

联合

Lianhe Credit Research 信用研究

联合信用管理有限公司

联合资信评估股份有限公司

2026 JULY

热点聚焦

年内发债规模超9000亿元，券商借低利率窗口集体“补血”

数智浪潮涌，债市东风劲——《数字中国发展报告（2025年）》下的信用投资新航图

特别策划

商业银行：经营韧性持续夯实，行业竞争分层趋势加深

外资银行：业务体量结构性调整，轻资本运营模式转型加速

城市商业银行：资产质量总体平稳，信用风险管控压力仍存

Risk

Bank



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2026年“走进上交所”活动 圆满举办



2026年6月25日，由联合资信、华创证券联合主办的“聚智专业力量·共筑债市生态——2026走进上交所专题沙龙”在上海证券交易所圆满举办。本活动结合当前宏观环境，围绕债市破局路径、科创债生态建设与投资价值挖掘等开展深度研讨。上交所相关人员就债券市场概况、债券业务支持体系作了介绍。华创证券研究所联席所长周冠南围绕通胀回升背景下货币政策与债市展望分享了宏观研判；研究所固收信用负责人张晶晶针对科创债市场前景与投资逻辑展开了解读。

联合资信副总裁陈茵在致辞中表示，“十五五”开局阶段，科创债是赋能新质生产力的重要载体。作为专业信用评级机构，联合资信深度赋能科创领域发展。截至2026年6月中旬，联合资信已为280余家企业提供了科创债信用评级服务；迭代了三版科创企业评级方法、两版科创债评级方法，新推出科创股权

投资企业专属评级方法；构建了自主科创竞争力评估模型和科创特色债券估值体系，以“评级+研究+服务”助力资金精准流向硬科技领域。

联合资信博士后办公室主任陈诣辉介绍了科创竞争力识别指标体系；联合评级副总裁徐阳解析了科创债估值核心逻辑与科创债指数的市场价值；联合资信资深分析师邓博文剖析了我国集成电路产业链自主可控现状与核心风险、产业升级的实现路径与科技金融的护航作用；联合赤道绿金部总经理助理陈金龙分享了绿色金融体系下的债券创新实践与发展展望。

本次活动成功搭建了债市多方主体的交流对话平台，凝聚了债券市场服务国家战略、赋能新质生产力的行业共识。未来联合资信将持续优化评级技术与研究服务能力，与市场各方聚力共建高质量债券市场生态，共赴“十五五”产业创新发展新征程。

联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

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

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

编委会 Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

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

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228
网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

市场部门联系人 Marketing Department Contact

崔雪松 Cui Xuesong
13820512650 | cuixs@lhratings.com

庄园 Zhuangyuan
18601346158 | zhuangyuan@lhratings.com

投资人服务 Investor Service Hotline

孙晨 Sun Chen
电话 (Tel): 010-85679696-8704 | 邮箱 (Email): investorservice@lhratings.com
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing 100022

Contents

2026 JULY

目录



热点聚焦 Hot Topic

年内发债规模超9000亿元，券商借低利率窗口集体“补血” P02

联合资信 金融二部

数智浪潮涌，债市东风劲——《数字中国发展报告（2025年）》下的信用投资新航图 P04

联合资信 陈茵 王美君

特别策划 Feature

商业银行：经营韧性持续夯实，行业竞争分层趋势加深 P08

联合资信 盛世杰 薛家龙

外资银行：业务体量结构性调整，轻资本运营模式转型加速 P15

联合资信 薛家龙

城市商业银行：资产质量总体平稳，信用风险管控压力仍存 P18

联合资信 张哲铭 陈绪童

行业研究 Industry research

机场行业：油价上行推升运营压力，行业资源集聚特征凸显 P21

联合资信 张晨

水务行业：城乡发展不均衡犹存，大额投资需求仍将持续 P28

联合资信 迟腾飞 李桂梅 邢小帆

专项研究 Monograph

新质赋能，绿色蝶变：城投企业参与零碳园区建设的转型探索 P36

联合资信 孙婧

国外案例对我国城市更新未来发展的启示——基于城投企业如何高质量参与城市更新项目视角 P42

联合资信 陈婷 邢小帆 陈佳豪

“价格—价值”二维估值体系创新探索 P48

联合资信 徐阳 陈玉洁 王自迪 郑中兴

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P53

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P54

市场动向 P55

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P56

宏观经济及债券市场数据 P58



引言

近年来商业银行监管政策体系持续完善,行业存量风险有序出清,经营韧性持续夯实,但业内机构经营分化格局持续加剧。本刊选编了联合资信金融评级一部的银行业系列研究报告,对不同类型商业银行信用风险进行了深入剖析。此外,针对近期券商融资规模大幅增长、数字中国建设持续推进等情况,本刊选编了联合资信金融二部和研究中心的研究报告,对券商本轮融资背景及原因、数字中国建设成果及发展形势进行了探讨。

热点聚焦：券商抢滩发债窗口，数字中国发展方兴未艾

2026年以来资本市场呈现向好态势,券商借助市场行情、政策呵护、低利率环境等有利因素,主动增加杠杆、补充资本,直接推动了债务融资放量。在政策引导“慢牛”行情下,下半年券商发债节奏将保持稳步推进、有序增长的态势。

过去十年,数字中国发展成果显著,制度、技术、数据实现深层重构;未来十年,数字中国将继续在数字关键核心技术、数据基础制度等方面补齐短板。以“数字新基建+数据资产化+AI产业化”为代表的三大主线将为债市动能转化注入强劲动力。

特别策划：商业银行经营韧性持续夯实，行业分层趋势加深

2025年以来,在做好“五篇大文章”等政策支持下,商业银行信贷结构持续优化,盈利边际修复,资本、流动性整体充足,经营韧性持续夯实。在存量风险出清与机构整合提速的背景下,我国商业银行分层趋势加深,不同类型商业银行经营状况表现分化。外资银行方面,其在我国银行体系中的业务体量及市场份额呈现结构性调整与相对萎缩的趋势,但其在跨境金融与国际结算、高端财富管理等方面仍具备较强优势,未来外资银行将通过业务结构优化与数字化转型提升核心竞争力。城商行方面,其不良率小幅上行,拨备水平有所下降,实质信用风险管控压力仍存。随着地方政府债务风险化解、房地产支持政策等措施的逐步落实,城商行信贷资产质量有望得以改善,整体抗风险能力将逐步增强。



年内发债规模超9000亿元， 券商借低利率窗口集体“补血”

文 | 联合资信 金融二部



2026年6月2日，联合资信接受《大河财立方》采访，就年内券商发债规模大幅攀升情况发表观点。联合资信金融二部表示，2026年以来资本市场呈现向好态势，券商借助市场行情、政策呵护、低利率环境等有利因素，主动增加杠杆、补充资本，直接推动了债务融资放量。在政策引导“慢牛”行情下，证券公司现有业务规模满足且高于监管各项标准，2026年下半年发债节奏将保持稳步推进、有序增长的态势。

以下内容转载自2026年6月2日《大河财立方》，作者杨萨，文章经本刊编辑。

2026年6月2日，上交所公司债券项目信息平台显示，国泰海通证券2026年面向专业投资者公开发行公司债券获受理，拟发行金额高达800亿元。

2026年以来，券商“补血”融资节奏明显加快，仅1月，券商发债规模超2480亿元，同比增幅近230%。Wind数据显示，截至5月29日，按发行起始日计，2026年以来券商累计发行各类债券逾430只，发行总规模超9000亿元，较去年同期增长约80%。

年内券商发债规模为何大幅攀升？对此，联合资信表示，2026年以来资本市场延续向好态势，股市指数虽有冲高回落，但沪深两市成交额同比大幅增长。券商借助市场行情、政策呵护、低利率环境以及自身业绩改善，主动增加杠杆、补充资本，直接推动了债务融资放量。

一、市场回暖与低利率共振，头部券商抢滩发债窗口

此次国泰海通证券申请发行800亿元公司债，品种为小公募，募集资金拟用于偿还公司债券本金和补充流动资金。其中，510亿元拟用于偿还公司债券本金，290亿元拟用于补充流动资金。

2026年以来，多家券商抢抓低利率窗口融资。联合资信表示，在低利率环境下，券商通过低成本置换公司高息债务，降低财务费用，增厚利润空间。其中，头部券商利用低利率窗口期拉开与中小券商的资本差距，构筑

“护城河”，为将来行业内出现并购、创新业务及应对市场波动留足安全垫。

2026年1月，中信证券公告拟发债800亿元，其中510亿元用于偿还旧债；2月，中信建投公告拟发债800亿元，其中510亿元拟用于偿还公司债券；5月，银河证券公告拟发债500亿元，部分募集资金拟用于偿还到期公司债券本金。

从利率来看，2026年以来，券商新发债券票面利率多在2%以下，部分短期融资券票面利率低至1.6%以下。比如，东方财富证券2026年度第四期短期融资券，票面利率为1.57%，中信建投发行的短期融资券“26中信建投CP007”票面利率同样为1.57%。

不过，联合资信也提到，当前利率水平较去年差异不大，市场融资利率进一步下行空间有限，证券公司为业务筹措资本，不存在“现在不借，未来可能借不到”的抢跑心态，大多是现有业务需求带动融资增长。

在本轮发债热潮中，头部券商依然占据绝对主导地位。数据显示，头部券商发债占比高达60%。截至目前，国泰海通证券、中信证券、银河证券、广发证券、中信建投年内境内发债规模分别达到873亿元、768亿元、670亿元、621.3亿元和598.8亿元，合计发债规模已超过3500亿元。

二、公司债仍为主力，次级债与科创债发行升温

业内人士称，2026年开年券商发债规模的大幅增长，延续了2025年以来的回暖势头。回顾2025年，券商合计发债规模超过1.89万亿元，同比增长约44%。

从各家券商募集资金用途来看，年内券商发债资金一部分用于偿还到期公司债务、实现债务置换和结构优化，另一部分则用于补充流动资金，增强日常运营的灵活性和稳健性。联合资信表示，在低利率环境中，以中长期债券替换到期债务，既平缓了偿债压力，又锁定了低成本资金，缓解了资产端收益率下行对盈利空

间的挤压。

年内券商发债总量快速扩容之外，发债品种也在发生明显变化，增量仍以公司债为主，不过次级债和科创债发行量也明显增长。

具体来看，公司债方面，2026年以来，国泰海通证券、兴业证券、广发证券、申万宏源证券、南京证券等多家券商获批大额公司债注册申请。其中，兴业证券获批发行不超过200亿元公司债；广发证券获批发行150亿元公司债；申万宏源证券、南京证券等也分别有数十亿至百亿规模的公司债获批。

次级债方面，年内多家券商纷纷发行次级债，用以补充资本、改善资本充足水平。2026年4月2日，国泰海通证券获批的350亿元永续次级债，是今年已获批规模最大的单笔永续次级债项目。银河证券今年已发行两期永续次级债，合计100亿元。首创证券成功发行首单永续次级债，规模20亿元。首创证券表示，此次永续次级债券的成功发行有效补充了公司净资产与净资本。

在监管政策引导下，证券公司发行科创债支持科技创新领域的力度持续加大。

国投证券是年内首家完成科创债发行的券商。2026年3月，国投证券发行了20亿元科创债，票面利率1.63%，全场认购倍数达4.96倍。其中，不低于70%的募集资金专项用于支持科技创新领域，涵盖科创类金融产品投资、科创企业IPO跟投、做市等业务，剩余资金用于补充流动资金。申万宏源证券在4月29日完成一期31亿元科创债的发行之后，又于5月20日完成一期50亿元科创债的发行。

近两年券商发债热情不断升温，未来能否延续？联合资信表示，2026年作为“十五五”开局之年，政策层面将聚焦资本市场改革，提升资本市场的包容性和适应性，这有助于增强资本市场的稳定性和积极性。在政策引导“慢牛”行情下，证券公司现有业务规模满足且高于监管各项标准，2026年下半年发债节奏将保持稳步推进、有序增长的态势。■

数智浪潮涌，债市东风劲——《数字中国发展报告（2025年）》下的信用投资新航图

文 | 联合资信 陈茵 王美君

2026年6月8日，国家数据局发布了《数字中国发展报告（2025年）》（以下简称“《报告》”）。《报告》对过去十年数字中国建设的特征进行了总结，并对未来十年数字中国的发展形势进行了展望，指出以“数字新基建+数据资产化+AI产业化”为代表的三大主线在服务实体经济的同时，亦将为债市动能转化注入强劲动力。

一、过去十年：数字中国发展成果显著，数字底座坚实如磐

十年砥砺，数字中国已从蓝图走向实景。2025年数字中国发展指数达170.1，同比增长12.99%，同比增长率较上年扩大2.34个百分点。数字中国建设跑出中国式现代化的“加速度”，数字中国已从规模扩张进入质量裂变的新阶段，其发展成就可用“六个量级跨越”与“三个质变突破”概括。

六个量级跨越：从跟跑到并跑的硬实力跃迁

第一，数字基础设施建设突飞猛进。全国光缆线路长度从2500万公里增至7499万公里，实现县县通千兆、乡乡通5G、95%以上行政村通5G。全国深入实施“东数西算”工程，算力设施机架数从108万架增至1373万标准机架，算力规模位列全球第二。全国已启动两批国家数据基础设施建设先行先试，总体覆盖全国80%以上的省（自治区、直辖市），支撑教育、科学研究、信息通信等15个重点领域。全国5G工厂超过8000

家，其中高水平5G工厂1260家，数智技术深度融入生产制造核心环节。

第二，数字经济实现飞跃式增长。数字经济整体规模从18.6万亿元增长至超60万亿元，占GDP比重从27%攀升至45%以上。数字经济核心产业增加值占GDP比重从6.8%提高到10.5%以上，核心产业销售收入同比增长9.4%，人工智能成为数字产业增长的重要引擎。柔性生产、云制造、共享制造、虚拟制造和工业电商等新业态加快发展，“黑灯工厂”“无人矿山”“智慧港口”等新模式加速推广应用。数字新农人成为推动农业数智化转型的重要力量。AI手机、AI电脑、AI教育机器人、智能眼镜等新产品消费热度持续走高。全国网上零售额从3.9万亿元增至15.97万亿元。集成电路成为出口额最高的单一商品，人形机器人、工业机器人、无人机等产量位居世界首位。

第三，数字政务发展水平位居世界前列。“高效办成一件事”共发布21项重点事项清单，累计发布5批55项，进入常态化新阶段。全国一体化政务服务平台2019年上线后已覆盖超70%人口，“最多跑一次”等创新实践不断涌现，“一表通”改革从局部试点走向全域铺开。

《政务领域人工智能大模型部署应用指引》标志着大模型在政务领域的应用进入新阶段，呈现出“场景驱动、集约建设、安全辅助”的新特征。

第四，数字文化蓬勃发展。围绕国家重大战略和地方发展，全国构建“线上+线下”“中央+地方”联动宣传矩阵，“立体化”宣讲推动党的创新理论深入人心。数

字采集与留存筑牢了文化遗产的数字根基。高精度数字采集技术在2025年得到更广泛应用,为文化遗产构建起“数字基因库”。“人工智能+文化和旅游”融合发展已形成上下联动良好态势。网文、动漫、影视、游戏呈现爆发式增长,运用3D建模、AI辅助设计等数字技术制作的《哪吒2》,登顶全球动画电影票房榜首。

第五,数字社会更加普惠便捷。我国已建成全球规模最大且高质量的教育资源中心,远程医疗服务网络已覆盖所有市县,居民服务“一卡通”应用持续深化。全国共完成约1700公里高速公路、2200余处公路水路附属设施数字化升级,累计建成集装箱、干散货自动化码头60座。城市数字底座和共性支撑能力建设持续夯实,“数字住建”提升了城市智慧治理水平;以数字乡村发展赋能农业农村现代化。网民规模从6.88亿人增至11.25亿人,互联网普及率从50.3%提高到80.1%。

第六,数字生态文明更加绿色智慧。我国积极探索构建“专业牵引、数据驱动、上下协同、靶向执法”的执法监管新模式,建成了全球规模最大、要素最齐全的生态环境监测网络,生态文明数字治理能力显著提升。智慧测绘技术不断创新突破,精心描绘自然资源“智”理美好前景。数字水利建设激发治水新活力。数智技术全面赋能行业绿色化转型,全国累计建成306个国家绿色算力设施,累计培育6430家绿色工厂、491家绿色工业园区、727家绿色供应链,推广超4万种绿色产品。

三个质变突破:制度、技术、数据的深层重构

第一,制度质变。在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下,数据基础制度的“四梁八柱”已基本搭建,探索形成数字中国建设的“531”工作体系(数据基础制度等5个方面、核心技术攻关等3个基础、数据要素赋能AI发展1个重点)。《政务数据共享条例》等法规落地,20余省份出台了地方数字领域条例;《关于深入实施“人工智能+”行动的意见》等政策文件出台,公共数据开发

利用的“1+3”政策体系成型。

第二,技术质变。我国成为全球人工智能专利最大拥有国,占比达60%,是全球大模型技术迭代速度最快的国家之一。AI应用向智能体升级,日均词元(Token)调用量超100万亿,较2024年初增长1000多倍。量子科技、脑机接口、6G等技术研发走在世界前列。“本源悟空”已实现全球应用,“祖冲之三号”的综合性能达到国际领先水平,全球首例无线植入式中文语言脑机接口“北脑一号”已完成国际首批柔性高通量半侵入式无线全植入脑机系统的人体植入,6G赛道累计形成超300项关键技术储备。我国已初步形成体系较为完备的世界级开源平台,为手机、汽车、家电等1200多类产品装上了“智能中枢”。

第三,数据质变。2025年,以场景牵引数据资源供给规模和质量明显提升。全国数据生产量达52.26泽字节(ZB),同比增长27.28%,占全球数据总量约27.44%;全国数据存储总量达2.53ZB,增长21.13%。高质量数据集建设精心布局、精准落子。截至2025年底,全国建成高质量数据集超11万个,规模超908拍字节(PB);数据标注累计规模超85PB,服务260个大模型研发,引进和培育标注企业364家,标注从业人员达9.5万人,带动数据标注相关产值183亿元。10余部门制定本行业公共数据授权运营制度,25个省份开展公共数据授权运营,数据要素从资源向资产的价值转化已实质性启动。

二、未来十年:数字中国发展形势复杂,机遇与风险交织并存

2026年是“十五五”开局之年,也是数字中国建设第二个十年的开启之年。这是一个万亿级信用扩张的故事,但也是一个债券市场风险定价需要高度精细化的时代。展望未来十年,数字中国建设目标迫近、任务繁重,发展形势发生深刻复杂变化,可从“三重张力”判断。

技术突破与核心短板的张力

尽管我国AI专利占全球60%，大模型技术迭代速度全球领先，但数字关键核心技术仍存短板。量子科技、脑机接口等前沿领域虽展现硬核实力，但从“并跑”到“领跑”仍需跨越“死亡谷”。6G研发已形成超300项关键技术储备，但商业化路径尚不清晰。这意味着相关企业的信用评级不能仅看技术储备，更要看产业化落地能力和现金流可持续性。

数据要素释放与安全治理的张力

数据基础制度“四梁八柱”已基本搭建，“531”工作体系已成型，全国20多个省份出台数据条例。但数据产权界定、交易定价、跨境流通、隐私保护等问题仍是硬骨头。《网络数据安全条例》正式施行，《人工智能安全治理框架》2.0升级版已发布，监管趋严将重塑数智化企业的合规成本结构，进而影响其信用资质。

国际竞争与合作的张力

全球数字化变革浪潮汹涌，各国竞争日趋激烈，数字时代国际格局加速重塑。我国提出《“人工智能+”国际合作倡议》，“丝路电商”伙伴国增至36个，但技术封锁、标准争夺、数据主权博弈将长期存在。从主权信用角度看，数字中国的国际合作影响力持续增强，但外部不确定性也在上升，这对跨境债券定价和主权风险溢价将产生深远影响。

三、立足当下：数字中国蓬勃发展对债券市场的影响展望

2025年债券市场规模稳步扩大，社会融资规模存量中债券占比约29.2%，较2017年上升约6.39个百分点。信息传输、软件和信息技术服务业固定资产投资同比增长8.8%，高技术服务业固定资产投资同比增长3.5%。资金正在用脚投票，涌向数字经济。未来十年，债券市

场可以从以下五大方向精准发力。

公司债：打造“数字科技板”，分层服务数字企业

2025年914家主体累计发行科创债约2.29万亿元，发行主体数量同比增长约135.0%，发行规模同比增长约87.2%，其中91家股权投资机构发行1469.99亿元，科创债市场已落地见效。未来十年，公司债应进一步分层设计，精准支持数智技术发展和企业数智化转型。对于成熟期数字龙头企业（如AI大模型、智能算力企业），支持发行中长期科创债，匹配其研发周期。对于初创期数字企业，推广认股权条款、知识产权质押融资等创新结构，降低发债门槛。信用评级体系需引入数据资产、Token调用量、专利转化率、高质量数据集规模等新型指标，突破传统财务分析框架的局限。

金融债：政策性银行与商业银行的双轮驱动

2025年5000亿元特别国债用于补充国有大型商业银行核心一级资本，金融债发行规模持续扩大。2025年绿色债券余额约为3.58万亿元，位居全球首位。未来十年，政策性银行应加大“数字金融”专项金融债发行力度，定向支持数据要素市场化配置和数字人民币、数字支付、跨境支付等金融科技发展。商业银行应发行绿色数字金融债，将ESG与金融机构数智化转型深度绑定，使“绿色+数字”双标签债券成为信用利差收窄的新洼地。

政府债：以“数字新基建”为锚，重构地方政府信用逻辑

2025年地方政府债券发行规模达到10.29万亿元，首次突破10万亿元大关，创历史新高。未来十年，政府债应紧扣“数字新基建”主线，重点支持5G-A网络覆盖、全国一体化算力网、绿色算力设施、智慧城市数据中枢等项目，将数字基础设施及配套服务作为优质偿债来源。超长期特别国债应常态化发行，重点支持“东数西算”、AI算力集群等国家战略项目。信用评级需重点



关注地方政府数字经济投资回报率和数据资产入表后的资产负债表重构效应。

主权债：以“数字主权”提升国际定价权

2025年熊猫债余额约为3634.43亿元，同比增长72.8%，净增约1531亿元。我国已提出《“人工智能+”国际合作倡议》，“丝路电商”伙伴国增至36个。未来十年，主权债应主动嵌入“数字合作”叙事，发行“数字丝绸之路”主题主权债，支持沿线国家的数字基础设施建设和数智技术发展，熊猫债发行规模有望随数字合作深化进一步扩大。主权信用评级的支撑因素将从传统的“经济增长+外汇储备”扩展至“数字基础设施成熟度+数智技术领先度+数据要素市场深度”。

结构融资产品：数据资产证券化，规范市场中的“信用新大陆”

截至2025年底，我国已建成高质量数据集超11万个、规模超908PB，分别同比增长61.13%和142.58%；用于人工智能训练和推理的数据总量为

199.48艾字节（EB），同比增长42.86%。数据资产正在从信息技术副产物转变为核心资产。未来十年，数据资产证券化可能成为结构融资产品的创新方向之一。以数字基础设施收费收益权为底层资产的REITs、数据知识产权收益权为底层资产的ABS、以数据标注服务合同为基础的ABN等，将成为结构融资的新品类。数据资产证券化产品信用评级应重点关注数据资产现金流预测的五大核心难点——数据合规审查、数据安全评测、数据质量评价、应用场景分析、数据价值评估。

四、结语

数字中国建设的第二个十年，是数据变资产、算法变信用、Token变现金流的十年。债券市场需要精准卡位“数字新基建+数据资产化+AI产业化”三大主线，在服务实体经济的同时，开辟出一条信用扩张与风险可控并行的新航道。数字中国发展指数170.1不是终点，而是万亿级债券市场新周期的起点。 ▮

商业银行：经营韧性持续夯实， 行业竞争分层趋势加深

文 | 联合资信 盛世杰 薛家龙

一、行业政策与监管环境

2025年以来，商业银行监管政策体系持续完善，政策兼顾战略转型引导与风险底线防控，持续推动行业实现高质量稳健发展。2025年以来，行业监管政策重点聚焦金融“五篇大文章”落地、化解房地产与地方政府债务存量风险、深化中小银行改革以及强化合规与公司治理等维度展开，政策制定旨在推动商业银行信贷结构优化、深化金融服务国家战略方针和实体经济，提升商业银行运行质效，稳定社会经济发展，具体内容如下（见表1）。

二、行业竞争状况

2025年以来，在存量风险出清与机构整合提速的背景下，我国商业银行呈现头部集中、梯队分层、区域分化、尾部出清竞争态势，马太效应持续凸显。

截至2026年3月末，我国商业银行资产总额420.94万亿元。其中，国有大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和农村金融机构占资产总额的比重分别为50.58%、18.53%、16.21%和14.84%，整体结构趋于向国有大型商业银行集中。从集中度数据来看，资产规模排名前五的商业银行占商业银行总资产的比重超过50%且呈缓慢增长趋势，净利润排名前五的商业银行占商业银行净利润比例保持在50%以上。无论从资产还是盈利的分布来看，商业银行集中度水平平均较高，并呈现出头部集中、分层竞争、尾部出清的

稳定格局。其中，国有大行依托低成本负债、全国渠道、充足资本及政策优势稳居行业龙头，靠稳健扩表对冲息差下行，抗风险能力最强；头部股份行机制灵活，其业务着重于财富、投行、零售等轻资本业务并形成差异化优势；城商行立足本地，但区域分化明显，中西部、东北中小城商行经营与风险压力更大；农商行深耕县域下沉市场，却面临客群偏弱、资本补充难等问题；民营银行线上普惠小微优势突出，但缺少线下网点，负债成本高、抗风险能力弱，且民营股东在公司治理有效性方面有待改进；外资银行擅长跨境与高端财富管理，网点少、扩贷空间有限，侧重轻资本特色业务。从企业数量来看，在中小银行改革化险工作持续推进的背景下，部分地区的城商行和农商行合并重组、以及村镇银行撤并改制为分支机构，使得商业银行家数总量呈下降趋势。从各类型商业银行家数来看，农村金融机构家数快速下降，城市商业银行家数降幅不大，其余各类商业银行家数均处于稳定状态。未来，考虑到中小银行改革化险进程的持续推进，商业银行数量将呈下降趋势，行业集中度或将上升。

三、行业经营与财务状况

2025年，商业银行行业经营呈现规模稳增、结构优化、盈利修复、风险可控的整体特征。在政策引导与利率市场化双重背景下，行业主动调整资产负债配置策略，持续优化信贷结构、对冲息差下行压力，叠加审慎减值计提与资本补充政策落地，行业整体盈利有所

修复、风险抵御能力持续夯实，但机构分层分化、结构性经营压力依然存在。2025年，商业银行贯彻做好金融“五篇大文章”政策，受实体需求偏弱、地方债务化解等因素拖累传统信贷增速放缓，银行加大非信贷资产配置托底资产规模，信贷持续向科技、绿色、普惠等重点领域倾斜，相关贷款占比达40%、增速大幅高于整体贷款；企业信贷投放平稳，但居民信贷增长疲软，零售修复尚待消费政策持续发力。利率端贷款收益率

下行放缓，叠加存款成本持续压降，行业净息差收窄趋势放缓，全年净利润同比回暖；国有大行获得财政注资，2026年还将通过3000亿元特别国债进一步补充资本，资本实力充足，而盈利、资产质量承压的中小银行内源造血与外源融资渠道受限，核心一级资本补充压力较大。2026年一季度行业资产规模延续增长，资产质量保持平稳，息差下行压力进一步缓解，仅净利润小幅同比下滑，整体资本储备充足（见表2）。

表1 2025年以来商业银行行业政策概览

发布时间	发布部门	行业政策	政策目标/主要内容
2025年3月	国务院办公厅	《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》	作为纲领性文件，明确银行重点深耕科技、绿色、普惠、养老、数字金融五大领域，精准对接科创企业、绿色低碳、小微民生、银发经济、金融数字化转型等实体需求；并将相关产业发展纳入战略布局，建立专项信贷投放、风险管控及考核机制，引导银行优化信贷结构，聚焦实体重点领域。
2025年4月	国家金融监督管理总局	《关于加强商业银行互联网助贷业务管理提升金融服务质效的通知》	实行助贷合作机构名单制管理，统一综合融资成本上限，清理叠加担保、会员费等变相收费，要求银行自主把控风控环节。
2025年5月	科技部、中国人民银行、国家金融监督管理总局、中国证监会、国家发展改革委、财政部、国务院国资委	《加快构建科技金融体制 有力支撑高水平科技自立自强的若干政策举措》	旨在构建与科技创新相适应的金融体制，为科技企业提供全生命周期金融服务，引导长期资本投向国家战略科技力量和中小科技企业，为实现科技强国目标提供系统性金融支撑。
2025年6月	中国人民银行、国家发展改革委、财政部、商务部、国家金融监督管理总局、中国证监会	《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》	完善金融服务体系、提升金融服务能力，强化对商品消费和服务消费的金融支持，以提振和扩大消费。政策聚焦支持居民就业增收和优化保障体系；鼓励金融机构发挥信贷主渠道作用，加大对商品消费、服务消费和新型消费等重点领域的金融支持，推动消费基础设施和流通体系建设，加强金融消费者权益保护，为发挥消费对经济发展的基础性作用提供有力支撑。
2026年1月	国家金融监督管理总局	《农村中小银行机构行政许可事项实施办法（征求意见稿）》	简化省级农商联合银行设立审批，提高股东、高管准入门槛，推进县域农信统一法人整合。

数据来源：公开资料，联合资信整理

表2 商业银行主要财务数据

项目	2021年末	2022年末	2023年末	2024年末	2025年末	2026年3月末
资产总额(万亿元)	281.77	312.75	347.49	372.53	414.79	420.94
负债总额(万亿元)	258.13	287.47	320.05	343.17	383.29	397.27
不良贷款额(万亿元)	2.85	2.98	3.23	3.28	3.50	3.67
不良贷款率(%)	1.73	1.63	1.59	1.50	1.50	1.51
拨备覆盖率(%)	196.91	205.85	205.14	211.19	205.21	203.14
净息差(%)	2.08	1.91	1.69	1.52	1.42	1.40
净利润(万亿元)	2.18	2.30	2.38	2.32	2.38	0.63
资产利润率(%)	0.79	0.76	0.70	0.63	0.60	--
资本利润率(%)	9.64	9.33	8.93	8.10	7.78	--
存贷比(%)	79.69	78.76	78.69	80.35	80.08	79.74
流动性比例(%)	60.32	62.85	67.88	76.74	80.95	79.75
资本充足率(%)	15.13	15.17	15.06	15.74	15.46	15.00
一级资本充足率(%)	12.35	12.30	12.12	12.57	12.37	12.05
核心一级资本充足率(%)	10.78	10.74	10.54	11.00	10.92	10.71

数据来源：国家金融监督管理总局、Wind，联合资信整理

资产质量

2025年以来,在政策协同与多方支持下,商业银行持续完善内部全流程风控体系、主动加大存量不良处置化解力度,信贷资产质量总体稳定,风险抵补能力保持充足,信用风险整体可控;高风险中小银行处置工作取得积极进展,多措并举助力房地产市场止跌回稳,地方政府债务风险化解取得阶段性成效。但房地产复苏仍相对乏力,叠加外部环境与居民收入等因素,零售贷款风险暴露、弱资质主体风险传导以及弱区域中小银行资产质量下行压力仍需关注。

在多项政策协同发力及各方联动支持下,商业银行信贷资产质量总体稳中向好。监管层面持续优化风险缓释举措,一方面出台多项房地产金融支持政策,对开发贷、信托贷款等存量融资合理展期,有效缓释房地产及涉政领域贷款风险;另一方面完善“无还本续贷”机制,通过扩围至所有小微企业、阶段性覆盖中型企业、调整风险分类标准等优化政策,缓解企业还款压力。同时,地方政府动用资源协助银行处置风险资产、放宽不良贷款转让门槛,助力化解存量风险,叠加银行自身加大不良贷款核销与转让力度、中小银行改革化险深入推进,商业银行不良贷款率保持稳定、关注类贷款占比下降,拨备覆盖率小幅回落,整体信贷资产质量表现平稳,但个人贷款、普惠小微企业贷款信用风险有所抬升,相关贷款资产质量管控压力持续加大,仍是后续风控的重点领域。

截至2025年末,商业银行不良贷款率较上年持平,关注类贷款占比较上年末下降0.04个百分点。从拨备情况来看,商业银行保持常态化减值准备计提力度。受不良规模增长、大额不良核销双重影响,拨备覆盖率小幅回落但仍保持充足水平,2025年末拨备覆盖率较上年末下降5.98个百分点。从不同类型商业银行来看,城市商业银行客群覆盖面广,存量涉房信贷缓释周期拉长叠加小微企业贷款风险逐步暴露,导致其不良贷款规模增速相对较高;农村商业银行不良贷款率在

同业中仍为最高水平;国有大型商业银行和股份制商业银行拨备覆盖率水平相对较高。非信贷资产质量方面,国有大型商业银行具备较低的资金成本和较高的风控及投研技术,投资资产配置于债券的比例较高,且资产风险相对可控;农村商业银行受限于投研能力和资产配置范围,同业及投资资产主要以标准化债券为主,投资策略较为审慎,信用风险管理压力整体不大;部分股份制银行及城市商业银行前期配置了一定规模的非标类资产,存在一定信用风险管控压力,随着政府债务化解工作的持续推进,相关非标资产压降成效显著,其风险防控压力随之下降,但《金融资产分类办法》对非信贷资产减值计提要求带来的拨备计提压力仍在。此外,地方金融机构加快合并重组进程,统一风险管控标准与处置机制,助力压降存量风险、缓释经营压力,但重组后的业务整合、管理协同等事项仍存在一定周期,风险出清效果尚需持续观察。

2026年一季度,商业银行信贷资产质量总体稳定,核心风险指标运行平稳,行业整体信用风险可控,风险抵补能力仍维持在充足水平。未来,依托常态化风险化解机制的持续落地,商业银行资产质量与拨备水平有望整体保持稳态但风险隐患仍存:房地产市场复苏疲弱、部分房企流动性风险尚未完全出清,叠加全球地缘冲突扰动外贸供应链、外部贸易环境不确定性上升、国内居民收入预期偏弱等因素,中小微企业、出口导向型主体及个人住房与消费类贷款仍面临一定信用风险压力。

盈利水平

在利率市场化改革持续深化与负债成本稳步下行的带动下,商业银行净息差收窄趋缓,营收边际改善。商业银行通过多元化收入对冲息差压力,净利润同比恢复增长。随着存款结构优化和自律机制完善,行业盈利有望逐步企稳回升。

2025年央行持续推进利率市场化改革,强化利率



定价自律机制，持续引导存贷款利率合理下行。全年新发放企业贷款加权平均利率降至3.10%，较上年12月下行25BP，个人住房贷款利率小幅回落至3.06%，存量贷款重定价压力基本释放，资产端收益率下行节奏明显放缓。负债端得益于存款挂牌利率下调、高成本存量存款到期置换、存款结构持续优化，银行存款付息率下行幅度扩大，有效对冲资产端收益收缩，全年行业净息差1.42%，同比仅收窄10BP，季度走势整体平稳。从不同类型商业银行来看，机构层面分化显著，农商行贷款定价水平较强，净息差行业领先；城商行资金成本无优势叠加同业竞争激烈，导致其贷款定价持续走低，净息差显著低于行业均值。商业银行加速多元化布局，依托资本市场回暖修复中间业务，抓住债市企稳兑现投资浮盈，一定程度对冲利息收入增长乏力的压力，不过债市波动也对投资收益形成扰动，非息收入占比小幅提升。

整体来看，2025年商业银行实现净利润2.38万亿元，盈利同比回暖，经营呈现边际改善，资产利润率创历史新低；城商行净利润增速领跑行业，但城市商业银行和农村商业银行资产利润率相对较低，国有大型

商业银行及股份制银行总资产利润率优于行业平均水平，进而呈现出不同类型银行盈利表现分化明显。2026年一季度，商业银行净息差收窄至1.40%，收窄幅度明显放缓。2026年一季度，商业银行业累计实现净利润6323.33亿元，同比下降3.72%，股份制银行净利润同比微增，国有大行、农村商业银行净利润同比均有所下滑。而农村商业银行不良资产规模上行、拨备计提增加叠加息差收窄、中间业务薄弱、改革推高运营成本等不利因素，利润增长承压。未来，随着存款期限结构持续优化以及利率自律机制不断完善，银行负债成本有望进一步降低，净息差压力或将逐步缓解，行业盈利能力有望逐步企稳回升。

短期和长期偿债水平

2025年以来，商业银行对公存款增速持续修复，储蓄存款保持稳定增长，存款定期化趋势延续但向中短期优化，流动性保持合理充裕；资本充足水平整体稳健，内外部资本补充渠道协同发力，资本管理效能提升与市场环境向好进一步夯实资本实力；但行业结构性分化显著，部分中小银行受盈利及融资等因素制约，核心一级资本补充压力较为突出。

2025年监管规范存款竞争、压降高成本存款带动银行对公、居民存款稳步增长，存款定期化趋势延续但期限向中短期调整，负债稳定性提升。货币政策保持适度宽松，叠加银行增配高流动性资产、压降非标，行业整体流动性充裕；但流动性分化明显，国有大行、头部股份行及优质区域银行融资渠道通畅、流动性压力小，多数中小银行资金拆借渠道有限、活期存款占比偏低，流动性精细化管理压力更大。

从长期偿债水平来看，2025年银行扩表与风险计提小幅拉低各级资本充足率，但行业整体资本仍稳健。银行资本补充渠道多元：行业盈利可通过留存收益补充核心一级资本，永续债、二级资本债发行常态化；国有大行额外获得财政强力支持，2025年四大行落地

5200亿元核心资本注资, 2026年还将通过3000亿元特别国债持续增资。《商业银行资本管理办法》落地后, 银行精细化管理风险加权资产, 进一步节约资本占用。叠加2025年银行板块估值修复、高股息优势凸显, 保险、年金、外资等长期资金配置意愿提升, 为股权类资本工具发行提供良好市场环境。

2026年一季度, 银行存款增速持续走高, 央行加大中长期流动性投放, 市场资金面保持充裕。受一季度利润下滑、信贷集中投放消耗资本影响, 行业各级资本充足率较2025年末有所回落。商业银行整体资本储备充足, 但结构性分化突出: 国有大行内源造血与外源融资渠道丰富, 资本压力可控; 中小银行盈利偏弱、融资渠道受限, 核心一级资本补充压力较大。

四、行业债券市场表现

行业发债企业概况

2025年, 发债商业银行数量较上年基本持平, 发债主体以国有大型商业银行、股份制银行及城市商业银行为主导, 中小银行资本补充需求旺盛; 发债主体高评级特征凸显, 银行间债券市场融资环境进一步优化; 年内多家发债银行发生主体评级迁徙, 行业信用资质走势呈现明显分化。

截至2025年末, 共计146家商业银行于银行间市场公开发行债券411支。分机构类型来看, 发行主体覆盖范围持续扩大, 其中城市商业银行、农村商业银行等中小银行发行数量与规模占比同比显著提升, 中小银行合计发行数量占比超64%, 成为行业发行增长的核心贡献主体, 反映出中小银行资本补充与中长期流动性融资需求的持续释放, 而国有大行、股份行发行规模仍占据行业主导地位。

从发债主体信用资质的分层结构来看, 2025年发债银行的主体信用等级覆盖A+至AAA, AA+及以上高信用等级主体合计123家, 占发债银行总数的84.25%。

从存续发债主体信用资质情况来看, 2025年共计12家发债商业银行发生主体评级迁徙, 其中8家发债商业银行主体信用等级调升, 主要原因包括存贷款规模增长较快、盈利能力较强、资产质量优化、资本实力提升、股权结构优化、股东支持力度提升等; 4家发债商业银行主体信用等级调降, 主要原因包括资产质量承压、盈利能力大幅下滑、资本缺口大等。

债券市场情况

2025年, 商业银行债券发行支数、发行规模同比上升; 融资成本随市场利率合理下行, 融资结构转向流动性补充与资本补充双轮驱动。此外, 2026年迎来永续债集中赎回高峰, 集中到期催生的再融资需求或阶段性推升资本工具信用利差、增加机构融资成本, 给银行业资本及流动性管理带来阶段性压力。

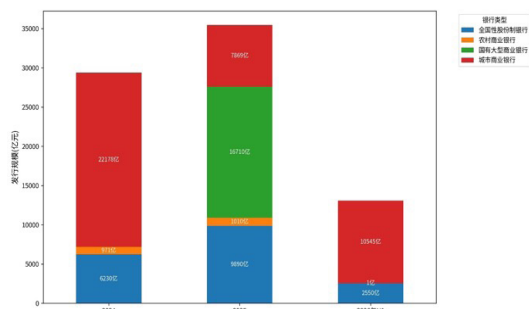
2025年, 商业银行债券市场整体呈现发行规模持续扩容、结构配置持续优化、融资成本合理下行、到期风险整体可控的运行特征, 行业直接融资需求进一步释放, 发行主体覆盖范围持续扩大, 中小银行发行意愿显著提升。发行结构方面, 2025年行业债券发行期限从超长期为主向中长期均衡优化, 与银行资产端业务期限适配性持续提升; 债券发行品种以商业银行次级债券(含TLAC非资本债)、普通商业银行债两大核心品种为主, 合计占比超99%, 行业融资结构从资本补充为主转向流动性补充与资本补充双轮驱动, 多元化融资能力持续提升; 商业银行行业债券整体票面利率均值和中位数均有所下行, 下行幅度与国内货币政策宽松导向、市场基准利率中枢下移走势高度匹配, 行业融资环境持续优化。

2026年一季度, 受监管机构统筹债券批复节奏安排影响, 银行间市场资本类债券发行规模阶段性放缓, 一季度发行规模仅占上半年总发行规模比重不足2%; 二季度随着批复逐步落地, 市场供给回归常态化投放, 发行活跃度显著提升, 上半年发行规模近1.3万亿元。商业银

行发行品种主要为永续债、二级资本债、TLAC非资本损失吸收债券。其中,国有大型商业银行、全国性股份制银行为发行主力,合计占据债券发行规模超90%;城商行发行规模占比偏低,仅头部优质机构有发行落地;农村商业银行发行较少,整体市场贡献度极低(见图1)。利率端分化清晰,国有大行、头部股份行发行票面利率普遍低于2%,平均利率分别为1.93%、2.03%;区域中小银行因信用资质存在明显利率溢价,城商行平均票面利率2.24%,农商行单支发行利率达4.20%,全市场整体融资成本维持近年低位区间(见图2)。

存续债券与未来到期分布方面,未来到期分布整体呈现分散化特征,单一年份最高到期占比不足40%,无短期集中到期风险,且存续债券均为3年以上中长期品种,与商业银行资产端中长期信贷、投资业务期限高度匹配,有效规避了短借长用的期限错配风险,行业融资期限结构合理,流动性风险整体可控。2026年为商业银行无固定期限资本债券(永续债)到期赎回高峰期,全年共有63支永续债到期,合计偿还规模达5855亿元。大量永续债集中到期将催生密集再融资需求,可能对银行间市场资本工具供给形成阶段性冲击,引发信用利差走阔,推高银行整体再融资成本,对银行业资本规划及流动性统筹管理带来阶段性压力。

图1 2024—2026年上半年商业银行债券发行规模与类型情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

五、展望

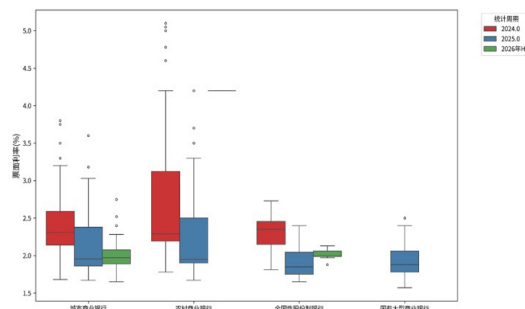
商业银行行业资产规模稳步增长,短期扩张节奏趋于平缓

商业银行坚守服务实体经济本源、主动践行社会责任,依托做好金融“五篇大文章”战略落地持续拓展实体信贷需求,行业整体资产负债规模有望保持稳步增长态势,但受制于实体信贷需求修复节奏偏缓、地产与城投存量风险有序压降、信贷投放结构持续调整等因素,行业短期整体扩表节奏或将有所放缓。

存量风险有序出清推动商业银行资产质量与信贷结构持续优化

在行业监管持续收紧,以及金融科技深度赋能的双重背景下,商业银行持续强化自主风控体系建设,风险识别与处置能力有望提升;伴随房地产、地方城投等传统领域存量风险逐步出清,行业存量信贷风险持续收敛,存量资产质量稳步改善。同时,在国家做好金融“五篇大文章”等政策导向指引下,商业银行持续调整信贷投放布局,主动压降高风险、高波动的传统授信业务,将信贷资源精准倾斜科技、绿色、普惠、民生等重点实体领域,持续优化信贷资产结构、降低授信集中度风险。

图2 2024—2026年上半年各类型商业银行债券票面利率分布



资料来源: Wind, 联合资信整理

负债降本红利持续释放、行业竞争趋于规范，息差下行节奏放缓并有望筑底回升，带动盈利稳步修复

商业银行持续优化存款结构、压降高成本负债，叠加存款定价下调、整治利率内卷成效持续释放，负债端降本红利不断兑现。同时，在监管规范同业无序竞争、遏制低价抢单行为的背景下，资产收益率快速下行的趋势有望收敛。在负债降本、资产收益企稳的双向支撑下，行业净息差下行节奏将持续放缓，有望逐步筑底回升，带动行业盈利空间稳步修复、资本内生能力和经营韧性的持续提升。

大行内外源资本补充优势突出，地方政府统筹资源纾困中小银行资本压力，整体资本保持充足

大型商业银行资本内生能力较强、外部增资渠道以及增资意愿均优于中小银行，整体资本维持在充足水平；而中小银行作为保障地方经济发展的重要部分，在贯彻落实国家政策、支持本地实体经济发展等方面

发挥着重要作用，地方政府落实属地责任，统筹本地优质资源对属地中小银行进行资本补充，保障中小银行平稳运营。

行业分层分化格局持续加深，头部商业银行综合竞争优势持续巩固

当前银行业已形成国有大行领跑、股份制银行差异化竞争、区域中小银行深耕属地、尾部机构改革整合的分层格局，头部银行具备渠道、资本、低成本负债、数字化转型先发优势，经营韧性更强；中小银行受制于区域产业约束、资本补充渠道有限、客户基础薄弱等问题经营压力凸显，公司治理完善性和执行有效性仍待加强，叠加监管持续推进中小银行并购重组、风险出清，未来行业资源将进一步向经营稳健、治理完善的头部主体集聚，机构分化格局持续加剧。

综上，预计未来一年内商业银行行业信用风险将保持稳定。■



外资银行：业务体量结构性调整， 轻资本运营模式转型加速

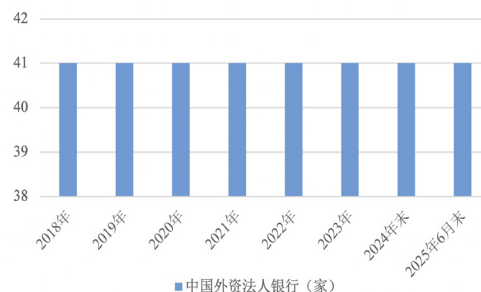
文 | 联合资信 薛家龙

我国外资法人银行数量基本保持稳定，市场格局趋于成熟；外资银行大多由全球知名的金融机构或跨国集团控股，股东实力强，能够为其在华业务提供充足的资本支持。自2006年底中国开始履行WTO入市承诺以来，逐步有外资分行改制为中国境内法人，且自2018年至今，中国外资法人银行的数量保持稳定。截至2025年6月末，中国境内共有41家外资法人银行，其中有37家为外商独资银行，另有3家为外资共同持股（见图1）。从股东背景来看，外资银行的母行大多为所在国家或地区的系统重要性银行或资产规模排名靠前在当地金融体系中具有重要地位的银行，具有较强的资本实力和丰富的国际经验，在资本市场有较高的信用评级，这也为外资银行在中国市场的发展提供了坚实的基础。此外，从区域分布来看，41家外资银行的股东分布在14个不同的国家和地区，其中近7成来自亚洲，与股东背景来自欧美、香港地区的外资银行不同，日本、韩国和台湾地区的外资银行偏向于服务母行所在国家或地区的企业和居民，注册地选择在临近母行的城市。

中国对外资金融机构的开放程度持续深化，政策红利加速释放，外资银行、保险、证券及资产管理机构在华发展迎来新局面。在市场准入方面，中国已全面取消银行业的外资持股比例限制，允许符合条件的外国银行在华设立独资银行或分行，实现内外资一致的股权管理规则。为进一步优化营商环境，相关行政许可事项的审批权限得到下放，审批时限显著缩短，部分事项可在120天内办结，大幅提升了行政效率。同时，准入门槛不断降低。取消了外国银行来华设立营业性机构需满足

的总资产规模等数量型准入条件，并允许外国银行在中国境内同时设立法人银行和分行，丰富了其商业存在形式，为其灵活布局中国市场提供了更多选择。在业务范围上，外资银行的展业空间持续扩大。现已取消对外资银行开办人民币业务的审批程序，允许其在开业后即可开展相关业务。此外，其业务范围已扩展至代理发行、代理兑付、承销政府债券以及代理收付款项等领域，使其能够更深入地参与中国金融市场。在监管层面，中国坚持中外一致原则，在外资银行的股权管理、反洗钱及反恐怖融资等方面实施同等审慎监管要求，确保公平竞争的市场秩序，全面落实国民待遇。为更好发挥外资银行的全球网络优势，支持中外企业跨境经营，中国持续优化跨境金融政策。根据中国人民银行、国家外汇管理局最新通知（银发〔2026〕72号），境内外商独资银行、中外合资银行及外国银行分行的境外贷款杠杆率由0.5上调至1.5，保底额度从20亿元提至100亿元。此举使外资银行境外贷款上限扩大三倍，有效突破资本规模限制，释放跨境信贷能力。同时，政策优化间接贷款管理：

图1 2018—2025年6月末外资法人银行数量



数据来源：国家金融监督管理总局发布的《银行业金融机构法人名单（截至2025年6月30日）》，联合资信整理

境内银行通过境外银行向境外企业发放一年以上本外币贷款,可由境外银行依当地法规办理。此举简化了业务流程,扫清了制度障碍,使得跨境银团贷款、转贷款等合作模式更加顺畅,更符合国际银行业的通行惯例。外资机构的深度参与,将促进国内金融市场竞争,推动中资机构提升服务效率与创新能力,优化投资者结构,并为资本市场引入更多长期、稳定的境外资金。

受负债端资金成本偏高、全球经济增长放缓以及外部环境不确定性日益加剧等多重因素影响,外资银行在我国银行体系中的业务体量及市场份额呈现出结构性调整与相对萎缩的趋势;但在特定领域,尤其是跨境金融、国际结算、外汇交易和高端财富管理等方面,仍具备较强的专业优势。近年来,面对中资银行的激烈竞争以及物理网点稀缺、吸储困难等结构性瓶颈,多家外资银行加速推进战略转型,确立了更为清晰的差异化发展路径。在渠道布局方面,外资银行摒弃了以往追求规模覆盖的策略,聚焦效率提升与资源优化配置,于2025年显著加快了低效网点的出清步伐。汇丰中国、渣打中国等机构相继关闭了在广东、四川等地的传统支行,同时将资源向高能级城市集聚,在北京、上海、深圳及杭州等地加速设立“财富管理旗舰中心”或私人理财中心。与此同时,多数外资银行逐步收缩乃至剥离个人银行业务,将重心全面转向企业与机构客户领域,聚焦高收益、高附加值业务。在跨境服务方面,外资银行依托香港国际财富管理枢纽的区位优势,2025年进一步深化“港陆联动”协同机制,借助QDII额度、跨境理财通等政策便利,重点发力家族办公室、海外信托、全球资产配置等高净值客户服务领域,强化跨境服务核心壁垒。此外,为突破物理网点限制,各外资银行持续加大金融科技投入力度,通过搭建智能风控体系、优化线上交易平台、推进API开放平台建设等举措,提升服务触达效率与客户服务体验,以数字化能力有效弥补渠道短板。

依托于母行完善的风险管理和内部控制体系以及成熟的运营管理经验,外资银行整体风险控制能力较好,

资产质量优于我国商业银行整体水平,拨备覆盖充足、风险抵补能力较强,但地缘政治风险与经济低增长的双重压力仍然持续存在,使得外资银行信用风险管理面临挑战。近年来,地缘政治局势持续紧张、全球主要经济体货币政策紧缩及国内经济复苏不均衡等多重因素交织,全球经济复苏进程放缓,增长动能明显减弱,国际金融市场波动加剧。在此复杂多变的宏观环境下,全球金融体系面临的不确定性上升,借款人信用风险逐步抬升,银行业普遍面临盈利承压与资产质量下滑的双重挑战,外资银行亦不例外。从资产质量变化趋势来看,近年来,外资银行不良贷款率呈持续上升态势,反映出外部环境对其信贷资产质量的传导影响。但同时外资银行在进入中国市场后,依托母行成熟的风控体系和国际化的管理经验,在合规经营与全面风险管理方面保持高度审慎和严谨的态度,风险管控能力较强。此外,外资银行分支机构主要集中于经济发达的大中城市,业务重心多聚焦于跨国企业、大型外商投资企业及高净值客户群体,较少涉足小微企业、县域及农村等风险相对较高或服务成本较高的领域,客户整体资质较高,抗风险能力较强。因此,相较于中资银行,外资银行的资产质量受国内经济周期波动的影响相对较小,表现出更强的稳定性。截至2025年末,外资银行不良贷款率为0.97%,较上年末略有上升,但仍显著低于同期商业银行整体不良贷款率1.50%的水平。从拨备情况来看,外资银行平均拨贷比通常保持在2.50%左右,相对充足的拨备积累使得其拨备覆盖率与不良贷款率总体呈现反向变动关系。近年来,随着不良贷款余额增长,外资银行拨备覆盖率呈逐年下滑趋势,但仍保持合理充足水平。截至2025年末,外资银行拨备覆盖率为234.24%,较上年末有所下降,但仍高于同期整体商业银行205.21%的平均水平(见表1)。

受制于较高的负债成本、刚性运营开支及审慎财务策略,外资银行整体盈利空间受限,盈利能力持续承压。外资银行整体客群资质优良、信用风险较低,在信贷定价方面具备较强的议价能力,但同时其负债端以批

发性融资、境外资金拆借为主，资金成本相对较高，致使其净息差持续处于较低水平。近年来，受市场利率下行等因素影响，外资银行净息差整体呈收窄趋势，2025年，外资银行净息差为1.32%，略低于同期商业银行1.42%的整体水平。从盈利能力来看，外资银行普遍存在业务管理费用偏高的问题，导致其成本收入比长期处于行业较高水平。同时，基于稳健经营原则，外资银行普遍采取保守的财务策略，注重资本充足与风险防范，严格控制杠杆水平，这一策略在有效保障其经营稳定性、降低风险暴露的同时，也制约了资产规模的快速扩张和资本利用效率的提升，进一步影响盈利增长潜力。受上述因素综合影响，外资银行盈利能力持续承压。2025年，外资银行资产利润率为0.50%，较上年有所下滑，略低于同期商业银行0.60%的平均水平。

外资银行资本实力雄厚，安全边际显著优于监管红线及同业平均水平，具备极强的风险抵御能力，但较高的资本冗余也折射出资产扩张动力不足与资本利用效率偏低的结构性矛盾。相较于中资银行频繁利用二级资本债、永续债等工具补充资本以支撑规模扩张，外资银行在资本工具运用方面更为审慎。自2015年首单外资银行二级资本债发行以来，全国41家外资银行中仅有5家获批发行资格，且2025年全年仅有两家机构完成发行，反映出其资本补充需求较低且融资策略保守。截至2025年末，外资银行平均资本充足率达20.36%，显著高于监管要求，亦远超同期整体商业银行15.46%的平均水平。充裕的资本储备使其在复杂多

变的外部环境下，能够有效吸收潜在风险损失，保持经营稳定性。但过高的资本冗余也暴露了外资银行在华业务扩张相对滞后、资本利用效率有待提升的短板。保守的财务策略虽然规避了过度杠杆化的风险，但也导致资金成本相对较高，在一定程度上制约了盈利水平的提升空间。因此，如何在保持资本稳健的前提下优化资本配置、提升资本使用效率，实现资本与业务发展的动态平衡，成为了外资银行亟需解决的问题。

面对全球经济放缓、市场竞争加剧及净息差收窄等多重挑战，外资银行在华资产规模增速趋缓，市场份额有所下降，且存在资本利用效率待提升及地缘政治风险溢价上升等制约因素，但其凭借高质量客户基础、成熟的风险控制体系及审慎的管理模式，展现出较强的经营韧性。同时，中国持续推进高水平金融对外开放，政策环境持续优化，为外资银行在华深耕提供了有利的制度保障。当前，外资银行正积极推进数字化转型，优化服务模式，提升运营效率，并灵活调整业务策略以适应新经济格局。作为连接国内国际双循环的重要纽带，外资银行在促进资本流动、技术交流和市场融合方面仍具独特优势。此外，外资银行正加速向轻资本运营模式转型，通过深耕财富管理、跨境金融及资产托管等高附加值中间业务，有效对冲息差收窄压力，进一步优化收入结构并提升盈利韧性。综上所述，预计外资银行将继续保持审慎、稳健的经营策略，在巩固资本与资产质量优势的同时，通过业务结构优化与数字化转型提升核心竞争力，整体信用风险可控。 

表1 外资银行主要监管数据

项 目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
不良贷款率 (%)	0.56	0.72	0.85	0.94	0.97
拨备覆盖率 (%)	362.75	301.97	293.92	252.30	234.24
净息差 (%)	1.55	1.58	1.57	1.42	1.32
资产利润率 (%)	0.56	0.59	0.56	0.64	0.50
流动性比例 (%)	67.42	71.96	78.75	79.88	76.51
资本充足率 (%)	18.03	19.29	19.58	19.47	20.36

数据来源：国家金融监督管理总局，联合资信整理

城市商业银行：资产质量总体平稳，信用风险管控压力仍存

文 | 联合资信 张哲铭 陈绪童

作为服务地方经济的中坚力量，城市商业银行2025年呈现规模稳步扩张、资产质量总体稳定、盈利边际改善、资本消耗加快的运行特征；得益于地方政府、国有大行与监管协同推进的高风险机构处置化解，城市商业银行整体抗风险能力和竞争力有所提升，信用风险有所缓释。

作为服务地方金融的主体，城市商业银行的业务发展与当地经济结构和产业特色高度相关，其发展定位与大型商业银行形成良好补充。为化解存量金融风险、提升抗风险能力，多地通过新设合并、吸收合并等方式，将区域内多家城商行整合为省级法人机构，风险处置取得实质性进展，机构整体资本实力、资产质量与市场竞争力均得到明显提升；此外，部分国有大型

商业银行通过受让股权、托管承接、吸收合并等方式参与化解城市商业银行风险，地方政府、国有大行与监管协同发力，共同推动高风险机构处置与资产质量修复，进一步增强了城市商业银行体系稳健性。经过多年的发展与整合，城市商业银行已经成为了我国银行业体系中重要的组成部分，截至2025年6月底，我国共有城市商业银行124家；截至2025年底，城市商业银行总资产65.98万亿元，较上年末增长9.69%，增速略高于商业银行整体平均水平，占商业银行总资产的15.91%；总负债61.29万亿元，较上年末增长10.06%，占商业银行总负债的15.99%（见表1）。

城市商业银行不良率小幅上行，资产质量保持总体稳定，拨备水平有所下降，地方政府债务风险化解、

表1 城市商业银行主要财务数据

项目	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
资产总额 (亿元)	450690.44	498853.16	552042.14	601509.81	659767.26
负债总额 (亿元)	415734.24	461687.38	511303.05	556902.53	612909.34
不良贷款额 (亿元)	4403.17	4775.81	5017.05	5434.43	6162.69
不良贷款率 (%)	1.90	1.85	1.75	1.76	1.82
拨备覆盖率 (%)	188.71	191.62	194.94	188.08	173.38
净息差 (%)	1.91	1.67	1.57	1.38	1.37
净利润 (亿元)	2394.28	2553.14	2930.79	2545.87	2873.43
资产利润率 (%)	0.56	0.54	0.56	0.44	0.46
流动性比例 (%)	73.49	76.81	81.58	99.82	101.67
资本充足率 (%)	13.08	12.61	12.63	12.97	12.39

数据来源：国家金融监督管理总局、Wind，联合资信整理

房地产支持政策等措施的逐步落实有助于稳定城市商业银行信贷资产质量,但实质信用风险管控压力仍存。

2025年以来,在货币政策宽松、以量补价及监管引导加大信贷投放等因素影响下,城市商业银行贷款规模保持增长,贷款增速有所回升。信贷资产质量方面,城市商业银行前置风险防控措施,并持续加强不良资产的清收处置,同时各级政府通过动用地方资源帮助银行实现风险资产出表,但受宏观环境仍待恢复,加之个人贷款风险上升影响,城市商业银行不良贷款余额保持增长态势,不良贷款率较上年末有所上升,且高于商业银行平均水平。城市商业银行信贷投放与地方经济结构及政策导向高度相关,从政信类贷款情况来看,各地政府积极化解存量隐性债务,同时通过合规化转型等方式防控和化解区域债务风险,有效稳定了城市商业银行相关资产风险。但长期来看,城市商业银行政信类贷款资产质量的未来变化趋势或主要取决于地方经济发展情况,以及城投主体在平台整合及市场化转型过程中还本付息能力的实际改善情况。房地产贷款方面,在早年房地产行业快速发展的背景下,城市商业银行投向房地产的贷款占比相对较高,房地产市场景气度下行导致房地产贷款风险暴露。2025年以来,国家坚持稳字当头稳定房地产市场,持续优化因城施策力度;同时,房地产融资“三支箭”协同发力,合理满足房企融资需求,保持信贷、债券、股权融资渠道畅通,同步推进房企白名单管理,精准支持优质主体。受益于政策层面对房地产领域的持续支持,2025年城市商业银行房地产业贷款资产质量整体表现相对稳定。从不同区域情况来看,浙江、上海、江苏和福建等东南沿海区域和北京等经济相对发达省份及地区的城市商业银行信贷资产质量普遍保持在良好水平,海南、甘肃、河北以及东北地区的城市商业银行信贷资产质量表现相对较弱,城市商业银行信贷资产质量区域分化仍较为明显;但考虑到高风险地区金融机构风险化解的速度也在不断加快,未来高风险地区城市商业银行信贷资产质量有望逐步改善。

从拨备情况来看,2025年,城市商业银行保持较大的贷款损失准备计提力度,但由于不良贷款规模增长以及核销力度较大,拨备覆盖率进一步回落至173.38%,拨备仍处于较充足水平。

城市商业银行投资资产增速有所加快,投资结构进一步优化,但仍需关注存量风险资产的化解情况。2025年以来,在信贷需求尚未完全恢复的背景下,城市商业银行进一步加大投资资产的配置力度。从投资资产结构来看,一方面,城市商业银行严控新增非标资产,同时存量城投非标资产通过提前还款、转标(如置换为贷款或债券)等方式持续压降;另一方面,城市商业银行大幅增持国债、政策性金融债及地方政府债券,低风险资产占比持续提升。从投资资产质量来看,近年来,得益于城市商业银行投资风险偏好趋于审慎、风险资产处置以及化债政策落地,城市商业银行投资资产质量趋于改善;但考虑到城市商业银行部分前期投放的非标投资业务仍面临一定的偿还压力,且抵质押物处置难度较大,未来投资资产质量、减值准备计提以及存量风险资产处置情况仍有待关注。

2025年,城市商业银行存款业务保持稳步发展,流动性风险整体可控,但需关注部分区域城市商业银行因资产质量变化及非标压降困难带来的流动性管控压力。2025年,得益于城市商业银行加大低成本公司存款拓展力度,同时在地方政府化债政策与财政支持下,公司存款实现平稳增长;同时,城市商业银行通过服务本地化、场景化的手段,增强储蓄存款资金沉淀,带动客户存款和负债总额稳步增长。但另一方面,在存款市场利率的持续下降、资本市场行情向好以及同业竞争加剧的背景下,需关注“存款搬家”对城市商业银行存款稳定性的影响。从流动性方面看,人民银行落实落细适度宽松的货币政策,综合运用多种货币政策工具,保持银行体系流动性合理充裕,城市商业银行短期流动性风险整体可控,但部分城市商业银行仍面临信贷资产质量下行压力以及存量非标压降困难等问

题,对资产安全性和流动性带来一定负面影响。

城市商业银行净息差收窄幅度趋缓,盈利水平的下滑趋势或将得到缓解。2025年以来,受LPR下调、同业竞争加剧等因素影响,城市商业银行贷款利率进一步下降,带动净息差水平进一步收窄;但另一方面,得益于高成本存款到期重定价以及存款期限结构调整带来的成本压降效应逐步释放,城市商业银行负债成本明显下降,导致息差收窄幅度明显减小,部分城市商业银行净息差较上年已有所回升。2025年,城市商业银行净息差为1.37%,较上年下降1BP,边际改善明显,但净息差仍低于商业银行平均水平。从盈利情况来看,2025年,受生息资产规模快速增长、存款成本率下降幅度扩大等因素影响,城市商业银行净利润水平同比有所回升。2025年,城市商业银行实现净利润2873.43亿元,同比增长12.87%;资产利润率为0.46%,较上年有所回升,盈利压力有所缓解,但其盈利能力仍低于商业银行平均水平,盈利能力有待提升。

2025年,在信贷资产增长较快的背景下,城市商业银行资本充足率整体有所下降,但仍有一定的安全边际。城市商业银行净利润水平偏低一定程度上制约了资本增速,但在信贷资产规模持续扩张的驱动下,风险加权资产规模持续增长,导致其资本消耗压力显著,致使资本充足率有所下降,且低于商业银行平均水平,但仍有一定的安全边际,2025年末城市商业银行资本充足率为12.39%。为应对资本对业务发展的限制,城市商业银行积极通过外源性方式补充资本。一方面,2025年以来,在金融监管总局强化中小银行资本补充机制的指引下,多家城市商业银行向地方国有企业通过定向增发的方式补充核心资本;另一方面,城市商业银行积极发行二级资本债券和无固定期限资本债券补充资本。2025年,城市商业银行发行二级资本债券和无固定期限资本债券的规模分别为1055亿元和1915亿元,合计发行规模较上年有所提升。但需注意的是,部分盈利偏弱、资产质量承压的城市商业银行,资本内



生积累能力不足,外部补充渠道有限,核心一级资本补充压力相对突出。

强监管环境引导城市商业银行规范经营,推动银行业高质量发展,且随着股权结构中国有股占比的提升,城市商业银行公司治理体系持续完善,风险管理能力及抗风险水平或将持续增强。近年来,我国商业银行监管政策出台频率仍相对较高,监管机构以资产质量和资本充足率为核心监管工具,深化对商业银行的审慎监管;同时引导城市商业银行信贷业务向普惠金融、绿色金融、数字金融等领域倾斜,引导城市商业银行业务结构实现高质量发展。此外,2025年以来,多地政府及地方国有企业通过注资或受让股权的方式进一步提高对城市商业银行的持股比例,地方政府对城市商业银行的控制力也随之增强,国有股占比的提升亦有助于优化其股权结构,提升公司治理水平,增强抗风险能力。

整体看,城市商业银行资产质量总体平稳,但实际信用风险管控压力及拨备计提压力仍存;净息差持续收窄但边际改善明显,盈利能力下行压力得到缓解;受信贷资产增长较快影响,资本充足水平有所下降,但仍有一定安全边际。未来,随着我国经济运行持续稳定恢复、人民银行支持性的货币政策、以及各项关于房地产和地方政府债务化解措施的进一步落实,城市商业银行资产质量将保持在稳定水平,净息差有望企稳回升,整体抗风险能力将逐步增强。///

机场行业：油价上行推升运营压力， 行业资源集聚特征凸显

文 | 联合资信 张 晨

一、行业概况

机场作为重要的公共交通基础设施，是我国综合交通运输体系的重要组成部分，亦是航空业稳定发展的基础。机场的建设、运营、收费管理等环节均受到中国民用航空局（以下简称“民航局”）等政府部门的严格管理。机场行业是为国民经济活动提供运输服务的基础性行业，兼具战略性和公益性，行业经营表现与宏观经济周期密切相关，同时在经济波动中亦展现出一定的韧性与稳定性。2025年，我国GDP突破140万亿元，按不变价格计算同比增长5.0%；全年社会消费品零售总额50.12万亿元，较上年增长3.7%，其中服务零售额¹较上年增长5.5%；全年货物进出口总额45.47万亿元，较上年增长3.8%。国民经济、消费市场和对外贸易的稳健增长为机场行业的发展提供了核心支撑。

机场运营企业的收入通常可分为两大类：航空性业务收入与非航空性业务收入。其中，航空性业务具有类公益性，主要包括飞机起降与停场、旅客综合服务、安全检查等基础性业务；非航空性业务具有收益性，指依托航空性业务提供的其他服务，主要包括货邮代理业务、特许经营权业务、租赁业务、地面服务业务、广告业务等。

二、行业政策

我国机场行业整体面临积极鼓励的政策环境，近期出台的政策重点围绕强化国际枢纽地位、智慧绿色转型、提升运营效率等方面，为机场行业提供了战略指引、制度保障和有利的生态支撑，行业长期发展前景广阔。

我国机场行业整体发展由《交通强国建设纲要》《国家综合立体交通网规划纲要》及《中国民航四型机场建设行动纲要》等一系列顶层设计提供明确的长期战略指引。

2025年以来，机场行业的直接监管框架系统性升级。《民用航空法》要求各级人民政府采取措施，支持机场建设、运营和维护，为政府对民用机场实施统筹规划、给予政策扶持提供了法律依据；增设了“通用机场”专节，统筹运输机场与通用机场协调发展。《运输机场运行安全管理规定》的修订细化了安全主体责任与操作标准。《通用机场管理规定》的实施则标志着通用机场进入分类清晰、审批监管标准化的新发展阶段，降低了社会资本进入的制度门槛。

此外，机场行业的关联政策从多维度营造了利好生态。首要驱动力是数字化变革，《关于“人工智能+交

¹ 根据《中华人民共和国 2025 年国民经济和社会发展统计公报》披露的批注，服务零售额是指企业（产业活动单位、个体户）以交易形式直接提供给个人和其他单位非生产、非经营用的服务价值总和，旨在反映服务提供方以货币形式销售的属于消费的服务价值，包括交通、住宿、餐饮、教育、卫生、体育、娱乐等领域服务活动的零售额。

通运输”的实施意见》为机场全场景智能化提供了明确路径与鼓励。《民用航空航班时刻管理办法》的修订旨在优化关键资源配置,影响机场运行效能与经济效益。《民航空管基本服务收费清算管理办法》通过统一清算提升空管效率,缓解航班延误;同时推动机场加强数据管理及与空管协作,促进空域资源合理配置,助力行业整体服务能力提升。此外,政策持续鼓励机场通过空铁联运等方式融入城市综合交通体系,以发展腹地经济。

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》提出“完善现代化综合交通运输体系,加强跨区域统筹布局、跨方式一体衔接,强化薄弱地区覆盖和通达保障”。根据相关国家发展战略与“十五五”规划建议,机场行业未来发展升级聚焦于三个关键方向:一是强化枢纽功能,推进国家综合机场体系建设,增强国际性枢纽机场辐射与中转能力。二是发展模式的智慧绿色转型,响应“人工智能+交通运输”行动,推动全场景智能化与清洁能源规模化应用。三是服务与安全能力的系统提升,发展低空经济、完善空铁联运,优化旅客体验与物流效率的同时,通过法规标准强化安全运行与应急保障能力。

三、行业运行情况

2025年机场行业各项运营指标企稳向好,旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次三大核心指标均创历史新高;国内客运市场回归常态化增长,国际客运稳步恢复,货运市场增长态势保持强劲。受益于自身优势或政策扶持,东部地区的旅客吞吐量和中西部地区的货邮吞吐量增速高于同时期其他地区,且该趋势预计仍将持续。

根据《2025年全国民用运输机场生产统计公报》,截至2025年末,中国境内颁证运输机场共有270个,较上年末净增加7个;其中定期航班通航运输机场266个,较上年末增加4个;定期航班通航城市(或地区)261个,较上年末增加3个。2025年,国内经济总体运行平稳,受益于旅游业持续回暖、国际航线快速恢复、出入境条件优化以及扩内需、促消费政策的持续发力,我国机场行业主要运营指标企稳向好,旅客吞吐量、货邮吞吐量和起降架次三大核心指标均创历史新高,但增速有所放缓(见表1)。

客运方面,2025年我国国内出游人次较上年增长16.2%,国内旅游市场持续扩容;全年旅客运输总量和运输周转量较上年分别增长0.3%和5.0%²,增速明显放缓,但民航旅客运输总量和运输周转量增速(5.5%和8.3%)仍高于整体水平,航空出行选择占比继续提升;在居民出行需求稳步释放及航空出行需求结构调整的综合影响下,我国机场行业全年旅客吞吐量较上年增长4.8%。分航线看,国内航线和国际航线分别完成旅客吞吐量14.11亿人次和1.18亿人次(见图1),其中国内航线旅客吞吐量保持常态化增长(增速为3.8%);国际航线旅客吞吐量虽尚未恢复至2019年水平,但受国际航线快速恢复、“一带一路”建设推进、内地居民出境旅游需求提升以及签证及出入境条件优化等因素支撑保持较快增长(增速为18.7%)。随着国际航线修复基数不断抬升,前期复苏效应逐步消退,2025年增速较上年(109.8%)明显回落,国际航线转入稳步恢复阶段。

货运方面,随着“两新”等扩大内需提振消费政策的落地,跨境电商行业保持快速增长,同时新兴产业持续发展,电动汽车、工业机器人等高附加值产品出口增长,高附加值货物运输需求不断上升,运输结构正持续得到改善。同时,航空货运航线网络继续扩展,航空物

² 根据《中华人民共和国2025年国民经济和社会发展统计公报》披露的批注,2025年旅客运输总量、旅客运输周转量增速按可比口径计算。

流枢纽能级跃升, 机场货运处理能力进一步提升, 民航货物运输总量和运输周转量较上年分别增长13.3%和16.7%, 机场货邮吞吐量较上年增长9.0%。分航线看, 国内航线和国际航线货邮吞吐量分别完成1199.3万吨和987.1万吨, 其中国内航线货邮吞吐量增速为6.1%; 对外贸易较快增长, 跨境电商持续繁荣, “一带一路”稳步推进, 航空货运航线网络向多区域均衡配置演进, 国际航空货运市场增长显著; 国际货邮运输量和国际航线货邮吞吐量较上年分别增长22.1%和12.7% (见图2)。总体来看, 2025年我国民航货运发展形势良好, 但地缘政治风险外溢对航空物流市场和机场企业经营带来不确定性。

起降架次方面, 2025年, 我国民航飞机起降架次及运输架次保持增长, 但增速有所放缓且结构差异显著。具体来看, 国内航线和国际航线飞机运输架次分别

完成997.2万架次和89.4万架次, 其中国内航线飞机运输架次受限于空域资源约束及航班时刻容量限制, 仅实现小幅增长 (1.5%); 而国际航线飞机运输架次受益于“一带一路”航线拓展、出境旅游需求提升以及出入境政策优化, 仍保持快速增长 (16.4%), 并已恢复至2019年的90%。

从机场旅客吞吐量看, 2025年, 我国旅客吞吐量在1000万人次以上的境内运输机场达41个, 较上年净增加1个, 完成旅客吞吐量占全部境内运输机场旅客总吞吐量的83.7% (较上年上升0.4个百分点)。上海浦东机场、广州白云机场首次突破8000万人次, 大兴机场、萧山机场等首次突破5000万人次。增速方面, 旅客吞吐量增幅超过行业平均增速的运输机场有15个, 负增长的有7个。受益于建设国际航空枢纽政策的推行、航线网络修复与扩容、出入境客流量增长以及自身经济

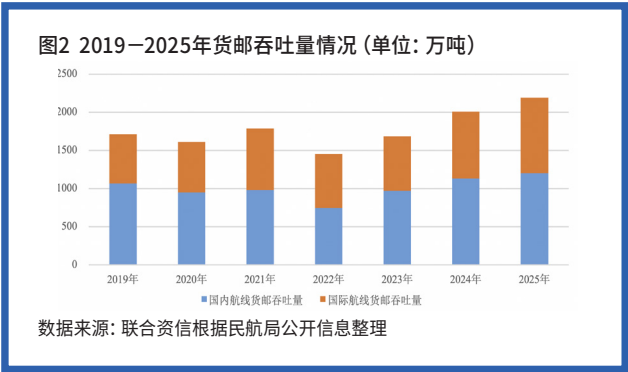
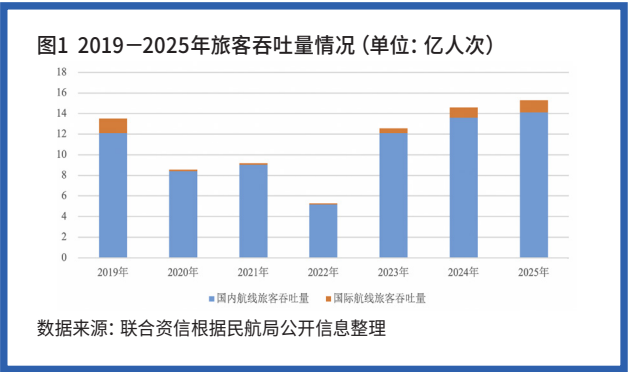


表1 我国民航运输机场行业主要运营指标情况

项目	2019年		2023年		2024年		2025年	
	数值	增长率	数值	增长率	数值	增长率	数值	增长率
期末颁证机场数量 (个)	238	1.28%	259	1.97%	263	1.54%	270	2.66%
旅客吞吐量 (亿人次)	13.52	6.9%	12.60	142.2%	14.60	15.9%	15.29	4.8%
货邮吞吐量 (万吨)	1710.01	2.1%	1683.3	15.8%	2006.2	19.2%	2186.4	9.0%
起降架次 (万架次)	1166.05	5.2%	1170.8	63.7%	1240.05	5.9%	1244.8	0.4%

注: 上表机场数量未包含香港、澳门和台湾地区
数据来源: 联合资信根据民航局公开信息整理

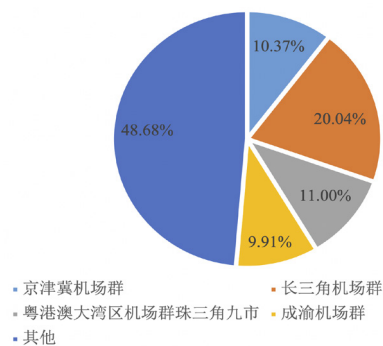
中心和交通枢纽核心优势,北京、上海、广州、深圳四地机场旅客吞吐量增幅较大。此外,广东省加快推进“3+4+8”运输机场布局,推动机场协调联动发展,强化机场交通枢纽功能;在此基础上,揭阳潮汕机场凭借其对粤港澳大湾区的区位辐射优势以及航线网络的快速扩容实现旅客吞吐量的历史性突破(增长18.0%,突破1000万人次),跻身全国千万机场行列。重庆江北机场旅客吞吐量虽突破5000万人次,但排名从第7位降至第9位,主要系成渝间高铁双通道的持续加密对300~800公里短途航线形成明显替代效应,大量商务和旅游客流被铁路分流所致。

从机场货邮吞吐量看,2025年,我国货邮吞吐量在10万吨以上的境内运输机场达35个,较上年增加1个,完成货邮吞吐量占全部境内运输机场货邮总吞吐量的93.6%(较上年上升0.7个百分点)。增速方面,货邮吞吐量增幅达到行业平均增速的运输机场有16个,负增长的有7个。其中,乌鲁木齐天山机场作为丝绸之路经济带核心区的航空枢纽,国际货运通道持续拓展,“中欧快线+中亚通道”双轮驱动的货运网络格局成型,货邮吞吐量增速达40.6%;鄂州花湖机场新开及加密货运航线35条,与香港国际机场“双枢纽”合作,同时压缩国际空空中转时间,货邮吞吐量增速达32.4%。

分区域看,截至2025年末,我国东部地区、中部地区、西部地区和东北地区³运输机场数量分别为59个、47个、136个和28个。机场行业的旅客及货邮吞吐量区域分布情况较为稳定,旅客及货邮主要集中在腹地经济发达、枢纽机场占比高、机场综合保障能力更强的东部地区,其次为旅游资源丰富,地形地貌复杂加之省份面积较大对航空运输有所偏好的西部地区。2025年,东部地区受益于其旺盛的航空运输需求和区位及交通枢

纽优势,旅客吞吐量增长最快(6.0%)。同期,国家层面进一步引导资金、技术和劳动密集型产业有序地从东部向中西部、从中心城市向国家战略腹地转移,在此背景下,郑州空港型国家物流枢纽辐射力和影响力不断扩大、鄂州花湖机场作为国际航空货运枢纽的功能定位逐步落实、成都国际航空枢纽已形成覆盖广泛且中转高效的中枢轮辐式航线网络,中部地区和西部地区货邮吞吐量均快速增长(20.9%和12.8%)。此外,我国机场旅客及货邮吞吐量呈现集群式分布,主要集中在京津冀机场群、长三角机场群、粤港澳大湾区机场群珠三角九市和成渝机场群(见图3、图4)。2025年,上述机场群合计完成旅客吞吐量7.85亿人次,占全国旅客吞吐量的51.32%,较上年(50.74%)进一步上升,机场集群的分布与我国经济圈发展能级高度对应,全国旅客吞吐量前五名的机场,绝大多数分布在上述城市圈内。同期,上述机场群合计完成货邮吞吐量1510.1万吨,占全国货邮吞吐量的69.07%(2024年占比为69.62%)。机场货邮吞吐量呈现比客运更高的集群式集中度,一方面是先进制造业、跨境电商等高附加值产业布局锁定于

图3 2025年旅客吞吐量分布情况



数据来源:联合资信根据《全国民用运输机场生产统计公报》整理

³东部地区是指北京、上海、山东、江苏、天津、浙江、海南、河北、福建和广东10省市;中部地区是指江西、湖北、湖南、河南、安徽和山西6省;西部地区是指宁夏、陕西、云南、内蒙古、广西、甘肃、贵州、西藏、新疆、重庆、青海和四川12省(自治区、市);东北地区是指黑龙江、辽宁和吉林3省。

少数核心经济圈；另一方面是货运枢纽通过“轴辐式”网络强化了前端集聚效应，层层集中的模式使得航空货邮在前端集聚程度上远超客运。

四、行业供需及竞争

供给端

机场行业固定资产投资持续推进，2025年以来，机场项目集中进入投运期，在建和拟建的机场项目仍较多，为机场行业带来显著的新增产能。民航局持续优化国内航线网络布局，提升空域资源配置效率等举措为需求持续释放和机场运营效率的提升提供了有利支撑。

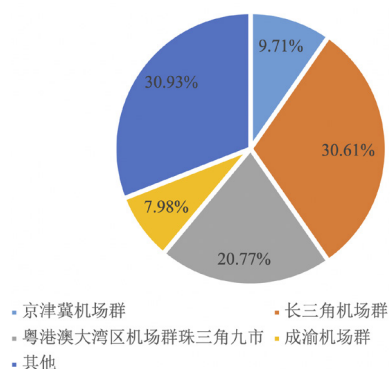
根据《新时代民航强国建设行动纲要》要求，到2035年我国运输机场数量达到450个左右。截至2025年末，我国境内运输机场共有270个，从长期建设规划看，机场行业未来仍有较大增长空间。

2025年，我国民航固定资产投资总额维持较高水平（2173.3亿元），其中民航基本建设和技术改造投资1250.3亿元，较上年下降10.9%（见图5）。除了项目规划周期影响下的自然回落原因，同时也反映出机场布局基本完善，资源配置方向从传统的规模扩张路径调

整为更注重质量和效率的差异化升级。2025年以来，广州白云机场新跑道、T3航站楼，深圳宝安机场第三跑道，重庆江北机场第四跑道、T3B航站楼，西安咸阳机场南二跑道、T5航站楼等改扩建、新建项目集中进入投运期，各机场企业在建和拟建的项目仍较多，能为机场行业带来显著的新增产能，同时也为航空公司的航班增加、航线拓展提供更多可能性，进一步激发航空市场发展潜力。

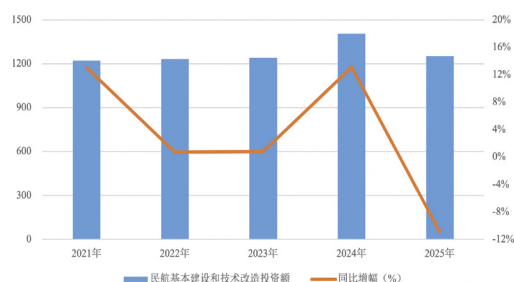
机场重大项目资金来源主要包括中央预算内投资、民航发展基金、各级财政拨款、股东拨款、自筹及银行贷款等。2025年以来，随着航空需求潜力的稳步释放，民航发展基金逐渐进入良性循环，融资环境延续宽松态势，中央发行超长期特别国债、民航发展基金、中央预算内投资、专项债、省级专项资金等多层次提供资金支持，机场企业资本支出压力有所缓解。2026年4月，厦门翔业集团有限公司发行了福建省首单“科技创新+低空经济”公司债券，反映出创新融资品种的供给正在丰富，也为机场企业拓宽融资渠道提供了新的可能性。此外，重大工程项目投运后，新增资产带来的折旧摊销、财务费用刚性增加，会在短期内压制机场运营企业盈利水平；但从长期来看，此举有助于破除机场硬件容量瓶颈，补齐运行保障能力短板，夯实行业长期盈利基础。

图4 2025年货邮吞吐量分布情况



数据来源：联合资信根据《全国民用运输机场生产统计公报》整理

图5 我国民航基本建设和技术改造投资情况（单位：亿元）



数据来源：联合资信根据民航局公开信息整理

民航局持续优化国内航线网络布局, 2026年, 民航局计划加快推进“四极六轴”航路网建设, 强化枢纽空域资源保障, 优化航权时刻资源配置。2025年12月25日, 我国高空航路网建设实施的首条主轴航线——京津冀至成渝地区主轴一期空域调整方案正式运行, 该方案适应军民深度融合发展需要, 破解长期存在的航线交叉、高度层紧张等问题, 统筹兼顾了沿线机场空域运行需求, 能够有效提高京津冀至成渝地区沿线空域资源利用率和运行能力。产能利用率、空域资源的紧张程度及地面保障能力是影响机场新时刻投放的重要因素。2025年以来, 广州白云、长沙黄花等机场的高峰时刻容量获批调增。截至2026年3月末, 广州、上海、北京、成都、深圳、昆明、西安等地的机场保障能力最强, 高峰小时容量均在60架次/小时以上(见表2)。随着空域资源配置效率及航班时刻容量提升, 由空域资源紧张所抑制的机场产能将得到释放, 为需求持续释放和提升机场运营效率提供了有利支撑。

需求端

民航客货运需求持续回暖, 但2026年以来燃油附加费连涨, 或抑制出行需求, 航司成本压力下削减运力, 为机场企业收入增长带来压力。

从需求端来看, 客运领域, 国内市场受益于宏观

经济平稳向好, 公商务、年轻及退休客群出行意愿持续回升, 消费偏好逐步向休闲化、多元化转变; 国际客运依托免签政策红利持续回暖, 航线客流稳步修复, 中亚、西亚等新兴市场出行需求增长亮眼。货运层面, 国内货运受电商快递发展与制造业供应链运转带动保持稳定, 国际货运增长势头强劲, 运输规模大幅提升, 航线占比进一步提高, 新增国际货运航线数量可观, 航线布局趋向多区域均衡发展。2025年5月至12月民航局开展的“民航服务提振消费年”主题活动落地实施, 进一步助力出行需求和消费潜力持续释放。

2026年3月起, 受中东局势紧张影响, 航空煤油价格快速拉升, 高企的航空煤油价格已快速通过燃油附加费上涨传导至机场行业。2026年4月5日、5月16日, 国内航线燃油附加费已连续两次大幅上调, 创下近年来新高, 同时多家国内航司也相继上调国际航线燃油附加费。燃油附加费上涨短期内刺激了机票预定量增长, 但价格敏感型旅客的出行意愿可能受到抑制。此外, 国内航司作为机场的主要客户, 航油为其重要成本构成之一, 若油价持续高位运行, 部分航司为应对燃油压力而削减航班频次、推迟运力扩张, 将直接减少机场的航空性收入; 而旅客出行成本上升导致的客流波动, 也将间接影响免税店、餐饮、广告等非航业务, 对机场行业构成多维度的运营与收入压力。

表2 民用机场高峰小时航班时刻容量标准排名前15位情况

机场	名次	高峰小时航班时刻容量标准 (架次/小时)	机场	名次	高峰小时航班时刻容量标准 (架次/小时)	机场	名次	高峰小时航班时刻容量标准 (架次/小时)
广州/白云	1	93	北京/大兴	6	62	杭州/萧山	11	54
上海/浦东	2	92	昆明/长水	7	61	南京/禄口	12	51
成都/天府	3	77	西安/咸阳	8	61	上海/虹桥	13	50
北京/首都	4	70	重庆/江北	9	60	郑州/新郑	14	49
深圳/宝安	5	65	武汉/天河	10	55	长沙/黄花	15	47

数据来源: 联合资信根据公开资料整理

竞争格局

不同区域的机场竞争关系不强,但在同一区域或城市群中,头部枢纽机场对周边中小机场形成明显的虹吸效应,行业资源持续向头部集中,马太效应逐步显现。

竞争格局方面来看,机场行业呈现典型的区域垄断格局。机场选址受净空条件、航路、建设用地、周边环境以及经济、政治等多种条件的限制,具有稀缺性,因而机场主要服务其辐射范围内的航空客货运需求,同时由于各机场功能定位不同,在配套交通规划、服务水平等方面有明显差距,因此不同地区的机场之间竞争关系不强。部分经济发达地区虽然机场分布较为密集,但仍存在航空运力紧张的问题,建设“第二机场”“共享机场”可以缓解区域机场运营压力,整合航空资源。如南京市提出适时启用马鞍机场民用功能,缓解禄口机场运营压力的同时填补南京都市圈北部航空资源的空白;2024年12月正式获批的珠三角枢纽(广州新)机场建成后有助于整合珠三角地区的航空资源,提升区域航空服务水平。

2025年,41个千万级机场贡献83.7%的旅客吞吐量,35个货邮吞吐量在10万吨以上的机场完成93.6%的货邮吞吐量,各机场之间跨区域的竞争压力低,但在同一区域或城市群中,头部机场与中小机场之间的竞争关系更为直接。头部枢纽机场凭借密集的航线网络、优质的时刻资源、更高的服务效率和丰富的非航商业,对周边中小机场形成明显的“虹吸效应”,腹地内的高价值旅客和货源优先流向大型机场,中小机场则主要承接低成本航线、支线航空或被挤压的溢出需求。

外部竞争

高铁网络持续加密对中短途机场旅客的分流明显,但随着我国持续推动机场与高铁之间的规划衔接、设施联通和服务协同,将帮助机场扩大辐射范围,从单

一航空运输节点升级为综合交通枢纽。

从行业外部竞争看,机场腹地经济发展情况、高铁分流等均对机场营运影响较大。腹地经济环境决定机场所面临的航空运输容量,中短途距离已通车的高铁对机场旅客分流作用较为明显。目前,中国“四纵四横”高铁网络正在向“八横八纵”的高铁网络迈进,我国高铁路网的进一步加密、高铁运力的持续投放以及服务质量升级将对民航业持续产生较大的分流影响,进而影响机场企业的营运基础。2025年7月,民航局与国铁集团共同印发《推进“空铁联运”高质量发展重点工作任务清单》,计划通过建设融合一体的综合换乘中心、完善全流程联运产品、深化信息互联互通等措施,打造“一次购票、一证通行”的便捷出行体验。“空铁联运”将航空的长距离优势与高铁的区域覆盖优势相结合,重构区域经济地理格局,将航空服务的辐射范围从一二线城市延伸至三四线城市甚至县城城镇,有效释放下沉市场的消费潜力,为机场行业带来更稳定、更广域的增量市场,同时也将助力机场在城市群发展和区域经济融合中扮演更为关键的综合交通枢纽角色。

五、未来发展

短期来看,节假日、暑期等假期因素将带动国内出行继续回暖,国际客运修复空间持续释放,但燃油附加费上涨可能将抑制长途出行需求,航司削减运力使机场企业航空性及非航收入承压;货运需求具备韧性,同时地缘政治、外贸政策变动等因素也带来一定不确定性。中长期而言,伴随“3+7+N”国际航空枢纽体系加快落地,行业基建投资保持高位,将持续增强我国航空国际竞争力,同时随着政策持续强化枢纽功能,行业资源集聚特征凸显,马太效应逐步显现。整体看,联合资信对机场行业的展望为稳定。■

水务行业：城乡发展不均衡犹存， 大额投资需求仍将持续

文 | 联合资信 迟腾飞 李桂梅 邢小帆

一、行业外部环境

2026年一季度，我国新开工重大水利工程超去年同期，落实社会资本项目规模为历年同期之最。未来随着基础设施投资继续在经济稳增长中发挥重要作用，水利建设投资或将继续增长。近年来，国家有关部门出台了一系列水务行业政策，在提质增效、扩大产能、提升盈利空间和税费改革等方面对水务行业产生重要影响。

2025年，我国全年完成水利建设投资12848亿元，实施各类水利项目47563个，吸纳就业315万人，国家水网覆盖范围占国土面积比例达80.3%。2026年一季度，水利基础设施建设取得积极成效，新开工重大水利工程超去年同期；全国实施各类水利项目24231个，其中新开工水利项目8348个；完成水利建设投资2070亿元，同比增长4.1%。同期，全国水利建设落实地方政府专项债券、银行贷款投资项目902亿元，同比增长28.4%；落实社会资本项目434亿元，同比增长16.4%，为历年同期最高。

近年来，水务行业政策重点体现在以下方面：一是实施严格的节水制度政策，控制用水总量，并提高水资源节约集约利用能力；二是加快城镇污水设施建设，加强污水排放监测，提升生活污水收集处理及资源化利用设施建设水平，推进水费收费标准改革；三是中央预算、地方财政、金融机构和社会资本方等多方参与，解决污水处理、水利设施和生态治理等项目资金需求；四是全面实施水资源费改税试点，水资源税收入全部归属地方，纳入一般公共预算管理，健全地方税体系。以

上政策将对水务行业在提质增效、扩大产能、提升盈利空间和税费改革等方面产生重要影响。

二、行业结构特征

水务行业涉及国计民生，且易受区域管网等物理因素限制，行业准入壁垒较高。考虑到行业的特殊性，水务行业整体竞争格局仍呈现区域垄断和行业龙头并存态势，以地方水务企业为主，区域垄断性突出；同时头部水务企业利用资金和技术优势进行跨区域扩张，竞争有所加剧。

行业准入壁垒

水务行业准入壁垒较高。水务行业涉及国计民生，行业准入须满足相应资质，后期运营模式、收费标准及环保标准等方面均受到政府相关部门的批准和监督，市场化程度较低。在水务行业供产销的链条中，需要通过供水管网将水源输入至下游需求端，同时将污水通过排水管网输送至污水处理厂进行加工处理。水务行业特殊的运营方式决定了其前期涉及较高的管网等基础设施建设投入以及设备采购成本，属于资金密集型企业。此外，水务行业易受区域管网等物理因素限制，且大部分城市供水业务已经进入成熟期，区域内供水设施及管网建设已趋近饱和。此外，水务运营一般签订固定期限服务合同，协议期限内较难介入，且较高的污水处理技术水平和管理经验要求也一定程度阻挡了新的参与者。整体看，水务行业准入壁垒较高。

行业地位

水务企业区域垄断性突出, 龙头企业参与竞争。我国行业内分布的水务企业按照业务区域范围大致可分为区域专营水务企业和跨区域运营水务企业。其中, 区域专营的地方国有水务企业最为普遍, 其区域垄断性突出, 是水务行业的主力军。部分实力较强区域(北京、深圳、成都、重庆等地)的地方国有水务企业和央属水务企业, 通过并购、合资、参控股、BOT和PPP等方式在全国范围内或国外异地扩张, 获取供水和污水处理业务特许经营权, 并通过拓展水务衍生业务发展成为跨区域投资型综合水务企业。

行业竞争格局

水务行业整体仍呈现区域垄断和跨区域运营行业龙头并存的态势。随着我国生态治理和环保力度加大, 水务产业链出现黑臭水体治理、水环境综合治理、污泥处置等水务衍生行业。水务衍生行业对资金实力和技术水平要求较高, 水务衍生业务仍将继续成为实力较强的央企或经济发达区域地方国企积极参与的领域。此外, 随着经济发达地区的水务行业进入成熟期, 行业需求增长放缓, 且考虑到水务行业一般签署长期固定合同以及水务行业运营受到地域因素限制, 同一区域内水务企业的数量有限, 竞争格局基本稳定, 水务行业整体仍呈现区域垄断和跨区域运营行业龙头并存的态势。

三、行业风险状况

从行业周期来看, 水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低, 属于弱周期行业。从所处阶段来看, 我

国供水普及率高, 供水行业整体处于成熟期; 污水处理行业快速发展, 城市和县城污水处理基本处于成熟期, 但乡镇污水处理缺口较大; 再生水利用规模仍较小, 尚处于初期阶段, 未来发展潜力较大。

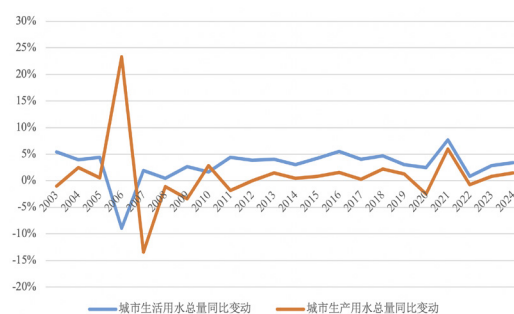
行业周期性

水务行业对宏观经济运行周期的敏感度较低, 属于弱周期行业。其中城市生活用水总量除个别年份外, 增速保持稳定; 城市生产用水总量受经济和政策影响近十年增速保持窄幅震荡。

供水和污水处理量是衡量水务行业发展的重要指标, 它不仅是水务行业投资规模的结果反映, 也直接决定了水务行业收入, 并间接影响水务行业利润。1978年以来, 水务行业供水和污水处理量平均增长率为4.06%¹, 增长波动率为2.37%。整体看, 水务行业整体周期性不明显, 属于弱周期行业。

具体来看(见图1), 除2006年城市生活用水增幅较大外², 其他年份城市生活用水总量增速保持稳定;

图1 近年来我国城市生活和生产用水总量同比变动情况



资料来源:《城市建设统计年鉴》

¹ 剔除 1986 年水务行业处理量增长率极端值影响。

² 2006 年城市居民用水总量同比有所波动, 或与自 2006 年起按城区人口和城区暂住人合计口径统计有关。

生产用水增速在2012年之前波动较大，之后年度增速变动与生活用水趋同。根据水利部全国节约用水办公室相关目标，到2030年，全国万元国内生产总值用水量、万元工业增加值用水量预计比2025年分别下降10%以上。预期我国生产用水效率将有所增长，进而对冲因经济总量的持续增长对生产用水总量需求的增加，生产用水总量将保持稳定。

行业所处阶段

我国供水行业整体处于成熟期；污水处理行业快速发展，城市和县城污水处理基本处于成熟期，但乡镇污水处理缺口较大；再生水利用规模仍较小，尚处于初期阶段，未来发展潜力较大。

供水方面，从用水普及率来看，近年来，我国城市、县城、建制镇和乡用水普及率小幅增长，基本保持稳定，2016年以来地级市和县城用水普及率均在90%以上，乡镇用水普及率相对较低，未来尚有一定空间。从固定资产投资来看，近五年来，我国供水固定资产投资相对稳定，我国供水行业整体处于成熟期。

污水处理方面，从污水处理率来看，近年来，我国地级市和县城污水处理率快速提升。2017年以来污水处理率均在90%以上，基本处于成熟期，随着城镇化进程的推进，地级市和县城污水处理仍有进一步增长空间。但是，我国乡镇污水处理有待完善，通过污水处理总量与用水总量的比率估算我国整体污水处理率，2024年整体污水处理率估算值较上年小幅提升至80%左右，但城市和县城污水处理率尚有差距，乡镇污水处理缺口较大。

从固定资产投资规模来看，2003—2024年，我国城市及县城供、排水固定资产投资规模均整体保持增长态势（其中近五年来城市及县城供水固定资产投资保持基本稳定），2003—2024年年均复合增长率分别为7.23%和9.66%，供水固定资产投资规模和增速均小于排水固定资产投资。随着排水固定资产的持续投

入，我国污水处理能力将进一步释放，行业进入快速发展时期。

四、行业财务状况

水务行业增长性

我国城市用水普及率高，供水能力逐步趋于稳定，乡镇供水尚有一定开发空间。在节水提效政策指导下，老旧供水管网改造或将为水务企业投资增长释放一定空间。

城市供水方面，近年来，随着我国城市化进程趋于成熟，城市用水人口有所下降。2024年，全国城市用水人口5.64亿人，同比减少0.01亿人。同期，全国城市供水总量704.88亿立方米，同比增长2.52%；全国城市供水能力达3.44亿立方米/日，同比增长2.37%；全国城市供水行业固定资产投资696.05亿元，同比下降7.95%；我国城市、县城、乡和建制镇的供水普及率分别为99.57%、98.96%、86.52%和90.74%，其中乡镇用水普及率较城市尚有差距，乡镇供水市场尚有一定开发空间。截至2024年底，全国城市供水管道长度119.95万公里，较2023年底增长4.02%。

我国城市污水处理率高，但乡镇污水处理率整体处于较低水平，预计未来污水处理能力仍将保持增长，但增速将有所放缓。

2024年，全国城市污水排放量685.60亿立方米，同比增长3.80%；全国城市污水处理能力为2.35亿立方米/日，同比增长3.54%；全国城市污水处理及其再生利用固定资产投资规模为677.40亿元，同比下降10.65%；全国城市污水处理率增至98.93%，同比上升0.24个百分点。我国城市污水处理率高，但乡镇污水处理率整体处于较低水平，以建制镇为例，2024年全国建制镇污水处理率为71.57%，其中污水处理厂集中处理率为62.51%，明显低于全国城市污水处理率，也低于同期建制镇供水普及率90.74%的水平。

未来，随着污水处理及再生利用设施的投资并投

入运营,城镇污水处理能力预期将进一步提升,行业仍处于发展期。部分投资型综合类水务企业利用资金优势通过PPP模式积极参与水环境综合治理等水务衍生行业投资,该类项目前期投入规模大,回款期长,且回款情况受地方政府财政状况影响较大,需关注企业资本支出压力和现金回款情况。

水价变动趋势

2022年以来,我国水价调整方案持续推进,部分重点城市已陆续上调水价。在政策驱动和市场需求的共同作用下,水价调整有望进一步向全国范围拓展,预期城市供水价格将温和上涨。

我国水价主要由水资源费(税)、供水价格和污水处理费三部分组成,其中供水价格由政府主导定价,采用价格听证会制度。水费征收范围包含居民生活用水、生产经营用水(工业用水、行政事业用水、经营服务用水)和特种行业用水三类。其中,特种行业用水水价最高,生产经营用水水价次之,居民生活用水水价整体最低。受居民生活用水量在城市用水量中占比最高影响,水务企业供水收入主要来源于居民生活用水。

2021年,国家发展和改革委员会、住房和城乡建设部发布《城镇供水价格管理办法》和《城镇供水定价成本监审办法》,提出建立健全以“准许成本加合理收益”为核心的定价机制,为各地优化水价结构奠定了制度基础。2022年以来,上海市、南京市、长沙市、广州市中心城区等多个城市(地区)已陆续上调水价。在政策驱动和市场需求的共同作用下,水价调整有望进一步向全国范围拓展,供水行业回报或将有所改观,水资源配置效率亦将有所优化。

近年来,我国重点城市平均污水处理价格稳中有

升,但大部分城市收费标准仅基本满足国家规定收费标准下限,未来尚有较大上调空间。

污水处理价格方面,现阶段各地污水处理价格仍然由政府决定,根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》(发改价格〔2015〕119号),污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨,非居民应不低于1.40元/吨。根据Wind及各地发改委官网披露数据,近年来我国36个重点城市平均污水处理价格稳中有升,但部分城市的城市污水处理收费价格仅基本满足国家规定收费标准下限(0.95元/吨),未来尚有较大上调空间。

行业盈利水平

2023—2025年,水务企业营业总收入小幅波动增长;受股权投资收益、经营成本以及费用压降等因素综合影响,水务企业利润总额持续增长;政府补助对水务企业利润实现的贡献度仍较高。2026年一季度,水务企业营业总收入同比略有下降,利润总额同比有所增长。

水务企业营业总收入主要来自供水和污水处理业务,部分企业业务延伸至水环境治理、固废处理、管道安装等工程建造服务和设备制造销售等方面,盈利模式相对稳定。根据联合资信的水务企业样本口径³,2023—2025年,水务企业营业总收入小幅波动增长(见图2)。同期,受股权投资收益、经营成本以及费用压降等因素综合影响,水务企业利润总额持续增长。2025年,样本水务企业其他收益对利润总额的贡献度为32.47%,较2024年基本保持稳定,政府补助对水务企业利润实现的贡献度仍较高。2023—2025年,

³ 有存续债且可获取2023—2025年按照中国注册会计师审计准则的经审计财务数据的水务企业,剔除水务子公司后共66家。

样本水务企业平均总资本收益率⁴小幅下降，2025年为2.22%。2026年一季度，水务企业⁵营业总收入同比下降0.93%，利润总额同比增长9.71%。未来随着在建水务项目逐渐完工运营，产能得以释放，新增的折旧成本将对水务企业利润形成侵蚀。随着我国水价调整方案持续推进，水价调整有望进一步向全国范围拓展，预期城市供水价格将温和上涨，或将一定程度缓解水务企业成本上升压力。

行业现金流

水务企业经营活动现金流状况较好，整体收入实现能力较强，但需关注污水处理业务占比较高、业务区域财力较弱及PPP项目涉入较深的水务企业现金回款情况。未来随着污水处理及水环境治理领域投资需求增长，水务行业预计仍将面临较大投资支出压力。

2023—2025年，样本水务企业经营活动现金流入量基本保持稳定，经营活动现金流量净额持续增长。受益于供水和污水处理业务结算周期相对稳定，水

务企业的资金回笼整体较及时。2023—2025年，样本水务企业平均现金收入比分别为93.55%、92.87%和97.95%。在66个样本水务企业中，2025年现金收入比低于80%的水务企业仅7家（均涉及污水处理业务，其中4家含PPP模式项目）。考虑到污水处理业务及PPP项目回款对地方政府财政安排依赖较大，需关注污水处理业务占比较高、业务区域财力较弱及PPP项目涉入较深的水务企业现金回款情况。

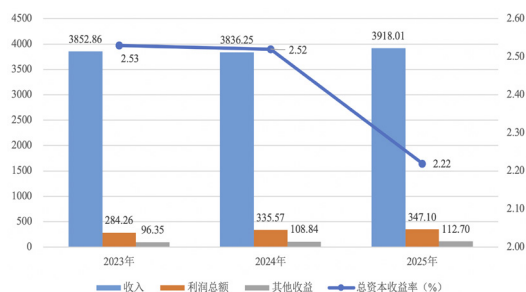
随着水利基础设施建设的投入以及PPP模式项目的推进，水务企业投资活动现金表现为大额的现金净流出，主要来自购建固定资产、无形资产的现金流出，投资支出压力较大。2023—2025年，样本水务企业投资活动现金净流出规模持续收窄，但仍处于较高水平。考虑到水务行业未来尚有较大的增量潜力，固定资产投资和业务并购仍是行业发展的重点，未来随着污水处理及水环境治理领域需求的增长，大额投资需求或仍将持续。

行业杠杆水平

2023—2025年末，受水务工程投资需求带动融资增加影响，水务企业全部债务持续增长；水务企业债务结构以长期债务为主，整体债务负担小幅上升。

债务规模及结构方面，2023—2025年末，样本水务企业全部债务⁶逐年增长，年均复合增长10.57%。截至2025年底，样本水务企业全部债务合计11854.81亿元，较上年底增长11.57%，主要系水厂、管网等非流动资产的购建及相关基建工程业务规模扩大导致融资增加所致。从债务期限结构来看，样本水务企业长期债务占比较高，2025年末长期债务占比为74.03%。从融

图2 水务企业营业总收入和盈利指标情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

⁴ 计算方法为样本企业总资本收益率的简单算数平均数，下同。

⁵ 已剔除未披露 2026 年一季报或 2025 年一季报的水务企业，下同。

⁶ 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据，长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债，全部债务 = 短期债务 + 长期债务。

资渠道来看,样本水务企业仍以银行借款⁷为主,2025年末银行借款占比为67.48%。2026年3月末,水务企业长期债务占比及银行借款占比均较上年底小幅下降,分别为72.36%和65.24%。

债务负担方面,2023—2025年末,样本水务企业平均资产负债率和平均全部债务资本化比率基本保持稳定(见图3)。截至2025年底,样本水务企业平均资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.48%和50.23%,样本中45.45%的企业资产负债率超过65%。截至2026年3月底,水务企业平均资产负债率和全部债务资本化比率分别为60.57%和49.73%,均较上年底变化不大。

行业偿债能力

水务行业整体偿债指标表现较好,但应重点关注因存量债务快速增长或盈利能力下滑导致偿债指标明显弱化的企业,以及水务企业对外资金拆借及回收情况。

短期偿债指标方面,2023—2025年,样本水务企业经营性现金流入量/短期债务持续下降(见图4),现金短期债务比亦持续下降。截至2026年3月底,水务企

业现金短期债务比为0.69倍,较上年底略有下降。但整体看,水务企业短期偿债指标表现仍较好。

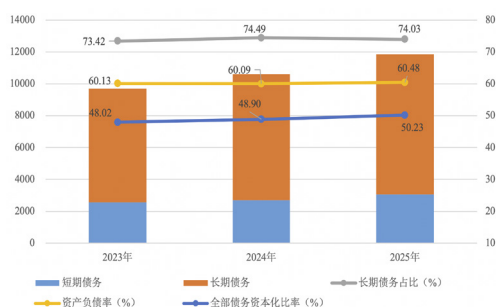
长期偿债指标方面,2023—2025年,样本水务企业全部债务/EBITDA持续上升。水务企业长期偿债指标表现尚可,但应重点关注因存量债务快速增长或盈利能力下滑导致偿债指标明显弱化的企业。同时,水务企业可能通过往来款形式(主要体现在其他应收款中)对区域内国有企业进行资金拆借,2023—2025年末,样本水务企业其他应收款/资产总额分别为4.68%、4.42%和4.43%,应关注水务企业对外资金拆借及回收情况。

五、行业发债情况

水务企业信用级别分布情况

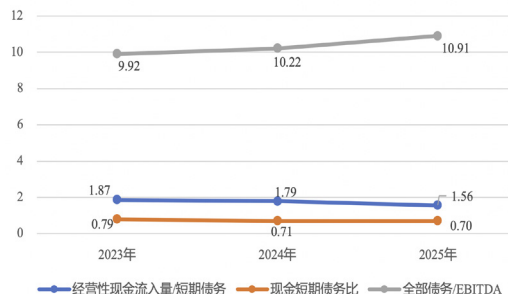
水务企业数量众多,主要分布在各地级市或区县,企业单体规模较小,由于债券发行门槛较高,水务行业发债企业数量较少。截至2026年6月6日,样本水务企业的主体信用级别主要分布在AA、AA+和AAA,占比分别为16.67%、43.59%和38.46%,其中,AA+和

图3 水务企业杠杆水平情况(单位:亿元)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图4 水务企业偿债指标情况(单位:倍)



资料来源: Wind, 联合资信整理

⁷ 银行借款通过统计短期借款和长期借款之和估算。



AAA级别的水务企业存续债券余额分别为770.81亿元和2079.47亿元，分别占样本企业全部存续债券余额的25.39%和68.49%。

水务企业债券发行情况

2025年，水务企业发行债券规模同比有所下降，其中中期票据发行数量和发行规模均占比最高；发行方式以公募为主，募集资金用途主要为偿还到期债务。

2025年，水务行业新发债券企业共有62家，共计发行债券211只（见表1）；发行规模合计1311.26亿元，同比下降9.16%。2026年1—5月，共有40家水务企业发债，共计发行债券80只，发行规模合计445.65亿元，相当于2025年全年发行规模的33.99%。

从发行品种看，2025年，水务企业发行债券以中期票据、短期融资券和公司债券为主，合计发行数量和发行规模分别占当期发行总量的98.58%和99.25%，其中中期票据发行数量和发行规模均占比最高，分别占当期发行总量的36.97%和39.55%。发行方式以公募为主，募集资金用途主要为偿还到期债务。2026年1—5月，水务企业中期票据、短期融资券和公司债券的发行数量和发行规模分别占当期发行总量的98.75%和

99.55%，其中中期票据发行数量和发行规模分别占当期发行总量的40.00%和37.54%，占比仍较高。

2025年，水务企业短期债券发行期数和规模同比均有所下降，中长期债券发行期数和规模同比均有所增长。水务企业发债仍主要集中在高信用级别水务企业中。

2025年，水务企业短期债券发行60期，同比下降4.76%；发行规模为310.50亿元，同比下降34.86%。发行短期债券的水务企业中，1家无主体级别，系台州市水务集团股份有限公司，其余企业主体级别均在AA及以上，短期债券主要品种为超短期融资券。2026年1—5月，水务企业短期债券发行25期，发行规模为128.50亿元，相当于2025年全年短期债券发行规模的41.38%。

从短期债券发行期数来看，2025年，AA、AA+和AAA⁸级别主体所发债券期数占比分别为21.67%、31.67%和45.00%，其中AA+级别主体所发期数占比同比上升7.86个百分点，AAA级别主体所发期数占比同比下降7.38个百分点。

从短期债券发行规模来看，2025年，AA、AA+和AAA级别水务企业所发债券规模占比分别为11.43%、

表1 2024—2025年和2026年1—5月水务企业发行债券情况（单位：期、亿元）

债券类型	发行期数				发行规模			
	2024年	2025年	增幅	2026年1—5月	2024年	2025年	增幅	2026年1—5月
PPN	4	3	-25.00%	1	20.50	9.90	-51.71%	2.00
短期融资券	61	58	-4.92%	24	467.20	305.50	-34.61%	126.50
公司债券	51	72	41.18%	23	322.75	477.30	47.89%	149.85
中期票据	85	78	-8.24%	32	633.07	518.56	-18.09%	167.30
合计	201	211	4.98%	80	1443.52	1311.26	-9.16%	445.65

注：上述发行情况统计截至2026年5月底，下同；短期融资券含超短期融资券，公司债券包括一般公司债券和私募公司债券，下同
资料来源：Wind，联合资信整理

⁸ 含 AAAspc，下同。

20.13%和67.95%，其中AA+级别水务企业所发规模占比同比上升8.97个百分点，AAA级别水务企业所发债券规模占比同比下降13.86个百分点。

2025年，水务企业中长期债券（指发行期限在1年以上的债券，下同）发行151期，同比增长9.42%；水务企业中长期债券发行规模1000.76亿元，同比增长3.51%。2026年1—5月，水务企业中长期债券发行55期，中长期债券发行规模为317.15亿元，相当于2025年全年中长期债券发行规模的31.69%。

从中长期债券发行期数来看，2025年，AA、AA+和AAA级别主体所发期数占比分别为8.61%、32.45%和56.95%。从中长期债券发行规模来看，2025年，AA、AA+和AAA级别水务企业所发规模占比分别为5.21%、25.76%和67.55%。

水务企业发债利率、利差水平

2025年，水务企业短期债券和中长期债券平均发行利率⁹较2024年均有所下降。2026年1—5月，AA+和AAA水务企业所发行短期债券利差差异不大，AA和AA+级别所发行中长期债券利差均较2025年均有所下降。

2025年，水务企业短期债券和中长期债券平均发行利率分别为1.78%和2.36%，较2024年分别下降30BP和15BP。2026年1—5月，水务企业短期债券和中长期债券平均发行利率分别为1.56%和2.06%，均较2025年进一步下降。

从发行利差来看，剔除发行利差显著高于同级别债券的水务企业后，2025年，AA、AA+和AAA级别水务企业发行利差分别为77.85BP、68.15BP和48.73BP。2026年1—5月，AA、AA+和AAA级别水务企业发行利差分别为76.43BP、52.87BP和49.41BP，AA和AAA级

别水务企业利差较2025年变动不大，AA+企业利差较2025年明显下降。同期，AA+和AAA水务企业所发行短期债券利差差异不大；AA和AA+级别所发行中长期债券平均利差较2025年均有所下降。

六、行业风险展望

水务行业属于弱周期行业，整体发展稳定，但水务行业城乡发展仍存在不平衡。未来随着基建投资继续在经济稳增长中发挥重要作用，水务行业投资或将继续增长，水务企业发债规模仍将保持高位，需关注水务企业未来投资压力及新增折旧对利润侵蚀，同时，随着我国水价调整方案持续推进，水价调整有望进一步向全国范围拓展，预期城市供水价格将温和上涨，或将一定程度缓解水务企业成本上升压力。整体看，水务行业信用风险很低，信用展望为稳定。■



⁹ 平均发行利率以发行规模为权重乘以票面利率加权计算。

新质赋能，绿色蝶变： 城投企业参与零碳园区建设的转型探索

文|联合资信 孙 婧

从2024年中央经济工作会议首次提出零碳园区概念，到“建设零碳工厂和园区”被写入十五五规划纲要，零碳园区建设被纳入国家级规划，成为国家推动产业绿色转型与能源结构优化的重要抓手。与此同时，地方债务化解与城投企业转型进程加快，传统基建投资模式面临重构压力。在此背景下，园区运营特别是零碳园区建设运营，成为城投公司探索市场化转型、培育新质生产力、助力区域竞争力重塑的重要方向。本报告系统梳理零碳园区政策演进、发展现状与建设难点，重点分析城投企业参与零碳园区建设的比较优势与收益模式，为城投公司把握战略机遇、实现企业转型发展提供参考。

一、从政策首提到首批落地：零碳园区建设的阶段性进展与现状特征

零碳园区发展现状

从低碳、近零碳到零碳，零碳园区作为园区迭代升

级的最终目标，于2024年12月召开的中央经济工作会议首次提出。2026年政府工作报告进一步强调“大力发展绿色低碳经济；完善促进绿色低碳发展政策，实施重点行业提质降本降碳行动，深入推进零碳园区和工厂建设”，零碳园区建设被纳入国家级规划，绿色低碳发展已从宏观倡导转向微观落地。

2025年6月，国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局联合发布《关于开展零碳园区建设的通知》，支持有条件的地区率先建成一批零碳园区，分步骤推进各类园区低碳化、零碳化改造。同年12月，《国家级零碳园区建设名单（第一批）》发布，确定首批52个国家级零碳园区（见表1）。

首批名单呈现“全域覆盖、长周期主导、标准灵活”的特征。从区位分布来看，覆盖我国大陆31个省（自治区、直辖市）及新疆生产建设兵团；从建设周期来看，以长周期为主，近半数园区建设周期长达6年；从验收标准来看，单位能耗碳排放为刚性指标，清洁能源消费占比等引导指标不做硬性要求（见表2）；从园区形式来

表1 52个国家级零碳园区建设期分布

建设期	数量	园区
2025—2027年（3年）	6	河北沧州沧东经济开发区、内蒙古包头稀土高新技术产业开发、辽宁沈阳中德高端装备制造产业园、山东东营垦利经济技术开发区、宁夏银川苏银产业园、宁夏中卫工业园区
2025—2028年（4年）	15	北京经济技术开发区、上海临港新片区零碳湾、江苏盐城大丰港经济开发区、新疆生产建设兵团石河子经济技术开发区
2025—2029年（5年）	6	吉林四平新型工业化经济开发区、江苏常州溧阳高新技术产业开发、福建厦门火炬高技术产业开发区同翔高新城、福建漳州古雷港经济开发区、广西龙港新区玉林龙潭产业园区、贵州贵阳大数据科创城
2025—2030年（6年）	25	天津经济技术开发区、天津港保税区、山东烟台丁字湾新型能源创新区、河南郑州航空港高新技术产业开发、重庆两江新区

数据来源：联合资信根据公开资料整理

看, 46个园区采用“园中园”形式, 即在现有开发区或产业园区内划出特定区域进行零碳化改造或新建零碳功能区, 而非整体园区全面转型。

首批入选零碳园区特点分析

首批入选零碳园区建设周期不等, 本文以3年建设期园区(见表3)为例进行分析, 其建设周期相对较短, 主要呈现以下特点。

能源禀赋优势明显, 绿电保障能力强。部分园区所在地区新能源装机占比高, 具有明显的风光资源优势, 为零碳园区建设提供了充沛且经济的绿电基础。如内蒙古包头稀土高新技术产业开发区, 依托包头市优质风光资源及风电装备产业集聚优势, 全市新能源装机占比超50%。

产业基础扎实, 主导产业与零碳转型契合度高。部分园区主导产业具有能耗结构单一、负荷可调节等特点, 便于对接可再生能源。如宁夏中卫工业园区以算力产业为核心, 电力消耗占比高且负荷灵活可调, 能够较好配合风光等间歇性电源的发电曲线。

模式选择前瞻, 顶层设计先行。部分园区在建设初期即将绿色低碳纳入整体规划, 探索创新供电模式。如东营时代零碳产业园(山东东营垦利经济技术开发区园中园)于2025年7月由宁德时代主导建设, 在设计之初

即同步开展绿电供给与能碳管控体系设计, 实现了零碳理念的前置化落地。辽宁沈阳中德高端装备制造产业园(隶属沈阳经济技术开发区, 本次申报以整园纳入建设范围)虽建成时间较长, 但其入驻企业包括华晨宝马、德国西门子等为应对CBAM(欧盟碳边境调节机制)针对出口到欧盟的商品的碳排放监管要求, 在产品全生命周期的碳排放控制、数据统计等方面已提前布局。

零碳园区建设难点与政策激励

2026年1月, 工业和信息化部等五部门联合印发《关于开展零碳工厂建设工作的指导意见》, 计划2027年在汽车、锂电池、光伏、电子电器、轻工、机械、算力设施等行业领域, 培育建设一批零碳工厂, 首批零碳园区主导产业与零碳工厂推行进度适配。但同时, 零碳园区的建设过程中存在一系列问题, 如绿电直供技术难点, 园区运营主体在碳资产管理方面能力不足, 零碳溢价无法传导、企业参与意愿不足, 园区基础设施改造不经济, 改造成本高于煤电采购等。

为加速零碳园区落地, 国家及地方层面协同发力。政策工具涵盖财政补贴、绿色信贷、税收优惠、绿电补贴等多维度支持, 金融机构积极响应, 针对零碳园区推出专项低息贷款、可持续挂钩贷款等金融产品(见表4、表5)。

表2 国家级零碳园区建设指标体系(试行)

指标类型	指标名称	目标要求
核心指标	单位能耗碳排放	≤0.2吨/吨标准煤(年综合能源消费量20~100万吨标准煤的园区); ≤0.3吨/吨标准煤(年综合能源消费量≥100万吨标准煤的园区)
	清洁能源消费占比	≥90%
引导指标	园区企业产出产品单位能耗	达到或优于二级能耗限额标准
	工业固体废弃物综合利用率	≥80%
	余热/余冷/余压综合利用率	≥50%
	工业用水重复利用率	≥80%

注: 清洁能源消费占比等在零碳园区建设过程中发挥路径引导作用的引导指标仅作为园区验收的参考指标, 由于客观条件不具备开展相关工作的园区说明原因后相关指标可不纳入验收要求
资料来源: 联合资信根据公开资料整理

表3 建设期2025—2027年的园区概况

园区名称	范围	主导产业	零碳路径
河北沧州沧东经济开发区	园中园	以零碳智能产业园为核心，打造“动力电池+储能电池”。	构建系统性的零碳能源方案；整合风力、光伏发电与储能系统，并依托智能管理系统进行协同调度。
内蒙古包头稀土高新技术产业开发区	园中园	园中园部分为稀土产业园、高端装备制造产业园，稀土、光伏和储能等为特色主导产业。	2025-2027年为夯实基础阶段，将重点攻坚绿电替代、节能改造等基础工程，构建“自发自用+绿电交易”的多元绿电供给体系，目标是到2027年将绿电覆盖率从30%提升至90%；2028-2035年为远期提质阶段，将聚焦系统集成与智慧融合，推动零碳成果巩固提升。
辽宁沈阳中德高端装备制造产业园	整体	包括智能制造、汽车制造、国际商务等产业集群。入驻企业包括华晨宝马、德国西门子、库卡机器人、美国江森自控等，并建成宝马全球技术领先的整车工厂、发动机工厂及研发中心。	发布《中德园零碳园区建设方案》，2026年年底前将重点支持宝马、微控等龙头企业打造零碳工厂样板，启动“源网荷储”一体化项目；2027年底前将实现零碳实践全域覆盖。
山东东营垦利经济技术开发区	园中园	以新能源、新材料、高端装备制造为主导，重点发展锂电池、绿氢、CCUS等零碳产业；建设东营时代零碳产业园。	东营时代零碳产业园为全国首个100%绿电直连园区，布局“源网荷储”一体化项目，推动企业绿色转型。
宁夏银川苏银产业园	整体	形成新能源电池、绿色装备制造、循环经济板块，华昊生物科技率先建成中国节能协会认证的零碳工厂。	规划实施宝丰1000MW光伏绿电直连、智能微电网及蒸汽余热利用等9个“零碳”项目；探索新能源就近接入配电网模式，推进分布式光伏建设，提升绿电就地消纳能力。
宁夏中卫工业园区	园中园	园中园为西部云基地片区，是国家“东数西算”战略核心枢纽。	构建“低碳选址—高效用能—绿电替代—产业协同”的全链条减碳路径，促进园区企业资源集约节约利用。

数据来源：联合资信根据公开资料整理

表4 国家及各地区零碳园区、绿色低碳等相关政策

部门/区域	时间	文件名称	主要内容
国家发展改革委、工业和信息化部、国家能源局	2025/07	《关于开展零碳园区建设的通知》	鼓励各地区对零碳园区建设给予资金支持，通过地方政府专项债券资金等支持符合条件的项目。鼓励政策性银行对符合条件的项目给予中长期信贷支持。支持符合条件的企业发行债券用于零碳园区建设。支持园区引入外部人才、技术和专业机构。强化用能要素保障。
国家发展改革委	2025/09	《节能降碳中央预算内投资专项管理办法》	中央预算内投资方面，对重点行业领域节能降碳项目、煤炭消费清洁替代项目、循环经济助力降碳项目、低碳零碳负碳示范项目等项目支持比例均为核定总投资的20%。对于地方政府投资的碳达峰碳中和基础能力建设项目，东、中、西、东北地区项目支持比例分别为核定总投资的60%、70%、80%、80%。
北京经济技术开发区管理委员会	2025/11	《北京经济技术开发区关于促进绿色低碳高质量发展的若干措施》	针对绿色低碳技术科技成果、技术应用、节能技术改造、绿色物流等多项绿色场景进行资金配套支持及资金补贴。针对获得国家级/市级绿色称号、国际认证、ESG评级给予50~100万不等的资金奖励。鼓励企业参与北京市绿色电力交易，成功购买绿色电力的企业给予资金奖励，按交易电量每度电奖励0.01元。
深圳市	2025/12	《深圳市深化近零碳排放区试点建设实施方案》	对符合规定的试点项目予以奖励或补贴，鼓励各区（含新区、合作区）财政对试点项目予以支持。积极引导各级金融机构为试点项目建设提供绿色信贷、绿色债券、绿色基金等金融支持，吸引各类金融资本和社会资本参与试点项目设计、改造和运营。
湖南省	2026/01	《湖南省零碳园区建设方案（暂行）》	对列入零碳园区建设名单的园区，统筹利用现有资金渠道给予支持，支持符合投资方向的项目争取中央预算内、超长期特别国债、省预算内、地方专项债等政策性资金。

数据来源：联合资信根据公开资料整理

表5 零碳园区绿贷案例

银行	金额	园区	主要内容
华夏银行与亚开行	2.2亿元	江苏宿迁港智慧物流园	促进产业园区绿色低碳发展项目贷款
齐鲁银行	2.7亿元	东营垦利经济技术开发区	零碳园区配套项目建设专项贷款
兴业银行	超1亿元	庆阳“东数西算”产业园区	“固定资产贷款+能耗效率”挂钩贷款，每降低1%PUE，利率降低5BP
华夏银行与亚开行	--	南宁产投经开海城产业园	促进产业园区绿色低碳发展项目贷款，用于分布式光伏项目

资料来源：联合资信根据公开资料整理

二、转型新引擎：以零碳园区建设推动城投企业转型路径探索

“十五五”规划为城投转型提供了清晰方向，重点涵盖城市更新、传统基础设施更新改造、新型基础设施、新质生产力、生态环保、绿色产业及存量资产盘活等领域。《国务院关于推进服务业扩能提质的意见》（国发〔2026〕7号）提出，推广公共机构能源费用托管服务模式，开展公共机构和大型公共建筑节能降碳改造；盘活用好各类存量资源，推动老旧设备更新改造，建设集成高效质量基础设施。零碳园区涵盖的绿色能源管理、资产运营、产业服务等高附加值领域，与城投企业向“精细化、智慧化、绿色化”运营服务转型的政策导向高度契合。零碳园区建设运营是城投公司进行企业转型、助力区域竞争力重塑的重要方向。

转型基石：城投企业参与零碳园区建设的比较优势分析

城投企业参与零碳园区建设具备独特的优势，主要表现在：（1）资源禀赋优势。城投企业因承担城市基础设施建设职能，历史积淀了丰富的土地资源与园区载体资产。这些存量资产为零碳园区建设提供了物理空间载体。（2）融资成本优势。依托国有企业背景，城投企业具备多元化的低成本融资渠道。一方面，可通过政策性银行获取期限长、利率低的专项贷款；另一方面，可申请地方政府专项债券资金支持。（3）政企协同优势。作为地方重要的基础设施建设与公共服务提供商，城投企业在规划审批、政策争取、资源调配等方面具有天然的优势。在零碳园区试点资格、专项财政补贴及土地指标倾斜等方面具备优势，并在项目审批流程中实现高效衔接，缩短建设周期。（4）产业招商优势。城投企业长期深度参与区域产业生态导入与重大产业项目落地运营，建立了成熟的产业招商网络与企业服务体系。城投企业依托自身优势转型地方园区开发与运营服务商，借助零碳园区的品牌溢价与政策红

利，可精准对接高附加值绿色产业，提升入驻企业质量与园区租金水平，实现“以产兴城、以城促产”的良性循环。

转型路径探索：城投企业依托零碳园区实现转型的模式分析

不同城投企业的资产底色与核心能力各异，在资源禀赋、资金实力及运营能力上存在显著差异。在通过零碳园区建设实现转型的过程中，企业需立足自身资产特性与产业基础，选择适配的商业模式，在有效规避技术与资金掣肘的同时，实现社会效益与经济效益的有机统一。

1. 园区低碳化改造

城投企业依托存量园区资产，通过对低效资产开展节能改造、绿电替代、智慧化管理等低碳化升级，提升园区运营效率与资产价值，吸引高附加值绿色产业入驻，实现租金溢价、产业税收分成及招商奖励等收益。

难点：存量改造面临技术与资金双重掣肘，老旧园区基础设施老化且需保障企业连续生产，导致技改施工难度大、初始投入高且回报周期长。受限于园区地理区位与交通物流条件，缺乏对高端人才和优质配套资源的吸引力，难以招引符合低碳定位的高附加值企业。碳核算标准不统一，且园区产权与用能主体分散，缺乏有效的利益共享机制，绿色产能难以精准量化与协同管理。

适配类型：拥有核心区位存量资产且周边产业配套成熟的城投企业。此类园区通常位于城市主城区或成熟开发区，交通与人才吸引力强，且原有产业基础较好，便于通过低碳升级实现“腾笼换鸟”。

案例：广州城投·未来智都。广州市城市建设投资集团有限公司对老旧园区开展低碳化改造，依托碳排放监测管理为核心的CIM平台实现绿色运营，降低企业成本、助力ESG评级及满足欧盟等国家对企业低碳经营的要求，已吸引广州机场建设投资集团、中建科

技集团等总部企业入驻，实现资产盘活与优质产业导入。

2. 园区配套设施投资运营

城投企业投资建设光伏、储能、智能微电网等能源设施，通过“自发自用、余电上网”模式获取电价差与峰谷价差收益；向园区企业收取污水处理、固废处置、供热供冷等基础设施使用费，实现能源与公用事业服务的双重收益。

难点：初始投资巨大且回报周期长，对城投企业的资金周转与债务管控能力提出较高要求。清洁能源供需存在“空间错位”，且受限于园区既有建筑密度与电网架构，能源设施落地与微电网互联互通的物理改造难度大。收益受外部政策与市场波动影响显著，电价补贴退坡、峰谷价差调整、电量市场化交易等政策变动直接冲击项目收益率，且园区企业用能需求波动大，缺乏长期稳定契约保障。

适配类型：具备良好能源基础设施的成熟园区，或高起点规划的新建/扩建园区城投企业。此类园区通常拥有集中的工业供热/供冷、污水处理等刚性需求，且具备充足的屋顶、土地等物理空间用于分布式光伏与储能设施落地，便于通过规模化投资实现能源供需平衡。

案例：苏州工业园区循环经济产业园。中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（以下简称“中新集团”）作为苏州工业园区的开发主体，通过污水处理厂、污泥处置厂、餐厨垃圾处理厂、热电厂等七个基础设施构建了以“污水处理—污泥处置/有机废弃物处理—热电联产/生物天然气利用”为核心的循环经济产业链。向园区企业收取污水处理费、垃圾处理费的同时，可通过热电联产、餐厨垃圾转化等开展天然气、毛油销售。

苏州工业园区光储充一体化项目。中新集团投资建设光伏、储能、充电桩一体化设施，装机容量10MW光伏、15MWh储能及30台快充桩，为园区生产负荷及电动运输车辆提供绿电供应。收益主要来源于三方面：一是光伏发电及补贴收益，园区执行0.43元/kWh

（含0.06元补贴）的上网电价，预计年发电收入超1亿元；二是储能套利收益，利用0.65元/kWh的峰谷价差进行充放电；三是绿电溢价收益，向园区企业收取约0.05元/kWh的绿电费用。

3. 打造碳资产管理与服务平台

城投企业依托园区产业集聚优势，搭建或参与碳资产管理服务平台，整合园区内企业分散的碳需求，提供碳排放核查、碳足迹核算、碳中和认证、碳普惠交易撮合等服务，按服务规模或交易金额收取平台管理费用及佣金。

难点：中小企业减排意愿薄弱且付费能力不足，普遍缺乏专业的碳管理人才，对购买第三方碳服务的积极性不高，导致平台难以形成规模化、可持续的商业闭环。碳资产开发与交易门槛高，缺乏成熟的金融工具支撑，本地核算结果在国际互认上存在障碍。跨部门、跨系统的数据壁垒难以打通，制约了碳普惠等创新业务的落地。

适配类型：具备高数字化开发水平与高端产业集聚度的园区城投企业。此类路径对园区的智慧基础设施、企业的国际化层级及碳管理技术能力均有极高要求。

案例：苏州一站式碳中和普惠服务中心。苏州工业园区、国网苏州供电公司、中方财团、新加坡MVGX集团四方共建一站式碳中和普惠服务中心，为经营主体提供“碳核查、碳减排、碳交易、碳中和认证”服务。2024年已落地全国首笔充电碳普惠交易。

4. 参与合同能源管理（EMC）

城投企业依托资金优势与专业节能服务团队合作，以合同能源管理方式承接园区或市政设施的节能改造项目，按约定获取节能效益分成。

难点：前期垫资压力大且回报周期漫长，通常需全额垫资建设并承担长期运维责任，对企业现金流要求高。节能量认定与利益分配复杂，基准能耗核定易存争议，且受产能波动、用能习惯改变等外部因素干扰，导致收益测算与分成面临风险。技术快速迭代引发长



期运维成本不可控。

适配类型：该路径不局限于特定园区条件，适合各类拥有存量资产改造需求的城投企业。城投方发挥融资与资源优势，通过引入专业节能服务公司弥补技术短板，以“资金+技术”的合作模式共同承接项目。

案例：苍南县道路照明智慧化节能改造能源托管服务（EMC）项目。苍南县城市建设投资有限公司、中节能晶和科技有限公司以联合体形式中标，以能源托管方式对苍南县全域5.2万套路灯进行路灯设施节能改造及运营维护，财政每年支付托管费用。能源托管服务期内由中标单位负责项目的节能诊断、项目建设、设备运营、电费代缴等，并通过节电收益与托管费用获取回报。

5. 新能源产业投资

城投企业以基金、股权投资等形式参与新能源产业投资，开展新能源、储能、智能电网等业务，获取新能源收益或享受投资收益。

难点：技术迭代快、政策依赖性强，储能及光伏技术路线的突破易导致早期投资面临减值风险。优质标的稀缺推高估值，投资性价比持续走低。退出渠道不畅，IPO审核严、周期长，并购整合节奏受限，项目存在

流动性风险。

适配类型：具备资本实力、较高风险承受能力及专业投研团队的城投企业。此类企业通常信用评级高、融资渠道畅通，能够有效应对长周期投资带来的流动性压力，并具备跨区域整合资源、筛选优质标的及把控技术路线风险的专业能力。

案例：青岛城市建设投资(集团)有限责任公司“风光储氢”一体化综合能源产业布局。通过建设棚顶光伏电子工程及风电电力工程，实现清洁能源发电并网；通过收购股权和成熟电站资产等方式获取电站资源。2024年全年实现新能源收益23.47亿元。

零碳园区建设区别于传统产业园区开发，在技术人才、运营能力、商业模式、生态协同等方面均对开发主体提出了更高要求，城投公司在上述方面仍需持续强化能力建设。总体看，城投企业可基于自身资源禀赋与战略定位，选择适配路径开展零碳园区建设，助力区域绿色低碳发展、实现企业转型。

三、总结

零碳园区建设已从政策概念加速迈向规模化落地阶段，这一进程既折射出国家推动产业绿色转型的战略定力，也揭示了传统园区开发模式向低碳化迭代升级的必然趋势，首批52个国家级零碳园区已启动建设，绿电直供技术突破、碳资产管理能力提升、零碳溢价传导机制完善等核心难点仍有待破解。在此背景下，国家及地方政府通过专项债券、绿色信贷、财政补贴等多维政策工具持续强化激励支撑。同时，零碳园区建设不仅是国家深化产业绿色转型的关键引擎，更为城投企业摆脱传统路径依赖、实现市场化转型提供了极具价值的破局方向。城投企业可立足自身禀赋，将存量资产、融资成本、政企协同及产业招商等比较优势转化为落地实效，在培育新业绩增长点的同时，实现企业转型发展及区域竞争力重塑的双赢。///

国外案例对我国城市更新未来发展的启示——基于城投企业如何高质量参与城市更新项目视角

文 | 联合资信 陈 婷 邢小帆 陈佳豪

一、我国城市更新最新政策导向

2026年5月28日，国务院正式发布《城市更新“十五五”规划》（以下简称“《规划》”），这是我国首个国家层面专门针对城市更新制定的专项发展规划，标志着我国城市更新工作进入制度化、规范化、高质量发展的新阶段。《规划》明确了“十五五”时期我国城市更新工作的总体发展目标，并设置多项量化指标要求，为未来五年城市更新落地实施规划了清晰的量化任务。同时，《规划》部署六大重点任务，涵盖培育壮大城市发展新动能、营造高品质城市生活空间、推动城市发展绿色低碳转型、增强城市安全韧性、促进城市文化繁荣发展及提升城市治理能力水平六大领域，构建全方位、多层次的城市更新实施体系，为各地开展城市更新工作提供了明确的实施路径。

为保障各项目标任务落地见效，《规划》配套构建了七个维度的政策支持体系，系统性破解过往城市更新推进中的机制、资金、要素、监管等难点堵点：**健全实施机制方面**，提出建立完善“专项规划—片区策划—项目实施方案”的实施体系，健全城市体检与更新一体化推进机制；完善城市更新工程建设项目审批管理制度等。**投融资体系方面**，构建财政资金及地方政府专项债资金支持、金融机构市场化参与、社会资本参与的多元资金体系，按照谁受益、谁出资原则，构建政府、市场、居民资金合理共担机制。**存量土地盘活方面**，国土空间规划方面推行多部门并联审批和联合

监管，合理降低土地整合、置换、联合开发中的税费负担，优化不动产登记服务等。**房屋全生命周期安全管理方面**，建立房屋安全体检制度及时处置安全隐患，建立房屋安全管理资金制度和质量安全保险制度等。**多主体协同参与机制方面**，政府统筹协调各类资源，支持国企、民企参与城市更新，发挥街道、社区作用，建立居民、产权人、企业等多方主体参与机制等。**法律法规标准体系方面**，研究制定城市更新相关法律法规，支持地方出台相关地方性法规，研究健全城市更新标准体系，完善城市设计、体检、专项规划等标准。**科技与人才支撑方面**，开展可持续城市更新关键技术和装备攻关，加强相关领域科研力量，支持高校、职校开设城市更新相关学科专业储备人才等。

总体来看，《规划》通过明确任务目标、划定重点方向、完善全链条政策支持，为我国城市更新高质量发展筑牢了制度根基，也为处于转型攻坚阶段的城投企业未来发展提供了政策机遇和发展导向。城投企业作为地方基础设施建设、公共服务保障的核心载体，在我国城镇化过程中累积了丰富的项目经验和资源，但受行业特性、市场环境、体制机制等多重因素影响，城投企业参与城市更新的过程中也暴露出诸多现实问题与短板。

二、城投企业参与城市更新的现状

城投企业参与城市更新的优势

城投企业作为地方基础设施建设的主要实施主体，

在参与城市更新项目方面具有天然优势。

体制契合优势：城投企业与地方政府联系紧密，熟悉区域发展规划、国土空间布局及实际发展需求，能够跳出单一项目视角，统筹考量城市功能提升、产业导入、公共服务配套等外部效益，而非仅追求短期财务效益。在更新过程中，城投企业天然承担政府规划落地执行者的角色，与城市更新“政府引导、市场运作、公众参与”的实施逻辑高度适配。

资源统筹与协同优势：城市更新是涉及土地、房建、基建、管网、公用配套等的系统性工程，审批链条长、部门协调难度大。城投企业在对接政府部门、争取试点政策、平衡公共利益与市场效益方面效率更高；并持有大量土地、物业等资产，业务多覆盖基建施工、公用事业运营、园区管理等领域，在综合类更新项目中具有更强的业务协同与资源整合能力。

项目经验优势：城投企业长期从事土地整理、保障房、基础设施项目投资建设等政府类业务，在项目规划、建设、管理等方面积累了丰富的经验。伴随城投市场化转型，多数平台已拓展房地产开发、商业运营、物业管理等业务，逐步形成“建设+运营”的服务能力，对城市更新项目后期运营提供支撑。

融资渠道优势：尽管当前城投企业投融资受到严格监管，但相较一般市场化主体，在获取长期限、低成本资金方面仍有比较优势，包括对接可专项用于城市更新的地方政府专项债、政策性银行长期贷款、城市更新专项基金等渠道，为项目推进提供资金保障。

城投企业参与城市更新的问题暴露

从过往城市更新项目实践来看，受制于自身市场化、专业化发展瓶颈，及城市更新项目本身的复杂性、公共属性约束，城投企业在参与城市更新过程中，逐渐暴露出诸多共性问题。

债务的阶段性匹配问题：城市更新项目投资规模大、周期长，需根据项目各阶段现金流的差异精细化设

计资金来源。但多数城投企业仍依赖“先借钱盖楼，再卖地还钱”的模式，尤其是前期拆迁阶段因缺乏可抵押资产，如果无法获得低成本贷款，易形成“短债长投”现象，推升短期偿债压力。此外，项目资金缺少市场化退出机制，债务到期只能续借滚动。

项目的市场化运营问题：城投企业普遍存在“重建设、轻运营”的特点，项目建成后因缺乏专业运营体系，无法导入适配业态，难以实现可持续收益。同时，城投企业受体制机制约束，市场化激励机制不完善，难以吸引和留住专业运营团队，无法充分挖掘资产增值潜力，制约运营效率。

参与方的收益边界问题：城市更新涉及政府、城投企业、社会资本、居民等主体，利益诉求差异大。政府侧重城市功能与公共服务，社会资本追求项目短期收益，居民关注拆迁安置和就业保障。城投企业作为项目实施主体，需兼顾社会责任和自身发展，协调各方搭建利益分配机制，增加了参与的风险，也是城市更新项目的难点。

体制制度统一协同问题：我国城市更新相关体制机制仍处于完善阶段，地方层面在土地出让、容积率补偿、用途转换等方面的政策存在碎片化、连贯性欠佳的问题，在项目推进过程中，面临各部门审批程序或标准不统一，易耽误项目进度，增加项目风险。同时，地方政府对城投的考核机制尚未完全实现市场化、长期化，易造成在市场化项目投资决策时更重视短期经济效益的情况。

在新的发展阶段，如何改善现实存在的问题值得分析和研究。基于此，本研究通过聚焦国外典型城市更新案例，梳理其实施模式、资金筹措与实践成效，提取可能对我国城市更新实践具有参考价值的经验和思路。

三、国外城市更新案例带来的启示

欧美、日本等发达国家成熟城市历经长期迭代发

展,在城市更新领域积累了丰富的实践经验,探索出适配不同城市发展阶段的更新模式与治理体系(见表1)。虽然各国在土地、产权、参与主体、治理与审批体系方面与我国现实情况存在差异,案例复制的可能性较低,但国外成功案例在开发理念、利益群体融合、创新金融产品等方面的思路和理念对我国未来城市更新发展存在借鉴和启发意义。

关于项目资金的统筹

资金是城市更新项目顺利推进的核心支撑,国外成熟案例的核心经验之一,便是构建与项目周期、主体需求相适配的资金统筹体系,分散单一主体的投融资压力,形成“资金共筹、风险共担”的多元分工。

分阶段匹配项目资金:城市更新项目开发周期长,各阶段现金流表现与风险差异明显,需精准适配资金。

表1 国外城市更新案例内容摘要

案例名称	国家	案例简介
伦敦国王十字街区城市更新项目	英国	- 更新背景:项目位于伦敦市中心,曾是伦敦重要的货运枢纽,但1970年后面临交通、产业、建筑物和治安等问题,成为伦敦最贫困的选区之一 - 更新主体:King's Cross Central Limited Partnership (KCCLP),是由政府出资设立的London and Continental Railways (LCR)、项目开发商及另一家主要土地所有者DHL合资成立 - 筹资方式:①启动阶段资金主要来自政府、更新主体和合作伙伴,政府资金主要投向基础设施;KCCLP的资金主要来自三方股东;另有入驻机构和慈善组织的投资;②建设阶段银团长期贷款+政府担保;③运营期发行租金支持债券,以现金流还本付息 - 经济效益:土地出让(谷歌收购9700平方米土地建立英国总部)、30万平方米的商业办公场所租赁(出租率97%)、900套新房交付、间接创造10000个工作岗位等
纽约哈德逊广场城市更新项目	美国	- 更新背景:项目位于纽约曼哈顿中城,曾是私人运营的铁路场站,战后面临破产由政府接管,街区 and 公共设施破落 - 更新主体:纽约政府牵头成立的Hudson Yards Infrastructure Corporation和Hudson Yards Development Corporation - 筹资方式:①基础设施部分:政府预算、Value Capture Financing(以基础设施投资带来的新开发项目未来税收和收费收入为担保发行债券)、Tax Increment Finance(预期税收增值融资)、开发权增容付款等;②商业部分:由联合开发主体通过自有资金、金融借款、预售预租款,并通过向合作方、项目相关利益主体等进行股权资金募集方式筹集资金 - 经济效益:动产股权出售、项目权利主体建设期间获得17.84亿美元收入、创造就业超5万个、预计每年4.773亿美元的税收收入等
东京六本木新城更新项目	日本	- 更新背景:项目位于东京都港区六本木六丁目,属于街道狭窄、防灾薄弱、交通拥堵、功能老化的传统街区 - 更新主体:六本木六丁目地区市街地再开发组合(森大厦株式会社牵头、原核心业主朝日电视台参与、区域内400+产权人共同组成) - 筹资方式:①权利置换—原区域内产权人以土地“出资”换取更新后建筑物的等值面积;②森大厦株式会社资本金投入;③日本开发银行牵头的银团长期低息贷款;④资本市场工具 - 经济效益:改造后项目形成了约2万人的就业岗位,日均人流量达10万人,打造实现集办公、商业、文化、休闲于一体的城市综合体
东京大手町都市再生项目	日本	- 更新背景:大手町紧邻东京江户城,是日本经济中心地,聚集了众多高层和超高层建筑,平均容积率高达7;区域内楼龄超40年的比例在70%以上,外观陈旧且防灾功能落后,但区域内通讯、传媒类企业需24小时运作,无法停业 - 更新主体:大手町开发公司,由UR都市机构及公募招募的大手町地区土地所有权人共同持有 - 筹资方式:UR都市机构牵头购买“种子基地”,带动保险及不动产公司出资购买土地;政府开放不动产金融商品,允许民间企业设立的SPC公司对外发行不动产证券,一般民众认购 - 经济效益:更新后大幅增加了百货商场及餐饮业态的面积,并设立艺术文化类公共设施;丸之内大楼运营后每日游客量约9万人,并大幅带动了周边更新意愿
新加坡淡滨尼天地更新项目	新加坡	- 更新背景:项目位于新加坡东部淡滨尼区域中心,随着区域人口增长以及公共服务需求多元化,原有设施难以满足居民对社区服务、文化活动和公共空间的综合需求 - 更新主体:政府主导下的全民参与式共建,概念阶段收集了超过15000名居民的意见,People's Association作为牵头机构,统筹协调12个公共部门共同推进 - 筹资方式:主要由政府通过财政预算等方式筹措,同时引入部分市场化运营内容 - 经济效益:直接商业收益+公共服务效率提升与社区治理优化
汉堡港口新城更新项目	德国	- 更新背景:项目位于汉堡易北河北岸,曾是当时世界规模最大、最先进的连续仓库综合体,以及功能强大的工业贸易港区,但随着集装箱海运的兴起,港口核心功能逐渐转向易北河南岸水深条件更好、空间更广阔的新港区,传统港区逐渐废弃、荒芜 - 更新主体:HafenCity Hamburg GmbH,由汉堡市政府100%控股 - 筹资方式:①政府投资及专项补贴;②通过土地出让资金设立“城市和港口特别基金”;③开发商投资;④政策性长期低息贷款;⑤自持核心地段物业运营收入;⑥增量税收反哺 - 经济效益:欧洲规模最大的城市更新项目之一,使得汉堡新增面积157公顷,城市中心区域扩大了40%,建设约7000套住宅,供大约14000名居民居住,并提供超45000个工作岗位,形成了新的核心城区和城市风格

资料来源:中国知网等公开资料,联合资信整理

前期拆迁、土地整理阶段的现金流处于净投入状态,未来实现回报的不确定性高,以政府引导资金作为启动资本,搭配股权类长效资金和创新增信融资可以更好地适配这一阶段。中期建设阶段的资金投放平稳且形成可抵押资产,可通过中长期固定资产贷款、产业方战略投资等搭建融资渠道。后期运营阶段,经营性现金逐步增长,通过经营性贷款置换前期债务、发行REITs/资产支持证券或资产出售实现资本退出。

融资主体多元化分工: 国外案例中,政府大多仅负责前期资金引领、公共配套建设及顶层规划,既不大包大揽、也不无限兜底。这与国内城投企业参与城市更新的核心痛点形成对比——城投企业多作为核心主体,承担大部分投融资风险,尤其是土地市场下行阶段,更易引发流动性风险。此外,国内社会资本参与度低、参与层次浅,地产下行背景下短期利益驱动的参与意愿进一步下降;而国外开发商和产业运营商以自有资本金投入,更追求长期资产运营收益和资产增值,长期机构资本以股权、产业基金份额等形式参与项目,提供长周期资本支撑。

关于项目的市场化运营

国内城投企业城市更新运营的核心痛点,并非单纯后期招商不力,而是仍停留在“融资—建设—移交”或“融资—建设—持有一简单出租”模式,缺乏贯穿项目全周期的资产管理能力。城市更新项目的长效运营,核心在于业态适配性与空间利用效率的双重提升,同时需充分挖掘各类资源的引流价值。国外城市更新经过长期实践,形成了兼具特色与实效的运营模式,积累了在业态锚定、空间推进及公共服务赋能等方面的成熟经验。

精细化业态锚定与空间柔性优化: 国外城市更新实践的优势之一系将业态策划与区域资源、历史价值深度绑定,精准定位客户群体。国内项目虽也按照招商前置来规划,但对区域资源和历史价值的挖掘仍有

提升空间,业态多出现同质化、适配性不足的问题。在落地方式上,国外“柔性推进”的思路可优化国内项目模式。例如,东京大手町项目中采取的“权益转换+滚动更新”模式,通过分期更新、保留优质商户,实现新旧业态平稳衔接,减少对原有客流和商业记忆的破坏,降低空置风险。

重视公共空间和服务的引流价值: 稳定的人流量是项目运营成功的关键。设计得当的图书馆、体育馆、社区服务中心、养老托育、文化活动空间等都可以形成稳定的人流,进而形成餐饮、零售、培训、运动、停车、广告等经营性收入。新加坡淡滨尼天地并非传统购物中心,而是政府主导开发的综合社区和生活方式中心,其中的公共设施和服务不再是纯成本,而是作为“流量发动机”,带动市民生活和消费重心的转移,真正意义上发挥了财政资金引领的作用。

关于参与主体的利益平衡

城市更新不是单一开发行为,而是多方利益再分配、风险共担、利益共享的系统性工程。如何有效平衡参与主体在利益诉求方面的差异是项目推进的核心,可借鉴国外案例在划分权责、建立补偿和长效协商机制方面的思路。

明确责任边界: 国际案例中,政府通常摒弃“大包大揽”的开发模式,聚焦顶层规划、政策兜底和公共服务供给,不直接干预市场化经营,将开发、运营等核心环节交由市场主体,减少行政和商业利益的冲突。例如,新加坡淡滨尼天地项目由HDB统筹片区规划、公屋布局及公共配套建设,商业、产业及社区运营完全交由市场化开发商或运营商负责,保障民生利益的同时也充分释放市场主体的积极性。

多元补偿机制: 针对土地整合与产权梳理的难点,国际案例摒弃单一货币补偿,采用“货币补偿+原地回迁+资产入股+长期收益分红”模式,适配不同产权主体的诉求,减少征地拆迁阻力。例如,东京六本木新城更

新过程中,针对片区内零散私人土地产权与老旧楼宇业主,通过统一规划整合零散地块,为原业主提供多种选择;东京大手町项目则采用产权置换、容积率转移、联合再开发等方式,实现政府、企业、业主共赢。

长效协商机制:将社区居民、小微商户等纳入更新全过程,通过前置协商、公开公示倾听民生诉求,平衡商业开发和社区公共利益。例如,新加坡淡滨尼天地在更新前期征集1.5万名居民意见,通过焦点小组、入户访谈、问卷调查等方式,收集全年龄段居民的诉求,并在概念规划阶段引入居民参与,由专业建筑师引导居民讨论公共空间功能、设施布局、文化需求等,由居民代表与政府部门、设计师、商业代表共同组成决策小组,并拥有实质表决权;在项目的运营阶段引入居民自治组织,参与运营决策、活动策划等,保障长期民生诉求。

关于体制制度的协调

我国真正意义上系统性开展城市更新的时间较短,从顶层制度设计、跨部门统筹协调、跨区域政策口径,到项目运作规则等体制机制尚未完全成熟。同时,我国地域广、不同区域城镇化进程和资源禀赋差异大,管理体系的标准化统一实施难度大,但仍可参考国外案例在体制架构和制度规则统一等方面的思路。

优化体制架构,重点项目提级管理:大型综合类城市更新项目开发体量大、审批决策程序复杂,跨部门沟通成本高,容易拖累项目进程。德国汉堡港口新城和纽约哈德逊广场均通过提级统筹、高层统领的方式搭建实施主体的组织架构。其中,汉堡港口新城由市政府全资设立实施平台,市长牵头组建监事会实现政府顶层把控;纽约哈德逊广场将副市长、规划、预算及区级主官纳入项目治理高层,为项目的资金筹措、统筹协调建立了强大的组织、人才和机制保障。

统一制度规则,完善长期制度保障:城市更新周期长、利益主体多元、产权关系复杂,仅靠单一政策工具

或短期行政推动难以持续。东京大手町项目在推进过程中,依托都市再生顶层立法与全国统一制度框架,形成自上而下标准化、可通用的更新规则体系。同时,日本较为稳定的都市再生制度体系,也为市场主体提供了明确预期,避免各地各自为政、规则碎片化,保障长周期项目能够按规划分期开发、持续运营,为城市更新体制机制走向统一规范提供制度范本。

四、城投企业参与城市更新的转型建议

在政策导向持续优化的背景下,我国也已形成了一批具有示范意义的城市更新样本,例如实现全国首单城市更新产业园公募REITs发行的北京金隅智造工场项目、实现小尺度渐进式老城微更新的南京小西湖片区项目、实现文化标签引流提升商业运营价值的上海市思南公馆项目等,从不同角度印证了国外案例思路借鉴在我国本土化实施的可能性。立足“十五五”规划导向,并结合国外标杆项目在资金统筹、市场化运营等方面的成熟经验,对标我国城投企业参与城市更新项目存在的问题,本研究从功能定位、业务模式、资产盘活、融资创新四个维度对城投企业转型及高质量参与城市更新项目提出优化建议:

功能定位方面,从“地方政府融资平台”“基础设施代建主体”向“城市价值经营商”转变。新阶段城市建设发展,本质上是对过去土地财政、大拆大建模式的重构,也是对城投企业角色定位的重塑。依托自身属地资源优势,城投企业可深度承接城市体检、片区统筹、有机更新、产业培育等职能,借鉴伦敦国王十字街、汉堡港口新城等国外项目的综合统筹与长效运营理念,统筹平衡城市公共利益与市场化价值增值,成为城市空间提质、产业升级、民生服务优化的核心载体,实现从被动执行建设任务向主动经营城市资源、赋能城市高质量发展的根本性转变。

业务模式方面,从传统政府代建为主向资产运营、

专业服务、资本运营多元协同转变,逐步打破原来“重建设、轻运营、弱收益”的固有业务瓶颈。借鉴东京六本木新城、新加坡淡滨尼天地等成熟商业运营模式,搭建“前期策划—权属整合—业态布局—空间营造—专业运营—资本退出”的全周期业务体系。结合区域文脉、民生需求、区位禀赋等开展前置化、精细化业态规划,依托公共空间与配套服务激活片区活力,形成公共投入提升片区价值、片区价值反哺项目收益、项目收益支撑持续更新的内生良性循环。

资产质量方面,从“低流动性、弱现金流”向“可持续收益、可循环盘活”的资产结构转变。全面梳理企业存量低效资产、闲置土地、老旧物业资源,借鉴国外城市更新存量盘活、滚动开发的实操思路,对存量资产实施分类管控、精准处置。通过改造升级、业态重塑、产权整

合、委托运营、股权转让等方式,稳步提升资产周转效率。同时,通过文化赋能、特色风貌打造等方式塑造差异化竞争力,避免过度商业化、同质化问题,减少低效、无效资本沉淀,持续夯实资产盈利基础。

融资渠道方面,从“依赖政府信用”到“依托项目现金流与资产质量”,从单一债权融资向“股权+债权+资产证券化”多元组合转变。参考东京六本木和大手町项目的多方共建、权益共担的融资逻辑,充分发挥财政资金的撬动引导作用,联动产业方、长期机构资本,构建“资金共筹、风险共担、收益共享”的投融资模式,有效分散实施主体的资金压力,缓释短债长投带来的流动性风险。与此同时,主动对接城市更新专项债、政策性长期贷款,积极争取税费减免、财政奖补等政策支持,进一步压降综合资金成本。///



“价格—价值”二维估值体系创新探索

文 | 联合资信 徐 阳 陈玉洁 王自迪 郑中兴



债券估值是债券市场运行的锚。2023年12月中国人民银行颁布的《银行间债券市场债券估值业务管理办法》，以及2025年4月银行间交易商协会发布的《银行间债券市场债券估值业务自律指引》都指明了估值业务对我国债券市场的平稳发展发挥着重要作用。目前在中债估值等机构二十余年的贡献与努力下，我国债券估值方法体系已初步建立，对促进市场合理定价发挥了积极作用。在此基础上本文进行探索，提出“价格—价值”二维估值体系，以便更好应对新挑战。

一、债券估值面临的新挑战

流动性约束影响债券估值准确性

债券估值作为收益率水平的基准，对市场定价和健康发展具有至关重要的作用。流动性约束限制了债券交易活跃度，且市场还存在非市场化交易，因而在对债券进行定价时，往往需要参照估值结果，而这又影响其真实的市场交易，促成了估值结果的自我实现。在这一背景下，一旦估值失准，市场通过交易行为来进行纠偏的难度将有所增加。

市场要求债券估值兼具稳定性与灵活性

市场既希望债券估值稳定，又希望其灵活，准确捕捉市场变化。这一矛盾反映了配置型和交易型资金的博弈。配置型资金通过长期持有获取票息收益，要求估值稳定；交易型资金则通过波段交易赚取资本利得，要求估值灵活捕捉市场变化。

市场要求债券估值兼具即时性与前瞻性

从时效性来看，市场一方面要求债券估值具有即时性，能够满足当日的核算记账及交易交割需求；另一方面要求估值具有前瞻性，能够在一定时期内提示市场的运行方向，避免追涨杀跌。看似矛盾的诉求，反映出投资人日趋专业，既注重当下，又注重未来，更倾向于采用多元策略增厚收益。

二、构建“价格—价值”二维估值体系

债券“稳定与灵活”“即时与前瞻”并存，是净值化时代债券投资专业化、多元化的必然要求。为满足市场对估值的多重需求，本文在传统估值理论的基础上，尝试构建“价格—价值”二维估值体系（以下简称“二维估值体系”）。该体系结合市场价格信号和内在信用价值，为债券估值提供了更全面的视角。

在价格估值维度，二维估值体系主要关注短期市场价格信号，同时考虑交易活跃度的不同，力求提高估值的灵活性与即时性；在价值估值维度，二维估值体系依托高区分度的评级体系优势，立足长期基本面价值，秉持以信用基本面为核心的分析原则，构建具有长期稳定

性的价值排序,为确定债券定价提供支撑,具有较高的稳定性与前瞻性。一般而言,价格围绕价值波动并趋于回归。二维估值体系或将在债券净值管理、收益挖掘和风险防范等方面发挥重要作用。

收益率曲线作为市场利率结构的体现,为价格和价值估值提供了一个共同的参照系。价格估值依赖于实际每日市场交易价格数据,这些数据实时反映了市场供需关系。价值估值通过使用高区分度的信用评级体系得到每个发债主体的信用评分,综合考虑了经营能力、财务能力、可持续发展能力等诸多因素,充分反映了信用债长期的内在的信用价值。

收益率曲线编制模型——Hermite插值模型

收益率曲线编制的目标,是建立收益率和剩余期限之间的一种映射关系。可按对应关系计算出一定剩余期限范围内每个按天间隔的剩余期限对应的收益率数值,从而连成收益率曲线。每个等级的曲线代表该级别的信用中枢水平。在收益率曲线编制前,需筛选合格入模样本。先从信用水平偏离、交易价格异动等方面着手,剔除当日异常交易数据;再选取与主体级别信用偏离度、流动性等多指标均达标的样本,以此作为编制各等级曲线的数据。曲线模型的作用是将分散的交易点拟合为一条光滑、连续的曲线。本文采用Hermite插值模型构建收益率曲线,该模型兼具平滑性与灵活性,兼顾计算效率与经济逻辑的合理性。

已知一组插值点 $x_1 < \dots < x_n$ 及其对应函数值 $f_1 < \dots < f_n$,收益率曲线在对应期限处的导数值为 $f'_1, f'_2, \dots, f'_n$ 。对于 $i=1, 2, \dots, n-1$,假设 $[X_i, X_{i+1}]$ 的收益率曲线可以表示为关于 x 的三次多项式函数 $f(x)$,且 $f(x)$ 满足如下条件:

$$f(x_i)=f_i, f(x_{i+1})=f_{i+1}$$

$$f'(x_i)=f'_i, f'(x_{i+1})=f'_{i+1}$$

可以推导得出具体形式为 $f(X)=f_i H_1(X)+f_{i+1} H_2(X)+f'_i H_3(X)+f'_{i+1} H_4(X)$, 其中:

$$H_1(X)=3\left(\frac{X_{i+1}-X}{X_{i+1}-X_i}\right)^2-2\left(\frac{X_{i+1}-X}{X_{i+1}-X_i}\right)^3$$

$$H_2(X)=3\left(\frac{X-X_i}{X_{i+1}-X_i}\right)^2-2\left(\frac{X-X_i}{X_{i+1}-X_i}\right)^3$$

$$H_3(X)=\frac{(X_{i+1}-X)^2}{X_{i+1}-X_i}-\frac{(X_{i+1}-X)^2}{(X_{i+1}-X_i)^2}$$

$$H_4(X)=\frac{(X-X_i)^3}{(X_{i+1}-X_i)^2}-\frac{(X-X_i)^2}{X_{i+1}-X_i}$$

估值计算模型

在完成收益率曲线的编制工作后,本文基于两种不同维度的定价逻辑来构建估值体系。一种是市场隐含评级,它依托实时交易数据,反映市场当下的价格信号;另一种是信用评级,侧重于长期基本面分析,考量发债主体的经营能力、财务状况和可持续发展能力等长期基本面因素。这两类评级分别通过点差的方式映射到收益率曲线区间。市场价格在收益率曲线中的相对位置,以及信用资质基于信用评级的排序在收益率曲线中的相对位置,各自形成对应的点差。基于这些点差,经过特定的处理和计算,最终分别得到价格估值与价值估值,为债券市场参与者提供更全面、准确的估值参考。具体计算过程如下。

1.点差计算

点差为市场价格或信用资质映射在曲线族中的相对位置。例如,某发债主体的待估债券存在有效交易债券,在交易日该券对应的剩余期限为 T_1 年, x_1 和 x_2 为距离交易点最近的上下两条收益率曲线对应期限为 T_1 的收益率,由此构造出计算估值所需的收益率区间 (x_2, x_1) 。依据市场价格和信用评级,得到价格估值的点差 $K_{\text{trade}}=\frac{X_{\text{trade}}-X_2}{X_1-X_2}$ 和价值估值的点差 $K_{\text{Credit}}=\frac{X_{\text{Credit}}-X_2}{X_1-X_2}$ 。

其中, K_{trade} 为该债券市场价格在收益率曲线中的相对位置,这一相对位置通常也被称作隐含评级,反映债券价格相对于市场基准的位置; K_{Credit} 则用来衡量债券信用资质排序在收益率曲线中的相对位置,其排序依托高区分度的信用评级体系得出信用评分。在相同信用级别内信用评分排名越靠前的主体,在曲线族中的位置越接近相邻的高级别。

2.估值推算

在上述点差计算的基础上,可推算价格估值收益率与价值估值收益率,分别为 y_{trade} 和 y_{Credit}

$$y_{\text{trade}} = x_2 + K_{\text{trade}}(x_1 - x_2)$$

$$y_{\text{Credit}} = x_2 + K_{\text{Credit}}(x_1 - x_2)$$

本文构建的二维估值体系包含价格估值体系和价值估值体系。其中,价格估值体系通过捕捉债券市场价格数据,对市场情绪的响应灵敏度较高,其点差位置确定的指标也被称为隐含评级,能够即时灵活地反映市场短期供求变化和交易情绪;而价值估值体系依托信用评级,建立了稳定的信用锚定价基准,侧重于债券的长期信用基本面。两者差异见图1。

三、应用与实证研究

根据资产定价的均值回归理论,市场短期定价偏差将随时间推移向信用锚定价值收敛,即价格围绕价值波动且收敛于价值。运用上述估值计算模型,可获得各债券的价格估值与价值估值结果,从而能够依靠均值回归理论验证估值体系的有效性。本文以下遵循从微观到宏观的逻辑,展开应用与实证分析。首先,聚焦特定个券,从时序分析的角度进行个券挖掘;其次,拓展至债券市场整体,从截面数据分析,得到时点的市场概览;最后,通过指数编制刻画市场时序表现,并从价值回归角度对指数进行增强。

个券挖掘

通过比较价格估值与价值估值,可以得出市场是高估还是低估债券。图2呈现了某一债券在特定时段内的交易数据,以及价格估值和价值估值的走势,其经历了低估与高估之间的反复切换。价格估值紧贴市场交易价格,围绕价值估值上下波动,随着时间推移向价值估值回归。这一现象从微观层面为二维估值体系的合理性提供了有力支撑。

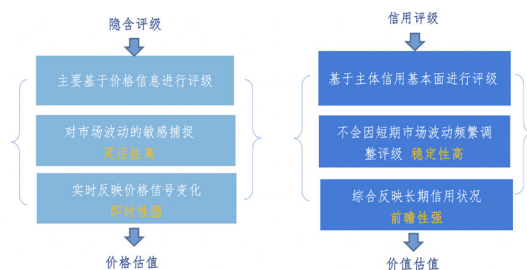
市场分析

本文进一步提取某一时点的全市场价格估值和价值估值数据,据此构建热力图。表1展示的是统计期间内被高估的债券,即价格估值收益率低于价值估值收益率的债券,其价格估值在周期内向价值估值方向回归幅度至少达到5个基点(BP)。其中,红色区域代表价格向价值估值回归的频率较高。随着颜色从红过渡到绿,回归频率逐渐降低。统计发现,高估债券中高等级、短期限的样本更容易发生价值回归。通过期限、信用与估值偏离度三维穿透式分析,本文展示了不同类别债券的价值回归的频率,证明了价值估值作为信用债定价锚的有效性,也为信用策略和久期策略的制定提供了支持。

指数化编制

债券指数反映特定债券市场价格与收益的综合变动。本文接下来先借助价格估值对市场现有权威指数进行复刻,然后以该指数为基准,从“价格—价值”二维角度进行价值挖掘进一步筛选样本券,以期获取更加稳定的超额收益。如此,不仅可以验证价格估值的准确性,亦可以证明价值估值的前瞻性。价格估值用于计算指数的价格,而价值估值则指导投资组合的筛选。当价格与价值发生偏离时,价格估值将在一定时间内收敛于价值估值。如果选取价值估值净价大于价格估值净价的债券,更易于实现超额收益。

图1 价格估值体系和价值估值体系差异



资料来源：作者整理

1. 指数计算方式

指数包括净价、全价及总收益指数，采用派许加权综合价格指数方法计算，公式为：

$$\text{报告期指数} = \frac{\text{报告期样本债券总市值}}{\text{除数}} \times \text{基期指数值}$$

当样本券的市值出现非交易因素的变动时，采用“除数修正法”修正原除数，以保证指数的连续性，修正公式为：

$$\frac{\text{修正前市值}}{\text{原除数}} = \frac{\text{修正后市值}}{\text{原除数}}$$

其中，修正后总市值=修正前总市值+新增（减）市值。由此公式得出新除数，并据此计算最新指数数值。具体需要修正的情况有如下几种：一是指数成分券组成发生调整；二是回售、赎回等事件导致债券发行量变动，进而影响其市值；三是净价指数成分券发生本金现金流支付，全价和总收益指数成分券发生本金、利息现

金流支付。

2. 样本选取

我们以2024年8月30日至2025年8月29日作为完整的年度观察周期。本时间段涵盖了收益率上行、下行及震荡情况，符合对极端值检验的要求，也满足实证研究对模型压力测试的需要。我们挂钩权威机构1的某全债指数和权威机构2的金融债指数，并分别对其成分券进行抽样形成投资组合。抽样规则的核心是筛选价值估值净价高于价格估值净价的债券（排名前50%）。在此框架下，我们首先通过复刻上述权威指数，验证了价格估值的准确性。进而，基于抽样规则构建的两组投资组合——投资组合1和投资组合2，利用二维估值体系捕捉价值与价格的偏离从而获取超额收益，充分证明该估值体系的前瞻性。

3. 计算结果与分析

我们以2024年8月30日为基日，基期指数值定为100。经计算，投资组合1和投资组合2的走势如图3、图4所示。

数据显示，从收益率、最大回撤和夏普比率等指标来看，投资组合1和投资组合2在收益和风险平衡方面表现优于两组被挂钩指数（见表2、表3）。说明筛选出的价值估值净价大于价格估值净价的债券组成的投资组合跑赢了市场基准，这意味着利用二维估值体系筛选出的投资组合具有显著的超额收益特征。这一发现不仅支持了价格估值向价值估值收敛的理论假设，也为二维估值体系更具前瞻性提供了实证依据。

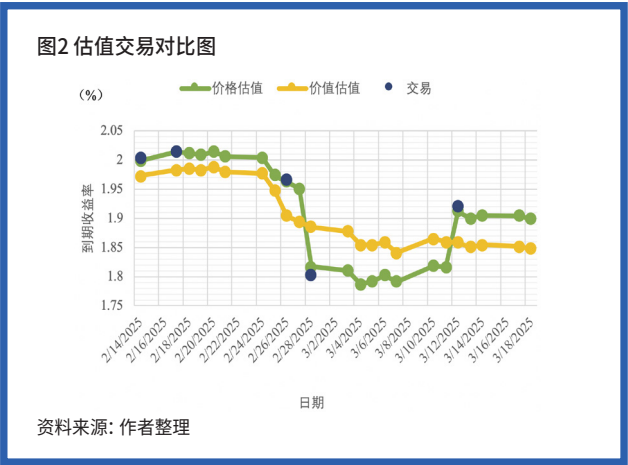


表1 价值回归热力表（以被高估债券上行5BP的幅度为例）

期限	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	平均
<1	87%	86%	84%	81%	78%	73%	68%	63%	55%	51%	56%	71%
1—3	86%	88%	84%	76%	70%	66%	62%	50%	45%	41%	35%	64%
3—5	83%	77%	69%	63%	53%	50%	44%	31%	28%	29%	19%	49%
>5	35%	36%	36%	36%	42%	34%	31%	29%	26%	49%	46%	35%
平均	77%	73%	73%	73%	69%	66%	61%	52%	44%	41%	38%	62%

资料来源：作者整理

四、结论

本文针对我国债券估值体系存在的困境与挑战，创新性地构建了价格估值与价值估值并行的二维估值体系。基于市场隐含评级（市场价格数据）与主体信用评级（长期基本面）的定价逻辑，两者通过点差映射到收益率曲线区间，分别得到价格估值与价值估值的二

维估值结果，实现了对短期市场信号的灵敏捕捉与长期信用价值的稳定锚定。实证研究表明，基于价值估值筛选的增强指数在样本区间内显著优于市场基准。研究表明，二维估值体系满足市场对估值稳定与灵活、即时与前瞻的双重需求，为发行人、投资者和监管机构在复杂多变的市场环境中提供了有力的分析工具与决策支持。本文原载于《债券》2026年5月刊



表2 投资组合1收益指标优势对比

区间	累计收益率 (%)		年化收益率 (%)		最大回撤 (%)		夏普比率	
	某全债指数	投资组合1	某全债指数	投资组合1	某全债指数	投资组合1	某全债指数	投资组合1
近1月	0.04	0.06	0.04	0.06	0.20	0.14	-3.92	-1.57
近3月	0.42	0.46	0.42	0.46	0.20	0.24	0.34	0.42
年初至今	1.26	1.54	1.26	1.54	0.51	0.29	0.67	1.60
近一年	2.72	3.06	1.89	2.11	0.58	0.48	1.65	2.43

注：“至今”指截至2025年8月29日的研究终点，不满1年的年化收益率等于区间累计收益率，下同
资料来源：作者整理

表3 投资组合2收益指标优势对比

区间	累计收益率 (%)		年化收益率 (%)		最大回撤 (%)		夏普比率	
	某金融债指数	投资组合2	某金融债指数	投资组合2	某金融债指数	投资组合2	某金融债指数	投资组合2
近1月	0.14	0.14	0.14	0.14	0.10	0.04	-0.76	-0.54
近3月	0.44	0.45	0.44	0.45	0.10	0.07	0.40	0.47
年初至今	0.98	1.24	0.98	1.24	0.34	0.11	-0.26	0.89
近一年	2.28	2.55	1.58	1.77	0.35	0.21	1.09	2.02

资料来源：作者整理

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2026年6月, 债券市场¹无新增违约²和重复违约³主体。

截至6月30日, 2026年我国债券市场新增违约主体1家⁴, 涉及到期违约债券1期, 到期违约债券规模0.64亿元, 违约家数、期数和规模较上年同期(7家、14期和132.52亿元)大幅下降。重复违约主体5家, 涉及到期违约债券5期, 到期违约规模约120.01亿元, 违约主体家数和规模较上年同期(4家、12.69亿元)有所上升, 期数较上年同期(7期)有所下降(见表1)。

二、信用等级调整⁵情况

2026年6月, 我国债券市场有6家发行人主体级别发生上调, 有30家发行人主体级别发生下调; 有4家发行人主体展望发生下调, 无发行人主体展望上调。

截至6月30日, 2026年我国债券市场有20家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(38家)有所下降; 有43家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(45家)有所下降。无发行人主体展望发生上调, 较上年同期(2家)有所下降; 有4家发行人主体展望发生下调, 较上年同期(3家)有所上升(见表2)。

表1 2023年—2026年6月我国债券市场违约情况(单位: 家、期、亿元)

	2023年			2024年			2025年			2026年1—6月		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
新增违约	8	26	201.69	17	34	336.61	13	23	233.63	1	1	0.64
重复违约	12	30	115.61	14	38	278.25	5	10	41.67	5	5	120.01

注: 违约规模为发行人未能按时偿付的利息和本金
数据来源: 联合资信整理

表2 2023年—2026年6月我国公募债券市场发行人主体信用等级调整情况

发行人主体	信用等级				评级展望			
	2023年	2024年	2025年	2026年1—6月	2023年	2024年	2025年	2026年1—6月
调升数量(家)	86	69	69	20	7	2	3	0
调降数量(家)	37	65	52	43	26	11	5	4

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

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

政策指南 Policy Guidelines

央行等多部门联合发布《上海国际金融中心发展离岸金融行动方案》

2026年6月17日, 央行等多部门联合发布《上海国际金融中心发展离岸金融行动方案》(以下简称《行动方案》), 推动高质量发展自贸离岸债。《行动方案》提出, 设置上海自贸试验区分账核算单元投资自贸离岸债专项额度, 支持在专项额度内投资自贸离岸债, 推动市场扩容增量。《行动方案》的发布与实施, 将加快推进自贸离岸债发展, 加快上海国际金融中心建设, 对于推进金融高水平开放具有非常深远的现实意义。

(摘自中国政府网, 2026年6月17日)

上交所发布《公开募集不动产投资信托基金 (REITs) 业务指南第1号——发售上市业务办理 (2026年6月修订)》

2026年6月10日, 上交所发布《公开募集不动产投资信托基金 (REITs) 业务指南第1号——发售上市业务办理 (2026年6月修订)》(以下简称《指南》), 在

2026年4月份版本的基础上做出优化。在REITs发售环节, 从发售前工作、询价、认购、基金成立、上市前基金份额限售和锁定管理等方面做出规范。在REITs上市环节, 《指南》规范了上市业务申请与受理、上市公告披露等相关事项。

《指南》的发布和实施, 进一步规范了公开募集REITs发售上市业务, 明确了业务办理要求, 为相关业务办理提供有效指引。

(摘自上交所网站, 2026年6月10日)

北交所发布《债券交易业务指南第1号——交易业务》修订版

2026年6月26日, 北交所发布《债券交易业务指南第1号——交易业务》(以下简称《交易业务指南》)的修订版, 为私募债交易业务提供指引。该文件规定, 当债券交易导致私募债的持有人数量超过规定人数上限 (200人) 的, 将按照交易时间顺序从先到后确认至200人, 后续交易不予确认成交。私募债的现券交易可采用协商成交交易方式, 信息披露于北交所

的定向披露专区。此次北交所修订《交易业务指南》是为配套私募债交易业务而进行适应性修订, 便于市场参与者依法依规开展私募债交易业务。

(摘自北交所网站, 2026年6月26日)

上清所发布《债券账户业务指引 (2026年6月版)》

2026年6月30日, 上清所发布《债券账户业务指引 (2026年6月版)》

(以下简称《业务指引》), 对原版进行全面修订, 以完善债券账户业务制度规则。新版《业务指引》主要包括总则、债券账户、发行人账户、联网、证书及UKEY申请等内容。各类机构的备案要求和申请程序均在《业务指引》中做出了详细的规定。《业务指引》的发布, 进一步完善了债券账户、发行人账户的开立、变更、注销制度规则, 规范了相关业务办理的业务流程和具体要求, 将更好地服务于银行间债券市场发展。

(摘自上清所网站, 2026年6月30日)

市场动向

Market Trends

全国首单双标识技术产权ABS产品落地

2026年6月9日,“西安担保集团-华金-技术产权(技术交易)3期资产支持专项计划”在深交所成功发行。该产品发行总规模2.62亿元,其中优先级2.61亿元,票面利率2.7%,期限3年,为全国首单“专精特新”“中小微企业支持”双标识技术产权ABS产品。该产品由西安投融资担保有限公司提供增信,西安小微企业融资担保有限公司为底层资产提供担保,西安经开金融控股有限公司担任资产服务机构。本次发行采取市区两级协同模式,是金融科技服务科技创新的重要实践,为解决科创主体的融资需求提供了可复制的融资样板。

(摘自证券时报, 2026年6月9日)

北交所首单私募债项目获无异议函

2026年6月12日,“石家庄交通投资发展集团有限责任公司2026年面向专业投资者非公开发行公司债券”获北交所无异议函,为北交所首单获得通过的私募债项



目,计划发行金额10亿元。该项目自5月18日开始受理,审批用时不到1个月。北交所于本年4月发布了《非公开发行公司债券挂牌规则》及配套指引、指南,构建了私募债业务的制度框架,5月6日正式启动审核受理。北交所私募债项目的推出,进一步丰富了产品体系,更好地满足了不同类型企业的多元化融资需求。

(摘自北交所网站, 2026年6月12日)

全市场首个自贸离岸债券滚动发行计划落地

2026年6月15日,中国银行启动全市场首个自贸离岸债券滚动发行计划,并落地首期债券发行,实现了自贸债“滚动式常态发行”的创新突破。本次发行规模5亿元,期

限9个月,发行利率1.58%。自贸区离岸债券遵循“两头在外”原则,是依托“境外资金+上海自贸区分账核算单元资金”双轮驱动的创新融资工具。本期债券由中国银行香港分行作为发行人,中国银行香港分行、中银香港、中银国际担任牵头主承销商,上海市分行、中银证券共同参与FTU投资者服务。

(摘自中国银行网站, 2026年6月15日)

首批商业不动产REITs在上交所上市

2026年6月18日,首批商业不动产REITs在上交所上市。上市的4只产品分别为汇添富上海地产商业REIT、中信建投首农商业REIT、国泰海通砂之船商业REIT、中金唯品会商业REIT。上述产品募集资金合计约203亿元,底层资产涵盖商业零售、商业办公楼等商业业态,分布在北京、上海、郑州等城市核心区域。上述产品的发行与上市标志着公募REITs市场进入了新发展阶段,对于发挥REITs市场功能、拓展资本市场服务实体经济的广度和深度具有积极意义。

(摘自上交所网站, 2026年6月18日)

1年期短融、3年期公司债券和5年期中票发行利率走势

2026年6月，央行继续实施适度宽松的货币政策，通过多种货币政策工具维持市场流动性合理充裕。具体来看，本月央行开展了62735.00亿元逆回购、11000.00亿元买断式逆回购、5000.00亿元中期借贷便利（MLF）和2800.00亿元的国库现金定存操作，同时有50909.00亿元逆回购、14000.00亿元买断式逆回购、3000.00亿元中期借贷便利（MLF）及2800.00亿元国库现金定存到期，全月实现净投放10826.00亿元。在此背景下，2026年6月，1年期短融和5年期中票的平均发行利率（1.67%和1.98%）均较5月（1.88%和2.05%）有所下降，3年期公司债券的平均发行利率（1.76%）较5月（1.75%）略有上升。

表1 2026年5月—2026年6月债券平均发行利率（%）

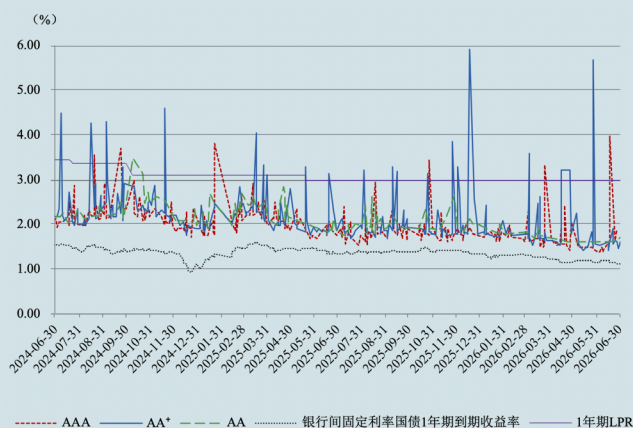
信用等级	1年期短融		3年期公司债		5年期中票	
	2026年5月	2026年6月	2026年5月	2026年6月	2026年5月	2026年6月
AAA	1.47	1.77	1.74	1.76	1.94	1.86
AA+	2.05	1.59	1.82	1.77	2.18	2.18
AA	--	1.66	--	--	2.30	2.45
平均发行利率	1.88	1.67	1.75	1.76	2.05	1.98

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





图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势



2026年6月，银行间固定利率国债1年期到期收益率呈现先升后降态势。AAA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.77%）较5月（1.47%）有所上升，AA+级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.59%）较5月（2.05%）有所下降。

2026年6月，交易所国债3年期到期收益率呈现先升后降态势。3年期AAA级平均发行利率（1.76%）较5月（1.74%）略有上升，AA+级公司债的平均发行利率（1.77%）较5月（1.82%）有所下降。

2026年6月，银行间固定利率国债5年期到期收益率呈现先升后降态势。5年期AAA级中票平均发行利率（1.86%）较5月（1.94%）有所下降，AA+中票平均发行利率（2.18%）与5月持平，AA级中票平均发行利率（2.45%）较5月（2.30%）有所上升。

图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

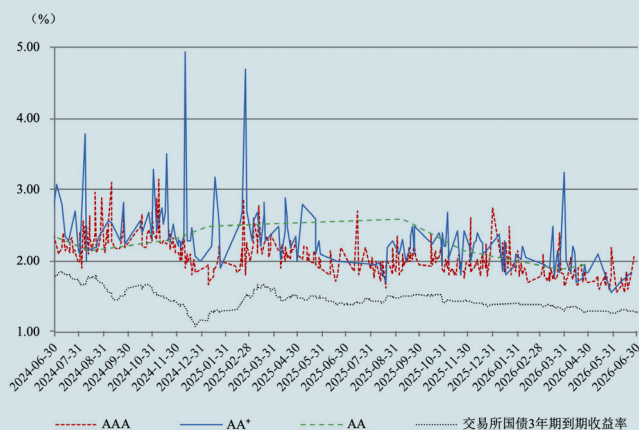
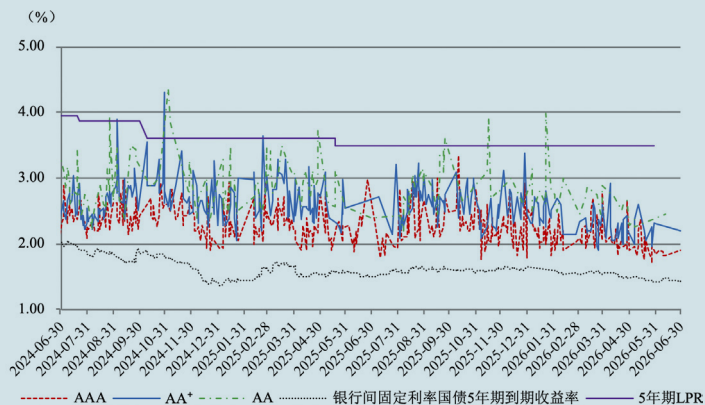


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2023年—2026年6月我国主要宏观经济指标同比增长情况 (%)

指标	2023年	2024年	2025年	2026年1—6月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	5.4	5.0	5.0	69.6	4.7
规模以上工业增加值	4.6	5.8	5.9	--	5.4
固定资产投资总额 (不含农户)	3.0	3.2	-3.8	22.6	-5.7
社会消费品零售总额	7.2	3.5	3.7	24.9	1.3
出口总额	0.6	7.1	6.0	14.7	13.4
进口总额	-0.3	2.2	0.8	10.7	22.1
CPI	0.2	0.2	0.0	--	1.0
PPI	-3.0	-2.2	-2.6	--	1.5
社会融资规模存量	9.5	8.0	8.3	462.1	7.4
M2余额	9.7	7.3	8.5	356.7	8.0
人民币贷款余额	10.6	7.6	6.4	282.6	5.2

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

2023年—2026年6月我国债券发行情况

券种类别	发行期数 (期)					发行规模 (亿元)				
	2023年	2024年	2025年	2026年1—6月	2026年1—6月 同比 (%)	2023年	2024年	2025年	2026年1—6月	2026年1—6月 同比 (%)
政府债	2366	2224	2655	1234	5.02	205924.08	221731.49	266018.86	131858.20	-2.81
国债	192	194	206	99	-2.94	112670.40	123970.61	163117.90	74005.70	-8.94
地方政府债	2174	2030	2449	1135	5.78	93253.68	97760.88	102900.96	57852.50	6.34
央行票据	12	13	1	0	-100.00	600.00	1068.40	550.00	0.00	-100.00
同业存单	26903	26507	21913	9593	-15.10	257134.40	314208.20	338172.90	162976.10	-6.25
金融债(人民银行)	1470	1457	1887	537	-46.41	85418.50	90905.00	122183.90	33876.78	-54.13
政策银行债	823	756	1060	288	-59.03	54741.20	53696.70	78508.50	17333.60	-67.72
商业银行债	312	317	411	66	-52.86	24402.90	29488.90	35748.70	13201.28	-23.65
保险公司债	23	17	27	16	45.45	1121.70	1175.00	1042.00	320.70	-35.34
财务公司债	0	0	0	0	--	0.00	0.00	0.00	0.00	--
融资租赁公司债	12	43	32	15	-28.57	305.00	961.00	640.00	340.00	-17.07
资产管理公司债	3	2	2	0	-100.00	170.00	120.00	130.00	0.00	-100.00
证券公司短期融资券	285	275	326	149	30.70	4529.70	4761.40	5741.70	2631.20	49.61
其他金融机构债	12	47	29	3	-75.00	148.00	702.00	373.00	50.00	-68.75
债务融资工具(NAFMII)	9642	10448	9896	4711	-3.42	85799.94	97179.57	95095.89	43418.25	-7.96
中期票据	3189	4872	4977	2318	-6.15	29643.97	48647.78	50427.87	20420.49	-21.60
定向工具	1225	1237	1072	510	-9.41	7522.02	6840.46	5726.27	2935.85	-0.27
短期融资券	704	658	675	245	-23.44	5300.71	6281.24	5404.57	2596.69	15.08
超短期融资券	4520	3677	3161	1630	7.17	43173.25	35210.09	33092.18	17193.72	9.57
项目收益票据	0	0	0	0	--	0.00	0.00	0.00	0.00	--
外国政府类机构债	1	0	3	4	--	35.00	0.00	70.00	121.50	--
国际开发机构债	3	4	8	4	0.00	125.00	200.00	375.00	150.00	-36.17
公司债(证监会)	5809	5390	6656	3600	14.00	52866.93	49512.77	58868.97	34057.35	27.84
公募公司债	1779	1971	2433	1220	10.71	23742.66	24644.88	30658.41	18010.46	41.20
私募公司债	3590	3283	4114	2325	16.13	25358.81	23560.65	27029.42	15403.68	15.58
可转债	142	43	50	33	65.00	1423.60	387.77	653.23	357.92	18.22
可交换债	29	14	26	17	70.00	334.06	319.40	285.50	236.29	110.04
企业债	269	79	33	5	-79.17	2007.80	600.07	242.41	49.00	-65.78
政府支持机构债	21	2	28	13	-40.91	1930.00	100.00	1560.00	780.00	-38.58
资产支持证券	4785	5702	6593	3235	7.44	18773.77	20416.91	23241.86	11645.25	19.46
证监会主管ABS	3667	3780	4439	2365	17.43	12058.00	12470.19	14606.11	7931.77	27.79
交易商协会ABN	629	1495	1636	637	-17.59	3220.08	5242.94	5720.53	2307.41	-10.66
金监总局主管ABS	489	427	518	233	4.02	3495.69	2703.79	2915.22	1406.08	46.64
合计	51008	51743	49629	22923	-6.61	708447.63	795122.34	905692.38	418611.93	-10.70

注: 本表统计口径为Wind中截至2026年7月10日已披露的数据; 按起息日统计, 并对2025年及之前的数据进行追溯调整
资料来源: Wind



联合资信助力首单纯数据资产ABS项目成功发行

由联合资信评级的“中信建投-金融街证券-青岛数据-青岛融担-数据资产1期资产支持专项计划”（以下简称“专项计划”）于2026年5月22日在深圳证券交易所成功发行。该专项计划作为市场上首单纯数据资产ABS，自获批以来受到投资人的广泛关注与踊跃认购。本期发行规模5.32亿元，其中优先级5.30亿元，全场认购倍数远超预期，票面利率创同期同类产品新低。参与投资机构涵盖银行、券商、保险资管等多元化投资人，充分体现了资本市场对纯数据资产这一新型底层资产的高度认可。

该专项计划以纯数据资产作为底层质押物，通过信托收益权设计，摆脱了对土地、房产等传统实物抵



青島融擔集團
青島增信融資擔保
擔保機構

青島數據集團
青島數據資產登記評價中心
數據服務機構

全國首單純數據資產ABS
成功發行

中信建投 - 金融街證券 - 青島數據 - 青島融擔 -
數據資產1期資產支持專項計劃

加權票面成本2.29%，創同品種市場新紀錄

掛牌場所 深圳證券交易所
牽頭協調人/銷售機構 中信建投證券
計劃管理人 金融街證券
信託機構 中國信託資產管理
法律顧問 中國律師事務所
原級收單人 中國信託資產管理
專項計劃託收人/信託保管人 中國信託銀行

審計機構 CAC 信託託收服務集團

特別鳴謝 青島通財

质押物的依赖，破解了数据要素价值认定难、质押登记难、风险管控难等行业痛点，让数据真正成为可交

易、可融资、可证券化的独立核心资产。此次首单纯数据资产ABS的成功发行，标志着数据资产逐步由“无形资源”走向“可流通资本”，为数据资产跻身资本市场主流资产奠定了基础，是构建中国数据要素市场化配置体系的关键一步。

未来以该专项计划为代表的金融创新，将持续为数据要素市场提供强大的资金支持，在服务国家“十五五”数据要素价值释放战略、助力数字经济与实体经济深度融合的进程中，发挥越来越重要的作用。联合资信一直致力于为资产证券化业务提供专业优质的服务，未来将持续深耕数据要素资产化赛道，为构建更加成熟和多元化的数据资产金融新生态贡献自己的力量。



专业 · 尽责 · 真诚 · 服务



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



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

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