

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 AUGUST

主题: 反内卷 去产能

“反内卷”法治化工具——《价格法》修正破解“增产不增利”困局

关于工信部召开光伏行业制造业企业座谈会的时政评论

消费电子企业跨界进军汽车电子领域：
机遇中的成效与潜在风险

供需失衡仍难解决，水泥行业效益向好势头或难持续



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

联合资信荣获《企业财资人》2025年度 “中国大陆最佳信用评级机构”称号



近日，Haymarket媒体集团旗下的《企业财资人》（CorporateTreasurer）公布了2025年年度奖项评选结果。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）以领先的市场地位，突出的业务亮点，以及出色的投资人服务能力，再次获得“中国大陆地区最佳信用评级机构”奖。这是继2025年4月赢得《亚洲金融》（FinanceAsia）颁发的“2025年度最佳信用评级机构”奖后，公司获得的又一重要国际奖项。

2025年度《企业财资人》年度评选应参与者要求，扩大了参选机构的类别，主要表彰在过去一年业绩突出的金融机构，服务供应商，财务团队和杰出个人CFO。本次奖项评选重点关注参选者在行业创新，解决方案，风险管理及团队协作方面的表现，其评审团队来自亚太地区各大金融机构，研究机构和头部企业。

联合资信历来重视品牌公信力建设，近年来不断扩大国际舞台，与国内外专业媒体保持着良好的互动关系，为成为具有国际影响力的本土评级机构不断发声。2025年，联合资信荣获《亚洲金融》颁发

的“年度最佳信用评级机构奖”，其业务能力，评研能力及创新能力获得了国际专业媒体的高度认可。2024年，公司获《财资》年度3A“中国最佳评级机构”奖和3A可持续基础设施奖之“中国最佳评级机构”称号；2023年，与子公司联合国际共同获得《企业财资人》“2022年度最佳评级机构——中国大陆地区”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”，其参与的近50个项目分获各类资产证券化大奖；同时，公司还在首届“当今杯”资产证券化评选，第三届国际绿色零碳节，及2024万物生长·ESG她力量等行业评选中获得了突破性的成绩，充分展示了联合资信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，不断深耕评级技术与方法，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 王蛟龙 申中一 田小卫 冯锐
成斐 任贵永 庄园 刘克东 刘洪涛 刘晓佳 刘晓蒙 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

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

工商业务

马新疆 Ma Xinjiang

13301118401 | maxj@lhratings.com

金融业务

庄园 Zhuangyuan

18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务 Investor Service Hotline

孙晨 Sun Chen

电话 (Tel): (010) 85172818-8088 | 邮箱 (Email): investorservice@lhratings.com

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

Contents

2025 AUGUST

目录

特别策划 Feature

“反内卷”法治化工具——《价格法》修正破解
“增产不增利”困局 P02

联合资信 研究中心

关于工信部召开光伏行业制造业企业座谈会的时政评论 P06
联合资信 马金星

消费电子企业跨界进军汽车电子领域:
机遇中的成效与潜在风险 P08
联合资信 侯珍珍

供需失衡仍难解决,行业效益向好势头或难持续——2025年
半年度水泥行业信用风险总结与展望 P14
联合资信 杨哲 宋莹莹

宏观研究 Macroeconomic Research

我国国家资产负债表编制探索 P22
联合资信 研究中心

出口拉动经济向好,工业产品价格探底
——宏观信用观察半年报 P28
联合资信 研究中心

行业研究 Industry Research

创新突围与集采温和化下的医药制造行业——2025年上半年
行业观察及信用风险展望 P38
联合资信 蒲雅修 邢霖雪

机械工程和电力电气板块景气度向上,汽车零部件板块呈
“强者恒强”局面——2025年上半年机械制造行业信用风
险总结及展望 P47
联合资信 蒋旭 王煜彤 肖怀玉

期货行业发展日趋规范,风险与挑战并存——2025年中国
期货行业信用风险展望 P54
联合资信 韩璐

债券市场 Bond Market

年内隐债置换基本完成,二季度发行规模创同期历史新高
——2025年上半年地方政府债券市场观察及下半年展望 P60
联合资信 邹洁 陈佳琪 翟瑞

化债追踪:城投公司2024年年报变化分析 P66
联合资信 张婧茜 韩锦彪 李凯田

专项研究 Monograph

《地方资产管理公司监督管理暂行办法》解读及对行业信
用水平的影响分析 P72
联合资信 卢芮欣 陈鸿儒 梁兰琼

“大而美”法案加剧美国财政赤字与债务风险 P79
联合资信 程泽宇

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P82
违约案例 广州富力地产股份有限公司 P83



政策资讯 Policy & Information

政策指南 P86
市场动向 P87

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P88
宏观经济及债券市场数据 P90



引言

2025年7月1日,中央财经委员会第六次会议指出,要纵深推进全国统一大市场建设,基本要求为“五统一、一开放”,即统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场,持续扩大对内对外开放。本次会议将建设全国统一大市场明确为“构建新发展格局、推动高质量发展的需要”,标志着改革开放从“破除地方保护”阶段进入“统一规则、统一标准”的新阶段,对破解当前经济结构性矛盾意义重大。

同时,会议强调“纵深推进全国统一大市场建设,要聚焦重点难点,依法依规治理企业低价无序竞争,引导企业提升产品品质,推动落后产能有序退出;规范政府采购和招标投标,加强对中标结果公平性审查;规范地方招商引资,加强招商引资信息披露;着力推动内外贸一体化发展,畅通出口转内销路径,培育一批内外贸优质企业;持续开展规范涉企执法专项行动,健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系;引导干部树立和践行正确政绩观,完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系”,为我国全国统一大市场建设指明了方向。

本次会议是首次以中央层级会议形式提出治理“内卷式”竞争,通过法律和财税制度保障市场统一,意味着我国产业经济将从供给侧结构性改革1.0阶段的“规模调整”转向2.0阶段的“制度重构”。同时,干部政绩考核体系的重塑有利于为全国大市场统一扫清行政干预障,为构建新发展格局、推动高质量发展筑牢根基,我国经济将从“过度追求GDP高速增长”转向“优质发展为导向”。

面对会议带来的重大变革与指引,我们的一系列深度剖析文章应运而生。接下来我们将深入探究如何借“反内卷”法治化工具打破行业低价竞争怪圈;聚焦去产能重点行业,解析座谈会行业“反内卷”、产能优化的深远影响……



“反内卷”法治化工具——《价格法》修正破解“增产不增利”困局

文 | 联合资信 研究中心

7月24日《价格法修正草案》公开征求意见，本次修正是价格法27年来首次大修，核心针对“增产不增利”困局与内卷式竞争。面对PPI连续33个月负增长，产能过剩、需求萎缩与价格机制扭曲交织，7月中央财经会议定调法治“反内卷”，《价格法修正草案》快速推进。《草案》明确“低于成本+排挤对手”的低价倾销认定标准，覆盖数字经济算法操纵，提升违法罚款上限。相较传统去产能，其以法律划红线，覆盖新老产业。未来行业或将分化洗牌，PPI预期提前转正，资本市场转向“反内卷”资产。此次修法标志着产能治理从行政干预迈入法治框架。

中央财经委员会第六次会议结束23天后，27年未动的《价格法》迎来首次大修，这绝非偶然，而是中国经济发展到特定阶段的必然选择。1998年《价格法》实施时，中国正处于从计划经济向市场经济转型的关键期，彼时法律的核心使命是打破价格管制壁垒，让市场在价格形成中发挥基础作用。而如今，中国市场主体数量已从改革开放初期的49万户增长至2024年的1.9亿户，数字经济占GDP比重突破40%，市场格局早已天翻地覆。2025年7月24日，国家发展改革委、市场监管总局就《价格法修正草案（征求意见稿）》向社会公开征求意见。这是自今年7月中央财经委员会第六次会议提及“依法依规治理企业低价无序竞争”后，针对市场内卷式竞争推出的首项“反内卷”法治化工具，亦是中国经济发展到特定阶段的必然选择。

当前，受房地产投资增速大幅下降、交易价格逐步下调影响，中国经济正处在加大刺激力度扩内需、有序化解系统性债务风险的平衡之中，但工业企业却陷入价格厮杀困局。2025年上半年工业增加值同比增长6.4%，创下近三年同期新高，但工业企业利润却同比下降1.8%，PPI连续33个月负增长。这种“增产不增利”的悖论背后，是大量企业陷入“以价换量”的恶性循环。企业为维持低价优势，将不得不压缩研发投入、降低产品质量，长此以往，将削弱中国经济的创新动能和竞争力。

此次《价格法》修正，扩大了“低于成本价格倾销”的认定范围，将算法杀熟等数字经济乱象纳入监管，本质上是用法律红线划定市场竞争的边界。这不仅是对“内卷式”竞争的直接回应，更标志着产能治理从“行政调控为主”向“法治规范为主”的转变，为企业专注于科技创新筑牢市场环境根基。

一、PPI长期负增长：《价格法》修正的紧迫性

2025年6月，中国PPI已连续33个月深陷负增长区间，且负增长程度仍在加剧。2025年6月PPI同比降幅扩大至3.6%，创近期负增长周期以来的新低。这种持续且深化的价格负增长并非简单的周期性波动，而是三重结构性矛盾交织的结果，也正是《价格法》修正必须直面的宏观背景。

三重结构性矛盾分别是：落后产能难以退出、需求萎缩、价格机制扭曲。当前落后产能难以退出已从“阶段性”演变为“刚性”，突出表现为“全行业亏损与产能持续扩张并存”的悖论，而这一悖论的根源在于非市场化竞争打破了“价格、产能”的自动调节机制。这种怪象背后，是地方政府隐性补贴与企业短期市场份额争夺的合力。需求端的持续疲软进一步放大了价格下行压力，且这种疲软已从“个别行业收缩”演变为“全链条传导”，使得本应通过价格信号引导的产能收缩被无限拖延。更值得警惕的是，需求萎缩已从传统行业蔓延至新兴领域，新能源汽车行业2025年6月销量同比增长26.7%，虽然市场迅速扩大，但为抢夺客户，车企普遍采取“降价促销”策略。健康的价格机制应是效率信号，企业通过提升技术、优化管理降低成本，从而获得定价优势。而当前价格机制已异化为内卷工具，企业通过牺牲质量、压缩研发、拖欠账款等“非效率手段”压低价格，最终导致“增产不增利”的全行业困境。

这三重矛盾若持续，将延缓全行业技术迭代、降低产品质量，最终损害经济长期竞争力。从这个角度看，《价格法》修正的核心使命不是“稳定价格”，而是通过制止非市场化竞争，让价格重新成为效率信号。这正是其宏观紧迫性的底层逻辑，当价格机制从“促进效率”异化为“扼杀创新”，法律必须成为修复机制的底线保障。

二、政策升级：从“行政主导”到“法治引领”的国家战略转身

2025年7月1日召开的中央财经委员会第六次会议，首次将“依法依规治理企业低价无序竞争”和“引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出”纳入国家经济治理核心框架，这一信号标志着中国产能治理逻辑的根本性转变。从2016年供给侧改革时期的“行

政主导去产能”，升级为“法治引领反内卷”。这种升级不是政策工具的简单替换，而是应对经济结构变化的战略调整：当内卷式竞争从传统行业蔓延至新兴领域、从线下延伸至数字经济，治理手段必须从“针对性行政指令”进化为“系统性法治规则”，形成更可持续的治理范式。

2016年去产能主要依靠“中央定目标、地方分指标、行业协会协调”的模式，而本次“反内卷”治理中，中央财经委第六次会议直接将其纳入“全国统一大市场建设”顶层设计，《价格法修正草案》则以国家法律形式确立规则。治理主体从行业自治组织升级为国家立法与监管体系，权威性和强制力显著提升。这种转变的背景是：当前低价无序竞争已跨越单一行业，光伏、锂电等新兴产业与钢铁、水泥等传统行业均受波及，且涉及平台经济等跨行业问题，如平台强制商家低价促销，必须以国家层面的法治框架实现全领域覆盖。2016年去产能的核心目标是解决产能过剩导致的价格暴跌与企业亏损，短期效果显著。而本次反内卷治理的目标更具长远性：不仅要遏制PPI负增长，更要通过规范竞争秩序，引导企业从价格战转向创新战。

本次政策升级并非突然启动，而是通过密集动作形成政策闭环，短短24天内完成从顶层设计到法律草案的落地，显示治理决心与执行力。先通过中央会议确立战略方向，再由行业主管部门出台过渡性措施，最终以法律形式固化治理规则，避免了2016年去产能时期“政策依赖行政指令、缺乏长效机制”的问题，为长期治理奠定制度基础（见表1）。

三、法治利剑：《价格法修正草案》的核心突破

本次《价格法》修正并非对原有条款的局部调整，而是直击内卷式竞争的制度性漏洞，在低价倾销认定、数字经济监管、违法成本约束三大层面实现历史性突破。这些突破既回应了当下市场最突出的乱象，又填补

表1 2025年“反内卷”政策演进时间线

时间	政策行动	关键突破
2025年7月1日	中央财经委第六次会议	将“反内卷”纳入国家经济治理框架
2025年7月18日	工信部十大行业稳增长方案	推动钢铁、有色等结构性去产能
2025年7月24日	《价格法修正草案》公开征求意见	27年来首次修正，确立低价倾销认定标准

数据来源：联合资信整理

了27年来法律对新经济形态的监管空白，为“反内卷”提供了可操作的法治依据。

完善低价倾销认定标准。低价倾销是内卷式竞争的典型表现，但长期以来因认定标准难以适应经济结构调整，特别是服务消费的快速增长，法律规制效应大幅降低。原版《价格法》虽禁止低价倾销，但“成本界定”“主观意图”等核心要素已经不适应新的经济结构，导致实践中“0元奶茶”等争议案例难以追责。本次修正完善了低价倾销的认定范围，增加服务、平台经济的治理。修正后以“定价低于成本”为客观标准，新增“有正当理由降价提供服务”正当例外情形，区分正常促销与恶性倾销。修正后继续将主观意图限定为“排挤竞争对手”或“独占市场”，增加“强制其他经营者按照其定价规则以低于成本的价格倾销”新范围。

监管范围突破性覆盖新场景。数字经济的“算法黑箱”“隐蔽收费”等新型价格乱象，是原版《价格法》最大的监管空白。本次修正针对数字经济特点新增专门条款，成为全球重要的在基本价格法中纳入算法监管的立法实践，实现“数字定价乱象有法可治”。本次修正确明禁止“利用数据、算法、技术规则从事不正当价格行为”，将“大数据杀熟”“动态定价歧视”等隐蔽操纵纳入监管，将覆盖“个性化定价滥用”、阻断“技术规则排挤对手”。针对数字经济与服务行业“分解收费、隐性加价”乱象，本次修正新增“价格欺诈”情形，明确“拆分服务多收费”违法，禁止“重复收费、强制捆绑”。

增加违法成本，强化监管权威。原版《价格法》处罚力度不足，对年营收数十亿的企业几乎无震慑力。本次修正提高罚款上限，从5000元直接提升至5万元。原版法律未明确企业配合成本调查的义务，导致低价倾销认定受阻。本次修正新增“拒绝或阻碍成本监审”的法律责任，明确企业必须配合监管部门的成本核查，避免“企业不提供数据就无法追责”的困境。

四、未来影响：产业链重构与市场信号蜕变

《价格法修正草案》的落地绝非孤立事件，而是通过重塑竞争规则，对产业链格局、价格信号传导、资本市场定价逻辑产生系统性影响。这种影响将呈现“短期预期调整、中期结构分化、长期生态重塑”的递进路径，最终推动经济从“价格战”驱动转向“价值战”驱动。

行业格局加速分化，从“无序扩张”到“优质优存”。《价格法》修正将通过法律红线倒逼行为调整，加速产业链内部的优胜劣汰，这种分化不是简单的大企业吞并小企业，而是合规产能替代违规产能、创新产能挤压低效产能的结构性重构。短期，中小违规产能风险溢价陡增。对于长期依赖“低于成本价抢单”“平台胁迫低价”的中小产能，法律修正直接抬高其生存成本。长期，对于合规经营、注重研发的龙头企业 and 高端制造领域，竞争环境净化将打开利润与估值空间。钢铁、水泥等传统行业头部企业毛利率有望回升，机器人、半导体设备等高端制造企业的估值逻辑将

从“价格战容忍度”转向“技术溢价可持续性”。

价格信号修复，从“扭曲失真”到“引导优化”。PPI负增长愈演愈烈的本质是价格信号被非市场化行为扭曲，如低价倾销掩盖真实供需，修正后的《价格法》将通过清除信号噪音，推动价格向合理水平回归，形成“价格企稳、利润修复、投资回暖”的正向循环。《价格法修正草案》8月23日征求意见截止后，若9月进入立法程序，叠加工信部行业产能新规落地以及后续更多法制化工具的推出，价格修复节奏可能快于预期。PPI企稳后，产业链利润率修复存在“上游、中游、下游”的传导节奏，其中中游装备制造弹性最大。

资本市场定价重构，从“避险防御”到“风险偏好提升”。《价格法》修正通过改善盈利预期和调整资产比价，或引发资本市场资金再配置，这种变化不仅是短

期交易行为，更是对经济增长逻辑的重新定价。7月24日《草案》发布后，大宗商品与权益市场已出现预期反应，多晶硅、碳酸锂期货价格上涨。权益市场上，钢铁、光伏等行业龙头股也出现不同程度上涨，资金从“纯防御板块”向“顺周期+反内卷”板块迁移。这种反应的核心是盈利预期修复，市场意识到，法律有望终结“企业增收不增利”的困局。7月，债基净值下跌，资金向股市迁移，这一趋势与法律修正形成的盈利改善预期共振，此前避险资金扎堆债市的格局或将有所松动。

综上，产业链、价格信号、资本市场的变化，最终指向一个核心：经济增长动力从“低成本扩张”转向“创新驱动”。这种转变的阵痛是短期的，但对高质量发展的意义是长期的，《价格法》修正正是这一转型的“制度支点”。



关于工信部召开光伏行业制造业企业座谈会的时政评论

文 | 联合资信 马金星

2025年7月1日,中共中央财经委员会第六次会议明确提出“依法依规治理企业低价无序竞争,规范政府采购和招标投标,规范地方招商引资”,首次将光伏行业“内卷”问题提升至全国统一大市场建设的战略高度。为落实党中央、国务院决策部署,工业和信息化部(以下简称“工信部”)党组书记、部长李乐成于2025年7月3日主持召开了第十五次制造业企业座谈会(以下简称“座谈会”),以加快推动光伏产业高质量发展,多家光伏制造业巨头及行业协会负责人参会。

目前,我国在全球光伏产业的领先地位已不可动摇。近年来,为实现GDP增速目标,地方政府迫于压力过度招商引资,而光伏产业作为投资周期短、风险相对较低且回报速度快的产业之一,曾一度被地方政府视为刺激经济快速发展的主要增长点,通过“产能换GDP”模式,以土地优惠、税收减免、厂房代建等方式吸引项目落地,在地方政府的过度干预下,我国光伏产业“无序化”竞争,光伏产业制造端供需严重错配。根据CPIA数据统计,2024年,我国多晶硅、硅片、电池片和组件有效产能分别为339.40万吨/年、1394.9GW、1426.7GW和1388.9GW,分别占全球的95.2%、96.7%、91.3%和83.3%,各环节生产能力已经远超新增装机需求(2024年全球新增光伏装机为530GW)。

这场由工信部召集举行的行业座谈会,参会人员覆盖光伏全产业链各环节的龙头企业负责人,是光伏

行业进入下行周期以来的一次高规格专题会议,对行业的指导意义较大。本次座谈会肯定了我我国光伏产业在国际市场的领先地位,同时也重点针对行业目前的发展现状提出一系列问题及相关措施:

(1) 自2024年以来,在行业产能严重过剩影响下,行业内部分企业为争夺市场份额进行非理性低价竞争行为,导致光伏产业各环节产品价格持续大幅下跌至现金成本以下,且持续处于低位运行,“价格战”导致产品质量下降、全行业亏损局面等问题。为保障市场竞争回归到健康、有序状态,本次座谈会明确提出“依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争问题,并要求企业提升产品品质、坚守质量安全底线”。在中央政府全面统筹下,地方政府可通过政策引导行业产品价格回归理性。相关执法部门需严格按照《反不正当竞争法》对低于成本销售、虚假宣传等行为实施重罚,针对低价采购和招标投标行为作出处罚;相关部门制定政策延长组件质保期,对光伏产品全生命周期质量进行监控。

(2) 因光伏行业技术迭代更新快速,部分企业和地方政府将资源投入产能扩张而非研发,使得大量产线快速沦为落后产能。针对行业现状,座谈会强调“推动落后产能有序退出,行业企业应致力技术创新”。近期,我国加快修订《光伏制造行业规范条件》,提高组件效率门槛,加快落后产能出清;设置产能指标,进行产能配额契约化管理,控制产品总出货量,超配额企业需缴纳违约金等。地方政府将进行角色转变,政府



扶持方向从“产能”转向“技术”，促进企业提升自身创新能力，通过产业基金等形式推动行业整合。

(3) 最后，本次座谈会要求“光伏行业协会发挥政府和企业间的桥梁纽带作用，引导企业加强行业自律”。正如《人民日报》所发表的《在破除“内卷式”竞争中实现高质量发展》文章中所提出，破除“内卷”需要政府部门多管齐下，有关各方协同推进，标志着行业治理从“政府主导”转向“三轴联动”（政府引路+行业自律+企业求变），政策刚性约束与行业柔性调节协同推进合理化市场化竞争体制。首先，地方政府引导要适度，前期因地方政府过度招商引资导致产能过剩，后期因“地方保护主义”导致经营主体退出机制不健

全，造成低效产能、落后产能难以退出，加剧了恶性竞争。地方政府要做好与有效市场的统筹，“看得见的手”与“看不见的手”相互补充、协调促进。其次，行业协会作为沟通政府、市场、企业和社会的关键第三方，发挥行业自律机制，规范企业行为。

本次工信部组织的高规格座谈会为光伏制造业破局指明了方向。短期来看，座谈会提出的一系列措施将促使行业加速“洗牌”，不具备技术、成本优势的企业将被加速出清，座谈会的召开亦暗示未来政府对破除行业“内卷”式竞争的坚定态度。中长期看，随着相关法律政策的出台和落实，在政策引导、市场机制和行业自律的协同发力下，光伏行业回归健康理性轨道。■

消费电子企业跨界进军汽车电子领域： 机遇中的成效与潜在风险

文 | 联合资信 候珍珍

一、消费电子企业跨界进军汽车电子领域的背景

消费电子市场遇冷

近年来，消费电子市场需求增长趋缓，行业内企业盈利空间持续收窄。受经济复苏进程不及预期、欧美地区通胀高企以及地缘政治因素的多重影响，消费需求呈现疲软态势，消费者换机周期显著拉长。2022年及2023年，手机、PC等主要消费电子终端出货量连续多个季度同比下滑。即便到了2024年，消费电子终端需求出现温和复苏，智能手机与PC出货量仍较2021年分别减少8%以上。

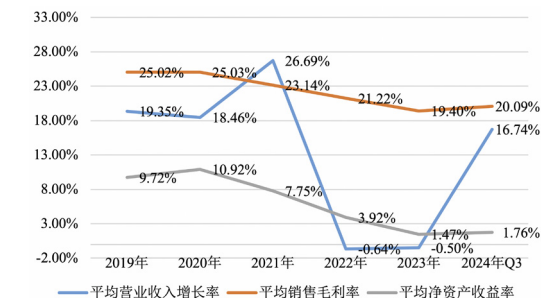
消费电子产业链涵盖上游的集成电路、光学元件、显示面板、PCB（印制电路板）、声学、结构及功能件等的生产企业，中游的整机组装企业及下游品牌商。电子行业的景气度会在整个产业链进行传导，终端需求放缓使得产业链上细分行业市场景气度均面临下滑风险。以2023年为例，全球PCB行业市场规模695.18亿美元，同比下降15%；全球显示面板销售额934.6亿美金（包含LCD、AMOLED、Mini LED等显示品类），同比减少7.6%。

行业需求转变加剧了细分市场竞争，消费电子企业的经营业绩受到冲击。从197家消费电子样本企业看，自2022年起，消费电子企业结束了连续三年的营业收入高速增长，2022年及2023年收入增速停滞，平均销售毛利率和净资产收益率呈下降趋势（见图1）。

汽车电子前景广阔

随着新能源汽车渗透率快速提升及5G通讯技术的应用，为满足汽车智能化、电动化、网联化等需求，电子产品在汽车领域的应用范围正不断拓宽。传统燃油汽车中电子产品价值占比通常在30%~40%左右，豪华燃油汽车由于配备了更先进的电子设备，如高级驾驶辅助系统、智能座舱等，电子产品价值可能会接近50%。而新能源汽车对电子技术的依赖程度更高，其电子产品价值一般在50%以上，新能源汽车核心三电系统（电池、电机、电控）都高度依赖电子技术，此外还需要配备复杂的电池管理系统、智能充电系统以及与传统燃油车类似的各种电子设备，如一些高端新能源汽车，其智能化、网联化程度更高，部分车型电子产品价值占比可达到60%~70%。2023年，全球汽车电子市

图1 2019—2023年及2024年前三季度197家消费电子企业盈利指标变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

场规模已经达数千亿美元，未来汽车电子行业将迎来长景气周期。

从82家汽车电子样本企业数据看，自2021年起，汽车电子企业开启高速增长模式，连续三年平均收入增速超17%，平均销售毛利率和净资产收益率维持在较高水平（见图2）。

对冲风险与协同优势

汽车电子产品生命周期较长，通常为5~10年，可在一定程度上对冲消费电子生命周期短（通常为1~2年）、市场需求迅速变化的风险。同时，消费电子与汽车电子具有技术相通性，例如连接器在汽车、通信及数据传输、电脑及外设等领域均有广泛应用。消费电子企业可以通过技术升级或者平移的方式，快速切入汽车电子行业。此外，头部消费电子企业可凭借多年在智能手机、PC等产业积累的技术研发、规模制造和全球供应能力，能够有力推动汽车往智能化、电动化、网联化方向快速发展。

为应对传统消费电子业务需求下滑的风险，消费电子企业一方面通过成本优化、产品升级等措施，另一方面积极拓展新领域市场及新客户，来弥补业务收入下滑的带来的经营风险，开启第二生长曲线。而汽车电子领域凭借其广阔的市场发展潜力以及可复制经验的优

势，逐渐成为消费电子企业的主流选择。从自动驾驶、智能座舱到车身、底盘智能化，再到车路协同、车联网，智能汽车行业为消费电子企业提供了大量在上下游产业链的创新机遇。

二、布局汽车电子领域的消费电子企业特征

细分行业布局差异显著

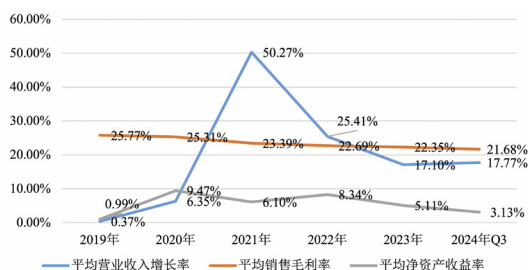
在选取的197家消费电子企业中，截至2023年底，除传统的消费电子主业之外，明确布局汽车电子领域的消费电子企业有29家（依据2023年年报披露信息统计），占总样本数量的14.72%。尽管涉足汽车电子领域的消费电子企业比例不算高，但汽车电子收入对这些企业的营业收入有一定的贡献。

消费电子不同细分行业在汽车电子领域的布局与发展程度差异显著。“消费电子—组件及零部件”细分行业在汽车电子领域布局的企业较多，且汽车电子领域收入贡献相对较大；而“消费电子—LED”和“消费电子—电脑与外围设备”细分行业尚无企业涉足汽车电子领域。各细分行业企业根据自身特点和市场需求，合理规划在汽车电子领域的发展战略（见表1）。

产品关联与技术拓展

汽车电子行业面临技术提升需求及跨国巨头竞争。中国汽车零部件企业在国际市场竞争中，长期面临核心技术能力薄弱、产品附加值低等难题。随着新能源汽车时代到来，汽车零部件企业迎来转型升级的需求和机遇，同时汽车电子行业也正面临着来自多维度的挑战。在技术维度，随着汽车智能化、电动化进程加速，对芯片的计算性能、存储容量等要求不断提高，汽车电子系统的精密度、复杂度持续攀升，智能网联汽车的发展更是使得汽车软件规模和复杂度大幅增加。在市场竞争方面，汽车电子产品市场主要由跨国汽车电子巨头主导，如博世、大陆集团等，这些企业和大型整

图2 2019—2023年及2024年前三季度82家汽车电子企业盈利指标变化情况



数据来源：Wind，联合资信整理

车厂建立了长期的紧密合作关系，技术实力雄厚且市场规模庞大。相比之下，国产汽车电子产品厂商起步较晚，在核心技术研发、资金投入、研发团队建设、生产工艺水平及供应链管理等方面与国外汽车电子企业存在差距。

鉴于此，消费电子企业试图在汽车电子领域实现突破，以达成在全球汽车领域的弯道超车。汽车电子行业作为一个技术密集型产业，对技术沉淀的要求极高。多数消费电子企业进军汽车电子领域较短，样本企业布局汽车电子领域的最长时间一般不超过20年。这些企业通常选择在汽车供应链中找准切入点，充分利用自身在消费电子领域所具备的产品优势、供应链优势或技术优势，与电池厂商、汽车零部件厂商展开深度合作，逐步渗透进入汽车电子领域。

从产品关联角度看，许多企业的消费电子领域核心产品与其提供的汽车电子领域核心产品紧密相关（见图3）。例如，深圳市得润电子股份有限公司（以下简称“得润电子”）、潍坊智新电子股份有限公司、胜蓝科技股份有限公司等企业，在消费电子领域专注于生产连接器及组件，在汽车电子领域同样以生产此类产品为主。这些企业凭借在消费电子领域长期积累的

技术和生产经验，能够较为顺利地向汽车电子领域拓展业务。不过，也有部分企业的产品转型跨度较大，如东莞市奥海科技股份有限公司，消费电子领域核心产品为充电器、适配器，而在汽车电子领域则是电控系统和域控产品，其主要通过并购方式切入汽车领域，快速获取相关技术与市场资源，实现业务布局的转变。

布局模式

消费电子企业进入汽车领域的布局模式主要有产业升级和并购两种，企业需综合考虑企业自身的技术实力、资金状况、市场渠道以及发展战略等多方面因

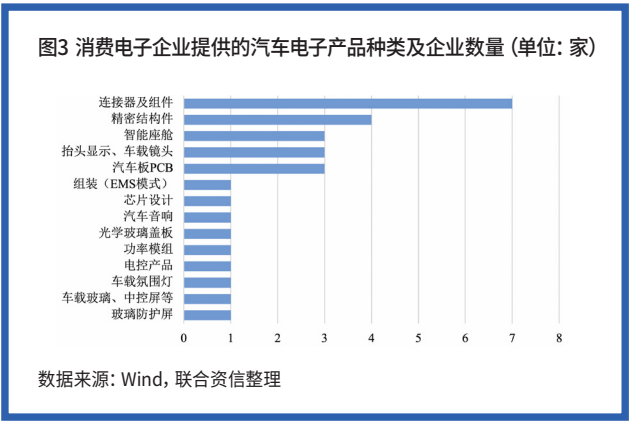


表1 布局汽车领域的消费电子企业概况 (单位: 家)

消费电子—细分行业	总企业数量	布局汽车电子领域的企业数量	来自汽车电子收入占营业收入的比重
消费电子—组件及零部件	48	16	21.72%
消费电子—终端	13	4	3.85%
消费电子—光学元件	16	3	7.02%
消费电子—印制电路板	40	3	10.79%
消费电子—面板	46	2	0.27%
消费电子—集成电路设计	3	1	3.15%
消费电子—LED	13	0	0
消费电子—电脑与外围设备	18	0	0
总计	197	29	14.48%

注: 消费电子—组件及零部件领域企业提供的产品包括精密结构件及组件、连接器及模组、充电器、适配器、智能穿戴设备SiP模组等
数据来源: Wind, 联合资信整理

素,同时外部的市场环境、行业竞争态势以及政策法规等也会影响布局模式的选择。若企业在消费电子领域技术研发能力和产品创新能力强,且产品与汽车电子相关性高,产业升级模式较为适宜;若企业希望快速进入汽车市场,获取核心技术和市场份额,且资金实力雄厚,并购模式可能更具优势。在29家样本企业中,选择产业升级模式进入汽车电子领域的有21家,选择并购模式的有8家。

1. 基于技术与产品相关性的产业升级模式

消费电子与汽车电子在芯片应用、显示技术、传感器技术以及精密制造工艺等诸多技术层面存在共通之处。以深圳市长盈精密科技股份有限公司(以下简称“长盈精密”)为例,其在消费电子精密零组件制造领域具有领先地位,掌握了先进的金属加工、模具制造以及表面处理技术。进入汽车领域后,依托这些技术优势,专注于汽车连接器、结构件以及充电系统零部件的生产。通过自建生产线并针对性优化生产工艺,满足汽车零部件在可靠性、安全性和耐久性方面的严格标准,凭借产品的高质量和性能优势与多家汽车零部件供应商建立了长期合作关系,在汽车电子精密零部件市场实现了稳健发展。

产业升级模式具有技术延续性强的优势,可有效降低研发成本和技术风险,基于现有技术体系拓展和升级能缩短产品的研发周期;产品相关性高有助于快速在汽车领域建立品牌认知度,消费电子领域的品牌形象能够延伸至汽车电子产品,提升产品的市场接受度。然而,汽车行业对产品的可靠性、安全性要求极高,远超消费电子行业标准,企业需要投入大量资源进行技术改进和质量控制。而且,下游客户认证周期长且复杂,整车厂商或汽车一级供应商对零部件供应商资质审核和产品测试严格,过程可能持续数年,增加企业进入汽车领域的时间成本。

2. 并购模式

消费电子企业为快速获取汽车电子领域的核心技

术、生产能力以及市场渠道,通常会选择与自身业务具有一定协同性的目标企业,以实现资源的有效整合和价值最大化。例如,苏州安洁科技股份有限公司(以下简称“安洁科技”)2016年收购新星控股(苏州)有限公司(以下简称“新星控股”)快速进入汽车电子领域,利用自身在消费电子精密制造领域积累的技术,如精密模具制造、表面处理等,与新星控股在汽车零部件制造上形成技术协同,提升了产品竞争力。

采用并购模式的企业能够快速进入市场,直接获取目标企业成熟技术、生产设施和客户资源,迅速在汽车领域开展业务,缩短市场进入时间,且并购双方资源可以进行有效整合,产生协同效应,提升企业的整体竞争力。但该模式并购成本高,企业需承担目标企业的债务和风险,对企业的资金实力考验大。并购后整合难度大,并购后在文化、管理、业务流程等方面整合过程难度也较大,若整合不当可能导致冲突,影响运营效率与协同效应发挥,甚至导致并购失败。

三、布局汽车电子领域对消费电子企业的影响

技术研发加速

经过多年的竞争发展,传统的消费电子行业已步入成熟阶段,从产品创新到产业增速渐显疲态,行业内卷严重。而汽车电子领域对技术的可靠性、稳定性与安全性标准极高。以车规级芯片为例,消费电子芯片通常只需满足较为宽泛的工作温度范围,而汽车芯片则必须在-40°C~155°C的极端温度条件下稳定运行,且能承受复杂多变的汽车电气环境。这促使消费电子企业若要涉足汽车电子领域,必须投入大量资源进行技术升级与研发创新(见图4)。

为契合汽车电子领域的高要求,消费电子企业在多个关键技术领域加大了研发力度。在硬件设计方面,企业着力提升电子元器件的性能与可靠性。例如,立讯精密研发汽车连接器时,采用先进的设计工具、选

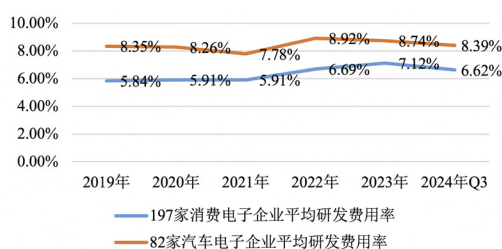
用高性能材料并优化制造工艺,以确保连接器在汽车复杂的振动、温度变化等环境下仍能保持稳定的连接性能,满足汽车高速数据传输和高功率电力传输的需求。在软件算法领域,随着智能驾驶的兴起,对传感器数据处理、自动驾驶决策算法等方面的技术需求大增,消费电子企业积极投入研发资源,开发更为精准高效的算法。部分消费电子企业深入研究车载摄像头的图像识别算法,以提高对道路环境、交通标识和其他车辆的识别准确率,为自动驾驶系统提供可靠的数据支持。此外,消费电子企业为了在汽车电子领域取得技术突破,积极招揽懂汽车技术与电子技术的复合型人才,扩充研发团队。

业务结构优化,降低对单一大客户的依赖风险

消费电子企业多为苹果、华为等智能手机品牌厂商,对单一客户的依赖程度高。然而近年来,不断有消费电子企业被移出苹果手机产业链,经营业绩遭受重创。为降低对单一客户依赖的风险,消费电子企业通过在汽车电子领域的布局,拓展汽车领域客户群体,从主要依赖消费电子终端厂商,转变为同时服务多家汽车整车厂商或汽车零部件生产厂商,即便消费电子终端厂商经营出现波动,也不会对企业整体业绩造成过于严重的影响。

以欧菲光集团股份有限公司(以下简称“欧菲光”)

图4 消费电子企业和汽车电子企业平均研发费用率对比



注: 研发费用率=研发费用/营业总收入
数据来源: Wind, 联合资信整理

为例,在2020年7月其被美国商务部工业与安全局列入“实体清单”,2021年3月被爆出苹果公司终止与其业务合作,经营业绩急剧下滑。2021年,欧菲光营业收入跌幅超过50%,利润跌幅超90%,净利润亏损28.28亿元。失去苹果公司这一大客户后,欧菲光面临巨大的经营风险。为寻求新客户和新的业务机会,欧菲光出售与苹果业务相关的资产,拓展与其他手机厂商合作,同时构建智能手机、智能汽车等多元化业务架构,弥补了部分损失。2020—2023年,欧菲光智能汽车产品收入占比逐年增长,2023年智能汽车产品营收占比达到了11.32%,成为了欧菲光收入来源的第二个增长点,在一定程度上弥补了因苹果公司订单丢失及智能手机业务放缓导致的收入缺口。且智能汽车类产品毛利率在2022年以后超过了欧菲光的综合毛利率,成为拉动整体利润增长的关键因素。2023年,欧菲光实现净利润7690.50万元,扭亏为盈,智能汽车业务在其中发挥了重要作用。

风险挑战并存

1. 管理风险、产业整合风险等

部分消费电子企业通过并购进入汽车电子领域,业务条线拓宽的同时,管理层级增加,对企业质量控制、财务管理、市场开拓等方面均提出了更高的要求,管理风险和风控难度相应提升。跨国收购时,不同国家和企业之间存在文化差异,若消费电子企业不能妥善处理被收购企业在文化、管理理念方面的差异,可能引发员工沟通障碍,降低工作效率,进而影响企业正常运营。此外,若汽车电子业务发展未达预期,消费电子企业也将面临较大的经营与财务风险。部分企业在进军汽车电子企业前,未充分调查评估其潜在的风险,即便被收购的汽车电子标的公司有稳定客源和成熟产品,但其成本结构、市场竞争态势及未来业务可持续性存在问题,收购后消费电子企业也可能面临计提大额商誉减值的风险。

例如,得润电子在2015年5682万欧元(折合人

民币4.24亿元)收购意大利Meta System S.p.A.(下称“Meta公司”),形成商誉人民币3.66亿元。Meta公司主要为宝马、奔驰等高端汽车整车厂生产电动汽车车载充电模块、车联网模块等产品。但在收购后的9年时间里(2015—2023年),Meta公司仅在2022年小幅盈利189.19万元,其余年份均处于亏损状态。得润电子高估了Meta公司的盈利能力,收购成本过高,后续还持续投入大量资金维持其运营。沉重的资金压力导致得润电子在研发、市场拓展等关键领域的资金分配,影响了整体业务推进。因Meta公司长期亏损,其实际价值远低于收购时估值,资产减值损失进一步侵蚀得润电子利润,最终导致得润电子财务状况恶化,2019—2023年,得润电子5年累计亏损19.56亿元。

2. 汽车电子行业市场饱和风险

根据2024年国家信息中心学术年会发布的报告,中国新能源车渗透率将从2023年的35.2%提升到2033年的60%,但渗透率提升幅度将在2028年后大幅放缓。这同时意味着汽车电子行业在电动化、智能化浪潮推动下经历了高速增长,但未来五年也可能面临结构性饱和风险。主要体现在以下三个方面。

技术与成本瓶颈显现。汽车电子的单车价值量已从传统燃油车的不足20%攀升至新能源汽车的35%~40%,部分高端智能车型甚至突破50%。但非混合动力汽车的电气、电子部件及软件成本可能稳定在整车成本的20%~25%区间,这说明硬件升级对成本的拉动效应将逐渐减弱。例如,自动驾驶技术所需的激光雷达、高算力芯片等核心部件虽短期需求旺盛,但随着技术标准化与供应链成熟,其成本下降速度可能超过预期,导致汽车电子市场增量空间收窄。

竞争加剧与供应链重构。全球汽车电子市场长期由博世、大陆、电装等国际巨头主导,但中国企业正通过技术突破与本土化优势加速崛起。然而,市场竞争的白热化导致价格战频发,部分领域毛利率已从20%降

至10%以下,行业产能利用率接近饱和,头部企业的扩产计划可能加剧产能过剩风险。此外,国际贸易摩擦加剧技术壁垒(如美对华芯片管制、欧盟碳关税等),供应链地缘政治化迫使行业转向存量竞争。

政策退坡与需求变化。过去十年,各国政府通过补贴、税收优惠等政策强力推动新能源汽车普及,间接拉动了汽车电子市场增长。但随着行业逐渐成熟,政策扶持力度呈现边际递减趋势(如中国取消新能源补贴),政策退坡将加速行业洗牌,技术落后、成本高企的企业将面临淘汰。从需求端看,消费者对智能化功能的边际需求增速放缓,当市场渗透率突破50%后,新增需求将从技术尝鲜型转向实用经济型,车企需通过性价比而非技术堆砌来争夺市场,这将进一步限制汽车电子的高端化进程。

四、总结

近年来,汽车电子行业盈利能力和成长性均优于消费电子行业,布局汽车电子领域能够助力消费电子企业有效对冲传统消费电子业务需求下滑风险,优化业务结构,降低对单一大客户的依赖风险。然而,布局汽车电子领域也给消费电子企业带来诸多风险与挑战。

一方面,消费电子企业需在供应链、资金等方面具备明显优势,或生产的消费电子产品与汽车电子产品在技术上相通,从而能够通过技术升级或并购的方式顺利进入汽车电子领域。另一方面,汽车电子领域对技术要求更高,下游厂商认证周期长,企业需要投入大量的研发资金并组建专业的研发团队。此外,进入汽车电子领域会面临管理风险、产业整合风险以及并购后经营不达预期等风险。最后,汽车电子行业在电动化、智能化浪潮推动下经历了高速增长,未来5年或将面临市场饱和风险。消费电子企业在布局汽车电子领域时,需充分权衡利弊,制定科学合理的发展战略,以应对诸多不确定性,实现可持续发展。 ▮

供需失衡仍难解决, 行业效益向好势头或难持续 ——2025年半年度水泥行业信用风险总结与展望

文 | 联合资信 杨 哲 宋莹莹

一、水泥行业运行情况

行业供需情况

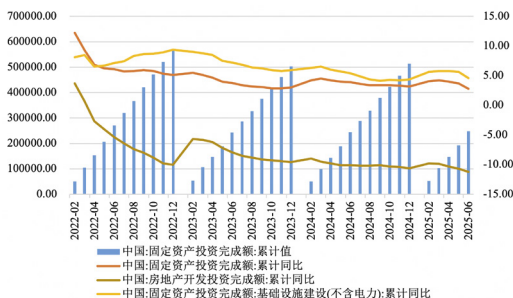
2025年上半年, 房地产市场仍处于底部调整过程中, 房地产开发投资保持负增长, 基建投资增幅放缓, 对水泥需求支撑不足, 水泥产量创2010年以来同期新低, 水泥行业产能过剩压力进一步加大, 行业竞争加剧。

从需求端来看, 2025年以来, 国内经济延续恢复态势, 上半年国内GDP同比增长5.3%。2025年1—6月, 全国固定资产投资额(不含农户)增速为2.8%(见图1)。其中, 基建投资(不含电力)增速为4.60%, 增速同比下降0.80个百分点, 增速放缓, 但对固定资产投资增速支撑依然明显; 受行业景气度差, 商品房销售面积持续下降, 房企资金紧缺影响, 房地产市场仍处于底部调整过程中,

2025年1—6月, 房屋新开工面积同比下降20.00%, 施工面积同比下降9.10%, 受此影响, 房地产开发投资完成额增速为-11.20%, 增速同比下降1.10个百分点。虽基建投资保持增长, 但房地产行业的不景气对水泥需求的拖累较大, 水泥行业下游需求疲弱。

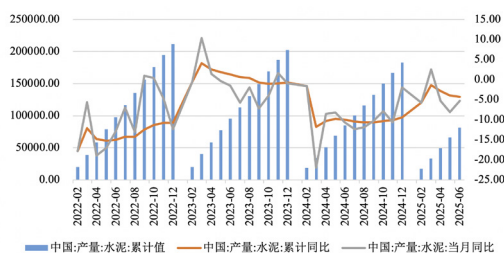
水泥供给方面, 2022年以来, 受下游需求疲弱影响, 全国水泥产量呈现持续下降态势。2025年1—6月, 全国水泥产量为8.15亿吨(见图2), 为2010年以来同期最低产量, 同比下降4.30%。2025年1—6月, 全国新投产熟料线3条, 其中包括2条4500t/d熟料生产线和1条7300t/d熟料生产线, 涉及总产能约500万吨/年; 预计尚有5条熟料生产线将于下半年投产, 合计产能682万吨/年(按照310天计算)。受水泥行业景气度下行影响, 2025年水泥行业新投产熟料产能规模继续下降, 且2025年陆续有多条熟料生产线取消新建。根据中国水泥网数据显示, 截至2024

图1 2022年以来中国固定资产投资情况(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

图2 近年来中国水泥产量情况(单位: 万吨、%)



资料来源: Wind

年底,全国熟料产能17.93亿吨,全年水泥熟料在产产能利用率约59.6%,水泥产能利用率约50.8%,同比继续下降,考虑2025年上半年水泥产量继续下降,水泥行业供需失衡情况仍然严重。

水泥价格表现

2025年以来,随着错峰生产陆续结束,水泥行业库容比下降至低位后波动上升;受煤炭价格下降及行业竞争加剧影响,2025年4月以来,水泥价格进入下行通道,但东北区域错峰生产执行力度较强,水泥价格变动趋势与其他区域存在较大差异;整体看,水泥价格依然处于低位运行。

受一季度错峰停产影响,2025年1月以来,水泥库存处于低位,库容比波动下降(见图3);2025年3月中旬以来,随着一季度错峰生产陆续结束,大部分水泥企业开始恢复生产,水泥库容比波动上升。相较于2024年上半年,2025年上半年,水泥库容比波动幅度拉大。

2025年1—2月,受春节放假停工等影响,水泥进入传统淡季,水泥价格继续进入下行通道(见图4);2025年3月到4月上旬,水泥价格小幅波动回升,一方面系水泥企业盈利压力较大,推动水泥价格上涨意愿加强;另一方面系行业错峰停产措施执行较好,水泥产量下降,供需矛盾略有缓解。2025年4月中下旬以来,水泥价格进入下行

通道,一方面系煤炭价格持续下降,水泥企业盈利有所恢复;另一方面系进入二季度后,采暖季错峰停产结束,水泥企业陆续恢复生产,部分企业以价换量,致使水泥行业无序竞争加剧。

从各区域水泥价格看,东北地区水泥价格与其他各区域水泥价格波动趋势存在较大差异,2025年4月份以来,东北地区水泥价格呈现上升后企稳趋势,主要系东北地区冬季错峰生产,库存长时间维持低位,而随着春季基建项目的陆续开工等致使市场需求陆续恢复,致使4月份东北地区水泥供需偏紧平衡所致。

行业效益情况

2025年一季度,煤炭价格持续下降,水泥行业主要上市及发债企业中亏损企业数量有所减少,亏损金额同比有所下降;但考虑水泥价格自2025年4月份进入下行通道,如下半年无有效措施控制供给,预计2025年水泥行业企业亏损情况难以好转。

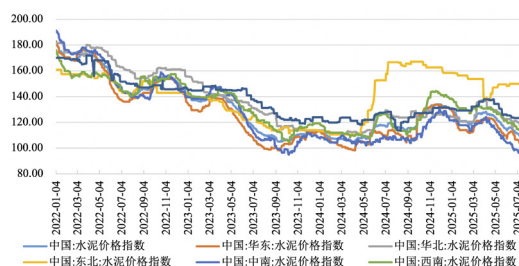
2025年以来,煤炭价格持续下降(见图5),主要发债及上市水泥企业(发布2025年一季度报的企业一共25家)营业总收入合计数同比下降16.64%,利润总额合计数仍为小额亏损,但亏损规模同比下降91.03%,利润总额盈利企业一共14家,同比盈利企业增加7家。考虑2025年4月以来,水泥价格进入下行通

图3 近年来中国水泥库容比情况(单位: %)



资料来源: Wind

图4 2021年以来全国水泥价格指数走势图(单位: 点)



资料来源: Wind

道，如下半年仍无有效措施控制供给，预计2025年水泥行业企业亏损情况仍难好转。

二、水泥行业政策动态

关键词1：错峰生产常态化、多地错峰停窑时间延长，加大非采暖季错峰停产力度。

为进一步解决短期供需矛盾，在《工业和信息化部生态环境部关于进一步做好水泥常态化错峰生产的通知》(工信部联原〔2020〕201号)的基础上，错峰生产政策不断优化。综合全国各地发布的具体错峰政策和水泥企业的执行情况来看，2023年以来水泥错峰生产在执行力度进一步加强、范围进一步扩大，执行标准更加规范。此外，受需求持续疲软影响，从部分省份发布的2024—2025年错峰停产政策看(见表1)，非采暖季错峰停产时间延长。此外，受下游需求转弱影响，部分企业除了积极执行错峰生产计划，还根据自身库存情况自主停窑。

关键词2：产能置换政策趋严，“反内卷”“稳增长”等推动行业超产产能整改，有利于化解水泥行业过剩产能。

2024年11月1日，工业和信息化部发布《水泥玻璃行业产能置换实施办法(2024年本)》(以下简称“《产能置换办法》”)，和此前的行业产能置换政策相比，《产能置换办法》进行了一系列更新，一是加严水泥置

换要求，明确水泥熟料低效运行产能不能用于置换、用于新建项目置换的水泥熟料产能不能拆分转让等；二是完善产能核定方式，取消以水泥回转窑窑径和玻璃日熔化量为依据核定产能的规定，推动备案产能与实际产能统一；三是实施地区差异管理，明确对位于国家大气污染防治重点区域或前三年水泥熟料平均产能利用率低于50%的省份新建水泥熟料生产线，原则上不得从省外置换产能等；四是简化跨地区产能转出程序，位于国家大气污染防治重点区域或同一法人企业集团内部的产能跨省转出，可不报转出地省级工业和信息化主管部门公示、公告；五是加强与能效环保政策协同，明确能效达不到基准水平要求的产能不能用于置换等。

2025年7月1日，中国水泥协会发布《关于进一步推动水泥行业“反内卷”“稳增长”高质量发展工作的意见》，中提出中国水泥协会和各省、市、自治区水泥(建材)协会的所有会员企业，要积极响应工业和信息化部对《产能置换办法》的解读，切实推动水泥行业熟料生产线备案产能与实际产能的统一工作，实际产能大于备案产能的水泥企业，尽快按《产能置换办法》补齐产能差额并完善备案、环评、能评等相关手续，依法依规按备案日产能和年产能组织生产。

之所以行业存在超产情况，一方面是因为部分生产线涉嫌批小建大，或有意报低产能规模建大窑，或在历史上项目立项时，为获取审批方便，报批时压低产能规模；另一方面，随着技术进步，生产线持续技术改造升级，生产能力持续提升，实际产能得到提升，水泥生产线有了超产空间。生产线违规超产，导致实际产能与(核准)备案产能偏差较大，对行业进行供给侧改革、实施错峰停产的效果带来较大干扰。通过政策推动超产产能补齐产能差额，关停部分生产线，对提高资源综合利用效率及压降水泥熟料产能有一定帮助。

关键词3：为实现“双碳”目标逐步实施的相关政策及措施进一步加大了水泥行业运营成本，有利于水泥行业出清。

图5 2015年以来煤炭价格走势(单位：元/吨)



资料来源：Wind

表1 全国各地最新错峰生产政策情况

区域	省份	全年计划停窑时间	具体政策情况
华北	天津	120天	时间：每年自11月15日至次年3月15日
	河北	236天	采暖季停产：2024年11月1日至2025年3月31日；4月至6月、10月：每月自律错峰生产停窑10天，一般安排在每月下旬；7月至9月：每月自律错峰生产停窑15天，一般安排在每月中下旬
	山西	200天	各片区非采暖季（春夏秋季）错峰生产次数不少于四次，错峰生产时间不低于80天，如遇特殊情况适时再做相应调整。采暖季错峰时间：2024年11月15日—2025年3月15日（120天）
	内蒙古	151天	根据水泥生产线差异性情况进行错峰停窑，最长停窑151天
东北	黑龙江	不少于150天	各有窑企业在2023年10月15日—2024年3月15日，连续停窑5个月
	吉林	不少于150天	每年自11月1日至次年3月底，冬季错峰停产时间不少于150天
	辽宁	不少于150天	错峰生产范围涉及所有水泥熟料生产线，错峰生产时间由2024年11月1日至2025年3月31日连续停5个月，共计151天
华东	江苏	80天	2024年停窑总天数为80天，其中春节期间（1月1日—3月31日）停窑40天（其中2月1日—2月29日期间每台窑停窑应达20天），梅雨高温季节（6月1日—8月31日）停窑20天，其他时段20天
	浙江	--	不定期停产
	福建	170天	2025年错峰170天
	江西	100天	全年错峰生产初步计划100天
	安徽	--	自律性停窑或库满停窑
	山东	171天以上	2024—2025年度采暖季错峰生产121天；2025年4—5月停产15天，6月停产15天；7月份停产20天
	湖南	110天	2024-2025年大气污染防治特护期间，水泥熟料生产线错峰生产天数基数为110天
华中	河南	129~150天不等	A级企业自2024年11月11日至2025年2月28日、2025年3月11日至2025年3月31日实施错峰生产；B级企业自2024年11月1日至2025年2月18日、2025年3月1日至3月31日实施错峰生产；其他企业自2024年11月1日至2025年3月31日实施错峰生产
	湖北	41~101天	全年各企业要求错峰停产时间存在差异，基本在41~101天
华南	广东	95天	2025年所有熟料生产线错峰生产计划停窑95天/窑
	广西	160天	2025年每条生产线平均全年错峰160天
西南	重庆	190天	2025年度单条水泥熟料生产线错峰任务基数为190天
	四川	190天	2025年水泥行业单条水泥熟料生产线错峰任务基数为190天
	云南	100~150天	要求昭通市、西双版纳州、迪庆州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数100天；怒江州行政区域内的每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数130天；其余地区每条水泥熟料生产线年均错峰生产天数基数150天
	贵州	--	2025年每季度错峰生产工作将一季一策，一季度全省所有新型干法水泥熟料生产线全部执行70+N天错峰停窑
	陕西	100天	所有水泥熟料生产线都必须执行错峰生产政策，2024年12月1日至2025年3月10日开展采暖季错峰生产（100天）
西北	新疆	184~210天	各地区水泥熟料生产线停产时间不同，需停产184~210天
	甘肃	100天	每年12月1日—3月10日
	青海	140~200天	2024年11月1日—2025年10月31日期间执行错峰生产，传统窑错峰生产时间累计为200天；协同处置窑不少于140天，具体时间按各企业承诺的错峰计划时间执行；计划外的停窑不计入错峰生产时间；连续10天以上错峰停窑方可计入错峰生产时间，鼓励同开同停
	宁夏	150天	所有水泥熟料生产企业均要错峰生产150天

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2025年3月, 生态环境部印发《全国碳排放权交易市场覆盖钢铁、水泥、铝冶炼行业工作方案》(以下简称“方案”), 分两个阶段做好钢铁、水泥、铝冶炼行业纳入全国碳排放权交易市场相关工作, 第一个阶段为启动实施阶段(2024—2026年度), 以夯实碳排放管理基础、推动企业熟悉市场规则为主要目标, 培育经营主体, 完善市场监管, 提升各类主体参与能力和管理水平; 第二个阶段为深化完善阶段(2027年度及以后), 政策法规体系更加完善, 监督管理机制更加健全, 各方参与市场能力全面提升; 配额分配方法更加科学精准, 建立预期明确、公开透明的行业配额总量逐步适度收紧机制。

2025年7月2日, 国家发改委办公厅、国家能源局综合司联合印发《关于2025年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》(以下简称“《通知》”), 《通知》规定2025年增设钢铁、水泥、多晶硅行业和国家枢纽节点新建数据中心绿色电力消费比例, 2025年各省水泥行业绿色电力消费比例从25.2%~70%不等, 其中最低的为福建省的25.2%, 最高的为四川、云南、青海三省的70%; 2026年比2025年度普遍增加1%、2%的比例, 未来不排除进一步的提高比例。

不论是将水泥行业纳入碳排放权交易市场, 或增

设水泥行业绿色电力消费比例, 都是为了水泥行业实现“双碳”目标, 加速推进水泥工业绿色低碳转型与高质量发展。碳排放权和绿证都可以在专门平台上进行交易, 碳排放管控实施较好、余热发电自供比例高的水泥企业, 相较于碳排放管控实施较差、余热发电自供比例低的水泥企业将会更加有运营及生产成本优势, 应对行业下行能力更强。

三、2025年半年度水泥企业债券市场表现回顾

一级市场概况

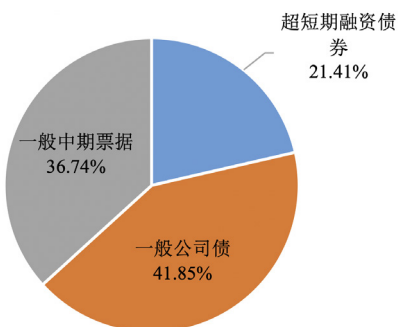
2025年上半年水泥企业新发债规模较上年同期有所增长, 新发债企业集中在高信用等级企业, 中长期债券发行规模提升, 发行成本较上年同期下降明显。

2025年上半年, 水泥行业企业共发行债券30只, 发行规模313.00亿元, 发债数量较2024年同期增加5只, 发行规模同比增长23.28%。

从发债主体信用等级情况看, 水泥企业的发债企业仍集中在高等级。2025年上半年新发债水泥企业共10家, 包括8家AAA企业和2家AA+企业, 与2024年同期相同。2024年上半年, 水泥行业发债企业未发生信用等级迁徙。

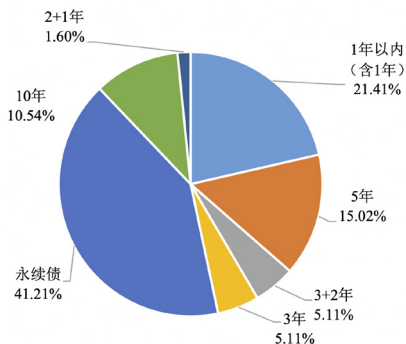
从发行期限看(见图6和图7), 2025年上半年, 水

图6 2025年上半年水泥企业发债期限情况(规模占比)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图7 2025年上半年水泥企业发债类别情况(规模占比)



资料来源: Wind, 联合资信整理

泥企业发行的1年以上中长期债券规模占比较上年同期有所提升，发行的30只债券中23只为中长期债券，发行规模占78.59%（2024年同期为71.25%），主要系发债水泥企业主要为央国企，且2025年以来水泥企业业绩仍承压，借新还旧和资金需求依然存在，加之债券市场对中长期债券的需求增加所致。

从发行成本看（见表2），2025年上半年由于水泥行业发债主体主要为高信用等级的央企和地方国企，且随着收益率的逐渐走低，长短期债券发行利率较2024年同期下行明显，行业发行利差保持在较低水平，发行利差基本与2024年同期持平。具体看，2025年一季度短期信用债券以高等级央国企为主，利差相对较低，发行成本较2024年同期下降明显；二季度随着民营水泥企业发债有所增加，发行利差较上年同期有所抬升。中长期信用债券方面，2025年上半年发债水泥企业基本为高等级央国企，与2024年同期类似，2025年二季度水泥企业发行利差较上年同期有所提升。

水泥企业财务表现

2024年以来受下游需求疲软影响，发债水泥企业经营业绩下降，经营获现能力有所下降，同时发债水泥企业通过压降财务杠杆控制财务成本；2025年一季度水泥价格较上年同期有所提升，同时煤炭价格下降带动生产成本下降，水泥企业盈利压力有所缓解，但2025年4月以来水泥价格持续下行，预计2025年水泥企业业绩仍将承压。

截至2025年7月21日，水泥企业尚有存续债的企业共16家，信用等级以AAA为主，合计11家；AA+合计4家，AA仅1家，基本为全国或区域内的主导水泥企业。从财务指标看（见表3），2024年以来，受下游需求不足导致的水泥价格走低影响，水泥企业净资产收益率较2023年进一步下行，部分区域水泥企业出现亏损，2025年一季度部分水泥企业继续亏损，发债企业平均净资产收益率为负。随着水泥价格持续在低位徘徊，经营获现能力有所下降，2024年发债水泥企业销售现金流动

表2 2025年上半年水泥企业信用债发行利率和利差情况

短期信用债券								
类别	指标	2025			2024			
		一季度	二季度	上半年	一季度	二季度	三季度	四季度
AAA	加权平均发行利率 (%)	1.87	1.88	1.87	2.55	1.97	2.07	2.01
	加权平均发行利差 (BP)	56.76	46.77	54.38	82.16	38.42	62.90	70.35
全样本	加权平均发行利率 (%)	1.87	1.88	1.87	2.75	2.00	2.08	2.00
	加权平均发行利差 (BP)	56.76	46.77	54.38	102.57	41.10	10.49	46.97
中长期信用债券								
类别	指标	2025			2024			
		一季度	二季度	上半年	一季度	二季度	三季度	四季度
AAA	加权平均发行利率 (%)	2.06	2.14	2.10	2.93	2.39	2.24	2.28
	加权平均发行利差 (BP)	55.32	61.47	58.46	56.63	39.41	44.18	79.18
全样本	加权平均发行利率 (%)	2.09	2.13	2.11	2.93	2.39	2.24	2.28
	加权平均发行利差 (BP)	57.48	61.52	59.58	56.63	39.41	44.18	89.57

注：债券样本不包括结构化产品及可转债
资料来源：Wind，联合资信整理

负债比有所下降。虽然水泥行业景气度不佳,但发债水泥企业仍在压降财务杠杆,资产负债率和带息债务/全部投入资本呈下行趋势,或出于压降财务成本考虑。

从不同信用级别的水泥企业看,AAA发债企业由于前期收并购以及近年的产能置换、产业链延伸以及技改环保等项目固定投资金额较大,整体债务杠杆偏高,对外部融资的依赖性相对较大。从净资产收益率来看,由于AAA水泥企业产能规模大,成本控制能力较强,抗风险能力较强,其整体表现好于AA水泥企业。

2025年一季度,下游房地产行业景气度较低,水泥需求亦呈收缩趋势,水泥价格在低位徘徊,但相比2024年同期有所增长,同时煤炭价格下行,水泥企业盈利压力有所缓解。但2025年4月以来,水泥价格持续下行,预计2025年半年度水泥企业业绩仍将承压。从发债水泥企业2025年一季度业绩看,16家样本企业净利润较上年同期有所好转,部分企业实现扭亏或减亏。

水泥企业债券到期情况

截至2025年7月18日,样本水泥企业1年内到期的

到期或回售的债券规模大,主要为高等级央企和国企,兑付风险较小。

截至2025年7月18日,样本水泥企业将于1年内行权和到期债券本金金额为423.05亿元,到期规模较大的发行人主要为高信用等级的央企和地方国企(见表4),整体偿债压力可控。

四、水泥行业信用风险展望

2025年以来,房地产行业投资规模继续下降,且降幅扩大,对水泥行业需求影响较大,基建投资规模仍保持净增长,但整体来看,水泥的需求端延续疲软态势,2025年1—6月全国水泥产量同比继续下降。受行业供给端错峰停产措施执行较好影响,2025年一季度水泥价格先降后升,叠加煤炭价格下降,一季度水泥行业企业盈利情况有所回升,亏损规模在缩减;但4月中旬以来,受煤炭价格继续下降及行业无序竞争加剧,水泥价格进入下行通道,水泥行业仍处低位运行。

表3 水泥样本企业主要财务指标情况

指标平均值		AA	AA+	AAA	发债企业
资产负债率 (%)	2023年底	59.32	46.18	51.93	50.95
	2024年底	55.03	44.74	50.72	49.49
	2025年3月底	53.73	43.81	51.38	49.63
净资产收益率 (%)	2023年	-14.38	2.51	2.80	1.65
	2024年	-2.82	1.13	1.40	1.07
	2025年3月	-13.12	0.23	-2.16	-2.25
带息债务/全部投入资本 (%)	2023年底	46.30	30.84	40.93	38.74
	2024年底	40.83	29.13	40.41	37.61
	2025年3月底	39.88	30.25	41.82	38.81
销售现金流动负债比 (%)	2023年	72.70	148.41	168.47	156.74
	2024年	62.49	121.28	134.81	126.38

注: 2025年1—3月的净资产收益率已年化
资料来源: Wind, 联合资信整理

展望2025年, 预计基建投资仍能保持一定强度, 但房地产行业受近年来房企拿地及新开工面积的持续下降, 以及销售持续下降带来的保交楼规模的减少等因素影响, 房地产开发投资仍难恢复, 水泥行业下游需求仍较弱, 全年水泥需求量仍将继续下降。供给端看, 目前行业主要通过控制生产调节水泥供给, 但错峰生产和自律停产均非强制性政策, 水泥企业执行情况存在较大差异, 预计2025年下半年, 如无有效措施监督行

业错峰停产及自律停产的有效实施, 水泥行业供需矛盾仍难解决, 水泥价格将缺乏支撑, 行业企业亏损情况短期内或将仍难好转。

债券市场方面, 水泥行业债券融资主体仍将以高信用等级的央企和国企为主, 水泥行业债券市场整体信用风险可控。2025年需要重点关注水泥行业发债企业受下游需求疲弱、区域市场行情波动、债务集中到期等因素对其效益和流动性等方面的影响。■

表4 截至2025年7月18日到期或回售金额较大的主体情况 (单位: 亿元)

企业名称	1年内到期或回售金额	企业性质	最新评级	评级展望
北京金隅集团股份有限公司	188.79	地方国企	AAA	稳定
中国建材股份有限公司	103.00	央企	AAA	稳定
红狮控股集团有限公司	49.80	民营企业	AAA	稳定
天山材料股份有限公司	20.00	央企	AAA	稳定
唐山冀东水泥股份有限公司	17.85	地方国企	AAA	稳定
江西万年青水泥股份有限公司	10.00	地方国企	AA+	稳定
合计	389.44	--	--	--

注: 上表中的到期或回售债券不含结构化产品及可转债, 可续期债券到期日按票面利率重置日计算
资料来源: Wind, 联合资信整理



我国国家资产负债表编制探索

文 | 联合资信 研究中心

一、国家资产负债表对宏观经济决策的重要性

根据《中国国民经济核算体系（2016）》的定义，国家资产负债表核算旨在对我国常住单位的经济资产与负债存量及其变动情况进行系统核算。该核算不仅能够反映某一特定时点各机构部门及经济总体所拥有的资产、负债总量与结构特征，还能清晰呈现从期初至期末的动态变化过程。

2008年国际金融危机后，资产负债表分析法（Balance Sheet Approach）逐渐兴起，成为研究金融危机的重要理论流派。作为该方法的核心应用工具，国家资产负债表能够系统反映某一特定时点上政府、居民、企业、金融机构等机构部门的资产负债总量、分布特征与结构关系，是摸清国家“家底”、揭示系统性风险、服务政府宏观治理的重要手段。

当前我国经济已从高速增长阶段转向高质量发展阶段，在此背景下，编制国家资产负债表的重要性愈发凸显：其不仅能在更大范围内实现对各经济部门风险的量化测量、精准判定与动态管理，还能科学衡量各部门发展水平，为经济健康平稳运行提供基础数据支撑与决策参考，成为新时代经济治理中亟待关注的核心议题。

补充完善宏观经济运行分析

由于国家资产负债表编制较为复杂，当前编制并对外公布国家资产负债表的国家较少。目前，国际上分析一个国家的经济发展水平通用的指标是GDP（国内

生产总值）及其增速，分析一个国家的债务水平的指标是债务占GDP的比例。由于每个国家均会对GDP及国家债务进行统计，所以这两个指标具有易获取且易计算的优点。但是这两个指标也有两个明显的缺点：一是存量资产反应不足，GDP属于流量指标，只能反应一国的财富当期增加值而不能反应国民经济财富累积值；二是GDP难以体现经济活动对资源的耗减程度，债务占GDP的比例也难以体现负债期限、种类、结构等特征。

从定义内涵来看，国家资产负债表是全面反映一个国家资产与负债总量及结构的核心核算表。作为分析宏观经济运行、识别与防范系统性风险、维护金融稳定的重要工具，其以资产和负债的存量分析为核心，开创性地提供了从企业、居民等主体视角剖析宏观经济的全新维度。这一核算方式与国内生产总值（GDP）等传统流量分析形成互补，更能深入透视国家经济增长的“累积效应”，为经济决策提供多维度的量化依据。

优化部门间的资源配置

国家资产负债表采用分部门核算资产负债的方法，不仅能够立体呈现经济总体及各部门的资产配置格局，更能深度解构主要经济活动间的联动关系与债权债务网络。这种核算模式通过对各部门资产负债的穿透式计量，形成覆盖国民经济全领域的分析框架，可辅助研判经济运行的结构性特征与潜在风险点，为国家层面优化资产负债结构、调整部门经济布局提供

量化决策支撑。从实践价值看,该核算体系能够引导资源要素跨部门高效配置,助力构建更具韧性的经济结构,为高质量发展注入持续动能。

综上所述,国家资产负债表是以资产与负债的总存量为核算对象的重要工具。通过这一核算体系,既能清晰掌握经济总体及各经济部门的资产负债规模,又能与GDP等流量指标形成有效互补。这种互补机制能够更全面、立体地衡量国家经济发展状况,为政策制定者提供多维度、深层次的决策依据,助力其更精准地把握经济运行脉络并制定科学合理的政策。

二、国际国家资产负债表的编制标准

国际上国家资产负债表的编制进程

关于国家资产负债表的学术探索,学界普遍认为其研究发端于美国学者F.G.Dickinson与Franzy Eakin。1936年,他们首次提出将企业资产负债表的编制技术及分析范式引入国民经济核算领域,这一开创性构想为国家资产负债核算奠定了理论基础。直至20世纪60年代,资产负债核算逐步演进为成熟的宏观经济核算体系。作为该领域的奠基者,美国学者Raymond Goldsmith系统构建了国家资产负债表的编制方法论,并开展实证实践——他主持编制了美国多个年份的综合及分部门资产负债表,通过量化分析揭示了美国金融深化的演进轨迹,其研究成果为宏观资产负债核算提供了重要范式参考。在此之后,国家资产负债表的理论研究与编制实践在全球范围内广泛兴起,逐步成为各国把握经济家底、监测系统性风险的核心分析工具。

1953年,联合国首次发布《国民账户体系和辅助表》,标志着国民经济核算体系的正式建立,但当时体系不够完善,主要侧重于国民收入和生产账户。1968年,联合国再次发布《国民账户体系》(A System of National Accounts, SNA),形成了初步完整的国民

经济核算体系,并正式将国家资产负债表纳入到国民经济核算体系中。2008年,联合国与国际货币基金组织等机构根据新的需求和条件又对国民账户体系进行了修订,发布了《国民账户体系(2008)》,对各经济部门的分类认定与国家资产负债表项目进行了进一步规范,提高了国家资产负债表的国际可比性,奠定了国家资产负债表在国民经济核算体系中的重要地位。2025年3月,第56届联合国统计委员会会议审议通过了2025年SNA,并建议在2030年左右正式实施。

截至目前,《国民账户体系(2008)》仍是国际社会编制国家资产负债表的主流标准。

联合国《国民账户体系(2008)》中国家资产负债表的结构

构成体系上,按照《国民账户体系(2008)》国家资产负债表主要包含期初资产负债表、期末资产负债表以及资产负债变化账户。核算方法上,按照资产负债表编制日的价格进行估价。机构划分上,《国民账户体系(2008)》将经济体划为5个互不包容的机构部门,即非金融公司、金融公司、一般政府(包含社会保障基金)、住户以及为住户服务的非营利机构(NPISH)。此外,常住在国外的机构单位合在一起组成国外部门,国民账户体系不要求就发生在国外的经济活动编制账户,但是为了全面核算常住单位的经济行为,常住单位和非常住单位之间的所有交易必须予以记录。常住单位和非常住单位之间的交易可以合并为一个账户,即国外账户(见图1)。

记账原则上,记录一项活动对所有单位、所有部门的影响,以四式记账原则为基础,因为大多数交易都会涉及两个机构单位,每项此类交易都必须由交易双方分别记录两次。例如,由政府部门向住户单位支付的现金社会福利,在政府账户中,要作为使用列在有关的转移项下,同时作为资产的负获利列在通货和存款项下;在住户账户中,要作为来源列在转移项下,同时作

为资产的获得列在通货和存款项下。即使账户中并没有显示出部门间“从谁到谁”的详细关系，四式记账原则也同样适用。

三、我国国家资产负债表的现状

根据联合国等五大国际组织发布的《国民账户体系(2008)》，美国、德国、英国、法国、加拿大、澳大利亚等国编制了国家资产负债表，普遍认为资产负债表的功能作用不仅局限于传统的统计与核算，还具有较强的宏观经济分析和管理功能。党的十八届三中全会对国家资产负债表编制提出了新的要求，2024年二十届三中全会再次提出“探索实行国家宏观资产负债表管理”，我国对国家宏观资产负债表的探索逐步加速。

我国国家资产负债表编制进程

根据我国国民经济核算体系的演变，我国国家资产负债表的编制进程可以分为三个阶段：第一阶段（1992—1999年），理论探索与试编起步期。这一时期，我国国民经济核算体系从“物质产品平衡表体系(MPS)”向“国民账户体系(SNA)转轨”，随着国民账户体系的引入，国家资产负债表的理论与试编工作逐步启动。1997年，国家统计局国民经济核算司出版了《中国资产负债表编制方法》，首次系统阐述了国家资产负债表的编制框架、内容和计算方法等问题，为后续实践奠定了基础理论支撑。

第二阶段（2000—2012年），规范完善与发展滞缓期。2002年，国家统计局发布了《中国国民经济核算体系(2002)》对国家资产负债表的表式等进行了说明；2007年国家统计局国民经济核算司进一步完善了《中国资产负债表编制方法(2007)》，针对1997版中的模糊条款进行细化澄清，但整体框架未发生实质性调整。受限于统计基础资料的匮乏，这一时期我国对外公布的资产负债信息极为有限，学术领域的相关研究也未能深入展开，编制工作处于相对缓慢的发展阶段。

第三阶段（2013年至今），制度革新与加速推进期。2013年党的十八届三中全会对国家资产负债表编制提出新要求后，各试点地区率先开展地方层面资产负债表的试编工作。2017年7月国家统计局对原有的《中国国民经济核算体系(2002)》进行了系统地修订，发布了《中国国民经济核算体系(2016)》，实现与《国民账户体系(2008)》等国际标准接轨，成为我国当前编制国家资产负债表的最新依据标准。自2017年起，统计局开始每年编制我国的国家资产负债表，但相关编制过程与结果尚未对外公开。

我国国家资产负债表的结构

构成体系上，根据《中国国民经济核算体系(2016)》，我国的资产负债表包括期初资产负债表、资产负债交易变化表、资产负债其他变化表和期末资产负债表。其中期初和期末资产负债表，记录机构部门及经济总体的资产负债存量；资产负债交易变化表和其他变化表，记录各机构部门及经济总体的资产负债变化量。四张表之间的关系是：

期末资产(负债)存量=期初资产(负债)存量+资产(负债)交易变化+资产(负债)其他变化。

资产负债表各表均采用交易项目×部门的矩阵结构。主栏按资产和负债项目分列，主要包括三个部分：一是资产，包括非金融资产与金融资产，具体看，非金融资产主要包括固定资产、存货等，其中固定资产包括住

图1 《国民账户体系(2008)》体系中期初(末)资产负债表结构(部分)

资产的存量和变化量		非金融公司	金融公司	一般政府	住户	非营利组织	经济总体	国外	货物和服务	合计
期初资产	非金融资产	2151	93	789	1429	159	4621			4621
资产负债	非金融资产	1274	67	497	856	124	2818			2818
表	固定资产	1226	52	467	713	121	2579			2579

数据来源：《国民账户体系(2008)》，联合资信整理

宅、其他建筑和构筑物、机器设备、培育性生物资产、知识产权产品等；金融资产包括通货、存款、贷款、股权和投资基金份额、债务性证券、保险准备金和社保基金权益、金融衍生品、国际储备等；二是负债，即金融负债，构成内容与金融资产相同；三是资产净值，为资产总额与负债总额相抵后的余额。宾栏按机构部门分列。

核算方法上，国家资产负债表核算原则上按编表时的市场价格估价。但是不同类型的资产在进行具体核算时，可以灵活采取对应的核算方法，例如固定资产通常采用永续盘存法进行估价，存货按编制资产负债表时点的市场价格进行估价。记账原则上，以四式记账原则为基础。

编制方法上，我国国家资产负债表以直接法为主，间接法为辅。其中直接法指搜集现有会计、统计和部门行政记录资料，以获得相关资产和负债总量及结构数据，直接编制资产负债表的方法。例如，非金融资产主要根据法人单位的资产负债表、部门行政记录、住户调查、房地产市场交易情况等资料核算。间接法主要根据有关流量或存量数据，间接推算出期末存量。

机构划分上，我国资产负债表将常住机构单位划分为五个机构部门，即非金融企业部门、金融机构部

门、广义政府部门¹、为住户服务的非营利机构部门²和住户部门。此外，与我国常住机构发生交易的非常住机构组成国外部门，与我国经济总体相对应。

整体上看，在充分考虑我国国情的基础上，我国资产负债表也是参照联合国的《国民账户体系（2008）》编制的，我国资产负债表的基本表式和核算方法与国际标准基本一致（见表1和图2）。

国家资产负债表编制中的难点

国家资产负债表的编制工作涉及面广、技术要求高、实施难度大，在实际编制过程中，面临着不少挑战和困难，是拖累国家资产负债表迟迟未能成熟的主要因素。

2024年二十届三中全会发布的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》提出：“探索实行国家宏观资产负债表管理。”或将有效推动我国国家资产负债表编制工作的进程。

1. 数据获取难

根据国家资产负债表的结构，资产负责的核算要对政府部门、企业部门以及居民部门进行全部覆盖。但从实际情况看，企业部门的核算基础较好，但是在

表1 《中国国民经济核算体系》与《国民账户体系》对比

项目	《中国国民经济核算体系（2016）》	《国民账户体系（2008）》
构成	期初资产负债表、资产负债交易变化表、资产负债其他变化表和期末资产负债表	期初资产负债表、资产负债变化表和期末资产负债表
核算方法	编表时的市场价格	编表时的市场价格
机构划分	非金融企业部门、金融机构部门、广义政府部门、为住户服务的非营利机构部门和住户部门	非金融公司、金融公司、一般政府（包含社会保障基金）、住户以及为住户服务的非营利机构（NPISH）
记账原则	以四式记账原则为基础	以四式记账原则为基础

数据来源：《中国国民经济核算体系（2016）》，《国民账户体系（2008）》，联合资信整理

¹ 广义政府机构指在设定区域内对其他机构单位拥有立法、司法或行政权的法律实体及其附属单位，主要包括各级党政机关、群众团体、事业单位、基层群众自治组织等。

² 为住户服务的非营利机构是指从事非市场性生产、为住户提供服务、其资金主要来源于会员会费和社会捐赠且不受政府直接管理的非营利机构，例如宗教组织以及公众、企业、政府机构、非常住单位等以现金或实物提供资助的慈善、救济和援助组织等。

国家资产负债表核算中如何获取这些企业的真实数据, 尚需考量; 从政府部门发布的资料看目前的核算机制主要是以收支为重点, 可能并不具备完备的资产负债记录; 居民部门分布较散, 获取其资产负债情况, 更是需要从零开始。

2. 资产识别困难

国家资产负债表应包含哪些科目, 以及科目该如何定义, 这是各国在编制国家资产负债表时普遍存在的问题, 例如, 文物资产、国防资产、地下资源等要不要纳入资产范畴。此外, 对于非金融资产的产权需要进行清晰的界定, 以便不重不漏, 纳入对应部门的资产核算之中。

此外, 按照国家资产负债表的编制要求, 负债需与资产形成“镜像关系”, 例如, 政府发行的国债对应持有者的金融资产, 企业贷款对应银行的债权资产。这种对称性要求倒逼资产负债表的编制过程中需精准匹配债权债务关系, 这无疑增加了国家资产负债表的编制难度。

3. 资产估价困难

与GDP核算主要以当期交易为基础不同, 资产负



债表核算的对象大部分是跨期持有甚至长期持有。为此, 要确定特定时点上的资产价值, 除了要弄清楚“量”之外, 还必须要对其进行合理的估价。但是一方面, 许多资产并无可参考的价格, 例如机场、铁路等; 另一方面, 以编制时市场价值对资产进行估价, 可能并不能客观的反应资产负债的真实情况, 例如房地产行业, 在房价高企的年份可能会造成资产端的虚高。因此, 如何以恰当的价格对资产进行合理估值, 也是国家资产负债表编制过程中一大难题。

图2 我国国家期初(末)资产负债表的结构

交易项目	机构部门	非金融企业部门	金融机构部门	广义政府部门	NPISH部门	住户部门	经济总体	国外
1. 资产								
非金融资产								
生产资产								
固定资产								
住宅								
其他建筑和构筑物								
机器和设备								
培育性生物资源								
知识产权产品								
存货								
贵重物品								
非生产资产								
金融资产								
通货								
存款								
贷款								
股权和投资基金份额								
债务性证券								
保险准备金和社会保险基金权益								
金融衍生品和雇员股票期权								
国际储备								
其他								
2. 负债								
通货								
存款								
贷款								
股权和投资基金份额								
债务性证券								
保险准备金和社会保险基金权益								
金融衍生品和雇员股票期权								
国际储备								
其他								
3. 资产净值								

数据来源:《中国国民经济核算体系(2016)》, 联合资信整理

四、不同经济体的国家资产负债表的对比

依据联合国等五大国际组织联合发布的《国民账户体系(2008)》, 美国、英国、日本等国家已陆续开展国家资产负债表的编制工作, 并将相关成果对外公开披露。这些国家的报表编制格式与《国民账户体系(2008)》标准高度契合, 在账户结构设计、资产负债分类、估值方法应用等方面积累了成熟经验。通过深入对比分析其国家资产负债表的编制实践, 能够为我国国家资产负债表的编制工作提供多维度的借鉴参考, 助力我国在报表体系构建、数据统计规范、信息披露机制等方面实现优化升级(见表2)。

表2 不同国家的国家资产负债表结构对比

项目	中国	美国	日本	英国
编制部门	中国统计局	美国经济分析局和美联储共同编制	日本内阁府经济社会研究所	英国统计局
编制依据	《中国国民经济核算体系（2016）》《中国资产负债表编制方法》	《国民账户体系（2008）》	《国民账户体系（2008）》	《国民账户体系（2008）》《欧盟国民账户体系2010标准》
机构部门分类	分为五个部门：非金融企业部门、金融机构部门、广义政府部门、为住户服务的非盈利机构部门、住户部门	分为六个部门：居民和非盈利组织、为住户服务的非盈利机构部门、非金融公司部门、金融部门、联邦政府、州和地方政府	分为五个部门：非金融企业部门、金融机构部门、广义政府部门、为住户服务的非盈利机构部门、住户部门	分为六个部门：非金融部门（公共非金融部门和私人非金融部门）、金融部门、广义政府部门（中央政府和地方政府）、住户、为住户提供服务的非营利机构、公共部门
是否设置海外部门	是	是	否	是
资产分类	包括了贵重物品；自然资源资产仅包括了培育性生物资源，其他自然资源，如土地、矿产、林木和水等只纳入了国民经济核算中的扩展核算之中	不仅将自然资源全部纳入国家资产负债表中，还将各类资源按照不同的类型、不同的国内区域进行核算和披露	包括土地、矿产、非培育性生物资源	不包括贵重物品（仅在《蓝皮书》中提到这一项内容）；自然资源仅列示了土地资源
报表体系	包括期初资产负债表、资产负债交易变化表、资产负债其他变化表和期末资产负债表共计四张表	包括流量账户、累积账户和资产负债表	包括期初资产负债表和期末资产负债表	分部门披露的资产负债表体系，共计13张表
计价方式	原则上按编表时点的市场价格估价			
发布频率	尚未对外公布	季度	年度	年度

数据来源：《中国国民经济核算体系（2016）》，新闻资讯，联合资信整理

表3 四种资产负债表的对比

项 目	国家资产负债表	政府资产负债表	央行资产负债表	企业资产负债表
核算内容	一定时点上经济资产负债的存量核算			
记账原则	由复式记账衍生的四式记账法			复式记账法
编制目的	揭示特定时点上一个国家或地区资产和负债的总量、分布和结构，以摸清整个国家的“家底”，揭示风险，服务政府管理	反映的是政府部门在特定时点上的全部资产负债情况，是政府的“家底”，用来衡量政府可调配的资源、公共管理活动的成效、风险状况和抗风险能力等	反映的是中央银行的资金来源和资金运用，体现一国金融资产的基本配置状况。是进一步实施货币政策的基础，决定了央行开展政策操作的空间	供企业、行政、事业等单位的财务信息，包括其在某一特定时点所拥有或控制的经济资源、所承担的现时义务和所有者对净资产的要求权
核算主体	整个经济整体和机构部门	政府部门	中央银行	单个的机构单位
核算标准	统计局颁发的《中国国民经济核算体系2016》	财政部发布的《政府会计准则第9号—财务报表编制和列报》	国际货币基金组织编写的《货币与金融统计手册》	财政部颁布的《会计准则》
计价方法	按照编表时的市场价格计价，对缺乏市场价值资料的资产负债项目进行重估价			采用资产和负债发生时的实际成本计价

数据来源：《中国国民经济核算体系（2016）》《政府会计准则第9号—财务报表编制和列报》《货币与金融统计手册》《会计准则》，联合资信整理

五、国家资产负债表与其他资产负债表的区别与联系

虽然国家、政府、央行和企业资产负债表的编制主体和概念不同，但都源于企业资产负债表。在某些语境

下，国家与政府两个概念常常混同，从国际上的编制经验上看，在国家资产负债表的编制工作中，作为国家管理者的政府机构更是起着主导作用，因此常常有人将国家、政府和央行资产负债表的概念混淆，但其实他们在编制目的、编制主体、编制标准等方面均有所不同（见表3）。■

出口拉动经济向好, 工业产品价格探底

——宏观信用观察半年报

文 | 联合资信 研究中心

一、宏观经济与行业运行情况

2025年上半年, 随着消费及专项债等宏观政策协同发力、新质生产力加快培育、出口市场抢抓窗口期, 市场需求稳步回暖。就业形势总体稳定, 国民经济延续回升向好态势, 但二季度受政策边际效益递减、工业品价格降幅扩大等影响, 经济增长动力略显疲态。经初步核算, 上半年我国GDP为66.05万亿元, 按不变价格计算, 同比增长5.3%。其中, 二季度GDP当季同比增长5.2%, 较一季度放缓0.2个百分点(见图1)。

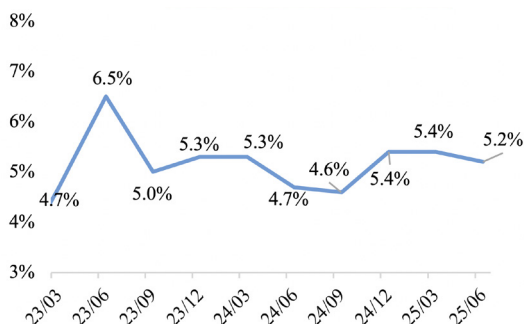
展望下半年, 外需不确定性及内需内生动力缺失仍是经济运行压力的来源所在。外需方面, 中美贸易摩擦为支撑上半年经济走势的出口带来最大不确定性, 当前全球贸易格局重塑正处于多方博弈状态, 特朗普关税政策若如期落地将对出口形成较强冲击, 且不排除其他贸易壁垒政策的出台加深影响。内需方面, 一是房地产市

场止跌回稳的基础仍不牢固, 前期资产减值损失造成企业及居民部门资产负债表缩水, 从底层影响自主消费意愿; 二是投资及消费增长仍需增量政策呵护, 当前专项债靠前发力到形成实物工作量之间的堵点在于合格有效项目缺失, 加之财政靠前发力已有所透支, 若下半年没有新的增量措施, 投资增速将面临一定限制; 三是“反内卷”等相关政策若能有效淘汰落后产能, 抑制价格继续下探, 将能维护企业利润, 进而提高居民收入预期及消费需求, 形成有效内需正循环。总体来看, 随着基数的升高, 三、四季度增速较二季度或将有所回落, 当前经济压力因素仍较多, 经济增长仍需持续性的扩内需、促消费、稳楼市以及“反内卷”等宏观政策呵护。

生产端：工业较快增长，政策驱动削弱季节性波动

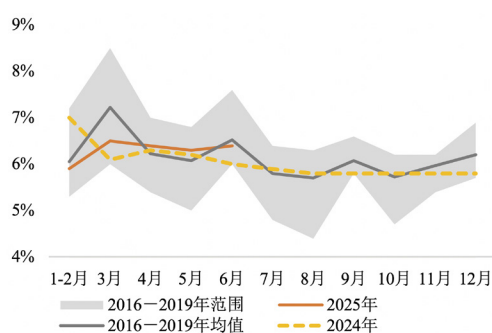
2025年上半年, 全国规模以上工业增加值同比增长6.4%, 与一季度增速(6.5%)基本持平(见图2)。其

图1 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

图2 工业增加值当月同比增速



数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

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

2025年上半年, 服务业生产指数累计同比增长5.9%, 较一季度(5.8%)增加0.1个百分点(见图3)。服务业增加值累计同比增长5.5%, 从主要行业来看, 受益于人工智能大模型、人形机器人、量子通信等新质生产力蓬勃发展, 带动信息技术、租赁和商务服务等现代服务业快速发展; 清明和“五一”假期旅游经济及240小时过境免签政策等带动住宿和餐饮增长, 补贴政策持续支撑耐用电子产品销售, 但总体看交通运输、批发零售以及住宿和餐饮增速较疫情前均值仍旧略显疲弱。

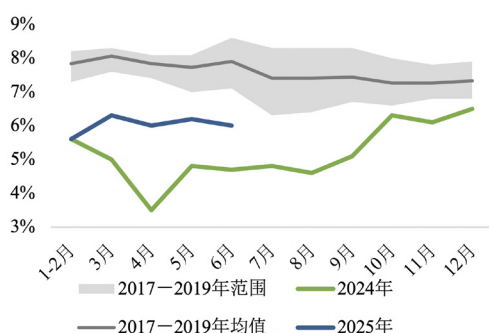
需求端：投资消费增速回落，出口维持高位

受房地产、基建投资拖累以及物价影响，固定资产投资增速二季度回落，制造业增长趋势放缓，但仍是投资端主要拉动项。2025年上半年，全国固定资产投资

完成额24.87万亿元，同比增长2.8%，增速比去年同期回落1.1个百分点；扣除相关物价影响，固定资产投资实际增长5.3%，增速比去年同期回落0.3个百分点，回落幅度较考虑物价影响前收窄；扣除房地产开发投资，全国固定资产投资增长6.6%（见图4）。

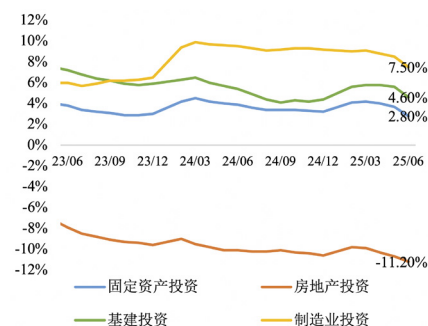
政策呵护下一季度房地产市场止跌，但二季度下行压力再现，库存去化仍是未来主线任务，全面止跌回稳仍待时日。上半年房地产开发投资同比下降11.2%，较一季度-9.9%进一步下探，整体呈现“一季度止跌，二季度下行压力再现”的局面，对固定资产投资造成拖累。尽管去年四季度以来，中央强调要推动房地产止跌回稳，相关部门制定了一系列政策，包括改善房地产投资，加大城市老旧小区改造，加大保障房建设力度，对房地产企业提出“白名单”制度，给予金融贷款支持，强调“优化存量商品房收购政策”等，“好城市+好房子”表现出较强韧性，但市场全面企稳仍需时间。逐月看，2025年上半年新开工面积及竣工面积企稳回升，6月当月同比增速分别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

图3 服务业生产指数当月同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4 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

本收益倒挂或利润空间过窄等问题，政策落地仍需进一步机制优化设计。

多因素共同作用，导致基建投资高位回落。上半年基建投资（不含电力）同比增长4.6%，较一季度5.8%回落1.2个百分点。基建投资增速在二季度逐月放缓，主要受以下几方面因素影响：一是专项债使用范围扩大，部分新增专项债资金被用于化解地方政府隐性债务、偿还企业欠款或土地收储，而非直接投入基建项目，削弱了对实物工作量的拉动；二是地方政府偏公益类基建项目储备进度偏慢，新增项目审批趋严，导致短期落地量减少；三是钢材、水泥等价格持续走低，虽降低建设成本，但名义投资额增速受压制。此外，6月部分地区遭遇强降雨和高温天气，亦导致部分基建项目进度延迟。

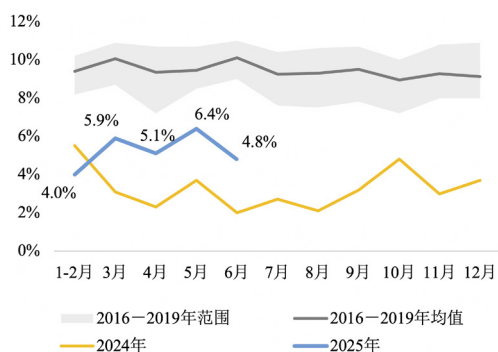
制造业投资边际增速放缓，内卷式竞争压制投资需求。上半年制造业投资增长7.5%，虽较一季度回落2.0个百分点，但仍是固定资产投资增长主要拉动项。一方面，得益于2024年大力推进“两新”政策，以设备工器具购置为主的制造业投资快速高增，但随着政策持续时间拉长，边际增长效率放缓；一方面，下半年特朗普关税政策仍旧是重要的关切点，企业对待扩大投资持有观望态度。从制造业内部看，内卷式竞争导致

主要工业品价格下跌，企业盈利受损亦压制了企业投资需求，制造业投资名义增速放缓。

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

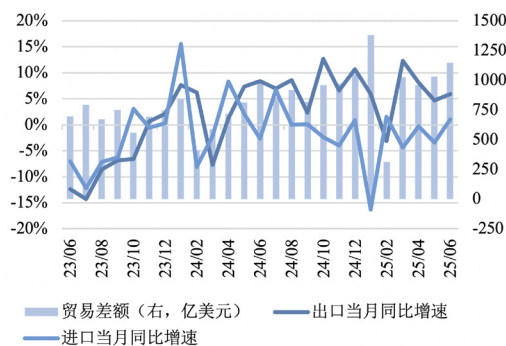
关税政策不确定性下，“抢出口”效应带动贸易差额维持高位，出口产品结构亦有所调整。2025年上半年，货物进出口总额21.79万亿元，同比增长2.9%。其中，出口13.00万亿元，增长7.2%；进口8.79万亿元，下降2.7%，中美关税暂缓期企业“抢出口”效应明显（见图6）。逐月看，2024年下半年至今，出口同比增速及贸易差额维持高位，预计直至90天关税缓冲期前，“抢出口”效应将持续。同时，出口产品结构亦有一定调整，传统工业品占比缩量同时高技术产品占比提升。一方面，集成电路、汽车和汽车底盘出口金额占比逐年提

图5 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

图6 进出口当月同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

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

价格：CPI低位运行，三因素致使PPI降幅扩大

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

“需求不足+成本下行+产能过剩”三因素拖累PPI降幅大幅走阔。2025年上半年,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下降2.8%,6月跌幅扩大至-3.6%,创2023年8月以来新低。当前PPI下跌主因是“需求不足+成本下行+产能过剩”,具体看:需求不足方面,除持续存在的地产投资低迷因素外,美国加征关税导致钢铁(-10.3%)、纺织(-2.3%)等出口依赖型传统工业品行业订单减少,部分企业“以价换量”,进一步压低出厂价格;成本下行方面,受国际油价等大宗商品价格下跌影响,燃料加工及石油开采PPI分项同比跌幅均超-9%;产能过剩方面,钢铁、煤炭等行业仍存

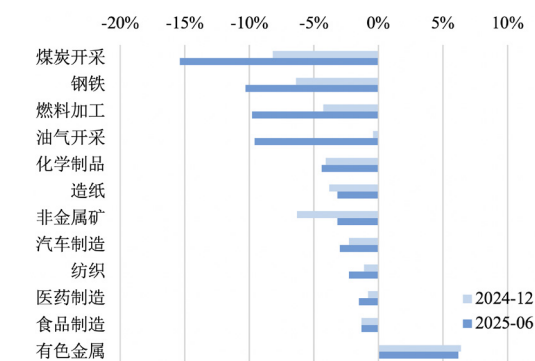
在结构性过剩,尽管部分落后产能已淘汰,但整体供给仍高于需求,导致价格战频发,年中以来“反内卷”政策陆续铺开,推动部分钢厂限产、煤炭低效产能淘汰,但政策执行力度及效果将直接影响下半年产品价格(见图7)。

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

就业：就业形势平稳，稳岗政策持续发力

2025年上半年,全国城镇调查失业率平均值为5.2%,整体较2023年上半年有所下降,并与去年同期基本持平(见图8)。虽然调查显示当前失业率处于平稳状态,但国际经济形势和贸易格局动荡,内需自生动力仍显不足,“以价换量”竞争压缩企业盈利空间,加之经济转型阵痛期产业结构调整导致就业人员技能错配等问题,国内就业形势仍旧严峻。与此同时,失业保险支出力度加大,稳岗政策持续发力。2025年4月,

图7 主要行业PPI累计同比增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

人力资源社会保障部、财政部、税务总局下发《关于延续实施失业保险稳岗惠民政策措施的通知》(人社部发〔2025〕18号),延续实施稳岗返还、实施技能提升补贴等一系列稳岗政策,以充分发挥失业保险功能作用,兜牢失业保障底线。2025年1—6月,失业保险支出942.8亿元,同比增长27.0%,较上年同期增加13.0个百分点,主要用于稳岗返还、失业金发放、技能培训补贴等,失业保险支出力度扩大。

财政：财政收入增长乏力，中央加杠杆保证支出强度

2025年上半年,全国一般公共预算收入11.56万亿元,同比下降0.3%,其中,税收收入占比降至80.4%,较上年同期进一步下降0.8个百分点;中央收入下降2.8%,主要受企业所得税减少、出口退税规模增加等因素影响;地方本级收入增长1.6%。受外部环境变化带来的不利影响加深,我国经济运行仍面临不少困难和挑战,财政收入增长仍显乏力,财政收支平衡压力加大。2025年上半年,全国一般公共预算支出14.1万亿元,同比增长3.4%,其中,中央本级支出增长9.0%,地方支出增长2.6%,财政政策逆周期调节作用突显。2025年,财政目标赤字率安排较上年提高1个百分点至4%左右,赤字规模5.66万亿元(同比增加1.60万亿

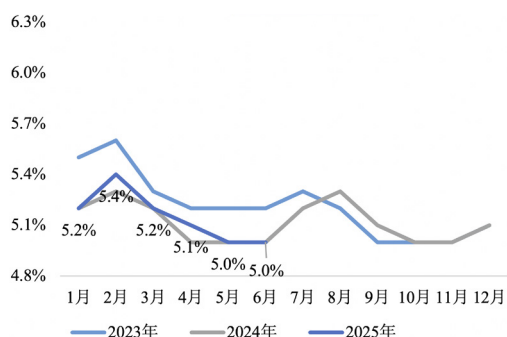
元),其中中央财政赤字4.86万亿元、地方财政赤字0.80万亿元,多增部分主要由中央财政承担;同时,为增强地方财力、兜牢“三保”底线,中央对地方转移支付安排10.34万亿元,同口径增长8.4%。为保障经济平稳运行,财政政策支持责任更向中央转移,中央加杠杆意图明显(见图9)。

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

二、宏观信用环境

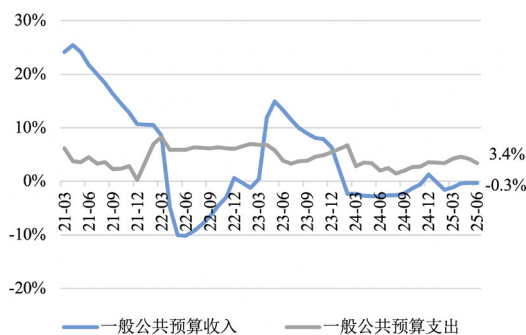
2025年上半年,为应对潜在关税冲击的外部压力,同时为有效提振国内需求、推动物价实现温和回升,货币政策保持适度宽松基调。结合国内外经济金融形势变化,央行加快利率体制改革、畅通利率传导、降低实体经济融资成本,创设新结构性货币政策工具,加大力度维持资本市场稳定。为防止债市利率过快下行进而催生市场一致性预期,央行自1月起暂停公开

图8 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图9 一般公共预算收支累计同比增长情况



数据来源：Wind，联合资信整理

市场国债买入,抑制市场波动。3月MLF净投放重启,采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作,不再有统一的中标利率。5月7日央行等三部委联合发布“一揽子金融支持政策”,全面降准0.5个百分点,向市场提供长期流动性约1万亿元;7天OMO利率降低10BP至1.4%,带动当月LPR同步下调,1年期、5年期以上LPR分别降至3.0%和3.5%;设立5000亿元服务消费与养老再贷款;科技创新和设备更新再贷款由5000亿元扩容到8000亿元;增加支农支小再贷款额度3000亿元;支持资本市场的货币政策工具总额度8000亿元合并使用;创设科技创新债券风险分担工具;下调结构性货币政策工具利率0.25个百分点。6月,央行打破惯例两度提前公告并实施1.4万亿元买断式逆回购操作。

社融规模合理增长,科技创新债券发展迅速,信贷结构不断优化

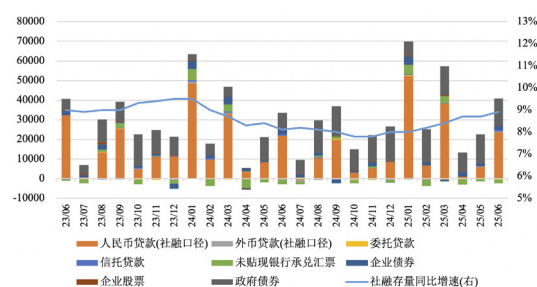
社会融资规模增量合理增长,较好满足实体经济资金需求。2025年上半年,社会融资规模增量为22.83万亿元,同比多增4.74万亿元(见图10)。一方面,积极的财政政策提前发力,金融体系强化配合,政府债券融资同比多增较多。上半年,政府债券净融资7.66万亿元,同比多增4.32万亿元。其中,国债净融资3.37万亿元,同比多增1.8万亿元;地方政府债券净融资4.29万亿元,同比多增2.52万亿元。另一方面,金融机构对实体经济的信贷支持力度稳固。上半年,金融机构对实体经济发放的人民币贷款增加12.74万亿元,同比多增2796亿元。今年积极的财政政策率先发力、靠前布局,金融体系同步强化协同配合,政府债券发行节奏较往年显著加快,特别是用于置换隐性债务的特殊再融资专项债发行较多。上半年,置换隐性债务的再融资专项债发行近1.8万亿元,接近全年额度的90%,地方城投相关企业的账面资金状况正持续改善修复。

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

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

信贷延续总量增长、结构优化趋势。2025年上半年,人民币各项贷款新增12.92万亿元,金融体系对实体经济的信贷支持力度持续保持在较高水平(见图11)。分部门看,住户贷款增加1.17万亿元,其中,短期贷款减少3亿元,中长期贷款增加1.17万亿元;企(事)业单位贷款增加11.57万亿元,其中,短期贷款增加4.3万亿元,中长期贷款增加7.17万亿元,票据融资减少464亿元;非银行业金融机构贷款增加331亿元。信贷结构上,新增贷款主要投向制造业、基础设施业以及“五篇大文章”等重点领域。6月末,制造业中长期贷款余额同比增长8.7%,上半年增加9207亿元;基础设施业中长期贷款

图10 社融存量增速和增量结构(亿元)



数据来源: 中国人民银行、Wind, 联合资信整理

余额同比增长7.4%，上半年增加2.18万亿元。

流动性呈现前紧后松趋势，实体经济融资成本显著下降

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

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

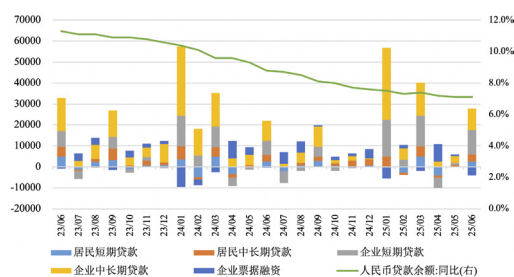
个人住房贷款利率下限、5年期以上LPR大幅下调及存量房贷利率再度统一下调约50BP等影响，当前新发放及存量按揭贷款利率二者利差逐步收窄。

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

三、宏观政策环境

2025年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，创新金融工具，维护金融市场稳定。加快预算内新增债券发行，适时适度降准降息，设置新结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸；大力发展服务消费，增强消费对经济增长的拉动作用；创新推出债券市场“科技板”，利用债券市场经济杠杆推动金融市场服务新质生产力发展。此外，面对外部风高浪急的关税冲突，始终坚持对等原则，一方面反击外部极限施压，一方面采取刺激消费、稳定外贸等对冲手段，取得了资本市场稳定、经济快速增长的良好开局。下阶段，宏观政策将持续推进扩内需、“反内卷”工作，采取多种举措稳外贸。

图11 金融机构人民币贷款存量增速和增量结构 (亿元)



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

制度创新赋能科技金融高质量发展

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

《方案》将科技企业流动资金贷款期限弹性上限延长至5年,同步配套“研发周期分期还贷”等灵活付息安排,有效缓解科技项目研发周期与信贷期限错配问题。整体来看,该《方案》通过制度创新重构科技金融生态,在提升金融资源配置效率的同时,通过金融制度创新激活科技创新要素,为科技创新重点领域和薄弱环节提供更加精准、优质、高效的金融保障。

统一统计制度助力金融“五篇大文章”发展

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

强化逆周期调控与产业部署应对外部冲击

4月25日,中共中央政治局召开会议,分析研究当

前经济形势和经济工作。会议对未来一个季度的经济工作做出明确指示,强调用好用足逆周期调控政策,加快构建房地产发展新模式,采取多种措施帮助受关税冲击的企业度过难关。今年一季度经济开局良好,GDP同比增长5.4%,为实现全年5.0%左右经济增长奠定基础。但进入4月以来,美国单方面发动针对全球的关税冲突,压低全球经济增速,威胁金融稳定。外面越是风高浪急,4月政治局会议更是突显中国应对变动的决心和勇气。会议强调了逆周期调控政策的重要性,提出要创设新的结构性货币政策工具,这进一步丰富了货币工具箱。一手抓财政和货币,一手抓产业发展。会议强调,要将房地产行业的恢复性发展作为加码加力方向,新质生产力要继续保持发展势头,多种举措帮助受困企业,从重点到突出再到扶持,形成梯队全面发展,应对外面冲击。

民营经济促进法以法治化建设护航高质量发展

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

债券市场“科技板”精准助力科技企业全周期融资

5月6日,央行联合证监会、科技部等部门创新推出债券市场“科技板”。当前,我国正加速构建多元化

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

货币政策加力对冲外部冲击稳内需

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

中美关税互减与机制建设共识推动经贸关系健康稳定发展

5月12日,中美双方发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》,达成多项积极共识。美方承诺取消对中国商品加征的共计91%的关税,修改对中国商品加征的34%的对等关税,其中24%的关税暂停加征90天,保留剩余10%的关税。相应地,中方取消对美国商品加征的共计91%的反制关税;针对美对等关税的34%反制关税,相应暂停其中24%的关税90天,剩余10%的关税予以保留。中方还相应暂停或取消对美国的非关税反制措施。双方一致同意建立中美经贸磋商机制,就经贸领域各自关切保持密切沟通,开展进一步磋商。此次双方在关税调整及后续协商机制方面的承诺,是中美经贸关系缓和与合作的重要一步。美国对部分中国商品加征关税的调整,以及中国相应的关税调整和非关税反制措施的暂停或取消,显示了双方在缓解贸易紧张局势上的积极姿态。这不仅有助于降低贸易成本,稳定双边贸易规模,还能为两国企业创造更可预期的市场环境。同时,建立持续协商机制,明确双方代表及磋商地点,体现了双方对长期经贸关系的重视与维护意愿,为未来进一步解决分歧、拓展合作提供了制度保障,这对于推动中美经贸关系健康稳定发展,以及促进全球经济稳定增长都具有积极意义。

纠治内卷式竞争修复汽车经销产业链利益分配

6月3日,全国工商联汽车经销商商会发布《关于反对“内卷式”竞争 促进汽车经销行业高质量发展的倡议》(以下简称《倡议》)提出,坚决抵制以“价格战”为主要形式的“内卷式”竞争行为。坚持以销定产,合理制定企业年度生产目标和经销商销售目标,不得向经销商转嫁库存、强迫经销商进车,切实降低经销商库存水平;纠治进销价格倒挂问题,及时向经销商返利,缩短经销商回款周期。当前汽车行业“价格战”竞争激烈,导致汽车经销商盈利暴跌,库存高企,现金流紧张,信用风险加剧。同时,“价格战”也可能导致



车企减少研发投入，产品质量下降，进而损害品牌形象。《倡议》的出台有助于打破汽车行业“低利润—低质量”的恶性循环，修复产业链利益分配，加速行业整合，推动汽车行业高质量发展。

科创板增设成长层并推六大改革提升科创企业融资能级

6月18日，证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》。一方面，设置科创板科创成长层，在科创成长层的定位、企业入层和调出条件、强化信息披露和风险揭示、增加投资者适当性管理等方面明确具体要求。另一方面，围绕增强优质科技型企业的制度包容性适应性，推出6项改革举措，主要包括：一是对于适用科创板第五套上市标准的企业，试点引入资深专业机构投资者制度。二是面向优质科技型企业试点IPO预先审阅机制，进一步提升证券交易所预沟通服务质效。三是扩大第五套标准适用

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

金融支持消费双举措设立再贷款并优化资本市场激发内需

6月24日，央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》（以下简称“《意见》”），从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。《意见》明确，设立服务消费与养老再贷款，额度5000亿元。健全投资和融资相协调的资本市场功能，推动中长期资金入市，促进资本市场稳定发展。此19项重点举措环环相扣，构建起一个全方位、多层次的金融支持体系，体现了政策的全面性和系统性，旨在通过金融手段全方位刺激消费市场。设立5000亿元服务消费与养老再贷款，为相关领域提供了有力的资金支持，有助于满足居民在服务消费和养老方面的金融需求。而对资本市场功能的完善布局，不仅为资本市场稳定发展注入动力，也为消费市场的长期繁荣提供了资金保障。这一政策的实施，有望在促进消费、稳定经济增长等方面发挥重要作用，为经济高质量发展提供有力支撑。///



创新突围与集采温和化下的医药制造行业

——2025年上半年行业观察及信用风险展望

文 | 联合资信 蒲雅修 邢霏雪

一、行业运行情况

截至2024年末,中国65岁以上人口持续增长,医药消费的基本盘仍然稳健。2024年,医药制造企业数量有所增加,但亏损企业占比有所上升,2025年1—5月,医药制造企业数量五年来首次出现下降,行业内分化程度加深。随着政策面逐渐趋稳,医药制造企业营业收入和利润总额同比基本维持稳定。医药制造企业持续加强创新研发投入,整体毛利率较高,应收账款周转效率有所下降,杠杆处于合理水平。

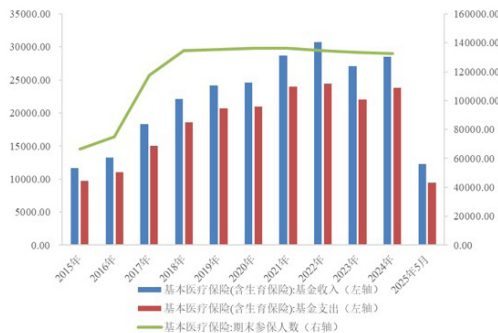
截至2024年底,中国65周岁以上人口已达2.2亿,较2023年底增长1.36%,人口老龄化趋势明显。随着新医保目录落地、医保支付方式进一步完善以及带量采购的制度化 and 常态化等多种政策的推行,医保收支结构逐步优化,控费成效显著。整体看,医药消费的基本

本盘仍然稳健(见图1)。2024年,医疗总诊疗人次101.1亿人次,较上年增长20.07%。

从企业数量来看(见图2),截至2024年底,中国医药制造企业合计9793家,较上年底增加381家;2024年亏损企业合计2682家,较上年底增加357家。截至2025年5月底,医药制造企业合计9791家,较上年底减少2家;亏损企业3262家,较2024年增加580家。2024年以来,医药制造企业数量增加较多,但亏损企业占比亦有所上升,进入2025年,医药制造企业数量近五年来首次出现下降,亏损企业仍保持较大数量,行业内分化程度持续加深。

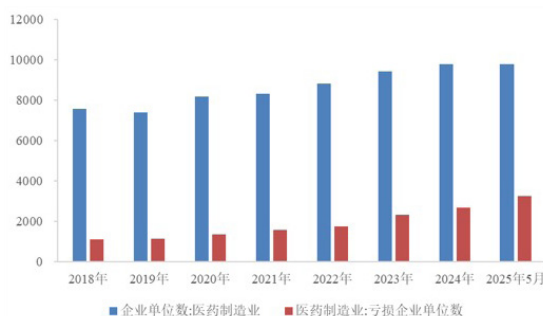
受医保控费、带量采购制度化和常态化等因素影响,近年来医药制造企业营业收入和利润总额出现小幅波动(见图3)。2024年,医药制造企业营业收入为25298.5亿元,利润总额为3420.7亿元,均同比变动不

图1 近年来基本医疗保险基金收入支出及参保人数情况
(单位:亿元、万人)



资料来源: Wind、联合资信整理

图2 近年来医药制造企业单位数及亏损企业单位数情况(单位:家)



资料来源: Wind、联合资信整理

大。2025年1—5月，医药制造企业营业收入为9947.9亿元，同比下降1.40%；利润总额为1353.20亿元，同比下降4.70%。随着政策面逐渐趋稳，医药制造企业营业收入同比基本维持稳定，利润总额略有下降。

从医药制造业的上市公司数据分析¹来看（见表1），在盈利能力方面，医药制造样本企业毛利率呈下降趋势，但仍属较高；医药制造样本企业销售费用率较为稳定。2022—2024年，除四川科伦药业股份有限公司

2024年销售费用率低于20%以外，其余头部企业销售费用率均大于20.00%（见表2），处于较高水平，对利润水平存在一定影响。2022—2024年，由于管理费用持续增长，而营业总收入波动下降，医药制造样本企业管理费用率持续增长。获现能力方面，2022—2024年，医药制造样本企业经营活动产生的现金流量净额持续下降。杠杆水平方面，医药制造行业资产负债率较低，财务结构较为稳健。营运能力方面，样本企业应收账款周转天数持续增长，应收账款账期有所拉长，或存在潜在坏账风险。商誉减值方面，2022—2024年，商誉占净资产的比重下持续下降；截至2025年3月底，商誉在净资产中的占比为4.28%，较2024年末有所提升。研发投入方面，样本企业研发费用占营业收入的比重波动上升，体现出中国医药制造企业对创新研发的持续重视（见表3）。

二、行业政策

医药行业是对政策敏感性较高的行业。近年来，中国已基本形成鼓励医药创新+提升医疗服务+优化医保

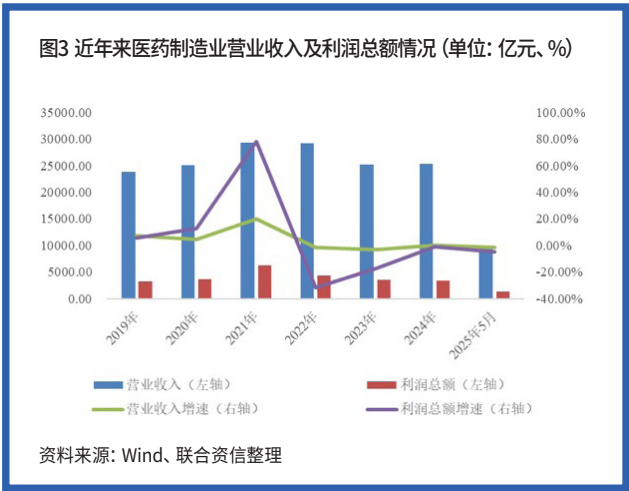


表1 医药制造样本企业盈利状况 (单位: 亿元、天、%)

项目	中国	美国	日本	英国
销售毛利率	55.86	54.92	53.15	52.82
销售费用率	23.96	24.32	23.13	22.21
管理费用率	19.30	22.84	22.99	26.03
研发费用率	10.49	12.77	12.23	/
经营活动现金流净额	1988.84	1817.43	1602.99	199.49
资产负债率	28.93	28.72	29.03	28.61
应收账款周转天数	80.35	97.59	110.09	134.32
商誉占净资产的比重	4.47	4.24	4.16	4.28

注: 1.表中经营活动现金流净额为样本企业经营活动现金流净额之和; 2.其余比值指标均为样本企业数据先求和后做商所得; 3.未获取2025年1—3月研发费用率数据
资料来源: Wind, 联合资信整理

¹ 取自 Wind 三级子行业生命科技Ⅲ、制药、生命科学工具和服务共 354 家上市公司相关财务数据。

支付的“三医联动”政策体系，同时积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。未来，创新能力强的头部企业，在政策支持背景下，发展空间较为乐观。

2022年以来，随着“十四五”规划的发布，我国医药行业的发展方向进一步明确，医保控费、医疗支付方式改革、集中带量采购、仿制药一致性评价等政策持续优化推进。“十四五”规划进一步鼓励医药创新研发，并提出发展高端制剂生产技术，提高产业化技术水平，并着力推动中医药的改革与发展（见表4）。

三、带量采购、医保目录谈判等政策实施影响分析

2018年以来，带量采购、医保目录谈判等政策实施使得药品价格降幅明显，同时涉及的药品种类和治疗领域也逐步完善。2024年，“全球新”类的创新药纳入医保目录的数量为历年最高，其谈判成功率超90%，远高于本次平均谈判成功率，对创新药纳入医保的支持进一步体现。2025年，国家第十一次集采规则继续优化，“反内卷”等四原则有助于推动行业良性竞争，促进



行业健康发展。此外，医保直接结算有望缩短医药企业回款周期，提升企业经营效率。

自2018年第一次带量采购竞标结果公示以来，中国已经历了10次集采，累计采购药品超过400种，主要覆盖了心脑血管疾病、呼吸道疾病、抗感染、肿瘤、精神疾病、糖尿病等常见病、慢性病用药。通过带量采

表2 2022—2024年医药制造业样本企业和头部企业销售费用率情况（单位：%）

时间	江苏恒瑞医药股份有限公司	四川科伦药业股份有限公司	上海复星医药（集团）股份有限公司	丽珠医药集团股份有限公司	医药制造业样本企业
2022年	34.54	24.78	20.87	30.78	23.96
2023年	33.20	20.74	23.46	28.95	24.32
2024年	29.79	16.01	21.14	27.55	23.13

资料来源：Wind，联合资信整理

表3 2022—2024年医药制造业样本企业和头部企业研发费用率情况（单位：%）

时间	江苏恒瑞医药股份有限公司	四川科伦药业股份有限公司	上海复星医药（集团）股份有限公司	丽珠医药集团股份有限公司	医药制造业样本企业
2022年	22.97	9.49	9.79	11.30	10.49
2023年	21.71	9.06	10.50	10.74	12.77
2024年	23.52	9.95	8.87	8.75	12.23

资料来源：Wind，联合资信整理

表4 近年来医药行业相关重要政策汇总

时间	法条	主要内容
2022年2月	《“十四五”医药工业发展规划》	强化关键核心技术攻关，推动创新产品研发、提高产业化技术水平。围绕核心装备，重点提升高端制剂生产技术，重点开发具有高选择性、长效缓控释等特点的复杂制剂技术。
2022年3月	《国务院办公厅关于印发“十四五”中药发展规划的通知》	建设优质高效中医药服务体系，提升中医药健康服务能力，建设高素质中医药人才队伍，建设高水平中医药传承保护与科技创新体系，推动中药产业高质量发展，发展中医药健康服务业，推动中医药文化繁荣发展，加快中医药开放发展，深化中医药领域改革以及强化中医药发展支撑保障，并安排了11类共44项重大工程项目
2022年4月	《关于做好支付方式管理子系统DRG/DIP功能模块使用衔接工作的通知》	2022年4月开始选择部分省级医保信息平台进行测试，2022年6月底选择部分新开展DRG/DIP支付方式改革地区试用全国统一医保信息平台DRG/DIP功能模块，力争2022年11月底前实现DRG/DIP功能模块在全国落地应用
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	基本药物数量从520种增加到685种；药品集中带量采购改革形成常态化机制；强调以临床需求为导向的合理用药；推进药品使用监测和药品临床综合评价体系建设。鼓励创新，支持仿制，继续深化审评审批改革。强化对经济实惠的精神疾病药物和长效针剂的研发攻坚
2023年7月	《以患者为中心的药物临床试验设计技术指导原则》（试行）	“以患者为中心”的药物研发是指基于患者角度开展的药物开发、设计、实施和决策的过程，旨在高效研发更符合患者需求的有临床价值的药物，是当前各国药品监管机构积极探索的领域。该原则强调临床设计以患者需求为导向；要求选择最优对照方案，并合理设计临床结局评估终点
2023年8月	《关于印发第四批鼓励研发申报儿童药品清单的通知》	为进一步做好保障儿童用药工作，促进儿童适宜品种、剂型、规格的研发创制和申报审评，满足儿科临床用药需求，国家卫生健康委同科技部、工业和信息化部、国家医保局和国家药监局，通过组织专家遴选、社会公示等，研究制定《第四批鼓励研发申报儿童药品清单》。第四批清单有24个品种，涉及30个品规、9种剂型，覆盖神经系统用药、消化道和新陈代谢用药、抗肿瘤药及免疫调节剂等治疗领域
2023年8月	《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序》	为鼓励以临床价值为导向的药物创新，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市，国家药监局综合司发布《药品附条件批准上市申请审评审批工作程序（试行）（修订征求意见稿）》（以下简称《工作程序》），并附政策解读，向社会公开征求意见。《工作程序》细化工作程序和具体要求，完善了快速通道与常规通道的转换机制，可以让快速通道获批的药物尽快进入常规通道，保证用药安全。此次药品附条件批准上市申请审评审批制度的修改提高了药品附条件批准的门槛，体现了药监局坚定鼓励差异化创新的态度，有利于发现未满足临床需求、助力研发具有差异化创新能力药企的发展
2024年2月	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》	坚持药品价格由市场决定，更好发挥政府作用，整体提高新药挂网效率，支持高质量创新药品获得“与高投入、高风险相符的收益回报”
2024年3月	《政府工作报告》	居民医保人均财政补助标准提高30元。推动基本医疗保险省级统筹，完善国家药品集中采购制度。城乡居民基础养老金月最低标准提高20元，继续提高退休人员基本养老金，完善养老保险全国统筹。促进中医药传承创新，加强中医优势专科建设。巩固扩大创新药等产业发展，积极打造生物制造等新增长引擎
2024年7月	《全链条支持创新药发展实施方案》	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基
2024年7月	《优化创新药临床试验审评审批试点工作方案》	持续深化药品审评审批制度改革，提升药品审评审批效能，支持创新药研发。该方案明确了优化创新药临床试验审评审批机制，强化药物临床试验申请人主体责任，提升药物临床试验相关方对创新药临床试验的风险识别和管理能力，探索建立全面提升药物临床试验质量和效率的工作制度和机制，实现30个工作日内完成创新药临床试验申请审评审批，缩短药物临床试验启动用时
2025年3月	《政府工作报告》	健全药品价格形成机制，制定创新药目录，支持创新药发展。居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再提高30元和5元。稳步推动基本医疗保险省级统筹，健全基本医疗保险筹资和待遇调整机制，深化医保支付方式改革，促进分级诊疗。扩大职工医保个人账户共济范围
2025年6月	《关于优化创新药临床试验审评审批有关事项的公告（征求意见稿）》	对符合要求的创新药临床试验申请在30个工作日内完成审评审批
2025年7月	《支持创新药高质量发展的若干措施》	提出了加强对创新药研发支持、支持创新药进入医保目录和商业健康保险创新药品目录、鼓励创新药临床应用、提高创新药多元支付能力、强化组织保障等

资料来源：联合资信根据公开资料整理

购、量价挂钩、以量换价的方式，大幅降低药品的价格，前九批化药集采平均降幅约为53%，在刚过去的第十批药品集采中，采购药品价格平均降幅超70%，创历史新高，降幅50%以上降幅品种占比超50%，部分药品

价格降幅超95%，最高降幅达99.42%。通过集中采购，大批已过专利期的经典药品全部由通过质量和疗效一致性评价的企业供应全国。

截至2024年末，第十批药品集采结果出炉，共有

62种药品采购成功, 234家企业的385个产品获得拟中选资格, 本次集采涉及的企业和药品数量均创历史新高(见表5)。在本次药品集采中涉及的62种药品均为已过专利期、有多家企业生产具备充分竞争的药品, 覆盖了高血压、糖尿病、肿瘤、心脑血管疾病、感染、精神疾病等领域。本次集采对报量要求明显提高, 要求医药机构填报采购量时, 要对实际用量做趋势性判断分析, 分为呈上升趋势、可能降低及存在不确定性的三类品种。这一做法能更加合理的估算最终真实的采购量。与此同时, 本次集采明确报量范围延伸到社区卫生服务中心、乡镇卫生院及其代管或实行统一采购药品的社区卫生服务站、村卫生室等, 有助于进一步提高预计最终真实采购量的准确性。

2024年11月, 国家医保局正式公布2024版国家医保药品目录, 于2025年1月1日起正式实施。《2024版医保目录》相比于《2023版医保目录》总数增加71种, 其中西药总数增加67种, 中成药总数增加4种, 中药饮片总数不变; 在新增药品中包括38种“全球新”的创新药, 无论从占比和绝对数量来看都为历年新高。从纳入医保目录方式来看, 2024年通过参与谈判/竞价的方式纳入目录的药品共89种, 成功率76%(其中创新药的谈判

成功率超过90%), 平均降价超60%, 成功率和降价幅度同比变动不大。经过本轮调整, 国家医保药品目录内药品总数达3159种。

2025年7月, 为保证患者用药质量, 国家针对第十一批集采规模进行了优化, 提出“稳临床、保质量、防围标、反内卷”的原则。即报量方面, 调整为两种报量方式并行, 医疗机构可以选择按具体品牌报量, 如果中选该品牌企业可以直接成为该医疗机构的供应企业; 同时, 医疗机构也可以维持过去的按药品通用名报量。此项报量规则调整的目的是让医疗机构的需求与中选结果更好匹配, 临床使用过渡更加平顺。保质量方面, 进一步提高投标资质门槛, 提高生产质量考察要求, 加强质量监管; 药监部门将继续对国家集采中选企业检查和产品抽检两个“全覆盖”; 同时做好真实世界疗效评估。防围标方面, 探索引入“首告从宽”机制, 以此破除围标企业间的利益同盟, 维护集采市场的公平竞争环境。反内卷方面, 中选规则不再简单以最低价为锚点, 优化了价差计算的“锚点”, 即使出现个别企业报低价, 也不会影响其他正常报价的企业。同时, 要求报价最低企业公开说明报价合理性并承诺不低于成本, 即实行“低价声明”, 防止企业为中标而盲目压低价格, 引导企

表5 带量采购情况汇总

带量采购批次	时间	中选品种数量	平均降价幅度
第一批	2018年12月	25	52%
第二批	2020年1月	100	53%
第三批	2020年8月	55	53%
第四批	2021年2月	45	52%
第五批	2021年6月	61	56%
第六批 (胰岛素专项)	2021年11月	16	48%
第七批	2022年7月	60	48%
第八批	2023年3月	39	56%
第九批	2023年11月	41	58%
第十批	2024年12月	62	(超) 70%

资料来源: 公开资料, 联合资信整理

业从“低价竞争”往“质量竞争+成本控制+合理利润”的方向转变。

此外，医保局探索医保基金对集采和国谈药品耗材企业的直接结算，推动药企的回款周期从6个月努力缩短到30天以内。这有助于减轻药企资金压力，让企业能够更专注于药品生产和研发，保障药品供应和质量，也有利于医药行业的健康可持续发展。

四、创新药领域

创新药研发领域持续发展，1类创新药占比较高，其“金字塔”行分布的临床结构较为合理，为新药未来上市做好较为充足的准备。近年来，中国创新药被更多国际合作方认可，预计2025年全年license-out规模仍将保持增长，在行业政策支持的背景下，创新药的发展将持续向好。

根据国家药监局药品审评中心发布《中国新药注册临床试验进展年度报告（2024年）》（以下简称“《报告》”），2024年中国药物临床试验登记总量高达4900项（以CTR计），同比增长13.9%。分药物类型来看，2024年中国药物临床试验以化学药品为主，占比为76.9%；生物制品次之，占比为21.1%；其余为中药，占比为2.0%。从注册分类看，1类创新药占比较高，创新质量有所提升。2024年注册分类为1类的药物共登记临床试验1735项，占新药临床试验总数的68.3%，其中化学药品占比52.3%，生物制品占比45.6%。从临床试验分期结构来看，2024年新药临床试验中，I期占比39.9%（同比略降），II期占比为19.5%（同比略增），III期占比为24.5%（同比略增），更多创新药进入后期临床阶段，研发日益成熟。值得注意的是，1类创新药的临床分期结

构更加合理，I期占比46.9%，II期占比22.6%，III期占比17.2%，“金字塔”型分布代表创新药的研发推进梯度良好，为未来上市做好较为充足的准备。

目前，我国创新药以“Me-too”类药物为主，热门靶点的新药集中度高。根据《中国1类新药靶点白皮书》统计，2024年我国1类新药合计受理1992个（按受理号计数），同比增长4.13%，其中化学药1175个、生物药817个。截至2024年末，合计手里新药3318款，涉及靶点总数843个，2024年热门靶点集中度同比下降至16.3%。在治疗领域方面，新药受理的治疗领域依然以肿瘤为主，占比在47.9%，其余占比较高的领域包括感染、消化系统与代谢、神经系统、心脑血管与血液，占比均不到10%。靶点方面，2019—2024年间，TOP30的热门靶点涉及药品占有所有受理新药的26%，每个靶点涉及药品数量均在8款以上，2024年的热门靶点前六名分别是：KRAS、EGFR、HER2、PD-L1、CD19、BCL2，作为热度最高的靶点，2024年共受理KRAS靶点药品14个，在研发管线中，KRAS在IND（申报临床）及以上研发阶段的项目占比约59.5%，其中I期临床管线占比约21.4%，II期临床管线占比约16.7%，III期临床管线占比约8.3%，临床进度靠前的管线开发适应症为非小细胞肺癌。PD-1等靶点热度在2024年显著下降，针对这些靶点的药物研发逐渐成熟，饱和度较高。

近年来，中国创新药被更多合作方认可，2025年上半年license-out交易的首付款和交易总额均呈快速增长趋势。2020年后，中国创新药企业快速发展，license-out（对外授权²）的首付款和交易总额均大幅增长。2025年上半年，license-out交易的首付款总额达33亿美元，交易总金额达到480.9亿美元，分别为2024年全年的67.48%和88.50%，均呈现同比快速增长趋

² 企业进行药物早期研发，然后将项目授权给其他药企做后期临床研发和上市销售，按照里程碑模式获得各阶段临床成果以及商业化后的一定比例销售分成。

势, 预计2025年全年仍将保持同比增长态势。2025年5月, 三生制药将SSGJ-707在全球(不含中国内地)的开发、生产和商业化及其他方式开发的权利授予辉瑞, 三生制药因此将收到12.50亿美元首付款, 该款项不可退还且不可抵扣, 并可获得总额最多为48亿美元的潜在付款, 包括开发、监管批准及销售里程碑付款等。随着更多的中国创新药在各类学术会议上陆续输出, 国内创新药的全球竞争力得到持续提升, 创新药价值也被更多合作方认可。根据CNBC报道, 2020—2024年, 美国引进自中国授权项目(美国license-in³)占比由4%提升至27%, 2025年初, 占比进一步提升至42%。预计2025年全年, 中国创新药license-out规模将同比提升, 在行业政策支持的背景下, 创新药的发展仍将持续向好。

五、行业内发债企业信用分析

债券发行、偿还及存续情况

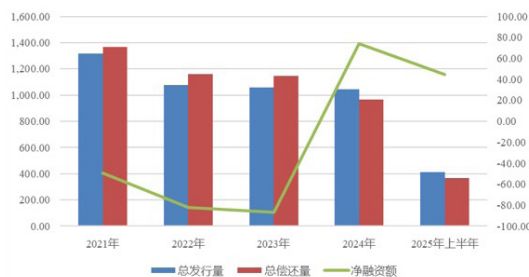
2024年医药制造企业融资规模较大, 净融资规模转变为净流入; 2025年1—6月, 医药制造企业在债券市场的净融资保持净流入。行业内发债企业级别主要集中在AA+, 民营企业和国有企业占比高。2026年, 行业存续期债券到期规模较大。

2024年, 医药制造企业⁴共发行债券148只, 规模合计1042.48亿元, 同比增长18.13%; 兑付⁵债券150只(其中到期94只、提前兑付19只、回售32只、赎回5只), 兑付规模合计968.18亿元, 同比变动不大; 医药制造企业在债券市场的净融资规模合计74.30亿元, 融资同比转为净流入。2025年1—6月, 医药制造企业共发行债券63只, 同比减少14只, 规模合计410.28亿元, 同比减少

168.74亿元; 兑付规模合计365.62亿元, 同比减少83.51亿元; 医药制造企业在债券市场的净融资规模合计44.66亿元, 同比减少85.23亿元, 保持净流入(见图4)。

截至2025年7月11日, 医药制造企业存续债券合计315只(含多期发行的资产支持证券), 存续规模合计1872.29亿元。从主体级别分布看, AA+级别的发债企业存续债券数量最多, 共142家, 占47.02%; 从存续债规模看, 存续债规模较大的主要集中于AAA和AA+级别企业。其中, AAA级别的企业存续债券规模合计712.90亿元, 占存续债券总额的38.08%; AA+级别的企业存续债券合计724.11亿元, 占存续债券总额的38.67%; AA级别的企业存续债券合计196.77亿元, 占存续债券总额的38.67%; AA-级别的企业存续债券合计88.70亿元; A+级别的企业存续债券合计62.43亿元(见图5)。从企业性质看, 医药制造行业发债企业以民营企业和国有企业(含中央国有企业和地方国有企业)为主, 合计占比为90.69%。从债券品种看, 医药制造企业发债以公司债、中期票据以及可转债为主, 合计

图4 医药制造行业净融资规模情况(单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据Wind数据整理

³ 医药企业从其他公司或机构引进药物研发项目、技术平台或产品, 通过支付首付款、里程碑付款及销售分成等方式, 获得相关药品的开发、生产和商业化权益。

⁴ 数据来自 Wind, 行业分类为 Wind 行业 - 医疗保健。

⁵ 包含到期还款、提前还款、赎回和回售的情况。

占比为76.40%。从存续债券到期分布看, 存续债券余额分布较为合理, 2026年行业存续债到期规模较大, 需偿还规模为413.54亿元(见表6)。

信用等级迁徙情况

2025年上半年, 医药制造行业发生级别迁移的企业共计6家, 企业性质均为民营企业(见表7)。

六、行业展望

预计2025年, 国内医药需求有望继续保持增长, 且医保基金支付能力可持续性较强, 医药行业整体经营业绩有望保持稳定。

从医药行业下游支付能力来看, 医保基金作为最重要的支付方, 其支付额约占整体医疗卫生总费用的约40%, 医保基金的支付能力直接决定了医药行业

的回款情况。根据国家医保局数据显示, 2025年1—5月, 我国基本医疗保险(含生育保险)基金收入1.23万亿元, 基本医疗保险(含生育保险)基金支出0.94万亿元。

预计“控费”仍将为医药行业政策的主线。医保目录持续调整, 将给予创新药及具备临床价值的药品更多发展空间, 集采降价或将更加温和, 也将更加关注药品质量。

截至2024年底, 国家医保局已经连续第7年开展医保药品目录调整工作。医保目录已经建立了以一年为周期的灵活动态调整机制, 临床价值显著的创新药品将更快调整进入目录, 对于疗效不确切和已被临床淘汰等类型的药品将被逐步调出, 加快医保目录的腾笼换鸟, 对于药品的创新成色和临床价值也给出了鲜明的价值导向。

集采方面, 国家组织药品联合采购办公室从集采制度上规避了唯低价论的竞争, 将药品生产质量、企业供应实力等因素纳入考量, 仿制药一致性评价是企业进入集采的硬指标, 国家医保局和药监局联合建立了质量监管的协同机制, 对国采中选药品存在质量问题的企业进行惩戒, 对质量问题“零容忍”。

预计未来创新药物将成为医药企业研发主流, 新药研发逐步向差异化发展。

医药产业投资大、周期长、风险高, 对于当下临床需求的有效覆盖尚未满足, 研发创新是医药制造企业

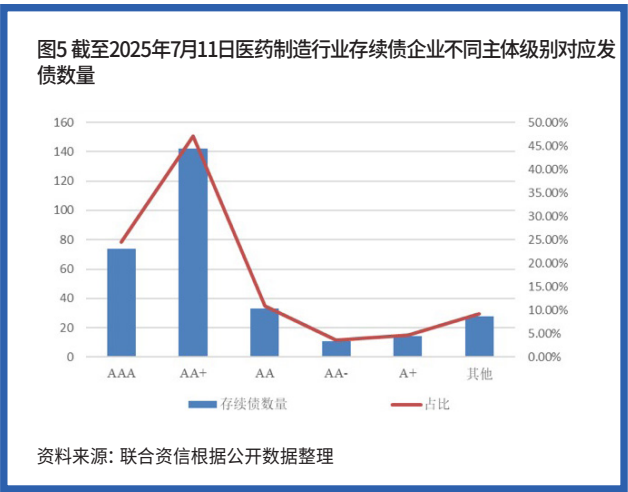


表6 截至2025年7月11日医药制造行业存续债余额期限分布情况(单位: 亿元)

项目	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年以后	合计
到期规模	263.65	413.54	288.71	228.62	379.24	284.53	1858.29
占比	14.08%	22.09%	15.42%	12.21%	20.26%	15.20%	99.25%

注: 1.上表合计不到100%系不包含已违约的债券余额14.00亿元; 2.不考虑可转债提前赎回、回售的情况
资料来源: 联合资信根据公开数据整理

发展的核心。长期来看，随着创新药企数量和管线规模的成长，相同靶点、类似机制的产品将会愈发密集，同时随着医保谈判和带量采购的深化，具备差异化的创新药企将获得更大的议价空间和自主定价权，从而更快地实现现金流回拢和进入研发-上市的良性循环。

医疗反腐行动持续，推动行业更健康发展

2024年10月11日，市场监管总局出台公开征求《医药企业防范商业贿赂风险合规指引（征求意见稿）》（以下简称“合规指引”）意见的公告，意在加强监管执法的同时，充分发挥医药企业主体作用，推动医药领域商业贿赂治理关口从事后执法向事前预防前移，推进医药领域商业贿赂治理长效机制建设。合规

指引征求意见稿贴合行业实际、可操作性强，有利于预防和遏制医药领域商业贿赂行为，引导和帮助医药企业合规经营，净化医药行业环境，推动医药行业的高质量发展。

2025年6月，国家卫健委等14部委联合发布《2025年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点》指出，加强医药卫生领域新型、变异和隐形问题研判预警，紧盯“关键少数”和关键岗位，聚焦药品、高值医用耗材、医用设备、基建和信息化项目招投标、后勤服务等监管重点，持续规范检测样本外送、外配处方、项目审批、资金使用等关键环节行为，加大行政执法和司法办案力度。行业内反腐行动持续，有助于推动行业更健康发展。■

表7 2025年上半年发生级别迁移的医药制造企业汇总

评级机构简称	公司名称	简称	调整时间	调整前级别	调整后级别	评级展望	调整原因
中证鹏元	海南普利制药股份有限公司	普利制药	2025年4月	BB	B+	负面	深圳证券交易所决定终止普利制药股票及“普利转债”上市，普利制药品牌声誉与市场信任度严重受损，产品议价能力和市场份额可能进一步萎缩；普利制药流动性持续恶化，债务兑付风险加大。
中证鹏元	塞力斯医疗科技集团股份有限公司	塞力斯	2025年6月27日	BBB-	BB+	稳定	塞力斯转让子公司拖累业绩，2024年亏损幅度扩大；塞力斯客户回款周期仍较长，应收账款周转天数仍较大，面临信用减值风险；塞力斯控股股东及实际控制人股权质押比例保持高位，财务杠杆仍较高，备用流动性不足，部分用于补流的募集资金尚未归还，且征信报告存在不良类信贷记录，流动性压力仍较大；塞力斯及相关责任人员仍受到监管处罚。
东方金诚	浙江东亚药业股份有限公司	东亚药业	2025年6月26日	AA-	A+	稳定	受β-内酰胺类抗菌和皮肤用抗真菌药销量降低及主要产品销售价格下滑影响，东亚药业营业收入下降，期间费用大幅上升，存货及固定资产计提减值损失1.44亿元，利润总额亏损1.18亿元，经营活动现金净流出规模扩大；随着在建项目投入，东亚药业资产负债率增长较快，全部债务规模增加，短期存在一定集中偿付压力。
联合资信	蓝帆医疗股份有限公司	蓝帆医疗	2025年6月27日	AA	AA-	稳定	2024年，蓝帆医疗期间费用高企叠加大额折旧和摊销费用影响，公司利润总额为-4.02亿元，仍为亏损；蓝帆医疗控股股东股权质押比例高；蓝帆医疗商誉规模较大，且可能面临一定商誉减值风险；蓝帆医疗债务规模增长，债务负担有所加重，长期债务中需2026年集中偿付的规模较大。
东方金诚	湖北共同药业股份有限公司	共同药业	2025年6月20日	A+	A	稳定	受行业竞争加剧导致产品价格下降以及原材料价格上涨的双重挤压，叠加部分新产品前期试产阶段单位成本增加，以及期间费用持续增长等因素影响，共同药业利润总额亏损；受购买商品、接受劳务支付的现金增加影响，共同药业经营性净现金流转为净流出；共同药业全部债务保持增长，债务负担有所增加。
联合资信	黑龙江创达集团有限公司	黑龙江创达	--	AA	A+	负面	--

注：上表中黑龙江创达集团有限公司发行私募债，无公开资料
资料来源：公开资料，联合资信整理

机械工程和电力电气板块景气度向上, 汽车零部件板块呈“强者恒强”局面

——2025年上半年机械制造行业信用风险总结及展望

文|联合资信 蒋旭 王煜彤 肖怀玉

一、机械制造行业运行概况

机械制造行业是为国民经济提供技术装备的基础工业, 是国家工业化水平的核心标准。广义的机械制造行业涵盖范围较广, 本文将主要就债券市场发行主体较多的工程机械、电力电气设备制造以及汽车零部件三个子行业进行分析。具体来看:

工程机械行业

工程机械行业运行状况与中国宏观经济、固定资产投资的波动密切相关; 尤其与冶金、风电和石化等投资相关的各类工程机械产品受宏观经济波动的影响较大。以挖掘机为代表的工程机械主要取决于下游施工需求, 而施工需求主要来源于基础设施建设、房地产投资、矿山开采等。

工程机械行业具有较强的周期性, 2024年国民经济运行稳中有进, 房地产开发投资依然不振, 但受益于固定资产投资(不含农户)同比增长以及对外承包工程增长对工程机械产品的有效拉动, 各类挖掘机和装载机产品销量均呈增长态势, 同期成本端钢材价格整体“震荡下行”, 中国工程机械行业筑底企稳。

根据中国工程机械工业协会行业统计数据, 2024年, 挖掘机主要制造企业共计销售各类挖掘机械产品201131台, 同比增长3.13%。2024年, 装载机主要制造

企业共计销售各类装载机108209台, 同比增长4.14%。其中, 国内市场销量54326台, 同比下降3.94%; 出口销量53883台, 同比增长13.8%。

根据国家统计局统计数据, 2024年中国国内房地产业实现生产总值84565亿元, 同比下降1.8%; 全国固定资产投资(不含农户) 514374亿元, 同比增长3.2%。2024年以来, 随着国家大规模设备更新、超长期特别国债等举措加快落地, 相关产业政策的有效实施, 重大工程项目建设全力推进, 将对工程机械市场需求形成稳定支撑, 带动行业复苏。同时, 随着制造业绿色化发展的持续推动, 绿色发展将成为新型工业化的普遍形态。2024年以来, 中国工程机械产品出口金额保持增长但增速放缓, 其中“一带一路”沿线国家出口景气度维持较高水平, 同时对外承包工程增长将有效拉动工程机械产品出口。未来, 海外市场将继续成为国内工程机械企业的重要支撑。

2024年, 工程机械行业主要企业盈利水平有所提升, 经营活动现金流情况有所强化, 资产负债率处于正常水平(见表1、图1和图2)。

电力电气设备制造行业

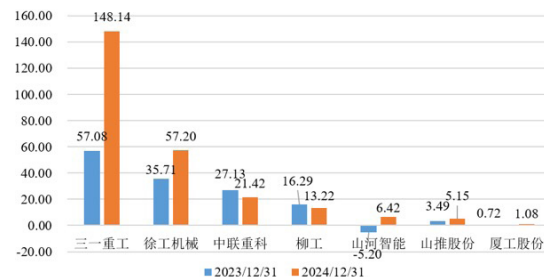
电力、电气设备制造行业作为国民经济发展中重要的装备工业之一, 行业景气度与电力工业的发展密切相关, 受国民经济及电力投资需求影响大。根据中电联预

测, 预计2025年全社会用电量同比增长6%左右。2025年国务院政府工作报告指出, 2025年要实施更加积极有为的宏观政策, 推动经济持续回升向好, 提出2025年国内生产总值增长预期目标为5%左右。按照2025年我国GDP预计增长5%左右, 并结合近年来我国电力消费弹性系数水平, 以及不同预测方法对全社会用电量的预测结果, 综合判断, 预计2025年全国全社会用电量10.4万亿千瓦时, 同比增长6%左右(暂未考虑全球贸易环境恶化的影响); 全年统调最高用电负荷15.5亿千瓦左右(若2025年夏季全国平均气温偏低于2024年, 则最高用电负荷在15.2亿千瓦左右, 若夏季气温再创历年新高, 则最高用电负荷可能达到15.7亿千瓦左右)。

电力、电气设备制造行业上游主要为有色金属加工及机械加工行业、仪器仪表行业、电子元器件、绝缘制品行业等, 原材料包括铜材、钢材、铝和绝缘制品等。上游行业产品产业链成熟供应充分, 但铜材、钢材、铝等金属价格易受国际大宗商品市场行情影响, LME铜价仍维持在高位、LME铝价自2022年3月后波动下行, 2024年2月LME铝价开始小幅回升; 钢材价格2021年5月达到历史高位后开始回落后震荡下行。原材料价格的大幅波动会增加电力、电气设备制造企业的短期资金压力和成本控制压力。

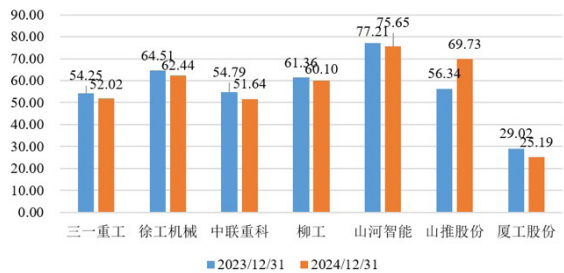
电力、电气设备制造行业下游主要是电力电网行业和工业领域, 需求主要来自电源及输变电网络的新建、

图1 工程机械样本企业经营性现金流净额情况(单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图2 工程机械样本企业资产负债率情况(单位: %)



数据来源: Wind, 联合资信整理

表1 工程机械主要企业盈利能力情况(单位: 亿元、%)

公司简称	营业总收入		利润总额		销售毛利率	
	2023年	2024年	2023年	2024年	2023年	2024年
三一重工	740.19	783.83	53.17	69.08	27.71	26.43
徐工机械	928.48	916.60	56.78	65.82	22.38	22.55
中联重科	470.75	454.78	42.28	43.83	27.54	28.17
柳工	275.19	300.63	12.09	16.52	20.82	22.50
山河智能	72.29	71.19	0.27	0.34	28.06	28.67
山推股份	105.41	142.19	8.08	12.01	18.44	20.05
厦工股份	8.21	6.83	-1.94	0.62	15.27	23.84

数据来源: Wind, 联合资信整理

维护及企业电力系统投入。从电力投资建设来看, 根据中国电力企业联合会数据统计, 2024年, 全国重点调查企业电力完成投资合计1.78万亿元, 同比增长13.2%; 全国电源工程建设完成投资1.17万亿元, 同比增长12.1%; 全国电网工程建设完成投资6083亿元, 同比增长15.3%, 其中直流工程投资同比增长227.5%, 绝大部分为±800千伏等级电网投资, 拉动直流工程投资高速增长; 交流工程投资同比增长8.5%, 其中, 110千伏及以下等级电网投资3194亿元, 同比增长10.1%, 占电网工程完成投资总额的52.5%。

电力、电气设备制造行业位于产业链中游, 中小企

业数量众多, 竞争激烈。随着电压等级的提升, 行业竞争格局呈金字塔型分布, 即电压等级越高, 技术壁垒越强, 头部企业核心竞争力优势越明显。原材料波动对上游原材料供应商影响较大, 行业内企业应付账款规模较大, 对上游议价能力较强, 但行业下游主要为发电和电网企业, 仍存在运营资金沉淀风险; 多元化的产品和服务有助于平抑企业盈利的波动性 (见表2)。

汽车零部件行业

汽车零部件是汽车工业发展的基础, 随着新兴地区、新能源汽车市场需求提振, 汽车产销规模走高, 汽

表2 2021年以来电力、电气设备制造行业代表企业财务表现

年份	许继电气股份有限公司	国电南瑞科技股份有限公司	中国西电电气股份有限公司	新疆特变电工股份有限公司	河南平高电气股份有限公司	保定天威保变电气股份有限公司
应收账款/资产						
2021年	34.48%	27.63%	20.28%	10.02%	32.69%	24.33%
2022年	33.97%	29.66%	23.18%	7.46%	29.57%	32.69%
2023年	32.99%	30.67%	22.55%	7.02%	32.12%	28.08%
2024年	34.81%	33.27%	21.38%	8.15%	29.26%	26.38%
应付账款/负债						
2021年	68.26%	64.19%	31.25%	19.06%	57.08%	33.18%
2022年	71.25%	67.92%	35.95%	23.22%	56.70%	34.81%
2023年	71.25%	70.12%	33.43%	20.79%	57.80%	29.22%
2024年	68.54%	66.62%	40.61%	22.13%	53.60%	32.72%
销售毛利率						
2021年	20.58%	26.88%	21.70%	30.27%	13.72%	17.68%
2022年	19.04%	27.04%	16.43%	38.59%	17.59%	20.01%
2023年	18.00%	26.80%	17.83%	27.53%	21.38%	13.77%
2024年	20.77%	26.66%	20.75%	18.12%	22.36%	16.19%
是否有特高压或超高压产品	有	有	有	有	有	有
2024年核心经营性运营资本 ¹	25.24	107.16	38.02	73.07	16.46	5.86

资料来源: Wind, 联合资信整理

¹ 核心经营性营运资本 = (应收 + 预付 + 存货 + 合同资产) - (应付 + 预收 + 合同负债 + 应付薪酬 + 应付税费)。

车零部件行业规模随之扩大。中国汽车零部件制造企业数量多、规模小，产品整体处于产业链中低环节，面临对上下游议价能力较低、成本控制压力加大、技术更迭需求加快等挑战。

2025年1—6月，上游原材料钢、铝等大宗商品价格波动较大，汽车零部件企业存在一定的成本控制压力；智能网联驱动汽车产业变革，汽车芯片为关键技术壁垒，中国汽车芯片市场规模继续增长，国产化替代战略持续推进。2025年上半年，随着国内经济结构的转变，基建、船舶、新能源等领域用钢需求保持稳定，叠加焦煤、焦炭价格下跌，钢铁行业钢价偏弱运行；中国电解铝市场基本面运行稳健，价格总体维持高区间状态，氧化铝供给维持高稳、价格有所回调。汽车芯片方面，以长城汽车、东风汽车为代表的头部车企正加速构建自主可控的芯片研发体系，同步推进国产化替代战略实施。值得关注的是，汽车产业链正经历结构性变革，由传统合作模式逐渐向跨界交融合作模式演进。中国市场需求增长快速，根据中商产业研究院发布报告数据，预计2025年中国汽车芯片市场规模达约950亿元。

2025年上半年，汽车零部件行业下游汽车产销量同比有所增长，特别是新能源汽车继续快速增长，新能源汽车新车销量占比持续提高，对汽车零部件制造行业发展形成有力支撑。根据中国汽车工业协会统计，2025年1—6月，中国汽车产销量分别为1562.1万辆和1565.3万辆，同比分别增长12.5%和11.4%，产销量保持增长；新能源汽车继续快速增长，产销量分别为696.8万辆和693.7万辆，同比分别增长41.4%和40.3%，新能源汽车新车销量占汽车新车总销量的44.3%。

在汽车行业面临地缘政治冲突、贸易壁垒的背景下，新兴市场的消费潜力仍持续释放，中国零部件供应

商实现较快成长，但大部分中国零部件企业仍处于产业链中低环节，需求不确定性增强、成本控制压力加大、技术更迭需求加快等因素或将推动中国汽车零部件行业持续进行整合。近年来，技术革新及消费需求带动全球和中国汽车产销规模增长态势，尽管地缘政治冲突、贸易壁垒等因素对产业链带来不确定性，但新兴市场的消费潜力持续释放，汽车零部件市场保有较为强劲的增长韧性。据《美国汽车新闻》2021—2024年全球百强汽车零部件供应商榜单，上榜企业中最高收入水平，与25%分位、75%分位收入水平之间的差距均呈现扩大态势；同时，75%分位收入水平与最低收入水平之间的差距呈现缩小趋势。这一系列数据变化表明，全球汽车零部件市场或正逐步向头部企业集中，行业头部效应有所增强。

二、2025年上半年机械制造业²债券市场回顾

债券发行情况

2025年1—6月，机械制造业债券市场整体平稳，发行规模较上年同期有所增长；超短期融资债券、一般中期票据、一般公司债、可转债和交易商协会ABN为主要发行品种；发债主体主要为地方国有企业、中央国有企业和民营企业，其中AAA级别企业发债规模占比相对稳定，AA+级别企业占比上升较快。

1. 发行数量及发行金额

2025年1—6月，机械制造企业信用债的发行数量120只，发行金额1017.54亿元，发行规模较上年同期增长6.05%。近年来，机械制造企业信用债发行规模整体呈下降趋势。

2. 发行品种

从发行品种来看，超短期融资债券、一般中期票

² 此部分样本量仅包含工程机械、电力电气设备制造以及汽车零部件三个行业。

据、一般公司债、可转债和交易商协会ABN为机械制造企业主要债券发行品种。2021年至今,机械制造企业发行超短期融资债券、可转债和交易商协会ABN金额占比均呈下降趋势,一般公司债和一般中期票据发行规模占比快速提升。2025年1—6月,机械制造企业超短期融资债券发行金额占比37.93%,一般中期票据发行金额占比23.49%,一般公司债、可转债和交易商协会ABN分别占17.20%、7.71%和6.90%,其他发行品种占比相对较小(见图3)。

3. 发债主体企业性质及信用水平

从发债主体企业性质来看,2025年1—6月,机械制造企业发债主体主要为地方国有企业、中央国有企业和民营企业。近年来,地方国有性质的机械制造企业发债数量和规模均呈上升趋势,民营性质的机械制造企业发债数量和规模均有所下降(见图4)。

从主体发行级别分布看,2025年1—6月,机械制造企业发债主体级别主要为AAA(占79.64%)和AA+(占16.38%)。近年来,AAA级别的机械制造企业发债规模占比保持在70%~85%之间,AA+级别的机械制造企业发债规模占比上升较快。

债券到期情况

从到期情况看,2025年上半年,机械制造企业债券的偿还规模较2024年上半年略有下降。信用迁徙来看,2025年上半年,机械制造行业有5家发行主体级别下调;无新增违约主体。

1. 机械制造行业债券偿还情况³

2025年上半年,机械制造行业债券的偿还规模合计为542.55亿元,较2024年同期下降3.49%,处于近五年历史同期最低水平,其中4月偿还规模相对较大,为176.17亿元,其余月份偿还规模为60~90亿元。

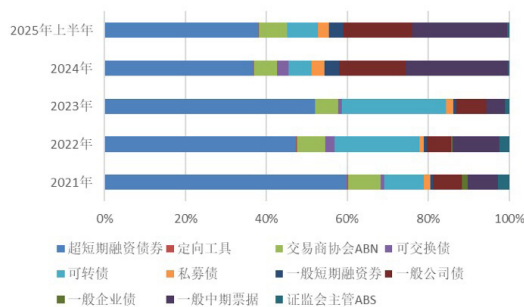
2. 机械制造行业企业信用迁徙

2025年1—6月,机械制造企业信用迁徙情况见表3(仅涉及公开可得数据),评级下调的主体为5家,评级下调因素主要涉及亏损规模持续扩大、公司经营活动现金流表现差、债务负担持续加重等多重因素。同期,机械制造行业无新增违约主体。

债券存续情况

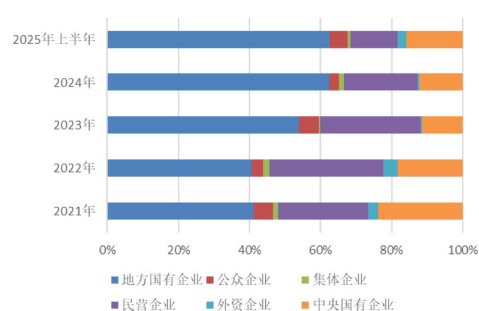
机械制造行业存续债券信用等级以高级别为主,地方国有企业和民营企业发债规模大,且期限结构以中长期债券为主。

图3 近年来机械制造企业债券发行品种金额占比情况



数据来源: Wind, 联合资信整理

图4 按发行数量统计机械制造企业债券主体属性



数据来源: Wind, 联合资信整理

³ 本报告偿还类型不包括转债转股情况。



1. 存续债券特征

截至2025年6月30日,机械制造行业存续债券数量465只,存续债券余额3851.69亿元,从存续债券主体看,以地方国有企业和民营企业为主,期限结构以1~3年及5~7年为主。

2. 存续主体信用状况

截至2025年6月30日,机械制造行业存续债券余额来看,以高等级信用水平主体为主,其中AAA主体债券余额和主体数量占比分别为60.95%和57.85%,存续主体整体信用水平高(见图5)。

1000亿元(见图6)。从2025年下半年债券到期月份来看,2025年下半年的到期规模相对分散,集中偿付压力可控(见图7)。到期规模的逐年减少与融资环境、发行情况、企业债务管理的改善、债务结构的优化等有关。

即将到期债券信用状况

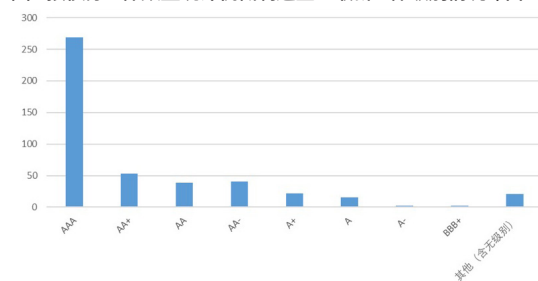
2025年下半年,机械制造行业到期债券主体级别主要集中在AA-及以下(包含无评级主体),共241

三、2025年机械制造行业债券风险展望

到期规模

2025年下半年,机械制造行业到期债券规模为近五年历史同期最低,偿债压力显著减轻,2025年下半年到期债券规模为672.30亿元,与近五年历史同期高峰期相比,2025年下半年到期债券规模下降近

图5 按债券主体数量统计机械制造企业最新主体级别情况(单位:家)



数据来源: Wind, 联合资信整理

表3 2025年以来机械制造企业信用迁徙情况

发行人	最新评级日期	最新主体评级	评级展望	上次主体评级	上次评级展望	主要调级理由
杭州申昊科技股份有限公司	2025-06-26	A-	稳定	A	稳定	受市场环境及行业竞争加剧影响,公司营业收入大幅下降,期间费用对利润侵蚀较高,公司亏损额度加大;公司客户仍集中于电网公司及下属企业,下游客户回款周期较长,应收账款规模仍较大,且客户集中度高,存在一定的资金占用,经营性现金流仍为净流出;跟踪期,公司债务规模继续扩大,资产负债率及全部债务资本化比率均同比增长
双良节能系统股份有限公司	2025-06-30	AA-	稳定	AA	稳定	受光伏制造行业竞争加剧影响,公司新能源装备和光伏产品盈利大幅下滑,导致公司收入规模同比显著下降,且综合毛利率呈现亏损;公司货币资金受限比例高,且存货面临较大跌价风险;公司债务负担重,且短期偿债压力大。受光伏产业链价格大幅下跌以及计提大额资产减值损失影响,公司利润总额呈现亏损,偿债指标明显弱化
四川华体照明科技股份有限公司	2025-06-24	A	稳定	A+	稳定	2024年,受行业竞争加剧影响,公司城市照明产品量价齐降,同时运行管理维护及其他业务收入大幅下降,新拓展的锂矿加工和锂电池销售业务面临较大不确定性,公司营业总收入下降,应收账款平均账龄较长,期间费用对整体利润存在侵蚀,资产减值损失和信用减值损失对利润影响较大,利润总额由盈转亏;公司经营现金流转为净流出。2025年1月,公司及相关负责人收到四川证监局警示函,公司信息披露管理水平需加强
上海海优威新材料股份有限公司	2025-06-27	A	稳定	A+	稳定	2024年公司经营业绩进一步下滑,毛利率及EBITDA利润率转负,产生净损,连续亏损使得公司资本实力进一步削弱。此外,公司销售集中度高,营运资金仍存在被占用情况,且主营业务持续受光伏产业链调整影响,公司当前产能利用水平低,产能面临较大的消化压力,短期面临持续亏损风险
温州宏丰电工合金股份有限公司	2025-06-27	BBB+	稳定	A	稳定	公司锂电铜箔业务仍处于试产、扩产阶段,成本费用较高、亏损加大,拖累利润与现金流,2024年及2025年一季度公司净利润亏损、经营活动现金流继续净流出,新增产能能否实现预期收益存在较大不确定性;公司总债务规模继续增长,财务杠杆攀升至高位,面临较大的短期债务压力和资金压力,且“宏丰转债”转股率低,临近回售期,或面临回售压力

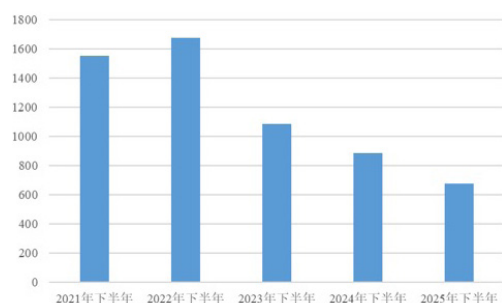
资料来源: Wind, 联合资信整理

家,其中主体评级为AA-的企业数量为101家。到期债券主体级别为AA+及以上的合计86家(见图8)。总体来看,机械制造行业2025年下半年债券到期的市场上,AA-及以下信用评级的主体数量较多,需关注低信用等级主体偿付资金筹措情况。同时,随着无评级发行情况的增加,市场上的高风险主体可能增多,需要特别关注。

信用风险展望

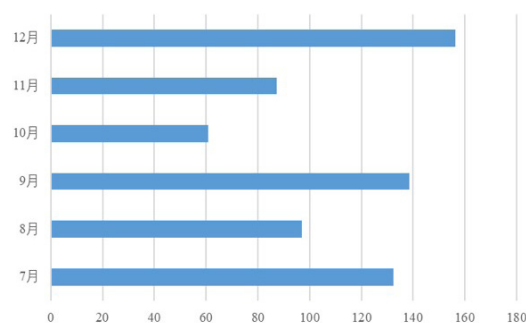
从短期看,机械制造行业2025年下半年债券到期的规模较小,短期内行业偿债压力较小,但到期债券主体级别以AA-及以下为主(包含无评级主体),且发债主体信用迁徙以下调为主,需关注信用等级下调主体和部分低信用水平主体到期资金的备付情况。

图6 2025年下半年到期债券规模对比 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 联合资信整理

图7 2025年下半年到期债券月份分布 (单位: 亿元)

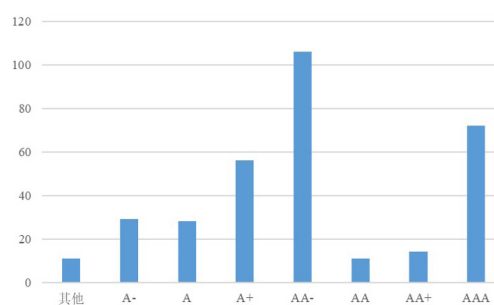


数据来源: Wind, 联合资信整理

从中长期看,雅鲁藏布江下游水电站为代表的重大项目开工建设,国家对基建的持续投入,工程机械销量降幅继续收窄,挖掘机、装载机有望回暖,出口增速虽放缓但“一带一路”订单仍支撑龙头现金流;工程机械行业利差低位徘徊,预计全年弱复苏、信用质量保持稳定。电力电气设备特高压建设持续开工,国家电网与南网投资合计超万亿,带动订单高增;但铜、铝价格仍处高位,中小企业成本转嫁能力弱,应收账款占资产比重普遍大于25%,需关注原材料二次冲高及集中招标压价等对电力电气设备行业的影响。汽车零部件领域,新能源渗透率创新高,虽然汽车产销规模的持续增长提振零部件企业下游需求,但整车价格竞争进一步加剧、上游原材料价格波动,亦加重了零部件企业的经营压力、营运资金需求有所增加,企业短期借款、应付票据等短期债务规模或将阶段性增长。为配套整车厂全球产能布局、响应技术更新需求,行业内企业需持续在生产线等长期资产及技术研发等方面投入,长期融资需求随之增加。

展望2025年下半年,机械工程和电力电气板块景气度向上,信用质量以稳为主;汽车零部件则呈“强者恒强”局面,需警惕低评级、单一客户依赖度高的企业信用风险的暴露。

图8 2025年下半年到期债券主体级别分布 (单位: 家)



注: 其他指无评级发行的主体
数据来源: Wind, 联合资信整理



期货行业发展日趋规范，风险与挑战并存

——2025年中国期货行业信用风险展望

文 | 联合资信 韩璐

一、行业信用风险回顾

行业政策概览

2022年以来，随《期货和衍生品法》落地实施，为期货行业提供了法律保障，其后一系列配套监管规则制度落地执行，加速了期货和衍生品市场在对外开放、业务创新、监督管理等多个方面的深化改革，促进了期货市场的稳定健康发展。

2022年8月，《中华人民共和国期货和衍生品法》落地实施，该法系期货及衍生品行业首部正式的基本法律，针对期货业务开展、投资者保护、期货经营机构的监督管理等众多方面明确相关法律责任，有利于优化期货行业生态，为期货市场的长期稳定健康发展提供了法律保障（见表1）。

2023年3月，《期货公司监督管理办法》征求意见稿出台，如正式落地，或开放自营投资、保证金融资等业务，利于期货公司拓宽业务范围，提高期货公司业务多元化程度，截至目前，该管理办法未正式落地。

2024年9月，国务院办公厅转发中国证监会等部门《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》，该意见旨在加强期货市场监管，打击期货市场违法违规行为，防范期货市场风险，推进期货市场对外开放，促进期货市场的平稳运行和高质量发展，提升商品期货市场服务实体经济质效。

2025年1月，《期货风险管理公司大宗商品风险管理业务管理规则》发布实施，该规则明确包括普通贸易、基差贸易、含权贸易、串换贸易、约定购回、代理采

购、代理销售及仓储物流等业务分类，要求合理确认收入，禁止虚增收入和业务规模，对特定类型的业务采用净额法确认收入。

2025年2月，《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》发布实施，该规则旨在进一步加强对衍生品业务的自律管理，并规范期货风险管理公司的衍生品交易业务，填补市场监管空白，降低金融风险，提高市场透明度和安全性。

2025年5月，《期货风险管理公司风险控制指标管理办法（试行）》发布实施，该管理办法旨在加强对期货风险管理公司的风险管控，促进期货公司加强内部控制、防范风险、稳健发展，确保期货风险管理公司在服务实体经济的同时，能够有效识别、计量、监测和控制各类风险。

目前，中国建立了较完整的期货行业监管法律法规体系，主要包括基本法律法规、部门规章及规范性文件等。基本法律法规主要包括《公司法》《期货和衍生品法》《期货交易管理条例》等；部门规章及规范性文件包括中国证监会制定的部门规章、规范性文件和期货行业自律机构制定的规章、准则等，主要涉及市场准入、公司治理、风险管理和内部控制、业务许可和操作、从业人员管理等方面。未来，随着相关法律法规及规章制度的陆续出台，中国期货行业将会进一步得到规范。

行业监管动态

2024年，监管机构对期货公司的处罚频率很高，行

业监管态势趋严。

根据中国期货业协会统计数据，截至2025年3月末，各监管机构对期货公司累计处罚307次；2022年—2024年，期货公司受到处罚共计84次，其中2024年受到监管处罚46次，同比增加33次；2025年一季度，共有4家期货公司受到处罚。

从处分类型来看，以出具警示函和责令改正为主，存在被监管机构接管、罚款、暂停业务资质及吊销业务经营许可证的情形，但该类处罚情况较少（见表2）。

监管分类评价方法修订，旨在引导期货公司差异化发展，减缓同质化竞争问题，推动期货公司业务结构转型。

2025年6月，为有效实施对期货公司的监督管理，合理配置监管资源，提高监管效率，引导期货公司合规经营、专注主业、提升风险管理能力和服务实体经济能力，中国证监会对《期货公司分类监管规定》进行修订，旨在引导期货公司差异化发展，减缓同质化竞争问题，注重服务实体，鼓励期货公司支持产业客户和中长

表1 2022年以来期货行业相关主要政策

实施/最新修订时间	政策&法律文件名称	主要内容
2022年8月	《中华人民共和国期货和衍生品法》	中国期货及衍生品行业的首部基本法律。该法明确期货市场“发现价格、管理风险、配置资源”三大功能，鼓励实体企业通过套期保值管理风险；将衍生品交易纳入法律调整范围，规范交易方式、禁止操纵市场及内幕交易等行为，并确立终止净额结算制度；强化期货业协会的法律地位，要求期货经营机构加入协会，加强自律管理
2023年3月	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》修订	调整证券期货经营机构及其子公司自有资金参与单个集合资产管理计划的比例，允许符合条件的期货公司及其子公司的资产管理计划投资非标准化债权类资产、股权类资产
2024年9月	《关于加强监管防范风险促进期货市场高质量发展的意见》	提出了新的期货市场发展目标：2029年，形成具有中国特色的期货监管制度和业务模式总体框架。2035年，构建安全、规范、透明、开放、有活力且具备韧性的期货市场体系。至本世纪中叶，期望建成产品齐全、功能完备、运行稳健的世界一流期货交易所。针对上述目标，该意见提出了八个方面共计十七项的重点举措
2025年1月	《期货风险管理公司大宗商品风险管理业务管理规则》	指导期货风险管理公司合法合规运营，提升行业的整体水平和服务质量，为保护投资者利益提供制度保障。同时，对财务处理提出了明确的要求，禁止虚增收入和业务规模，对不同类型的业务如何确认收入进行了详细说明
2025年2月	《期货风险管理公司衍生品交易业务管理规则》	强调对参与衍生品交易的客户进行风险承受能力评估的重要性，确保客户适合参与相应的交易活动。从多个方面对衍生品交易进行了全流程规范。规定可交易的衍生品标的范围及要求。涉及保证金和担保物的要求，以确保合同义务得到履行。要求公司定期向监管机构报送相关交易数据。
2025年5月	《期货风险管理公司风险控制指标管理办法（试行）》	明确净资本、风险覆盖率、净资本与净资产的比例、流动性覆盖率等具体指标及其计算方法。规定期货风险管理公司需定期向中国期货业协会（以下简称协会）提交月度 and 半年度的风险控制指标报表，并在特定情况下提交临时报告。协会负责对期货风险管理公司的风险控制指标进行自律检查，并有权要求未达标的公司限期整改或采取其他监管措施

资料来源：中国期货业协会网站，联合资信整理

表2 2022年以来期货行业重点监管案例

时间	涉及券商	违规行为	处罚方式
2024年1月	前海期货	前海期货存在与关联人在业务、人员等方面未严格分开；未对分支机构实行集中统一管理；未建立健全公司风险管理、内部控制等制度和流程；未真实、准确、完整报送检查资料和风险监控报表违规行为。	暂停期货经纪业务新开户和期货交易咨询业务六个月的监管措施
2025年2月	和合期货	合期货未有效执行其关于子公司管理等重要内部管理制度，未按规定履行对其子公司和合资产管理（上海）有限公司（以下简称和合资管）的管理职责，导致该子公司出现重大风险事件，情节严重。同时，和合期货还存在未按规定履行报告义务，且报送的信息不真实、不完整的违法行为。和合期货多次不真实、不完整报送公司股权情况等重要信息，与相关重大风险事件高度关联。	吊销和合期货的期货业务许可证，并罚款610万元

资料来源：中国期货业协会网站，联合资信整理



期资金参与市场,推动期货公司从传统经纪业务向综合风险管理服务商转型。

行业融资情况

债券融资方面,期货公司融资方式主要系向股东借入次级债务或发行非公开次级债券。

截至2025年3月末,共有14家期货公司于资本市场进行债务融资,其中1家期货公司发行可转换公司债,13家期货公司发行非公开次级债券(见表3)。

根据期货公司监督管理办法(征求意见稿)相关内容,期货公司开展业务要求的最低净资本金额提升,期货公司面临一定的资本补充需求,但考虑到IPO审核难度加大,金融类企业审核通过率很低,发行次级债

券或成为期货公司补充净资本的主要手段。

股权融资方面,目前A股上市的期货公司数量共4家,新三板挂牌期货公司数量较多,但2018年后无新增挂牌期货公司,整体来看,期货公司股权融资渠道相对受限。

IPO方面,根据Wind统计数据,截至2025年3月末,于A股上市的期货公司共4家,分别为南华期货、瑞达期货、弘业期货和永安期货,其中弘业期货为国内首家A+H上市的期货公司。2022年以后,未有新增期货公司通过IPO于A股上市。

新三板挂牌方面,截至2025年3月末,于新三板挂牌的期货公司共12家,自2018年后,无新增期货公司在新三板挂牌。

表3 期货公司发债情况

债券简称	发债企业名称	发行规模	发行期限	发行利率	发行日期
24君期C2	国泰君安期货有限公司	5.00亿元	3年	2.30%	2024年11月6日
24君期C1	国泰君安期货有限公司	10.00亿元	3年	2.77%	2024年3月1日
24钢期C1	华宝期货有限公司	3.00亿元	3年	3.50%	2024年12月24日
23兴期C	兴业期货有限公司	2.25亿元	3+3年	4.80%	2023年6月26日
23粮期C	中粮期货有限公司	5.00亿元	3年	3.43%	2023年7月26日
22信期01	中信期货有限公司	5.00亿元	3年	3.03%	2022年7月22日
22南华C2	南华期货股份有限公司	2.00亿元	3+3年	4.98%	2022年8月2日
22南华C1	南华期货股份有限公司	3.00亿元	3+3年	4.98%	2022年6月27日
20永安债	永安期货股份有限公司	3.00亿元	3年	4.30%	2020年11月23日
瑞达转债	瑞达期货股份有限公司	6.50亿元	6年	1.9%	2020年6月29日
17九期C1	九州期货有限公司	5.00亿元	2+2年	7.50%	2017年1月12日
16中金期	中金期货有限公司	1.00亿元	5+3年	5.00%	2016年12月16日
16银期债	银河期货有限公司	3.00亿元	3+2年	4.30%	2016年3月15日
16华泰期	华泰期货有限公司	6.00亿元	1+3年	3.94%	2016年7月18日
15永安债	永安期货股份有限公司	6.00亿元	2+1年	5.40%	2015年8月17日
15南华01	南华期货股份有限公司	4.50亿元	5+1年	5.80%	2015年8月28日
15华泰期	华泰期货有限公司	6.00亿元	1+3年	4.94%	2015年7月22日
15海期债	海通期货股份有限公司	5.00亿元	3+3年	4.94%	2015年12月15日
15东期债	上海东证期货有限公司	6.00亿元	3年	6.82%	2015年6月18日

资料来源: Wind, 联合资信整理

再融资方面，A股市场仅有南华期货于2021年通过定向增发募集了3.65亿元资金。

集中度情况

期货行业集中度较高，马太效应显著。

按期货公司净资产排序，截至2024年末，前十家期货公司净资产占全行业净资产的比重为47.77%，占比较上年末持平；2024年，前十家期货公司实现净利润占全行业的比重为57.29%，占比同比下降0.23个百分点；期货公司行业集中度较高（见表4）。

综合来看，期货行业内出现了较明显的分化现象：一方面，头部期货公司通过资金优势拓展新业务，并可凭借业务规模、平台、品牌、政策优惠等将优势扩大；另一方面，小型期货公司由于资金和技术限制难以满足更高的监管标准，可能面临被淘汰的风险；预计期货

公司的行业集中度将维持在较高水平。

业务经营情况

2022年以来，期货公司营业收入波动增长，但受交易所减收返还政策调整、利率中枢持续下移、行业竞争压力增大的影响，净利润持续下降。

2022—2024年，期货公司营业收入波动提升，年均复合增长1.40%，但净利润逐年降低，年均复合下降7.16%。2024年，150家期货公司营业收入¹同比小幅增长2.97%，净利润同比下降4.10%，主要系交易所减收返还政策调整、利率中枢持续下移、行业竞争压力增大等因素致使利润空间压缩。

2025年一季度，期货行业新增期货公司1家，为摩根士丹利期货（中国）有限公司，是国内首家外资全资控股的期货公司；一季度，因国际关税政策变化导致全球供应链结构调整，部分原材料价格波动性较大，企业

表4 2024年末主要期货公司财务数据（单位：亿元）

序号	期货公司	净资产	净利润
1	中信期货有限公司	140.42	9.96
2	永安期货股份有限公司	128.06	5.75
3	国泰君安期货有限公司	105.09	8.17
4	银河期货有限公司	70.71	4.99
5	上海东证期货有限公司	64.96	5.06
6	招商期货有限公司	53.53	3.39
7	浙商期货有限公司	52.99	2.77
8	华泰期货有限公司	50.99	1.59
9	中粮期货有限公司	47.13	2.61
10	广发期货有限公司	44.75	3.70
合计		758.64	47.99
期货行业合计		1588.03	84.63

注：1.数据以净资产由高到低排序；2.部分期货公司数据无法获取
资料来源：Wind数据，联合资信整理

¹ 因中国期货业协会 2024 年不再披露全年合计经营数据，故本报告中 2024 年行业经营数据使用上市期货公司披露金额，2025 年一季度行业经营数据口径调整为各月加总金额，下同。



套期保值需求增加,期货市场活跃度提升,当期,期货市场成交额162.08万亿元,同比增长30.47%,成交量19.40亿手,同比增长20.95%;全国期货公司母公司口径实现营业收入90.02亿元,同比增长11.22%,实现净利润24.79亿元,同比增长62.66%。

1. 期货经纪业务

2022—2024年,期货公司经纪业务运行相对平稳,交易额持续提升,年均复合增长7.68%;交易量先增后降,年均复合增长9.41%。2024年,期货市场全年成交量为619.26万亿元,同比增长8.93%;成交77.29亿手,同比下降9.08%。

中国期货市场的产品种类持续丰富,截至2024年末,国内期货期权品种合计146个,商品类期货期权品种共计125个(包括商品期货73个和商品期权52个),金融类期货期权品种共计20个(包含金融期货8个和金融期权12个),指数类期货品种1个(集运指数(欧线)期货)。

交易所手续费减收和返还对期货公司经纪业务收入的影响较大,手续费返还政策发生变化,如返还比例降低或者特定类型的交易不再享受返还,可能导致客户交易意愿下降、手续费收入减少,进而导致保证金存款收入降低。

2. 资产管理业务

根据中国证券投资基金业协会披露数据,截至2024年末,期货公司及其资管子公司在管私募资管产

品规模3143.18亿元,较上年末增长14.48%,期货公司平均管理私募资管产品规模28.57亿元,管理规模中位数为2.49亿元。期货公司及其资管子公司在管产品规模从2024年4月开始出现明显增长,3月至8月实现连续增长,产品规模由3月末的2706.93亿元增长至8月底的3535.72亿元,10月后在管规模逐步回落。2024年,期货和衍生品类产品规模波动增长,期末期货和衍生品类产品规模1008.04亿元,较2023年年末增长8.42%(见图1)。

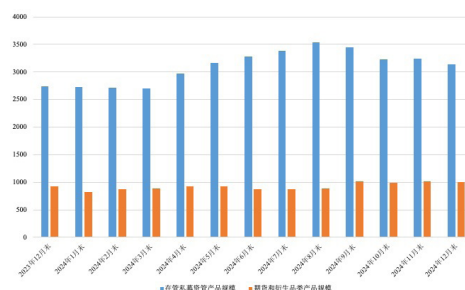
3. 风险管理业务

2022—2024年,期货公司的风险管理子公司资产总额保持相对稳定,净资产规模稳步提升,年均复合增长分别为0.56%和4.67%。截至2024年末,期货公司在协会备案设立97家风险管理公司,其中有96家风险管理公司备案试点业务;在中国期货业协会备案的风险管理公司总资产为1554.36亿元,净资产为442.65亿元;2024年,风险管理公司实现业务收入2249.84亿元,同比下降4.21%,净利润8.45亿元,同比增长6.96%。

仓单业务方面,主要以仓单约定购回为主,2024年,风险管理公司累计开展仓单约定购回业务159.55亿元,同比下降15.09%;仓单串换业务仅开展0.24亿元。

基差贸易业务方面,2024年,风险管理公司现货采购金额2669.40亿元,现货销售金额2579.69亿元,同比分别增长3.01%和2.81%;含权贸易现货累计采购金额24.59亿元,现货销售累计金额44.05亿元,嵌套期权名

图1 期货公司及其资管子公司在管产品规模情况(单位:亿元)



资料来源:中国证券投资基金业协会,联合资信整理

义本金125.20亿元,同比增长41.62%。

场外衍生品业务方面,2024年末,风险管理公司期末存续名义本金3367.55亿元,较上年末下降25.89%,主要系股指类合约名义本金下降51.09%所致;合规类型包括期权(占比67.91%)、远期(占比6.36%)和互换(占比25.73%)业务,资产类型以商品类(占比63.14%)和权益类(占比30.24%)为主。

做市业务方面,2024年,风险管理公司期货做市累计成交额130210.43亿元,成交量25518.18万手,同比分别大幅下降64.64%和63.15%;期权做市累计成交额3460.90亿元,成交量35400.84万手,同比分别增长4.74%、下降29.16%。

二、2025年行业信用风险展望

近年来,中国期货市场在服务实体、风险管理、产品创新、业务国际化等方面取得了进展,国内经济转型和严峻复杂的国际形势为期货公司带来较大的发展机遇;但期货行业经营易受外部因素的影响,未来收入实现存在不确定性。

期货行业具备价格发现、风险管理、资源配置等功能,成为连接资本市场与实体经济的重要桥梁,可提升商品的国际定价权,有助于国家经济高质量发展。期货市场通过价格信号引导企业优化生产、库存和贸易决策,未来,随着新能源、绿色经济等新兴领域的发展,期货品种将更贴近产业需求,如碳排放权、电力期货等新兴品种;期货市场基于期权、互换、含权贸易等工具不断创新,其中“保险+期货”模式可为农户提供多层次的保障,预计未来可能向更多产业延伸。国内期货市场已引入境外交易者参与24个境内特定品种,QFII/RQFII可参与75个品种,期货公司国际化布局加快,未来随着人民币国际化,将有全球投资者参与中国期货市场。

中国证监会发布的《关于加强监管防范风险促进

期货市场高质量发展的意见》(简称《意见》)明确了期货市场的发展目标:到2029年形成中国特色监管体系,2035年建成世界一流期货市场体系,政策支持将推动期货市场在服务实体经济、资源配置和价格发现功能上进一步深化。

积极的政策有利于稳定行业预期,保证实体经济及资本市场的稳定发展,我国经济整体处于转型期,面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患较多、国内大循环存在堵点等问题,加之目前国际形势依然复杂严峻,外部环境复杂性持续上升,但全球环境动荡和资本市场波动有利于期货公司业务开展,企业对套期保值、基差交易等风险管理工具的需求增加,期货公司能否在差异化竞争中找到盈利突破口仍待进一步观察。

期货行业业务同质化程度较高,受政策环境影响较大,行业竞争较为激烈,利润空间受持续压缩,未来业务收入和利润实现仍存在不确定性。

期货经纪业务方面,期货公司传统经纪业务对手续费佣金和保证金存款收入依赖程度较高,如交易所手续费减收和返还政策发生重大调整,期货公司手续费收入或将受到直接影响,同时,行业竞争加剧使得期货公司对客户的费用返还保持较高水平,且对经纪业务费率水平造成较大冲击;近年来,利率中枢持续下移,影响了期货公司保证金存款的利息收入。资产管理业务方面,期货公司可发行“CTA策略”、“固收+期货”、“权益+期货”等产品,规避资管产品、基金、理财产品等同质化程度较高的赛道;头部期货公司占据市场较高的份额,中小型期货公司面临研究、风控、资源等多方面困难,预计短期内无法实现“卖方”的转型。风险管理业务方面,期货公司多以贸易类业务为主,该类业务对利润贡献度很低,但做市业务、衍生品业务门槛较高,对期货公司的金融科技水平、人才储备、研究能力和风控能力均提出了很高的要求,且易受市场环境波动的影响,收入实现存在不确定性。■

年内隐债置换基本完成， 二季度发行规模创同期历史新高 ——2025年上半年地方政府债券市场观察及下半年展望

文 | 联合资信 邹洁 陈佳琪 翟瑞

2025年上半年，地方政府债券累计发行5.49万亿元，较上年同期增长57.18%，规模创历史同期发行新高；其中用于置换隐性债务的政府专项债券发行1.80万亿元，已完成全年2万亿元额度的90%，年内隐债置换基本完成。经济活跃区域为新增债券发行主力，重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进。三季度计划发行规模与一、二季度变动不大，积极的财政政策将加快落地；短期看，未来地方政府债券发行利率下降空间受限，且存在阶段性波动可能性；未来地方政府债务严监管态势仍将持续，同时化债思路向“防风险、促发展并重”转变，化债资源及地方投融资空间或将进一步分化。

一、地方政府债券相关政策梳理

2025年以来，我国宏观调控力度加大。2025年初《政府工作报告》提出，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好；实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力，适时降准降息，保持流动性充裕。在此背景下，地方政府债券作为重要的逆周期调控工具持续发力。2025年以来，地方政府债券相关政策主要体现在安排更大规模的政府债券，继续规范并推动土

储专项债工作；推动地方落实隐性债务置换，动态调整债务高风险地区名单；强调健全地方债务监测体系和政府债务风险指标体系，并进一步优化专项债券管理机制（见表1）。具体相关政策举措如下。

一是实施更加积极的财政政策，安排更大规模的政府债券，继续规范并推动土储专项债工作。2025年《政府工作报告》提出实施更加积极的财政政策，确保财政政策持续用力、更加给力。主要体现在：一是提高财政赤字率，今年赤字率按4%左右安排、比上年提高1个百分点，赤字规模5.66万亿元、比上年增加1.6万亿元；二是安排更大规模的政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑；拟发行超长期特别国债1.3万亿元、比上年增加3000亿元，拟发行特别国债5000亿元（支持国有大行补充核心一级资本）；新增地方政府专项债券限额4.4万亿元、比上年增加5000亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等；2025年合计新增政府债务总规模11.86万亿元、比上年增加2.9万亿元，财政支出强度明显加大。同时强调要加快各项资金下达拨付，尽快形成实际支出。2025年6月，《国务院关于2024年中央决算的报告》提出实施更加积极的财政政策，加强对惠民生、促消费、增后劲领域的投入，推动政策尽快落地见效。

二是坚持在发展中化债、在化债中发展，推动地方落实隐性债务置换政策，提升政府投资效益。2024年11月8日，十四届全国人大常委会第十二次会议决定，

批准增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，一次报批，分3年实施，2024—2026年每年2万亿元；2024年12月18日，当年的2万亿元置换额度已全部发行完毕；2025年上半年，2万亿元置换额度发行已完成九成。隐债置换工作加快推进，极大的缓解了地方化债压力，为地方政府腾出空间更好发展经济、保障民生。2025年《政府工作报告》指出，坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单。政策推动落实隐性债务置换政策与动态化管理举措并行，向市场传递出更为清晰的信号，部分区域短期流动性得到一定缓释。2025年6月，《国务院关于2024年中央决算的报告》提出尽早发行和使用超长期特别国债、专项债券等，发挥财政资金引导和带动效应，支持做好“两重”“两新”等工作；全国人大财政经济委员会提出提升政府投资效益，进一步优化预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等资金投向，超长期特别国债应更加聚焦重点领域和关键环节。

三是健全地方债务监测体系和政府债务风险指标体系，优化专项债券管理机制，加强地方政府专项债穿透式监管。在“遏增量、化存量”基调下，财政部《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》进一步明确将不新增隐性债务作为“铁的纪律”，对违规举债、虚假化债等行为严肃追责问责，防止前清后欠；健全地方债务监测体系和政府债务风险指标体系，推动建立统一的地方政府债务长效监管制度；加快剥离平台的政府融资功能，推动隐性债务风险化解和平台市场化转型。此外，《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》再次强调将进一步优化专项债券管理机制，即扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围、选择部分地区开展专项债券项目“自审自发”试点；允许专项债券支持回收闲置存量土地和收购存量商品房用作保障性住房；统筹好置换债务优先序和各年度置换

安排，加强再融资债券投向管理、过程管理。2025年6月，全国人大财政经济委员会提出加强地方政府专项债穿透式监管；加快推动地方政府融资平台改革转型，不得强制要求或违规接受融资平台等国有企事业单位承担政府投资项目融资任务和支出责任，坚决遏制新增隐性债务。

二、2025年上半年地方政府债券市场回顾

发行概况

2025年上半年，地方债发行规模和净融资规模创同期历史新高，新增专项债及特殊再融资债发行规模较上年同期大幅增长，第二季度土地储备专项债券发行有所提速。2025年上半年，地方政府债券累计发行1086支，金额合计5.49万亿元，发行规模较上年同期增长57.18%，创历史同期发行规模新高。从资金用途看，2025年上半年新发行地方政府债券中专项债券占78.52%，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构，也体现出地方政府通过专项债推动基础设施建设和拉动经济发展的政策倾向。从发行券种看，新增债券发行2.61万亿元，同比增长43.09%。其中，新增专项债券发行2.16万亿元，同比增长44.67%。同期，再融资债券发行2.88万亿元，发行规模已超过新增债券，主要系置换隐债专项债券发行1.80万亿元（占同期再融资债券发行规模的62.41%），化解存量隐性债务成为再融资债券核心任务。在2025年土地储备专项债券重启背景下，2025年上半年土地储备专项债券发行合计1708.76亿元，第二季度土地储备专项债券发行有所提速。从净融资额来看，2025年上半年地方政府债券总偿还金额为10768.60亿元（其中到期偿还金额为10649.40亿元，提前兑付金额为119.21亿元），净融资额为4.41万亿元，较2024年上半年（1.87万亿元）增长135.69%，创历史同期新高，反映财政政策明显加力。

2025年上半年，受化债政策推进影响，地方债发

表1 2024年下半年以来地方政府债券相关重要政策概要

发布日期	发布主体	政策/会议名称	政策要点
2024/07/30	国务院	国发〔2024〕134号文	35号文延期到2027年6月；重点省份的非持牌金融机构的债务，非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务，也可以进行债务置换和重组，但是不包括民间借贷，企业拆借和向不特定社会公众筹集的资金；不许新增1年以内的境外债，境外债可以用境内债来做借新还旧。
2024/08/27	央行、财政部、发改委、证监会	150号文	退平台不晚于2027年6月末，若逾期未退出，届时将由省级政府认定并向主管部门申请退名单。
2024//11/07	自然资源部	《关于运用地方政府专项债券资金收回收购存量闲置土地的通知》（自然资发〔2024〕242号）	优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未开工的住宅用地和商服用地。土地储备机构委托经备案的土地估价机构对拟收回收购地块开展市场价格评估，相较企业土地成本，就低确定收地基础价格。收回收购的土地原则上当年不再供应于房地产开发；确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应，供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。
2024/11/08	全国人大常委会	全国人大常委会办公厅新闻发布会	批准增加地方政府债务限额置换存量隐性债务的议案，在压实地方主体责任的基础上，增加6万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，新增债务限额全部安排为专项债务限额，一次报批，分三年实施，2024年末地方政府专项债务限额将由29.52万亿元增加到35.52万亿元；从2024年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排8000亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务4万亿元；2029年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务2万亿元，仍按原合同偿还。
2024/12/25	国务院办公厅	《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》（国办发〔2024〕52号）	扩大专项债券投向领域和用作项目资本金范围，实行专项债券投向领域“负面清单”管理；完善专项债券项目预算平衡；下放专项债券项目审核权限，选择部分管理基础好的省份以及承担国家重大战略的地区开展专项债券项目“自审自发”试点；加快专项债券发行进度、资金使用和项目建设进度，加强专项债券资金使用监管。
2025/03/04	自然资源部、财政部	《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》（自然资发〔2025〕45号）	各地要优先将处置存量闲置土地清单中的地块纳入土地储备计划，确有需求的新增土地储备项目也应纳入土地储备计划。用于土地储备的专项债券发行和使用应当严格对应到项目，专项债券资金可在同一土地储备项目内不同地块之间调剂使用，但以单个土地储备项目为单位，确保项目融资收益平衡。
2025/03/05	国务院	2025年政府工作报告	实施更加积极的财政政策，统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力。拟发行超长期特别国债1.3万亿元、特别国债5000亿元，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，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。稳妥化解地方政府债务风险。坚持在发展中化债、在化债中发展，完善和落实一揽子化债方案，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间。
2025/03/05	财政部	《关于2024年中央和地方预算执行情况与2025年中央和地方预算草案的报告》	按照一揽子化债政策安排，推动地方落实隐性债务置换政策，继续在新增地方政府专项债券中安排一定规模用于补充政府性基金财力，支持地方化债。允许专项债券支持回收闲置存量土地和收购存量商品房用作保障性住房，合理确定收购价格，防范道德风险，促进房地产市场止跌回稳。统筹好置换债务优先序和各年度置换安排，加强再融资债券投向管理、过程管理。
2025/06/24	全国人大常委会	《国务院关于2024年中央决算的报告》	用好用足更加积极的财政政策，加快政策落地，尽早发行和使用超长期特别国债、专项债券等，发挥财政资金引导和带动效应。指导督促地方做好隐性债务置换、融资平台改革转型、违规举债查处问责等工作。
2025/06/27	全国人大财政经济委员会	《第十四届全国人民代表大会财政经济委员会关于2024年中央决算草案审查结果的报告》	提升政府投资效益，进一步优化预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等资金投向，超长期特别国债应更加聚焦重点领域和关键环节。加强地方政府专项债穿透式监管。加快推动地方政府融资平台改革转型，不得强制要求或违规接受融资平台等国有企业事业单位承担政府投资项目融资任务和支出责任，坚决遏制新增隐性债务。

注：134号文、150号文为密发，文件内容为公开获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

行节奏明显加快。2025年上半年，地方政府债券发行规模较上年同期增长57.18%，各地落实化解地方政府隐性债务风险方案，2万亿元置换隐债专项债已发行1.80万亿元，在上半年地方债券发行总额中占比为32.71%，带动地方债发行规模及节奏明显提升（见表2）。

2025年上半年，10年期及以上地方政府债券发行占比大幅增长，地方债加权平均发行期限为15.88年，长期债券发行呈扩张态势。2025年上半年，10年期以上（含10年）地方政府债券发行占比为76.65%，较上年同期上升13.51个百分点。从整体发行期限看，2022—

2024年及2025年上半年，地方债加权平均发行期限分别为13.23年、12.39年、14.43年和15.88年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为7.93年、7.38年、8.43年和8.83年；专项债券的加权平均发行期限分别为15.54年、15.20年、16.04年和17.81年。

2025年上半年，广东、福建等经济活跃区域为新增债券发行主力，重点省份发行仍以再融资债券为主，化债持续推进（见图1）。2025年上半年，全国各省市发行规模仍呈现明显分化。其中，地方政府债券发行规模前3名的地区为江苏、山东和广东，其发行规模均超3600亿元，分别相当于对应省份2024年全年的76.33%、56.83%和54.70%，“35号文”界定的12个重点省份发债规模在全国各省份中位于中下水平。从结构看，广东、福建、浙江和上海新增债券发行占比分别为75.42%、63.11%、58.29%和58.04%，排名前4，经济活跃区域为新增债券发行主力；12个重点省份新增专项债券占比均未超过各自发行金额的36%，辽宁、贵州、西藏、云南、

内蒙古、天津、宁夏、重庆及青海再融资债券发行规模占各自发行规模比重均超过70.00%，其中8个省份为重点化债区域。整体看，重点化债区域地方债券发行目标更倾向于借新还旧，债务风险相对可控，项目准备成熟的财政大省则更多地承担起政府投资任务。从净融资额来看，2025年上半年，江苏、山东和广东净融资额超3200亿元，重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

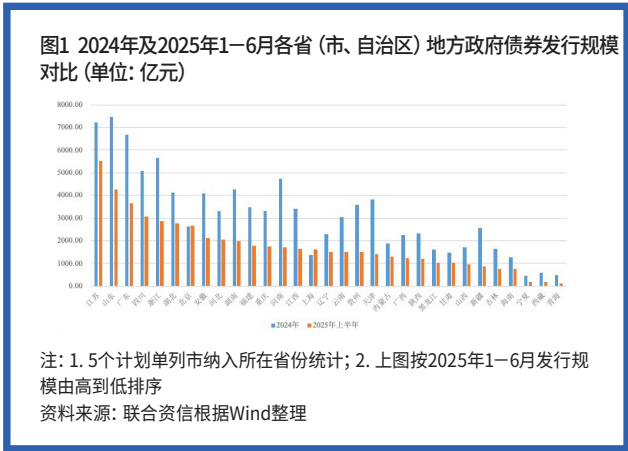


表2 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元）

月份	2021年		2022年		2023年		2024年		2025年1—6月
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	3623.36		6988.57		6434.93		3844.50		5575.66
2	557.24	11.96%	5070.95	24.81%	5761.38	22.62%	5599.61	16.10%	13057.30
3	4770.51		6186.67		8900.42		6294.50		9788.03
4	7758.23		2842.06		6728.49		3439.10		6932.91
5	8753.43	32.69%	12076.71	46.57%	7553.54	24.22%	9035.95	19.63%	7794.43
6	7948.68		19336.61		8302.28		6714.35		11753.22
7	6567.76		4063.09		6191.36		7108.30		--
8	8797.28	30.40%	3909.42	14.93%	13089.39	28.93%	11996.23	32.68%	--
9	7378.44		3010.84		7701.07		12843.23		--
10	8688.60		6687.32		13962.85		6831.33		--
11	6803.81	24.95%	2468.94	13.69%	6672.09	24.23%	13141.09	31.59%	--
12	3178.97		914.60		1955.87		10912.70		--
合计	74826.30	100.00%	73555.79	100.00%	93253.68	100.00%	97760.88	100.00%	54901.55

注：“--”表示数据不适用
资料来源：联合资信根据Wind整理

利率与利差分析

受央行暂停国债买入操作影响，2025年2月地方债平均发行利率小幅回升；2025年第二季度，地方债平均发行利率有所下行。

2023年11月至2024年9月底前，受央行降息及债市“资产荒”导致利率中枢整体下行影响，地方政府债券平均发行利率持续下降至历史低位（见图2）。2024年10月，受资金面偏紧、多项稳增长政策集中出台拉动国债收益率反弹及宏观逆周期调节政策力度加大影响，地方债利率发行普遍小幅回升；2024年11月—2025年1月，地方政府债券平均发行利率保持下行；2025年2月，受央行暂停国债买入操作，流动性投放规模缩减影响，地方债发行利率小幅回升；2025年第二季度，地方政府债券平均发行利率有所下行。2025年第一、二季度地方政府债券平均发行利率分别为1.94%和1.85%，其中一般债券平均发行利率分别为1.78%和1.72%，专项债券平均发行利率分别为1.98%和1.88%。

2025年第一、二季度利差均环比走阔，省份之间利差走势分化明显。2024年前三季度地方债平均利差持续收窄，分别为11.76bp、10.76bp和6.26bp，三季度同比及环比收窄明显，利差处于历史低位，2024年第四季度，受宏观政策影响，地方债平均利差环比走阔至9.05bp。2025年一季度及二季度，平均利差环比继续走阔至11.28bp和12.01bp。各省份发行利差方面，以发行数量最大的10年期地方债为样本，2025年第二季度平均发行利差最高的省份为内蒙（19.02bp），

其次是湖南（17.22bp）、广西（16.63bp）、安徽（16.56bp），在12bp~15bp区间的是甘肃、西藏、江西、四川、云南、重庆、海南、陕西，其余省份均不超过12bp；利差从高到低排序，位居后3位的省市分别是江苏、浙江和上海，均不超过3bp。从各省份利差环比变动情况来看，2025年第二季度，利差环比提升最明显的是广西（提升14.05bp），收窄最明显的是吉林（收窄14.79bp），此外海南、内蒙古、山东、云南、陕西、黑龙江、甘肃、上海、广东、河北、河南及贵州平均利差环比均有所下降，省份之间利差走势分化明显。

地方政府专项债券投向领域

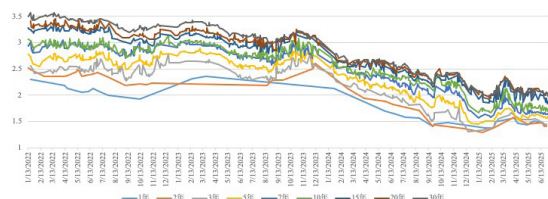
2025年上半年，专项债募集资金投向中基建领域仍是主要发力点，多地市重启土地储备专项债券发行。

2025年上半年，专项债募集资金前三大投向为交通基础设施建设、城乡发展及铁路轨道，用于上述三大投向的发行金额占比合计达48.43%；用于支持中小银行的专项债未发行；单一用于回收闲置土地项目的土地储备专项债券于今年重启，截至2025年6月底，北京市、广东省、四川省、湖南省、福建省、浙江省、安徽省及厦门市（计划单列市）均有发行，发行金额占比为6.80%。

三、地方政府债券未来展望

三季度发行节奏预计与一、二季度变动不大。2025年上半年，地方政府债券发行总额较上年同期增长57.18%，发行规模创同期历史新高。从发行节奏看，第一、二季度地方政府债券发行规模分别为2.84万亿元和2.65万亿元，其中2025年上半年新增专项债券发行2.16万亿元，占2025年新增专项债券限额的49.09%；置换隐债专项债券发行1.80万亿元，完成今年2万亿元限额的90%。各省市第三季度计划发行地方政府债券2.73万亿元，其中计划发行新增专项债1.49万亿元。整体看，三季度地方政府债券发行节奏预计与上半年变动不大。

图2 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据Wind整理



积极的财政政策将加快落地,下半年建设项目加速或将带动社会投资。过去十年我国财政赤字率一直在2.3%至3.8%之间波动,2025年3月5日,国务院《政府工作报告》提出实施更加积极的财政政策,今年预算赤字率首次上升至4%左右,赤字率的突破释放中央加强逆周期调节的重要信号,对于稳定经济增长及提振市场信心非常关键;同时今年新增赤字的95%为中央承担,中央赤字规模及占比均大幅增加,将持续助力央地债务结构优化,有利于减轻地方发展包袱,激发地方活力。新增地方债方面,2025年《政府工作报告》提出2025年地方新增专项债安排4.40万亿元,较去年增加0.50万亿元,有助于满足稳增长、稳投资需求。财政支出方面,计划2025年全国一般公共预算支出规模比上年增加1.2万亿元,同时提出大力提振消费、提高投资效益、深化财税金融体制改革等多种政策导向。2025年7月19日,雅鲁藏布江下游水电工程(总投资约1.2万亿元)开工仪式在西藏自治区林芝市举行,2025年上半年较为集中的化债项目和下半年较为集中的建设项目可能整体镜像分布,二季度超长期国债资金、政策性金融工具先后落地陆续形成带动。

短期看,未来地方政府债券发行利率下降空间受限,且存在阶段性波动可能性。2024年12月至2025年初,受降息预期影响,债券市场收益率过快下行。为此,2025年一季度央行暂停开展公开市场国债买入操

作,并适度收紧流动性投放。经过调整,债券市场利率逐步回升至合理水平,为下一步政策利率调整奠定了基础。2025年以来,在关税政策的外部冲击下,货币政策延续适度宽松基调,4月25日中央政治局会议提出“适时降准降息,保持流动性充裕”,5月7日央行宣布下调政策利率0.1个百分点、下调存款准备金率0.5个百分点。2025年第二季度,地方债平均发行利率保持下行,并跌破2%,短期看,未来地方政府债券发行利率下降空间受限,同时后续股市行情震荡调整、财政持续发力与地方政府债供给放量可能从资金层面对短端利率形成扰动,存在阶段性波动可能性。

地方化债思路在保持严监管的同时,向“防风险、促发展并重”转变,未来化债资源及地方投融资空间或将进一步分化。地方政府债务管理仍将保持严监管态势,2025年《政府工作报告》继续指出要完善政府债务管理制度,坚决遏制违规举债冲动,同时2025年以来财政部多次强调,对新增隐性债务将持续保持“零容忍”的高压监管态势。要坚定不移严防新增隐性债务,推动隐性债务“清仓见底”,加快融资平台改革转型,促进可持续发展。2025年6月,全国人大财政经济委员会提出加强地方政府专项债穿透式监管,坚决遏制新增隐性债务。与此同时,随着2024年及2025年上半年再融资置换债券的大规模发行,地方偿债风险已得到缓释,支持内需的空间扩大,2025年《政府工作报告》提出“坚持在发展中化债、在化债中发展”的思路,体现了地方化债工作由以往的“防风险”向“防风险、促发展并重”转变。2025年6月,《国务院关于2024年中央决算的报告》进一步提出突出发展质量;同月,全国人大财政经济委员会提出进一步优化预算内投资、超长期特别国债、地方政府专项债等资金投向,超长期特别国债应更加聚焦重点领域和关键环节。随着2025年3月起“退重点省份”启动及政策导向下地方融资平台市场化转型进程的加快,未来各省份的化债资源及投融资空间或将进一步分化。///

化债追踪：城投公司2024年年报变化分析

文|联合资信 张婧茜 韩锦彪 李凯田

一、外部经济与财政环境变化

2024年,我国国民经济整体回升向好,但大部分省市经济增速有所放缓;一般公共预算收入保持增长,但税收收入同比下降。同时,受房地产行业下行影响,政府性基金收入仍处于下降态势,地方债务负担呈上升趋势,大部分省市中央转移支付规模持续增长对地方财力形成一定支撑。

2024年,我国国民经济继续回升向好,初步核算,我国GDP按不变价格计算同比增长5.0%,经济运行稳中有进,同时也面临外部压力加大、内部困难增多等挑战。2024年,各省市区域经济发展水平差距依旧较大,广东、江苏GDP超过十三万亿元,经济总量排名靠前。受外部压力加大、国内需求不足、房地产市场景气度低等多因素影响,2024年大部分省市GDP增速放缓,其中GDP增速较快的区域为西藏和新疆,GDP增速均在6%以上,但区域经济总量较小。十二个重点省市中¹除云南、广西、黑龙江、吉林和青海以外,GDP增速均超过5%(见图1)。

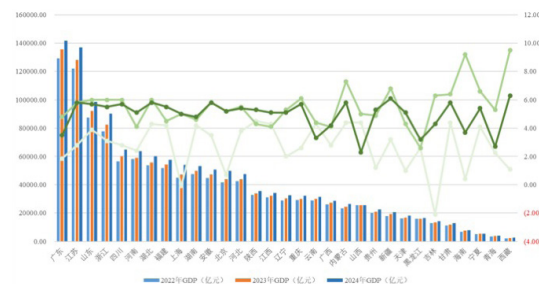
一般公共预算收入方面,2024年,除海南、广东和青海外,全国大部分省市一般公共预算收入保持增长,但主要系非税收入增长所致;其中西藏、吉林和新疆增速均高于10.00%。2024年,浙江、北京和上海一般公共预算收入中税收占比均保持在80%以上,收入质

量高;重点省市中内蒙古、天津和青海一般公共预算收入中税收占比均保持在70%以上,一般公共预算收入质量相对较好。受国内需求不足、部分企业生产经营困难、房地产市场持续调整等因素影响,2024年大部分省市税收收入均同比下降(见图2)。

政府性基金收入方面,受房地产行业下行,土地市场低迷影响,2024年全国31个省市中大部分省市政府性基金收入下降,其中江苏、浙江、广东和湖南政府性基金收入下滑幅度均超过20%。在此背景下,中央转移支付对地方财力形成有效支撑,2024年大部分省市上级补助收入呈增长态势。

2024年底,江苏、浙江、山东等经济强省广义债务率增速明显高于政府债务率增速。从债务率角度来看,2024年底,重点省市债务率均有所上升,其中贵

图1 2022-2024年各省市GDP及增速情况



资料来源：根据联合见智及公开数据整理

¹ 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、宁夏（以下简称“重点省市”）。

州、重庆、吉林、云南和天津债务率上升幅度较大，均较2023年底上升超过20个百分点。广义债务率角度，重点省市中除天津和广西2024年底广义债务率较2023年底有所下降外，其余省市广义债务率均保持上升态势。综合来看，尽管2024年债务化解工作已取得一定成效，但重点省市中天津、重庆和广西等的债务水平仍较高，考虑到地方财政仍持续承压，债务化解进度仍需持续关注（见图3）。

政策环境变化及影响方面，2024年中央化债政策通过“置换+压降+转型”的组合拳，短期内有效缓释了债务压力，但长期需依赖经济发展与化债的新平衡。

2024年化债政策（134号文、150号文、财政部“组合拳”）的陆续出台，体现了中央对地方债务风险的系统性化解思路，基调聚焦于“化债与发展并重”，通过延长化债周期、扩大债务置换范围、推动城投平台转型、强化财政支持等重要手段，平衡短期流动性压力与长期风险防控，最终实现地方债务风险与经济动态平衡。

根据《政府工作报告》，2025年将加力实施城中村和危旧房改造，推动房地产市场止跌回稳，完善和落实一揽子化债方案，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间，推进新型城镇化和区域协调发展。

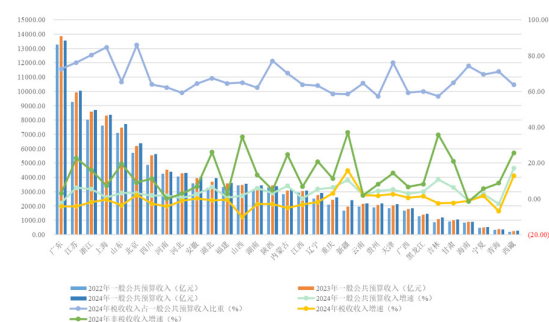
二、城投公司财务指标变化

本文梳理了全国发债城投公司2022—2024年年报财务数据，通过研究2024年财务报表变化进而探析城投公司在投资端、回款、筹资、债务及偿债能力等方面的变化及特点。截至2025年4月底，已披露2022—2024年年报且历史数据具有可比性的全国城投公司2200余家，本文以上述城投公司为样本进行分析。需说明的是，由于部分区域的发债城投公司数量较少，样本可能无法代表当地城投公司的普遍情况，且不同城投企业记账方式或存在差异，数据代表的经济含义与实际情况可能存在偏差。

投资方面：以发行地方政府债券的形式满足政府投资需求，通过债务显性化遏制隐性风险，从而迫使城投公司加速市场化转型，2024年城投公司财务报表呈现出投资增速进一步放缓、投资结构持续调整的态势。

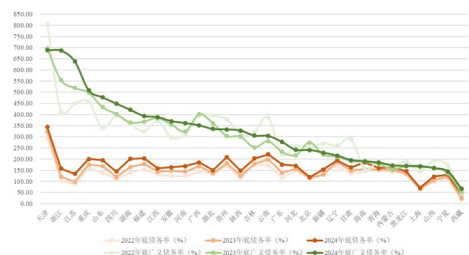
全国整体情况方面：从投资规模来看，2022—2024年底，城投公司城建类资产、自营类资产、股权和基金类投资规模均逐年上升；城镇化水平不断提升的背景下，以发行地方政府债券的形式满足政府投资需求，替代城投公司融资职能，通过债务显性化遏制隐性风险，从而迫使城投公司加速市场化转型，加之弱

图2 2022—2024年各省市一般公共预算收入、2024年一般公共预算收入增速、税收增速、非税增速以及税收占比情况



资料来源：根据联合见智及公开数据整理

图3 2022—2024年各省市债务率及广义债务率



注：1.债务率=政府债务余额/综合财力*100%；2.广义债务率=（政府债务余额+城投债务余额）/综合财力*100%；3.城投债务余额为联合资信城投企业分类口径中城投企业债务之和（已剔除子公司数据）；4.综合财力=一般公共预算收入+政府性基金收入+一般公共预算上级补助收入+政府性基金上级补助收入

资料来源：根据联合见智及公开数据整理

资质企业因融资渠道受限及化债背景下的控增化存策略等综合影响, 2024年上述资产(城建类资产、自营类资产、股权和基金类投资)规模增速分别由2022年的12.66%、13.55%和15.26%下降至2024年的3.99%、4.47%和11.81%。从主要资金投向来看, 以土地资产及基础设施建设类项目投入形成的城建类资产和在建工程为主的自营类资产增速明显下降, 但受整体基数较大影响, 仍是资金主要流向, 相比较而言, 股权投资增速相对较高, 但受基数相对较小影响, 2024年新增投资规模仍小于传统城建类资产投资规模。从资产结构看, 2024年底, 城建类资产、自营类资产、股权和基金类资产在三者合计中占比分别为63.55%、23.95%和12.49%, 其中城建类资产占比由2023年的64.19%下降至63.55%, 但仍为城投企业主要的资产构成。

分区域方面: 在“化债与发展并重”的背景下, 绝大部分省市的三类投资(城建类资产、自营类资产、股权和基金类投资)合计及城建类资产投资均呈正增长态势, 其中非重点省市中有11个省市三类投资增速超过5.4%。2024年上述三类投资(城建类资产、自营类资产、股权和基金类投资)增速为负的九个地区包括重点省市中的黑龙江、吉林、辽宁、云南、贵州、天津、宁夏及非重点省市福建、新疆, 其中除了宁夏投资增速下降归因于基金类投资规模下降外, 其他八个地区均主要归因于城建类及自营类资产增速下降, 增速下降最快的辽宁(-11.49%)主要系城建类资产及自营类资产规模均有所下降所致, 福建投资增速为负主要系城建类资产规模下降所致, 新疆投资增速为负主要系自营类资产规模下降所致; 其他省市投资增速均位于0.8%~7.4%之间。2024年福建、海南、甘肃和广东城投公司城建类资产增速相对较高, 均超过20%, 重点省市中吉林、天津、贵州、宁夏城投公司城建类资产增速为负。

从投资结构来看, 城建类资产占比相对较高(占三项投资总额的比重超过80%)的为海南和黑龙江城

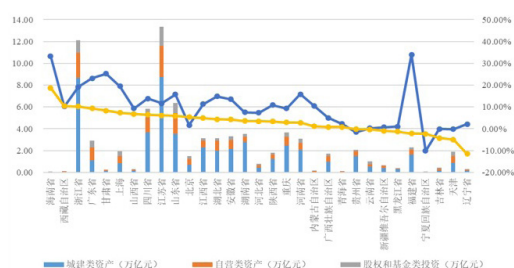
投公司; 自营类资产占比相对较高(占三项投资总额的比重超过40%)的包括内蒙古、西藏、广东及甘肃城投公司, 其中内蒙古、西藏及甘肃可能受基数整体偏小影响; 股权和基金类投资占比相对较高(占三项投资总额的比重超过20%)的包括云南、上海和广东城投公司。由于不同城投企业记账方式存在差异, 加之样本影响, 上述占比可能存在偏差(见图4)。

回款方面: 2024年, 城投公司应收账款规模继续扩大, 但整体增速持续放缓; 现金收入比维持较高水平。

城投公司应收账款主要系因开展传统城建类业务及经营类业务产生的应收款项, 2022—2024年底, 受项目回款滞后影响, 城投公司应收账款规模逐年增长, 但2024年增速较2023年有所放缓。从回款指标来看, 城投公司现金收入比整体表现较好且回款水平不断提升, 不排除部分项目竣工但未结算, 或城投公司传统业务占比下降, 回款受益于收现表现较好的贸易、工程施工及公用事业类业务及城投公司垫资经营模式转变等的综合影响。

分区域来看, 2024年底城投公司应收账款规模较大的省市包括江苏、四川、山东、浙江、安徽和湖南, 其中江苏城投公司应收账款规模最大, 已超过1.2万亿元, 应收账款低于百亿元的区域包括内蒙古、西藏、宁夏、海南和青海。从增速来看, 2024年, 内蒙古、北京和河北城投公司应收账款增速较快, 均超过25%; 内

图4 各省市城投企业投资类指标规模及增速



资料来源: 联合资信根据Wind整理

蒙古城投公司受基数小影响,增速达48.25%。

重点省市方面,重庆、贵州城投公司应收账款规模相对较大,超过2000亿元,天津、黑龙江、甘肃、宁夏和青海城投公司2024年应收账款增速为负,规模实现下降(见图5)。

筹资方面:2024年,城投公司筹资活动整体仍呈净流入,但净流入规模降幅较大,区域之间分化明显。净流入规模较大的省市集中于经济及财力水平、再融资环境较好的浙江、江苏等区域;云南、内蒙古、黑龙江和青海4个重点省市城投公司筹资活动现金连续三年净流出;山西、江西、陕西和宁夏城投公司由2023年的净流入转为2024年的净流出。

2022—2024年,城投公司筹资活动现金流入和流出规模均逐年增长,筹资活动现金流整体呈净流入态势,净流入规模逐年下降,其中2024年降幅明显(为40.65%),主要系受35号文等影响部分城投公司新增融资受限所致。从增速来看,2024年,城投公司筹资活动流入及流出增速均低于2023年。

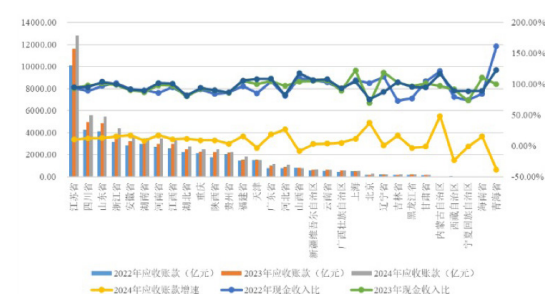
分区域来看,2024年筹资活动现金流入规模较大的区域包括江苏、浙江、山东、四川、河南,单年流入规模均超过万亿元;从增速来看,2024年,城投公司筹资活动现金流入增速超过30%的区域包括西藏、甘肃、新疆及北京,其中西藏最高,为119.63%,主要系受基数小影响。从筹资活动现金流量净额来看,受融

资政策及融资环境变化影响,重点省份和非重点省市分化明显,2024年城投公司筹资活动现金呈净流出的省市包括内蒙古、云南、陕西、江西、山西、青海、宁夏和黑龙江,大部分为重点省市。重点省市中云南、内蒙古、黑龙江和青海城投公司筹资活动现金连续三年净流出,山西、江西、陕西和宁夏城投公司由2023年的净流入转为净流出;除此外,大部分省市城投公司筹资活动现金虽三年持续净流入但净流入规模呈不同程度的下降(见图6)。

有息债务方面:2024年,城投公司债务规模持续增长,但增速进一步放缓,且多数重点省市城投公司债务规模有所下降,债务化解取得一定成效;城投公司短期债务占比逐年提升,江苏和山东城投公司短期债务占比相对较高,城投公司整体流动性压力仍较大,2024年底重点省市中云南、辽宁、广西、重庆、天津及青海短期债务占比较2023年底有所下降。城投公司融资结构有所优化,仍以银行借款为主,且占比逐年提升,重点省市中辽宁、云南、广西、黑龙江、内蒙古、宁夏和吉林非标融资规模得以明显压降。2024年,全国各省市债券融资整体呈压降态势,大部分地区城投债融资表现为净偿还或紧平衡。

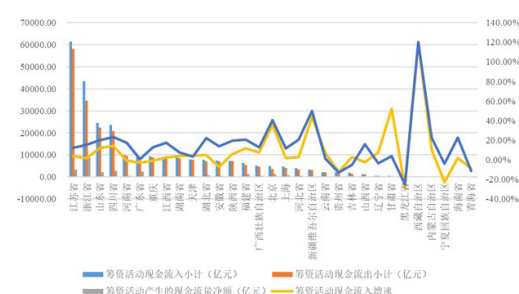
债务规模方面,2024年底,城投公司债务规模仍有所增长,但债务增速进一步放缓。分区域来看,江苏、浙江、四川、山东的城投公司债务规模排位靠前,

图5 各省市城投公司应收账款及增速、现金收入比情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

图6 各省市城投公司筹资活动现金流情况



资料来源: 联合资信根据Wind整理

均超过4万亿元；从全部债务增速来看，2024年，海南、广东、浙江、北京和甘肃城投公司全部债务增速相对较快，均超过10%；河北、吉林、山东、四川、上海、福建和河南增速处于5%~10%，宁夏、云南、贵州、青海、西藏、新疆、内蒙古、天津、辽宁和黑龙江城投公司全部债务规模较上年有所下降，其中9个省市为重点省市（见图7）。

债务期限方面，城投公司整体期限结构仍以长期债务为主，但短期债务占比逐年提升，短期债务偿付压力持续加大，2024年底短期债务占比为25.92%。分区域看，短期债务占比超过30%的区域包括江苏和山东，重点省市中宁夏短期债务占比相对较高，超过25%，重庆和云南短期债务占比在20%~25%之间。2024年底重点省市中云南、辽宁、广西、重庆、天津及青海短期债务占比较2023年底有所下降。

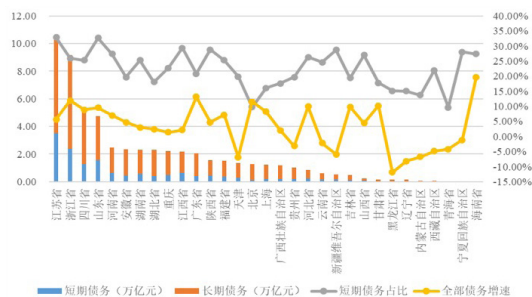
债务结构方面，2024年底，城投公司融资渠道仍以银行借款为主（占60.42%），此外是债券融资（占23.51%）和非标融资（占16.07%）；2022—2024年底，城投公司银行借款占比逐年小幅提升，债券及非标融资合计占比逐年下降。分区域来看，债券融资占比较高的区域包括宁夏、西藏和山西，占比均超过30%；非标融资占比较高的区域包括黑龙江、青海、内蒙古、北京、上海和天津，均超过30%，2024年重点省市中辽宁、云南、广西、黑龙江、内蒙古、宁夏和吉林非标融资规模得以明显压降，考虑到本报告将政府专项债资金计入长期应付款，数据与实际情况可能存在差异。债券融资方面，2024年城投债发行规模同比大幅下降17.02%至49141.14亿元，净融资由2023年的净流入11442.79亿元转为净偿还3332.94亿元。2024年，江苏、浙江和山东发行规模排名仍稳居前三，发行规模合计约占全国的47%，青海、黑龙江、宁夏、甘肃、内蒙古及海南发行规模不足百亿。除山东、云南、新疆、贵州等少数地区城投债发行规模保持增长外，全国大部分省市发行规模均有所下降。净融资方面，全国各省

市债券融资整体呈压降态势，除山东、河南、广东、福建、新疆、北京、河北净融资规模超百亿外，2024年全国大部分地区城投债融资表现为净偿还或紧平衡，其中江苏净偿还规模约1300亿元，浙江、天津、湖南净偿还规模超过600亿元（见图8）。

偿债能力方面：2024年城投公司整体债务负担仍有所上升，现金短期债务比进一步下滑，反映出城投公司在偿债及流动性方面仍面临较大压力。

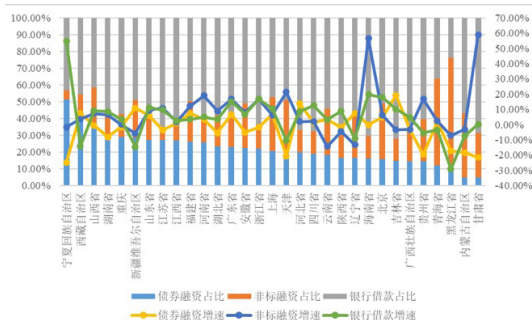
2022—2024年底，城投公司整体资产负债率和全部债务资本化比率均逐年提升，现金短期债务比逐年下降，短期偿付压力进一步加大。分区域来看，北京、

图7 各省市城投公司债务规模及增速情况



注：部分公司非标融资可能计入长期借款，部分公司长期应付款含政府专项债及无息的专项应付款，为方便计算，本报告将长期应付款均视为非标融资，数据与实际情况可能存在差异
资料来源：联合资信根据Wind整理

图8 各省市城投公司债务结构情况



注：部分公司非标融资可能计入长期借款，部分公司长期应付款含政府专项债及无息的专项应付款，为方便计算，本报告将长期应付款均视为非标融资，数据与实际情况可能存在差异
资料来源：联合资信根据Wind整理



西藏、浙江、陕西、青海、四川、吉林、江苏和河北城投公司债务负担较重，以上区域城投公司全部债务资本化比率均超过55%且均超过全国平均水平（53.93%），宁夏、黑龙江、内蒙古和海南城投公司债务负担相对轻，全部债务资本化比率不足39%（见图9）。

三、总结

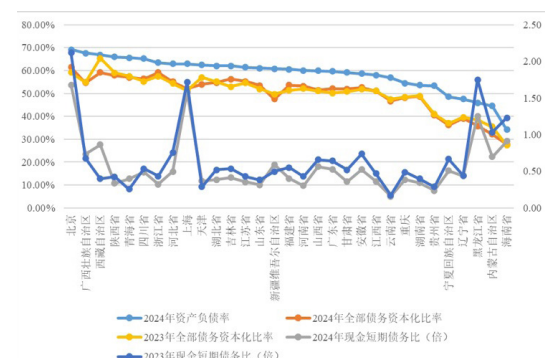
2024年以来，全国各省市经济实力稳步增长，增速大多放缓；各省市一般公共预算收入增长主要依赖

非税，且政府性基金收入基本处于逐年下降态势，地方债务负担呈上升趋势，大部分省市中央转移支付规模持续增长对地方财力形成一定支撑。2024年中央化债政策通过“置换+压降+转型”的组合拳，短期内有效缓释了债务压力，部分重点省市债务水平仍相对较高。

化债效果方面，城投公司债务规模持续增长但增速有所放缓，重点省市债务规模压降态势较为明显；城投公司融资结构有所优化，仍以银行借款为主，且占比逐年提升，大部分重点省市非标融资规模得以压降；城投公司投资结构持续调整，城建类资产占比有所下降。面临问题包括，隐性债务化解仍是重点，但城投公司经营性债务规模大，整体债务负担仍重；净融资额降幅较大，区域分化显著，部分区域应收账款规模继续扩大，回款压力未缓解；同时，投资端增速放缓，基建类投资受限，叠加回款压力，城投公司内生偿债能力尚未实质性改善。

在财政收支压力较大的背景下，城投企业除额度内置换债外难以获得大规模资金支持，财务基本面显著改善难度仍大，债务实际化解仍依赖城投公司自身造血从而实现经济发展与化债的新平衡。///

图9 各省市城投公司偿债能力指标及变动情况



资料来源：联合资信根据Wind整理

《地方资产管理公司监督管理暂行办法》 解读及对行业信用水平的影响分析

文 | 联合资信 卢芮欣 陈鸿儒 梁兰琼

国家金融监督管理总局（以下简称“金监局”）于2025年7月15日公布了《地方资产管理公司监督管理暂行办法》（金规〔2025〕16号，以下简称“新规”），自印发之日起施行，标志着地方资产管理公司（简称“地方AMC”）行业正式迈入全面从严监管的规范发展新阶段。

一、新规的历史地位与重要意义

此前，地方AMC的主要监管依据是2019年7月发布的《中国银保监会办公厅关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153号，以下简称“153号文”），部分省份也制定了区域性监管办法。原中国银保监会曾于2021年8月就《地方资产管理公司监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）在业内征求意见，央行亦于2021年12月就《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》公开征求意见，但均未正式出台。

新规的颁布实施，彻底改变了地方AMC行业长期缺乏统一制度框架的局面，终结了监管规则多头分散且“碎片化”的时代。作为行业首部专门监管办法和纲领性文件，新规从顶层设计层面对地方AMC行业进行全面规范，正式构建起全国统一的监管框架，为行业长期健康、有序发展奠定了制度基础，也为后续监管执法提供了制度保障。同时，新规作为部门规章，正式取代了作为部门工作通知的153号文（153号文同时废

止），法律效力升级进一步强化了监管约束效力。

此外，金监局曾于2024年11月发布《金融资产管理公司不良资产业务管理办法》（金规〔2024〕17号，以下简称《金融AMC办法》）。在金监局的统一监管精神下，新规总体参照《金融AMC办法》，对齐了整个不良资产行业的监管标准，结合量化风控指标，可实现监管效率的提升。

从监管思路来看，新规与153号文一脉相承；新规较《征求意见稿》虽有细节调整，但基本监管精神和核心要求亦保持一致；新规与《金融AMC办法》在可收购资产范围、处置方式、收购和处置总要求等方面的规定基本一致，同时，结合地方AMC与金融AMC的定位差异，新规针对性明确了地方AMC的属地定位、防范化解区域性风险的职能目标等要求，并在业务范围、不得收购的资产范围、处置转让要求等方面作出差异化规定。

二、新规核心内容解读及影响分析

身份定位

新规首次明确了地方AMC的官方定义，并强调其防范化解区域性风险的职能定位。“地方资产管理公司，是指在中华人民共和国境内依法设立、从事金融不良资产批量收购处置等业务的地方金融组织。地方资产管理公司从事金融不良资产批量收购处置业务，须经国家金融监督管理总局公布名单。”“地方资



产管理公司应当以防范化解区域性金融和实体经济风险为主要经营目标。”

资本门槛

2021年《征求意见稿》要求地方AMC注册资本不低于10亿元且为一次性实缴货币资本，但本次新规未提及相关资本要求、未明确最低资本金限额。根据2013年11月《中国银监会关于地方资产管理公开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》（银监发〔2013〕45号），获得国家金融监管机构资质认可、开展金融企业不良资产批量收购处置业务的条件包括“注册资本最低限额为十亿元人民币，且为实缴资本”；因此，若要成为可开展金融不良批量收购业务并获得金监局资质认可的地方

AMC，仍需满足10亿元实缴资本的最低要求。

行业监管

监管主体方面，新规延续目前的“中央+地方”双监管格局，强调“省级地方金融管理机构对本地区地方资产管理公司的监督管理和风险处置负总责”，地方AMC的“设立、终止等重大事项统一由省级地方金融管理机构负责，不得下放”，但可授权省级以下承担监管职能的机构开展非现场监管、现场检查、违法违规行为查处等监管工作；金监局“负责制定地方资产管理公司监管规则，对省级地方金融管理机构进行业务指导和监督”。

新规进一步压实监管责任，除延续153号文从准入要求、重大事项事前报告要求（事前报告范围扩

大到董、监、高和分、子公司等)、现场检查和非现场监管等要求外,还新增“强化关联交易涉及账户和资金流向的穿透监管”,加强流动性风险监管、定期监测流动性指标的要求。此外,核心主业不突出且经营范围涉及行业过多,股权关系复杂且不透明,关联企业众多、关联交易频繁且异常,实际控制人或者主要股东公司治理结构与机制存在明显缺陷等情形,将成为监管机构的重点关注对象。

业务范围

新规明确界定了地方AMC可经营的7项业务、可收购的8类资产和禁止收购的6类资产,且要求不得从事其他非列明业务,非金融不良资产需经司法确权,同时划定5大业务红线,清晰的经营边界为地方AMC规范主业发展明确了路径。

业务范围方面,新规仅围绕不良资产相关领域进行规定,包括“(一)收购、管理和处置不良资产;

(二)受托管理和处置不良资产;(三)担任破产管理人或者破产清算组成员;(四)咨询顾问;(五)对已持有的资产追加投资;(六)市场化债转股(需经注册地省级地方金融管理机构同意);(七)法律、行政法规、国家有关文件规定和国家金融监督管理总局同意开展的其他业务”。与2021年《征求意见稿》相比,新规删除了“主营业务”的定义,删除了原列为非主业的投融资类业务(投融资业务不特别列出亦可开展),不良资产相关业务范围也删除了“托管、清算、重组问题金融机构和非金融机构”和“对问题金融机构和非金融机构进行阶段性股权投资或提供短期资金支持”等内容。其中,托管问题机构业务目前尚无地方AMC开展,且对专业能力要求较高,地方AMC开展此业务的可能性也较小,因此删除此条无影响;同时,托管高风险机构是金融AMC的业务范围之一,此条差异也体现了金融AMC和地方AMC的不同分层定位。清算问题机构业务与第三条担任破产清算组成

员有所重复,删除亦无影响。重组问题机构业务虽未列入新规业务范围,但新规特别说明了地方AMC“经省级人民政府指定、参与地方中小金融机构等区域性金融和实体经济风险处置的,按照有关风险处置方案执行”,目前地方AMC参与的重组问题机构业务主要是高风险中小金融机构的并购重组,未来经政府指定仍可继续参与此类业务,因此删除此条影响不大。

“对问题机构进行阶段性股权投资或提供短期资金支持”实为企业纾困业务,曾是监管鼓励的业务方向之一,多家地方AMC均有开展,其删除将对地方AMC业务发展造成一定影响;但企业纾困确属不良资产业务范畴,有业内人士透露,此条虽从所列业务范围删除,但并非严格不可开展,具体尚存监管解释空间。

可收购资产范围方面,新规与《金融AMC办法》几乎一致,明确“金融机构处置不良债权形成的资产”,“信托、理财产品、公募基金、保险资管产品、证券公司私募资管产品、基金专户资管产品等持有的价值发生明显贬损的对公债权类资产或者对应份额”,

“本金、利息已违约,或者价值发生明显贬损的公司信用类债券、金融债券及同业存单”以及“地方金融组织所有的逾期对公、个人债权类资产,以及处置上述债权形成的实物资产、股权资产”均为可收购资产,扩大了可收购资产范围,该范围界定基本涵盖了近年不良资产行业的新业务类型,许多创新业务得以正名,将促进未来市场供给规模快速扩大。但新规也明确了地方金融组织和非金融机构所有的逾期不良资产需经司法确权后方可收购,该要求针对不良资产行业以往屡见不鲜的“明债实贷”类违规放贷行为,规范了非金融机构不良业务的收购标准,有助于防范地方AMC以收购不良资产名义变相提供融资或违规输送利益;但确权条件前置,导致可收购时点较以往大幅滞后,从逾期或尚未逾期但有风险即可介入收购,到必须逾期后诉讼并确权方可收购,这将大幅减少可收购的非金资产范围,亦将加剧已确权资产的收购竞争。

业务红线方面, 新规延续153号文的红线要求, 根据“真实洁净”收购的总原则划定5大经营红线, 通过禁止“与转让方及其关联方约定本金保障和固定收益承诺”, 禁止隐性回购、限制违规通道业务等, 减少金融机构虚假出表、通过地方AMC规避监管的行为; 明确地方AMC不得“以收购不良资产名义为企业、项目提供融资”, 不得“为融资平台提供融资通道, 以任何形式新增地方政府隐性债务”, 不得违规输送利益或者协助逃废债务等。上述红线要求体现了监管对行业过往业务乱象进行违规纠偏的坚定态度, 避免地方AMC在化解风险过程中违规添乱。

业务结构

新规要求地方AMC“近三年年均收购金融不良资产投资额占新增投资额的比重应当不低于30%”, 省级地方金融管理机构还可根据本地区情况适当上调比例。这将倒逼行业资源配置向不良资产主业倾斜, 特别是向直接体现“防范化解区域性金融风险”职能的金融不良业务倾斜, 避免因严重偏离主业、非主业领域过度发展带来重大经营风险。

自153号文引导行业回归主业以来, 由于导向式监管要求缺乏明确量化指标, 各家地方AMC业务转型回归进度不一, 部分机构转型较慢, 少数机构甚至因侥幸心理或历史包袱等尚未开始转型; 还有部分地方AMC受区域内业务资源禀赋限制, 非金融不良业务、甚至非不良资产业务占比仍然较高。新规实施后, 在跨省禁业前提下, 对于区域内经济环境和金融资源有限的地方AMC, 30%的硬性指标将带来较大业务调整压力, 若金融不良业务难以发展, 为达到比例要求, 只能限制非金融不良业务的新增规模, 金融和非金融业务双重受限, 将进一步加剧业务困境和盈利压力。不过, 新规对业务占比的计算方式为“近三年年均”, 较《征求意见稿》的“每年”有所放宽, 仍提供了一定的业务节奏调节空间。

属地定位

新规强化地方AMC的属地定位, 要求其“立足本地, 在所在省级行政区域内开展业务, 原则上不得跨区域经营”, 并明确跨省展业“以转让方、债务人或者资产所在地为标准判断”; 属地经营范围从《征求意见稿》要求的金融不良业务, 扩展到除“个人不良资产批量收购、非金融不良资产收购、行政法规和国家金融监督管理总局另有规定”以外的其他所有业务, 且省级监管机构可暂停或限制非金业务的跨省展业。这将避免无序跨区竞争, 促使地方AMC深耕本地市场, 加强区域性风险处置职能, 充分发挥属地优势, 加强与金融AMC的业务差异化竞争。未来, 针对跨省处置类业务, 不同区域地方AMC之间、地方AMC与金融AMC之间的业务合作有望加强。

然而, 地方AMC业务发展严重依赖所在区域的业务资源, 区域性“先天”禀赋差异和严格的跨省禁业要求将对非中东部地区的地方AMC造成较大发展压力, 属地金融不良资产匮乏与30%硬性指标将导致其业务规模全面收缩, 可能促使区域内地方AMC牌照整合或清退。而对中东部原本发展较好的地方AMC亦有不小挑战, 多数机构早已布局跨省业务, 建立了省外分公司、办事处等业务团队, 现有业务布局存在调整压力, 省外业务收缩后亟待寻找新的盈利增长点。

资产处置

新规明确了9种资产处置方式, 地方AMC可“择优采取债权追偿、债权重组(包括以物抵债、修改债务条款、资产置换等)、债权转股权、租赁、核销、对外转让、委托处置、反委托、资产证券化等方式处置资产”, 这基本囊括了实际中的各类处置方式, 并将资产处置中“对已持有的资产追加投资”明确列为业务范围之一, 但要求“不得以追加投资的名义变相提供融资”。

新规对最常见的转让处置做了较多规定, 核心精

神是“审慎透明”，明确应当“采用拍卖、竞标、竞价等公开转让方式处置不良资产”，“未经公开转让处置程序，地方资产管理公司不得协议转让资产”，并特别强调收购的个人不良资产不得再次对外转让。可免去公开转让处置程序的，仅“地市级及以上人民政府出具不宜公开转让的证明”或“其他法律法规、规章、规范性文件认可的情形”这两种情况，除外情形比金融AMC少了“出于风险控制、资产盘活等目的阶段性持有资产，并事先约定退出方式的情形”，这将避免地方AMC以阶段性持有为由规避公开转让要求。鉴于地方AMC在过去“野蛮发展”时期此类风险事件频发，此条权限收紧体现了监管对杜绝地方AMC利益输送等违规行为的严格态度。此外，新规对于公开转让提前7日公告等要求与金融AMC保持一致，其他如公开转让定价、补充公告等操作细节在《金融AMC办法》中规定更为细致，在地方AMC新规里虽未提及，但实际操作中《金融AMC办法》的相关要求也将成为地方AMC的重要参考。

对于通过经营不良资产业务获取的企业股权（包括以股抵债、债权转股权等）、实物类资产，新规要求加强管理，并“制定合理的股权退出或实物资产处置计划，尽快退出或处置变现”。实际中，因不良资产业务持有股权或并表实业类企业的地方AMC中，确实存在长期持有且无明确处置计划的情况，未来需尽快寻求退出。

子公司

新规要求地方AMC“原则上不得投资设立子公司，特殊目的公司（SPV）除外”，对于此前已设立的子公司，“应当审慎评估，区分子公司服务主责主业情况和风险状况，稳妥有序处置”。此前，部分地方AMC效仿四大金融AMC，走“小金控”的发展路线，并表了租赁、担保、保理等非主业子公司，新规实施后将被迫剥离。有些地方AMC早期设立多家地市资产管理

公司，作为深入当地的业务触手，部分此类子公司发展较好、规模较大，除金融不良资产批量收购需要借助母公司牌照外，其他业务可独立开展；还有些地方AMC通过基金模式开展不良资产业务，在SPV之外专门设立私募基金管理类子公司；前述地市资产管理公司和私募基金管理子公司均为服务主业的子公司，是否属于新规要求的处置范围，尚待地方监管机构进一步明确。

内控和风险管理

内控管理方面，新规要求地方AMC“应当坚持和加强党的领导”，从公司治理、组织架构、业务流程、授权审批、风险管理、审计等方面全面加强内部管理，特别强调收购合规、定价合理、处置审慎、追偿规范；开展破产管理、咨询顾问等非自营业务的，必须建立与自营业务的防火墙；并要求制定债权追偿制度、股东股权管理制度、关联交易管理制度和内外外部审计制度，建立流动性风险管理体系，加强客户集中度管理，设立独立的内部审计部门或岗位等。在更高、更全面的合规要求下，内控体系和制度不完善的地方AMC需重点加强建设。

风险管理方面，新规特别强调集中度、流动性和关联交易的风险及其管理，针对性新增4个风险管理量化指标。其中，流动性指标借鉴银行等金融机构的监管指标，要求地方AMC持有的符合规定的优质流动资产不低于未来30天内的净资金流出；集中度和关联交易指标要求地方AMC对单一客户、单一集团客户的投融资余额（股权、债权等）分别不超过自身净资产的10%和15%，对全部关联方的债权余额不超过自身上季末净资产的50%。这些风控指标对防控地方AMC自身经营风险至关重要，可避免其因盲目、无序展业导致自身沦为“不良”。行业过往的风险机构出现自身经营难以为继、债务违约、股权被拍卖甚至公司解散等情况，基本都与前期业务集中度失控、关联交

易无序、流动性风险过高相关。对于相关风险指标过高的地方AMC，3年内整改达标存在一定压力。

融资

融资渠道方面，融资难是长期困扰地方AMC发展的瓶颈之一，新规延续了153号文谨慎选择融资渠道的要求，明确可行的融资渠道包括向金融机构贷款、向股东借款、发行债券等3种。相比153号文“未经批准不得向社会公众发行债务性融资工具”的要求，新规将发行债券列为鼓励的融资渠道之一，明确拓宽了地方AMC的融资渠道。实际上，债券融资早已是行业重要融资渠道之一，本次新规是顺应实际情况的调整。同时，新规明确“不得吸收或者变相吸收公众存款，不得通过地方各类交易场所、非持牌资产管理机构、私募投资基金等机构融资”。在4种禁止渠道中，非法吸收公众存款本身属于刑法犯罪行为，地方AMC实施可能性较小；但在长期融资难的环境下，部分经营一般、合规融资渠道困难的地方AMC确实存在后三类融资，且此类机构大多地处经济欠发达地区或业务发展一般，叠加新规的业务范围和结构调整要求，若其业务发展受限、资产处置回款不及时，在3年整改期内置换不合规融资将面临较大挑战。

融资杠杆方面，新规规定地方AMC“融入资金的余额不得超过其净资产的三倍”。其实，153号文早已明确提出“积极有效降低杠杆率”，《征求意见稿》也提出同样的3倍融资杠杆要求，行业整体近年来呈降杠杆的趋势，大部分地方AMC的融资杠杆已符合3倍要求；但仍有部分地方AMC长期维持高杠杆水平，个别甚至阶段性继续加杠杆，此类机构将面临较大调整压力。2020—2024年末，在Wind可获取财务数据的地方AMC中（各年34~37家不等），资产负债率超过75%的机构数量分别为8家、6家、6家、6家和5家，2024年末最高资产负债率达82.11%，相关企业需逐步压降融资杠杆；但在宏观经济波动等因素影响下，若资产处置

进度或处置效益不及预期，将加大杠杆压降压力。

股东和股权管理

新规要求地方AMC优化股权结构，严格股东和股权管理，首次提出股东投资地方AMC最多“两参或一控”的要求，即“同一投资人及其关联方、一致行动人作为主要股东入股地方资产管理公司的数量不得超过两家；已经控股一家的，不得同时持股其他地方资产管理公司”，且禁止股权代持。同时，新增地方AMC股东除履行法定股东义务外，还需承诺承担如实告知、配合调查、流动性支持、不滥用股东权利、不侵占财产等5项特别义务的要求。清晰的股权结构和上述股东要求可大幅降低违规关联交易风险。

尽管近年多家地方AMC出现民营股东退出股权的情况，但目前仍存在一家民营企业同时参股多家地方AMC，或控股地方AMC同时参股其他地方AMC的情况。近年行业整体利润空间大幅收窄、盈利压力凸显，以Wind可获取财务数据的地方AMC统计，样本整体的净资产收益率从2021年的5.81%逐年下滑至2024年的3.58%，地方AMC的股权投资价值对市场化资金的吸引力下降，叠加资本补充和流动性支持等针对全部股东（而非仅控股股东）的特别义务，民营资本预计将加速退出。

同时，考虑到地方AMC防范化解区域性风险的职能和强属地定位，其作为省政府化险维稳工具的政策属性进一步凸显，民营资本退出后，由省内国资接盘的可能性较大。当前经济周期强化了地方政府压实属地风险处置责任的要求，对属地国有地方AMC形成一定牌照价值加成；叠加省级地方金融管理机构“负总责”的新规要求，国有地方AMC与地方政府的捆绑加深，省属国资背景的地方AMC将持续获得地方政府的大力支持。此外，在跨省禁业要求下，外地国资或央企参股地方AMC的收益性大幅降低，此类参股情况或将减少。



主体处罚和退出

对于违法违规机构，新规明确了处罚措施，包括监管谈话、出具警示函、责令限期改正、公开通报、追究相关责任人责任、依法依规处罚、移交公安机关查处等，并强化了处罚要求。新规还延续153号文对特定情形主体退出的监管精神，明确5种退出情形，即严重违法违规经营、监管指标严重不达标且无法合理整改、偏离主业发生重大经营风险、债务违约且资不抵债、新规后无正当理由连续两年未开展金融不良资产收购，其中后4种为较153号文的新增情形。对于终止经营的地方AMC，153号文规定由原中国银保监会予以公布，新规改为由省级地方金融管理机构公布，呼应“省级地方金融管理机构负总责”的要求。

总结

新规主要从规范经营行为、引导服务当地、防范风险传导等多个维度提出要求，地方AMC面临的合规压力显著增加。同时，除金融不良批量收购业务为牌照业务外，其他不良资产业务实为非牌照业务，其

他非持牌企业均可开展非持牌业务且不受新规诸多监管要求限制，这使得地方AMC以往作为盈利支柱的非金融不良业务等非牌照业务，如今成为展业限制较多却无任何牌照优势的业务。不过从另一角度看，这也可能是监管倒逼地方AMC专注金融不良牌照业务的措施之一。

综合来看，新规作为地方AMC行业里程碑式的政策，对行业未来可持续发展具有重要且深远的影响，但短期内，业务重塑与合规成本将引发行业阵痛。新规设置最长3年的过渡期，时间不算短，且许多机构已提前布局转型多年，因此总体不会对市场上现有地方AMC发债主体的整体信用水平造成重大波动。但行业从粗放发展到精算风险的深化转型过程中，“马太效应”将持续显现，区域发展分化、民营资本退出、内部牌照整合等趋势延续。3年过渡期也是行业生态重塑期，大部分机构将基本完成转型，迈向规范经营、高质量发展、风控更可控的新阶段，信用水平将有所改善；但部分机构受限于区域禀赋、股东资源、自身实力等因素难以完成整改，将面临牌照整合或清退的问题。■

“大而美”法案加剧美国财政赤字与债务风险

文|联合资信 程泽宇

美东时间2025年7月1日,美国参议院就“大而美”法案(The One, Big, Beautiful Bill)进行投票,因该法案是特朗普政府重返白宫后的核心立法议程,特朗普希望可以在7月4日前顺利通过该法案,但该法案在经济、社会和政治层面存在广泛争议,导致两党之间的政治分歧进一步加剧。7月1日的美国参议院投票陷入胶着,出现50:50的“平票”情况,其中3位共和党参议员“倒戈”反对该法案,但同时担任参议院议长的共和党籍副总统万斯投出一张支持票,最终该修正案以51:50的投票结果险胜。目前,该法案目前已提交众议院审议,预计众议院将于本周就该法案进行投票,但是否通过仍存在较大不确定性。

“大而美”法案是美国总统特朗普重返白宫后提出的一项全面经济和社会改革法案,旨在通过大规模减税和削减社会福利支出来推动美国经济增长并巩固其政治势力

特朗普政府重返白宫后采取大刀阔斧的结构性改革,财政政策按照“有的放矢”的逻辑,在大规模减税的同时对财政支出结构进行优化。“大而美”法案是美国总统特朗普重返白宫后提出的一项全面经济和社会改革法案,该法案被视为特朗普第一任期《减税与就业法案》(TCJA)的延续和升级版,旨在通过大规模减税和削减社会福利支出来推动美国经济增长并巩固其政治势力。

“大而美”法案主要囊括三方面内容:一是大规模减税,特朗普政府希望通过大规模减税释放经济活力和市场需求,将企业所得税率从当前的21%进一步降低至15%,年收入低于5万美元的工人和家庭将会

获得较大的减税优惠;推动《减税和就业法案》条款永久化,延长个人所得税减税条款,免征小费税、取消社保付款税等,以实现“减税激发企业经营和居民消费活力—投资和消费拉动经济增长—经济繁荣扩大税基”的正向循环;但该法案主张大幅提高遗产税和赠与税的免税额,可能会进一步加剧美国的贫富差距,在社会福利和税收公平上存在较大争议。

二是优化财政支出结构,特朗普政府主张削减社会福利支出同时增加军费开支,包括削减超万亿美元医疗补助资金(Medicaid),收紧各州医疗补助的财政匹配规则,限制医疗提供者的税收抵扣,预计未来10年将有近1200万美国人失去医保;将食品援助计划(SNAP)的年龄要求从54岁提升至64岁,低收入群体将面临医疗和食品援助的减少。另一方面,将缩减财政资金重新分配至重要领域,比如道路、桥梁、机场等基础设施建设,关乎国计民生的军事国防开支,以及对科技和传统能源行业的支持等。包括增加3500亿美元用于国防支出和打击非法移民;取消对电动汽车的税收抵免,并逐步减少对风能和太阳能的税收优惠等。

三是提高政府债务上限,7月1日通过的参议院修订版明确授权将政府债务一次性提高5万亿美元至41.1万亿美元,超过此前众议院版本提出的提高4万亿美元方案,也是美国史上最大幅度的债务上限调整。此举旨在避免美国政府2025年8—9月触及债务上限“X-Date”(财政部现金耗尽日期)的风险,并为2025—2026财年政府支出提供“缓冲空间”。

当前美国两党政治极化问题较为严重,“大而美”法案涉及减税、削减社会福利等重大政策调整,这些内

容或将成为2026年美国中期选举的重要关注点

近年来,美国政治两极分化日益严重,两党之间政治博弈导致政府效率有所降低,尤其是2025年特朗普重返白宫对美国两党之间的力量博弈产生较大影响。为保证法案通过,共和党议员已启动“预算协调”特别程序,即允许法案在参议院仅以简单多数便可通过,而非常规所需的60票支持。因此“大而美”法案才在参议院议长万斯的“一票破局”下,在参议院投票中以51:50的投票结果险胜,但3位共和党参议员“倒戈”反对该法案,说明共和党内对于政府的税收公平和债务可持续存在较大争议。目前,该法案目前已提交众议院审议,预计众议院将于本周就该法案进行投票,虽然共和党在众议院仍然占据微弱优势(拥有432个席位中的220个),但如果其中超过3名议员“倒戈”将无法保证支持票数过半(217票),则会阻止法案通过,因此法案是否最终通过仍存在较大不确定性。

“大而美”法案涉及减税、削减社会福利等重大政策调整,这些内容或将成为2026年美国中期选举的重要关注点。根据2025年6月末的民调,特朗普支持率降至43%,为第二任期以来最低点,民众普遍反对法案的福利削减政策,也进一步引发共和党内对该法案的不满。此外,民主党人普遍批评该法案“劫贫济富”,认为其减税措施主要惠及高收入群体,而削减医疗、食品援助等社会福利项目将损害低收入家庭的利益。如果美国经济在中期选举前表现不佳,该法案可能成为民主党攻击共和党、争取选民支持的关键工具,预计美国两党的政治极化问题将会愈发严重。

减税所产生的财富效应难以在短期内显现,同时财政刚性支出压力依旧庞大,美国政府的财政赤字压力或进一步走高,该法案或将导致美国财政赤字规模在未来10年增加约3.3万亿美元

特朗普政府希望通过“大而美”法案来大规模减税释放经济活力和市场需求,同时对财政支出结构进行优化。但减税所产生的财富效应或难以在短期内显

现,同时财政刚性支出压力依旧庞大,美国政府的财政赤字压力或进一步走高,预计2025年美国财政赤字率或将继续保持在7.5%左右的较高水平。从长期来看,虽然削减医疗补助以及食品援助计划或可节约上万亿美元,但永久化企业税以及个人所得税减税条款或将导致财政收入大幅缩水,预计该法案将导致美国的财政赤字规模在未来10年内增加约3.3万亿美元。

另一方面,财政收支缺口走扩会进一步增加政府的债务融资需求,预计2025年美国政府的债务规模相当于GDP的比值或将继续保持在125%左右的较高水平。此外,虽然美联储自2024年9月开启降息模式,但考虑到特朗普关税政策带来的再通胀风险,美联储或放缓降息节奏,利率中枢依旧处于相对较高水平,预计2025年政府利息支出将继续超过1.2万亿美元,相当于GDP的比值(约4%)继续处于历史新高,债务可持续性受到挑战。

目前美国存续债务规模已超过债务上限,“大而美”法案希望提高债务上限来延缓美国的债务风险,但美国债务货币化问题使美债的避险功能遭到一定削弱,美国债务驱动的经济发展模式或遭受挑战

美国的债务上限在2025年1月初调整为36.1万亿美元,此后美国财政部采取“非常规措施”以补充现金余额并维持政府运转,国会预算办公室表示,如果债务上限保持不变,政府通过既定的“非常规措施”资金最早可能会在2025年8月耗尽。截至2025年7月初,美国政府债务规模已经突破36.2万亿美元,约占全球GDP总量的35%,目前美国存续债务规模已超过债务上限,美国两党在债务上限到期日前进行政治博弈已成为常态,届时如果两党未能提高或暂停债务上限,财政部将无法发行新债,或将导致“政府关门”甚至债务违约,对美国的主权信用造成负面冲击。

“大而美”法案希望将债务上限一次性提高5万亿美元,以延缓美国的债务风险。但考虑到特朗普政府极端的贸易保护政策以及“海湖庄园协议”酝酿将美债置换为长期无息债务等因素,市场对美债的避险属

性信念产生一定动摇, 出现投资者对全球最大安全资产“用脚投票”的短期现象, 2025年4月7日至11日美债遭遇大规模抛售, 长期美债收益率连续攀升, 美债无风险属性趋向风险化, 美国债务货币化的负面问题已

开始反噬债券市场, 美债的避险功能遭到一定削弱。尤其是特朗普政府的贸易保护政策加剧全球供应链的断裂风险, 或直接冲击美债的偿付渠道和流通循环, 美国债务驱动的经济发展模式或遭受挑战。■



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2025年6—7月, 债券市场¹新增违约²主体1家, 涉及到期违约债券1期, 到期违约债券规模5.11亿元。无重复违约³主体。

截至7月31日, 2025年我国债券市场新增违约主体7家, 涉及到期违约债券15期, 到期违约债券规模140.20亿元, 均较上年同期(6家、11期和138.21亿元)有所增加。重复违约主体3家, 涉及到期违约债券4期, 到期违约规模约5.32亿元, 均较上年同期(11家、25期、100.51亿元)大幅减少(见表1)。

二、信用等级调整⁴情况

2025年6—7月, 债券市场有34家发行人主体级别发生上调, 38家发行人主体级别发生下调; 有3家发行人主体展望发生上调, 2家发行人主体展望发生下调。

截至7月31日, 2025年我国债券市场有54家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(37家)有所增加; 有51家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(55家)有所减少。有3家发行人主体展望发生上调, 较上年同期(2家)有所增加; 有3家发行人主体展望发生下调, 较上年同期(9家)有所减少(见表2)。

表1 2022年—2025年7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—7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	197.21	15	31	314.42	7	15	140.20
重复违约	10	24	173.26	12	30	115.61	13	37	252.86	3	4	5.32

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7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—7月	2022年	2023年	2024年	2025年1—7月
调升数量(家)	25	86	69	54	6	7	2	3
调降数量(家)	86	37	65	51	25	26	11	3

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

¹ 违约统计包括公募和私募债券市场样本。
² 违约定义详见联合资信《评级结果质量检验制度》(<http://www.lhratings.com/file/de5728ad-3077-4383-9743-cf4e3ec4df97.pdf>)。
³ 重复违约是指发行人在 2023 年(含)之前已发生实质性违约, 在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。
⁴ 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

广州富力地产股份有限公司

一、主体概况

广州富力地产股份有限公司（以下简称“公司”或“富力地产”）成立于1994年，前身为广州天力房地产开发公司。2005年，公司在香港联交所主板上市，股票代码为“02777.HK”，股票简称“富力地产”。公司主营业务为房地产开发与销售、商业物业租赁和酒店服务等。

截至2024年底，李思廉持股比例为28.97%，张力持股比例为27.77%，李思廉和张力为公司实际控制人。

受行业需求萎靡影响，公司销售萎缩、回款锐减，叠加前期高杠杆扩张留下的巨额短期债务，公司流动性承压，在负面舆情和评级下调影响下再融资通道关闭，于2025年4月23日未能按时兑付“20富力地产PPN001”本息，构成实质性违约。

表1 违约债券统计

债券简称	发行日	到期日	违约日期	违约规模	回收规模	债券/主体级别	债券类型	评级机构	违约原因
20富力地产PPN001	20200421	20260423	20250423	0.59	--	--/AAA/稳定	定向工具	联合资信	本息违约

注：1. 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金，单位为亿元；2. 债券/主体级别分别是指债券发行时的债券级别和主体级别
资料来源：联合资信COS系统

二、违约事件概述

表2 违约事件发展过程

日期	事件
2020-11-09	公司公告称，拟将旗下物流园项目70%的股权以44.1亿元的价格出售给黑石集团
2021-09-10	因公司多只境内外债券价格出现较大幅度下跌，对公司再融资产生不利影响，且公司通过开放股权合作、资产处置等多种方式回收流动性的措施仍存在不确定性，联合资信将公司评级展望调整为负面
2021-12-15	公司境外全资子公司怡略有限公司（Easy Tactic Limited）拟对2022年1月13日到期的美元优先票据进行要约回购和征求同意，其中提出的债务安排涉及本金削减和期限延长，若未获通过，到期可能无法全额赎回该票据
2021-12-17	因公司面临集中偿付压力大，联合资信下调公司主体和债项的信用等级至AA+，评级展望维持负面
2023-03-27	因未按时披露定期报告，上交所给予公司通报批评、计入诚信档案的处罚决定
2023-03-31	公司披露2022年年报，审计机构出具保留意见
2023-06-14	广州市天河区人民法院因公司有履行能力而拒不履行生效法律文书确定义务，将富力地产列入失信被执行人名单
2023-12-29	公司发布《关于执行董事及行政总裁辞任的公告》
2024-04-29	公司披露2023年年报，审计机构出具保留意见
2024-06-28	联合资信终止对公司主体及相关债项进行信用评级

2024-08-11	境外全资子公司怡略有限公司 (Easy Tactic Limited) 发行的3支PIK优先票据未能在宽限期内付息, 违约金额共14713.26万美元
2024-11-20	因公司未及时披露多笔有息债务、票据逾期以及公司被列为失信被执行人等重大事项, 公司收到广东证监局下发的行政监管措施决定书《关于对广州富力地产股份有限公司、李思廉、张力、胡杰采取出具警示函措施的决定》
2024-12-20	广州市越秀区人民法院因公司有履行能力而拒不履行生效法律文书确定义务, 以及无正当理由拒不履行执行和解协议, 将富力地产列入失信被执行人名单
2025-01-01	上海票交所披露数据, 截止2024年12月31日, 富力地产的电子商业汇票累计逾期发生额达2.3亿元, 逾期余额合计9427.09万元

注: 表中未列出跟踪评级与上次评级未发生变化的情况

资料来源: 联合资信整理

三、违约原因

前期高杠杆扩张留下巨额短期债务, 流动性压力大

在2015—2019年房地产行业上行周期中, 富力地产采取激进拿地与并购模式, 积累大量债务。2017年以近200亿元收购万达酒店, 而酒店属于重资产、低周转业务, 此类大规模并购不仅消耗了大量现金流, 还形成了沉重的债务负担。此外, 公司前期过度布局商业地产与旧改项目, 商业地产的现金回流缓慢, 进一步加剧了资金沉淀。截至2020年底, 富力地产有息借款总额为1597.3亿元, 其中一年内到期的有息负债为638.81亿元, 而同期未受限货币资金仅256.73亿元, 现金短债比仅约0.4倍, 债务结构严重失衡。

行业景气下行导致销售萎缩、回款锐减, 资产处置不及预期, 丧失造血功能

2021年下半年以来, 房地产行业进入下行周期, 公司营业收入下降、净利润持续为负。2022年, 富力地产公司协议销售金额同比下降68.03%, 2023年销售额同比暴跌48.09%至199.5亿元, 2024年进一步下滑至112.3亿元, 销售回款锐减直接冲击现金流。2022—2024年, 经营活动净现金流分别为63.57亿元、19.05亿元、0.12亿元, 净利润也持续为负。同时, 富力地产自2022年启动酒店资产处置计划, 但推进不及预期。2024年, 其伦敦ONE项目以16亿英镑完成出售, 成交均价较资产面值折让46%, 导致公司确认重大资产减值损失; 同期, 广州富力空港假日酒店经历两次司法拍卖均流拍。



2024年9月, 公司因未能如期偿付一笔6.14亿美元境外债务构成违约, 致使旗下68家核心酒店资产被债权人接管, 导致其酒店运营板块年度收入同比下降31.3%至43.73亿元人民币。

受负面舆情和评级下调影响, 公开市场再融资通道关闭

2022年起, 公司商票逾期、工程款纠纷等负面信息密集曝光, 引发市场对其偿债能力的强烈担忧。2023年9月, 穆迪将其企业家族评级由Caa1下调至Ca, 触发境外债券收益率飙升, 导致新债发行成本与存量债务利率严重倒挂。境内融资同步受阻, 2023年公司信用债发行规模同比骤降93%至5.6亿元, 且发行利率较基准上浮380BP。银行间市场融资也全面受限, 2024年其银行贷款余额较2022年下降42%, 部分合作银行提前抽贷, 进一步加剧了流动性断裂风险。■



表3 主要财务指标

财务指标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
资产总额 (亿元)	4272.86	4355.22	3923.58	3631.02	3292.53	2879.75
所有者权益 (亿元)	797.69	868.19	778.54	621.73	418.21	261.63
长期债务 (亿元)	1348.71	958.49	675.63	841.71	788.02	88.76
全部债务 (亿元)	1995.19	1636.18	1452.97	1393.86	1332.86	1148.61
营业收入 (亿元)	909.58	860.04	766.27	352.90	364.74	180.31
利润总额 (亿元)	129.56	103.66	-140.34	-150.14	-162.37	-145.45
EBITDA (亿元)	198.29	170.44	-83.50	-73.18	-35.12	-34.47
经营性净现金流 (亿元)	-136.32	389.41	290.80	63.57	19.05	0.12
营业利润率 (%)	28.39	19.62	13.37	12.43	9.46	2.36
净资产收益率 (%)	11.49	9.03	-20.54	-25.04	-47.18	-59.19
资产负债率 (%)	81.33	80.07	80.16	82.88	87.30	90.91
全部债务资本化比率 (%)	71.44	65.33	65.11	69.15	76.12	81.45
流动比率 (%)	158.43	135.30	116.02	122.81	115.62	86.99
全部债务/EBITDA (倍)	10.06	9.60	-17.40	-19.05	-37.95	-33.32
EBITDA利息倍数 (倍)	1.49	1.21	-0.66	-0.63	-0.32	-0.36
经营现金流动负债比 (%)	-6.67	16.08	12.26	3.10	0.97	0.00

资料来源：联合资信整理

政策指南 Policy Guidelines

央行宣布八项重磅金融开放举措

2025年6月18日, 央行行长潘功胜在2025年陆家嘴论坛开幕式上宣布八项重磅金融开放举措。一是设立银行间市场交易报告库。二是设立数字人民币国际运营中心。三是设立个人征信机构。四是在上海临港新片区开展离岸贸易金融服务综合改革试点。五是发展自贸离岸债。六是优化升级自由贸易账户功能。七是在上海“先行先试”结构性货币政策工具创新。八是会同证监会研究推进人民币外汇期货交易。上述举措通过强化金融基础设施、扩大开放试点、创新政策工具及完善市场机制, 旨在提升中国金融市场的国际竞争力与风险防控能力, 同时为实体经济与跨境贸易提供更高效、多元的服务支持。

(摘自中国日报网, 2025年6月18日)

央行等六部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》

2025年6月24日, 中国人民银行、国家发展改革委、财政部、商务部、金融监管总局、中国证监会等六部门联合印发《关于金融支持

提振和扩大消费的指导意见》, 旨在通过金融手段支持消费领域的健康发展, 进一步激发消费潜力, 推动经济高质量发展。从支持增强消费能力、扩大消费领域金融供给、挖掘释放居民消费潜力、促进提升消费供给效能、优化消费环境和政策支撑保障等六个方面提出19项重点举措。(摘自中国人民银行官网, 2025年6月24日)

国家金融监督管理总局印发《商业银行市场风险管理办法》

2025年6月20日, 国家金融监督管理总局印发《商业银行市场风险管理办法》, 在市场风险范畴、风险治理架构、风险管理流程和工具等方面进行了完善, 并且与《商业银行资本管理办法》保持了协同。《办法》的出台将有力加强资本监管、规范业务经营、推动商业银行提高市场风险管理水平。(摘自国家金融监督管理总局官网, 2025年6月20日)

证监会发文在科创板设置科创成长层

2025年6月18日, 证监会发布《关

于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》, 在持续抓好“科创板八条”落地实施基础上, 以设置专门层次为抓手, 重启未盈利企业适用科创板第五套标准上市, 推出一揽子更具包容性、适应性的制度改革, 着力打通支持优质科技型企业发展的堵点难点, 同时进一步加强投资者合法权益保护。一方面, 设置科创板科创成长层, 在科创成长层的定位、企业入层和调出条件、强化信息披露和风险揭示、增加投资者适当性管理等方面明确具体要求。另一方面, 围绕增强优质科技型企业的制度包容性适应性, 推出6项改革举措。(摘自中国证券报, 2025年6月19日)



市场动向 Market Trends

全国首单产业园领域高成长产业债券发行

2025年6月24日,南通崇盈运营管理有限公司“2025年面向专业投资者非公开发行公司债券(高成长产业债)”完成簿记发行。本期债券发行规模达10亿元,发行期限为5年,票面利率为2.54%,全场认购倍数达1.65倍。该债券不仅成为全国首单产业园领域高成长产业债券,还是江苏省首单区县级国企产业整合重组首发的高成长产业债券,为国有资产运营领域的融资创新树立了标杆。(摘自中国日报网, 2025年6月26日)

全国首单“低碳转型挂钩+中小微企业支持”债券发行

2025年7月23日,西安高新金融控股集团有限公司旗下西安高新金融企业管理集团有限公司发行全国首单“低碳转型挂钩+中小微企业支持”公司“25金服GTZ1”,发行规模3亿元,期限为5年期。本期债券通过设置“低碳转型挂钩特殊条款”,将业务开展与低碳转型领域

中小微企业相结合,将普惠金融与绿色金融相结合,是落实金融“五篇大文章”的重要实践,同时通过市场化机制将资金精准注入低碳转型关键领域,为金融服务“双碳”经济提供可复制的创新样本。

(摘自证券日报网, 2025年7月23日)

全国首单银行间市场中长期科创熊猫债发行

2025年7月28日,信义光能控股

有限公司成功发行2025年度第一期科技创新熊猫债券,发行金额8亿元,期限3年,票面利率2.1%,是银行间市场债市“科创板”推出以来全国首单中长期科创熊猫债。此次发行的科技创新熊猫债券票面利率较1年期LPR(3.0%)低90个基点,以首期8亿元规模计算,整个发行期可节省财务费用约2160万元。(摘自新浪财经, 2025年7月29日)





1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2025年6月至7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107751.00亿元，逆回购到期100512.00亿元，实现净投放7239亿元；开展中长期借贷便利（MLF）操作7000.00亿元，到期中长期借贷便利（MLF）4820.00亿元，实现净投放2180.00亿元。在此背景下，2025年7月，1年期短融和5年期中票的平均发行利率（1.86%和2.21%）均较6月（1.99%和2.23%）有所下降，3年期公司债的平均发行利率（2.04%）较6月（1.95%）有所上升。

表1 2025年6月—2025年7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6月	2025年7月	2025年6月	2025年7月	2025年6月	2025年7月
AAA	1.84	1.83	1.95	2.04	2.22	2.03
AA+	2.18	1.89	2.00	--	--	2.69
AA	1.91	1.87	--	--	2.40	--
平均发行利率	1.99	1.86	1.95	2.04	2.23	2.21

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6月至7月, 银行间固定利率国债1年期到期收益率呈现波动下降走势。2025年7月, AAA级、AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率(1.83%、1.89%和1.87%)均较6月(1.84%、2.18%和1.91%)有所下降。

2025年6月至7月, 交易所国债3年期到期收益率先降后升。2025年7月, 3年期AAA级公司债的平均发行利率(2.04%)较6月(1.95%)有所上升。

2025年6月至7月, 银行间固定利率国债5年期到期收益率先降后升。2025年7月, 5年期AAA级中票平均发行利率(2.03%)较6月(2.22%)有所下降。■



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

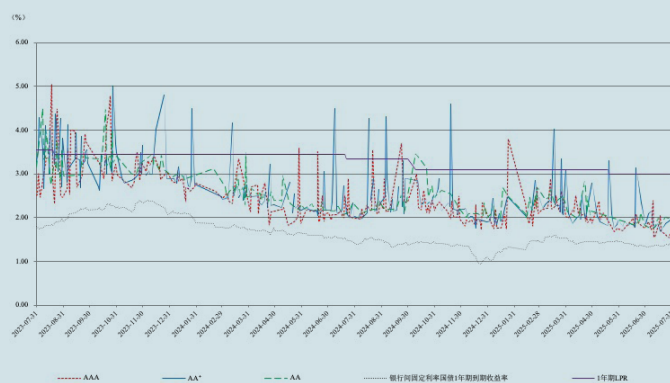


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

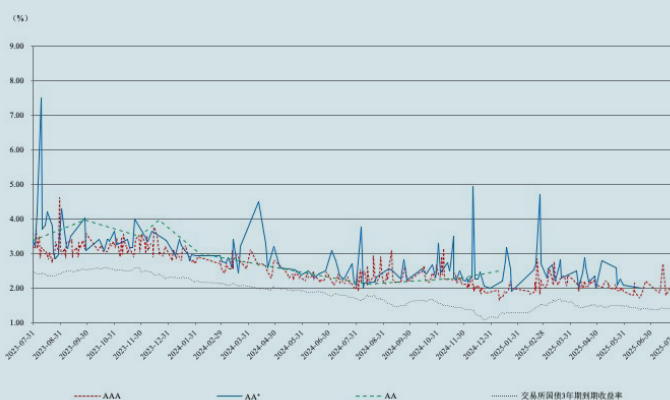
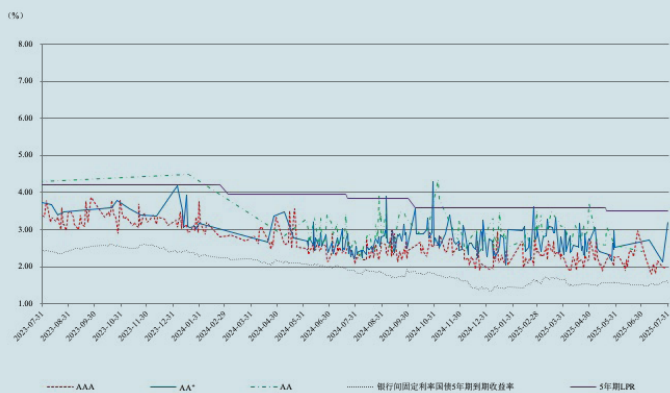


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2022年—2025年7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—7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	--	6.3
固定资产投资总额 (不含农户)	5.1	3.0	3.2	28.8	1.6
社会消费品零售总额	-0.2	7.2	3.5	28.4	4.8
出口总额	9.0	0.6	7.1	15.3	7.3
进口总额	3.9	-0.3	2.3	10.4	-1.6
CPI	2.0	0.2	0.2	--	-0.1
PPI	4.1	-3.0	-2.2	--	-2.9
社会融资规模存量	9.6	9.5	8.0	431.3	9.0
M2余额	11.8	9.7	7.3	329.9	8.8
人民币贷款余额	11.1	10.6	7.6	268.5	6.9

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7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—7月	2025年1—7月 同比 (%)	2022年	2023年	2024年	2025年1—7月	2025年1—7月 同比 (%)
政府债	2330	2366	2224	1444	35.21	172648.49	205924.08	221731.49	156661.39	38.51
国债	183	192	194	115	4.55	99082.70	112670.40	123970.61	90062.90	26.77
地方政府债	2147	2174	2030	1329	38.73	73565.79	93253.68	97760.88	66598.49	58.33
央行票据	12	12	13	1	-85.71	600.00	600.00	1068.40	550.00	57.14
同业存单	25805	26903	26507	13146	-17.02	204969.90	257134.40	314208.20	198580.00	5.55
金融债	1767	1968	1863	1154	8.77	95714.86	95842.38	99053.67	70900.89	10.92
政策银行债	871	823	756	477	-8.45	59709.60	54741.20	53696.70	40727.40	2.53
商业银行债	159	183	154	108	50.00	12062.17	13195.00	10261.00	9687.00	65.96
商业银行次级债券	139	124	155	75	2.74	11941.55	11157.90	18962.90	11919.60	8.98
保险公司债	11	23	17	11	--	224.50	1121.70	1175.00	496.00	--
证券公司债	347	501	411	288	44.00	7109.74	10466.63	8395.67	4795.19	25.14
证券公司短期融资券	223	285	275	146	20.66	3988.30	4529.70	4761.40	2370.70	31.04
其它金融机构债	17	29	95	49	-24.62	679.00	630.25	1801.00	905.00	-33.16
企业债	487	269	79	27	-53.45	3703.30	2007.80	600.07	160.91	-62.70
公司债	3659	4863	4829	3366	26.02	31061.21	38537.59	39596.96	25464.09	13.21
一般公司债	1401	1347	1614	1045	19.70	14843.09	14491.36	17419.68	10514.49	8.61
私募债	2258	3516	3215	2321	29.09	16218.12	24046.23	22177.28	14949.60	16.68
中期票据	2659	3189	4872	2925	2.52	28059.30	29643.97	48647.78	30112.94	7.59
短期融资券	4995	5224	4335	2169	-19.70	49824.48	48473.96	41491.33	21660.31	-19.24
一般短期融资券	558	704	658	370	-4.64	5150.30	5300.71	6281.24	2683.42	-27.19
超短期融资债券	4437	4520	3677	1799	-22.22	44674.18	43173.25	35210.09	18976.89	-17.98
定向工具	1102	1225	1237	644	-14.25	6784.22	7522.02	6840.46	3398.37	-18.63
国际机构债	5	9	12	7	-30.00	165.00	210.00	465.00	305.00	-20.78
政府支持机构债	25	21	2	20	--	2760.00	1930.00	100.00	1100.00	--
资产支持证券	4480	4785	5702	3514	29.76	20043.91	18773.77	20416.92	11753.77	22.53
金融监管局ABS	379	489	427	247	13.82	3556.84	3495.69	2703.79	1288.19	-21.81
交易商协会ABN	821	629	1495	925	50.16	4624.27	3220.08	5242.94	2983.19	35.93
证监会主管ABS	3280	3667	3780	2342	24.91	11862.80	12058.00	12470.19	7482.39	30.12
可转债	149	142	42	24	20.00	2200.93	1423.60	387.57	390.87	134.24
可交换债	36	29	14	14	40.00	422.94	334.06	319.40	125.00	-41.56
合计	47511	51005	51731	28455	-4.39	618958.54	708357.63	794927.25	521163.54	13.84

注: 本表统计口径为Wind中截至2025年8月11日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2024年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind

走进上交所

证券评级双赋能，助力科技创新路径

2025年7月23日·上海证券交易所新大楼(交易大厅)

主办单位：

财通证券股份有限公司 联合资信评估股份有限公司

协办单位：

联合信用投资咨询有限公司 宁波森浦信息技术有限公司

证券评级双赋能，助力科技创新路径 ——“走进上交所”活动圆满成功

2025年7月23日，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）与财通证券股份有限公司（以下简称“财通证券”）联合主办的“证券评级双赋能，助力科技创新路径”主题沙龙在上海证券交易所圆满落幕。本次活动汇聚金融机构、科创企业等200余位嘉宾，共同探讨科创市场的发展机遇与创新路径，为推动“科技 - 产业 - 金融”良性循环注入新动能。

会上上交所老师深入解读了科技创新公司债券的融资政策方向与典型案例，为与会者提供了清晰的发展指引。联合资信副总裁陈茵、财通证券党委书记、董事长章启诚出席活动并致辞。

联合资信副总裁陈茵在《产业升级视角下的科创债》主题致辞中，详细介绍了联合资信在支持科创债市场中的创新举措与丰硕成果。陈茵先生指出，当前中国经济正处于转型升级的关键期，科技创新作为新质生产力的核心要素，亟需金融活水的精准灌溉。联合资信积极响应中央金融工作会议精神，深耕“科技金融”，通过创新评级方法体系，引导债市资金支持科技创新。截至2025年6月末，联合资信已为180余家企业提供科创债信用评级服务，是5月债

市“科创板”启动后首单带“sti”标识科创债的评级机构。目前联合资信已组建专项科创研究团队，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，切实助力谱写“科技金融”这篇大文章。

联合评级估值业务部总经理徐阳在接下来的《科创债估值的价格与价值》主题演讲中，深入剖析了科创债估值的关键问题与解决方案。徐阳先生指出，当前科创债市场已走出独立行情，一级发行与二级交易均呈现独特表现，亟需科学估值体系引导市场有序运行。同时，详细介绍了联合特色的“价格 - 价值”估值体系，该体系以信用为估值锚点，实现灵活性与时性、稳定性与前瞻性的平衡，为市场提供精准的定价参考和交易服务支撑。

活动还邀请多位专家聚焦宏观与投资视角进行主题演讲：财通证券研究所所长、首席经济学家孙彬彬从宏观维度分析了科创债与市场趋势的联动性；易方达基金债券指数投资部总经理李一硕探讨了科创债ETF的发展前景，呼应了证监会加快推出科创债ETF的政策导向。这些分享为与会者提供了多角度的市场洞察，共同擘画科创金融生态。



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