析

重点省份退出标准

99号文提出的重点省份退出标准包含2个定量指标和1个定性指标，并对融资平台的退出进度提出了明确要求（见表1）。从标准设置来看，实现重点省份退出目标，需要各地区达成由定量硬性约束、定性能力评

表1 99号文提出的重点省份退出标准

标准类型	具体要求	核心内涵
定量指标1	隐性债务率（地方政府隐性债务余额/地方综合财力）应不高于除北京、上海、广东外16个非重点省份中隐性债务率较高的8个省份的平均值（分子分母均为前一年数据，8个省份平均值以财政部认定为准）	硬性门槛，将债务负担控制在相对安全的“水位线”以下
定量指标2	本地区金融债务/GDP低于10%（分子分母均为前一年数据）	
定性指标	评估具备化债能力，不再适用重点省份相关化债政策支持后，确保有能力防范化解地方债务风险	评估在失去特殊政策支持后，地方政府是否有能力自主防范债务风险，实现区域可持续发展
融资平台退出进度	2025年一季度申请退出时，最近一个月底融资平台数量较2023年3月底累计压降不低于40%；2025年底、2026年底融资平台数量分别较2023年3月底累计压降不低于75%、90%；2027年6月底前实现融资平台全部退出	从根本上消除滋生隐性债务的隐患，改变地方政府依赖平台融资的发展模式

资料来源：公开资料，联合资信整理

¹ 本文所指重点区域包括天津、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、广西、重庆、贵州、云南、甘肃、青海和宁夏等12个省市区，全文统称“重点省份”。

估和结构性改革（即融资平台清退）共同构成的综合性标准，并非简单地债务压降，而是考量在借助政策化解债务后，地方政府自身是否能够具备持续“造血”和抗风险的能力。

重点省份化债成效

1. 隐性债务化解情况

隐性债务认定以来，各地区隐性债务认定规模以及化解进度并未公布。2024年11月，财政部部长蓝佛安在全国人大常委会新闻发布会上首次介绍了2023年末全国隐性债务余额为14.3万亿元，并明确10万亿元地方化债资源将根据地方政府隐性债务规模，按照全国统一比例进行分配。同时，根据2025年9月在全国人大常委会会议上发布的《国务院关于2024年度政府债务管理情况的报告》，2024年末，全国地方政府隐性债务余额10.5万亿元。综合以上公开信息，本文根据2024年各地区获得的用于置换存量隐性债务的再融资专项债

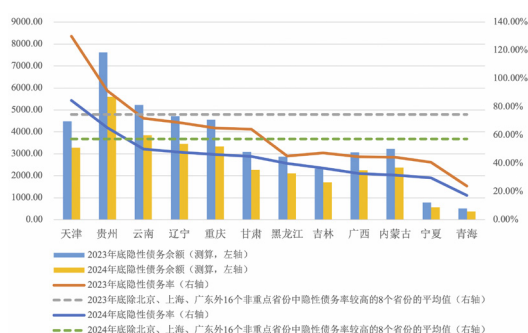
券及特殊新增专项债券规模，以及全国地方政府隐性债务余额，来对2023—2024年末各地区隐性债务余额进行测算，并以此计算各地区隐性债务率（见图1）。

2024年末，各重点省份隐性债务余额和隐性债务率均较上年底有所下降，天津和贵州隐性债务率相对较高，其余省份隐性债务率均低于除北京、上海、广东外16个非重点省份中隐性债务率较高的8个省份的平均值，即满足重点省份退出标准中对隐性债务率的硬性要求。

2. 地方金融债务情况

本文以2023—2024年末各地区发债城投企业有息债务代替地方金融债务进行测算²（见图2），2024年末，除吉林以外，其余重点省份发债城投企业有息债务规模/GDP均有不同程度下降，其中天津降幅最为明显。从达标情况来看，2024年末，重点省份中仅有内蒙古、黑龙江、辽宁和青海发债城投企业有息债务规模/GDP低于10%，甘肃和宁夏分别略高出0.88和0.91个百分点，其余6个地区均远高于10%。考虑到内蒙古、青海、宁夏等地区未发债城投企业比例较高，以及近年

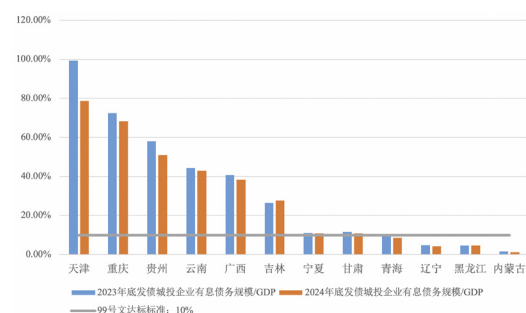
图1 2023—2024年底重点省份隐性债务余额及隐性债务率情况
(单位: 亿元)



注：1.隐性债务余额为测算数据，测算结果与实际情况可能存在一定偏差；2.隐性债务率=隐性债务余额/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

资料来源：公开资料，联合资信整理

图2 2023—2024年底重点省份发债城投企业有息债务规模/GDP情况



资料来源：公开资料，联合资信整理

² 本文以剔除合并范围内子公司并且2022—2024年财务数据齐全的2299家发债城投企业为样本进行测算分析。发债城投企业有息债务的计算口径为资产负债表中“短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款”。

来部分地区依托化债支持加速出清等因素,可能导致以发债城投企业口径计算的金融债务规模被低估,占GDP的比值偏乐观,故基于该指标得出的相关结论具有一定局限性。

在化债的大背景下,各地区金融债务在增速及利息等方面亦呈现出一定规律性变动。从债务增速来看(见图3),2023—2024年末,重点省份与非重点省份发债城投企业有息债务增速均值分化明显,重点省份债务增速均值远低于非重点省份,2024年末重点省份债务增速均值降为负值。2024年末,重点省份中内蒙古、天津、重庆、宁夏和广西发债城投企业有息债务增速降幅较大,广西、贵州、辽宁、青海、天津和内蒙古发债城投企业有息债务呈现负增长,仅吉林和黑龙江有息债务增速高于上年末。

从发债利差变动来看(见图4),2024年,全国各地发债城投企业利差表现同比均有不同程度收窄,重点省份利差降幅均值(154.73bp)显著高于非重点省份(85.10bp),主要得益于“资产荒”背景下城投债刚兑信仰增强,高利差区域下行更为明显,以及化债政策倾斜,重点省份区域信用环境得到明显修复。

3. 融资平台退名单情况

根据各重点省份公开披露信息,宁夏、内蒙古、吉

林、辽宁和甘肃明确披露了融资平台压降比例,分别为76.0%、66.5%、56.7%、55.9%和35.9%,其中宁夏、内蒙古、吉林、辽宁已满足99号文提出的不低于40%的要求,其余重点省份均有关于“推进融资平台改革转型”或“加大融资平台压降力度”等相关公开表述,但未披露具体的压降比例。

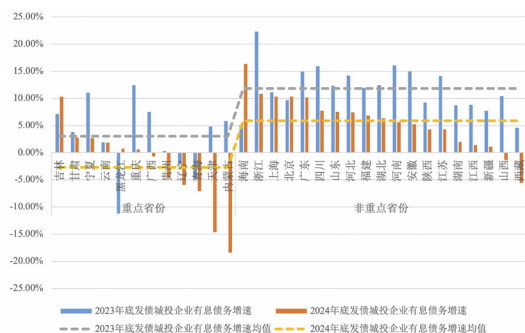
2025年10月,央行行长潘功胜在全国人大常委会会议上报告金融工作情况时指出,“2025年9月末,全国融资平台数量、存量经营性金融债务规模较2023年3月末分别下降71%、62%,风险明显缓释”,下一步将继续做好金融支持融资平台化债工作,支持融资平台市场化转型。

4. 区域舆情情况

除了上述两项定量指标及融资平台退出进度要求,99号文对于重点省份退出还提出一条定性要求,旨在评估重点省份自主防范债务风险的能力。本文主要通过区域舆情情况来反映地方政府的债务风险管控能力。

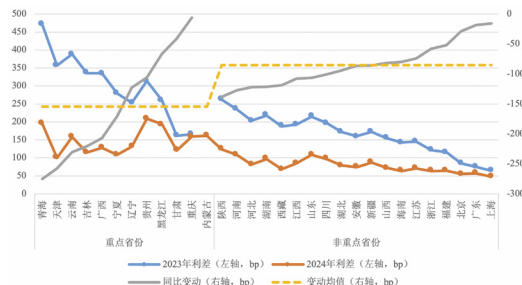
从上海票据交易所披露的票据逾期情况来看(见图5),2023—2025年9月,发生票据逾期的城投企业主要集中于山东、云南、贵州和河南等区域。通过对比单位企业风险发生率,云南(21次/家)和贵州(18.7次/家)单个企业发生风险事件的频率更高,个体风险高

图3 2023—2024年底全国各省市发债城投企业有息债务增速情况



资料来源: 公开资料, 联合资信整理

图4 2023—2024年全国各省市发债城投企业利差变动情况



注: 内蒙古2023年无城投债发行, 故未测算内蒙古2023年发债利差及2024年同比变动情况

资料来源: 公开资料, 联合资信整理

度显著高于其他地区，云南和贵州票据逾期风险的严重程度更高。此外，据不完全统计，重点省份中贵州和云南部分发债城投企业或其子公司仍存在较大规模非标、贷款等债务逾期情况，区域化债仍高度依赖外部政策支持，地方债务风险尚未得到根本改善。

重点省份退出进程

从现阶段化债成效来看，重点省份退出进程呈现一定分化（见图6）。2025年7月，内蒙古人大常委会会议上发布的《关于2024年自治区本级财政决算草案的审查结果报告》称，“要巩固退出地方债务重点省份成果，指导盟市旗县因地制宜统筹做好化债工作。”意味着内蒙古已退出重点省份，成为35号文提到的12个重点省份中，首个公开实现退出的地区。对标99号文提出的重点省份退出标准，内蒙古在隐性债务率、金融债务/GDP两项定量指标及融资平台压降比例方面均已达标，并连续2年超额完成年度化债任务。

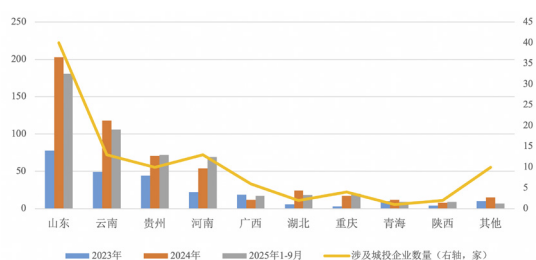
内蒙古“脱帽”为其他重点省份后续退出起到有效的示范作用，结合各重点省份现阶段的化债成效以及所面临的瓶颈，可按照退出批次大致将其余11个重点省份分为三种类型。

第一，快速退出型。青海、宁夏、黑龙江和辽宁均已基本达到隐性债务率和金融债务/GDP两项定量指标要求，其中，宁夏将“积极推动我区退出债务高风险

省份”作为2025年财政改革发展工作之一，青海将“做好退出地方债务重点省份相关工作”作为2025年下半年重点工作之一；此外，吉林隐性债务清零率领跑全国，2024年末全省82.9%的市县区实现隐性债务清零，融资平台压降比例达55.9%，并提出“加快退出债务高风险省份行列”。上述地区债务包袱较轻，在化债政策支持下区域债务压力得到有效缓释。

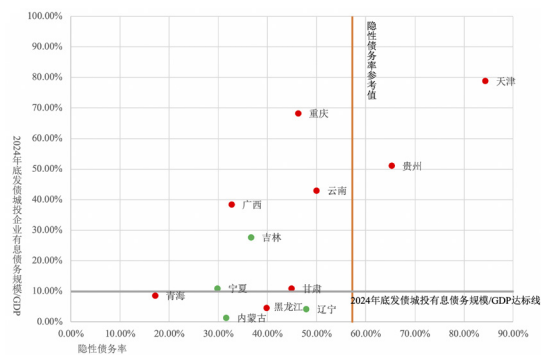
第二，瓶颈攻坚型。该类重点省份已取得一定的化债成果或先天具备优良的化债转型优势，但同时也面临较为突出的化债瓶颈。甘肃、广西和重庆隐性债务率已达标，但金融债务/GDP仍处于高位水平。其中，甘肃金融债务在西北地区重点省份中规模突出，融资平台压降进度滞后，在财力增长动力不足及金融资源匮乏等因素制约下，“退平台”和“降债务”或存在并行困境，可通过分类压降破解两者矛盾，即加快张掖、定西、平凉、天水等地区的债务清退和平台转型，对于兰州等债务高地，暂缓平台退出节奏，优先通过政策支持置换高息债务、平滑债务风险，守牢系统性风险底线；广西以柳州为首的部分区域债务压力和风险舆情较为突出，但近两年广西聚焦区域主要矛盾，柳州债务结构和成本均得到有效改善，2024年累计化解到期

图5 2023—2025年9月票据逾期风险发生频次区域分布情况（单位：次）



资料来源：公开资料，联合资信整理

图6 2024年底重点省份化债进程矩阵



注：绿色代表明确披露融资平台压降比例且比例已达标，红色代表明确披露融资平台压降比例且比例未达标，或未明确披露融资平台压降比例
资料来源：公开资料，联合资信整理

债务本息超过1000亿元,银行贷款、债券、非标比例由5.5:2.9:1.6优化为6.7:2.7:0.6,舆情得到有效控制,此外,广西在非标转标、银团化债、展本降息等方面亦取得成效;重庆经济发展水平和产业基础相对领先,但存在区域内发展不平衡的问题,部分区县债务还本付息和“三保”支出面临较大压力,攻坚难点在于统筹推进全域债务化解。此外,天津作为重点省份中唯一地处东部地区的直辖市,具有相对突出的战略地位和发展动力,以及推动区域发展转型的资源优势,且在债务风险管控、政策工具运用等方面展现出较强的执行力。根据《关于天津市2024年预算执行情况和2025年预算草案的报告》,天津市非标、高息隐性债务全部出清,有息隐性债务利率较上年降低1个百分点,清理撤并融资平台75家,北辰、红桥、河北、宁河、西青等市区政府均公告实现了隐性债务清零,发债城投企业债务增速及发债利差降幅均相对显著,但由于天津债务规模基数大,如何加速将债务率压降至安全“水位线”是其须攻克的主要难关。

第三,持续承压型。贵州和云南受限于地方财政收支矛盾突出、债务负担重、信用环境修复难度大等因素,债务风险化解仍持续承压。云南在《云南省2025年政府预算解读》中提到“基层财政普遍困难、化债持续承压,全省财政收支矛盾仍然十分突出,紧平衡特征更加明显”,贵州在2025年政府工作报告中提到“财政收支压力加大”“债务、金融、安全生产等领域还存在风险隐患”。从区域舆情情况来看,贵州和云南地方债务舆情呈现“高频次”和“高量级”的双高特征,化债政策落实后区域债务风险虽有所收敛但成效不足,区域信用环境修复难度大,地方债务风险防控仍将持续承压。

三、重点省份发展转型探索分析

基于上节对重点省份退出进程的综合评估,部分地区仍存在较大的化债压力。想要在化债中谋求发

展,短期来看,需巩固化债成果,做好融资平台退出后的“安置工作”,助力平台尽快完成市场化转型;长远来看,地方发展仍需依靠自身内生动力,地方政府应紧扣政策导向、聚焦战略资源,打造“投资驱动产业,产业反哺投资”的良性闭环,重塑区域发展新格局。

巩固化债成果:做好融资平台退出后的“安置工作”

地方政府巩固化债成果的本质系切断新增隐性债务的源头(即清退融资平台),并通过提升区域的自主造血能力来实现经济增长和产业发展的内循环。退平台后的城投企业虽不再承担地方政府融资职能,但在业务经营、资金往来和人事管理等方面与地方政府仍存在深度关联,短期内仍将在政策允许的范围内参与地方经济社会发展。地方政府如何统筹区域有效资源,结合城投企业的自身优劣势,合理推进城投企业转型并重塑退平台后的国企格局,使城投企业更有效地赋能区域经济和产业发展,是地方政府巩固化债成果的关键。

在资源统筹上,一方面,地方政府应系统梳理区域内经营性资产(如特许经营权、园区资产、公共服务设施等),将优质资源向具备运营潜力的城投企业倾斜,“一企一策”制定融资平台改革转型方案。另一方面,地方政府需联动政策、资本、产业资源形成合力,政策上围绕区域战略定位明确城投企业转型赛道,资本上引导社会资本与城投企业设立产业基金,充分发挥政府资金的引导撬动作用,吸引更多社会资本为区域产业发展赋能,再通过产业增值产生的效益提升城投企业的盈利水平。

在转型方向上,地方政府应精准评估城投企业的资产、技术和经验优势,匹配合适的转型路径。例如,对于资产规模大、具备城市建设管理经验的区域主平台,推动其转型为“城市综合运营商”;对于产业基础好、具备资本运作潜力的园区城投或发达地区城投企业,引导其转型为“产业投资集团”;对于县域小型城

投或资产以公益性为主的平台,明确其“公共项目服务商”定位,通过规范与政府机构的合作模式,让其专注于市政代建与设施管养,在保障基本收益的同时,严防隐性债务新增风险。

对于转型失败或转型空间小的城投企业,现阶段来看暂留在平台名单内更有利于其债务滚续和争取财政支持,地方政府应利用这段政策缓冲期对该类平台的资产和债务进行摸排和清理,优先置换高成本、无有效资产对应的债务,避免企业危机向区域风险传导。同时,针对有优质资产但债务负担重的城投,通过资产债务重组、引入战略投资者等方式尝试盘活;针对资产价值低、资不抵债的城投,通过司法清算或破产重整实现风险出清。

投资转型：从重传统基建转向符合国家战略的产业和民生短板领域

根据化债要求,重点省份在政府投资项目方面受到严格管控,短期来看旨在遏制债务无序扩张,为债务化解创造空间和时间。中长期来看,其核心目的在于压降无效或低效投资,引导地方政府转变发展模式,将投资重心转移到符合国家战略、可产生市场效益和现金流回报的领域,从而实现高质量发展的长远目标。

当前我国投资政策聚焦“精准滴灌”与“结构优化”,要求紧扣国家发展战略和民生需求,积极扩大有效投资,切实选准选好项目,管好用好资金,坚决防止低效无效投资。投资领域方面,国家要求因地制宜发展新质生产力,鼓励地方在推动传统产业改造提升和大力实施城市更新的同时,培育壮大新兴产业和未来产业,整体呈现“传统升级+补齐短板+新兴突破”的特征。投资模式方面,政府工作报告和中央经济工作会议对于2025年重点任务均提出要加强财政与金融的配合,以政府投资有效带动社会投资,强调发挥资本的“乘数效应”和壮大“耐心资本”,并大力鼓励外商投资。

在国家“基建补短板、产业促升级、生态惠民生”

的核心导向下,重点省份结合地方发展需求进行投资领域布局。东北地区作为老工业基地和粮食主产区,投资聚焦工业技改和农业安全;西北地区作为生态屏障与能源富集地,投资更加侧重于生态治理和能源开发,并在能源科创领域寻求高质量发展,将资源优势转化为产业优势,例如内蒙古、甘肃、青海、宁夏是国家级大型风电、光伏基地,投资集中于新能源发电、储能、特高压外送通道;西南地区可依托生态资源和地缘区位优势重点投向生态文旅和口岸经济,通过大通道建设融入全球产业链。

总体来看,国家对于地方投资的政策导向明确,核心目标是推动投资从“量”的扩张转向“质”的提升,引导资金精准投向符合国家战略发展的产业和民生短板领域,并通过多渠道补充项目资本金带动社会投资的方式破解融资瓶颈。对于迫切谋求发展转型的重点省份来说,应严防无效低效投资导致的债务风险反弹,加强政府投资对社会资本的引导与带动,结合地方资源禀赋和产业基础进行精准和差异化的投资布局。

产业转型：聚焦资源禀赋和战略优势，寻求区域协同和错位发展

在明确了国家对于投资的核心导向以及地方应因地制宜规划投资布局之后,我们需要通过产业发展对区域经济和财力的带来验证地方投资和产业发展是否形成了“投资驱动产业,产业反哺投资”的良性闭环。

通过查阅《西部地区鼓励类产业目录(2025年本)》及各地政府工作报告等公开资料,可以看出重点省份差异化的发展路径与国家因地制宜发展新质生产力的战略深度契合。从资源转化看,各地均立足核心禀赋突破产业瓶颈:能源大省聚焦“绿色转型”,如内蒙古依托全球最大稀土储量与充足风光资源,打造风电光伏装备集群并延伸稀土全产业链,宁夏则以宁东煤化工中试基地为核心推进煤化工与新型储能融合;农业与生态禀赋突出的省份侧重“价值升级”,黑龙江

将黑土地资源转化为农业科技优势,推广智能农机与黑土保护技术,青海则深挖盐湖锂资源潜力,研发锂电池材料助力新能源产业;沿边沿海省份强化“开放赋能”,广西借北部湾港口与东盟口岸优势发展跨境物流,天津依托北方航运枢纽推动临港石化绿色改造,形成“资源-产业-效益”的增值闭环。战略定位决定产业转型高度,各地产业方向紧密承接国家区域战略:东北三省紧扣“东北振兴”,辽宁推动装备制造“智改数转”、吉林聚焦汽车电动化、黑龙江强化能源保障,共同重塑老工业基地优势;成渝地区围绕“双城经济圈”,重庆发展功率半导体与文旅装备,贵州深化算力枢纽建设,打造西部数字经济增长极;西部沿边省份服务“向西开放”,云南建设面向南亚东南亚的生物医药与跨境贸易基地,甘肃依托丝路资源推动新能源与文旅融合,形成南北呼应的开放格局。

总体来看,在我国“因地制宜”和“高质量发展”的政策导向下,重点省份着力集聚资源要素,产业转型既避免同质化竞争,又通过“能源互补、产业协同、开放联动”,构建起覆盖东北振兴、西部开发、沿海开放的区域发展新格局,为全国高质量发展提供多元支撑。

四、总结与展望

通过评估重点省份的化债进程,我们发现,除了内蒙古已率先公开实现退出以外,青海、黑龙江、辽宁、吉林和宁夏等地区债务压力得到有效缓释,部分地方政府表达了明确的退出诉求;甘肃、广西和重庆等地区已实现部分指标突破,但区域内仍存在突出瓶颈有待攻克;天津虽债务率指标表现欠佳,但短期控险能力强,区域地位及战略资源等优势有利于长期造血功能重塑;贵州和云南两地由于地方财政收支压力大、债务负担重、信用风险敞口大等因素,整体化债进度相对落后,地方债务风险防控仍将持续承压。

随着化债进程的加速推进,重点省份受到的政策



约束逐渐“松绑”,地方政府及国有企业投融资行为的主动性和灵活性将有所增强,有利于地方经济的恢复和发展;但同时,原有的化债政策支持也会逐步减少,未来的债务偿还将更依赖于地方自身的财力水平和市场化手段,在“后重点省份时期”可能面临债务风险反弹、经营性债务化解、城投平台转型、市场信心修复与预期管理等风险。

面对化债与发展的双重任务,重点省份欲巩固来之不易的化债成果并实现根本性的可持续发展,首要任务是建立全域、穿透式的长效风险监管机制,避免债务风险反弹,同时进一步推进融资平台转型,提升地方国有企业的自身运营效率与抗风险能力;增长驱动力转换方面,关键在于杜绝低效无效投资,紧扣国家政策审慎管理项目投资,精准利用政策工具,充分发挥财政资金的引导作用与金融工具的杠杆效应;最后,通过产业反哺形成闭环,依托区域资源禀赋和战略地位培育具有区域特色的产业集群,通过区域协同和错位发展实现产业增值最大化,进而增强地方政府的自身“造血”能力,改善财政健康状况,为区域高质量发展提供坚实支撑。 ▮

商业银行个人贷款发展瓶颈： 业务拓展与资产处置的双重挑战

文 | 联合资信 陈绪童 李胤贤

一、商业银行个人贷款业务发展历程及结构特征

个人贷款业务发展历程

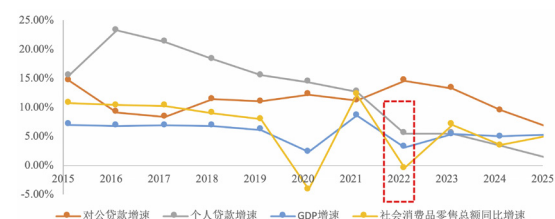
个人信贷业务逐步从依赖房贷向多元业务转型。个人信贷业务作为商业银行零售转型核心力量之一，长期以来在商业银行夯实客户基础、优化收入结构以及分散信贷风险等方面发挥着重要作用。从近十年的发展情况来看（见图1至图3），以个人住房贷款为主的消费类贷款是我国商业银行个人贷款最主要的构成，而随着房地产政策调整，商业银行信贷资产逐步降低对房地产市场依赖，向多元化转型，个人贷款增速受个人住房贷款增速下行而逐步放缓，但在2022年以前增速仍高于对公贷款。

政策调控与需求转变导致个贷增速下滑，信贷结构向对公回流。2022年以来，在“住房不炒”主基调下，监管部门对银行房地产贷款进行集中度管控，“两条红线”分档限制银行房地产贷款占比，同时居民由

于预期收入不稳，在消费及投资方面趋于谨慎，加杠杆意愿明显下降，叠加市场利率持续下行影响，住房按揭市场出现提前还贷潮，进一步压缩住房贷款规模的净增长，个人贷款增速明显下滑至较低水平。与此同时，在政策引导和实体经济需求恢复的作用下，对公贷款保持了较为强劲的增长势头，成为商业银行信贷投放的主力，我国商业银行信贷结构中个人信贷业务占比由上升转变为下降趋势，信贷结构出现明显的“对公强、零售弱”特征。截至2025年6月末，个人贷款业务增速放缓至1.40%，占资产总额的比重降至20.97%。

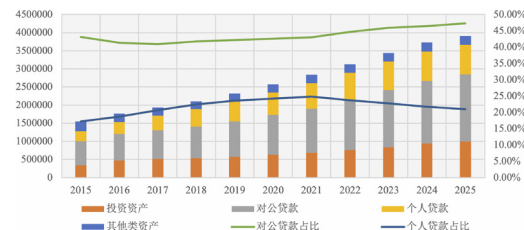
从个人贷款自身结构来看，随着房地产市场深度调整，商业银行对消费贷款投放力度有所加强，但难以完全抵消住房贷款收缩带来的缺口，以住房贷款为主的消费类贷款占比亦呈现先上升后下降趋势；同时在普惠小微增速考核导向、央行再贷款再贴现等政策推动下，个人经营贷款增速提升并逐步高于消费类贷

图1 2015—2025年6月末我国存款类金融机构个贷增速受宏观经济波动影响情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2015—2025年6月末我国存款类金融机构资产结构变化情况
单位：亿元



数据来源：Wind，联合资信整理

款增速，但个人经营贷款占比仍处于较低水平，个人贷款业务面临增长瓶颈及结构调整压力。截至2025年6月末，消费类贷款（含住房贷款）占个人贷款业务的69.46%，经营类贷款占比30.54%。

商业银行个人贷款结构特征

从样本¹商业银行数据表现来看，2022年以来，我国商业银行个人贷款规模保持扩张态势，但业务增速明显放缓且业务结构发生显著变化（见图4）。

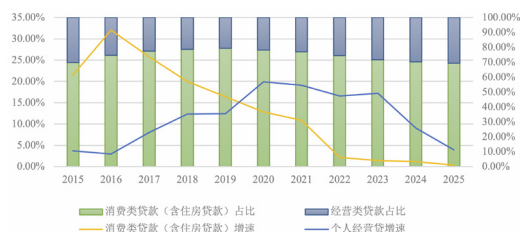
住房贷款余额持续小幅下降但仍为个人贷款基本盘。从个人贷款业务结构来看，住房贷款是个人贷款业务最主要的构成。2022年，供给端方面，商业银行在房地产集中度管控“两道红线”约束下主动压降按揭贷款规模；需求端方面，在房价预期转弱背景下，居民加杠杆意愿降低，同时存量房贷利率与新发放贷款利率形成倒挂，按揭贷款出现提前还贷潮；但受益于部分城市房地产市场的惯性需求和“保交楼”政策的支持，个人住房贷款余额保持增长，但增速明显放缓。2023年以来，随着房价普遍下行和居民收入预期走弱，新增按揭贷款显著萎缩，同时按揭贷款提前还款现象仍在持续，个人住房贷款余额出现负增长，占个人

贷款的比重逐步下降但仍保持在50%以上。

个人经营贷款在经历快速扩张后增速逐步放缓，但仍为推动个人贷款增长的关键因素之一。个人经营贷款方面，为支持小微企业纾困，监管部门曾连续出台多项政策引导银行增加对小微主体的信用贷款投放，并将涵盖个体工商户、小微企业主贷款的普惠小微业务增速等指标作为监管考核的一部分，同时央行再贷款以及财政贴息政策为商业银行提供了低成本资金，叠加住房贷款业务发展承压，商业银行投放个人经营贷款意愿加强，个人经营贷款成为商业银行拓展县域市场和支小经济的重要工具之一，个人经营贷款规模快速扩张，占个人贷款的比重持续上升，成为拉动个人贷款规模增长的关键因素之一；但2023年以来，受宏观经济波动影响，部分小微企业和个体工商户面临需求不足、成本高企的经营困境，自身扩产和融资需求有所减弱，个人经营贷款需求端收缩，加之经营贷款资产加速暴露使商业银行经营贷款投放趋于谨慎，个人经营贷款增速逐步放缓。

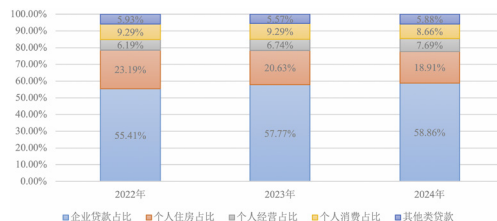
在供给端刺激下，消费贷款呈现快速增长，但资产质量下行等因素倒逼商业银行主动压降投放节奏。消费贷款方面，2022—2023年，在住房贷款业务发展承

图3 2015—2025年6月末我国存款类金融机构个人贷款结构变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

图4 2022—2024年末样本商业银行信贷结构情况



数据来源：Wind，联合资信整理

¹ 样本商业银行共 67 家，包括 6 家国有大型商业银行、12 家全国性股份制商业银行、35 家城市商业银行和 14 家农村商业银行，数据来源为 Wind。

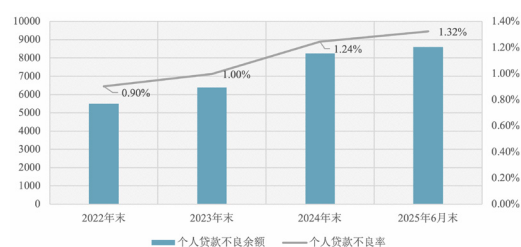
压背景下, 商业银行将资源转至消费贷款, 金融科技的高速发展极大拓宽了商业银行获客渠道, 提升了其服务效率, 通过“线上审批+场景分期”模式将金融服务嵌入教育、医疗、家电、旅游等场景, 同时商业银行通过降低利率等方式抢占市场, 通过以量补价方式对冲按揭下降带来的收益缺口。此外, 在对公贷款增长承压及同业竞争加剧压力下, 部分商业银行通过互联网平台大幅扩张消费贷款, 在供给端刺激下, 消费贷款呈现快速增长。但2024年以来, 居民收入预期走弱、房价下跌带来的财富缩水等因素抑制了其消费与借贷意愿, 同时信用卡等消费贷款业务资产质量恶化叠加信用卡和互联网平台贷款规范政策的出台倒逼商业银行主动压降投放节奏, 消费贷款增速明显下滑。2025年以来, 为应对国内需求不振、预期偏弱等挑战, 国家从供需两端协同发力, 通过财政贴息、结构性货币政策工具以及鼓励金融产品创新等方式降低消费信贷成本、扩大消费领域金融供给, 从而释放居民消费潜力, 充分发挥消费对经济增长的基础性作用, 为个人消费贷款提供了良好的政策环境。

二、个人贷款资产质量表现与风险成因

个人贷款资产质量表现

宏观压力及风险积累导致个人贷款资产质量下行

图5 样本银行个人贷款资产质量走势

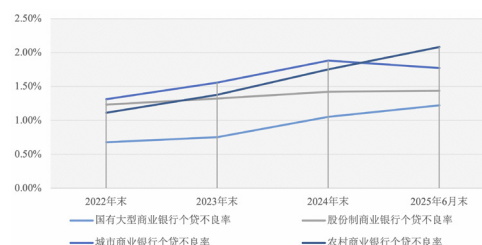


数据来源: 公开资料, 联合资信整理

趋势凸显。近年来, 受宏观经济复苏动力偏弱、房地产深度调整以及居民收入增长趋缓等因素影响, 叠加金融机构在之前年度零售业务扩张过程中客群下沉、线上化加速导致风险积累, 我国商业银行个人贷款资产质量从过去多年的“黄金时期”进入风险逐步暴露和释放的阶段, 部分银行新增不良来源由过去以对公为主, 逐步向个贷迁移, 整体个人贷款资产质量下行趋势凸显, 多家银行个人贷款不良生成金额同比增加; 为此, 商业银行积极运用多种途径加大个人不良资产清收化解力度以缓解不良率的上升压力, 银行对个人不良贷款尤其是消费贷款的核销规模普遍增加, 但个人贷款不良率整体仍呈上升趋势。从样本数据来看, 近年来, 商业银行个人贷款不良规模和不良率均有所上升, 且2024年上升较为明显, 但个人贷款不良率仍低于商业银行整体不良率和对公贷款不良率。截至2025年6月末, 样本商业银行个人贷款不良率上升至1.32% (见图5)。

个人贷款风险分化, 区域性银行承压相对明显。从银行类型来看 (见图6), 国有大行依托雄厚的资本实力、完善的风控体系和较强的客户筛选能力, 同时由于个人住房贷款占比相对较高, 整体个人贷款资产质量较好, 且其能够通过内部拨备和资本消化风险, 个人贷款不良率虽呈上升趋势但明显低于其他类型商业银行。股份制银行零售转型较早, 长期深耕收入水平更高、职业更

图6 不同类型银行个人贷款不良率走势



数据来源: 公开资料, 联合资信整理

稳定且信用意识更强的中高端客群,经济冲击下这部分客群抗风险能力和还款意愿远高于区域性银行通过互联网贷款下沉获取的长尾客群,叠加成熟的风控技术和充足的财务缓冲,股份制银行个人贷款不良率上升相对平缓,且低于城商行和农商行。城商行和农商行在盈利和竞争压力下被迫进行客群下沉,长尾客户占比相对较高,且部分城商行通过互联网贷款扩大业务规模,导致风险积累较快,整体个人贷款不良率相对国股行更高,而农商行由于缺乏大数据风控能力,依赖传统人工审批和有限的征信数据,导致风险识别能力相对较弱,且农商行个人经营性贷款占比相对较高,相对其他类型商业银行更大程度地暴露在县域经济周期和地方产业链波动下,资产质量下降更为明显。此外,由于区域性银行资产质量表现与其经营所在区域的经济韧性和地方金融生态高度相关,城商行和农商行个人贷款资产质量区域差异相对明显。经济发达、产业结构多元的长三角、珠三角等地区,得益于民营经济活跃、居民收入相对稳定且消费需求旺盛,当地城商行和农商行个人贷款不良率处于相对较低水平;而在产业结构单一、经济增长乏力或对资源依赖度较高的东北及中部部分地区,小微企业抗风险能力较弱,且居民就业和收入易受经济波动冲击,直接导致个人经营贷和消费贷的不良率持续高企。2024年至2025年上半年,部分农商行和城商行的个人贷款不良率已突破4%,显著高于行业平均水平。

个人贷款风险结构及成因

个人贷款资产质量呈现一定的结构分化特征。不同类型的个人贷款由于其底层资产逻辑、借款人画像以及所受宏观经济冲击的传导路径不同,风险暴露的程度、节奏和表现形式有一定差异。我们选取了信息披露相对完善的国股行作为小样本,对不同类型的个人贷款不良率走势进行分析,从数据表现来看(见图7),2023年以来,各类个贷不良率均呈上升趋势,其中信用卡不良率最高,个人住房贷款不良率最低,个人经营性贷款不良率上升幅度最大。2025年6月末,样本银行整体个人贷款不良率为1.25%,其中信用卡不良率为2.44%,个人住房贷款不良率为0.76%,个人经营性贷款和个人消费贷款不良率分别为1.66%和1.57%。

良率上升幅度最大。2025年6月末,样本银行整体个人贷款不良率为1.25%,其中信用卡不良率为2.44%,个人住房贷款不良率为0.76%,个人经营性贷款和个人消费贷款不良率分别为1.66%和1.57%。

1. 个人住房贷款:不良率抬升但仍处于较低水平,风险暴露呈区域分化

长期以来,个人住房贷款因其抵质押物充足、借款人信用资质相对较好、本金摊还的还款方式等特点,一直被视为商业银行个人贷款中的“压舱石”,资产质量优良。但近年来,随着房地产市场的深度调整和宏观经济环境的变化,个人住房贷款风险暴露有所增加;一方面,居民收入下降导致还款能力弱化,另一方面,部分房企流动性危机下导致楼盘烂尾,从而引发还款意愿下降带来的主动“断供”风险,叠加需求下降和提前还款共同导致个人住房贷款总量增速放缓,个人住房贷款不良率有所上升。同时,个人住房贷款风险暴露呈现明显的区域分化特征,经济实力靠前、人口持续流入的一线 and 核心二线城市得益于房价更具支撑力和居民抗风险能力更强,个人住房贷款资产质量表现相对平稳,但部分三四线城市和县域地区由于房地产市场脆弱性更明显、居民收入受地方经济冲击更大,部分地区甚至出现房产价值低于未偿贷款余额的极端情况,从而进一步削弱居民还款意愿,导致个人住房贷款逾期率和不良率上升较为明显。但整体看,个人住房贷款仍是商业银行相对优质的

图7 不同类型个人贷款资产质量走势



数据来源:公开资料,联合资信整理

资产之一，整体风险可控。

2. 信用卡：经济周期敏感性突出，不良率最高且上升明显

信用卡作为无抵押的循环信贷产品，其还款情况直接反映了居民短期现金流的健康状况，对经济波动最为敏感。近年来，宏观经济承压与居民收入预期转弱，显著削弱了持卡人的还款能力与意愿，导致违约行为最先且更为集中地在信用卡领域暴露。同时，银行在前期零售转型中采取的客群下沉策略，虽扩大了用户基数，但也引入了更多收入波动性较大、抗风险能力较弱的长尾客群，加之信用卡用户普遍存在多头共债现象，经济下行易引发连锁违约，而线上申请场景中的欺诈风险进一步加剧了资产质量下行压力。此外，与其他类型个人贷款产品相比，信用卡每月还款的短期特性使其风险暴露更为及时，成为整体个人贷款风险的先行指标。综上，在经济周期性、产品内在风险性及市场策略有效性共同作用下，商业银行信用卡不良率高于其他类型个人贷款，且上升趋势相对明显，个别城农商行信用卡不良率甚至已突破9%。

3. 个人消费贷款：客群下沉与风控缺失导致风险加速暴露

与信用卡主要反映短期现金流紧张不同，消费贷不良率上升更直接地揭示了长尾客群偿付能力的系统性削弱。近年来，在居民收入增速放缓和消费信心不足的背景下，抗风险能力最弱的下沉客群还款能力持续承压；而驱动风险的更深层原因，则源于银行此前为应对息差收窄以及对公贷款增长乏力等方面的压力而采取的快速上量和信用下沉的激进策略，部分区域性中小银行通过互联网平台快速触达客户，以贷贷或联合贷的形式推动消费贷款规模迅速扩大，将信贷资源过度投放至共债率高、收入不稳定的长尾人群，同时，线上化贷款模式的风控漏洞亦在经济下行期被放大，数据孤岛问题导致多头负债难以穿透，部分平台的欺诈风险也推高了不良生成。因此，消费贷资产质量的下滑，本质上是银行前期追

求规模的增长模式与宏观逆周期、微观风控能力不足之间矛盾的凸显。

4. 个人经营性贷款：风险滞后效益明显，纾困政策退出后风险加速显现

与依赖个人消费能力的信用卡和消费贷款不同，经营性贷款的资产质量与小微企业和个体工商户的经营状况直接挂钩，其风险传导链条更长，也更具有隐蔽性，且经营性贷款期限较长，其风险暴露相较于短期消费信贷具有更明显的滞后效应。2022年以来，宏观经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，小微企业作为经济的毛细血管首当其冲，持续承受着原材料成本高企、市场需求不足、订单波动等多重经营压力，导致其经营性现金流长期处于紧张状态，最终传导至贷款本息偿还环节，形成了不良贷款的源头。但值得注意的是，疫情期间的各项针对普惠小微领域延期还本付息等纾困政策虽在短期内延缓了风险暴露，但也积累了风险滞后释放的压力，导致相关领域贷款风险在2023年至2024年政策退出后开始加速显现，样本数据2024年末个人经营性贷款不良率显著抬升0.42个百分点。从结构上看，经营性贷款风险呈现出鲜明的区域和行业分化，主要集中于产业结构单一、抗风险能力弱的县域市场以及受经济周期影响大的批发零售、制造业等领域。因此，经营性贷款资产质量下滑的本质是宏观经济周期压力向小微经营实体传导，并最终向银行体系传导的信用风险，其化解也更依赖于宏观经济的切实回暖和企业经营活力的根本性恢复。

三、个人贷款风险化解压力

近年来，随着个人贷款风险逐步积累并集中释放，商业银行风险管控和不良处置压力明显上升。一方面，银行通过强化资料审核机制、借助科技手段提升对长尾客户的筛选能力等方式加强贷前客户准入管理，并建立多维度风险预警体系提升风险识别能力和贷后监控力

度；另一方面，通过内部催收、债务重组、司法追偿、批量转让、证券化及收益权转让等多种渠道处置不良资产以稳定资产质量。然而，部分中小银行由于科技能力相对有限、催收及处置方式较为单一，叠加跨机构多头借贷风险难以及时识别等因素，导致其个人贷款风险化解压力较大。

核销：消耗拨备的“最终出清”

核销作为最传统且主流的不良贷款处置方式，能快速降低账面不良率，净化资产负债表，操作简单，是小额信用贷款（如信用卡、消费贷）的处置主力，但其本质是财务处理，会直接消耗银行利润和资本，在息差收窄盈利被挤压的背景下，银行核销空间亦随之收窄。

重组：给予缓冲的“风险缓释”

重组作为传统风险处置方式之一，主要适用于有抵押物或经营前景可期的个人经营贷和按揭贷款；银行可通过延长贷款期限、调整还款计划、分期、减免利息等方式帮助暂时遇到困难但仍有还款意愿的借款人恢复履约能力，减少不良贷款损失，暂时缓冲不良上升的压力，但其风险在于仅延迟了风险暴露，若借款人最终仍未能摆脱困境，银行将面临更大损失，同时亦会加大流动性管理压力。

批量转让：快速变现的“市场出表”

批量转让能够帮助银行实现不良资产快速出表并释放资本，缓解其拨备及资本压力，提高流动性。近年来，个人贷款资产质量下行压力加大，部分银行受限于盈利和拨备空间不足，核销额度有限，在盈利和资产质量双重压力下，转向批量转让的方式处置不良，叠加政策支持下个贷不良资产批量转让试点机构扩容，个人不良贷款批量转让成交规模大幅上升；然而，由于消费贷和信用卡贷款缺乏抵押物，回收率普遍偏低，部分高风险资产包甚至低于2%，导致银行在处置过程中出现较大的折价损失。由于大部分城商行和农商行个贷总量相对较小且议价能力弱，难以承受较低的折扣率，国有行和

股份行成为市场上个贷批量转让的主要供给方。

资产证券化：盘活存量的“金融工程”

银行通过资产证券化将个人贷款资产打包分层，转移部分风险给投资者，从而提前收回资金、节约资本占用和流动性，且通常相比转让能实现更高的资产价格。但其操作相对复杂、门槛高、成本高，目前主要由国有行及头部股份行用于处置信用卡分期、车贷等具有一定规模且现金流可预测的资产包。

整体看，国股行得益于强大的资本实力、专业的团队和丰富的经验，其个人不良贷款处置手段多元且高效，为不良资产批量转让市场的主要供给方和不良资产证券化市场的绝对主力。而对于中小银行来说，受限于资本实力相对较弱，难以承受不良资产批量转让时的巨额折价损失；同时，由于不良资产证券化对资产包组建、模型定价和中介协调能力要求较高，中小银行缺乏相关专业团队与经验，加之其自主研发的多维度预警和智能催收系统尚不成熟，难以像大型银行那样通过高效清收显著提升回收率，从而减少对核销的依赖；此外，部分区域型中小银行数据治理能力相对较弱，在合规层面难以满足跨机构转让所要求的资产信息披露标准，也限制了其通过市场化手段处置的可能性。因此，对于中小银行而言，核销仍为其处置个人不良贷款的主要手段，在当前息差收窄、新增不良上升的双重压力下，其面临更大的风险处置压力。

四、个人贷款业务展望

个人贷款业务作为我国商业银行零售转型的重要组成部分，其在优化收入结构、分散信贷风险和夯实客户基础方面发挥了关键作用。近年来，伴随宏观经济复苏乏力、房地产市场调整以及居民收入增长趋缓，我国商业银行个人贷款业务遭遇瓶颈，在住房贷款增速持续放缓甚至出现负增长的情况下，个人贷款结构逐步向消费贷款和经营贷款倾斜，但目前仍难以完全抵消住房

贷款收缩带来的缺口,住房贷款仍为个人信贷业务的主力,且住房贷款资产质量相对优质,现阶段仍为商业银行个人信贷业务的基本盘,对房地产依赖度的降低仍需长时间推进。同时,随着我国房地产市场由增量向存量的转变,商业银行住房贷款业务亦需重点关注二手房市场、房屋租赁市场信贷需求,结合住房公积金等业务加快住房贷款产品创新。个人消费贷款是商业银行应对当前息差收窄造成利润空间压缩的重点投放领域,但随着消费贷款资产质量的快速下行,“以量补价”的发展模式难以为继,依托零售业务数字化升级以及智能风控体系升级提升消费贷款发展效率成为关键,同时国家对个人消费贷款贴息政策、关于发展消费金融助力提振消费政策等多项政策的实施为消费贷款发展提供了良好契机,消费贷款应用场景有望进一步延伸,或将成为推动个人贷款发展的主要动力。个人经营贷款作为普惠

小微业务的一部分,近年来在政策端的刺激下经历了快速上升后,随着纾困政策的退出,经营贷款风险加速暴露,业务增速回落,在当前环境下经营贷款仍面临较大发展压力。

长期来看,个人贷款依然是商业银行零售转型的重要支柱,其市场需求具有刚性。未来,随着宏观经济逐步修复、房地产市场企稳、金融科技进步以及消费金融政策发力,商业银行个人贷款或将迎来新的发展机遇,资产质量有望趋于稳定,而个人信贷业务将更加依赖于数据资产的积累以及数据驱动下的精细化管理和智能化决策。随着个人贷款业务发展动能的转变,个人贷款业务在各类型商业银行之间的分化或将进一步加剧,个人信贷资源或将更为集中,而中小银行,特别是城商行及农商行需更加聚焦本地市场,深耕特定客群,打造差异化竞争优势。//



从监管处罚看城投公司财务报表规范性

文 | 联合资信 迟腾飞 陈婷

一、引言

城投公司作为我国地方政府投融资的核心载体，在城市基础设施建设和公共服务供给等领域发挥着不可替代的作用。然而，这类特殊主体天然具有“投资规模大、公益属性强、投资周期长”的运营特征，其财务状况不仅受市场交易方式影响，更与地方财政收支、政策导向深度绑定，部分城投公司财务报表存在些许不规范情形。

相较于被深度研究的上市公司而言，城投公司信息披露有限，很多对城投财务报表的研究大多停留在理论层面，并存在无法证实研究结论等难题。近年来，监管机构不断加强对会计师事务所等中介机构的监管和检查力度，密集披露了一批监管行政处罚公告，其中不乏涉及城投公司的案例。监管部门通过行使行政监管职权，依法调取城投公司的会计凭证、银行流水、业务合同及审计工作底稿，突破普通报表使用者信息获取的限制，实现对财务报表的全链条核查。已披露的行政处罚公告不仅明确指出审计机构的失职环节，更详细披露了城投公司报表中存在的规范问题，涉及资产、负债、收入、利润及关联交易等方面，为研究提供了兼具真实性与细节性的一手素材。基于此，本研究以监管部门发布的会计师事务所行政处罚公告作为透视城投公司财务报表规范性的“放大镜”，旨在深入解析相关城投公司存在的财务报表不规范问题，并为后续财务分析工作提供相关建议。

二、监管处罚案例分析

2023年以来，中华人民共和国财政部公开发布了对多家会计师事务所的处罚决定书，本报告将从上述处罚案例出发，对案例涉及的主要财务报表规范性问题进行归纳和解析，并总结作为报表使用者应当从中吸取的经验和启发。

资产相关处罚案例

1. 案例解析

《企业会计准则》对资产的定义及确认条件作出明确界定。首先，资产的定义是指企业过去的交易或者事项形成的、由企业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源。由企业拥有或者控制，是指企业享有某项资源的所有权，或者虽然不享有某项资源的所有权，但该资源能被企业所控制。预期会给企业带来经济利益，是指直接或者间接导致现金和现金等价物流入企业的潜力。

结合资产的定义和确认条件，上述处罚案例涉及的财务报表瑕疵可归纳为三类，且每类问题均直接或间接违背准则核心要求：

①违背“拥有或控制”原则：资产归属与报表确认错位

上文案例（见表1）即政府实际划拨的资产多为某区域内资产的公益性部分（如公共设施），但企业却将该区域内与该公益性资产相关的具有收益性的资产作为一个整体纳入财务报表核算。

②违背“预期带来经济利益”原则：资产不具备收益属性

上文案例部分城投报表中确认的部分资产，本质为公益性资产；如某城投报表中确认的停车位收费经营权未对停车位实施收费改造、未取得价格主管部门核准停车收费标准，无法为企业带来经营收益，不符合“预期带来经济利益”的资产定义。

③违背“可靠计量”条件：资产账面价值缺乏准确性

上述处罚案例中，某城投财务报表中投资性房地产采用的评估方法欠规范，导致评估价值存在偏差。

(2) 案例启发

①多维度确认资产权属关系：针对企业外购或划入的资产，尤其是无形资产和投资性房地产等重点科目，应当多方位确认资产的法律权属证明。

②剔除无效资产：监管机构禁止地方政府将公立学校、公立医院等公益性资产作为资本注入城投平台。针对此类明确是公益性资产的情况，在分析时可以予以特殊考虑，充分揭示相关资产质量问题。

③警惕低效资产：城投公司投资性房地产和无形资产等科目资产评估增值的情况比较常见，对于资产评估报告，可以结合自身对行业的了解，来判断评估方法和评估假设的合理性。

表1 资产相关的行政处罚案例

行政处罚案例	主要问题
处罚事项：2023年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2020年报表审计过程中，针对调增其无形资产（水体资源专有使用权原值）的事项依据不充分，发表审计意见不恰当。 事实核查：当地政府曾于2010年对该城投无偿划拨岸堤水库相关资产，并由评估机构对“岸堤水库饮用水水体资源专有使用权”出具了资产评估报告。但经查，该城投2020年末账面无形资产未包含水体资源专有使用权，政府批复的该城投决算中无形资产也未包含水体资源专有使用权，而岸堤水库资源使用权未给该城投带来收益，不符合资产定义。	资产归属与报表确认错位 不符合资产确认条件
处罚事项：2023年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2021年报表审计过程中，未识别出不符合确认条件的无形资产。 事实核查：2021年，当地政府发文，将当地相关部门、单位依法取得的停车泊位（场）和路边停车位收费经营权授予该城投。该城投及其子公司依据上述文件，在未对停车位实施收费改造、未取得价格主管部门核准停车收费标准、未实际收取任何停车费用的情况下，将该收费经营权以评估价计入该城投子公司的无形资产和资本公积。	不符合资产确认条件
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2022年报表审计过程中，通过市场询价后已识别出该生物资产存在重大减值迹象，但未纠正企业错误，得出不减值的结论，导致重大错报。 事实核查：该城投将无偿划拨取得的景区苗木和自行车赛道区域植物，按评估价值确认为生物性资产，而上述资产自2021年接收以来未产生收入且存在重大减值迹象。	资产存在减值迹象，未进行减值处理
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2022年报表审计过程中，未分析评估机构采用的评估方法及模型、重要假设、关键参数的恰当性，未识别相关重大错报。 事实核查：该城投将无偿划拨取得的廉租房等资产，按评估价值确认投资性房地产。评估价值为采用市场比较法，参考普通住宅市场价减去需补缴土地出让金计算得出，但相关廉租房不能出售，采用市场比较法评估明显不合理。	资产评估方法欠规范

资料来源：财政部网站等公开披露资料，联合资信整理

负债相关处罚案例

(1) 案例解析

①权责不明确，财政资金账务处理有待规范：上文案例（见表2）中，城投公司作为地方政府的投融资主体，与政府机构的往来资金较多，涉及代建项目结算、补贴、化债资金等多种类型，对于城投公司来说容易出现混淆。

②原始凭证间互查不充分导致账实不相符：在上

述处罚案例中，某审计机构实际上已经获取了上述两笔借款的借款合同，且已经获取了其中一笔借款的银行询证函的回函，但审计机构并未对获得的审计证据和财务报表中列报的银行借款之间存在的差异予以关注。

(2) 案例启发

漏计负债相对来说检查难度比较大，核心是要明确城投公司的应承担的还本付息或税负责任。

①原始凭证多维度核查对照，明确还本付息责任

对于财政拨付的专项债资金，比较常见的账务处理是将获得的政府专项债资金计入长期应付款科目，也存在少量将化债资金直接计入资本公积的情况。结合监管处罚案例，应当对专项债的还本付息责任进行进一步核实，获取项目实施方案、政府划拨资金文件、还本付息现金流明细等底稿资料。

②报表勾稽关系核实，避免遗漏

在分析企业财务报表时，关注财务报表各个科目之间的对应逻辑和勾稽关系，如资产大幅度增值对应的递延所得税负债的增加、营收规模大幅变动对应的税金及附加变动是否合理等。

表2 负债相关的行政处罚案例

行政处罚案例	主要问题
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2021年报表审计过程中，未判断将政府债券确认为政府补助的合理性，存在职业判断错误。 事实核查：会计师事务所将企业收到的地方政府债券资金作为财政补助资金核算，先调整至递延收益核算，再按照5年分摊计入其他收益。对其中的地方政府债券资金，企业按年度支付利息，不符合政府补助的定义。上述调整导致企业少计负债，多计其他收益。	财政资金账务处理不规范 (将债务错记为政府补贴)
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2019年至2021年报表审计过程中，少列报短期借款依据不足、未予以关注。 事实核查：会计师事务所在对该城投报表执行审计工作中，有2笔借款未在母公司2021年度经审定的财务报表中列示。以上2笔短期借款合同均已在审计工作底稿中归档，其中1笔银行借款银行已回函确认，会计师事务所未对此事项予以关注。	少计负债

资料来源：财政部网站等公开披露资料，联合资信整理

收入相关处罚案例

(1) 案例解析

《企业会计准则第14号—收入》为收入确认划定了严格的合规框架，明确要求企业需同时满足五项核心条件方可确认收入：(1) 合同各方已批准合同并承诺履约；(2) 合同清晰界定与转让商品/服务相关的权利义务；(3) 合同包含明确的支付条款；(4) 合同具备商业实质（即履行合同将改变企业未来现金流量的风险、时间分布或金额）；(5) 企业有权取得的交易对价很可能收回。

结合会计准则的要求，上述处罚案例在收入确认处理的瑕疵可归纳为三类核心问题，且三者往往相互交织、同步存在：

①违背“合同方主要权责判定”要求，收入确认方法欠规范

上述处罚案例中（见表3）某城投下属企业未实质控制商品，却违背“代理人”身份按“主要责任人”的全

额法确认收入。

②违背“合同具有商业实质”要求，存在关联方空转问题

上述处罚案例中某些城投与对手方的投资性房地产交易、滩涂用地租赁交易，均涉及关联方或政府平台企业，交易无产权变动、无实际货权/资产流转。

③违背“对价很可能收回”要求，无对应现金流入
上述处罚案例中某些城投调增收入未发生实际收款、租赁收入无银行流水支撑。

(2) 案例启发

①紧扣现金流，穿透验证业务实质

现金流是衡量企业业务真实性的关键指标，收入规模与现金流规模应呈现同步增长的正相关关系，且增长节奏需符合行业惯例。

②警惕异常指标，判断业务实质

以贸易业务毛利率异常为例：若企业贸易业务毛

利率表现明显偏离行业平均水平，且无法合理解释，应当保持合理的怀疑，此外，还需关注存货和应收账款周转异常等情况。

③以合同要件为基础，核查交易规范性
瑕疵业务的合同往往存在“条款模糊、权责不清、违背商业惯例”的共性缺陷。

表3 收入相关的行政处罚案例

行政处罚案例	主要问题
处罚事项：2025年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投审计过程中，针对企业收入实质性程序执行不到位、对企业收入确认方法判断错误、发表审计意见不恰当。 事实核查：该城投下属企业向客户转让商品前不拥有对商品的实质控制权，属于代理人身份，应按净额法确认收入，但两家子企业按总额法确认收入，导致企业2023年合并财务报表多确认收入和成本。	收入确认方法欠规范
处罚事项：2023年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投审计过程中，针对其调增其他业务收入事项未抱有职业怀疑态度，审计调整依据不充分。 事实核查：会计师事务所对该城投与交易对手方之间无产权实际变动的投资性房地产销售及购入交易进行审计调整，调增其他业务收入，调减其他应收款。该城投对上述事项均未进行账务处理，交易对手方公章管理台账中未查到相关合同及询证函用印记录，账面中无此项交易记录，无产权交割记录，无收付款记录，无税金缴纳记录等。	无现金流转 交易要件缺失
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2022年报表审计过程中，针对其虚构租赁收入迹象明显的事项未保持应有的职业怀疑，对收入真实性未执行进一步审计程序以应对企业存在的虚增收入风险。 事实核查：该城投将持有的滩涂用地经营权出租给同一控制下的旅游公司，并确认租赁收入。相关租赁合同未列明滩涂用地经营权的权属信息、未列明出租位置和面积的信息、租赁期限超过法律规定的最长期限、租赁单价显著高于市价、且租赁收入银行流水存在显著异常。	关联交易 现金流水显著异常 交易要件异常

资料来源：财政部网站等公开披露资料，联合资信整理

利润相关处罚案例

(1) 案例解析

①政府补助的账务处理有待规范

根据《企业会计准则第16号—政府补助》，政府补助是指企业从政府无偿取得货币性资产或非货币性资产，但不包括政府作为企业所有者投入的资本。本文案例（见表4）中，政府补助的确认需要同时满足以下三个条件：企业能够满足政府补助所附条件；企业能够收到政府补助；政府补助金额能够可靠计量。

②利息资本化依据不充分

根据《企业会计准则第17号—借款费用》，利息资本化是指将符合条件的借款费用计入资产成本的过程，准则对符合资本化条件的资产类型、借款类型、开始资本化的时点、暂停资本化的情形和停止资本化的时点均作了详细的规范，只有符合条件的利息支出才能够计入资产。

③备抵科目计提不充分/不及时

对于按账龄计提坏账准备的组合来说，账龄越长，计提比例越高，上述处罚案例中某城投按账龄组合计

提坏账准备的政策明显不合理；某城投因分类不规范，将应计入无形资产科目的土地使用权计入了存货科目，导致该土地使用权未计提摊销；某城投因在建工程未及时转固而少计提折旧，导致利润账务处理不规范。

(2) 案例启发

①以准则定义为基础，合理判断

核查政府补助账务处理对应的政府批复、拨款通知、银行回单等原始资料，明确资金用途及账务处理方式。

②现金流匹配原则，关注实际到款情况

要求企业提供政府补贴的到款凭证，并交叉验证现金流入。

③关注长期占款科目坏账准备计提不充分

对于城投公司而言，其应收类款项对手方主要为政府部门和当地国有企业，城投公司通常将其纳入无风险组合而不计提坏账准备，需要重点关注城投公司无风险组合的账龄情况，关注大额应收款项长期占用资金的问题。

表4 利润相关的行政处罚案例

行政处罚案例	主要问题
处罚事项：2023年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及在对某城投2020年报表审计过程中，将其原计入其他应付款的财政资金调整为其他收益事项调整依据不充分、发表的审计意见不恰当。 事实核查：2021年，该城投分3笔收到财政资金（资本金）记入其他应付款。根据市国资委批复的该城投2021年度决算显示，其2021年度净利润为负。会计师事务所在对该城投2021年度财务报表审计时，将上述财政资金中的部分金额，从其他应付款科目调整到其他收益科目，企业净利润由负转正。	两套报表 财政资金账务处理不规范
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及会计师事务所在对某城投2022年报表审计过程中，未执行必要的审计程序，审计调整依据不充分。 事实核查：该城投子公司将非在建工程项目银行借款的利息计入财务费用，会计师事务所在对该城投2022年度财务报表审计中，未执行必要的审计程序，将上述借款利息从财务费用调入在建工程（将该部分利息资本化），导致该城投虚增资产及利润，审计调整依据不充分。	利息资本化依据不充分
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及在对某城投2021年报表审计过程中，坏账准备审计调整不恰当，职业判断错误。 事实核查：该城投子公司其他应收款按账龄组合计提坏账准备的政策为：账龄4至5年的计提比例为100%，5年以上的计提比例为0.5%。会计师事务所未恰当判断5年以上坏账准备计提比例的合理性，账龄组合中5年以上其他应收款余额如果按100%计提比例测算，2021年应补提坏账准备，减少当期利润总额。	信用减值计提不规范
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及在对某城投2021年报表审计过程中，将无形资产—土地使用权调整到存货不具有合理性，该审计调整依据不充分。 事实核查：该城投下属公司无形资产科目审计工作底稿显示土地使用权计入无形资产科目。会计师事务所在执行审计工作中，将上述无形资产调入存货科目，审计调减本期无形资产。上述土地的性质为仓储用地、工业用地，该城投子公司不具有房地产开发资质，目前也无明确用地计划，将无形资产—土地使用权调整到存货不具有合理性，该审计调整依据不充分。	审计调整依据不充分 未计提摊销
处罚事项：2024年，财政部出具行政处罚事项决定书，涉及在对某城投2022年报表审计过程中，未保持应有的职业怀疑，审计程序执行不充分，在未获取充分、适当审计证据的情况下认可了企业的账务处理，职业判断错误。 事实核查：该城投子公司未将会展中心项目及时结转固定资产，也未计提折旧，导致该城投2022年度合并财务报表多计资产，多计未分配利润，多计利润总额。	折旧摊销计提不及时

资料来源：财政部网站等公开披露资料，联合资信整理



合并范围/控制权判定有误处罚案例

相较于财务报表单个或数个科目的不规范账务处理,城投公司若对财务报表合并范围的误判,可能会导致整个财务报表层面的规范性问题凸显(案例见表5)。

(1) 案例解析

《企业会计准则第33号—合并财务报表》第五条规定:合并财务报表的合并范围应当以控制为基础予以确定。控制,是指投资方拥有对被投资方的权力,通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报,并且有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。

城投公司下属子公司众多,建议重点关注城投公司

对子公司持股比例高但不并表或对子公司持股比例低却并表的情况。而上述财务处理的依据一般为公司和其他股东或政府签订的《委托管理意向书》和《一致行动协议》等相关控制权安排文件,针对上述事项,需结合实际情况谨慎判断。

(2) 案例启发

结合监管处罚案例,除了参考审计报告披露的合并范围和公司提供的相关控制权安排文件外等,更加注重从实质层面对控制权进行认定,重点查阅子公司最新章程规定和控制权条款、董事和高管的委派及到位情况。

表5 合并范围/控制权误判处罚案例

行政处罚案例	主要问题
处罚案例: 2023年,财政部出具行政处罚事项决定书,涉及在对某城投2021年报表审计过程中,将企业纳入合并财务报表范围的审计证据不充分,发表的审计意见不恰当。 事实核查: 某城投持有当地某公司13.20%出资比例并推荐1名董事,在董事会中占比1/8,从持股比例和董事会章程来看,该城投对上述参股公司不具有控制权,且该城投《关于2021年度财务决算的议案》明确该持股公司为不属于合并范围的参股公司,但经会计师事务所审计的该城投2021年度财务报表却将该参股公司纳入了合并范围。该参股公司的总资产、净资产占该城投合并报表金额的比例分别为44.66%、71.15%。	将不具备控制权的子公司纳入公司合并范围

资料来源: 财政部网站等公开披露资料, 联合资信整理

三、总结与展望

城投公司作为地方政府投融资主体, 主要承担地方基础设施建设和国有资本运营职能, 其大量业务涉及政府主导的非市场化交易, 而现行企业会计准则主要基于市场化商业主体设计, 对这类特殊的非市场化交易规范存在空白, 导致公益性项目与市场化业务的会计核算边界模糊, 城投公司的“特殊属性”使其在财务报表规范性方面存在更大挑战。

究其原因, 城投财务报表不规范并非单一因素导致, 而是外部压力、城投业务特性和专业性短板等多重矛盾交织的结果。此外, 投资者对城投公司的“被动包容”和城投债券的“政府信用背书”预期, 削弱了投资者对报表质量的监督动力。长期以来, 市场默认

城投债务具有“刚性兑付”属性, 投资者更关注区域财政实力, 而非报表数据的质量, 即使报表存在个别异常问题, 也因“信仰加持”而未引起足够重视。这种“弱市场约束”导致城投公司缺乏提升报表质量的外在压力。

展望未来, 城投公司业务将愈加多元化, 对其财务报表规范化提出更高要求, 叠加监管部门的处罚力度进一步提升, 均给信用分析从业人员带来了更多挑战。为应对上述挑战, 信用分析从业人员首先要回归本源, 熟练掌握会计准则和行业政策。同时, 积极借鉴监管机构发现问题的先进经验, 注重业务实质分析, 结合现金流、交易要件和现场尽调, 多维度、交叉验证重大事项/交易, 提升自身信用分析能力。///

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2025年10—11月，债券市场¹无新增违约²主体，新增到期违约债券2期，到期违约债券规模2.38亿元；重复违约³主体1家，涉及到期违约债券2期，到期违约规模约9.36亿元。

截至11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20期，到期违约债券规模207.46亿元，违约家数、期数和规模较上年同期（17家、34期、336.61亿元）均有所下降。重复违约主体5家，涉及到期违约债券10期，到期违约规模约41.67亿元，违约主体家数、期数和规模较上年同期（12家、37期和261.47亿元）均有所减少（见表1）。

二、信用等级调整⁵情况

2025年10—11月，债券市场有2家发行人主体级别发生上调，2家发行人主体级别发生下调；2家发行人主体展望发生调降。

截至11月30日，2025年我国债券市场有65家发行人主体级别发生上调，较上年同期（58家）有所增加；有54家发行人主体级别发生下调，较上年同期（63家）有所下降。有3家发行人主体展望发生上调，较上年同期（2家）有所上升，有6家发行人主体展望发生下调，较上年同期（10家）下降。

表1 2022年—2025年11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—11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	14	57	322.55	7	25	201.40	17	34	336.61	11	20	207.46
重复违约	10	24	173.26	12	30	115.61	14	38	278.25	5	10	41.67

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11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—11月	2022年	2023年	2024年	2025年1—11月
调升数量（家）	25	86	69	65	6	7	2	3
调降数量（家）	86	37	65	54	25	26	11	6

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

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

违约案例

杉杉集团有限公司

联合资信 王佳晨子

一、主体概况

杉杉集团有限公司（以下简称“公司”或“杉杉集团”）成立于1989年，前身为宁波甬港服装总厂。1992年公司进行股份制改造，成立宁波杉杉股份有限公司（以下简称“杉杉股份”）。1996年，公司核心企业杉杉股份（股票代码“600884.SH”）在上海证券交易所上市。公司业务从最初的服装生产制造，逐步战略转型为以锂离子电池材料研发、生产与销售为核心，并覆盖光电材料、贸易

物流、医疗健康、金融投资等多元板块的综合性企业集团。2023年2月，公司创始人/实际控制人离世，其长子与遗孀之间陷入控制权争夺，公司治理陷入混乱。

2023年以来，受行业周期冲击影响，杉杉集团盈利能力下滑；前期举债扩张使公司自身现金流无法偿还债务，创始人意外去世又加剧了融资困难。2024年6月28日，杉杉集团首次公开银行贷款违约，确认银行贷款利息逾期。2025年2月25日，杉杉集团被法院裁定破产重整，存续的5只债券（如表1）进入违约状态。

表1 违约债券统计

债券简称	起息日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
H20杉杉1	20201210	20251210	20250225	4.67	--	AA+/AA+/稳定	公司债	上海新世纪	本息违约
H22杉杉EB1	20220824	20250824	20250225	16.63	--	--/AA/稳定	可交换债	上海新世纪	本息违约
H22杉杉EB2	20220916	20250916	20250225	9.53	--	--/AA/稳定	可交换债	上海新世纪	本息违约
H22杉杉EB3	20220929	20250929	20250225	13.16	--	--/AA/稳定	可交换债	上海新世纪	本息违约
H22杉杉EB4	20221102	20251102	20250225	8.08	--	--/AA/稳定	可交换债	上海新世纪	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：联合资信根据Wind及公开资料整理

二、违约历程回顾

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2019-04-24	公司公告，股东杉杉控股有限公司（下简称“杉杉控股”）所持杉杉股份7400万股无限售流通股及对应孳息被解除司法冻结，占杉杉股份总股本的6.59%
2019-09-03	公司法定代表人/董事长/总经理、董事/副总经理发生变动
2020-06-10	杉杉股份发布重大资产重组公告，拟向LG化学及其子公司出资购买LG化学旗下偏光片业务及相关资产 70%的权益，标的资产的基准购买价为11亿美元
2020-07-13	公司公告，因重大诉讼，公司银行存款4.27亿元和大股东杉杉控股所持有的 6339.14万股杉杉股份股权被司法冻结
2021-04-07	因借款纠纷，黄山中级人民法院冻结公司账户存款5.48亿元、公司所持杉杉股份股权40441711股及孳息
2022-06-29	考虑到债务规模持续积累导致的债务偿付压力加大，上海新世纪将杉杉集团主体级别和18杉杉MTN002、18杉杉MTN003、19杉杉01、19杉杉02、20杉杉01的债项级别由AA+下调为AA，评级展望为稳定

2023-02-10	创始人突发心脏病去世
2024-04-25	杉杉股份发布2023年年报，受锂电材料行业竞争加剧，产品降价影响，公司利润总额同比大幅下降70.88%至9.89亿元
2024-06-28	公司首次公开银行贷款违约，确认银行贷款利息逾期
2024-07-24	考虑到公司债务偿付情况，上海新世纪将杉杉集团的评级展望下调至负面，维持公司主体评级和20杉杉01的债项级别为AA
2024-08-16	由于公司债务风险尚未有效缓解，且新增银行票据逾期等事项，上海新世纪将杉杉集团的主体评级由AA下调至AA-，同时将“20杉杉01”债项评级由AA下调至AA-，评级展望维持负面
2024-11-07	公司披露未能偿付到期合约负债情况：截至2024年10月31日，杉杉集团在国泰君安证券信用账户的融资负债本金总额为2.37亿元，尚未偿还
2024-11-11	因杉杉控股存在非经营性资金占用情形且未及时披露、部分关联交易未履行审议程序且未及时对外披露的情况，杉杉集团及子公司杉杉股份收到中国证监会宁波监管局下发的《行政监管措施决定书》
2025-02-25	杉杉集团被法院裁定破产重整

资料来源：联合资信根据Wind及公开资料整理

三、违约原因分析

行业下行和非标收紧加剧经营压力

自2022年起，杉杉集团原实际控制人人生前布局的医疗、文旅及线下商场等逆周期行业由于宏观经济下行遭受严重冲击，相关投资项目普遍陷入亏损（如云南文旅项目与上海医疗产业园）。与此同时，杉杉集团主营业务亦面临行业逆境。2023年至2024年，负极材料行业出现产能结构性过剩，直接导致作为经营主体的杉杉股份核心盈利能力大幅下滑，利润总额由2023年的9.89亿元锐减到2024年的-2.74亿元。融资环境方面，2024年起信托等非标融资渠道收紧，使长期依赖“借新还旧”维持流动性的杉杉集团经营受到显著影响。

激进扩张累积债务加大偿债压力

2011年至2020年间，公司在商业地产、文旅、医疗等领域激进投资，如宣布投资97亿元建设“宁波中心”综合体、打造多个奥特莱斯及文旅项目。上述项目投资金额大、回报周期长，形成了大量长期资产沉淀。由于公司融资主要依赖短期债务，资产与负债的期限错配问题初步显现。截至2020年末，公司短期有息债务已高达137.56亿元。此外，在2015年至2021年新能源产业高速发展期，公司为巩固其在锂电材料领域的地位布局新兴业务，进行了大规模资本开支与产业链投资，消

耗了大量营运资金。截至2024年底，公司有息债务规模攀升至296.19亿元，其中短期债务占比达到69.15%；现金类资产仅为31.10亿元，现金短期债务比仅为0.15倍，EBITDA利息倍数等指标均为负值，偿债压力巨大。

治理缺陷导致公司管理失效

公司内部长期存在关联融资问题，扮演“资金中转站”角色，以低成本融资再高息转贷关联方。公司治理亦严重失效，2022年至2024年间，公司股东杉杉控股累计占用上市公司资金达17.88亿元且未披露；2023年及2024年发生多笔大额购房预付款关联交易，均未履行董事会审议程序并及时披露。2023年创始人去世后，家族内斗导致公司投资决策陷入瘫痪。 





表3 杉杉集团主要财务数据

财务指标	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年6月
现金类资产 (亿元)	134.02	102.18	106.91	31.10	31.12
资产总额 (亿元)	559.58	613.73	660.35	510.47	499.12
所有者权益 (亿元)	226.94	273.17	281.92	112.43	-75.69
短期债务 (亿元)	157.52	133.00	157.82	204.82	172.48
长期债务 (亿元)	89.98	127.02	150.14	91.37	78.48
全部债务 (亿元)	247.50	260.02	307.96	296.19	250.96
营业总收入 (亿元)	264.54	256.37	192.10	187.81	98.75
利润总额 (亿元)	48.22	32.08	5.50	-160.98	-226.76
EBITDA (亿元)	71.47	57.47	29.64	-134.13	--
经营性净现金流 (亿元)	3.58	2.53	-3.31	25.35	13.94
营业利润率 (%)	19.51	20.21	15.43	13.62	15.50
净资产收益率 (%)	16.33	9.56	1.03	-144.01	--
资产负债率 (%)	59.44	55.49	57.31	77.98	115.16
全部债务资本化比率 (%)	52.17	48.77	52.21	72.49	143.18
流动比率 (%)	121.40	137.75	120.61	60.65	61.25
经营现金流动负债比 (%)	1.70	1.35	-1.55	8.59	--
现金短期债务比 (倍)	0.85	0.77	0.68	0.15	0.18
EBITDA利息倍数 (倍)	5.82	4.50	2.57	-12.09	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.46	4.52	10.39	-2.21	--

注：“--”代表不适用
资料来源：联合资信根据公开披露的企业年报和评级报告整理

政策指南 Policy Guidelines

ICMA发布《气候转型债券指引》

2025年11月11日, 国际资本市场协会 (ICMA) 发布了《气候转型债券指引》, 将气候转型债券 (CTB) 作为一种新的指定用途资金工具类别引入市场, 与绿色债券、社会债券、可持续发展债券和可持续发展挂钩债券并列, 旨在为气候转型战略和项目提供融资, 特别是为高排放行业提供融资。此政策既完善了可持续金融产品体系, 又能引导资本流向气候转型关键领域, 助力全球脱碳目标实现。(摘自ESG信息网, 2025年11月11日)

财政部: 增加内设部门债务管理司

2025年11月3日, 财政部官网显示新设“债务管理司”, 主要职责包括拟订并执行政府国内债务管理制度和政策; 编制国债和地方政府债余额限额计划; 加强政府债务监测监管, 防范化解隐性债务风险等。近年来中央要求加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制, 此次财政部设立债务管理司正是落实这一要求, 统筹加强政府债务管理。债务管理司将国债和地方政府

债务合并管理, 并涉及债务制度制定、执行、管理、监测等链条, 这对加强政府债务管理有积极意义。(摘自财政部网站, 2025年11月3日)

央行: 恢复国债买卖操作

2025年10月27日, 央行行长潘功胜在2025金融街论坛年会上发表主题演讲时表示, 将根据基础货币投放需要, 兼顾债券市场供求和收益率曲线形态变化等情况, 灵活开展国债买卖双向操作, 保障货币政策顺畅传导和金融市场平稳运行。央行恢复国债买卖操作, 是一次在关键时点进行的预期引导与流动性管理升级。短期直接提振了债市信心, 中期为财政金融政策的协同发力铺平了道路, 长期则标志着中国货币政策框架向更加现代化、精细化的方向又迈出了坚实的一步。(摘自人民网, 2025年10月28日)

证监会印发《合格境外投资者制度优化工作方案》

2025年10月27日, 证监会印发《合格境外投资者制度优化工作方

案》, 从优化准入管理、便利投资运作、扩大投资范围、明确政策预期、加强服务支持等方面提出一系列具体举措, 着力提升合格境外投资者制度的适应性和吸引力, 为各类境外投资者打造更加透明、便利和高效的投资环境。(摘自证监会网站, 2025年10月27日)

交易商协会发布新版CRMW创设说明书示范文本

2025年10月31日, 交易商协会修订发布《信用风险缓释凭证创设说明书示范文本(2025年版)》。此次修订是在前期优化相关业务指引的基础上, 进一步衔接最新业务制度要求, 包括拓展挂钩实体的CRMW创设要素、补充询价创设和提前注销等业务安排、优化信息披露并提供更多文件模板等, 供市场成员参考借鉴。新版示范文本的发布为市场成员提供了规范清晰的创设要素参考, 有助于进一步完善CRMW业务运行机制, 促进信用衍生品更好服务实体经济需求, 推动债券市场高质量发展。(摘自交易商协会网站, 2025年10月31日)

市场动向 Market Trends

印尼政府发行首笔离岸人民币债券

2025年10月23日, 印尼政府首次在香港发行公募点心债, 金额合计60亿元人民币, 包括5年期35亿元人民币债券、10年期25亿元人民币债券, 最终定价利率分别为2.50%和2.90%。此次发行吸引市场高度关注, 簿记定价峰值订单规模达人民币220亿元, 订单倍数高达3.67倍。此次债券的发行是印尼政府拓宽多元化融资渠道的重要举措, 体现了市场对印尼经济前景的信心, 有助于深化两国经济往来, 从贸易和实体经济合作拓展到资本市场和货币市场合作。(摘自中国新闻网, 2025年10月24日)

香港特区政府启动多币种数字债券发行

2025年11月10日, 香港特区政府发行25亿人民币数码原生绿色债券, 息票率1.90%; 发行3亿美元数码原生绿色票据, 息票率3.625%; 发行25亿港元数码原生绿色票据, 息票率2.50%。上述为香港政府自2023年以来第三次发行数字债券,

是政府推动债券代币化发行走向恒常化以及现实世界资产代币化的重要一步。(摘自同花顺财经, 2025年11月10日)

全国首单民企科创绿色公司债发行

2025年11月18日, 隆基绿能科技股份有限公司在上海证券交易所面向专业投资者公开发行科技创新绿色公司债券(高成长产业债)(第一期)(债券简称: GK隆基01), 本期债券发行规模14.8亿元, 期限为3+2年, 票面利率2.89%, 为全国首单民企科技创新绿色公司债券。发行人在信息披露增强条款、投资者保护特别条款等方面均做出了特别安排, 体现了高成长产业债在信息披露、市场交易、市场定价、投融资交流等方面的创新。(摘自新浪财经, 2025年11月20日)

全国首单产业园区集合类科技创新资产支持证券发行

2025年11月26日, 在中国人民银行天津市分行指导下, “天津天保商

业保理有限公司2025年度天津保税区第一期科技创新定向资产支持证券”在银行间债券市场成功发行, 发行规模4.95亿元, 期限两年, 底层资产为天津港保税区中小科技型企业应收账款。其中优先A级票面利率2.7%, 优先B级票面利率2.5%, 由天津国康信用增进有限公司为优先B级提供增信服务。作为全国首单产业园区集合类科技创新资产支持证券, 该项目的成功发行有效拓宽了中小科技型企业融资途径, 进一步提升了金融服务实体经济质效。(摘自中新网, 2025年11月28日)



1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2025年10月至2025年11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95509.00亿元，逆回购到期107024.00亿元，实现净回笼11515亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作19000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）16000.00亿元，实现净投放3000.00亿元。在此背景下，2025年11月，1年期短融的平均发行利率（1.99%）较2025年10月（1.98%）变化不大，3年期公司债、5年期中票的平均发行利率（1.97%、2.29%）均较2025年10月（2.06%、2.55%）有所下降。

表1 2015年10—11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10月	2025年11月	2025年10月	2025年11月	2025年10月	2025年11月
AAA	1.89	1.81	2.04	1.92	2.33	2.13
AA+	2.09	2.11	2.25	2.22	2.78	2.39
AA	2.01	2.22	--	2.15	2.74	2.94
平均发行利率	1.98	1.99	2.06	1.97	2.55	2.29

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





2025年10月至2025年11月，银行间固定利率国债1年期到期收益率走势相对平稳。2025年11月，AAA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.81%）较2025年10月（1.89%）有所下降，AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（2.11%、2.22%）均较2025年10月（2.09%、2.01%）有所上升。

2025年10月至2025年11月，交易所国债3年期到期收益率波动下降。2025年11月，3年期AAA级、AA+级公司债的平均发行利率（1.92%、2.22%）均较2025年10月（2.04%、2.25%）有所下降。

2025年10月至2025年11月，银行间固定利率国债5年期到期收益率走势平稳。2025年11月，5年期AAA级、AA+级中票平均发行利率（2.13%、2.39%）较2025年10月（2.33%、2.78%）有所下降，AA级中期票据平均发行利率（2.94%）较2025年10月（2.74%）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

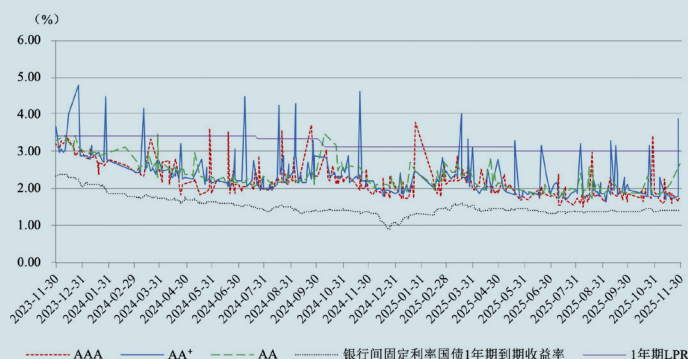


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

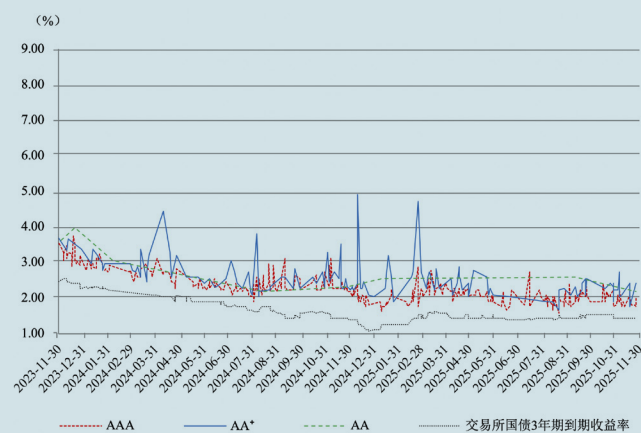
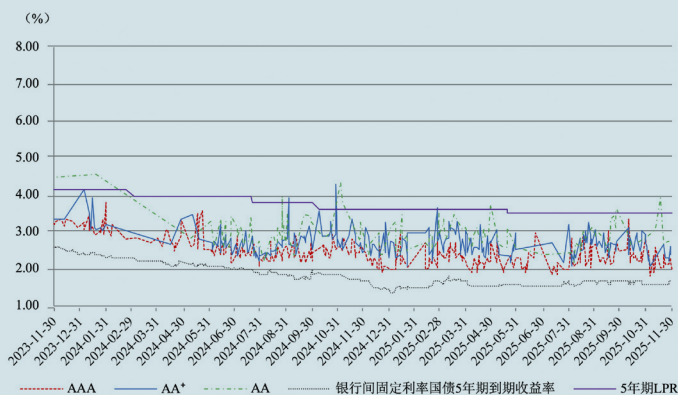


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2022年—2025年11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—11月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	3.1	5.4	5.0	--	--
规模以上工业增加值	3.6	4.6	5.8	--	6.0
固定资产投资总额 (不含农户)	5.1	3.0	3.2	44.4	-2.6
社会消费品零售总额	-0.2	7.2	3.5	45.6	4.0
出口总额	9.0	0.6	7.1	24.5	6.2
进口总额	3.9	-0.3	2.3	16.7	0.2
CPI	2.0	0.2	0.2	--	--
PPI	4.1	-3.0	-2.2	--	-2.7
社会融资规模存量	9.6	9.5	8.0	440.1	8.5
M2余额	11.8	9.7	7.3	337.0	8.0
人民币贷款余额	11.1	10.6	7.6	271.0	6.4

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

2022年—2025年11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—11月	2025年1—11月 同比 (%)	2022年	2023年	2024年	2025年1—11月	2025年1—11月 同比 (%)
政府债	2330	2366	2224	2433	17.88	172648.49	205924.08	221731.49	238529.32	19.69
国债	183	192	194	187	3.31	99082.70	112670.40	123970.61	139572.00	20.24
地方政府债	2147	2174	2030	2246	19.28	73565.79	93253.68	97760.88	98957.32	18.91
央行票据	12	12	13	1	-91.67	600.00	600.00	1068.40	550.00	-46.78
同业存单	25805	26903	26507	20001	-16.58	204969.90	257134.40	314208.20	306799.40	9.89
金融债(人民银行)	1417	1470	1457	1521	10.30	88595.12	85418.50	90905.00	102171.60	16.50
政策银行债	871	823	756	812	9.14	59709.60	54741.20	53696.70	63232.60	18.98
商业银行债	298	312	317	332	16.08	24003.72	24402.90	29488.90	31919.60	15.28
保险公司债	11	23	17	20	42.86	224.50	1121.70	1175.00	741.70	-22.42
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	32	-23.81	74.00	305.00	961.00	640.00	-31.26
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	296	19.35	3988.30	4529.70	4761.40	5144.70	22.11
其他金融机构债	4	12	47	27	-37.21	120.00	148.00	702.00	363.00	-43.89
债务融资工具(NAFMII)	8761	9642	10448	9165	-4.97	84833.00	85799.94	97179.57	87444.58	-2.88
中期票据	2659	3189	4872	4650	3.47	28059.30	29643.97	48647.78	46854.71	3.96
定向工具	1102	1225	1237	990	-12.70	6784.22	7522.02	6840.46	5302.78	-15.58
一般短期融资券	558	704	658	621	3.50	5150.30	5300.71	6281.24	4777.96	-18.34
超短期融资券	4437	4520	3677	2895	-15.15	44674.18	43173.25	35210.09	30114.13	-7.73
项目收益票据	0	0	0	0	--	0.00	0.00	0.00	0.00	--
外国政府类机构债	1	1	0	3	--	20.00	35.00	0.00	70.00	--
国际开发机构债	4	3	4	6	50.00	145.00	125.00	200.00	325.00	62.50
公司债(证监会)	4681	5809	5390	6111	26.18	44508.12	52866.93	49512.77	54057.42	20.85
公募公司债	1703	1779	1971	2242	25.53	21070.04	23742.66	24644.88	28009.91	26.00
私募公司债	2306	3590	3283	3776	28.96	17110.91	25358.81	23560.65	25020.21	17.83
可转债	149	142	43	40	0.00	2200.93	1423.60	387.77	592.39	60.43
可交换债	36	29	14	21	75.00	422.94	334.06	319.40	202.50	-32.36
企业债	487	269	79	32	-58.44	3703.30	2007.80	600.07	232.41	-61.04
政府支持机构债	25	21	2	24	--	2760.00	1930.00	100.00	1340.00	--
资产支持证券	4480	4785	5702	5859	18.24	20043.92	18773.77	20416.91	20261.58	13.91
证监会主管ABS	3280	3667	3780	3912	19.93	11862.80	12058.00	12470.19	12628.45	17.56
交易商协会ABN	821	629	1495	1505	13.07	4624.27	3220.08	5242.94	5096.97	10.30
金监总局主管ABS	379	489	427	442	22.10	3556.84	3495.69	2703.79	2536.15	4.64
合计	47511	51008	51743	45115	-3.75	618958.55	708447.63	795122.34	811153.90	12.70

注: 本表统计口径为Wind中截至2025年11月16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

科创债的实践与展望——2025年“联合TED：研之有物 研近旨远”系列论坛第2期成功举办



2025年11月17日，联合资信评估股份有限公司成功举办了2025年第2期“联合TED：研之有物，研近旨远”系列论坛活动，本期主题为“科创债的实践与展望：从发行政策到技术”。

本期论坛邀请了中金公司投资银行部副总经理、联合资信博士后工作站负责人以及联合资信资深分析师作为主讲嘉宾，内容涵盖科创债的市场政策、信用特征、科创竞争力、企业估值和人形机器人行业。论坛采取“线上+线下”共同参与的方式，参会人员达100余人。

中金公司投资银行部副总经理姚吉先生进行了主题为“科创债市场相关政策”的分享，联合资信资深分析师宁立杰女士进行了主题为“科技型企业科创债券潜力蓝海与信用风险特征”的分享，联合资信博士后工作站负责人陈诣辉博士进行了主题为“科创竞争力评价与科创企业估值”的分享，联合资信资深分析师邓博文博士对人形机器人行业进行了分享。

联合资信积极响应国家政策和市场需求，大力支持科创债的发展。今年5月债市“科创板”启动后，前三单带“sti”标识的科创债评级机构均为联合资信。目前联合资

信科创债评级市场份额名列前茅。此外，联合资信组建了科创研究专项团队，以科创竞争力评价为核心，深化科创企业的信用评估与价值评估研究，以专业技术切实助力谱写“科技金融”这篇大文章。

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，联合资信在《中国金融》《中国证券》《金融市场研究》《中国货币市场》等多个专业期刊发表文章近40篇，出版《重构人民币债券的信用之锚：信用评级理论的创新和新的评级体系》等多本专著，参与编写《河南省债券市场发展白皮书（2024）》《注册制下公司债券业务规则解读及实务》等书籍，研究观点得到众多媒体的广泛认可和转载。未来，联合资信将继续加强研究力度，提供更具影响力的创新研究成果与产品，为推动金融行业的高质量发展贡献联合力量。



专业 · 尽责 · 真诚 · 服务



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



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

编辑部：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编：100022 电话：(010) 85679696 传真：(010) 85679228 Email: lianhe@lhratings.com