

联合

Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2026 APRIL

热点聚焦

全链条支持创新药发展——2026年政府工作报告创新药相关内容解读
能源新政，逐绿向新——2026年政府工作报告基础能源行业政策解读

特别策划

发行规模稳步增长，信用风险有望持续收敛
——2025年债券市场发展报告

“双碳”目标持续推进，绿色债券发行首次突破万亿元
——2025绿色债券年度观察

债市“科技板”正式落地，科创债市场提速发展
——2025年科创债市场年度观察



内部资料 仅供参考 版权所有 未经许可不得转载



联合信用



联合资信

联合资信再次荣获《财资》2026年度3A中国最佳评级机构称号



日前, 香港《财资》(The Asset) 杂志公布了2026年度3A“最佳评级机构”奖各项评选结果。联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)再次荣获年度3A“中国最佳评级机构”(Rating Agency of the Year - China)的荣誉称号。

联合资信重视品牌公信力建设, 于境内外不断扩大品牌声量, 与专业媒体保持着良好的互动关系, 为成为“全球债券市场权威的、受市场高度认可的评级机构”这一长期愿景打造稳健、可持续的品牌效能。2021—2024年, 联合资信蝉联《财资》年度3A“中国最佳评级机构”奖; 2023—2025年, 蝉联《财资》年度3A可持续基础设施奖之“中国最佳评级机构”奖。2025年, 联合资信获《亚洲金融》授予的2025年度“中国大陆最佳评级机构”称号, 以出色的业务能力, 评研能力及创新能力获得了国际媒体的高度认可; 2023—2025年, 公司连续三年荣获《企业财资人》颁发的“中国大陆地区最佳评级机构”奖; 同时, 联合资信于2022—2025蝉联中国资产证券化论坛(CSF)年度“杰出机构嘉勉”, 参与的近50个项目分获各类资产证券化大奖; 于ESG领域、债券高质量发展服务等领域也屡获佳绩, 充分展示了联合信用的综合实力和市场地位。

联合资信始终秉持“让信用呈现价值”的理念, 坚持“以专业为使用者尽责, 以真诚为委托人服务”的核心价值观, 不断夯实评级技术与方法, 深耕经济与金融研究, 拓展投资人服务创新, 建设公司品牌声誉, 扎根本土, 联通海外, 为成为中国领先、国际有影响力的评级机构而不懈奋斗。

联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

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

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

编委会 Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

丁继平	于良	万华伟	王安娜	王丽娟	王妍	王治	王宝卉	王娟	王越	王伟志	王蛟龙	申中一	任贵永
庄园	刘克东	刘洪涛	刘晓佳	刘晓濛	刘颖	刘睿	闫蓉	孙与	孙汝汀	杜洲	李小建	李天娇	李云
李杰	李少龙	李珍	李晶	李福剑	杨世龙	杨爽	时南	张丽	张连娜	张祎	张勇	张莉	张雪
陈诣辉	陈茵	陈剑锋	陈凝	邵天	林青	罗伟成	罗娟	马尚华	周婷	周晓辉	周旭	官雪	郎朗
孟悦	赵晓丽	钟用	袁芳	贾二柳	徐阳	徐博闻	高宇欣	高景楠	高鹏	唐玉丽	黄凯伦	鹿永东	韩夷
谭心远	崔雪松												

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

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

市场部门联系人 Marketing Department Contact

崔雪松 Cui Xuesong
13820512650 | cuixs@lhratings.com

庄园 Zhuangyuan
18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务 Investor Service Hotline

孙晨 Sun Chen
电话 (Tel) : (010) 85172818-8088 | 邮箱 (Email) 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

2026 APRIL

目录

热点聚焦 Hot Topic

全链条支持创新药发展——2026年政府工作报告创新药相关内容解读 P02

联合资信 蒲雅修 王 玥

能源新政，逐绿向新——2026年政府工作报告基础能源行业政策解读 P03

联合资信 黄 露 蔡伊静 刘莉婕

特别策划 Feature

发行规模稳步增长，信用风险有望持续收敛——2025年债券市场发展报告 P06

联合资信 董欣焱 张 岩

“双碳”目标持续推进，绿色债券发行首次突破万亿元——2025年绿债市场年度观察 P14

联合资信 张 岩 董欣焱

债市“科技板”正式落地，科创债市场提速发展——2025年科创债市场年度观察 P19

联合资信 董欣焱

债券市场 Bond Market

2025年信贷ABS发展研究——现状剖析与市场展望 P25

联合资信 张睿君 王姝琦

政策利好叠加成本下降，民企债市迎来新突破——2025年民营企业债券融资情况年度观察 P36

联合资信 郝 帅 王祎凡

专项研究 Monograph

守底线 优路径 促转型——多份政策文件协同发力，勾勒地方债务化解和城投转型全景 P42

联合资信 王 聪 韩子祺

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P45

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P46

市场动向 P47

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P48

宏观经济及债券市场数据 P50



引言

2026年3月,全国两会胜利闭幕,国务院总理李强所作的政府工作报告在“十五五”开局之年,围绕科技创新、产业升级与绿色转型作出一系列重要部署。政府工作报告首次将生物医药列为“新兴支柱产业”,提出“全链条支持创新药发展”,同时将“未来能源”“绿色燃料”两大新词首次写入政府工作报告,设立国家低碳转型基金,为相关产业的未来发展指明了方向。

本期《信用研究》热点聚焦栏目,深度解读2026年政府工作报告中创新药与基础能源行业的政策部署,帮助读者把握政策走向与产业机遇。

与此同时,2025年,中国债券市场在总量扩张与结构优化中迈上新台阶。债券市场规模稳居全球第二,绿色债券发行规模首次突破万亿元大关,科创债在债市“科技板”政策驱动下爆发式增长,双双成为债券市场服务国家战略的“排头兵”。具体看,2025年,在“双碳”目标持续推进的背景下,中国绿色债券政策体系实现系统性升级与全面深化,全年绿色债券发行规模首次突破万亿元,市场进入高质量发展新阶段。2025年,债市“科创板”落地,科创债市场进入提速发展阶段,同比增长近一倍,成为当前债券市场上最主要的创新产品。

本刊特别策划栏目推出三篇年度盘点文章,系统梳理2025年债券市场整体运行态势、绿色债券规模的大幅提升以及科创债市场的爆发式增长,以翔实的数据与深入的分析,呈现债券市场服务科技金融与绿色金融两大主题的最新实践。



全链条支持创新药发展

——2026年政府工作报告创新药相关内容解读

文 | 联合资信 蒲雅修 王 玥

一、加快发展商业保险，从支付端推动创新药械发展

2026年《政府工作报告》提出“加快发展商业健康保险，推动创新药和医疗器械高质量发展，更好满足人民群众多元化就医用药需求”，并在2025年的工作成果回顾中提及“推出商业健康保险创新药目录”，即2025年12月公布的首版《商业健康保险创新药品目录》，共19款涉及肿瘤、罕见病治疗的创新药入选该目录，包括CAR-T、阿尔茨海默病新药等。《政府工作报告》中两次提及商业健康保险与创新药的关联，标志着商业健康保险将作为医疗支付体系的重要补充，为创新药的发展提供有力支撑。

创新药具有研发周期长、研发投入大的显著特点。然而随着人口老龄化加剧，基本医保支付的压力渐增，控费、优化支付方式等成为基本医保的改革主线，此种发展趋势显然与创新药产业的高投入和长周期存在矛盾。单一的基本医保支付不仅难以满足患者对于创新药的需求，也为创新药企业的持续发展带来较大压力。多年来，支付端的紧张已成为创新药企业获利变现的“痛点”之一，许多创新药企业在重磅新药上市后仍面临较大的盈利压力，若不能解决支付端的问题，创新药行业的良性发展将受到不利影响。

联合资信认为，多层次的社会医疗商业保险则有望缓和此矛盾，一方面，商业保险能够通过市场化的方式突破基本医保的边界，分担患者的医疗费用风险，减轻基本医保的支出压力，另一方面，商业保险的支付能够为创新药企业的高投入带来与之匹配的收益，支付端的优化和改善有利于中国创新药企业摆脱“价格战”，转而通

过专注研发和创新来获取合理利润，中国创新药行业及企业有望迎来新一轮快速发展。

二、生物医药产业定位升级

2026年《政府工作报告》提出“打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业”，首次将生物医药定位为新兴支柱产业，标志着生物医药在政策层面由民生行业向支柱产业的升级。

近年来，我国创新药行业发展迅猛，尤其是创新药企业的BD (Business Development, 商务拓展) 进入高速发展阶段。由于大型跨国药企进入专利悬崖阶段，许多产品的专利即将到期，大型跨国药企的BD采购需求大，中国创新药企业的BD模式盈利空间大。中国创新药企业经过多年发展，已经在研发方面积累了一定实力，因此，中国创新药企业的优质项目成为欧美大型跨国药企的首选。2026年1—2月，中国创新药交易总额为532.76亿美元，交易总数量为44项，已接近2024年全年水平。与此同时，单项交易对价大幅增长，中国创新药企BD授权的平均首付款为1.72亿美元（2022年为5200万美元）。由此可见，一方面，中国创新药企业在全球创新药市场的影响力和活跃程度持续增长，在全球医药创新、研发方面地位上升；另一方面BD模式已成为中国创新药企业重要的盈利模式，具备创新能力的医药企业竞争实力更强。

联合资信认为，随着生物医药产业在政策方面的定位升级，叠加中国创新药企业技术水平的快速发展及其在全球创新药市场中的活跃表现，未来，生物医药产业有望成为中国产业结构升级的重要抓手，技术实力强、研发梯队充沛的创新药企业发展前景广阔。■

能源新政，逐绿向新

——2026年政府工作报告基础能源行业政策解读

文 | 联合资信 黄露 蔡伊静 刘莉婕

一、引言

2026年3月5日，李强总理向十四届全国人民代表大会第四次会议作政府工作报告，全面部署2026年经济社会发展总体要求和政策方向，设定发展的主要预期目标，安排重点工作。2026年政府工作报告的总基调是稳中求进、提质增效，以新质生产力驱动高质量发展，围绕碳达峰收官、新型电力系统建设、能源安全保供、碳排放双控四大核心，对煤炭与电力行业作出系统性部署，明确“清洁低碳、安全高效”的总方向，推动煤炭消费达峰、煤电功能转型、新能源主体地位巩固，对全产业链产生结构性、长期性影响。

二、两会政策核心导向——煤炭与电力行业

2026年政府工作报告在能源领域最显著的变化是从能耗双控全面转向碳排放双控，将“单位GDP二氧化碳排放降低3.8%左右”设为年度约束性指标，同时设立国家低碳转型基金，培育氢能、绿色燃料等未来能源，加快新型储能与绿电应用。政策既坚守能源安全底线，又加速低碳转型步伐。

政府工作报告和“十五五”规划《纲要（草案）》中的煤炭行业政策聚焦消费达峰、清洁利用、产能优化、多元融合，预计2028年前后煤炭消费达峰、峰值控制在50亿吨左右，达峰后稳中有降；严控新增产能，淘汰落后低效产能，推动大型现代化煤矿占比提升；强化煤炭从燃料向原料转型，布局高端低碳现代煤化工，推进矿

区风光储一体化建设。

政府工作报告和“十五五”规划《纲要（草案）》中的电力行业政策围绕新型电力系统建设，确立“新能源为主体、煤电兜底调节”的格局，提出加快特高压与智能电网建设，2030年西电东送规模超4.2亿千瓦；推动煤电从基础保障性电源转向支撑调节性电源，严控纯凝煤电新增，推进存量机组“三改联动”；确保新增用电需求主要由清洁能源满足，2030年非化石能源消费占比达25%，新能源装机占比超50%。

三、政策解读——煤炭行业

（一）严控总量，平稳达峰。煤炭行业实施消费与产能双控，重点区域推行等量/减量替代，加速散煤清零，严控非电用煤。优化产能结构，释放先进产能、淘汰落后矿企，实行产能“一本账”。

（二）清洁高效，提质升级。煤炭行业需持续推进煤矿智能化、绿色化改造，新建煤矿配套洗选，推广超低排放、余热利用、煤矸石资源化。推动煤炭“燃料转原料”，发展高端化工、提升附加值，摆脱单一燃煤依赖。硬性推进生态修复，治理沉陷区、保持水土，将生态成本纳入考量，推动开发从“资源驱动”转向“绿色可持续”。

（三）多元融合，培育新动能。煤炭行业支持煤与新能源融合，利用矿区闲置地、沉陷区建风光项目，打造“风光火储”一体化基地；试点CCUS、绿氢耦合等低碳技术，探索煤电降碳路径；国内大型煤企向综合能源

服务商转型，整合煤炭、新能源、储能、供热、煤化工，构建多能互补、多元盈利体系，增强抗风险能力。

我们认为，煤炭行业将继续呈现“头部集中、尾部出清”的鲜明格局，优质产能与落后产能差距持续拉大。大型现代化煤企凭借保供资质、先进技术与多元布局优势，依托长协定价锁定稳定收益，叠加新能源、煤化工转型业务，抗风险能力显著增强；中小型煤企受产能管控、环保约束、碳成本上升三重压力，运营成本陡增，无合规与技术优势的落后产能将加速退出。同时，煤炭贸易、设备制造领域同步升级，优质清洁煤需求攀升，智能化、绿色化煤机设备成行业刚需，传统粗放模式逐步被淘汰。

四、政策解读——电力行业

（一）重构电源结构，巩固新能源主体。电力行业规模化、基地化发展新能源，推进“沙戈荒”大基地、海上风电、沿海核电，同步扩容抽水蓄能与新型储能，2030年储能装机超3亿千瓦。行业应坚持“新增用电全由新能源覆盖”，推动新能源从“补充”转向“主体”，提升绿电在工业、建筑、交通的应用比例。煤电功能转型方面，严控纯凝新增，推进存量机组节能降碳、灵活性改造、供热“三改联动”，提升深度调峰能力，成为新型电力系统“稳定器”。

（二）升级电网体系，破解消纳瓶颈。国家加快特高压跨区通道建设，提升西电东送能力，打通西部绿电基地与东部负荷中心。同时，升级配网智能化，构建“源网荷储算”一体化调度体系，提升高比例新能源承载能力，解决“弃风弃光”问题。另外，持续推进电网数字化、柔性化改造，发展虚拟电厂、综合能源服务，实现电力供需精准匹配，提升运行效率与可靠性。

（三）完善市场机制，激发转型活力。电力市场全面落地煤电容量电价，合理补偿保供与调节价值，破解“发得多亏得多”困境；扩大电力现货、辅助服务市场，



让调节能力成为煤电盈利新增长点；不断健全绿电交易、碳交易联动机制，鼓励直购绿电、给予政策倾斜，提升绿电溢价；扩大全国碳市场覆盖，抬升高碳电力成本，倒逼企业低碳转型。

我们认为，电力行业将迎来颠覆性变革，各赛道企业机遇与挑战并存。新能源企业迈入黄金发展期，装机与发电量高速增长，绿电交易、碳收益拓宽盈利渠道，但需破解消纳、并网难题。我国煤电企业角色彻底转变，发电量与利用小时数持续下降，容量电价、辅助服务成为核心收益，同时需承担高额改造成本，降碳增效压力巨大。电网企业依托特高压、智能电网建设迎来投资红利，但需应对高比例新能源并网带来的调度与系统稳定挑战；储能、电力服务企业市场需求爆发，商业模式逐步成熟，但仍需突破技术成本、市场机制不完善等壁垒。

五、总结

2026年两会为“十五五”煤炭与电力行业发展定调立规，核心是平衡能源安全与低碳转型，推动煤炭消费达峰、电力系统重构，实现能源体系高质量发展。对行业而言，煤炭告别规模扩张，迈入清洁高效、多元融合新阶段；电力摆脱煤电主导，形成新能源为主体、煤电兜底调节的新型格局。对企业而言，转型既是挑战更是机遇：紧跟政策导向，坚持低碳方向，强化技术创新与结构优化，才能在行业变革中抢占先机。///



发行规模稳步增长, 信用风险有望持续收敛

——2025年债券市场发展报告

联合资信 董欣焱 张 岩

一、债券市场整体情况

2025年, 人民银行实施适度宽松的货币政策, 保持流动性充裕。我国债券市场共发行各类债券88.52万亿元, 同比上升12.35%, 除同业存单外, 各类债券合计发行54.70万亿元, 同比上升15.40%。截至2025年末, 我国各类债券存量规模达到196.17万亿元, 较2024年末增长11.45%。

利率债

1. 利率债收益率总体呈现震荡上行态势

2025年, 我国国债收益率总体呈现震荡上行的态势。第一阶段, 年初至3月中上旬, 受经济数据超预期、政策预期修正以及资金面收敛等多重因素影响, 债市收益率震荡上行, 10年期国债收益率从年初1.6%升至1.9%。第二阶段, 3月中下旬至4月上旬, 央行态度边际

缓和, 美国推出“对等关税”政策, 市场避险情绪急速升温, 10年国债收益率快速下行。第三阶段, 4月中旬至6月下旬, 关税博弈反复, 央行态度趋缓, 市场流动性改善, 10年期国债收益率持续低位震荡。第四阶段, 7月上旬至9月中旬, 市场风险偏好回升, “股债跷跷板”效应影响下, 10年期国债收益率逐步上行至1.9%附近; 第五阶段, 9月下旬至年末, 央行重启购债, 公募新规预期反复, 基本面、政策面等未出现增量信号, 债市情绪偏弱, 10年期国债收益率在1.85%附近高位震荡(见图1)。

2. 积极财政政策持续发力, 利率债发行规模同比大幅增长

2025年, 债券市场共发行利率债32.39万亿元, 同比增加20.63%, 各个券种发行规模均有所增长(见表1)。其中, 受积极财政政策发力, 超长期特别国债发行扩容, 着力支持“两重”项目建设及“两新”工作的影响, 国债发行15.69万亿元, 发行规模同比增长31.44%。为稳投资、稳楼市以及支持地方政府化解隐性债务, 地方政府债券发行规模达10.29万亿元, 同比增长5.26%, 创历史新高。受新型政策性金融工具投放等因素影响, 政策性银行债发行规模达6.41万亿元, 同比增长24.76%。截至2025年年末, 我国债券市场利率债品种存量规模为123.51万亿元, 较上年末增长14.75%。

图1 2025年10年期国债利率走势



数据来源: Wind

信用债

1. 主要信用债发行利率有所下降

2025年, 主要信用债发行利率呈下行走势, 以

AAA级主体所发信用债为例，各期限主要券种的平均发行利率均有所下行（见图2）。AAA级主体所发1年期短融的平均发行利率为1.87%，较上年（2.13%）下降26BP；AAA级主体所发3年期公司债的平均发行利率为2.04%，较上年（2.42%）下降38BP；AAA级主体所发3年期中期票据的平均发行利率为2.05%，较上年（2.44%）下降39BP；AAA级主体所发5年期中期票据的平均发行利率为2.11%，较上年（2.44%）下降33BP；AAA级主体所发5年期企业债的平均发行利率为2.13%，较上年（3.52%）下降139BP。

2. 信用债发行量继续上升

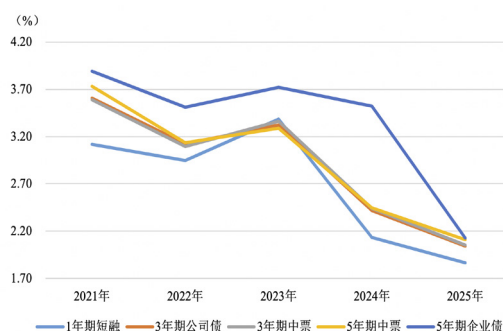
2025年，信用债¹发行规模达到22.06万亿元，较上年同期增长8.14%。其中，一般中期票据、公司债²、短期融资券³的发行规模占比分别为22.85%、20.18%和17.45%，成为发行规模占比居前的信用债品种。截至2025年末，信用债存量规模为51.35万亿元，较上年同期上升8.61%。

(1) 非金融企业债券发行量同比小幅增长

2025年，非金融企业所发债券15790期，总发行规模为13.94万亿元，发行期数和发行规模同比增长2.87%和1.70%。低利率环境下，企业积极进行债务置

换，拉长发债期限，优化债务结构，中票发行规模同比增长近4%，一般公司债和私募债的发行规模同比增长均在12%左右，而超短融和短融发行规模同比均有不同程度的下降。此外，化债背景下，监管持续加强对城投企业的融资约束，PPN发行期数和规模均有15%左右的降幅，企业债发行期数和规模同比降幅均接近60%。截至2025年末，非金融企业债券存量为31.29万亿元，较上年末增长10.00%（见表2）。

图2 2021—2025年典型券种发行利率走势（%）



注：1.主体级别均为AAA级；2.对含有选择权的债券期限进行调整，按选择权之前的期限进行统计，例如债券的原始期限设计为“5+2”，则期限为5年；3.统计期间利率为债券票面利率的加权平均利率，权重为实际发行总额
资料来源：Wind

表1 2025年利率债发行和存量情况

券种类别	发行期数		发行规模		2025年末存量	
	本年度(期)	同比(%)	本年度(亿元)	同比(%)	本年度(亿元)	同比(%)
政府债	2650	19.42	259848.86	19.66	953798.69	16.84
国债	201	6.35	156947.90	31.44	407678.78	18.88
地方政府债	2449	20.64	102900.96	5.26	546119.91	15.36
政策性银行债	828	16.46	64067.60	24.76	281283.10	8.18
合计	3478	18.70	323916.46	20.63	1235081.79	14.75

注：发行情况按发行起息日统计；数据导出日为2026年1月6日，以下同
资料来源：Wind

¹ 包括非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具、国际机构债、资产支持证券、可转债和可交债。

² 包括一般公司债和私募债。

³ 包括一般短期融资券和超短期融资券。

(2) 非政策性金融债发行量同比有所上升

2025年，金融机构发行非政策性金融债1488期⁴，总发行规模为5.66万亿元，发行期数和发行规模同比增长34.54%和24.74%。低利率环境下，商业银行和证券公司积极通过债券融资优化负债结构，商业银行债和证券公司债发行期数和规模同比增幅均在50%左右，证券公司短融发行期数和规模同比增速均在20%左右。但保险公司受资本补充紧迫性下降等因素影响，虽然债券发行期数同比增幅接近60%，发行规模同比却减少11.32%。此外，受消费金融公司债券发行节奏放缓影

响，其它金融机构债的发行期数和规模均有接近40%的下滑。截至2025年末，非政策性金融债券存量为15.66万亿元，较上年末增长11.35%（见表3）。

(3) 资产支持证券发行量同比有所增长

2025年，资产支持证券发行期数、单数和规模均有15%左右增长。其中，金融监管总局主管ABS发行期数和单数同比均有超过20%的增长，发行规模同比增长7.82%，主要受融资租赁债权类ABS发行大幅增长所致；受消费贷款ABS大幅增长以及基础资产类型持续丰富等因素影响，证监会主管ABS发行期数、单数和规

表2 2025年非金融企业发行债券情况

券种类别	发行期数		发行规模		2025年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (期)	同比 (%)
超短融	3161	-14.03	33092.18	-6.02	14934.37	6.01
短融	675	2.58	5404.57	-13.96	5298.78	-13.88
中期票据	4977	2.16	50427.87	3.66	131979.76	16.01
企业债	33	-58.23	242.41	-59.60	12523.94	-21.57
公司债	5872	21.67	44518.64	12.70	129814.28	13.86
一般公司债	1858	15.33	19305.41	11.43	62276.00	9.43
私募债	4014	24.85	25213.23	13.69	67538.28	8.24
定向工具	1072	-13.34	5726.27	-16.29	18394.63	-10.31
合计	15790	2.87	139411.93	1.70	312945.76	10.00

资料来源: Wind

表3 2025年非政策性金融债券发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2025年末存量	
	本年度 (期)	同比 (%)	本年度 (亿元)	同比 (%)	本年度 (期)	同比 (%)
商业银行债	242	57.14	15002.00	46.20	38691.00	8.19
商业银行次级债券	166	7.10	20696.70	9.14	76708.35	12.52
保险公司债	27	58.82	1042.00	-11.32	4291.70	6.30
证券公司债	667	62.68	12971.19	54.87	28133.52	16.04
证券公司短期融资券	326	18.55	5741.70	20.59	3831.00	14.05
其它金融机构债	60	-36.84	1101.00	-38.87	4904.25	-2.35
合计	1488	34.54	56554.59	24.74	156559.82	11.35

资料来源: Wind

⁴ 包括商业银行金融债、商业银行次级债券、保险公司债、证券公司短期融资券、证券公司债和其它金融机构发行的金融债券；其他金融机构主要包括金融租赁公司、消费金融公司、汽车金融公司、期货公司及金融资产管理公司等。

模同比均有17%左右的增幅；受不动产类ABN发行规模增长等因素影响，交易商协会主管ABN发行期数和规模同比增幅均接近10%。截至2025年末，资产支持证券存量为3.61万亿元，较上年末增加9.16%（见表4）。

(4) 其它信用债发行规模同比有所上升

2025年，其它信用债⁵的发行期数和规模同比均有所增长。其中，可交换债发行期数同比增幅较大，但发行规模同比有所下降；受权益市场回暖，投资者对可转债认可度提升，监管审核提速以及科技创新企业融资需求旺盛等因素影响，可转债发行期数同比增长16.67%，发行规模同比增加67.31%。截至2025年年末，其它信用债存量为1.07万亿元，较上年末减少14.81%（见表5）。

二、债券市场运行特征⁶

城投债⁷发行量有所下降，产业债⁸发行量有所上升

2025年新发行非金融企业债⁹中，城投债发行5492期，发行规模3.26万亿元，发行期数和发行规模分别占全部非金融企业信用债的34.78%和23.39%，城投债的发行期数和发行规模较上年同期（6291期、4.01万亿元）分别下降12.70%和18.70%，净融资额约为-0.58万亿元，较上年下降约400亿元。产业债发行10288期，发行规模10.67万亿元，发行期数和发行规模较上年同期（9058期、9.70万亿元）分别增长13.58%和10.00%，净融资额约为2.92万亿元，较上年上升约5000亿元（见图3）。

表4 2025年资产支持证券发行情况

券种类别	发行期数		发行单数		发行规模		2025年末存量	
	本年度（期）	同比（%）	本年度（期）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）	本年度（期）	同比（%）
金融监管局ABS	518	21.31	238	23.96	2915.22	7.82	4314.25	-12.17
交易商协会ABN	1640	9.70	611	7.19	5730.53	9.30	6552.62	4.57
证监会主管ABS	4439	17.43	1585	17.23	14604.70	17.21	25258.60	15.26
合计	6597	15.70	2434	15.14	23250.45	13.94	36125.47	9.16

注：为与其他信用债数据口径保持一致，此处资产支持证券为Wind口径，按期数统计
资料来源：Wind

表5 2025年其它信用债发行情况

券种类别	发行期数		发行规模		2025年末存量	
	本年度（期）	同比（%）	本年度（亿元）	同比（%）	本年度（期）	同比（%）
可转债	49	16.67	648.43	67.31	5571.84	-24.08
可交换债	26	85.71	285.50	-10.61	1058.50	-7.67
国际机构债	14	16.67	495.00	6.45	4037.20	1220.00
合计	89	30.88	1428.93	21.93	10667.53	-14.81

资料来源：Wind

⁵ 包括可转债、可交换债和国际机构债。

⁶ 本章 1 至 4 小节重点分析了非金融企业债的运行特征，5、6 小节分析了全市场的创新债券和信用风险情况。

⁷ 按照 Wind 口径统计。

⁸ 非金融企业债中剔除城投债部分。

⁹ 统计口径包含短融、超短融、中票、企业债、公司债、私募债和定向工具，以下同。

无债项评级债券占比继续增加，AAA级主体所发债券占比持续上升

2025年非金融企业债中，无债项评级债券共发行13281期，占总发行期数的比例为84.11%，较去年同期（82.68%）继续增长。其中，无债项评级短融、中票和一般公司债发行期数分别占其总发行期数的98.67%、79.87%和55.27%，较去年同期（96.66%、76.44%和45.44%）继续增长。

2025年，非金融企业信用债发行主体的信用等级仍主要分布在AAA级至AA级，所发债券期数和规模在总发行期数和规模（含无评级）中的占比分别为99.53%和99.75%。其中，AAA级主体所发债券的期数和规模仍为最多，占比分别为50.34%和69.70%，较去年同期（47.78%和66.34%）均有所上升；AA+级和AA级主体所发债券期数和规模占比均有所下降（见图4）。

央企、民企债券发行量占比均有所上升

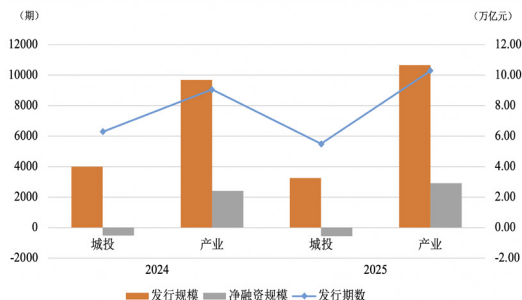
从发债主体的企业性质来看，2025年，国有企业¹⁰依然是非金融企业债券最主要的发行人。受融资成本

下行影响，中央国有企业债券发行期数和规模占比较上年分别上升2.14个百分点和6.21个百分点；但化债背景下，城投债发行严监管态势延续，城投债供给减少，地方国有企业债券发行期数和规模占比较上年分别下降2.85个百分点和6.48个百分点。民营企业债券发行期数和规模占比较上年分别上升0.28个百分点和0.41个百分点，主要由于低利率环境下，企业融资成本下行，以及政策持续支持民营企业债券融资所致。公众企业、集体企业和其他企业所发债券的期数和规模仍然相对较少（见图5）。

非金融企业债券发行人涉及的区域和行业保持分化态势

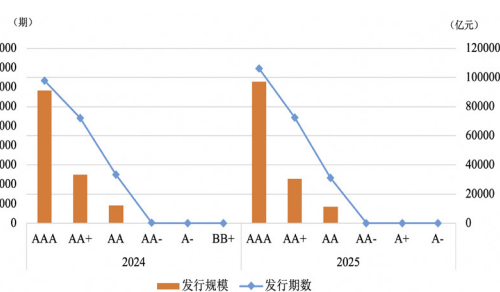
从发行主体的所属地区来看，2025年，北京、江苏、广东的非金融企业所发债券的发行规模依旧位列前三位。发行规模排名前十的地区中，江苏、广东、浙江和四川的非金融企业债券发行规模同比均有所下降，北京、山东、上海、福建、河北和湖北省的非金融企业债券发行规模均有所增长，其中，河北省非金融企业债券发行规模同比增幅最大，达99.30%。

图3 非金融企业信用债城投类及产业类分布情况



数据来源: Wind

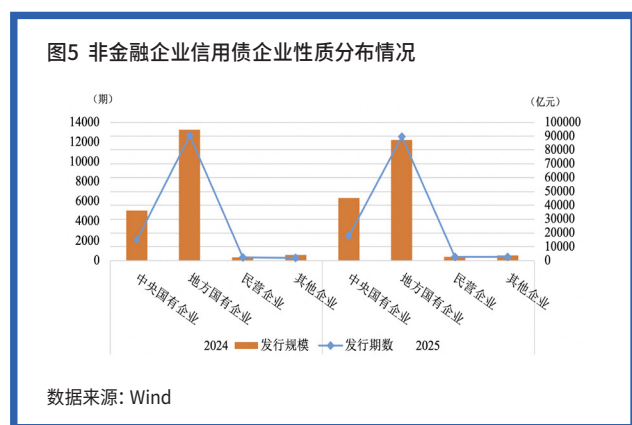
图4 非金融企业信用债主体信用等级分布情况



数据来源: Wind

¹⁰ 包括中央国有企业和地方国有企业。

从行业分布来看¹¹，2025年，建筑与工程、综合类和电力行业企业所发债券的发行规模位居前三位。发行规模排名前十的行业中，电力、商业服务与用品和金属、非金属与采矿行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度增长，建筑与工程、综合类、交通基础设施、多元金融服务、石油、天然气与供消费用燃料、公路与铁路运输以及房地产管理和开发行业非金融企业债券发行规模均有不同幅度下滑。



创新品种债券发行保持良好势头

2025年，债市“科技板”正式落地，政策持续支持科技、绿色等领域企业债券融资，在此背景下，科创债发行期数和规模同比增幅均在80%左右，此外，可持续发展挂钩债券、低碳转型挂钩债券和乡村振兴公司债的发行量也均实现了大幅增长，有效助力了经济的高质量发展（见表6）。

信用风险呈现收敛态势

2025年，我国债券市场新增13家违约发行人¹²，到期违约债券23期，到期违约金额合计约233.63亿元；新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和违约金额同比（17家、34期和336.61亿元）均有所减少。违约企业以民营企业为主。此外，2025年新增展期发行人5家，新增展期债券22期，展期规模95.77亿元，展期家数较上年（9家）有所减少，期数和规模较上年（12期和41.04亿元）均有所增加。整体来看，债券市场信用风险呈现收敛态势。

表6 2025年创新品种债券发行情况

券种类别	2025年		2024年		发行期数同比 (%)	发行规模同比 (%)
	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)	发行期数 (期)	发行规模 (亿元)		
科创债	2132	22829.30	1229	12185.89	73.47	87.34
碳中和债	214	1501.56	193	1802.59	10.88	-16.70
可持续发展挂钩债券	67	459.43	59	349.69	13.56	31.38
低碳转型挂钩债券	40	194.00	27	179.90	48.15	7.84
乡村振兴公司债	95	524.86	38	288.20	150.00	82.12

注：为与其他信用债数据口径保持一致，此处资产支持证券为Wind口径，按期数统计
资料来源: Wind

¹¹ 按照 Wind 三级行业划分。

¹² 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和 / 或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券 / 主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1 ~ 2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

三、债券市场展望

债市收益率有望维持低位波动，信用利差或结构性分化

利率债方面，从基本面来看，中央经济工作会议指出要继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。在此背景下，2026年我国经济有望实现5%左右的经济增速，出口或延续韧性，投资和消费亦具有一定的回升动能。从资金面来看，支持性货币政策立场下，央行将持续通过公开市场操作灵活调节流动性，保持流动性充裕。同时，2025—2026年集中到期的居民存款具有再配置需求，“存款搬家”趋势有望加速，资金或逐步向债券、理财及权益市场迁移。此外，美联储降息周期背景下，中美利差收窄及人民币资产吸引力提升，外资流入也将对流动性形成一定支撑。但“股债跷跷板”效应仍存，若A股在慢牛预期下持续上涨，部分配置资金或阶段性向权益市场转移，对债市资金形成一定分流。因此，债券收益率有望维持低位震荡格局，上下行空间均相对有限。

信用债方面，一是，经济基本面仍在积蓄动能，未见实质性变化信号，信用债或跟随利率债维持低位震荡走势，在此背景下，流动性较好、风险较低的中短久期信用债或更受投资者青睐。二是，低利率环境下，基金与理财收益率下滑，赎回压力加大抑制其配债需求。同时，银行负债端稳定性下降，保险保费增速放缓，其债券配置意愿亦有所减弱。三是，2026年摊余成本法债基集中开放有望为信用债提供持续的买盘支撑，3至5年期中高评级信用债有望继续迎来结构性配置机会。整体来看，信用债利差有望维持低位，但市场扰动可能增多，中短端高等级信用债信用利差有望进一步压缩，长端信用债波动或有所加大。

低利率环境下，债券市场发行规模有望稳步增长

利率债方面，在更加积极的财政政策导向下，

2026年财政赤字率或不低于4%，超长期特别国债与地方政府专项债券的发行规模也有望进一步扩容，推动政府债券供给继续放量，发行节奏大概率继续前置，以加速资金落地、强化逆周期调节效果。信用债方面，一是，当前，中小银行及部分非银机构仍面临较大的资本补充压力，债券融资需求迫切，同时，政策持续支持金融机构发行科创债、“三农”专项金融机构债、绿色金融债、小微企业专项金融债等主题债券，在此背景下，金融机构债发行规模有望稳步增长。二是，2025年以来，城投债发行监管持续强化，募集资金中约97%左右用于借新还旧。同时，境外城投债融资持续收紧，发行规模出现大幅萎缩。城投企业“退平台”后融资能力亦有所分化，弱资质主体融资渠道接近枯竭。在“控增化存”的政策基调下，城投债严监管态势仍将延续，债券发行规模或小幅萎缩。三是，低利率环境下，产业债融资成本持续下行，有力支撑企业债券融资需求。2025年5月，债市“科技板”正式落地后，科创债发行主体进一步扩容，同时，政策持续加大对绿色债券、民营及中小微企业债券融资的支持力度，在多重政策协同下，相关产业债券发行规模有望实现持续增长。

债券市场信用风险将持续收敛，违约率或处于历史低位

2026年是“十五五”的开局之年，在新一轮五年规划的首年开好局、起好步，关乎未来五年的发展全局。在更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策的协同支持下，债券市场信用风险有望继续收敛，整体违约率保持在历史较低水平。城投债方面，在“一揽子化债”方案持续推进的背景下，城投行业正步入转型提速的关键阶段。短期来看，根据政策要求，2027年6月底前，所有城投企业须完成融资平台退出工作，退出名单后，地方政府原则上应对相关主体开展不少于一年的风险监测，在此过渡期内，城投债仍具有较高的安全性。长期来看，城投企业市场化转型压力依然较大，



需警惕部分城投企业通过开展融资性贸易、“空转走单”等方式虚增经营性收入的行为，对于区域禀赋较弱、转型方向模糊、新业务前景不明朗、缺少稳定现金流的主体，其信用风险仍值得重点关注。**房企债方面**，当前，房地产销售端持续低迷，新开工、施工等活动受制于房企资金困境与严控增量的政策导向，仍处低位运行。房地产企业盈利普遍承压，面临一定的流动性管理压力，偿债表现趋弱，行业信用品质表现较差。头部房企债券展期对市场形成一定扰动，但影响相对可控，需警惕前期已展期债券发生实质性违约的风险。

金融债方面，净息差下降趋势下，商业银行盈利能力受到一定挑战，且房地产市场仍相对低迷，外部贸易环境不确定性增加，在此影响下，部分企业及个人偿债能力有所弱化，商业银行信贷资产质量面临一定下行压力，需警惕部分中小商业银行二级资本债不赎回风险。**可转债方面**，当前股市慢牛预期稳固，转债正股的退市风险显著降低，同时，下修条款的应用也有效缓解了可转债的偿付压力，信用风险整体可控，但仍需警惕部分业绩亏损、小市值、财务瑕疵及治理缺陷类发行人的违约与退市风险。 ▮

“双碳”目标持续推进，绿色债券发行首次突破万亿元——2025年绿债市场年度观察

联合资信 张岩 董欣焱

一、我国绿色债券市场蓬勃发展

根据气候债券倡议组织 (CBI) 2026年发布的《可持续债务全球市场状况2025》统计,截至2025年底,中国符合CBI定义的绿色、社会责任与可持续发展债券 (GSS) 以及可持续发展挂钩债券 (SLB) (合称GSS+) 累计发行规模达到6832亿美元,超越法国仅次于美国,成为全球第二大GSS+债券发行国家。中国在全球可持续债务市场的影响力显著增强。

2025年,在“双碳”目标持续推进的背景下,中国绿色债券政策体系实现系统性升级与全面深化,全年绿色债券发行规模首次突破万亿元,市场进入高质量发展新阶段。

我国绿色债券机制体系日益完善

统一绿色金融标准。2025年6月27日,人民银行、金融监管总局、证监会联合印发《绿色金融支持项目目录(2025年版)》(以下简称“2025版《目录》”),自2025年10月1日起正式施行。该目录以《绿色低碳转型产业指导目录(2024年版)》和《绿色债券支持项目目录(2021年版)》为基础,构建了覆盖“生产—流通—消费”全链条的统一的绿色项目识别框架,核心内容包括:一是在原有六大领域基础上,新增“绿色贸易”与“绿色消费”两大类,形成了涵盖节能降碳产业、环境保护产业、资源循环利用产业、能源绿色低碳转型、生态保护修复和利用、基础设施绿色升级、绿色服

务、绿色贸易、绿色消费的完整体系。二是采用“9个一级类/38个二级类/271个三级类”结构,直接对接国民经济行业代码,实现了1000余个行业的精准识别,大幅提升了项目识别效率与可操作性。三是每项绿色项目均标注温室气体减排贡献属性,区分“高减排贡献”与“一般减排贡献”,引导资金优先投向低碳效益显著领域。四是设立“重点工业行业绿色低碳转型”专项,明确支持钢铁、水泥、有色、石化等高碳行业节能改造、工艺优化与智能化升级项目,实现与转型金融试点无缝衔接。五是要求80%以上支持项目ESG表现优良(较2021年版60%显著提升),并明确专款专用规则,强化信息披露与审计要求,有效降低“漂绿”风险。2025版《目录》的发布首次实现绿色债券、绿色贷款等主要绿色金融产品标准统一,增强了不同绿色金融产品之间的有效衔接,显著提升了绿色金融资产管理效率与流动性,有力支撑了我国绿色债券市场的持续扩容。

完善绿色债券投融资体系。2025年1月17日,金融监管总局和人民银行办公厅发布《银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案》,指出银行机构要规范开展绿色债券业务,加强募集资金管理,积极支持绿色低碳发展;保险公司要加强保险资金运用,通过投资绿色债券、绿色资产支持证券、保险资产管理产品等形式参与绿色项目投资。2025年2月7日,证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》,提出完善绿色债券相关标准,提升绿色债

券市场的规范性和透明度；支持符合条件的绿色产业企业通过股权和债券融资，推动绿色债券市场发展，为绿色项目提供更多融资渠道。2025年3月5日，国务院办公厅发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，提出持续优化绿色债券标准，统一募集资金用途、信息披露和监管要求，完善评估认证及评级方法；丰富产品谱系，支持绿色产业企业发行绿色债券、绿色资产支持证券，实现绿色证券市场双向开放，支持绿色低碳发展和美丽中国建设质效进一步提升。上述意见发布后，上交所和深交所积极出台措施落实文件要求。2025年3月13日，上交所出台《关于进一步做好金融“五篇大文章”行动方案》，围绕进一步做好金融“五篇大文章”，明确提出：一是完善绿色企业和项目股债融资体系，支持符合条件的绿色企业上市融资、并购重组、发行债券等；二是强化上市公司环境信息披露，细化绿色债券定期报告披露要求；三是丰富绿色主题股票、绿色债券、气候转型、ESG相关指数与投资品种，更好服务国家“双碳”目标和可持续发展。2025年4月7日，深交所发布《深圳证券交易所绿色债券白皮书》（以下简称《白皮书》），指出下一步深交所将进一步完善资本市场推动绿色低碳转型的制度体系，不断丰富绿色债券、绿色指数、低碳基金、低碳基础设施REITs等多层次可持续金融产品供给，宣导培育低碳可持续金融文化，推动要素资源向绿色低碳等重点领域集聚，提升资本市场服务经济社会绿色低碳发展质效。

优化绿色熊猫债和主权债发行机制。2025年2月18日，交易商协会发布《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》，明确绿色熊猫债发行机制：一是引入框架发行，

外国政府、国际开发机构（以下简称“两类机构”）和优质境外主体可使用其绿色债券框架发行绿色熊猫债。二是对于两类机构，在绿色项目认定依据、募集资金管理方式、存续期信息披露等方面，允许其采取与国际市场惯例相一致的安排。三是对于境外非金企业，增加使用中欧《可持续金融共同分类目录报告一减缓气候变化》和欧盟《可持续金融分类方案一气候授权法案》作为绿色项目的认定依据。政策的发布有助于提升境外机构发行绿色熊猫债的便利性，推动绿色熊猫债市场进一步扩容。2025年2月20日，财政部发布《中华人民共和国绿色主权债券框架》（以下简称“框架”），该框架包含绿色主权债券的定义、目的、规则、评估、监管和透明度等内容，为绿色主权债券发行提供了标准化指引，这是中国首次以主权信用为背书系统构建的绿色债券发行框架，有助于带动更多中资主体发行绿色债券，进一步吸引各类投资者参与绿色金融市场。

金融机构主导绿色债券发行突破性增长

绿色债券发行规模呈快速增长态势，单期发行规模明显增大。2025年，我国债券市场累计发行绿色债券662期¹，发行规模达1.15万亿元，较2024年（491期、0.70万亿元）大幅增长，其中，发行期数同比增长34.83%，发行规模同比增长64.44%。除资产支持类证券外，2025年我国债券市场累计发行绿色债券525期，发行规模0.96万亿元，较2024年（347期、0.48万亿元）亦显著上升，其中，发行期数同比增长51.30%，发行规模同比增长98.43%。此外，除资产支持类证券外，2025年我国绿色债券单期平均发行规模为18.27亿元，较2024年13.93亿元明显增大。整体来看，2025年

¹ 根据 Wind 口径，按起息日计，资产支持证券按单数统计。

我国绿色市场扩容步伐明显加快（见图1）。

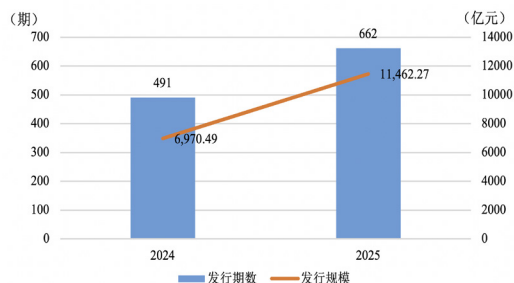
绿色债券发行集中于少数大型金融机构，绿色金融债是绿色债券市场的主力券种。从发行机构来看，2025年，金融机构绿色债券²的发行规模占绿色债券市场总发行规模的70%左右，占比较上年增长了20个百分点左右（见图2）。其中，中国农业发展银行、中国农业银行和中国建设银行共发行绿色债券2200.00亿元，占金融机构所发绿色债券总规模的33%左右，金融机构绿色债券的发行表现出向头部大型金融机构集中的趋势。分券种来看，绿色金融债依旧是绿色债券市场

领涨的主力券种（见图3）。2025年我国共发行绿色金融债87期、6183.00亿元，占全市场绿色债券发行总规模的54%，发行期数和规模较2024年（53期、2205.00亿元）分别增长了64.15%和180.41%，其中商业银行绿色金融债的发行规模同比有200%左右的增长。

绿色债券发行人以国有企业为主，但集中度略有下降。2025年，国有企业³依旧是绿色债券发行主力，全年合计发行绿色债券461期、8497.67亿元，发行期数和规模同比分别上升48.23%和87.66%；其发行期数和规模在全市场绿色债券中的占比分别为87.81%和88.61%，较上年略有下滑。同期，民营企业绿色债券发行规模占比相对较小，仅为1.28%，但增长态势稳健，发行期数和规模同比分别增长47.06和36.56%。整体来看，我国绿色债券发行市场参与主体正逐步向多元化方向发展（见图4）。

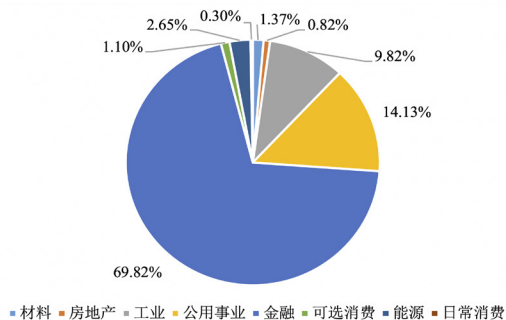
募集资金主要流向能源转型与绿色基建领域。根据《绿色债券支持项目目录（2025版）》的产业分类，2025年新发行绿色债券的募集资金主要集中于绿色低碳转型产业和基础设施绿色升级两个领域。

图1 2024—2025年我国绿色债券发行情况



资料来源: Wind

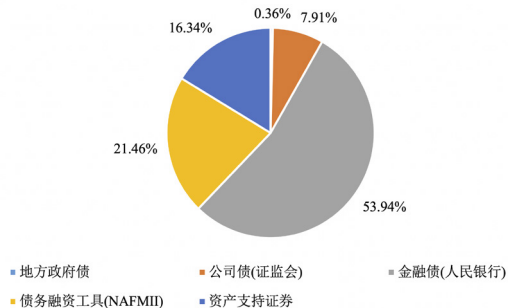
图2 2025年绿色债券发行人行业规模分布情况



注: 按Wind一级行业分类, 不含资产支持类证券

资料来源: Wind

图3 2025年绿色债券券种规模分布情况



注: 按Wind债券一级分类

资料来源: Wind

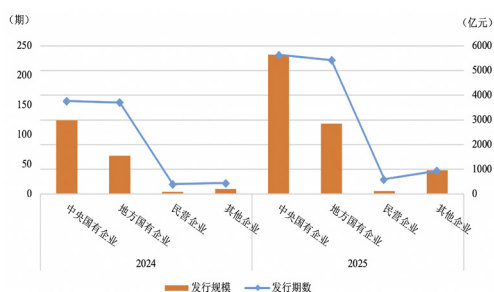
² 除绿色金融债外，2025年金融机构还发行绿色短融、绿色PPN、绿色中票和绿色公司债等券种；涉及发行人的统计不含资产支持类证券，以下同。

³ 包括中央国有企业与地方国有企业。

其中,投向绿色低碳转型产业的资金占比最高,约44%;投向基础设施绿色升级领域的资金占比位列第二,约32%。两大领域合计占比超过70%,主要涉及清洁能源发电、绿色交通、污水处理等项目。相比之下,募集资金投向生态保护修复和利用、节能降碳产业等领域的资金占比较低。总的来看,尽管《绿色债券支持项目目录》在项目分类名称上有所调整,但近年来绿色债券的资金投放重心始终围绕能源转型与绿色基建两大方向,体现了市场服务“双碳”目标的结构特征。

碳中和债发行整体有所下滑。2025年,我国碳中和债券发行规模为1514.93亿元,同比(1802.59亿元)下降15.96%,发行规模整体有所收缩。可能主要基于以下几点原因:一是由于碳中和债的发行主体中,城投平台和地方国企占比较高,而化债背景下,监管审批趋严,对城投平台等传统发行主体的融资约束加强,导致部分潜在发行主体难以通过碳中和债渠道融资,影响了碳中和债的发行规模;二是随着利率环境的变化,碳中和债的融资成本优势相对减弱,企业可能更倾向于通过传统信贷渠道融资,对碳中和债形成一定的替代作用;三是经过前几年的快速发展,符合碳中和债发行标准的优质项目储备有所减少。叠加“双碳”政策持续推进下,相关绿色项目融资需求更多通过其他绿色金融工具得以满足,进而导致碳中和债发行需求相应下降。

图4 2024—2025年绿色债券发行人企业性质



资料来源: Wind

二、我国绿色债券市场有望继续扩容,国际化进程或将提速

2026年是“十五五”规划开局之年,在“双碳”目标与美丽中国建设的持续推动下,我国绿色债券市场有望延续高质量发展态势,呈现规模稳步扩容、产品创新深化、对外开放提速等发展特征。

政策支持做好“绿色金融大文章”,我国绿色债券市场有望稳步扩容

一是,绿色发展目标引领绿色债券扩容。

“十五五”规划指出“丰富绿色金融产品和服务,健全金融机构绿色金融考核评价体系,鼓励提升绿色低碳领域投资比例”,在绿色发展目标的引领下,我国绿色产业融资需求有望持续释放,政策有望持续支持企业发行绿色债券融资,我国绿色债券发行规模有望稳步增长。二是,绿色金融债有望持续引导绿色债券扩容发行。2025年3月,国务院办公厅在《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》中明确提出,加大绿色、小微、“三农”等专项金融债券发行力度,鼓励金融机构发行专项金融债券用于科创、养老等领域。2026年1月,人民银行将节能改造、绿色升级、能源绿色低碳转型等具有直接碳减排效应的项目纳入碳减排支持工具支持领域,鼓励金融机构加大对环保、节能、清洁能源等领域的资金投入,这一政策安排将进一步激发商业银行发行绿色债券的融资需求,推动绿色金融债券持续扩容,进而带动绿色债券市场规模稳步增长。三是绿色地方政府专项债扩容空间进一步打开。2025年7月,国家发改委等三部门印发《关于开展零碳园区建设的通知》,提出统筹利用现有资金渠道支持零碳园区建设,鼓励各地区对零碳园区建设给予资金支持,通过地方政府专项债券资金等支持符合条件的项目。深交所在《白皮书》中也指出,将大力支持地方政府发行专项债券用于低碳可持续项目,积极满

足规模能源生产消费企业改造升级等低碳转型领域融资需求。上述政策的发布将为绿色地方政府专项债扩容提供有力支撑。

产品创新有望持续推进，满足绿色主体多元化的融资需求

2025年2月，证监会在《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》中明确提出丰富资本市场绿色金融产品，在政策引领下，绿色债券创新有望持续推进，精准匹配绿色主体多元化的融资需求。产品创新方面，一是，政策或持续引导绿色金融产品向细分领域延伸，蓝色债券、生物多样性债券、气候适应债券等特色创新品种将加快落地。二是，在“五篇大文章”的政策导向下，“绿色+科创”“绿色+乡村振兴”“绿色+数字金融”等双主题债券或将逐步推广，推动绿色与科技、普惠、数字等领域深度融合发展。三是，绿色资产支持证券底层资产将持续丰富，以新能源汽车融资租赁、绿色消费贷款、清洁能源项目收益权为底层资产的绿色ABS或加速发行。模式创新方面，一是，“专项债+绿色科创债”等组合融资模式或将逐步落地，通过不同债券品种协同发力，提升绿色主体融资效率与资金使用灵活性。二是，“绿色债券+绿色保险”等风险对冲模式将不断完善，如通过碳汇价格保险、碳排放权交易保险等产品，为绿色债券增信，缓释项目运营风险，提升绿色债券对机构投资者的吸引力；三是，绿色债券与碳市场联动将持续深化，“绿色+碳减排”模式加速落地，引导资金精准流向低碳领域，助力我国“双碳”目标实现。

绿色债券国际化进程加速，资金跨境流动更畅通

一是绿色熊猫债市场有望持续扩容。2025年2月，交易商协会发布《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》，显著提升了境外机构发行绿色熊猫债的便利性。同时，当前我国利率水平相对偏低，境外机构在境内发行绿色



熊猫债较发行美元债具备明显的融资成本优势，多重利好下，我国绿色熊猫债市场有望加速扩容，进一步助力中国债券市场高水平对外开放。二是“一带一路”绿色债券有望加速发展。2025年9月，中央结算公司发布《中国绿色债券白皮书》提出，探索发行“一带一路”绿色项目专项债，支持中资机构发行离岸绿色债券，吸引国际投资者。2026年3月，央行副行长陆磊在2026全球南方金融家论坛主论坛上表示，鼓励支持金融机构在“一带一路”共建国家和地区开展绿色低碳投资，并欢迎全球投资者深度参与中国绿色转型。未来，随着“一带一路”绿色投资需求的持续释放，“一带一路”绿色债券有望在发行规模、产品类型、覆盖领域上实现全面突破，成为服务“一带一路”绿色发展的重要金融载体。三是我国绿色债券市场国际影响力有望持续提升。2025年2月，财政部发布《中华人民共和国绿色主权债券框架》，并于同年4月在伦敦发行首笔人民币绿色主权债券，标志着我国绿色主权债券市场正式落地。未来，绿色主权债券的示范效应将进一步释放，为中资机构赴境外发行绿色债券提供定价基准与信用参照，带动更多境内优质企业开展跨境绿色融资，推动我国绿色债券标准与国际规则深度结合，进一步提升我国绿色债券市场的国际影响力。///

债市“科技板”正式落地，科创债市场提速发展

——2025年科创债市场年度观察

联合资信 董欣焱

一、科创债市场主要政策回顾

加强顶层设计，夯实科创债制度基础

2025年以来，国家通过出台多项顶层政策，确立了科创债市场的制度框架。2025年2月，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，将推动科创债高质量发展明确为资本市场服务科技创新的核心任务之一，意见指出推动科技创新公司债券高质量发展，优化发行注册流程，鼓励有关机构按照市场化、法治化原则为科技型企业发债提供增信支持，探索开发更多科创主题债券；将优质企业科创债纳入基准做市品种，加大交易所质押式回购折扣系数的政策支持；探索知识产权资产证券化业务等。2025年3月，国务院发布《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，为科创债市场奠定了发展总基调，意见指出扩大重点领域债券发行规模，丰富债券产品谱系，发展科技创新债券等特色产品；完善科技创新债券发行管理机制，鼓励通过创设信用保护工具、担保等方式提供增信支持；鼓励金融机构发行专项金融债券用于科创等领域等。2025年5月，人民银行、证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（以下简称“8号文”），系统构建了科创债的制度框架，标志债市“科技板”正式落地，公告主要包括五方面内容，一是支持金融机构、科技型企业、股权投资机构发行科技创新债券。二是发行人可灵活设置债券条款，鼓励发行长期限债券，更好匹配科技创新领

域资金使用特点和需求。三是为科技创新债券融资提供便利，优化债券发行管理，简化信息披露，创新信用评级体系，完善风险分散分担机制等。四是将科技创新债券纳入金融机构科技金融服务质效评估。五是鼓励有条件的地方提供贴息、担保等支持措施。

优化审核机制，提升发行效率与市场透明度

“8号文”发布后，监管机构指导相关自律组织迅速出台配套细则，着力优化科创债发行流程、提升市场透明度。沪、深、北交易所发布《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》，从拓宽发行主体和募集资金使用范围、简化信息披露安排和完善配套支持机制三个方面出台细化措施，新增支持金融机构发行科技创新债券、支持股权投资机构募集资金用于私募股权投资基金。交易商协会发布《关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知》（以下简称“86号文”），从丰富支持主体范围、扩宽募集资金用途、优化信息披露及注册发行安排、创新风险分担机制、强化存续期管理要求、完善配套机制六个方面出台细化措施，拓宽了科技型企业的认定标准，同时细化了股权投资机构主体的认定要求。

加强投融资对接，提升债券市场服务科技创新水平

2025年4月，金融监管总局发布《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》，指出支持科技型企业债券融资，鼓励银行机构为符合条件的科技型企业

发行科创票据、资产支持票据、资产担保债券等提供承销服务；支持银行保险机构、资产管理机构等加大科创类债券投资配置力度，推动保险机构投资资产支持计划等证券化产品。2025年5月，人民银行等七部门发布《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》，指出支持创业投资机构、产业投资机构发债融资，拓宽直接融资渠道。同时指出建立债券市场“科技板”；推动科技创新公司债券高质量发展，将优质企业科创债纳入基准做市品种，引导推动投资者加大科创债投资；丰富银行间债券市场科技创新债券产品，完善科技创新债券融资支持机制；发挥信用衍生品的增信作用，加大对科技型企业、创业投资机构和金融机构等发行科技创新债券的支持力度等。2025年9月，北京市科学技术委员会等八部门印发《北京市关于加快构建科技金融体制有力支撑高水平科技自立自强的实施方案（2025—2027年）》，提出打造债券“中关村科技板”。支持科技型企业、私募股权投资机构和创业投资机构、金融机构等在银行间市场、交易所市场发行科技创新债券；优化“绿色通道”机制，建立专属服务平台，提供政策辅导、项目储备、投资人对接、增信协调等综合服务，加快注册发行进度；鼓励评级机构创设与科技型企业相适应的评级方法。

降低科创债投融资成本，提升市场活力

一是，降低交易成本。2025年5月，银行间同业拆借中心发布《关于减免科技创新债券相关交易手续费的通知》，决定全额减免银行间债券市场境内成员以科技创新债券为标的的现券买卖交易手续费，减免期为2025年至2027年。二是，为发债企业提供财政贴

息。2025年10月，四川省人民政府办公厅印发《关于巩固拓展经济回升向好势头的若干政策措施》，指出在2025年10月1日至2026年3月31日期间，省级财政对四川非金融企业（科技型企业和股权投资机构）通过新发行科技创新债券进行融资的，给予40万元一次性费用补贴；首次发行的，费用补贴标准提高到80万元；同时，对省内非金融企业发行科技创新债券分担风险且费率低于1%的担保（增信）机构，给予一定补贴，单户企业最高200万元。三是，创新风险分担机制。2025年6月，潘功胜行长在陆家嘴论坛宣布8项重磅金融政策，指出积极推动上海首批运用科技创新债券风险分担工具，支持私募股权机构发行科创债券。

二、科创债市场运行特征

发行规模大幅增长，服务主体更加多元，募集资金进一步向战略新兴产业聚集

根据Wind口径统计，2025年，我国债券市场共有843家发行人¹发行科创债2132期，融资规模约2.3万亿元，均较上年同期（394家、1229期、1.2万亿元）实现了大幅增长。其中，科技型企业638家，融资规模约1.8万亿元；金融机构124家，融资规模约3800亿元；股权投资机构81家，融资规模约740亿元（见图1）。科创债发行人主要集中于公用事业²、建筑、银行、非银机构、交通运输、有色金属等35个行业，其中银行、家庭用品、电信服务和耐用消费品行业首次实现了科创债发行突破。上述行业中，公用事业、非银金融、石油石化、企业服务、汽车与零配件、食品饮料、可选消费零售、生物医药、半导体和造纸与包装行业科创债发行规模均实现了一倍以上的大幅增长，其中，生物医药和半导体行

¹ 不含资产支持证券，以下同。

² Wind 二级行业，以下同。

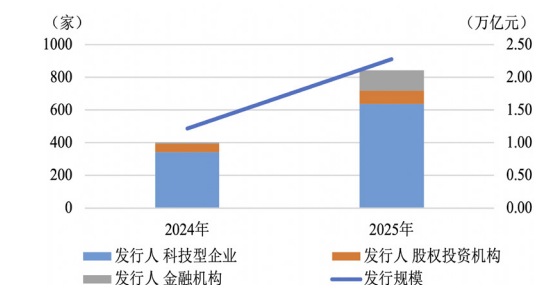
业科创债发行规模分别达到112亿和82亿，均较上年同期各增长了70亿元以上（见图2）。总的来看，科创债服务主体更加多元，债券募集资金向生物医药、半导体等战略性新兴产业加速聚集。

发行主体以高等级央企为主，民企融资规模较少

2025年，科创债发行人仍以高等级央、国企为主。从发行人信用级别来看，AAA级主体所发科创债规模占有评级科创债发行总额的90%左右，较上年下降约0.5个百分点；AA级及以下主体所发科创债规模占比为1.23%，较上年上升了约0.5个百分点；另有3家公募债发行人和7家私募债发行人无主体级别，信用资质值得关注（见图3）。从发行人企业性质来看，2025年，中央国有企业发行科创债占比接近47%，较上年上升5个百分点，地方国有企业占比接近42%，较上年下降约8个百

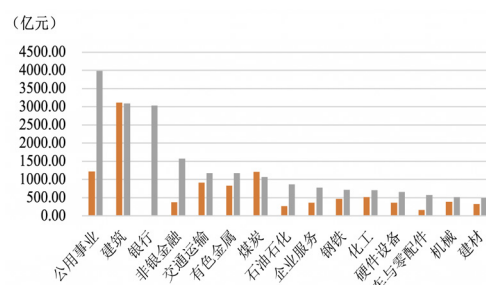
分点，民营企业占比仅为7.3%，与上年基本持平（见图4）。整体来看，民营及中小型科创企业仍难以直接通过债券市场融资。但值得注意的是，自“8号文”发布后，商业银行正式被纳入科创债发行主体范围，2025年，商业银行发行科创债规模已达到2800亿元左右，募集资金专项用于科技创新领域信贷投放。根据人民银行《2025年四季度金融机构贷款投向统计报告》，2025年末，我国科技型中小企业本外币贷款余额为3.63万亿元，同比增长19.8%，增速较各项贷款高出13.6个百分点；高新技术企业本外币贷款余额18.61万亿元，同比增长7.5%，增速较各项贷款高出1.3个百分点，科创信贷市场呈现快速发展态势。科创债有效打通了“债券融资—科技信贷”的传导链条，为轻资产、高成长型科技企业提供间接的融资支撑，进一步增强了金融体系对科技创新的服务质效。

图1 2024—2025年科创债发行情况



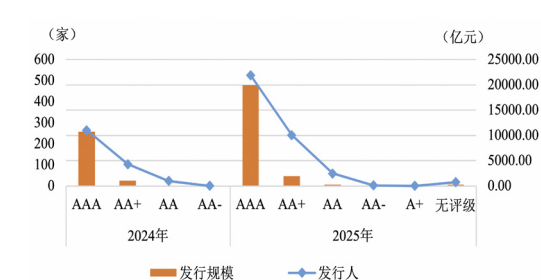
资料来源：联合资信整理

图2 2024—2025年科创债发行规模前十五行业分布



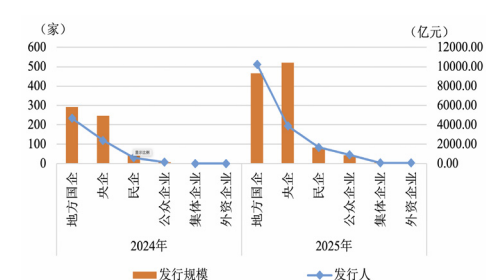
资料来源：联合资信整理

图3 2024—2025年科创债发行人级别情况



资料来源：联合资信整理

图4 2024—2025年科创债发行人企业性质情况



资料来源：联合资信整理

融资结构进一步优化，融资成本大幅下行

2025年，科创债融资结构持续优化，3年期及以上中长期科创债发行规模占比达到75%，较上年提升了6.4个百分点；1年期及以下短期科创债占比约为18%，较上年下降了8.4个百分点，能够更好地更契合科技创新项目长周期、高投入的融资需求特征。此外，受低利率环境与政策支持的双重驱动，科创债融资成本显著下行。2025年，3年期AAA级主体发行的科创债平均票面利率仅为2.04%，较2024年下降了约44个BP，5年期AAA级主体平均融资成本仅为2.09%，较上年下降了近35个BP。且与一般债券相比，科创债还表现出了一定的成本优势，根据上交所债券发布的信息，2025年相同资质发行人科创债发行成本较一般债券下降了10至20BP（见图5）。总的来看，中长期科创债融资成本下行显著地降低了科技创新企业的融资负担，债券市场为科技创新提供了更加精准、长效、低成本的资金支持。

经济大省继续领跑，区位分化有所加剧

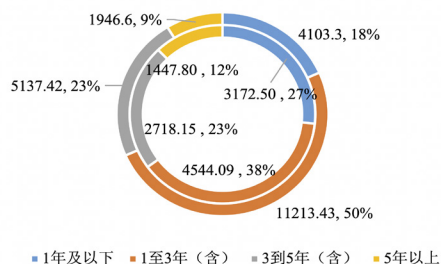
2025年，科创债发行人的区位分化进一步加剧，北京以7600余亿元继续领跑，广东以2057亿元超越山东跃居第二位，上海以1800余亿元紧随其后，此外，发行规模前十位省份还有浙江、山东、河北、江苏、四川、湖北和陕西。而黑龙江、海南、贵州、青海、吉林省份科创债发行规模相对靠后，除吉林省外，其余四省科创债发行规模均不足50亿元。从发行规模增速看，北京、广东、江苏、四川、福建等省份科创债发行期数均实现了一倍以上的增长，而山东、湖北、陕西和江西等省份科创债增速则有所放缓甚至回落（见图6）。总的来看，科创债发行人仍集中于经济大省，主要得益于区域经济基础雄厚、创新资源较足，政策与资本支持力度较强，金融市场成熟度较高，科创主体融资需求更为旺盛，而

经济欠发达地区，虽然部分区域科创债发行规模实现了大幅增长，但受限于区域经济发展基础薄弱、科创主体数量有限等客观条件，发行规模整体仍偏小。未来相关地区可立足自身实际，坚持精准支持、错位发展，由地方政府强化针对性财政扶持，通过贴息、风险补偿等工具，聚焦本地优势领域培育科创主体，持续激发区域内企业的科技创新活力。

创新步伐持续加快，投融资生态进一步优化

2025年，科创债市场创新步伐显著加快，投融资生态持续优化，市场吸引力不断增强。一方面，“8号文”发布后，特殊条款在科创债发行中加速落地，转股类条款实现实质性应用，投资者保护条款³被广泛使用。2025年新发行科创债中，含经营维持承诺的科创债期数占比为24%，同比提升约4个百分点；含财务指标承诺条款的占比为9%，同比提升约9个百分点，含偿债保障承诺条款的占比为20%，同比提升约1个百分点，有效增强了科创债对投资者的吸引力。另一方面，信用风险分担机制持续健全。政策性科创债风险分担工具于2025年正式落地，由人民银行提供低成本再贷

图5 2024—2025年科创债发行期限情况（单位：亿元）



注：内环为2024年，外环为2025年
资料来源：联合资信整理

³ 含事先承诺条款、交叉违约条款、事先约束条款、控制权变更条款、偿债保障承诺条款和资产抵质押条款。

款资金,联合地方政府、中债增进及市场化担保机构,通过共同担保、直接投资、创设信用风险缓释凭证等方式合理分担科创债违约损失,显著缓解了市场对科创债信用风险的担忧。2025年6月,首批运用该工具的5家民营股权投资机构顺利完成科创债发行,2025年11月,第二批4家民营股权投资机构获得工具支持。与此同时,衍生品市场创新稳步推进,2025年12月,中债资信、外汇交易中心与上清所联合发布科创CDS指数,为市场提供一篮子信用风险对冲工具,有效提升了机构对科创债的配置意愿。

科创指数体系加速构建,二级市场交投活跃

2025年,我国科创债指数体系加快构建,中证指数、上清所、外汇交易中心、中债登等机构密集推出了一批高等级宽基指数、细分主题指数及风险对冲指数,覆盖了不同维度的信用资质与期限结构,为科创债指数化投资提供了精准投资标的。在此背景下,科创债ETF实现快速发展,自2025年6月,10家公募基金集中申报首批科创债ETF以来,科创债ETF规模持续快速增长,截至2025年末,科创债ETF总规模已超过3500亿元,达到全部债券ETF规模的40%以上,成为信用债ETF最重要的细分品类。随着科创债指数体系日臻完善、科创债ETF蓬勃发展,叠加市场投融资生态持续优

化,科创债二级市场流动性显著改善。2025年,科创债现券交易规模接近4.2万亿元,较2024年(2.3万亿元)增加了80%以上。同时,根据上交所债券发布的信息,2025年,上交所科创债年化换手率达140%,较公司债整体换手率高出40%,成为信用债市场流动性最活跃的品种之一。总的来看,科创债配套机制持续完善,有效带动多元投资者入市,推动科创债二级市场交易活跃度大幅提升。

三、科创债市场发展展望

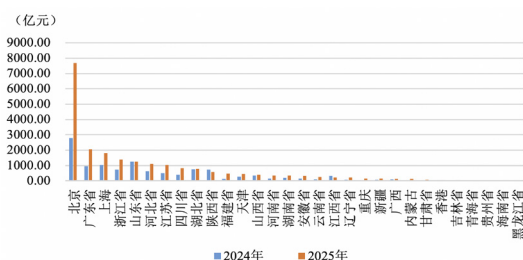
科创债融资成本有望持续下行,市场规模将加速扩容

一方面,货币政策宽松引导科创债融资成本下行。当前央行实施适度宽松的货币政策,市场流动性保持充裕,信用债整体发行利率处于下行通道。这一背景下,科创债作为信用债的重要组成部分,其发行利率将随市场利率中枢下移而降低,尤其对于央国企背景的科创债发行主体而言,由于其自身信用资质较强,在流动性宽松环境下,融资成本下降空间更为显著,有助于进一步提升其发行科创债的积极性。另一方面,风险分担机制优化破解中小科创企业融资难题。2026年1月,人民银行副行长邹澜在国新办发布会上宣布,合并设立“科技创新与民营企业债券风险分担工具”,将原民营企业债券融资支持工具与科技创新债券风险分担工具统一管理,合计提供2000亿元再贷款额度,此举有助于缓解投资者对中小科技企业债券的风险担忧,推动企业信用利差收窄,同时增强承销机构的参与意愿,进一步扩大对科创领域的融资供给。在上述政策的支持下,科创债市场有望持续扩容。

科创债制度创新与产品结构优化有望持续推进

一方面,科创债制度框架有望持续升级,从发行端、交易端双向发力,降低科创企业融资门槛,扩大市场参与主体范围。发行端,2026年3月,交易商协会发布

图6 2024—2025年科创债区域分布情况



资料来源: 联合资信整理

《关于进一步优化科技创新债券机制的通知》，对“86号文”进行系统性升级，通过扩大主体认定范围、对科技型企业募集资金用途实施分层分类管理、引导企业发行中长期科技创新债券等举措进一步优化科创债投融资生态，引导资金精准投向“硬科技”。未来，政策有望进一步放宽发行主体资质要求，将更多处于成长期、轻资产特性的科创企业纳入支持范围，破解当前部分优质中小科创企业因评级、资产规模等限制难以发债的困境。交易端，做市商制度有望持续完善，以增强科创债二级市场流动性，降低交易摩擦成本，吸引长期资金入市。另一方面，产品结构有望进一步优化，增强市场活力。“8号文”提出发行人可灵活选择发行方式和融资期限，创新设置债券条款，包括含权结构、发行缴款、还本付息等安排，更好匹配资金使用特点及融资需求。2026年1月，首批科创可转债已成功发行，在政策支持下，科创债的产品形态有望持续丰富，向“定制化”融资工具升级，进一步增强对投资者的吸引力。

整体违约风险可控，但需警惕个体信用事件和结构性风险

一方面，科创债市场整体信用风险相对可控。截

至2025年末，我国债券市场存量科创债规模约3.44万亿元。从信用结构看，AAA级主体所发债券存量规模占比高达87%，且发行人以大型央国企为主，整体信用资质较为稳固。政策支持持续强化，央行在2026年初的工作会议上再次明确要高质量建设和发展债券市场“科技板”。同时，信用风险分担机制不断完善，信用风险缓释工具广泛应用，有效地缓解了市场对弱资质主体的担忧，在此背景下，科创债信用风险整体可控。另一方面，局部性风险与结构性分化仍值得关注。2025年末，存续科创债中，无债项评级规模占比接近50%，且出现了部分无主体评级债券的发行，这部分债券的透明度与信用辨识度相对较低，风险更依赖个体判断。此外，部分行业（如软件服务行业）财务杠杆率偏高，且盈利能力普遍变弱，信用风险值得进一步关注。建议各方持续深化市场开放，完善科创债专业化服务体系。积极引导支持具备资质的专业机构规范开展信用评级、科创能力评估、科创企业估值、数据资产评估等服务，强化科创债风险定价支撑，为畅通科技、资本与产业高水平循环夯实市场基础。///



2025年信贷ABS发展研究——现状剖析与市场展望

文 | 联合资信 张睿君 王姝琦

一、一级市场发行分析

发行概览

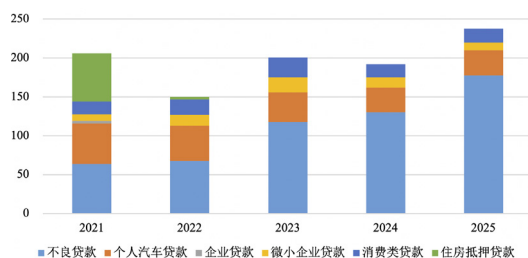
2025年信贷资产支持证券（以下简称“信贷ABS”）发行单数达历史高峰，发行规模止跌回稳，全年共发行238单，同比增长23.96%，发行规模为2915.22亿元，同比增长7.82%，市场发行有所回暖。

从基础资产类型来看，2025年，不良贷款资产证券化产品（以下简称“NPL产品”）成为发行单数最多、发行规模增速最快的产品，是拉动信贷ABS市场发行的主力军；正常类信贷资产证券化产品（以下简称“正常类ABS”）中，个人汽车贷款资产证券化产品（以下简称“Auto ABS”）发行规模仍占据信贷ABS市场发行总规模首位，但呈现持续收缩态势；微小企业贷款

资产证券化产品（以下简称“微小企业贷款ABS”）的发行单数和发行规模较上年均有所下降；消费类贷款资产证券化产品¹（以下简称“消费类贷款ABS”）的发行单数保持稳定，发行规模有所增长；此外，2022年1月以来住房抵押贷款资产证券化产品²（以下简称“RMBS”）发行暂缓，截至2025年底尚无新增发行（见图1和图2）。

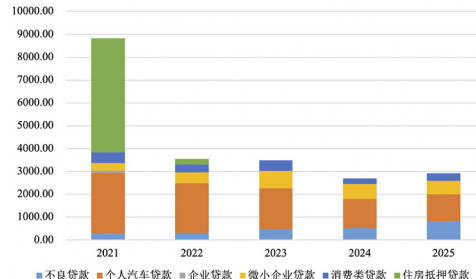
整体来看，2025年中国经济处于“经济复苏的早期阶段”，同时也是“从恢复性增长向内生性增长转换的关键期”，居民消费及企业投资需求疲软、金融机构信贷投放不足，导致正常类ABS发行量有所减少；同时，居民及企业信用风险抬升导致信贷资产质量承压，金融机构不良资产处置压力加大，出表需求旺盛，使得NPL产品发行规模持续增长。

图1 2021—2025年信贷ABS市场发行单数情况（单位：单）



数据来源：Wind，联合资信整理

图2 2021—2025年信贷ABS市场发行规模情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

¹ 消费类贷款ABS包括信用卡分期贷款ABS和银行/互联网消费贷款ABS。

² RMBS包括住房抵押贷款资产支持证券和住房公积金贷款资产支持证券。

正常类ABS发行动因分析

1. Auto ABS

2025年, Auto ABS发行单数与去年保持一致, 发行规模同比下降9.38%。发行主体均为主机厂体系内汽车金融公司, 银行机构因暂时没有融资或资产转出需求, 且考虑到成本及资产投放因素, 2025年并未发行汽车类ABS产品(信用卡汽车分期、车主贷等)。

(1) Auto ABS发行量与汽车金融公司贷款投放密切相关

汽车销量层面, 国内总销量小幅增长, 国内品牌汽车持续发力, 合资品牌汽车出现不同程度下调。根据中国汽车工业协会数据, 2025年度汽车销量排名前十五位集团销量合计3174.1万辆, 同比增长9.0%, 占汽车销售总量的92.3%。销量位列前六的汽车集团中, 比亚迪集团、吉利控股、长安汽车、奇瑞集团自主品牌销量占比均在七成以上(见表1)。上述集团汽车金融公司发行的Auto ABS较往年基本持平或小幅增长。与此对应, 合资品牌汽车销量则出现分化。部分合资、外资品

牌汽车销量收缩使得相应服务汽车金融公司的资产规模出现收缩, 一定程度抑制Auto ABS发行需求。

贷款投放层面, 相较于稳步增长的汽车销量, 24家汽车金融公司零售融资余额在总规模上出现一定程度下调(见表2)。银行汽车贷款产品及汽车租赁产品持续发力, 且在对客利率面或业务灵活度方各有优势, 对汽车金融公司的渗透率也产生了一定影响。

(2) 多元化融资渠道形成替代效应, Auto ABS发行需求有所减弱

发行利率方面, Auto ABS发行利率今年来一直处于低位, 且与同期限中债中短期票据收益率之间的利

表2 2020—2024年中国汽车金融公司零售融资余额

统计年份	2024年末	2023年末	2022年末	2021年末	2020年末
零售融资/贷款余额(亿元)	6900.24	暂未披露	7852.58	暂未披露	7820.16

注: 1. 2024年末贷款余额中, 新能源汽车贷款余额2040.96亿元, 同比增长23.44%; 2. 二手车贷款余额783.81亿元, 同比增长26.06%; 3. 批发融资余额769.00亿元
数据来源:《中国汽车金融公司行业发展报告》, 联合资信整理

表1 2025年Auto ABS发行情况及其服务主机厂集团2025年在华销量情况

汽车金融机构	主机厂集团	ABS发行规模(亿元)	在华销量(万辆)
吉致汽车金融有限公司	吉利控股	240.00	359.8
奇瑞徽银汽车金融股份有限公司	奇瑞集团	115.00	280.3
天津长城银汽车金融有限公司	长城汽车	112.10	132.3
一汽汽车金融有限公司	中国一汽	103.85	330.2
广汽汇理汽车金融有限公司	广汽集团	100.00	172.1
长安汽车金融有限公司	长安汽车	86.00	291.3
比亚迪汽车金融有限公司	比亚迪集团	80.00	460.2
丰田汽车金融(中国)有限公司	丰田汽车	65.00	178.0
宝马汽车金融(中国)有限公司	华晨宝马	60.00	53.6
东风日产汽车金融有限公司	东风汽车	60.00	247.3
东风汽车金融有限公司	东风汽车	50.00	247.3
大众汽车金融(中国)有限公司	大众汽车	38.00	269.4
梅赛德斯-奔驰汽车金融有限公司	梅赛德斯-奔驰	31.58	57.5
福特汽车金融(中国)有限公司	福特汽车公司	22.40	16.1
瑞福德汽车金融有限公司	江淮汽车	21.50	38.4

注: 1. 丰田汽车销量主要包括一汽丰田、广汽丰田、雷克萨斯等; 大众汽车销量包括集团以及一汽大众、上汽大众等; 2. 福特汽车销量包括长安福特、江铃福特等
数据来源: Wind, 中国汽车工业协会, 大众汽车集团、丰田公司、江淮汽车、梅赛德斯奔驰销售快报, 联合资信整理

差持续收窄,但面对成本更优、便捷度更强的同业授信,Auto ABS融资仍不具备明显优势,多元化融资渠道一定程度影响了汽车金融公司对于ABS产品的发行意愿和发行节奏。

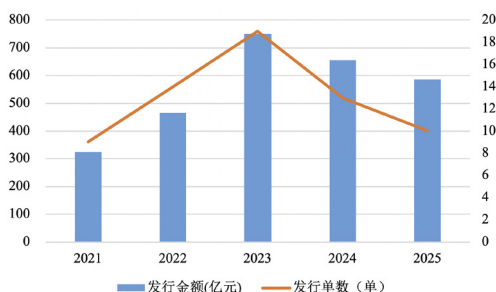
(3) 汽车金融公司业务格局的结构性调整引起汽车贷款投放波动

2023年8月11日起施行的《汽车金融公司管理办法》中明确汽车金融公司可以开展汽车及汽车附加品的融资租赁业务,汽车主机厂集团据此对体系内汽车金融公司和汽车租赁公司的业务范畴进行了重新规划,使得汽车贷款渗透率出现小幅波动。部分汽车金融公司积极尝试租赁资产的投放,尤其是产业系汽车金融公司租赁资产投放量快速增长,但目前信贷ABS市场只能以汽车抵押贷款资产作为基础资产,汽车金融公司租赁资产有待盘活和创新。

2. 小微企业贷款ABS

发行单数与规模持续下滑,市场供给主体有所增加。2025年小微企业贷款ABS共发行10单,较上年减少3单,发行规模586.45亿元,同比下降10.49%,发行单数与发行规模持续下滑(见图3)。发起机构方面,中国建设银行仍为发行规模最大的发起机构,其发行规模占小微企业贷款ABS发行总规模的84.60%,此外,新增多家主体在2025年实现该

图3 2021—2025年小微企业贷款ABS发行规模及发行单数
(单位:亿元、单)



数据来源: Wind, 联合资信整理

品类ABS产品首次发行,发行范围有所拓宽,市场供给主体有所增加。

近年“两增两控”政策背景下,商业银行投放额度尚有空间,叠加投放增速放缓,银行资产转出动力有限。受宏观经济复苏缓慢、小微企业投融资需求疲软影响,商业银行小微企业贷款增速持续下滑(见图4)。2025年,政策层面虽然从“两增两控”转变为提升“保量、提质、稳价、优结构”,但表内小微企业贷款增长仍是商业银行关注的重点,因此资产转出动力有限,从而导致微小企业贷款ABS发行活力不足。

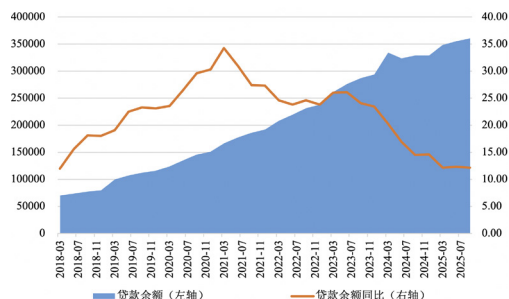
3. 消费类贷款ABS

金融机构资产投放增速放缓,转出意愿不强,发行规模维持低位。2025年消费类贷款ABS共发行18单,发行规模322.77亿元,同比增长32.70%,发行规模有所增长,但总量仍维持低位(见图5)。消费类贷款ABS的发起机构全部为商业银行和消费金融公司,在银行业金融机构消费类贷款投放增速放缓的背景下(见图6),其借助资产证券化盘活存量资产以实现融资的需求有限,从而导致消费类贷款ABS发行规模始终维持低位。

(三) NPL产品发行动因分析

不良资产持续积累, NPL产品发行规模大幅增

图4 金融机构小微企业贷款(普惠)余额及同比增速(单位:亿元、%)



数据来源: Wind, 联合资信整理

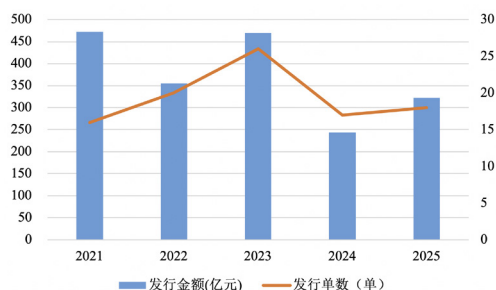
长。受宏观经济环境等因素影响，居民及企业信用风险抬升，商业银行不良资产持续增加，不良处置诉求日益迫切，叠加监管政策持续鼓励多元化风险处置工具创新，近年来，NPL产品发行活跃度持续提升。2025年，NPL产品共发行178单，较上年增加48单，发行规模820.57亿元，同比增长61.32%，发行单数与发行规模连续五年保持上升，其中，信用卡不良贷款发行单数最多，个人住房抵押不良贷款发行规模占据首位，小微企业不良贷款增速领跑，逐渐形成“三足鼎立”格局（见图7和图8）。

受宏观经济复苏缓慢影响，居民收入增长动能不足、小微企业抗风险能力下降，导致居民和小微企业还

款能力明显减弱，违约风险显著抬升，同时，受房地产市场持续调整影响，房产价值走弱，抵押物处置难度加大，导致商业银行表内不良贷款持续增长。

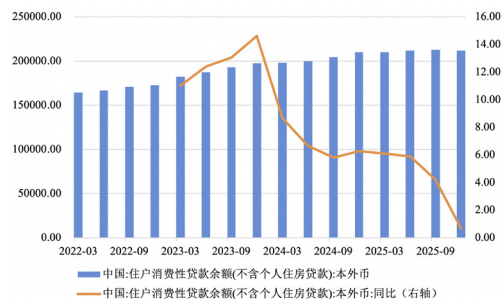
资产证券化可以实现高效批量转出不良贷款，在商业银行不良处置诉求日益迫切的背景下，可以有效满足其快速降低不良率的诉求，因此，近年来NPL产品发行活跃度持续提升。其中，对于含抵押担保的不良贷款，抵押物处置周期较长且处置效率较低，难以满足银行快速出表降低不良的需求，而不良资产证券化成为了目前能解决该问题的重要金融工具。故近年来，押品类NPL产品发行规模呈现更为显著的增长态势。

图5 2021—2025年消费类贷款ABS发行规模及发行单数（单位：亿元、单）



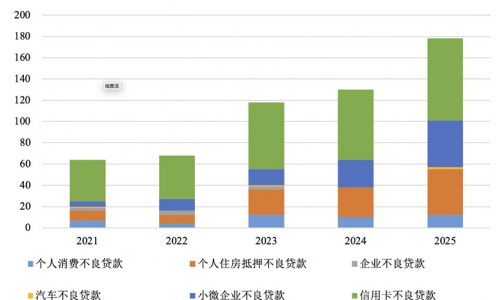
数据来源：Wind，联合资信整理

图6 2022—2025年中国住户消费性贷款余额（不含个人住房贷款）及其同比增速（单位：亿元、%）



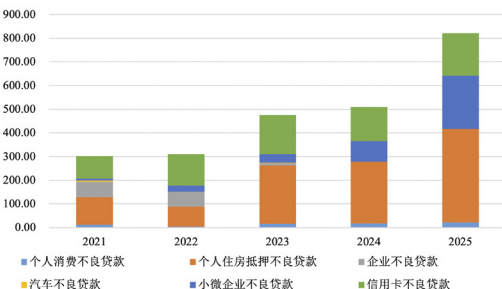
数据来源：中国人民银行，联合资信整理

图7 2021—2025年NPL产品发行单数及细分资产类型结构（单位：单）



数据来源：Wind，联合资信整理

图8 2021—2025年NPL产品发行规模及细分资产类型结构（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

二、信贷ABS市场证券与资产表现

证券存续概况

截至2025年底，信贷ABS市场共存续566单产品，较上年减少26单，存续规模为0.43万亿元，较去年下降12.02%，市场存量规模持续减少（见图9）。

受一级市场发行情况及存量产品到期影响，信贷ABS市场存量结构持续改变。由于一级市场发行规模显著增长，截至2025年底，NPL产品存续规模达0.11万亿元，同比增长55.49%，占信贷ABS整体存续规模的比重较去年提升11.14个百分点。受一级市场发行停滞、集中早偿后存续产品大量到期影响，RMBS存续规模大幅下降至0.12万亿元，同比减少40.51%，占信贷ABS整体存续规模的比重较去年下降13.71个百分点。Auto ABS发行及兑付情况保持稳定，存续规模较去年小幅下降至0.14万亿元，但规模占比基本保持稳定，成为信贷ABS市场存续规模最大的产品。受一级市场发行量较少影响，消费类贷款ABS和微小企业贷款ABS的存续规模较小，分别占信贷ABS整体存续规模的6.68%和6.04%（见图10）。

正常类ABS

1. Auto ABS

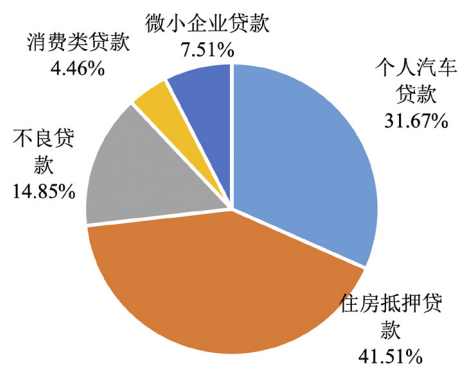
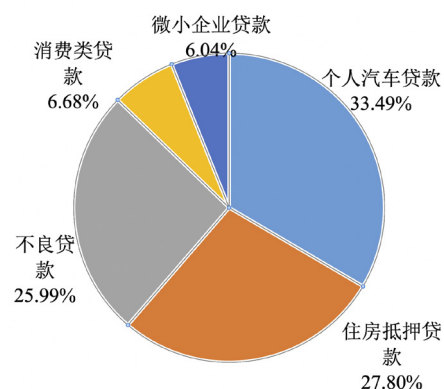
Auto ABS资产质量仍处于波动调整过程中，金融

政策变化、风控政策变化、业务投放策略变化等或引起违约率小幅波动；Auto ABS早偿率缓慢抬升，整体较为稳定。

2024年3月28日，中国人民银行、国家金融监督管理总局发布《关于调整汽车贷款有关政策的通知》，指出金融机构应“合理确定汽车贷款具体发放比例、期限和利率”，从此汽车金融公司零首付汽车贷款登上历史舞台；同时，为了促进汽车消费、加大汽车消费金融支持力度，通过合同变更实现灵活调整贷款期限、利率的多样化金融产品也逐渐崭露头角，逾期贷款重组也已成为促进逾期回收的新尝试。

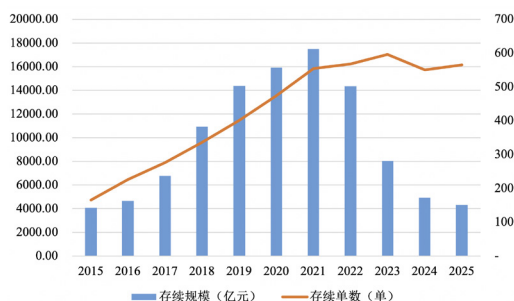
首付比例限制、贷款合同要素灵活调整等政策出台后，Auto ABS的资产特点较往年也出现一定变化。初

图10 2025年底（上）及2024年底（下）信贷ABS市场各产品存续规模占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图9 2015—2025年信贷ABS存续规模及存续单数（单位：亿元、单）



数据来源：Wind，联合资信整理

始抵押率（初始LTV）的持续攀升、贷款合同期限的延长、对客利率的提高可能意味着汽车贷款业务客群的变化与下探。针对上述影响因素，联合资信选取了2023年至2025年发行的Auto ABS进行分析（见表3）。

入池资产的初始LTV在2024年政策出台后逐年攀升，汽车金融机构对“降首付、促消费”响应积极；入池资产初始合同期限在近三年发行的产品中未见明显变化，但放贷后合同要素的灵活变更对资产池后续逾期及回收表现的影响仍值得关注；入池资产利率逐年攀升，可能与汽车金融公司业务下探、贷款期限变长或主机厂贴息减少等因素相关。

上述几个要素中初始LTV的变化尤为明显，也经常受到投资人的广泛关注。联合资信选取了截至2025年底存续的64个Auto ABS项目，刻画入池资产违约率表现与资产池初始LTV之间的关系（见图11）。初始LTV对违约表现存在一定影响，初始LTV低的资产包，违约表现整体相对偏低，但除此之外违约表现也会受到资产类型（如是否为新能源汽车、外品牌比例等）、对客利率变化等多重影响。

早偿方面，2025年各月Auto ABS年化早偿率范

围在7.55%~10.66%，波动较往年略有增加，且该指标从2023—2025年呈现缓慢抬升趋势。

2. RMBS

资产质量方面，RMBS违约表现相对稳定，且处于较低水平，入池资产利率伴随LPR调整持续下调。早偿方面，存量产品随着23年三季度、24年一季度和25年一季度的几次早偿高峰实现大比例兑付，存续项目数量锐减（见表4和图12）。截至2025年底，RMBS存量余额仅为2022年底的十分之一，存续产品以股份行、城商

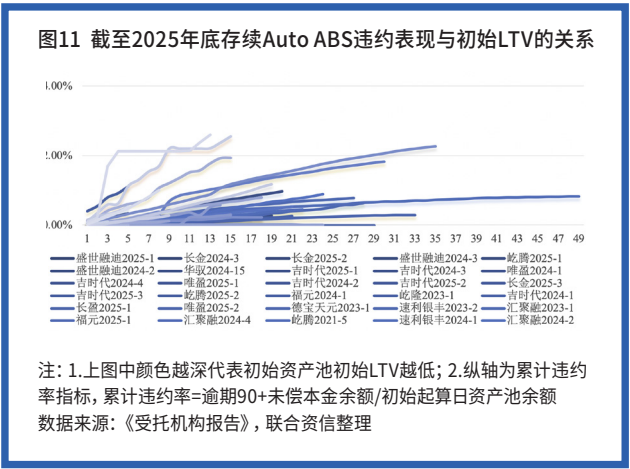


表3 2023—2025年发行Auto ABS资产池要素对比

发行年份	项目数量	资产池初始LTV均值	资产池初始LTV最大值	资产池初始LTV最小值
2024	32	56.96%	78.54%	38.30%
2025	32	60.70% ▲	84.10%	41.34%
2025	32	66.33% ▲	89.84%	39.91%
发行年份	项目数量	资产池初始合同期限均值（月）	资产池初始合同期限最大值（月）	资产池初始合同期限最小值（月）
2023	38	45.78	59.45	35.32
2024	32	45.91	55.59	30.64
2025	32	48.50	58.09	32.73
发行年份	项目数量	资产池初始合同期限均值（月）	资产池初始合同期限最大值（月）	资产池初始合同期限最小值（月）
2023	38	3.99%	8.69%	0.92%
2024	32	4.19% ▲	10.01%	0.24%
2025	32	5.74% ▲	10.12%	1.73%

注：资产池初始LTV均值、最大值、最小值，分为当年发行Auto ABS各资产池加权平均初始LTV的算术平均值、最大值、最小值，其他指标以此类推
数据来源：《受托机构报告》《发行说明书》、Wind，联合资信整理

行RMBS居多。

3. 微小企业贷款ABS

资产违约率保持较低水平，资产信用质量维持稳定。截至2025年底，信贷ABS市场共存续10单微小企业贷款ABS，存续产品90+累计违约率在0.00%~1.35%之间，资产累计违约率保持较低水平，且与2024年底相比，存续产品累计违约率波动性有所下降（见图13）。整体看，尽管产品风险敞口随着存续期增加逐渐暴露，但2025年存续的微小企业贷款ABS资产池违约率仍处于较低水平，资产信用质量维持稳定。

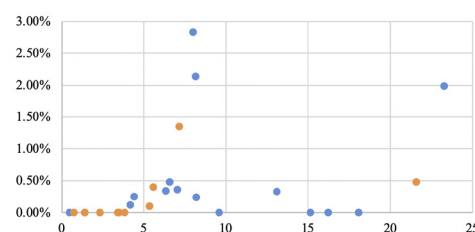
4. 消费类贷款ABS

基础资产违约表现较为稳定。截至2025年底，信贷ABS市场共存续25单消费类贷款ABS，从已有违约表现的存续产品看，基础资产违约表现较为稳定；从发起机构来看，受目标客群定位不同、获客渠道差异及风控政策不同等因素影响，各类型机构发行产品的基础

资产违约表现有所分化，其中，商业银行发行产品的违约表现普遍优于消费金融公司发行的产品（见图14）。

由于消费类贷款对客利率较高，在考虑资产折溢价、年化不良成本和券端发行成本等因素后，消费类贷

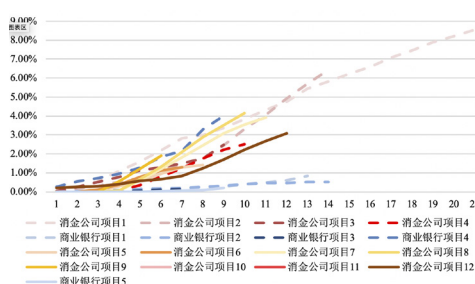
图13 2024年及2025年微小企业贷款ABS存续期累计违约率



注：横轴代表产品存续期数（月），纵轴代表受托机构报告披露的90+累计违约率

数据来源：受托机构报告，联合资信整理

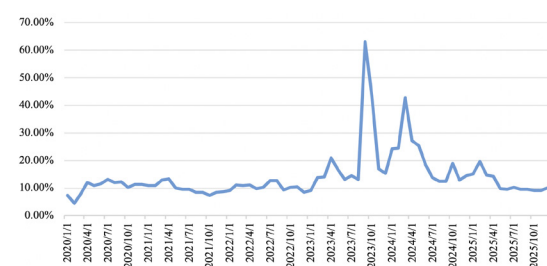
图14 截至2025年底信贷ABS市场存续的消费类贷款ABS累计违约率



注：1.上图蓝色系发起机构为商业银行，其他色系发起机构为消费金融公司；2.上图均为受托机构报告披露的90+累计违约率，实线部分为累计90+违约金额/累计循环购买本金（首次+后续），虚线部分为累计90+违约金额/首次入池本金或对应收款期间期初资产余额；3.部分项目由于存续期较短，违约率表现数据不足，未纳入统计范围

数据来源：受托机构报告，联合资信整理

图12 截至2025年底存续Auto ABS年化早偿率



数据来源：Wind，联合资信整理

表4 2022—2025年RMBS存续项目规模及数量

	RMBS		公积金类ABS	
	项目数	各年末余额（亿元）	项目数	各年末余额（亿元）
2022年	280	10680.67	4	346.54
2023年	278	4504.02	4	346.54
2024年	199	1985.36	4	209.04
2025年	130	1183.20	3	175.19

注：RMBS自2022年2月起暂无新增产品，余额变化仅受产品兑付影响

数据来源：Wind，联合资信整理

款ABS可能存在超额利差，资产池在存续期内可据此逐渐累积超额抵押，从而进一步提升后续现金流对优先级证券本息的偿付能力，因此，消费类贷款ABS整体风险仍处于可控范围。

整体看，正常类ABS证券通常设有优先/劣后的结构化设置，资产表现虽然各有差异，但对证券影响相对可控。

NPL产品

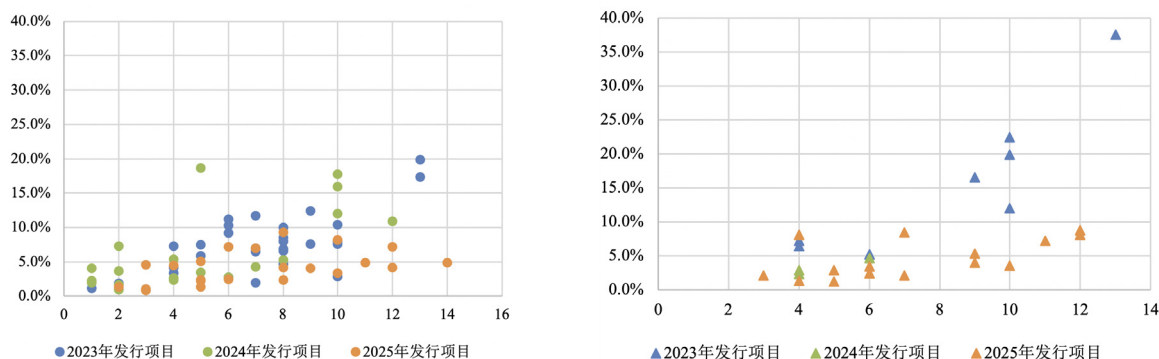
资产回收表现承压，实际回收率有所下降。以联合资信承做的2023-2025年发行且截至当年年底存续并有回收表现的72单信用类NPL产品和26单含押品类NPL产品为例，在相同回收表现期下，近期发行产品的实际回收率整体低于早期产品，且含押品类NPL产品实际回收下降更为显著，存续NPL产品的回收水平和回收进度不确定性仍然存在（见图15）。但考虑到评级公司对不良资产的回收预测也根据宏观环境及催收、处置情况进行了同步回调，实际回收与预测回收的差异相对可控。

信用类NPL产品回收全部来源于借款人还款，其

还款意愿和还款能力是影响入池资产回收表现的关键因素。受宏观经济复苏缓慢，居民可支配收入增长动能不足影响，借款人偿债意愿和偿债能力均有所下滑（见图16）；与此同时，催收行业监管环境持续收紧，催收时段和频次受限、AI催收进行合规改造，导致催收效能明显下降，多重因素叠加使得信用类NPL产品实际回收表现有所下降。

押品类NPL产品回收表现与押品处置价值和处置周期密切相关。一方面，受二手房市场下行影响，押品市场价值持续走弱（见图17）；同时，司法拍卖成交折扣率持续下降（见图18），直接导致押品处置回收金额的减少。另一方面，司法诉讼案件量激增、法院“案多人少”问题加剧，司法资源日益紧张，押品司法处置周期明显延长；叠加处置环境震荡下调等因素，法拍成交率下降，大量押品长期处于“处置中”状态。整体来看，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，含押品类NPL产品回收水平有所下滑，回收进度持续放缓，存续产品回收表现不确定性加大。

图15 2023—2025年存续NPL产品实际回收率情况



注：1.横轴代表回收表现期（月），纵轴代表实际回收率；2.上图圆点（左）代表信用类NPL产品，三角（右）代表含押品类NPL产品；3.信用类NPL产品中的基础资产类型包括信用卡不良贷款、个人消费不良贷款和信用类小微企业不良贷款，含押品类NPL产品中的基础资产类型包括个人住房不良贷款和含押品的小微企业不良贷款；4.由于图中观测的NPL产品回收表现期较短，押品类NPL产品尚未触达回收高峰，证券存续期内未来回收表现有待观察
数据来源：受托机构报告，联合资信整理

三、信贷ABS持仓结构与二级交易

信贷ABS投资机构持仓情况

根据2025年各月持仓数据, 信贷ABS市场持仓以商业银行为主, 但持仓比例逐月下降, 从1月的71.47%到12月的64.96% (见表5)。持仓比例的变动可能与2025年上半年大规模RMBS提前到期以及NPL产品存续比例持续抬升相关。2025年, NPL产品占存续债券比例为25.99%, 根据《商业银行资本管理办法》, NPL产品对于商业银行在资本计提层面有更为严格的要求。

信贷ABS二级交易

2025年信贷ABS二级市场交易规模为1305.14亿元, 较2024年略有抬升, 同比增长4.38%; 但仅分别为

2022年、2023年交易的规模的48.84%、21.12%。2025年NPL产品二级市场交易规模为532.06亿元, 占比首次位列第一, 为40.77% (见图19)。

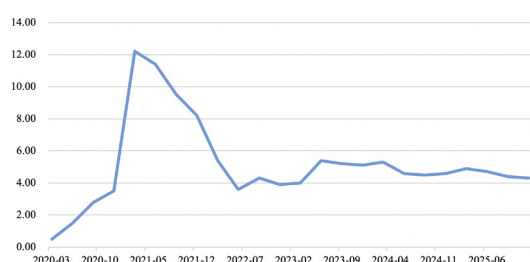
2025年信贷ABS优先级证券成交净价整体保持平稳, 各类型ABS产品差异不大, 与往年情况基本一致; 次级证券二级成交净价较去年有所回落, 极端净价的个券比例有所下降。其中, RMBS优先级证券交易比例大幅下降; 次级证券交易仍相对活跃, 交易净价范围常见于1.4~2.0倍, 高于其他类型信贷ABS产品 (见表6和图20)。

四、信贷ABS的回顾与展望

信贷ABS基础资产相对分散, 叠加结构化设置, 产品具有较强韧性

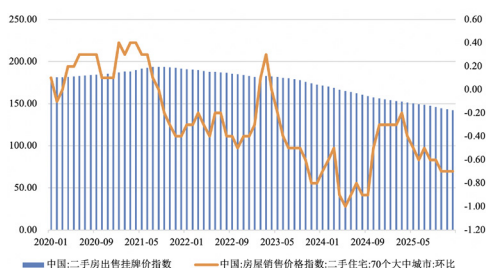
信贷ABS产品以分散类资产为主, 证券通过结构

图16 国内城镇居民人均可支配收入累计同比变化 (单位: %)



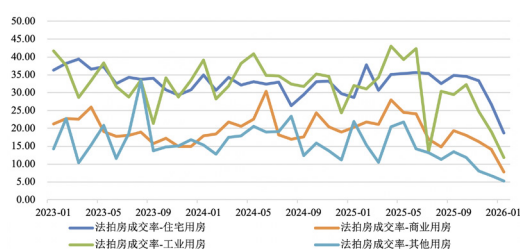
数据来源: Wind, 联合资信整理

图17 二手房出售挂牌指数与二手住宅销售价格指数环比变化情况 (单位: %)



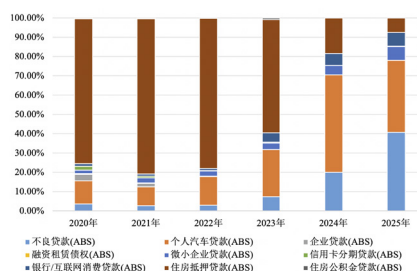
数据来源: Wind, 联合资信整理

图18 各类型抵押物法拍成交率情况 (单位: %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图19 2020—2025年信贷ABS产品二级交易规模占比



数据来源: Wind, 联合资信整理

化设置,实现资产现金流信用风险的重新分配,达到资产增信的效果。这种方式使得信贷ABS产品相较于其他固收产品有着更稳健的抗风险能力。同时,横向对比国际ABS市场,欧美ABS发展相对成熟,其发行的主流产品同样以破产隔离模式为主³。在我国ABS不断向标准化推进的背景下,信贷ABS的发展地位不容忽视。

回顾近几年,疫情冲击、宏观经济震荡调整、不良资产规模抬升给资本市场带来一定压力,汽车、大消费、小微企业经营、房地产行业调整以及金融政策变化也在影响着资产质量的变化,不断给信贷ABS的承压能力提出新的挑战。但即便如此,信贷ABS依旧能够穿越风险,在保证产品安全兑付的前提下,为盘活资产、释放金融机构资产压力、拓宽融资渠道等提供有力支持。

丰富产品体系有助于推动ABS扩容增速,更好服务实体

经济

信贷ABS是为多领域、多行业提供资产盘活、释放资本占用的金融工具,信贷ABS的扩容不仅能为金融机构释放压力,也能为“特定行业、特定导向”资产的持续投放、促进实体经济健康发展起到推动作用。

“十五五”规划建议将“稳步发展资产证券化”作为加快建设金融强国的重要举措之一。

近年来,不良资产处置压力激增,资产证券化仍是不良资产处置的重要途径,NPL产品将依旧是信贷ABS发行的主力产品之一。结合市场需求,商业银行不良资产处置压力仍需得到释放,尤其是中小型商业银行;进一步放开发行NPL产品的主体试点范围,可充分发挥信贷ABS不良资产处置的优势。

同时,基础资产具有“小额分散”特征的正常类资产,包括房贷、车贷、消费贷以及普惠金融等类型的证

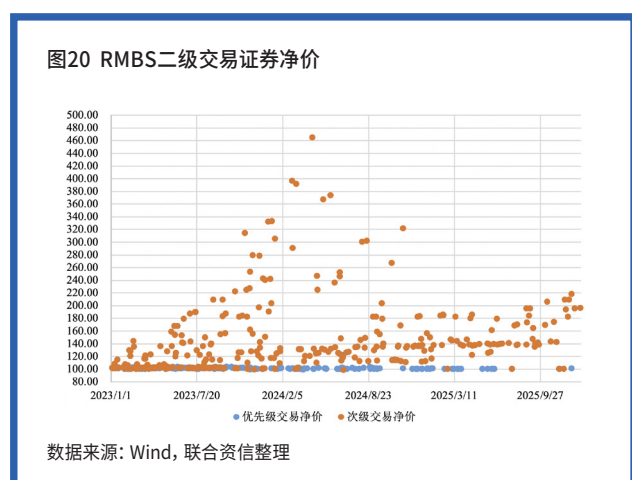
表5 2025年1—12月信贷ABS产品持仓情况

规模及持仓比例	1月	2月	3月	4月	5月	6月
总规模(亿元)	11036.83	10508.89	10378.44	10055.59	9918.08	9780.13
商业银行	71.47%	70.67%	69.57%	69.22%	68.67%	67.04%
保险机构	0.15%	0.16%	0.16%	0.16%	0.16%	0.17%
证券公司	5.26%	5.39%	5.87%	5.99%	6.36%	7.09%
非法人产品	14.31%	14.76%	15.13%	14.88%	14.84%	15.59%
境外机构	0.97%	1.00%	1.02%	1.08%	1.06%	1.00%
其他机构	7.85%	8.03%	8.25%	8.66%	8.91%	9.11%
规模及持仓比例	7月	8月	9月	10月	11月	12月
总规模(亿元)	9668.21	9613.8	9654.94	9831.17	9854.2	10034.66
商业银行	67.34%	66.48%	65.69%	65.84%	65.14%	64.96%
保险机构	0.17%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%	0.14%
证券公司	6.52%	6.93%	7.62%	7.45%	7.76%	8.11%
非法人产品	15.98%	16.34%	16.42%	16.41%	16.59%	16.20%
境外机构	1.00%	0.87%	0.87%	0.90%	0.91%	0.86%
其他机构	8.98%	9.23%	9.25%	9.26%	9.46%	9.72%

数据来源:中国债券网,联合资信整理

³ 美国信贷资产证券化中 MBS 占比约为 80%,此外小企业贷款 ABS、消费信贷 ABS (包括汽车贷款 ABS、信用卡 ABS、学生贷 ABS 等)也是重要发行产品;欧洲市场上,MBS 规模占比持续在 40% 以上,车贷、消费贷信用卡、设备租赁 ABS 约稳定在 20% 左右,中小企业贷款证券化(SME Sec)为欧洲市场创新特色产品,占比曾一度超过 10%。

券化产品,仍能为“促消费、促经济”提供重要助力。在《汽车金融公司管理办法》推出后,汽车金融公司新业务新资产(租赁业务资产、二手车资产等)增量明显,信贷ABS对该类资产的盘活方式有待进一步研究;银行发放小微贷款额度已经提升至2000万元以内,从市场需求来看,500~2000万元的小微贷款或可纳入信贷ABS资产盘活范围;科创债市场生态不断升级,科创贷款ABS也拥有广阔前景,未来或可成为信贷ABS靶向服务实体经济的成功案例。



部分产品利差空间见底,市场化交易有望推动发行利率小幅回升

2025年,信贷ABS发行利率仍维持低位,但考虑到各类型信贷ABS产品的供求关系变化、资产质量变化对投资人信心的影响等因素,2026年部分产品的利率趋势可能震荡回升。

正常类ABS产品供给稳定中略有收缩,2026年其发行利率的变化仍需关注与资产收缩扩容相关的行业政策导向,同时因其他融资渠道成本较低也会对信贷ABS发行形成挤占。

NPL产品供给端增长迅速,处置及催收承压尚未得到明显改善,叠加资本计提的相应要求,投资人范围相对有限;同时,前几年押品类NPL产品对投资人额度及资金的占用也会对未来的持续投资产生一定影响。2025年末,NPL产品次级证券估值走高,可能与投资人对资产质量变化的信心高度相关。

整体看,信贷ABS呈现低利差的特征,体现出投资人对该产品的认可,作为中国债券市场的重要组成部分,信贷ABS为丰富市场投资标的,提供多元化投资产品起到重要作用。///

表6 2025年信贷ABS次级证券二级市场交易月度平均净价

2025年	NPL	消费ABS	RMBS	Auto ABS	微小企业贷款ABS
1月	118.64	--	138.78	99.93	100.12
2月	113.51	--	1052.87	--	99.90
3月	112.07	--	705.13	100.44	101.30
4月	115.04	100.03	146.04	99.92	100.58
5月	116.49	--	134.08	99.95	99.93
6月	133.45	102.51	144.07	99.98	100.63
7月	111.87	103.11	147.47	99.95	99.99
8月	116.63	103.18	152.28	99.96	100.16
9月	115.34	100.18	155.33	99.90	99.91
10月	128.66	101.01	173.10	99.96	99.95
11月	111.32	101.30	157.64	99.91	--
12月	111.83	100.46	200.34	99.93	100.56
均值	117.07	101.47	275.59	99.98	100.28

数据来源: Wind, 联合资信整理

政策利好叠加成本下降, 民企债市迎来新突破

——2025年民营企业债券融资情况年度观察

文 | 联合资信 郝 帅 王祎凡

一、引言

民营经济作为国民经济的重要组成部分, 其健康发展关乎经济活力与民生福祉, 而融资支持则是保障民营企业稳健前行的关键支撑。2025年, 在《中华人民共和国民营经济促进法》落地实施的法治保障下, 一系列靶向精准的支持政策持续发力, 政策体系不断完善, 民营企业融资渠道持续拓宽, 融资成本稳步下行, 为民营企业发展注入强劲动力。从债券市场年度运行实效来看, 民营企业发行与融资规模稳步攀升, 净融资实现近五年首次由负转正, 融资结构、成本与主体资质呈现出阶段性优化特征, 创新债券的支持作用持续凸显。立足2025年政策落地成效与融资运行基础, 2026年民营企业融资支持将向更深层次、更宽领域推进, 财政与金融协同发力的格局持续深化, 助力融资成本保持稳中有降态势; 融资渠道进一步拓展, 直接融资占比将稳步提升; 资金投向聚焦重点领域与关键环节, 强化产业导向的精准赋能; 同时风险防控机制持续健全, 信用体系建设不断夯实, 共同推动民营企业融资生态向更健康、更可持续发展的方向发展。本文将系统回顾2025年民营企业相关支持政策与融资运行情况, 并展望2026年融资发展趋势, 为把握民营经济融资发展脉络提供参考。

二、2025年民营企业政策回顾

2025年, 我国全方位、多维度发力支持民营经济

健康高质量发展, 支持民营企业发展的政策体系实现从“应急纾困”向“制度性保障”的战略跃升。具体来看, 2月, 民营企业座谈会在京召开, 会议明确将民营经济置于“推进中国式现代化的生力军”高度, 为后续政策落地扫清意识形态障碍, 释放了促进民营经济健康发展、高质量发展的重要信号, 有效遏制了资本外流与企业家观望情绪。随后, 央行等五部门联合召开金融支持民营企业高质量发展推进会, 重申落实“金融支持民营经济25条”措施, 提出“增加对民营和小微企业信贷投放”“强化债券市场制度建设和产品创新, 持续发挥‘第二支箭’的撬动引领作用”等要求, 多渠道拓宽民营企业融资渠道, 优化民营企业融资环境。4月, 《中华人民共和国民营经济促进法》正式出台, 首次以法律形式确立民营经济地位, 并明确覆盖投融资、科技创新等核心领域。该法的出台, 标志着中国市场经济体制向规则透明、权利对等的成熟阶段迈进, 是营商环境国际化的关键一步。11月, 国务院办公厅印发《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》, 从扩大准入、打通堵点、强化保障三个方面提出13项针对性举措, 进一步激发民间投资活力、促进民间投资发展。

我国多措并举不断拓宽民营企业债务融资渠道。3月, 银行间市场交易商协会发布《银行间债券市场进一步支持民营企业高质量发展行动方案》, 成为落实民营企业座谈会和金融支持民营企业高质量发展推进会两项会议的重要措施。其中提出多措并举支持民营企业发行科技创新债券; 提升绿色债券注册便利, 支持

民营企业发行碳中和债、转型债券、可持续发展挂钩债券、碳资产债务融资工具等产品,满足低碳转型发展需求等共14项措施,民营企业债券融资机制进一步完善。

4月,央行在国新办新闻发布会上表示,将围绕持续加大金融资源要素投入、更有针对性地拓宽民营企业多元化融资渠道、大力度推动完善民营企业融资配套机制等方面,继续做好民营企业金融服务工作。其中提出“发挥民营企业债券融资支持工具的作用,扩大民营企业债券融资规模”“推广‘两新’债务融资工具,支持民营企业等主体发债融资”。5月,债券市场“科技板”正式落地,支持金融机构、科技型企业、股权投资机构这三类市场主体发行科技创新债券。

我国围绕降低民营企业融资成本推出了一系列针对性措施,覆盖货币信贷、担保增信和风险分担等多个维度。具体来看,一是央行下调政策利率、LPR,释放利率市场化改革效能,推动银行降低民营及小微企业贷款利率,2025年5月新发放普惠小微贷款、私人控股企业贷款加权平均利率较去年同期分别下降0.66和0.6个百分点;运用再贷款、再贴现、结构性货币政策工具(如科技创新专项再贷款),为金融机构提供低成本资金,引导其向民企让利。二是2025年5月国家金融监管总局等部门印发《支持小微企业融资的若干措施》,其中提出完善增信与风险分担机制,扩大政府性融资担保覆盖面,提高风险补偿比例(部分地区叠加补偿最高至75%);推广信用保护工具,为民营债提供风险缓释,降低投资者要求的风险溢价;落实普惠小微贷款不良容忍度提升、风险资本权重优惠等政策,提升银行放贷意愿并降低定价溢价。

整体来看,支持民营企业发展的政策不仅在工具层面多点突破,更在法治和治理层面构筑长效机制。同时,我国围绕民营企业债务融资推出一系列精准支

持政策,持续拓宽融资渠道、降低融资成本,这些政策有助于打通民营企业直接融资堵点,缓解了企业流动性压力与债务风险,助力稳定民营经济经营预期,激发民间投资活力,也推动了债券市场信用分层优化与风险定价更加合理,对稳住宏观经济大盘、促进高质量发展具有重要意义。

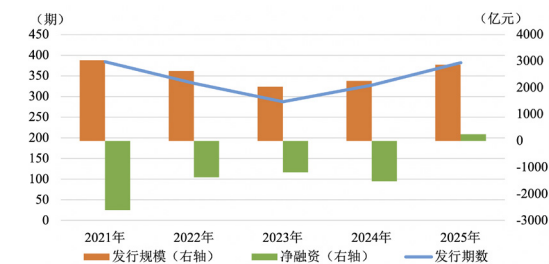
三、2025年民营企业年度发行与融资情况

发行规模延续上涨趋势,净融资规模近五年来首次实现由负转正

2025年,受益于良好的融资环境和融资成本下降,民营企业债券市场发展势头持续向好。全年共有111家民营企业累计发行债券¹382期,发行规模总计2864.25亿元,发行期数和发行规模同比分别上涨16.46%和26.80%,连续两年保持上涨态势。全年累计净融资规模248.76亿元,为近五年来首次实现净融资转正(见图1)。

从债券类型看,超短融和中期票据仍是民营企业发行的主要券种,发行规模较上年分别上涨28.11%和18.90%。2025年,民营企业所发一般公司债发行规模

图1 2021—2025年民营企业信用债融资情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

¹ 债券品种包括: 企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具, 全文同。

同比上涨123.50%，是本年度发行规模增幅最大的券种（见表1）。整体来看，除定向工具外，民营企业所发各券种发行规模同比均有上升。

1年期及以下仍是民企债券发行的主要期限，各期限融资成本均有所下降

从债券的发行期限来看，受投资人风险偏好影响，1年期及以下仍是民企债券发行的主要期限。具体来看，1年期及以下债券共计发行213期，发行规模达1742.27亿元，占总发行量的60.83%，较上年小幅下降；其次为3年期债券，发行规模达449.10亿元，占总发行量的15.68%（见表2）。

2025年发行的民营企业债券仍主要采用固定利率和累进利率的计息方式，其中有342期采用固定利率，发行规模达2663.75亿元，占发行总额的93.00%；采用累进利率方式发行的债券共有40期，发行规模

200.5亿元，占发行总额的7.00%。

在融资政策利好和利率环境下降的背景下，民营企业债券融资成本下降。选取相同期限、相同级别以固定利率发行且无担保民营企业债券样本进行比较，数据显示利率区间和利率均值较上年均有所下降。具体来看，1年期AAA和AA+级别债券发行利率分别均值为2.29%和3.52%，较上年分别下降41BP和32BP；3年期AAA和AA+级别债券发行利率分别均值为2.37%和2.41%，较上年下降43BP和107BP，长期限、低等级债券利率下降幅度更大（见表3）。

融资主体仍集中于高评级企业，信用等级区间较上年小幅走扩

2025年，无评级发行民营企业债券12期，占比总体发行期数和发行规模的比重分别为3.14%和2.57%。

表1 2024—2025年不同类型民营企业债券发行情况

券种类别	2024年			2025年		
	发行期数（期）	发行规模（亿元）	规模占比	发行期数（期）	发行规模（亿元）	规模占比
超短融	155	1032.20	45.70%	152	1322.37	46.17%
短融	43	297.50	13.17%	52	330.40	11.54%
中期票据	86	684.10	30.29%	116	813.38	28.40%
一般公司债	22	119.20	5.28%	35	266.41	9.30%
私募债	5	23.20	1.03%	9	35.89	1.25%
定向工具	17	102.60	4.54%	18	95.80	3.34%

数据来源：Wind，联合资信整理

表2 2024—2025年民营企业发行的不同债券期限情况

券种类别	2024年			2025年		
	发行期数（期）	发行规模（亿元）	规模占比	发行期数（期）	发行规模（亿元）	规模占比
1年期及以下	208	1391.30	61.59%	213	1742.27	60.83%
2年期	26	181.80	8.05%	37	230.90	8.06%
3年期	53	409.10	18.11%	57	449.10	15.68%
5年期	15	106.10	4.70%	24	152.48	5.32%
10年期	1	10.00	0.44%	1	3.00	0.10%
其他期限	25	160.50	7.11%	50	286.50	10.00%

注：其他期限主要为含有赎回或回售条款的债券

资料来源：Wind，联合资信整理

2025年,民营企业债券发行等级仍主要集中在AAA级至AA级²,所发债券期数和规模在总发行期数和规模中的占比分别为96.60%和97.41%,较上年分别下降3.40个和2.58个百分点。其中,AAA级主体所发债券的期数和规模仍为最多,占比分别为57.85%和74.04%,发行期数占比较上年(56.40%)变化不大,发行规模占比较上年(67.72%)有所上升;AA+级和AA级债券的期数和规模占比均略有下降。此外,本年度信用等级区间较上年小幅走扩,年内AA-级别债券发行1期(见图2)。整体来看,我国民营企业融资的结构性分化依然突出,资金仍主要流向高信用等级头部民企。

科创债对民营企业融资支持不断深入,其他创新债券发行规模整体有所增长

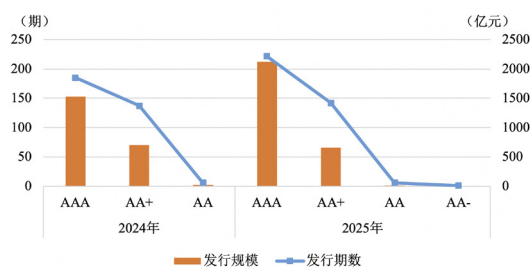
2025年,民营企业共发行科创债199期,发行规模1611.2亿元,同比分别上涨54.26%和74.90%。科创债

券占民营企业发行债券规模的比重达到56.25%,较上年(40.78%)上升15.47个百分点,体现了科创债对民营企业融资支持持续不断深入。从发行节奏看,受益于5月份正式出台的债券市场“科技板”政策,民营企业科创债规模在6月出现跳跃式增长(见图3)。整体来看,科创债已经成为民营企业重要的融资工具,有效拓宽了民企的融资路径。

从科创债民营发行主体看,受吉利、比亚迪等头部企业带动,汽车行业为本年发行规模最大的行业,发行规模总计418亿元,同比增长近2.5倍;其次为基础化工、其他金属与采矿,发行规模分别为164.3亿和159亿元,同比增长分别为53.98%和92.73%(见图4)。整体来看,政策推动民营企业科创债发行,融资资源向头部优质科创民企集中。

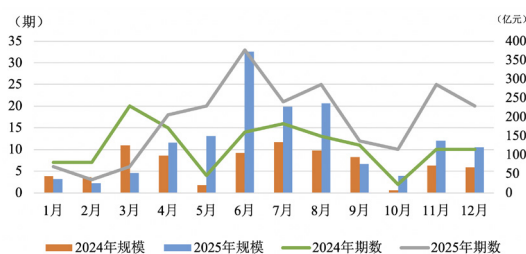
绿色债券方面,2025年民营企业共发行28期绿色债券,发行规模为131.9亿元,发行期数和发行规模分别同比上涨47.37%和57.21%。从行业分布看,发行

图2 2024—2025年民营企业信用等级分布



数据来源: Wind, 联合资信整理

图3 2024—2025年民营企业科创债发行节奏情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

表3 2024—2025年民营企业发行利率情况

发行期限	信用等级	2024年	2025年	2024年	2024年
		利率区间 (%)	平均利率 (%)	利率区间 (%)	平均利率 (%)
1年期	AAA	1.86~3.70	2.70	1.72~3.80	2.29
1年期	AA+	2.23~6.00	3.84	1.70~5.93	3.52
3年期	AAA	2.15~4.13	2.80	1.82~3.30	2.37
3年期	AA+	2.42~6.50	3.48	1.83~4.00	2.41

数据来源: Wind, 联合资信整理

绿色债券的民营企业分布在材料 (49.9亿)、工业 (57亿)、日常消费 (23亿) 和医疗保健 (2亿) 四个行业。

两新债券方面, 2025年民营企业共发行4期两新债券, 较上年增长1期, 发行规模8.5亿元, 较上年下降15%。

高成长产业债方面, 自2024年推出以来, 2年期间内实现较快增长。2025年民营企业共发行14期高成长产业债, 较上年增长5期, 发行规模91亿元, 较上年增长102.67%。

民企债券市场多点发力, 承销、评级机构和投资机构协同向好

民企承销机构方面, 共有74家主承销商参与民营企业债券承销, 从承销规模看, 前三大承销机构分别为兴业银行、中信银行和招商银行, 承销规模分别为281.14亿元、253.99亿元, 224.04亿元。

评级机构方面, 联合资信稳居民营企业债券评级规模领先的地位, 2024年和2025年所评债券规模分别为882.70亿和1012.75亿元, 在有信用评级债券总规模中占比分别为39.10%和36.31% (见图5)。

根据交易商协会2025年度银行间市场民企债务融资工具投资者专项调研, 2025年银行间市场超过七成的投资机构增持了民企债券, 超六成机构的民企债认购量实现同比增长。

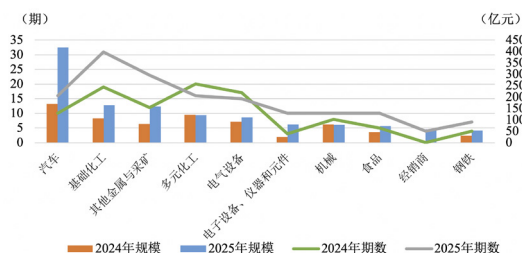
四、2026年民营企业融资趋势展望

2025年国家及地方层面密集出台民营企业融资支持政策, 从货币政策工具优化、财政贴息赋能, 到风险分担机制构建、地方配套举措落地, 多维度破解民营企业“融资难、融资贵”问题, 取得了显著的落地成效。2026年是“十五五”开局之年, 宏观经济回升向好态势需持续巩固, 民间投资活力亟待进一步释放, 在2025年政策基础与市场实践的铺垫下, 预计我国民营企业融资将呈现以下几个趋势。

一、财政金融协同深化, 融资成本稳中有降。2026年, 民营企业融资支持机制将持续深化, 中小微企业贷款贴息、民营企业再贷款等政策持续落地, 央行仍有降息空间。2025年银行净息差已连续两季企稳1.42%, 2026年长期存款到期重定价将降低银行付息成本、为稳定净息差创造条件, 进而带动民营企业贷款利率进一步下行。叠加财政贴息范围扩围、信用贷款占比提升以及担保费用减半等举措, 民营企业综合融资成本有望持续下行。

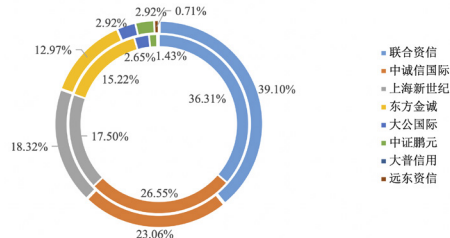
二、融资渠道多元拓展, 直接融资占比提升。2026年, 民营经济促进法和针对民营中小微企业融资的相关政策效用将持续落地与深化, 民营企业融资有望呈现“间接融资提质、直接融资扩容”态势。间接融资端, 银行将进一步优化民营企业信贷产品体系, 针对民

图4 2024—2025年民营企业科创债行业发行情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图5 民营企业债券评级机构份额情况



注: 外圈为2024年数据, 内圈为2025年数据
数据来源: Wind, 联合资信整理

营企业缺乏抵押物的痛点,推广基于纳税、开票、应收账款等数据的信用贷款产品,同时根据财政部在2026年1月发布的《关于实施中小微企业贷款贴息政策的通知》内容,未来将持续扩大设备更新贷款、绿色贷款、科技贷款等专项贷款规模。直接融资方面,民营企业债券融资支持机制将进一步完善,科技创新与民营企业债券风险分担工具的合并设立将有效降低债券违约风险对投资者的影响,推动更多民营企业在债券市场“科技板”融资;同时,多层次资本市场将进一步向民营企业开放,新三板、北交所将优化民营企业挂牌上市准入条件,支持优质民营中小企业通过股权融资获得长期资金,2026年2月《民间投资专项担保计划实施细则》发布,未来将引导更多社会资本通过股权投资、产业基金等形式参与民营企业融资,形成“债权+股权”协同支持的格局。

三、重点领域精准赋能,进一步释放融资需求。

2026年,民营企业融资支持将进一步聚焦重点领域和薄弱环节,与国家战略和产业升级方向深度契合。从政策支持重点来看,科技创新、绿色转型、数字经济、养老服务、设备更新等领域将成为民营企业融资支持的

核心方向,金融“五篇大文章”相关领域贷款增速将持续高于各项贷款平均增速,其中绿色贷款、养老贷款增速有望保持持续增长。从地方实践来看,2026年,在中央政策引领下,地方层面将进一步出台差异化配套举措,民营企业区域融资环境将持续优化,形成“一地一策、精准适配”的特色支持模式;此外,随着消费复苏与内需扩大,服务消费、民生保障等领域民营企业融资需求将进一步释放。

四、风险防控机制完善,推动融资环境健康发展。

从风险分担来看,民营企业债券风险分担机制、民间投资专项担保计划将全面落地实施,国家融资担保基金5000亿元专项担保计划将引导银行新增5000亿元中小微企业民间投资贷款,政策性机构将通过信用风险缓释工具、风险补偿基金等方式,与市场投资者共同承担民营企业融资风险,降低金融机构与投资者的风险顾虑。从信用体系来看,全国统一的民营企业信用信息共享平台将进一步完善,纳税、社保、海关、知识产权等信息将逐步整合,为金融机构精准评估民营企业信用状况、发放信用贷款提供支撑,同时将加大对恶意逃废债行为的打击力度,维护良好的信用环境。///



AIGC 图片

守底线 优路径 促转型——多份政策文件协同发力，勾勒地方债务化解和城投转型全景

文 | 联合资信 王 聪 韩子祺

近日，第十四届全国人民代表大会财政经济委员会《关于2025年国民经济和社会发展规划执行情况与2026年国民经济和社会发展规划草案的报告》（以下简称“财经委经济社会发展报告”）《关于2025年中央和地方预算执行情况与2026年中央和地方预算草案的审查结果报告》（以下简称“财经委预算审查报告”）、2026年3月5日李强总理《政府工作报告》（以下简称“政府工作报告”）和《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》（以下简称“十五五规划”）相继释放明确信号，为地方债务化解和城投转型勾勒出更为清晰的实施路径；下文从化债政策底线、化债路径和城投转型三大维度进行分析。

一、守底线：严肃财经纪律，坚决遏制新增地方政府隐性债务

政策内容

2025年8月，财政部对六起地方政府新增隐性债务问责典型案例进行通报，财政部将切实履行财会监督主责，健全跨部门联合惩戒机制，对新增隐性债务和化债不实等违法违规行为，做到“发现一起，查处一起，问责一起”，持续强化隐性债务查处问责力度，有效防范化解地方政府债务风险。

《政府工作报告》指出，积极有序化解地方政府债务风险。支持各地用足用好政策，加快化解隐性债务风险，严防虚假化债，坚决把遏制违规新增隐性债务作为铁的纪律。

《财经委经济社会发展报告》指出，严格政府投资项目监管，不得违规新增隐性债务，强化问责处理。

《十五五规划》指出建立健全全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，严肃财经纪律，坚决遏制新增地方政府隐性债务。

联合观点

当前，部分地方政府仍存在通过国有企业违规融资、垫资建设公益性项目等新增隐性债务行为。财政部通报新增隐债问责典型案例，健全跨部门联合惩戒机制，以强问责释放监管高压；《政府工作报告》将遏制违规新增隐债定为“铁的纪律”，以纪律红线划清举债边界；《财经委经济社会发展报告》从源头管控入手，将新增隐债禁止要求嵌入政府投资项目全流程，强化前端问责与过程约束；《十五五规划》立足长效治理，提出构建全口径债务监测监管体系，以制度化设计夯实新增隐债防控基础。多方政策形成“惩戒+约束+长效”的闭环管理，全方位守住不新增隐性债务的底线。

二、优路径：化债重心转向经营性债务，重点攻坚非标、“双非”债务化解，优化债务重组和置换办法，依托央地联动、财金协同合力化债，统筹防风险与促发展

政策内容

《财经委预算审查报告》指出优化债务重组和置换办法，加大对非标、“双非”等债务化解的支持力度，

推动融资平台公司经营性债务风险防范化解, 严禁新设或异化产生各类融资平台。下更大力气解决政府拖欠企业账款问题, 进一步规范政府和社会资本合作项目运行。加强地方债务全口径监测监管。

《政府工作报告》指出要加大金融、财政支持力度, 优化债务重组和置换办法; 实施更加积极的财政政策, 2026年赤字率拟按4%左右安排, 赤字规模5.89万亿元、比上年增加2300亿元。一般公共预算支出规模将首次达到30万亿元、比上年增加约1.27万亿元。此外拟安排中央预算内投资7550亿元, 安排8000亿元超长期特别国债资金用于“两重”建设, 分类提高中央投资补助标准。拟发行特别国债3000亿元, 支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券4.4万亿元, 完善专项债券项目负面清单管理和自审自发试点, 重点支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等; 中央财政增加对地方财力性转移支付规模, 开展整合统筹使用转移支付资金试点, 增强地方自主财力和统筹能力。充分挖掘释放有效投资潜力, 发行新型政策性金融工具8000亿元, 带动更多社会资本参与投资。继续实施适度宽松的货币政策, 规范信贷市场经营行为, 降低融资中间费用, 促进社会综合融资成本低位运行。提出优化债务监测考核指标, 构建统一的政府债务管理长效机制。

《政府工作报告》提到加强重点领域风险防范化解, 统筹地方政府债务等风险有序化解, 统筹防风险和促发展, 进一步增强发展韧性。《财经委经济社会发展报告》提到强化防风险和促发展政策协同, 进一步增强发展韧性。《十五五规划》强调要强化源头防控、预判预警、早期纠正, 统筹推进房地产、地方政府债务、中小金融机构等风险有序化解, 严防系统性风险。

联合观点

化债重心方面, 本轮政策明确将化债重心由隐性债务化解转向经营性债务风险防控, 经营性债务体量庞

大、且与地方政府联系深厚, 若其流动性风险处置不当, 风险传导链条仍可能向地方财政与金融体系外溢; 化债政策资源重点攻坚非标及“双非”债务, 上述债务隐匿度高、资金链脆弱, 是触发区域性债务风险的重要导火索, 加大对其化解力度, 体现“精准拆弹”的治理理念; 将解决政府拖欠账款问题置于重要位置, 意味着债务治理不仅关注金融系统稳定, 更着眼于修复市场主体信心、实质优化营商环境。通过强化地方债务的全口径监测, 构建常态化、动态化的监管体系, 意在实现对债务及关联风险的实时预警与穿透式管理。此举彰显了政策思路从“事后处置”转向“全过程风险防控”, 为财政的可持续运行与经济社会的高质量发展筑牢制度根基。

化债举措方面, 财政端与金融端政策协同发力, 形成“央地联动、财金协同、精准滴灌”合力化债格局。财政端, 据《财经委经济社会发展报告》数据显示, 2025年, 地方政府发行再融资债券2万亿元置换存量隐性债务, 置换后平均利息成本降低2.5个百分点以上, 安排8000亿元新增地方政府专项债券补充地方政府性基金财力、支持化债。2026年, 将完善专项债券项目负面清单管理和自审自发试点, 继续安排2万亿元存量隐性债务置换额度和专项安排8000亿元新增专项债券助力地方化债; 7550亿元中央预算内投资与8000亿元超长期特别国债资金聚焦“两重”建设重点领域, 为城投承接合规项目提供低成本、长周期资金; 同时, 中央财政进一步增加对地方的财力性转移支付规模, 为城投项目回款、补贴兑付提供坚实支撑。金融端, 同步强化政策赋能, 发行8000亿元新型政策性金融工具, 通过补充项目资本金等方式, 带动更多社会资本参与相关投资, 降低城投自有资金压力; 发行3000亿元特别国债支持大行补充资本, 提升其信贷投放能力, 持续改善城投融资环境; 继续实施适度宽松的货币政策, 灵活运用降准、降息等调控工具, 持续引导社会综合融资成本维持低位运行, 通过展期、降息、续贷、债转股、股债结合、资产证券化等金融支持工具缓解城投再融资压力、降低

融资成本,与财政端政策形成合力;统筹防风险与促发展,推动在发展中化解债务、在化债中增强发展韧性,彰显了科学施策、兼顾长效的治理思路。

三、促转型:剥离政府融资功能,推动融资平台“退出+转型”,增强自身造血能力

政策内容

《国务院关于落实全国人大常委会对2024年中央决算报告决议和审议意见的报告》中提出,依法依规厘清政府和企业权责,坚决剥离融资平台政府融资功能,采取清理注销、市场化转型、兼并重组、注入资产等方式,分类推动融资平台实质转型。《财经委预算审查报告》指出严禁新设或异化产生各类融资平台。《政府工作报告》和《财经委经济社会发展报告》均强调分类有序推动融资平台改革转型。《十五五规划》亦指出加快推动地方政府融资平台改革转型。

《十五五规划》明确提出推进新型城镇化建设,完善城市基础设施和公共服务体系;培育壮大新兴产业和未来产业,构筑产业发展新优势;规划将“碳达峰碳中和”作为重要目标,提出“推动能源结构优化、加强生态环境保护、发展绿色产业”。规划提出明确的高标准农田建设、农村基础设施完善、县域富民产业培育等重点任务。规划提出完善并购、破产、置换等政策,盘活用好低效用地、闲置房产、存量基础设施;完善现代化综合交通运输体系,加快建设新型能源基础设施,加快建设现代化水网,适度超前建设新型基础设施等。

联合观点

据《财经委经济社会发展报告》数据显示,截至目前全国超82%的融资平台实现退出,行业进入实质性转型攻坚阶段。从《政府工作报告》《财经委审查报告》到《十五五规划》,政策对融资平台的要求持续强化,从“坚决剥离政府融资功能”到“严禁新设或异化”,

从“分类推动”到“加快推动改革转型”,清晰预示未来五年将是城投行业的“大分流时代”与“生存大考”。唯有主动剥离政府融资职能、走市场化实质转型之路,才能赢得发展空间,否则将逐步退出历史舞台。

《十五五规划》为城投转型提供了清晰赛道与政策支持,重点涵盖城市更新、保障性住房、乡村振兴、高标准农田建设、传统基础设施更新改造、新型基础设施、现代水网、综合交通体系、新质生产力、生态环保、绿色产业及存量资产盘活等领域。城投企业应加快从“项目建设者”向“城市综合运营者”“产业培育赋能者”转型,聚焦城市精细化管理、公共服务供给与产业投资运营,在服务国家战略中承接政策红利,在市场化转型中实现可持续发展,真正成为推动区域高质量发展的市场化主体。

四、总结

总体来看,近期多项政策文件密集发布,地方债务治理的思路愈发明晰,举措愈发精准,已形成了“守底线、优路径、促转型”完整政策体系,为债务化解和城投转型工作提供全方位指引。

在遏制增量上,严肃财经纪律,将新增隐性债务作为不可触碰的红线。在存量债务化解上,化债重心转向经营性债务,重点攻坚非标、“双非”债务化解,优化债务重组和置换办法,依托央地联动、财金协同合力化债。统筹防风险与促发展,推动在发展中化解债务、在化债中增强发展韧性。

对于融资平台而言,剥离政府融资功能并非终点,而是推动其向城市运营、产业服务等方向转型的契机,《十五五规划》所指引的诸多领域正为这种转型提供现实路径。地方债务化解正在从“应急式处置”转向“制度化、常态化调控”,通过逐步理顺政企关系、缓释存量风险、激发内生动力,为地方财政平稳运行和经济持续发展奠定更为扎实的基础。///

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2026年3月,我国债券市场¹无新增²及重复违约³主体(见表1)。
截至3月31日,2026年我国债券市场无新增及重复违约主体。

二、信用等级调整⁴情况

2026年3月,我国债券市场有1家发行人主体级别发生上调,较上年同期(2家)有所下降;有1家发行人主体级别发生下调,较上年同期(2家)有所下降。1家发行人主体展望发生上调,较上年同期(0家)有所增加;无发行人主体展望发生下调。

截至3月31日,2026年我国债券市场有4家发行人主体级别发生上调,较上年同期(7家)有所减少;有5家发行人主体级别发生下调,较上年同期(7家)有所减少。有1家发行人主体展望发生上调,较上年同期(0家)有所增加;无发行人主体展望发生下调(见表2)。

表1 2023年—2026年3月我国债券市场违约情况(单位:家、期、亿元)

	2023年			2024年			2025年			2026年1—3月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	8	26	201.69	17	34	336.61	13	23	233.63	0	0	0
重复违约	12	30	115.61	14	38	278.25	5	10	41.67	0	0	0

注:违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源:联合资信整理

表2 2023年—2026年3月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

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

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

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

政策指南 Policy Guidelines

金融法草案向社会公开征求意见

2026年3月20日,司法部、中国人民银行、金融监管总局、中国证监会、国家外汇局联合公布《中华人民共和国金融法(草案)》,向社会公开征求意见。作为我国金融领域首部基础性、统领性法律,草案进一步明确央行职能定位,不断完善科学稳健的货币政策体系,积极推动构建宏观审慎管理体系,维护人民币币值稳定和金融稳定。该法旨在将党中央决策部署转化为法律规范,增强金融法律体系的系统性,为金融高质量发展、建设金融强国提供坚实法治保障。

(摘自新浪财经, 2026年3月21日)

证监会优化短线交易监管

2026年3月6日,证监会发布《关于短线交易监管的若干规定》,作为落实《证券法》短线交易监管要求的重要配套制度,《规定》聚焦大股东、董监高等特定主体,进一步厘清短线交易规制边界、统一持股计算标准、明确豁免情形。明确所涉证券范围包括股票及存托凭证、可交换公司债券、可转债等其



它具有股权性质的证券,彻底堵住了以往通过衍生品变相开展短线交易的监管漏洞,实现了监管范围的全覆盖。有助于稳定市场预期、保护投资者权益、推动资本市场高质量发展,对规范市场交易秩序、营造“长钱长投”的市场生态具有深远意义。

(摘自新浪财经, 2026年3月10日)

交易商协会优化科创债机制

2026年3月2日,交易商协会发布了《关于进一步优化科技创新债券机制的通知》,在2025年5月发布的《关于推出科技创新债券 构建债

市“科技板”的通知》基础上,从细化科技型企业认定标准、规范募集资金用途、引导中长期债券发行、完善投融资两端配套支持措施等方面优化、细化科创债机制,进一步引导金融资源“投早、投小、投长期、投硬科技”,鼓励更多资金流向科技创新领域,提高银行间债券市场对科技创新的支持力度。

(摘自券商中国, 2026年3月3日)

交易商协会优化债务融资工具基础层企业发行机制

2026年3月23日,交易商协会发布《关于优化债务融资工具基础层企业注册发行机制有关事项的通知》。将债务融资工具发行人注册机制由“两层四类”优化为“两层三类”,同时为基础层企业设立“有额度的统一注册”模式,允许一次注册、两年有效、自主发行。此次改革在提升融资便利性的同时强化风险管控,对违约或违规企业保留分产品注册要求,并通过事中事后管理提升效率,助力银行间市场保持万亿级发行规模。

(摘自新浪财经, 2026年3月25日)

市场动向 Market Trends



首单民营银行间市场定向“双贴标”公司债落地

2026年3月16日, 天能控股集团有限公司2026年度第一期定向绿色科技创新债成功发行。此次债券发行利率为1.6%, 创下全国PPN历史最低水平。该债券是全国民营企业中首单在银行间市场定向发行的“科技创新”与“绿色金融”双贴标公司债券, 为同类型企业的债券融资提供了可复制的标准和范例。

(摘自证券日报, 2026年3月17日)

全国首单“专精特新”科技创新中小微企业支持公司债发行

2026年3月17日, 温州市城市产业发

展集团有限公司2026年非公开发行科技创新中小微企业支持公司债券(专精特新)(第一期)成功发行。本期债券是全国首单“科技创新+中小微企业支持+专精特新主题”公司债券, 发行规模5亿元, 期限5年, 票面利率低至2.18%。该债券系全国首单将科技金融、普惠金融资金用于“专精特新”企业及其产业链上下游中小微企业协同发展的公司债券, 是资本市场服务实体经济、助力科创企业发展的重要创新实践。

(摘自新浪财经, 2026年3月30日)

全国首单科技型企业科技创新资产担保债务融资工具落地

2026年3月23日, 草根知本集团有限公司2026年度第一期科技创新债券顺利发行。该笔债券发行规模2.8亿元, 期限2年, 发行利率2.58%, 由浦发银行创设信用风险缓释凭证(CRMW) 2.4亿元, 为全国首单科技型企业科技创新资产担保债务融资工具。此次科技创新债券及信用风险缓释凭证的成功发行不仅为发行人在公开市场发行中长期债券提供了有力保障、成功拓宽了银行服务民营企业公开市场融资的新路径, 更是银企合作共同积极响应国家创新驱动发展战略、助力科技创新的有力实践。

(摘自证券日报, 2026年3月23日)

1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2026年3月，央行继续实施适度宽松的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，本月央行开展了13566.00亿元逆回购、13000.00亿元买断式逆回购、5000.00亿元中期借贷便利（MLF）和2500.00亿元的国库现金定存操作，同时有22469.00亿元逆回购、16000.00亿元买断式逆回购、4500亿元中期借贷便利（MLF）及1500.00亿元国库现金定存到期，全月实现净回笼10403.00亿元。在此背景下，2026年3月，1年期短融的平均发行利率（1.90%）较2月（1.76%）有所上升，3年期公司债和5年期中票的平均发行利率（1.88%和2.24%）均较2月（1.91%和2.27%）有所下降。

表1 2026年2月—2026年3月债券平均发行利率（%）

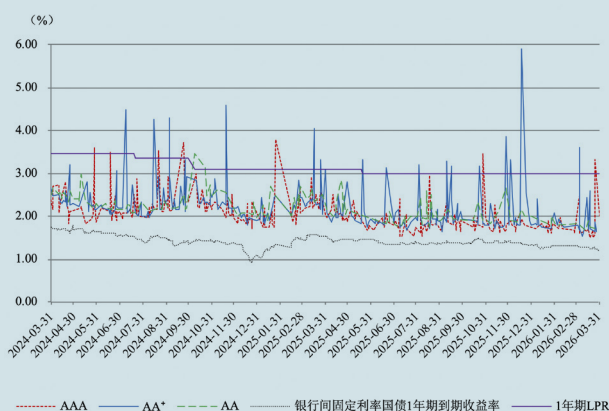
信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票	
	2026年2月	2026年3月	2026年2月	2026年3月	2026年2月	2026年3月
AAA	1.72	1.81	1.86	1.83	2.12	2.15
AA+	1.81	2.03	2.14	2.19	2.50	2.29
AA	1.80	1.76	--	1.89	2.73	2.60
平均发行利率	1.76	1.90	1.91	1.88	2.27	2.24

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





图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2026年3月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈现下降态势。2026年3月, AAA级和AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(1.81%和2.03%)均较2月(1.72%和1.81%)有所上升, AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(1.76%)较2月(1.80%)有所下降。

2026年3月, 交易所国债3年期到期收益率呈下降态势。2026年3月, 3年期AAA级公司债的平均发行利率(1.83%)较2月(1.86%)有所下降, AA+级公司债的平均发行利率(2.19%)较2月(2.14%)有所上升。

2026年3月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率呈现先升后降态势。2026年3月, 5年期AAA级中票平均发行利率(2.15%)较2月(2.12%)有所上升, AA+和AA级中期票据平均发行利率(2.29%和2.60%)均较2月(2.50%和2.73%)有所下降。

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

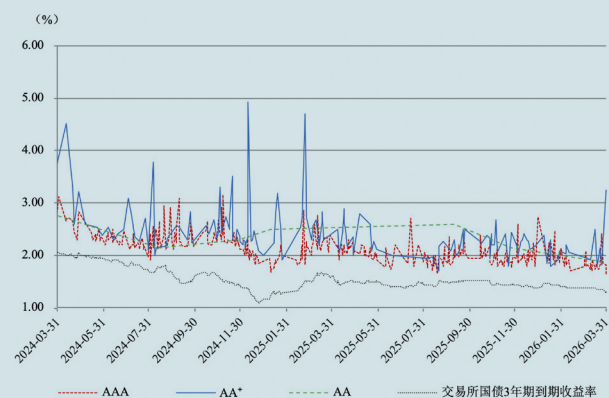
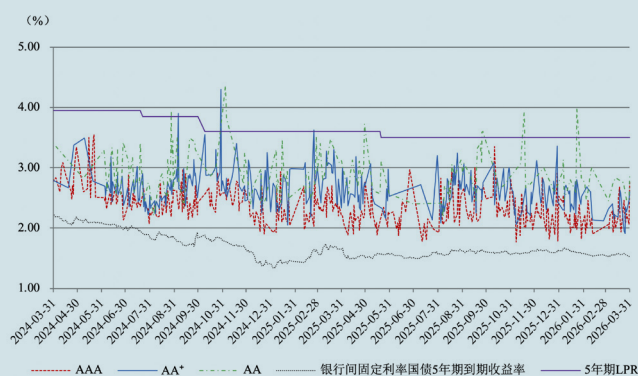


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2023年—2026年3月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2023年	2024年	2025年	2026年1—3月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	5.4	5.0	5.0	33.4	5.0
规模以上工业增加值	4.6	5.8	5.9	--	6.2
固定资产投资总额 (不含农户)	3.0	3.2	-3.8	10.3	1.7
社会消费品零售总额	7.2	3.5	3.7	12.8	2.4
出口总额	0.6	7.1	6.1	6.8	11.9
进口总额	-0.3	2.2	0.5	5.0	19.6
CPI	0.2	0.2	0.0	--	0.9
PPI	-3.0	-2.2	-2.6	--	-0.6
社会融资规模存量	9.5	8.0	8.3	456.5	7.9
M2余额	9.7	7.3	8.5	353.9	8.5
人民币贷款余额	10.6	7.6	6.4	280.5	5.7

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

2023年—2026年3月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2023年	2024年	2025年	2026年1—3月	2026年1—3月 同比 (%)	2023年	2024年	2025年	2026年1—3月	2026年1—3月 同比 (%)
政府债	2366	2224	2655	555	13.73	205924.08	221731.49	266018.86	63154.11	-4.78
国债	192	194	206	41	-10.87	112670.40	123970.61	163117.90	32350.10	-18.45
地方政府债	2174	2030	2449	514	16.29	93253.68	97760.88	102900.96	30804.01	15.56
央行票据	12	13	1	0	--	600.00	1068.40	550.00	0.00	--
同业存单	26903	26507	21913	4647	-16.45	257134.40	314208.20	338172.90	66913.40	-19.34
金融债(人民银行)	1470	1457	1838	209	-52.50	85418.50	90905.00	119596.20	9513.30	-67.64
政策银行债	823	756	1011	119	-64.58	54741.20	53696.70	75920.80	7823.60	-66.28
商业银行债	312	317	411	8	-73.33	24402.90	29488.90	35748.70	220.00	-95.33
保险公司债	23	17	27	8	-27.27	1121.70	1175.00	1042.00	180.70	-63.57
财务公司债	0	0	0	0	--	0.00	0.00	0.00	0.00	--
融资租赁公司债	12	43	32	8	0.00	305.00	961.00	640.00	160.00	0.00
资产管理公司债	3	2	2	0	--	170.00	120.00	130.00	0.00	--
证券公司短期融资券	285	275	326	64	20.75	4529.70	4761.40	5741.70	1094.00	35.06
其他金融机构债	12	47	29	2	0.00	148.00	702.00	373.00	35.00	45.83
债务融资工具(NAFMII)	9642	10448	9896	2412	-7.23	85799.94	97179.57	95095.89	21916.16	-6.70
中期票据	3189	4872	4977	1153	-11.38	29643.97	48647.78	50427.87	9931.61	-22.61
定向工具	1225	1237	1072	292	-9.60	7522.02	6840.46	5726.27	1662.96	0.66
短期融资券	704	658	675	137	-25.95	5300.71	6281.24	5404.57	959.73	-19.92
超短期融资券	4520	3677	3161	829	5.07	43173.25	35210.09	33092.18	9331.86	21.77
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	0	3	0	--	35.00	0.00	70.00	0.00	--
国际开发机构债	3	4	8	1	-50.00	125.00	200.00	375.00	30.00	-79.02
公司债(证监会)	5809	5390	6655	1706	25.17	52866.93	49512.77	58864.17	15929.94	41.26
公募公司债	1779	1971	2433	502	12.81	23742.66	24644.88	30658.41	7615.23	47.62
私募公司债	3590	3283	4114	1178	31.62	25358.81	23560.65	27029.42	8078.26	36.89
可转债	142	43	49	12	50.00	1423.60	387.77	648.43	92.16	-32.63
可交换债	29	14	26	11	1000.00	334.06	319.40	285.50	124.29	521.45
企业债	269	79	33	3	-78.57	2007.80	600.07	242.41	20.00	-67.09
政府支持机构债	21	2	26	5	-50.00	1930.00	100.00	1440.00	300.00	-53.85
资产支持证券	4785	5702	6593	1270	-2.83	18773.77	20416.91	23241.86	4152.36	4.45
证监会主管ABS	3667	3780	4439	968	7.32	12058.00	12470.19	14606.11	2960.07	8.15
交易商协会ABN	629	1495	1636	242	-29.24	3220.08	5242.94	5720.53	867.05	-14.16
金监总局主管ABS	489	427	518	60	-4.76	3495.69	2703.79	2915.22	325.24	42.46
合计	51008	51743	49577	10804	-8.22	708447.63	795122.34	902979.88	181879.27	-16.81

注: 本表统计口径为Wind中截至2026年3月20日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2025年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

驭势而进 破局新生——联合资信2026年中国债市信用风险展望论坛圆满落幕



2026年3月26日下午,由联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)主办,联合评级国际有限公司、联合信用评级有限公司、联合信用投资咨询有限公司共同协办的“驭势而进 破局新生——联合资信2026年中国债市信用风险展望论坛”在北京成功举办。来自银行、保险、证券、基金等多家机构的百余位嘉宾现场出席了论坛;云现场、新浪财经、百度新闻、凤凰财经、万得、同花顺、Choice等各大线上平台总观看人数突破100万人次。

联合资信总裁万华伟先生为论坛致开幕辞。万华伟先生表示,2025年,全球经济艰难复苏,中国经济稳健发展,债券市场存量规模稳居全球第二,债市“科技板”隆重推出;监管部门继续加大对评级行业的监管力度,进一步压实评级机构的法律责任。

面对内外部环境的多重考验,我国评级行业加快数

智化转型,积极探索以人工智能大模型为基础的智能体协同作业体系,人机协同成为行业主流;同时,评级机构积极构建科创评级体系,纷纷推出科创企业与科创债评级方法,深度融入国家创新驱动发展战略;此外,中资评级机构加快国际化布局,持续提升在国际资本市场的参与度与话语权。

联合资信2026年中国债市信用风险论坛紧紧围绕“十五五”规划下的中国债市发展趋势,放眼全球经济,以丰富多元的议题,扎实的论据和观点,博采众长,海纳百川,对中国债市的未来发展趋势进行展望,对多种信用风险困境提出了创新性的破解思路,为发行人、投资人及市场各方提供了宝贵的参考意见。论坛获得参会者的广泛好评。驭势而进,破局新生,论坛在热烈的掌声中圆满闭幕。



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