

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 AUGUST

热点聚焦

出口超预期韧性，内需分化下隐忧尚存——2026年上半年经济数据点评
730政治局会议释放政策加力信号

特别策划

铁路运输行业：运力需求继续增长，投资规模持续提升

城市轨道交通行业：行业进入建运并举调整阶段，提倡多元经营提质增效

港口行业：吞吐量增速放缓，样本企业经营稳健



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

联合资信蝉联《企业财资人》2026年度“中国大陆最佳信用评级机构”称号



2026年7月21日，香港《企业财资人》(Corporate Treasurer) 公布了2026年奖项评选结果。联合资信以稳固的市场地位，突出的业务优势，以及出色的综合实力再次获得“中国大陆地区最佳信用评级机构”奖。

《企业财资人》创刊于2012年4月，是亚洲唯一专门为财务团队和首席财务官 (CFO) 打造的权威独立印刷刊物。本次评选旨在表彰在过去一年表现突出的金融机构、服务供应商、财务团队和杰出个人CFO。奖项评选从业务创新、解决方案、风险管理及团队协作等多个维度进行考察，评审团来自亚太地区各大金融机构、研究机构和头部企业。

本次评选中，联合资信以优秀表现获得评审团的一致认可。业务方面，2025年，联合资信市场占有率超33%，位居行业前列。其中，金融和结构板块占有率多年位居行业第一，熊猫债、地方政府债占有率持续保持行业首位。2025年，联合资信为4个主权及次主权政府的11期熊猫债提供了评级服务；2026年以来新增斯洛

文尼亚、哈萨克斯坦等首发客户，主权熊猫债市场占有率保持行业领先地位。2025年，联合资信积极助力科技创新服务实体经济，制定了《科技创新债券信用评级方法》，优化修订了《科技创新企业主体信用评级方法与模型》，并于2026年6月对债券评级方法进行了修订；先后承做多个全国首单项目，涵盖科技创新债券、持有型不动产ABS等多项产品。信用研究、投资人服务和媒体交流等方面，2025年，联合资信年均公开发表研究报告近400篇，年均开展投资人活动400余场，接受各类权威媒体的采访和观点引用180余篇，微信公众号订阅者目前已超9万人次，处于行业领先水平。

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，积极投身债券市场建设，助力谱写“金融强国”新蓝图，成为全球债券市场权威的、受市场高度认可的评级机构而不懈奋斗。

联合信用研究

Lianhe Credit Research

主办单位 Sponsors

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

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

编委会 Editorial Committee

(按姓氏笔画顺序排列)

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

编委会主任	Managing Director
王少波	Wang Shaobo
主编	Editor in Chief
陈茵	Chen Yin
本期责任编辑	Executive Editor
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 AUGUST

目录

热点聚焦 Hot Topic

出口超预期韧性，内需分化下隐忧尚存——2026年上半年经济数据点评 P02

联合资信 吴玥 王妍

730政治局会议释放政策加力信号 P06

联合资信 张振 王妍

特别策划 Feature

铁路运输行业:运力需求持续增长，投资规模持续提升 P10

联合资信 赵晓敏 倪昕

城市轨道交通行业:行业进入建运并举调整阶段，提倡多元经营提质增效 P14

联合资信 彭雪绒

港口行业:吞吐量增速放缓，样本企业经营稳健 P18

联合资信 李坤

行业研究 Industry Research

保险行业展望:强监管政策继续落实，行业分化效应仍将持续 P26

联合资信 谢冰姝 谷金钟

融资租赁行业展望:合同余额有望逐步企稳，信用风险将保持稳定 P33

联合资信 张帆 刘鹏

专项研究 Monograph

分期募集机制:不动产ABS的创新实践与推广 P36

联合资信 宋旭

数据ABS助力金融“五篇大文章”的路径探索 P41

联合资信 孙爽 官雪新月

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P47

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P48

市场动向 P49

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P50

宏观经济及债券市场数据 P52



引言

2026年7月,上半年宏观经济数据陆续发布,政治局会议如期召开,会议对下半年经济工作作出部署。本期热点聚焦栏目解读了经济数据背后的经济运行特征,对政治局会议释放的政策信号与工作部署进行了深入剖析。此外,特别策划栏目选取了铁路运输、城市轨道交通和港口三个交通运输子行业,对其政策走向、运营状况及发展前景进行了深入分析,为读者研判行业信用风险提供参考。

2026年上半年,我国国内生产总值同比增长4.7%,经济运行整体处于合理区间,但增长节奏前高后低,经济运行结构性分化特征突出。在此背景下,7月30日召开的政治局会议将上半年经济基本面定调为“动能向新、结构向优”,将财政货币政策从“精准有效”升级为“发力提效”,并首次明确“及时谋划出台务实管用的增量政策”,逆周期调节力度明显加码;会议将重点工作从“四稳”筑基转向“新旧动能转换”攻坚,突出“人工智能+”与发展智能经济新形态,稳定房地产与化债防风险同步推进。在上述政策持续落地的背景下,预计2026年下半年我国经济运行将延续结构性修复态势。

交通运输是国民经济基础性、战略性、先导性产业,是服务构建新发展格局的重要支撑。铁路运输方面,近年来铁路固定资产投资力度持续加大,铁路营业里程逐年增长,客货运量呈现持续增长态势;未来随着各项支持政策落地及出行需求的持续释放,该行业面临良好发展前景。城市轨道交通方面,2025年以来,国家围绕安全运营、服务提升及四网融合等出台多项政策,行业转向“建运并重、提质增效”的调整阶段。受益于民众出行需求的增长,城市轨道客运量有所增长,但行业运营成本压力依旧较大。未来坚持融合发展、智慧运营、多元经营、拓宽融资渠道的企业将具备长期发展优势。港口行业方面,受GDP及进出口增速放缓影响,近年来港口货物和集装箱吞吐量增速放缓并小幅波动,但样本港口企业整体经营稳健,债务负担适中。未来随着多层次国家港口枢纽体系建设的持续推进,港口行业仍将保持一定的投资规模,具有较大发展机遇。



出口超预期韧性，内需分化下隐忧尚存 ——2026年上半年经济数据点评

文 | 联合资信 吴 玥 王 妍

2026年上半年国内经济运行呈现总量平稳合理、节奏前高后低、结构分化的特征，整体延续“供强需弱、外强内弱、新强旧弱”的核心格局。上半年GDP同比增长4.7%，处于年度预期目标区间，但增长动能逐季走弱，复苏内生性仍不足。一季度GDP同比增长5.0%，依托专项债前置发力、出口脉冲式走强实现经济开门红；二季度增速回落至4.3%，环比增速亦从1.3%降至0.9%，财政实物工作量落地节奏放缓、国际高油价持续挤压国内需求、房地产市场深度调整持续拖累投资修复，上述共同导致增长压力显现，经济内生动力有待稳固。

一、外贸是最大亮点，量价共振、结构持续升级

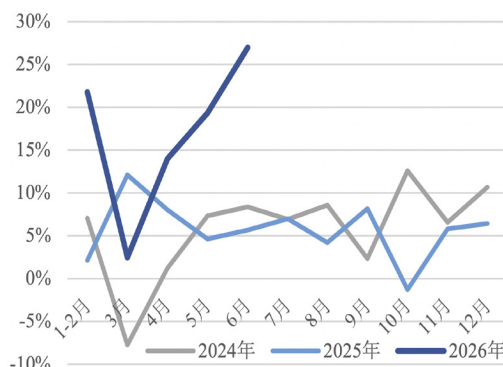
2026年上半年，中国货物进出口总额3.67万亿美元，同比增长21.2%，进出口规模创历史同期新高。上半年出口同比增长17.6%，6月当月出口同比大幅上行至27.0%，显著超出市场预期（见图1）。上半年出口超预期走强，主要源于量价齐升的基本面支撑，叠加产品、市场的结构性因素共同发力。

从需求端来看，全球主要经济体陆续进入补库存周期，叠加人工智能产业链爆发带动的电子、机电类产品需求持续释放，共同推升了外部需求景气度。从价格端来看，中东地缘局势动荡推动国际油价中枢整体上行，带动能源相关产品出口价格与国际海运成本同步走高，同时，人工智能外溢效应带动相关产业链商品价格大幅抬升，对以美元计价的名义出口规模形成正向拉动。

从产品结构看，产品结构持续向新向优，机电与高技术产品保持高增长，上半年机电产品出口同比增长20.1%，占出口总值的63.5%，较去年同期提升3.5个百分点；高技术产品出口同比增长39.0%。

从贸易伙伴看，多元化市场持续巩固，东盟、欧盟、非洲、韩国等贸易伙伴对整体出口的拉动作用进一步提升；同时受益于中美经贸关系阶段性回稳，对美出口实现快速反弹，累计增速由负转正（见图2）。值得注意的是，中国与东盟贸易合作加深，一定程度上带动了西部地区进出口，为西部地区经济增长注入新的活力。上半年，中国对东盟进出口总额同比增长18.2%，双边贸易持续扩容，创下近年同期较高增速。其中，经西部陆海新通道对东盟进出口增长18.2%，带动西部地区进出口总额同比增长20.3%，为西部经济发展注入新的活力。

图1 当月出口同比增速情况（以美元计价）



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

二、固定资产投资转负，仅高技术投资一枝独秀

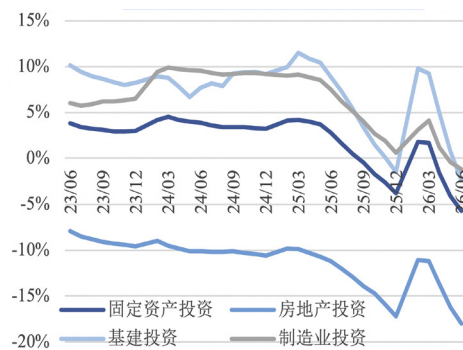
2026年上半年全国固定资产投资（不含农户）同比下降5.7%（见图3），扣除房地产开发后的固定资产投资仍然下降2.7%，由一季度小幅正增态势转为下降，成为拖累上半年内需修复的最大短板，整体投资呈现传统领域全面走弱、新兴领域逆势高增的显著分化格局。

三大领域投资均下滑，仅高技术投资维持韧性。上半年基础设施投资同比下降2.4%，一季度专项债集中前置发力后，4、5月单月发行规模均不足1800亿元（见图4），财政实物工作量落地节奏放缓，前期财政增量工具的拉动效应逐步消退，基建投资增长动能阶段性回落。值得关注的是，6月专项债发行显著提速，单月发行规模达6600亿元，资金加速拨付落地将为下半年基建投资企稳回升形成充足储备支撑。制造业投资下降1.2%，整体企业扩产意愿偏弱，传统制造业受下游内需不足、上游原材料成本波动挤压，资本开支趋于谨慎；仅依托外需高景气与产业升级红利，高端制造领域投资形成结构性支撑。在“控增量、去库存、优供给”政策背景下，房地产增量方面依旧负增长，上半年房地产开发投资大幅下滑18.0%，全国新建商品房销售面积、销售额持续双位数下

跌，房企销售回款、融资渠道尚未实质性改善，资金链压力持续存在，行业仍处于深度筑底调整阶段，对上下游产业链及整体投资形成显著压制。

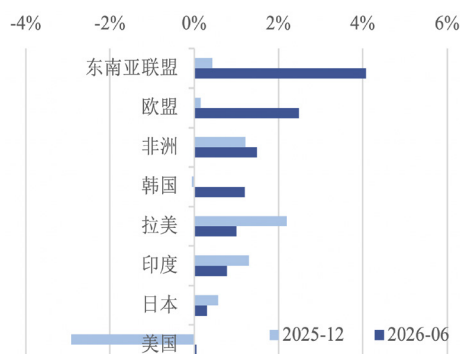
结构性亮点方面，新质生产力相关投资持续发力，对冲传统投资下行压力。上半年高技术产业投资同比增长4.6%，航空航天器及设备制造业、计算机及办公设备制造业、信息服务业等新兴领域投资保持高速增长；知识产权产品投资同比增长9.4%，较一季度进一步提速，企业研发创新、数字化转型投入持续加码，产业升级、动能转换态势明确，成为固定资产投资中唯一的稳定增长项。

图3 固定资产投资累计同比增速



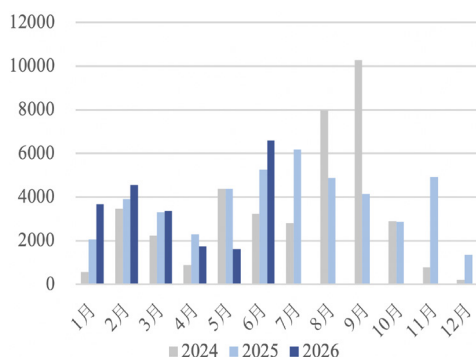
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2 主要出口国家对出口累计同比拉动情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图4 当月新增专项债发行额情况（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

三、消费内部分化显著，服务消费强、商品消费偏弱

2026年上半年，社会消费品零售总额（以下简称“社零”）同比增长1.3%，消费整体呈现弱修复态势，月度波动明显，其中5月社零当月同比一度转负，6月小幅修复至1.0%（见图5）。消费结构分化特征突出，上半年服务零售额同比增长5.3%，而商品零售额仅增长1.1%，服务消费领跑、商品消费低迷。

结构性亮点集中于服务消费与升级类商品消费。

服务领域中，通讯信息服务、旅游咨询租赁服务、文体休闲服务等接触型、体验型服务消费需求持续释放，带动服务零售维持高景气。商品消费中，政策托底效果凸显，以旧换新、消费补贴等政策持续发力，限额以上单位通讯器材、粮油食品、服装鞋帽等基本消费与升级类商品零售额保持稳健增长，成为商品消费的核心支撑。同时线上消费持续扩容，网上商品及服务零售额同比增长5.2%，消费新业态持续赋能市场修复。

但消费修复的结构性短板与内生压力依然突出。

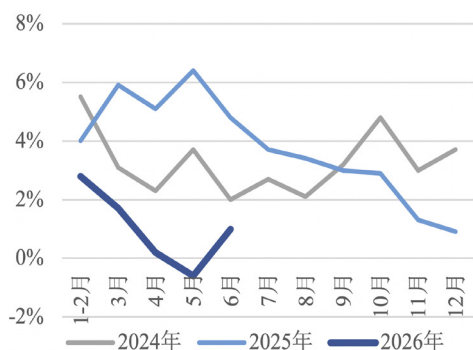
实物商品整体需求疲软，汽车等大宗耐用消费品持续走弱，成为拖累整体消费的重要因素；从增长驱动来看，价格回暖对社零增速的贡献抬升，实际消费销量扩张力

度有限，消费实质性复苏动力不足。此外，上半年居民人均可支配收入实际增长4.2%，收入端稳步改善，但居民消费支出增速相对偏低（见图6），收入修复未能有效转化为消费增量，反映出居民预防性储蓄意愿仍强，消费信心修复滞后于收入修复，消费复苏仍高度依赖政策托底，尚未形成内生增长动能。

总体来看，2026年上半年国民经济整体运行在合理区间，新质生产力持续培育壮大，高端制造、外贸出口、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力与通胀隐忧，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。

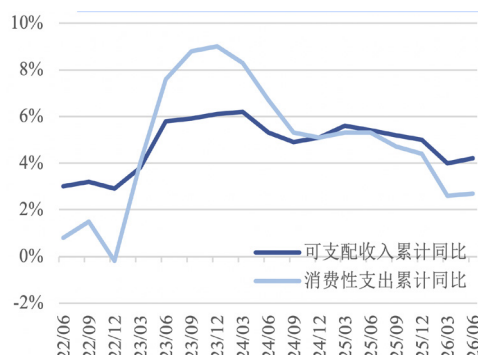
展望后续，下半年宏观经济运行将延续结构性修复态势，政策重心将从上半年“巩固开门红”转向“全力稳全年”，依托逆周期、跨周期调节政策对冲内外压力，夯实经济稳中向好根基。外部层面，出口仍具备较强韧

图5 社会消费品零售总额当月同比情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6 全国居民人均可支配收入与支出情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

性,虽然价格因素对名义出口的拉动效果可能放缓进而带动名义增速读数下降,但“新三样”、AI等新兴产品需求、海外补库周期等因素将持续支撑出口基本盘。内部层面,政策将聚焦内需修复,财政政策有望持续优化结构,加码民生保障、消费刺激与新兴产业扶持;当前专项债发行已在6月出现明确提速信号,三季度将迎来发行高峰,同时,今年新增的8000亿元新型政策性金融工具,目前仍处于项目筹备阶段,预计也将在三季度进入

资金筹集和投放期,后续加快资金拨付与项目对接、推动实物工作量加快形成,有望托底基建投资;产业政策持续赋能新质生产力发展,巩固高端制造、数字经济等新动能增长优势。整体来看,后续经济有望呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局,通过强化政策精准施策、精准发力,以国内发展确定性对冲外部环境不确定性,推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。 ▮



730政治局会议释放政策加力信号

文 | 联合资信 张 振 王 妍

一、经济形势判断

7月30日中央政治局会议对上半年经济形势的定调为“我国经济呈现动能向新、结构向优的发展态势”。这一表述与4月28日政治局会议对比，从“起步有力”到“动能向新、结构向优”，表述的变化折射出上半年经济运行的实际轨迹。上半年中国GDP总量接近70万亿元，4.7%的经济增速符合全年经济增长预期目标（见图1）。但二季度GDP实际同比增长4.3%，比一季度回落0.7个百分点。与此同时，二季度GDP名义增速升至5.9%，较一季度提高约0.9个百分点，GDP平减指数累计同比由负转正，结束了自2023年二季度以来长达12个季度的负增长（见图2）。“动能向新”指向新动能的加速壮大，以高端制造、数智经济、现代服务为代表的新动能对上半年经济增长的贡献率超过四成。“结构向优”则强调经济结构在总量承压下的优化调整。但会议并未回避困难，明确指出“要高度重视经济运行中的困难挑战”。固定资产投资下降、社会消费品

零售总额等经济指标出现波动，稳增长压力加大。会议用“动能向新、结构向优”八个字，既肯定了新动能的积极进展，也承认了总量承压的现实，体现出对当前经济“总量有压力、结构有亮点”的清醒判断。

二、财政货币政策：从“精准有效”到“发力提效”，从“用好用足”到“增量接续”

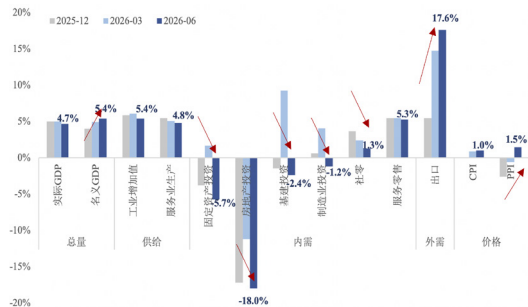
二季度GDP实际增速滑落至全年目标区间的底部区间，财政与信用扩张呈现放缓态势，逆周期调节的紧迫性显著上升。这构成了730政治局会议将宏观政策从4月的“精准有效”升级为“发力提效”的现实基础。

政策表述的升级：从“用好用足”到“增量接续”

对比4月与7月两次会议，财政货币政策的定调经历了三个层面的显著升级。

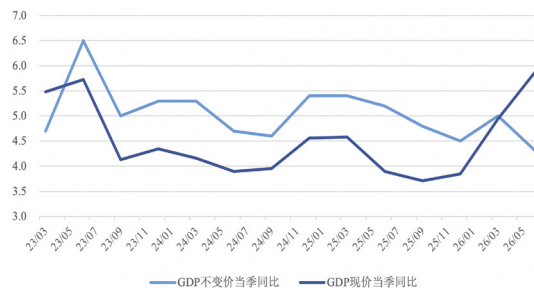
第一，宏观政策总基调从“精准有效”升级为“发力提效”。4月会议的核心表述是“精准有效实施更加

图1 主要经济指标累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图2 GDP同比增速 (%)



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，更强调政策的方向准确性与执行精确度。7月会议明确提出“宏观政策要发力提效”，强调力度与效率的同步提升，紧迫性显著增强。

第二，财政政策从“优化支出结构”升级为“加快支出和债券资金使用进度”。4月会议强调“持续优化财政支出结构，兜牢基层‘三保’底线”，更侧重支出方向的结构调整；7月会议则要求“加快财政支出和债券资金使用进度，有力推进‘两重’建设和‘两新’工作”，直指上半年支出进度和发债进度均处于历史同期偏慢水平的核心痛点。从执行层面看，上半年新增专项债发行2.07万亿元、进度约47%，超长期特别国债发行进度过半，剩余额度集中在下半年释放——下半年广义财政还有超7万亿元可用空间，8000亿元新型政策性金融工具将集中投放，预计可撬动约11万亿元基建投资。

第三，货币政策从“保持流动性充裕”升级为“综合运用并适时调整货币政策工具”。这一表述的变化尤为值得关注：央行二季度例会（7月4日）曾删除“综合运用多种工具”的表述，在技术层面释放了偏紧信号；本次政治局会议以更高层级文件重新纳入该表述，并新增“财政金融协同促内需”的提法，标志着货币政策工具箱从收缩转向重新激活。但“适时调整”保留了触发条件导向——工具的使用需要经济基本面或金融市场的触发条件，而非立即落地。

最关键的增量信息在于“增量政策”。4月会议未提及增量政策，而7月会议明确要求“充分发挥各项存量政策效能，及时谋划出台务实管用的增量政策”。从4月的“用好用足存量”到7月的“存量加力+增量储备”，标志着政策框架的实质性扩容。下阶段，政策落地的方向或为：专项债加速发行，政策性金融工具增发（可能追加3000~5000亿元），有一定概率为降准，降息概率相对较低。时间节点上，预期三季度有望迎来降息降准的操作窗口（见图3）。

政策新要求：财政货币协同发力

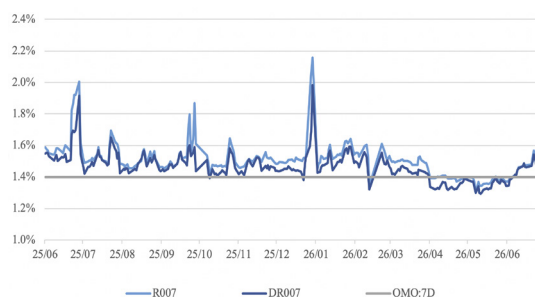
本次会议在财政货币政策上的最大亮点在于“财政金融协同促内需”。其本质是“货币供流动、银行放贷款、财政贴利息”的组合模式：一是财政贴息与银行信贷结合，银行发放贷款，消费贷贴息或设备更新再贷款扩面，财政分担利息成本；二是政策性金融工具增发，政策性银行通过PSL获得央行流动性后投向基建和制造业；三是结构性再贷款新设，可能涉及消费领域或“六张网”基建定向再贷款。这一模式既发挥了财政资金的杠杆撬动作用，又保持了货币政策的适度宽松基调，避免了“大水漫灌”。

从政策力度看，本次会议措辞较4月边际强化，但与2024年9月的强刺激仍有明显差距。上半年GDP增速4.7%仍处于目标区间中位，尚未失速；美联储加息预期尚未完全消退，外部约束仍然存在。因此，本次更接近“温和加码”，而非全面宽松。政策重心仍是通过存量加速与增量储备的组合拳，在控制总量节奏的前提下，实现逆周期调节力度的逐步加码。

三、重点工作：“新旧动能转换”攻坚

上半年经济运行中日益凸显的“供强需弱”矛盾，在生产端与消费端之间形成显著温差。上半年，规模以上工业增加值同比增长5.4%，其中装备制造业、高技

图3 市场利率变化趋势



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

术产业增加值分别增长9.3%和13.3%，生产端保持较高景气度（见图4）；但同期社会消费品零售总额同比仅增长1.3%，6月当月增速进一步回落至1.0%。生产扩张与终端消费之间的温差持续扩大，受此影响产能利用率持续下降。二季度全国规模以上工业产能利用率降至73.0%，比一季度下降0.6个百分点，比上年同期下降1.0个百分点，创2020年二季度以来最低水平（见图5）。采矿业产能利用率69.1%，制造业73.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业70.4%。外部环境上，随着中国贸易顺差持续扩张（见图6），外部经贸摩擦压力再度上升。近期国际论坛上，部分国家将中国产能过剩作为借口，试图煽动对于中国高科技商品的关税围堵，中国与欧洲贸易谈判正在进行中，与美国的阶段性贸易协议也将与11月到期。

在“供强需弱”的约束下，单纯依靠需求端刺激已不足以破局。7月会议立足于二季度GDP增速回落至4.3%的现实压力以及“供强需弱”的突出矛盾，将“加快推动新旧动能转换”置于首位，在需求端释放新的消费力，在供给端培育新的增长极，在风险端化解旧的拖累项，三者协同推动经济从“总量承压”走向“结构向优”。

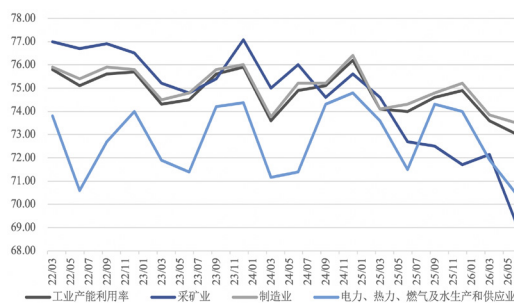
扩大内需：从“挖掘潜力”到“有效扩大”

4月会议的核心是“深入挖掘内需潜力”。在投资

端，要求“加强水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网等规划建设”；在消费端，侧重“扩大优质商品和服务供给，推动消费升级”。总体上以“规划建设”和“推动”为主，偏重方向性指引。

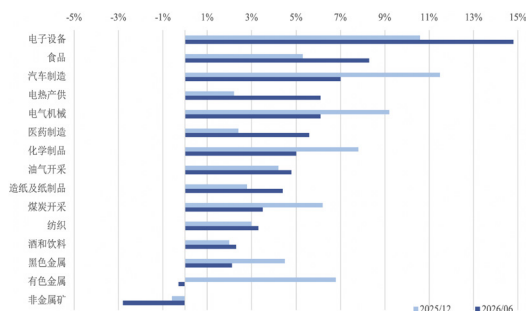
7月会议升级为“有效扩大国内需求”。从“挖掘潜力”到“有效扩大”，一字之差折射出政策紧迫性的显著提升。消费方面，新增“适应不同群体消费需求扩大优质供给，挖掘服务消费潜力”——服务零售额上半年增长5.3%的较好表现，使其成为扩大内需最具弹性的突破口。投资方面，从4月的“加强规划建设”升级为“扎实推进‘六张网’规划建设”。“六张网”全年投资体量超过7万亿元，随着相关配套政策出台，项目将迅速形成实物工作量。8000亿元新型政策性金融工具将集中在下半年投放，预计可撬动约数万亿元基建投资规模。

图5 产能利用率当季值 (%)



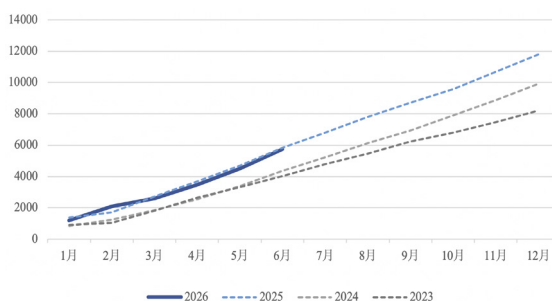
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4 主要工业行业增加值累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6 中国贸易差额累计值 (亿美元)



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

产业体系：从“全面实施”到“深入实施+前沿突破”

4月会议提出“全面实施‘人工智能+’行动，发展智能经济新形态，完善人工智能治理”。这一定调侧重广度——将人工智能赋能千行百业，更多是方向性展开。7月会议将表述升级为“深入实施‘人工智能+’行动”，并新增“积极推动前沿技术突破和未来产业发展，着力打造新兴支柱产业”。“深入”意味着从“有没有”转向“好不好”，从框架搭建迈向场景落地的攻坚。

“积极推动前沿技术突破和未来产业发展”首次在政治局会议层面明确，标志着产业政策从“全面铺开”转向“重点突破”。结合“十五五”规划首次将产业以传统、新兴、未来三大类划分，7月会议形成了“传统产业改造升级+新兴产业壮大+未来产业布局”的梯度产业政策框架。

防风险：从“努力稳定”到“稳定+改革+提质”

房地产和债务风险是“供强需弱”的重要成因，也是“新旧动能转换”必须穿越的关口。

4月会议提出“努力稳定房地产市场，扎实推进城市更新。有序化解地方政府债务风险”。“努力”一词透露出政策层对房地产下行压力的充分认知，但手段仍以“稳定”和“有序”为主。

7月会议将房地产相关部署纳入“切实筑牢安全屏障”的整体框架，表述从“努力稳定”升级为“稳定房地产市场，实施好一揽子化债方案，扎实推进地方中小金融机构改革化险、减量提质”。三个变化尤为关键：一是“努力”二字消失，政策决心更加笃定；二是“一揽子化债方案”从方向性表述转为“实施好”的执行要求；三是新增“减量提质”，将中小金融机构改革从单纯“化险”升级为“改革化险+减量提质”的双重目标。

资本市场方面同样升级。4月会议提出“稳定和增强资本市场信心”；7月会议升级为“深化资本市场投融资综合改革，提升资本市场韧性和信心”。从“稳定信心”到“深化改革+提升韧性”，标志着资本市场政策从应急式维稳转向制度性建设。///



铁路运输行业: 运力需求继续增长, 投资规模持续提升

文 | 联合资信 赵晓敏 倪 昕

一、行业概况

铁路为国家战略性、先导性、关键性重大基础设施,在服务构建新发展格局、支撑国家重大战略实施中发挥着不可替代的重要作用,为关系民生工程和国民经济大动脉。我国国土面积大,资源分布和经济发展的区域差异带来长距离、大运量铁路运输需求,同时大规模的中长途旅客运输对铁路存在较大需求;运量大、低成本、绿色环保为铁路运输重要特点,对于降低社会物流成本和节约自然环境成本具有重要作用;铁路建设投资规模大、产业链长,可带动相关产业发展、拉动经济增长;我国铁路具有技术先进、安全可靠和性价比高等优势,可更好的服务和支撑“一带一路”国家战略,扩大国家高水平对外开放。

截至2025年底,中国铁路营业里程16.5万公里,同比增加0.30万公里,其中高铁5.0万公里,同比增加0.20万公里;复线率61.2%,同比上升0.4个百分点;电化率76.7%,同比上升0.9个百分点。从投资和运营主体看,中国铁路分为国家铁路、地方铁路、非控股合资铁路和专用铁路,均受国家铁路局监管。其中,国家铁路在行业中占据主导地位,其建设及运营模式为:中国国家铁路集团有限公司(以下简称“国铁集团”)独资投建铁路项目,或者国铁集团和地方政府、有关企业共同出资组建由国铁集团控股的合资公司,合资公司作为项目业主进行新建铁路项目及部分既有铁路改扩建项目的投资,项目投产后由国铁集团负责铁路资产后续的运

营管理。随着2019年《交通运输领域中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案》出台,中央与地方关于铁路建设主体与支出职责得以进一步明确,即中央(含中央企业)与地方共同承担干线铁路的建设、养护、管理、运营等具体执行事项,中央(含中央企业)与地方共同承担支出责任,干线铁路的运营由中央企业负责。城际铁路、市域(郊)铁路、支线铁路、铁路专用线建设、养护、管理、运营等具体执行事项由地方实施或由地方委托中央企业实施。

目前铁路建设资金的主要来源包括:中央预算内投资、铁路建设基金、地方政府及企业出资、铁路建设债券、银行贷款和国铁集团自有资金等。中央预算内资金持续支持国家重点铁路项目。根据1996年财政部印发的《铁路建设基金管理办法》(财工字[1996]371号)的规定,铁路建设基金也可以用于与建设有关的还本付息。因此,铁路建设基金是国铁集团直接债务融资本息偿付的重要保证。目前,铁路建设基金纳入政府性基金预算并实行收支两条线的管理方式。此外,发行铁路建设债券是国铁集团融资的重要途径之一,铁路建设债券均由铁路建设基金提供不可撤销连带责任保证担保,因此铁路建设基金也是国铁集团融资担保的重要手段。近年来国铁集团先后与31个省市自治区签订了铁路建设战略合作协议,地方政府以直接出资或以征地拆迁补偿费用入股等形式参与铁路建设。近年来,国家发展和改革委员会、交通运输部等部门多次提到,支持社会资本依法依规参与铁路建设运营,除传统国

家投资、地方政府投资外，社会资本参与铁路投资的空间和机会将会增多。《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》（以下简称“《十五五规划纲要》”）明确，鼓励支持民营企业参与铁路项目建设，推动具备条件的项目进一步提高民营企业持股比例。除此之外，国铁集团积极通过推动下属优质企业股改上市等方式，持续拓宽资本运作渠道。截至目前，广深铁路股份有限公司、大秦铁路股份有限公司、京沪高铁股份有限公司、北京铁科首钢轨道技术股份有限公司、金鹰重型工程机械股份有限公司、中铁特货物流股份有限公司和哈尔滨国铁科技集团股份有限公司等多家由国铁集团实际控制的企业已先后登陆资本市场。国铁集团持续盘活存量铁路资产，拓宽外部融资渠道，优化资金来源结构，助力铁路项目有序建设。

二、铁路投资及铁路运输

铁路投资方面，2025年，中国铁路固定资产投资同比增长5.98%，投资力度持续加大；投产新线3109公里，其中高铁投产新线2862公里（见表1）。2020—2025年，高铁投产新线占比分别为51.10%、51.52%、50.78%、76.33%、78.93%和92.06%，2023年以来高铁投产新线占比明显提高。

截至2025年底，全国铁路路网密度171.7公里/万平方公里，但全国各地区路网密度差异较大，京津及其周边地区、华北平原、沿海等地区的铁路密度较高，西部及内陆沿边地区的铁路密度较低。铁路路网建设正在

由以路网干线建设为主向联网补网强链转变，“八纵八横”高速铁路网主通道已建成约84%，大规模干线铁路建设逐渐减少，转而聚焦完善铁路网络的薄弱环节。2025年，国铁集团持续推进川藏铁路建设，标志性工程大渡河特大桥合龙；长赣高铁等8个项目开工建设，沈白高铁等25个项目开通运营；国铁集团加快物流基础设施建设，建成铁路专用线52条，在促进物流运输和区域经济发展等方面发挥重要作用。除此之外，我国铁路建设的投资结构也在发生变化，与传统铁路线路建设相比，铁路相关装备投资的占比逐步增加，对于提高铁路运输效率、安全性等至关重要。

“十四五”时期，我国完成交通固定资产投资约18.8万亿元，是新中国成立以来投资最多、网络建设最快的5年，国家综合立体交通网主骨架基本贯通。2026年初，国铁集团工作会议确定“十五五”时期铁路工作的目标任务：到2030年，全国铁路营业里程达到18万公里左右，其中高铁6万公里左右，复线率和电气化率分别达到64%和78%；战略骨干通道全面加强，“八纵八横”高铁系统成网，区域互联互通水平显著提升，货运网络能力大幅增强，基本建成世界一流的现代化铁路网。国铁集团《新时代交通强国铁路先行规划纲要》中明确，到2035年，全国铁路网计划达到20万公里左右，其中高铁7万公里左右。总体看，国家将保持对铁路的政策支持力度，未来路网建设仍有一定空间。

铁路客运方面，2025年，在全面推进客运电子发票、扩大便捷换乘范围、扩大互联网订餐服务范围、旅游列车市场化经营和优化特殊人群乘车优惠等措施综

表1 中国铁路固定资产投资及投产新线情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
全国铁路固定资产投资 (亿元)	7819	7489	7109	7645	8506	9015
投产新线 (公里)	4933	4208	4100	3637	3113	3109
高铁投产新线 (公里)	2521	2168	2082	2776	2457	2862

资料来源：铁路统计公报



合影响下, 全国铁路旅客发送量和旅客周转量再创新高, 同比分别增长6.70%和3.78%。货运方面, 近年来为降低全社会物流成本, 铁路部门大力发展“总对总”营销, 2025年物流总包运量占比同比提高20.6个百分点, 有力促进了“公转铁”运输。此外, 在用好铁路网络货运平台、大力发展以铁路为骨干的全程物流、拓展铁路物流金融服务等政策综合影响下, 铁路货运总发送量和铁路货运周转量同比分别增长1.97%和2.81%, 铁路货运总发送量连续多年实现增长(见表2)。

客运价格方面, 普速列车实行政府指导价, 高铁/动车组列车实行市场化自主定价。市场化自主定价核心模式为公布票价和执行票价的双层定价体系, 公布票价为铁路企业自主核算制定的全价基准, 执行票价以公布票价为天花板, 只下浮、不突破上限, 实现“灵活折扣、有升有降”浮动价格策略。货运价格方面, 2018年以来, 为了积极落实中共中央关于减税降费、降低社会

物流成本的部署要求, 国铁集团在国家税务总局下调铁路运输服务增值税税率同时, 相应下调货运价格; 此外, 国铁集团还采取了降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等减费措施, 铁路货运价格整体有所下浮。近年来, 国铁集团采取“一企一策”“一港一策”“一口价”策略, 建立了市场反应更灵敏高效的运价机制。

三、行业政策

铁路建设投资规模大, 随着铁路建设的持续推进, 铁路投资企业也面临较大的债务负担, 还本付息压力逐渐加大, 中国铁路投资主体单一、投资效率不足等问题日益凸显。此外, 长期以来, 中国铁路实行政府定价, 随着经济体量的快速扩张, 原有定价机制很大程度上制约了铁路运输行业的健康发展。据此, 国家

表2 全国铁路运输情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
全国铁路旅客发送量 (亿人)	22.03	26.12	16.73	38.55	43.12	46.01
全国铁路旅客周转量 (亿人公里)	8266.19	9567.81	6577.53	14729.36	15799.10	16395.56
全国铁路货运总发送量 (亿吨)	45.52	47.74	49.84	50.35	51.75	52.77
全国铁路货运总周转量 (亿吨公里)	30514.46	33238.00	35845.69	36460.39	35861.90	36869.09

资料来源: 铁路统计公报

相关部门颁布了一系列政策和规划（见表3），推进铁路投融资方式多样化，鼓励社会资本方积极进入铁路投资市场；大力推行铁路运输供给侧结构性改革，提升综合运输效率；深化铁路货运价格市场化改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，进而降低社会物流成本，增强市场活力；此外，人工智能将在交通运输行业典型场景得到广泛应用。

四、行业发展

短期来看，文旅、探亲和商务出行等需求将对铁路客运量平稳增长形成支撑，国内能源保供与工农业刚性需求、降低物流成本政策持续释放等将对铁路货运量形成支撑。长期来看，随着铁路网络完善、技术进步和服务提升，旅客出行更加便捷和舒适，居民旅游、公务等出行需求将持续释放，中国铁路客运需求有望

保持增长；“公转铁”政策持续推进，大宗货物运输向铁路转移趋势将加快，多式联运发展、铁路部门“总对总”营销和智慧铁路物流体系构建等对铁路货运需求形成正向支撑，但需关注国内经济结构调整对铁路货物运输带来的影响。此外，中国铁路区域发展仍不均衡，铁路网络仍有待完善，未来铁路行业将保持较大投资规模。

《十五五规划纲要》提到，强化薄弱地区覆盖和通达保障，推动普速铁路升级改造，加强西部地区铁路建设；提高大宗货物铁路运输比重。《新时代交通强国铁路先行规划纲要》明确，到2035年，全国现代化铁路网率先建成，铁路网内外互联互通、区际多路畅通、省会高效连通、地市快速通达、县域基本覆盖、枢纽衔接顺畅，网络设施智慧升级，有效供给能力充沛。届时，不同铁路间的协同效应有望进一步显现，为铁路运输行业的发展奠定良好基础。■

表3 近年来与铁路运输行业相关的重要政策

发布时间	发布单位	文件名称	核心内容及主旨
2024年2月	国家铁路局、国家发展和改革委员会等	《推动铁路行业低碳发展实施方案》	从五个方面提出12条重点任务。推动绿色铁路建设，推动运输装备低碳转型，优化调整运输结构，推进绿色运营维护，建立长效发展机制。
2024年6月	交通运输部、国家铁路局	《关于加强城际铁路 市域（郊）铁路监督管理的意见》	厘清城际铁路、市域（郊）铁路监管界面、落实监管责任，完善制度规则、强化标准供给，加强系统治理，进一步推动城际铁路、市域（郊）铁路规范有序、健康持续发展，为加快构建现代化综合交通运输体系、服务中国式现代化建设提供有力支撑。
2024年11月	交通运输部、国家发展和改革委员会	《交通物流降本提质增效行动计划》	在提升与产业发展适配性、促进各环节高效衔接、建设全国交通物流统一大市场、加快培育新动能、加强要素资源保障、支持企业提升运营效率等各方面分别列举降本提质增效措施。
2024年12月	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》	加快推进铁路等行业竞争性环节市场化改革，明确自然垄断环节和竞争性环节范围。鼓励和引导社会资本依法依规参与铁路建设运营。促进铁路运输业务经营主体多元化和适度竞争，支持符合条件的企业自主运营城际铁路和市域（郊）铁路。支持地方控股铁路企业自主选择运营管理模式。积极发展铁路（高铁）快运、甩挂运输、网络货运、江海直达、水水中转等运输组织模式，加快铁水、公铁、空陆等多式联运发展，推动“一单制”等规则协调和互认，加快培育多式联运经营主体。
2025年9月	交通运输部、国家发展改革委、工业和信息化部、国家数据局、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局	《关于“人工智能+交通运输”的实施意见》	明确“人工智能+交通运输”行动总体目标：到2027年，人工智能在交通运输行业典型场景实现广泛规模化应用，综合交通运输大模型体系落地部署，普及应用一批智能体，建成一批标志性创新工程；到2030年，人工智能深度融入交通运输行业，智能综合立体交通网全面推进，关键核心技术自主可控，总体水平居世界前列。
2025年9月	交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司	《“一港一策”推进集装箱铁水联运深度融合发展行动计划（2025—2027年）》	加快集疏港铁路建设。深入实施国家综合货运枢纽补链强链，支持铁路专用线进港区，加强铁路专用线接轨管理；推进铁路和港口堆场共享；畅通港口后方铁路通道；推动内陆场站体系建设；推进联运集约化运营；提升联运产品质量效率；支持“公转铁”“散改集”运输；优化国际集装箱铁水联运衔接；完善铁水联运标准体系；推进港口铁路协同发展；加快铁水联运信息互联互通；大力发展铁水联运“一单制”；推动实现铁水联运“一箱制”；健全铁水联运市场价格机制；推动提升口岸通关便利化水平；打造铁水联运精品线路。
2026年3月	财政部、交通运输部	《关于支持新一轮国家综合货运枢纽补链强链提升行动的通知》	自2026年起，用3年左右时间集中力量支持30个左右城市（群）实施新一轮国家综合货运枢纽补链强链提升行动，聚焦国家综合立体交通网“6轴7廊8通道”范围，以铁路为骨干，以公路为基础，充分发挥水运、民航比较优势，加快建设综合交通枢纽集群、枢纽城市及枢纽港站“三位一体”的国家综合交通枢纽系统。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

城市轨道交通行业：行业进入建运并举调整阶段， 提倡多元经营提质增效

文 | 联合资信 彭雪绒

一、行业概况

城市轨道交通是城市公共交通系统的重要组成部分，具有快速、准时、占地面积小、运量大、运输效率高等特点，社会效益良好。随着中国城市化进程的推进，城市人口相应增长，同时大中城市的交通拥堵问题也日趋严峻。为解决交通拥堵，提高环境质量，“十五”期间，国家首次把发展城市轨道交通列入计划发展纲要，并作为拉动国民经济，特别是大城市经济持续发展的重大战略。轨道交通的建设运营会带动周边沿线物业、商贸流通业的发展和繁荣，并直接刺激商业、房地产和广告业等行业的发展，形成“地铁经济带”，产生明显的经济效益。城市轨道交通行业具有投资巨大、专业技术要求较高、公益性显著及对城市发展影响重大的特点。

2025年，我国GDP突破140万亿元，按不变价格计算同比增长5.0%，增速在全球主要经济体中保持前列；人均GDP为9.97万元，同比增长5.1%。2025年末全国人口140489万人，其中城镇常住人口95380万人，城镇化率为67.89%，同比上升0.89个百分点。我国经济运行稳中有进，城镇化持续推进为城市轨道交通行业创造了良好的发展环境。

二、行业政策

2025年以来，国家围绕安全运营、服务提升及四网融合等方向密集出台多项政策、法规，城市轨道交通

行业从“重建设”转向“建运并重、提质增效”。

2025年以来，城市轨道交通领域多项政策、法规与国家标准修订陆续发布，覆盖经营发展、行车安全、客运服务、区域融合、车辆技术等多个方面（见表1）。中国城市轨道交通协会印发指导意见，秉持“公益为本，经营为要”理念，从规划建设、融资、票价调整、降本增收、财政保障等方面推动行业实现财务可持续发展；交通运输部先后出台两项管理办法，分别规范行车组织、调度指挥与应急处置流程，严守安全底线，同时完善客运服务标准、跨区域衔接及监督投诉机制，提升出行服务水平；广东省出台全国首部轨交融合地方性条例，推进大湾区轨道交通四网融合、票务安检互通与运营协同；新版地铁车辆国标则在安全防护、智能运维、绿色节能、乘坐体验等方面升级技术要求。随着“四网融合”的逐步推行，将为城市轨道交通行业带来一定规模的新增客流；地铁车辆国家标准修订后，城市轨道交通行业维护、车辆购置成本或将上升，将对行业内企业成本管控提出挑战。

三、行业运行情况

2025年，全国城市轨道交通网络持续扩张，区域布局仍不均衡。受益于民众出行需求增长，城市轨道客运量有所增长；但运营成本压力大、入不敷出仍是行业普遍状况，行业运营对政府补贴依赖高。

根据交通运输部发布的数据，截至2025年末，全国共有54个城市开通运营城市轨道交通线路343条，

设立车站6680座，运营里程11710.3公里（见图1）。其中地铁、轻轨为主要线路，运营里程10142.3公里，占比为86.61%；其他制式城市轨道交通运营线路合计1568.00公里，占比为13.39%。

从分布上看，自2017年起，我国城市轨道交通运营里程增速放缓，2025年末新增运营城市。2025年，国内多地前期建设线路竣工投用，全国新增城市轨道交通运营线路18条，新增运营区段32段，新增运营里程764.7公里（见图2）。济南市4条城市轨道交通线路于2025年末集中投运，运营里程增加121.20公里，增量居全国首位；成都市、广州市、宁波市和东莞市运营里程增量均超50公里。截至2025年末，全国线网规模达到100公里及以上的城市28个，“京津冀城市群”“长三角城市群”“粤港澳大湾区城市群”和“成渝城市群”运营线路数量合计占61.03%，其余城市轨

道交通线路主要位于各省会城市，城市轨道交通整体呈现“东密西疏”的梯度发展特点（见图3）。

2025年，受运营线路、开行列次和车站增加等影响，全国城市轨道交通完成客运量332.4亿人次，同比增长3.10%；客运周转量2780.8亿人次公里，同比增长

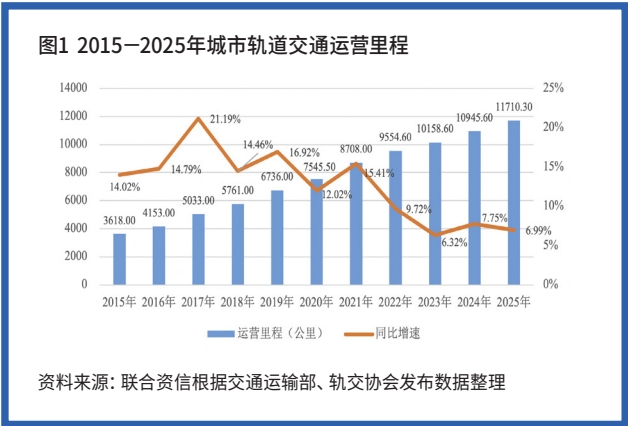


表1 2025年以来城市轨道交通业重要政策汇总

发布时间	文件/政策名称	发布部门	核心内容及主旨
2025年3月	《中国城市轨道交通协会关于促进城市轨道交通企业财务可持续发展的指导意见》	中国城市轨道交通协会	为实现财务可持续，城市轨道交通企业可重点推进的七项工作包括：（1）规划引导，适配社会经济综合效益。重点考虑城市轨道交通建设与运营资金全生命周期的资金保障需求，匹配城市综合财力与负债水平，控制投资速度与强度；（2）优化建设标准，实现多式协同和综合效用最大化。城市轨道交通企业需从项目设计阶段控制全生命周期成本投入，遵循经济适用原则选择系统制式，遵循因地制宜原则选择线路敷设方式；（3）融资选优，缓解债务本息支出。城市轨道交通企业应扩充融资渠道，利用各类政策性金融工具优化债务周期和结构，对存量高息债务采取压降措施；（4）引擎客流，票务收入稳中有升。城市轨道交通企业可建立多层次、差别化的城市公共交通票价体系，综合考虑城市轨道交通运营成本、公众承受能力、补贴财力等因素，制定城市轨道交通价格并建立动态调整机制；（5）节支降本，运营支出合理管控。城市轨道交通企业应持续探索岗位复合、设施设备修程修制优化、环控智慧调控、无人巡检、在线监测等新技术、新管理的落地实施，提升生产效率，减少人员配置，有效降低成本支出，优化运营成本结构；（6）多元创收，经营收入广开财路。资源经营业务重点须从开发导向转为经营导向，原有的基于土地财政和房地产金融的“轨道+物业”业务模式需要向TOD+医疗、物流、文旅、教育、科技园等模式转型；（7）政策探索，获取资金保障支持。城市轨道交通企业需探索建设项目专项资金渠道，探索建立健全与运营安全和服务质量挂钩的财政补贴机制，对核定运营成本与乘客实际支付优惠票据之间的差额以购买服务的形式予以补助。
2025年4月	《城市轨道交通行车组织管理办法》交运规〔2025〕2号	交通运输部	规范城轨行车全流程，确立三级调度、统一指挥体系。明确正常行车标准，细化故障、救援、恶劣天气等非正常场景处置规则，划定多项硬性限速要求，严格施工及调车安全管理，全程操作留痕，筑牢行车安全底线。
2025年4月	《城市轨道交通客运组织与服务管理办法》交运规〔2025〕3号	交通运输部	坚持“安全第一、乘客为先”，完善客运组织、服务标准、乘客行为规范与应急处置。重点强化无障碍服务、跨区域票务互通及多交通方式衔接，明确服务监督与投诉处理机制，提升一体化服务水平，保障乘客安全便捷出行。
2025年10月	《广东省促进粤港澳大湾区内地九市轨道交通发展条例》	广东省人民代表大会常务委员会	全国首部“四网融合”地方性法规，支持粤港澳大湾区内地九市（广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市、肇庆市）加强与香港特别行政区、澳门特别行政区的交流合作，推动粤港澳大湾区轨道交通的互联互通和规则衔接、机制对接，加强不同层次轨道交通的衔接协调和融合发展，重点推进票务互通、安检互认、服务标准统一，实现“一票通行”，强化运营协同与应急安全。
2025年11月	《地铁车辆通用技术条件》（GB/T7928-2025）	市场监督管理总局	《地铁车辆通用技术条件》国家标准进行修订，重点在安全性能（应急新风、防火、疏散）、智能水平（状态监测、智能终端）、绿色低碳（降噪、轻量化、节能）和舒适便利（冬季温控、车门优化）方面对地铁车辆提出新要求。

资料来源：联合资信根据公开资料整理

4.15%; 全国城市日均客运总量达9107.93万人次, 同比增长3.34%。全国城市轨道交通客运量排名前五的城市分别为上海市、北京市、广州市、深圳市和成都市, 合计占全国总客运量的比重为48.50%; 除成都市(0.85万人次/公里·日)外, 其余4个城市平均客运强度较高, 均在1.00万人次/公里·日以上。近年部分城市新开通线路因通往远郊、新区或开发区等人口密度较低、通勤需求较弱的目的地, 存在线路“长而空”、目的地单一、未形成有效出行网络等问题, 2025年全国超70%的城市未达国家地铁审批最低标准(≥ 0.7 万人次/公里·日)(见图4)。全国城市轨道交通平均客运强度延续下降趋势, 2025年为0.78万人次/公里·日, 同比下降3.70%。整体看, 我国城市轨道交通客流强度分化明显, 城市轨道交通出行需求集中在经济实力强、人口密度高、长距离通勤需求大的城市。

据不完全统计¹, 2025年, 全国城市轨道交通平均每公里运营收入18.07元, 同比增长10.32%; 平均每人次公里运营收入0.92元, 同比增长19.48%, 主要系城市轨道交通企业资源经营收入增长所致; 平均单位票款收入0.25元/人次公里, 与上年持平。运营成本方面, 2025

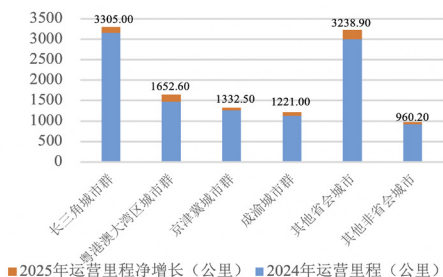
年全国城市轨道交通平均每公里运营成本35.28元, 同比增长6.23%; 平均每人次公里运营成本1.63元, 同比增长9.40%。全国平均运营收支比为57.58%, 同比增长1.76个百分点, 入不敷出仍是城市轨道交通运营的普遍状况。城市轨道交通企业依赖政府补助弥补亏损。

四、行业投资建设情况

2025年, 城市轨道交通行业建设投资和车辆购置投资延续下降趋势, 在建项目资金需求仍大, 城市轨道交通企业需通过多元化融资、市场化运作及投资结构优化等方式破解瓶颈。未来城市轨道交通路网搭建将向融合线路方向发展, 在城市群、都市圈发展中发挥更大能效。

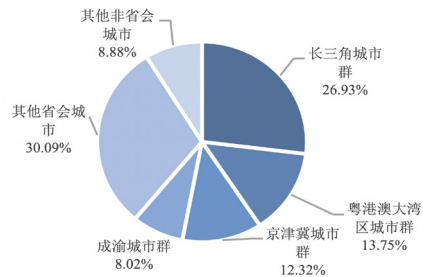
2025年, 全国在建线路共216条, 涉及40个城市, 建设总长为4875.45公里², 深圳、上海两市在建线路规模均超过400公里。建设项目以地铁(大运能系统)为主, 建设总长3125.28公里, 占比64.10%, 占比同比下降4.72个百分点; 轻轨、市域快轨、磁浮交通等中运能系统建设总长1620.73公里, 占比33.24%, 占比同比提

图2 2025年末城市轨道交通运营里程分布情况



资料来源: 联合资信根据交通运输部公开数据整理

图3 2025年末城市轨道交通运营线路分布情况



资料来源: 联合资信根据交通运输部公开数据整理

¹ 数据引用自轨交协会发布的《城市轨道交通 2025 年度统计和分析报告》, 运营收入据可统计可对比的 39 市数据且同比数据做同口径调整, 运营成本、平均运营收支比据可统计可对比的 35 市数据且同比数据做同口径调整。

² 含个别 2025 年当年仍有建设投资发生的已运营项目和 2025 年当年建成投运项目。

升6.10个百分点。随着城市群、都市圈交通体系的提出与发展,城市轨道交通路网搭建计划不再以单个城市为主,未来待市域快轨等融合线路竣工投运后,将在城市群、都市圈发展中发挥更大能效。

自2020年起,城市轨道交通行业建设投资持续放缓,但投资规模仍大。据不完全统计³,截至2025年末,中国内地在建城市轨道交通线路项目的可研批复投资累计39235.15亿元,2025年全年共完成建设投资4114.16亿元,同比下降13.38%(见图5)。车辆购置方面,全国全年完成城市轨道交通车辆购置703列,完成投资242.66亿元,同比下降2.37%。

在项目建设资金的筹集上,轨道交通建设项目一般由政府设立轨道交通专项资金投入部分资本金(主要由市、区两级财政提供资金来源,少数城市由省、市两级政府财力提供支持),并由当地城市轨道交通企业筹措其余部分资金。

资金需求规模大已成为轨道交通提高供给的首要约束条件,较大规模资本金对地方财政形成较大资金压力。轨道交通行业由单一政府投资转变为投资主体多元化,引入社会资本的模式(包括PPP模式、BOT模式和TOT模式等)有效减轻了建设期地方政府财政投资的压力,同时也有利于通过竞争机制提高项目的建设、运营效率,减少对政府补贴的依赖。

五、未来发展

短期来看,我国城市轨道交通行业将进入“建运并重、提质增效”的调整阶段。行业建设投资延续放缓态势,新增线路审批趋于严格,重点聚焦地铁设备更新改造与智慧化升级,市域(郊)铁路、中低运量系统占比将有望提升。运营层面,城市轨道交通行业整体客运量有望随着新线路开通保持增长,但客流强度分化或将持续,多数城市仍难以达到标准要求,运营收支缺口持续存在,加之城市轨道交通运营企业或将面临运维成本上升问题,对政府补贴依赖仍高。

长期来看,随着城镇化与城市群建设深入,长三角、粤港澳、京津冀、成渝等重点区域将有望率先实现四网深度融合,形成高效衔接的一体化轨道交通网络。智能技术普及将有望提升城市轨道交通行业运营效率、降低人力与能耗成本。随着城市轨道交通运营企业经营模式逐步从票务依赖转向TOD综合开发、轨道+商业/物流/文旅等多元创收格局,财务可持续性将有所增强。未来城市轨道交通将更安全、高效、智能、经济,成为支撑城市能级提升与区域发展的核心基础设施。坚持融合发展、智慧运营、多元经营、拓宽融资渠道的城市轨道交通企业具备长期发展优势。■

图4 2025年各城市轨道交通运营情况

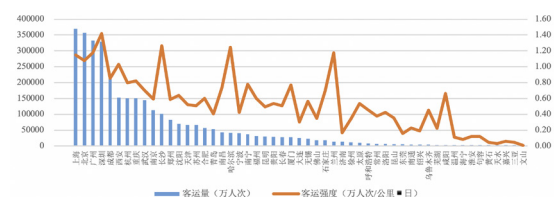
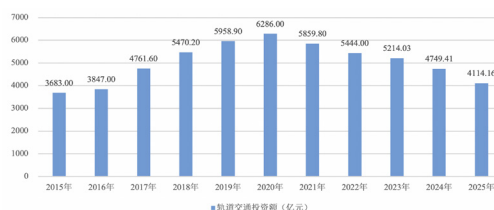


图5 2015—2025年城市轨道交通行业全年完成建设投资情况



³ 数据引用自轨交协会发布的《城市轨道交通2025年度统计和分析报告》，不含部分地方政府批复项目和个别数据填报不完整的项目资金情况。

港口行业：吞吐量增速放缓，样本企业经营稳健

文 | 联合资信 李 坤

一、行业概况

港口是重要的交通基础设施，港口行业的发展是国民经济发展的晴雨表，是上下游行业的高效运作以及整个国民经济持续发展的重要基础。目前，全球三分之二以上的贸易、中国90%以上的进出口贸易均通过以港口为枢纽的航运完成。中国港口主要为腹地型港口，包括内河港口和沿海港口，腹地经济运行情况及产业结构对港口经营货种及吞吐量影响很大。同时，港口具有一定的公共产品属性，港口的布局规划、功能定位、收费机制等方面受国家政策影响较大。

二、行业发展政策

国家陆续在港口规划建设、环境保护、智慧港口和收费管理等方面出台相关政策，2025年以来颁布政策的主要目标是完善内河港口的集疏运体系、推动集装箱铁水联运深度融合发展，相关政策将持续提升港口综合服务和竞争能力（见表1）。

三、行业周期性和竞争格局

行业周期性

港口行业对宏观经济运行周期的敏感度较高，体现出较强的经济周期性。

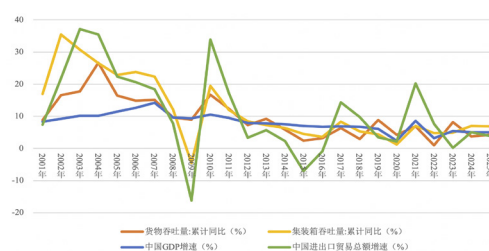
货物吞吐量是衡量港口行业发展的重要指标，不仅集中反映了港口的运营成果，也直接决定了港口行业收入，可以从宏观经济和货物吞吐量的关联程

度判断港口行业的经济周期性。从经济发展来看，中国经济维持了多年的高速增长，2011年开始中国GDP转为中高速增长，而进出口贸易总额增速波动幅度较大，整体表现为下降趋势，2025年GDP增速为5.0%，进出口贸易增速为3.8%。从货物吞吐量来看，中国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量增速均波动下降，与GDP增速变动趋势整体保持一致，与中国进出口贸易增速高度相关（见图1）。整体看，港口行业经济周期性较强。

行业竞争格局

港口行业整体准入壁垒高，中国大部分省份已完

图1 港口货物吞吐量增速与宏观经济走势



资料来源：联合资信根据公开资料整理

表1 2025年以来港口行业主要相关政策情况

发布时间	行业政策	发布主体
2025年6月	《关于推动内河航运高质量发展的意见》	交通运输部、工业和信息化部、财政部、自然资源部、生态环境部、水利部
2025年9月	《“一港一策”推进集装箱铁水联运深度融合发展行动计划（2025—2027年）》	交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司

数据来源：公开资料，联合资信整理

成港口资源整合,“一省一港”的行业格局基本形成,未来省内港口整合有望持续深化,港口间的协同效应将持续显现。

港口建设需要自然条件良好的岸线资源,具有一定的资产稀缺性,并且港口与腹地经济的发展相辅相成,其辐射区域相对稳定,从而呈现出较为明显的区域垄断性特征,整体准入壁垒高。

为解决传统“一港一企”模式带来的地方保护主义、港口重复建设和经营效率低下等问题,2015年浙江省国资委组建浙江省海港投资运营集团有限公司,相继完成了省内沿海五港和内河港口的全面整合,并取得显著成效。2017年8月,交通运输部发文要求全国学习浙江港口整合经验,开启了省级港口整合的大幕,此后江苏、辽宁、山东、福建、广东等区域先后开启了省内港口资源的整合进程。目前,港口资源丰富的省份均已成立省级港口集团,其中广东省由于港口运营主体背景复杂,整合难度大。2025年3月公布的《广东省交通运输高质量发展三年行动方案(2025—2027年)》确定了稳妥有序推进全省港口资源整合的工作任务,未来广东省港口的整合情况有待关注;江苏省整合了主要港口资源,未来还有进一步整合的空间;其他省份基本完成了省内港口资源的初步整合,“一省一港”的行业格局基本形成,但临近省份、腹地重叠的港口仍存在竞争关系,同时港口集团内部如何优化资源配置、提高协同效应仍需持续探索。

四、行业运行情况

受GDP及进出口增速放缓影响,中国港口货物吞吐量及集装箱吞吐量增速放缓并小幅波动。中国货物吞吐量排名靠前的港口主要为沿海港口,主要港口吞吐量增速分化明显。

从货物吞吐量来看,中国港口货物吞吐量增速表现为三个阶段(见图2):2001—2010年,中国主要港口货物吞吐量增速波动幅度大,但整体保持高速增长;2010—2015年,港口货物吞吐量增速快速下降;2016年以来增速小幅波动。2025年,中国主要港口完成货物吞吐量183.38亿吨,增长4.2%,增速同比小幅上升。其中,沿海港口完成116.34亿吨,增长3.7%;内河港口完成67.04亿吨,增长5.1%,内河港口增速高于沿海港口。2026年1—3月,中国港口完成货物吞吐量43.92亿吨,增长4.0%。

从集装箱吞吐量来看,集装箱吞吐量增速的变化与港口货物吞吐量基本保持一致(见图3)。2016年以来,多式联运的推广带动“散改集”需求旺盛,全国主要港口集装箱吞吐量持续增长,但增速有所放缓并小幅波动。2025年,中国主要港口完成集装箱吞吐量3.54亿标准箱,增长6.8%。2026年1—3月,中国主要港口集装箱吞吐量0.90亿标准箱,增长8.0%。

2025年,中国主要港口货物吞吐量增速分化明显(见表2),吞吐量排名靠前的港口主要为沿海港口,

图2 中国港口货物吞吐量及增速情况

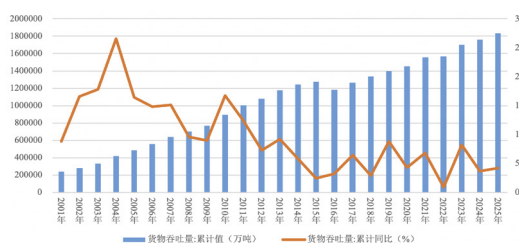
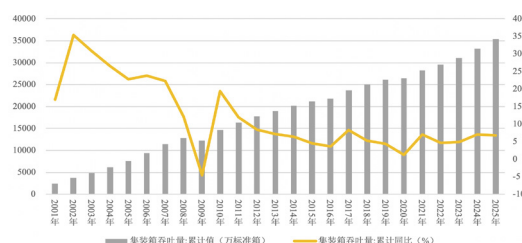


图3 中国港口集装箱吞吐量及增速情况



其中烟台港、北部湾港和深圳港货物吞吐量增速均高于全国平均水平。集装箱方面，得益于关税博弈下抢出口、新兴市场需求增长以及新三样产品出口增加等，中国主要港口集装箱吞吐量仍维持较高增速。长三角港口群中，宁波舟山港增加南美、东非等新兴市场直达航线，并通过优化服务流程提高装卸效率，专业化码头集群产能进一步释放，其集装箱吞吐量同比增速超过10%；依托洋山深水港在国际航线网络中的核心节点优势，上海港持续优化“水水中转”集疏运体系，承接了大量国际中转货物，集装箱吞吐量实现较高增速。环渤海港口群中，青岛港深度融入共建“一带一路”，持续加密国际航线布局，在巩固传统大宗商品基本盘的同时，以“新三样”、高端设备及精密仪器为代表的高附加值货种吞吐量实现显著增长；随着新航线的开通以及件杂货发运量的提升，烟台港货物吞吐量增速提高。

五、行业供需情况

供给端

2018年以来，中国内河交通投资规模持续高于沿海，沿海港口处于结构性产能过剩阶段，但码头更新、优化港口布局以及航道建设需求仍然存在，在国家政策的推动下，预计2026年港口和航道建设仍将保持一定的投资规模。

中国沿海港口处于结构性产能过剩阶段，沿海交通固定资产投资规模自2011年起持续下降，2019年达到最低，但码头更新、优化港口布局以及航道建设等需求仍然存在，在“稳增长”以及“交通强国”政策的推进下，沿海交通投资规模在2019年后触底反弹并持续增长。同时，中国积极推进内河航运发展，产业转移以及“公转水”政策等因素也促进了内河港口的基础设施建设投资，2018年以来内河交通投资规模均高于

表2 中国主要港口货物及集装箱吞吐量情况

港口名称	港口类型	2024年				2025年			
		货物吞吐量 (万吨)	增速(%)	集装箱吞吐量 (万标准箱)	增速(%)	货物吞吐量 (万吨)	增速(%)	集装箱吞吐量 (万标准箱)	增速(%)
宁波-舟山港	沿海	137709	4.0	3930	11.3	143192	4.0	4387	11.6
唐山港	沿海	86216	2.4	272	--	88399	2.5	317	16.6
上海港	沿海	78959	4.9	5151	4.8	81153	2.8	5506	6.9
青岛港	沿海	71227	4.2	3087	7.3	74130	4.1	3289	6.5
广州港	沿海	65755	2.3	2607	3.9	66961	1.8	2768	6.2
日照港	沿海	62270	5.0	671	7.2	64452	3.5	737	9.8
苏州港	内河	59781	1.5	967	3.5	61262	2.5	1021	5.7
天津港	沿海	57931	3.7	2329	5.0	59485	2.7	2403	3.2
烟台港	沿海	50199	3.6	509	10.0	54413	8.4	556	9.2
北部湾港	沿海	44869	2.0	902	12.4	48553	8.2	1006	11.6
福州港	沿海	33512	0.9	381	3.4	34542	3.1	385	0.9
深圳港	沿海	31790	10.9	3340	11.8	33402	5.1	3541	6.0
厦门港	沿海	21074	-4.3	1225	-2.4	21129	0.3	1251	2.1
中国	--	1759501	3.7	33200	7.0	1833806	4.2	35447	6.8

数据来源：公开资料，联合资信整理

沿海, 中国内河交通固定资产投资规模整体呈上升趋势。2025年, 中国完成水路建设固定资产投资2144.70亿元, 同比虽下降2.9%但仍保持较大规模投资, 其中广西、山东和河南下降规模较大。交通运输部于2024年发布《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》, 支持水运基础设施建设的发展; 十五五规划纲要也将推进内河高等级航道提质升级、基本建成世界级港口群纳入规划内容。作为十五五的开局之年, 预计2026年港口和航道建设仍将保持一定的投资规模。

需求端

港口作为货物运输和贸易流通的枢纽口岸, 主要经营货种包括集装箱、散杂货以及油品等能源产品, 其中散杂货以及油品等能源产品形成的货物吞吐量与钢铁、电力、煤炭、石油炼化等行业紧密相关; 集装箱以外贸箱为主, 其吞吐量受全球经济影响较大。

全球经济增速维持低位, 中国持续加大逆周期调节力度, 并坚持实施扩大内需战略, 国内需求可为港口提供一定的业务增量。根据国际货币基金组织公布的数据, 2023—2025年, 全球经济增速¹分别为3.33%、3.42%和3.44%, 增速维持低位。2023—2025年, 美国PMI指数在底部震荡上行, 2026年1—4月强势反弹, 均位于荣枯线之上, 但美国国内也面临着通胀压力, PMI指数后续变动有待关注。中国持续加大逆周期调节力度, 2023年以来PMI指数均在50%的荣枯临界点附近波动, 2026年3月和4月均在荣枯线之上, PMI指数重返扩张区间, 展现了中国经济的韧性。内需方面, 2025年, 中国发行超长期特别国债1.3万亿元, 持续支持“两重”“两新”; 出台实施了个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息等政策, 鼓励和扩大相关消费。2025年12月, 中央经济工作会议召开, 会议将“坚持内需主导, 建

设强大国内市场”置于2026年重点任务之首, 并将“优化‘两新’政策实施”作为推动任务落实的重要内容。国家发展改革委表示, 要研究制定2026年至2030年扩大内需战略实施方案, 锚定“十五五”开局, 努力实现供需互促、循环升级。同时, 财政部、中国人民银行等部门联合发布了多项财税金融支持稳投资、促消费政策, 以更大力度来激发民间投资、促进居民消费。

中国外贸出口目的地结构多元, 2025年, 中国进出口贸易呈现稳中向好的发展势头, 2026年上半年增势强劲、走势稳健, 外贸对港口集装箱需求提供了一定支撑。随着海外需求增加, 2024年以来, 中国PMI新出口订单开始触底反弹, 2024年3月和4月提高到荣枯线以上, 受特朗普政府的关税政策影响, 2025年4月下降至44.70%, 随后在48%上下波动, 2026年4月回到50%的荣枯线上方。从对外贸易来看, 中国积极拓展新兴市场, “一带一路”共建国家、东盟等已成为中国出口增长的主引擎, 中国出口高度依赖欧美的格局已发生变化, 出口目的地结构更趋多元。2025年, 中国进出口贸易在复杂的外部环境下顶压前行, 延续了稳中向好的发展势头, 韧性较强。2026年1—6月, 中国外贸增势强劲、走势稳健, 完成货物贸易进出口额25.47万亿元, 同比增长16.9%。

2025年, 房地产行业延续下行趋势, 基建投资增速放缓, 拖累了港口大宗散货需求增速。港口散杂货的主要吞吐货种包括煤炭、金属矿石、石油、矿建材料和钢铁等, 部分货种需求与房地产和基建投资息息相关。2022年以来, 中国房地产行业景气度下降, 销售不佳制约房地产企业开工动力, 2024年全年累计开发投资同比下降10.6%, 2025年同比下降17.2%, 2026年1—4月投资规模延续下滑态势。2025年, 地方化债约束下传统基建的项目储备与资金投放均受到抑制, 基础设施建设投资

¹ 全球经济增速数据来自 Wind。

增速放缓。中央经济工作会议明确指出, 2026年经济工作要继续实施更加积极的财政政策, 保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量, 预计2026年财政政策将持续发力, 地方债将靠前发行、节奏加快, 为“十五五”开局之年的经济发展和民生保障提供有力支撑。

钢铁行业景气度下行, 粗钢产能压减已成为钢铁行业长期发展的主线, 钢铁产量下降导致钢厂铁矿石采购意愿不足, 港口铁矿石库存呈现高位运行态势。铁矿石是钢铁生产过程中最主要的原材料, 来源依赖进口, 铁矿石进口情况整体与钢铁产量情况趋同。钢铁下游需求主要为以房地产和基建为主的建筑业, 以及以机械、汽车、家电、船舶等为主的制造业。2022年4月以来, 房地产行业投资规模持续下降, 对钢铁行业需求影响显著。2022—2025年, 中国粗钢产量增速分别为-2.10%、0.00%、-1.70%和-4.40%。钢铁产量下降导致钢厂铁矿石采购意愿不足, 2024年和2025年国内钢厂进口铁矿石平均库存可用天数维持低位。2023—2025年, 中国铁矿石进口增速持续下降, 2026年1—4月铁矿石进口增速明显提高, 主要体现为港口库存的增加, 港口整体库存呈现高位运行态势。

火电行业对煤炭消费需求稳健, 但钢铁及建材行业需求支撑不足, 港口不存在明显的补库需求。中国煤炭行业的下游需求主要集中在电力、钢铁和建材行业, 其余主要为民用煤和煤化工等行业。煤炭在中国能源消费中的主要形式是火力发电, 2025年, 全国规模以上电厂火力发电量6.29万亿千瓦时, 火力发电量同比保持稳定, 电力行业动力煤消费量变化不大。钢铁和建材行业为煤炭的两大下游行业, 建材行业主要以水泥行业为代表。房地产投资对钢铁和建材行业的需求具有重要影响, 2025年房地产行业对钢铁和建材行业的需求整体表现疲软, 钢铁和水泥产量下降对煤炭需求支撑不足。中国原煤供给以国内为主、进口为辅。2025年, 受国内供给增加影响, 煤炭进口量有所下降。从库存来看, 港口库存煤炭和重点电厂煤炭

库存量相对稳定, 不存在明显的补库需求。

中国原油对外依存度高, 但能源结构调整在一定程度上降低了原油需求。中国作为全球最大石油消耗国, 对进口高度依赖, 原油进口情况整体与原油加工情况趋同。2025年, 中国能源绿色低碳转型持续深化, 新能源替代效应日益凸显, 新能源使用量增长降低了传统石化能源的需求。与此同时, 得益于国内经济的稳中有进以及炼化产业的结构性需求支撑, 2025年, 中国原油加工量7.38亿吨, 同比增长4.1%; 中国原油进口量5.78亿吨, 同比增长4.4%。2026年1—4月, 中国原油加工量2.39亿吨, 同比下降0.5%; 中国累计原油进口量1.85亿吨, 同比增长1.3%。

六、行业增长性和风险表现

截至2026年3月底, 港口经营主体中共31家企业有存续债券, 剔除无法获取财务数据的3家企业, 样本企业共28家, 本部分分析以样本企业数据为准。

行业增长性和盈利水平

样本港口企业营业总收入波动增长, 利润总额持续增长, 整体经营稳健。

样本港口企业营业总收入主要来自货物的装卸、堆存业务, 部分企业业务延伸至物流运输、贸易销售和临港产业等, 总体盈利模式相对稳定。2023—2025年, 样本港口企业总体营业总收入波动增长, 2025年小幅下降主要由于部分港口企业的贸易业务收入下降; 利润总额持续增长, 整体经营稳健。同期, 样本港口企业平均毛利率在14%上下小幅波动; 平均总资产收益率逐年小幅下降, 净资产收益率波动下降, 2025年分别为3.37%和4.19%。2026年1—3月, 样本港口企业实现营业总收入2080.70亿元, 实现利润总额216.24亿元, 分别同比增长7.74%和12.81%, 2026年一季度港口企业经营业绩向好(见图4)。

行业现金流表现

样本港口企业经营获现能力较强, 经营活动现金流净额基本可以满足资本开支需求; 样本港口企业未来或仍将维持大额资本开支。

样本港口企业经营获现能力较强, 2023—2025年, 样本企业经营活动现金流量净额持续增长。同期, 受益于港口及相关业务经营收现情况良好, 样本企业平均现金收入比均超过100%。2026年一季度, 样本企业经营活动现金流量净额85.50亿元, 同比下降30.91%, 其中部分港口企业由于金融业务资金流出导致经营活动现金净流入规模下降。

投资支出方面, 2023—2025年, 随着港口企业码头、航道建设的推进, 样本企业维持较大规模的资本开支²。2025年, 样本企业资本开支规模同比增长18.69%, 其中江苏、浙江和广西的样本港口企业投资支出增加较多。2026年一季度, 样本企业资本开支198.41亿元, 同比小幅下降, 但考虑到港口行业未来仍有一定的增长潜力, 码头更新、优化港口布局以及航道建设等需求仍然存在, 未来随着国内经济的增长和内需的扩大, 港口行业的大额投资需求或仍将持续。

2023—2025年, 样本港口企业经营活动现金流净

额对资本开支的覆盖倍数分别为0.93倍、1.35倍和1.17倍, 经营活动现金流净额基本可以满足资本开支需求(见图5)。

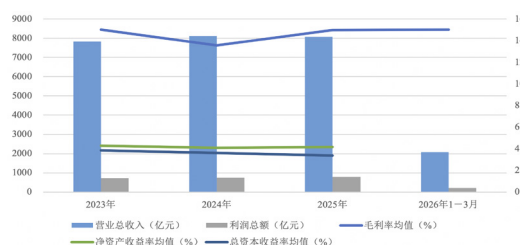
行业杠杆水平

由于港口相关工程投资需求带动融资增加, 样本港口企业全部债务有所增长; 样本港口企业短期债务占比一般, 整体债务负担适中。

债务规模方面, 2023—2026年3月底, 样本港口企业全部债务持续增长。截至2026年3月底, 样本港口企业全部债务规模合计11568.97亿元, 较2023年底增长11.97%, 主要用于新建码头、码头更新改造、新建泊位、航道建设等支出。从债务期限结构来看, 样本港口企业短期债务占比一般, 2026年3月底占比为34.04%。从融资渠道来看, 样本港口企业融资以银行借款和债券融资为主, 2026年3月底分别约占58%和22%³。

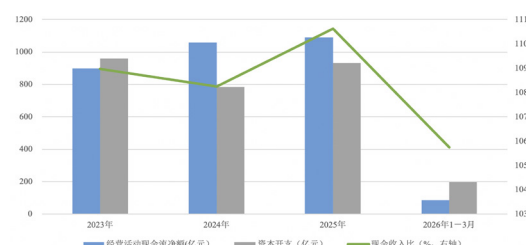
债务负担方面, 虽然样本港口企业债务规模增长, 但是受益于股东注资和利润累积带动港口企业权益规模增加, 2023—2026年3月底, 样本港口企业资产负债率和全部债务资本化比率均变化不大, 2026年3月底分别52.94%和45.01%, 样本港口企业整体债务负担适中(见图6)。

图4 样本港口企业营业总收入和盈利能力情况



数据来源: 公开资料, 联合资信整理

图5 样本港口企业经营现金流及资本开支情况



数据来源: 公开资料, 联合资信整理

² 资本开支数据为样本企业现金流量表中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金合计值。

³ 银行借款使用短期借款和长期借款合计数据, 债券融资使用应付债券数据, 未考虑一年内到期的非流动负债中银行借款和债券融资数据, 可能导致占比低估。

行业偿债指标表现

样本港口企业大部分短期偿债压力不大，长期偿债能力较强，但部分企业债务负担较重、历史遗留的人员包袱较重、公共性资产或往来款对资金占用明显，其到期债务偿付安排需重点关注。

短期偿债指标表现方面，2023—2025年底，样本港口企业经营现金流动负债比持续上升，现金短期债务比波动下降，2026年3月底现金短期债务比小幅上升至0.75倍。长期偿债指标表现方面，2023—2025年，样本港口企业EBITDA对全部债务和利息的保障能力均较强。考虑到样本企业全部为国有企业，可以得到政府支持，再融资能力强，且大部分样本港口企业经营获现能力较强，样本港口企业大部分短期偿债压力不大，长期偿债能力较强，但部分企业债务负担较重、历史遗留的人员包袱较重、公共性资产或往来款对资金占用明显，其到期债务偿付安排需重点关注（见图7）。

七、总结

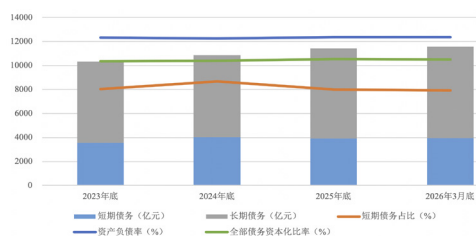
港口行业具有较强的经济周期性，受GDP及进出口增速放缓影响，中国港口货物吞吐量和集装箱吞吐量增速放缓并小幅波动。样本港口企业整体经营稳健，债务负担适中。样本企业全部为国有企业，可以获得政府支持，再融资能力较强，且大部分样本港口企业经营获现能力较强，短期偿债压力不大，长期偿债能力较强，但部

分企业债务负担较重、历史遗留的人员包袱较重、公共性资产或往来款对资金占用明显，其到期债务偿付安排需重点关注。

根据国际货币基金组织最新发布的《世界经济展望》，预计全球2026年经济增速为3.1%，较2026年1月预测值下调0.2个百分点，2027年经济将增长3.2%，经济增速仍维持低位。2026年，中国将实施更加积极有为的宏观政策，增强政策前瞻性针对性协同性，作为“十五五”开局之年，我国经济保持稳健复苏态势，内需持续回暖，为内外贸联动发展筑牢基础，中国内需的扩大将为港口集装箱吞吐量增长提供一定支撑。外贸方面，2026年上半年，中国外贸增势强劲、走势稳健，外贸将对港口集装箱需求提供一定支撑，产业升级、机电产品出口增长和市场多元化将继续为外贸提供支撑，但贸易保护主义、地缘扰动、能源航运波动等仍将对外需产生一定影响。从投资端来看，短期内房价止跌、信心修复、收入预期改善仍需时间，市场难以全面回暖，行业仍以去库存、防风险、稳交付为主线，房地产企业投资或仍将保持谨慎；中央在部署2026年经济工作重点任务时明确“推动投资止跌回稳”，作为经济“稳增长”的重要抓手，基础设施建设投资有望增长，对港口矿建材料、金属矿石和钢铁的吞吐量形成一定支撑。

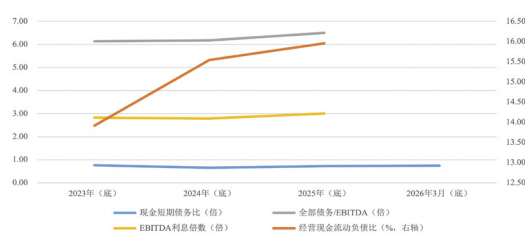
从货种需求来看，国内房地产需求偏弱运行，基建领域用钢相对稳定，制造业用钢成为核心支撑，钢铁传统出口承压，“一带一路”沿线及中东、非洲等区域基建

图6 样本港口企业杠杆水平情况



数据来源：公开资料，联合资信整理

图7 样本港口企业偿债指标变动情况



数据来源：公开资料，联合资信整理

需求或为钢铁行业提供增量空间, 2026年中国港口铁矿石吞吐量面临一定的增长压力。2026年全国煤炭产量或将保持稳定, 国内供给充足叠加国际煤炭价格存在不确定性, 进口量或将进一步下降, 铁路运输的分流影响仍将存在, 预计中国港口煤炭吞吐量或将小幅下降。我国石油进口将维持较大规模以满足经济增长以及战略储备需求, 但能源结构调整在一定程度上降低了原油需求, 叠加地缘冲突以及原油运输通道受阻, 预计中国港口原油吞吐量或将有所下降。

交通运输部印发的《关于新时代加强沿海和内河港口航道规划建设的意见》旨在推进多层级的国家港口枢纽体系建设, 加快国家高等级航道规划建设, 推动一体化高质量发展。未来, 港口行业将加快打造世界级港口群, 提升国际枢纽港发展能级, 做强主要港口枢纽功能, 并强化重点货类运输系统专业化码头保障能力, 预计2026年港口和航道建设仍将保持一定的投资规模。总体看, 作为重要的交通基础设施, 港口行业整体信用风险低。■



保险行业展望: 强监管政策继续落实, 行业分化效应仍将持续

文 | 联合资信 谢冰姝 谷金钟

一、行业政策与监管环境

2025年, 保险业相关的监管政策保持了较高的出台频率, 引导行业持续优化业务结构、提升风险防控能力, 为保险行业的健康发展夯实制度基础, 有利于推动保险业可持续高质量发展。2025年以来行业重点政策内容涵盖强监管落地、资产负债管理、资产配置、渠道规范等多个维度, 保险业监管机构持续保持强监管的主基调(见表1)。

二、行业竞争状况

我国保险业已形成了多层次、专业化、协同化的市场主体体系, 行业主体结构丰富, 服务实体经济与民生保障的能力稳步提升。根据国家金融监督管理总局披

露数据, 目前我国共有保险公司238家, 其中保险集团(控股)公司13家、寿险公司75家、财产险公司88家、政策性保险公司1家、再保险公司7家、健康险公司7家、养老保险公司10家、保险资产管理公司34家以及保险互助社3家。2025年以来, 国内保险业延续稳健的运行态势, 行业保障需求得到持续释放, 资金运用能力持续夯实, 行业偿付能力保持充足水平; 全年保险业实现原保险保费收入61194亿元, 同比增长7.43%, 增速较上年同期有所下降; 截至2025年末, 保险业总资产达41.31万亿元, 同比增长15.06%, 年末核心偿付能力充足率130.4%, 综合偿付能力充足率181.1%。2026年一季度, 保险业实现原保险保费收入23104亿元, 同比增长6.25%; 总资产达42.47万亿元, 核心偿付能力充足率131.9%, 综合偿付能力充足率181.0%。

国内保险行业市场格局稳定, 头部险企凭借综合

表1 2025年以来保险行业重要政策概览

发布时间	行业政策	主要内容
2025/01	《保险公司监管评级办法》	按公司治理、偿付能力等要素评级, 实施分类监管: 高风险(4/5级)采取业务限制至重组退出, 低风险(1/2级)减少检查、支持市场准入。
2025/01	《关于建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制有关事项的通知》	建立预定利率与市场利率挂钩及动态调整机制, 引导保险公司强化资产负债联动, 科学审慎定价。
2025/02	《保险集团集中度风险监管指引》	建立统一集中度风险管理体系, 对单一资产、交易对手、地域等设定限额, 防范风险过度集中与传染。
2025/04	《关于保险资金未上市企业重大股权投资有关事项的通知》	重大投资须限缩于保险主业或金融领域, 事前核准, 禁止多层平台、担保、利益输送等规避行为, 加强投后管理与风险隔离, 存量业务五年整改。
2025/04	《关于调整保险资金权益类资产监管比例有关事项的通知》	上调权益资产配置上限, 提高创投基金集中度比例, 放宽税延养老比例要求, 促进长期资金和耐心资本作用。
2025/04	《关于推动深化人身保险行业个人营销体制改革的通知》	深化个人营销体制改革, 强化销售管理, 建立科学分配和激励机制, 培养高素质合规专业销售队伍。
2025/10	《关于加强非车险业务监管有关事项的通知》	严禁变相调整条款费率, 建立费率回溯机制, 严控费用套利, 强化中介管理, 优化考核降低规模权重、提高合规与消保权重。
2025/12	《保险公司资产负债管理办法(征求意见稿)》	规范治理体系、政策程序、模型数据, 设立监管与监测指标, 强化资产负债联动, 防范错配风险。

数据来源: 公开资料, 联合资信整理

优势与监管环境加持不断巩固市场主导地位,头部效应明显。2025年,我国保险行业市场集中度整体处于较高水平,头部险企竞争格局相对稳定。整体看,头部综合性保险集团凭借全牌照优势、多元业务布局及品牌信誉,持续占据市场核心份额,构建了“产品+服务+生态”的综合化运营模式,并在渠道资源、资本实力与风险管控能力上形成显著壁垒。具体来看,人身险领域,头部寿险公司依托长期客户基础、代理人团队及银保渠道优势占据主导,随着“报行合一”持续深化,头部寿险公司加大银保渠道投入力度,银行合作更注重险企的综合服务能力,高佣金驱动粗放模式逐步退出市场,头部公司依托品牌与资源整合抢占优质渠道,对中小险企形成渠道挤压;同时,个险渠道处于转型中后期,个险代理人经历清虚提质后门槛提高,中小公司难以快速建立高效团队。在健康险、养老险这类细分领域,头部险企凭借康养生态布局、医疗资源整合、养老社区服务能力形成差异化优势,中小险企受限于资本、服务网络与专业能力,难以形成规模化竞争,市场格局保持稳定。财产险方面,车险作为核心收入来源,头部险企凭借客户资源、品牌影响力、合规运营持续巩固市场优势,农险、信用保证保险、责任险等专业险种对风险研判能力要求更高,进一步强化头部公司竞争壁垒。再保险领域,头部再保险机构凭借资本实力、专业风控、全球分保网络等优势占据主导地位,市场份额持续向头部机构积聚,中小主体发展空间有限。同时,监管政策持续引导行业回归保障本源,推动险企向精细化、规范化发展,头部险企在资本补充、产品创新、风险抵御及数字化转型方面更具优势,居民保险消费更倾向于选择品牌信誉度高、偿付能力稳定的大型险企,进一步强化了头部主体的市场地位,使得行业竞争格局持续向头部集中。2025年,人身险行业市场份额主要集中于中国人寿、平安寿险、太保寿险、泰康人寿和新华保险,收入合计占人身险总收入的45%左右,财产险行业市场份额主要集中于人保财险、平安

产险、太保财险、国寿财险以及中华联合财险,收入合计占财产险总收入的70%以上。

三、行业经营与财务状况

保险业务经营

2025年,人身险公司保费收入实现较快增长(见图1),其中寿险业务是拉动保费收入增长的核心动力;人身险行业仍处于满期给付高峰期,赔付支出维持高位且进一步增加。2025年以来,在资本市场分化波动、存款利率持续下行及人口结构持续老龄化的背景下,居民对于通过保险产品进行储蓄、理财及养老的需求持续提升,叠加预定利率下调预期,共同推动人身险公司保费收入实现较快增长。2025年,人身险公司实现原保险保费收入43624亿元,同比增长8.91%,增速较上年有所提升。从人身险公司险种保费收入结构来看,2025年,寿险和健康险分别占人身险公司原保险保费收入的81.51%和17.65%,寿险业务在原保险保费收入占比较之前年度持续提升。赔付支出方面,存量保单陆续到期使得人身险公司仍处于满期给付高峰期,加之保险业务规模的持续增长,人身险公司赔付支出规模在较高基础上持续增长,2025年,人身险公司赔付支出12756亿元,同比增长10.74%。

2025年,财产险公司保费收入亦实现增长,但增速有所放缓,其中车险为其最主要业务险种,但收入占比持续下降,非车险保费收入贡献度持续提升;赔付支出压力相对可控。2025年,车险业务稳健发展,同时受公民保险意识逐步提升、细分场景产品持续创新以及监管政策支持力度持续加大等因素影响,短期健康险等非车险业务发展较好,进一步拉动财产险公司保费收入实现增长。2025年,财产险公司实现原保险保费收入17570亿元,同比增长3.92%,增速同比有所放缓,其中车险业务收入占比53.55%。具体分险种看,车险业务保费收入9409亿元,同比增长2.98%;健康险业务保费收

入2274亿元,同比增长11.31%;农险业务保费收入1555亿元,同比增长4.78%;责任险业务保费收入1428亿元,同比增长4.08%;其他险种保费收入占比相对较小。财产险业务无长期满期给付压力,叠加车险等核心业务赔付率稳步改善以及再保险风险分散体系的有效作用,财产险公司面临的赔付支出压力相对可控;2025年,财产险公司发生赔付支出11676亿元,同比上升1.65%,增速低于保费收入增速,整体赔付支出压力可控。

2026年一季度,在银行存款利率持续下行叠加分红险等储蓄型产品大力推广下,人身险公司保费收入较上年同期保持较快增长;另一方面,受新车销售放缓影响,车险收入有所下滑,拖累财产险公司保费收入增长。2026年一季度,人身险公司实现原保险保费收入17803亿元,同比增长7.30%,其中寿险业务原保费收入15035亿元,同比增长8.70%;财产险公司实现原保险保费收入5302亿元,同比增长2.90%,其中车险业务原保费收入2226亿元,同比下降0.36%。整体来看,2026年保险业务经营有望保持平稳发展态势,随着2026年新会计准则全面落地,保险服务收入需剔除投资成分的确认规则,将进一步弱化行业规模导向、强化价值经营理念,加速行业从规模扩张向质量提升转型。

投资业务经营

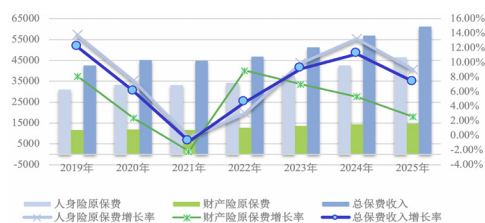
2025年,保险行业资金运用余额保持增长,受资

本市场影响,投资资产结构持续调整,权益类资产配置力度有所提升,债券资产仍是主要配置品种,同时得益于资本市场回暖,险企投资收益水平同比提升;2026年以来,行业投资结构变化不大,资本市场波动导致投资收益水平有所回落;考虑资本市场波动加剧、低利率市场环境持续与优质资产稀缺等多因素叠加,险企资产配置压力仍存,资产收益率与负债成本倒挂的问题尚未解决,未来投资资产风险管理及收益实现仍面临挑战。

2025年以来,保费增长推动保险行业资金运用余额稳步提升。受市场利率环境、资本市场变动等影响,保险业资产配置结构出现小幅调整,其中长端利率下行虽压缩了债券类资产的票息收益空间,但为缓解资产负债期限错配压力,期限结构丰富且收益稳定的债券仍为险企配置的主力;随着权益市场实现边际回暖,加之监管持续引导长期保险资金入市,险企对股票、基金投资的规模保持增长,上市公司举牌公告次数较上年明显增多,其中主要加大了低波动、高分红权益资产的配置力度。截至2026年3月末,保险业资金运用余额为39.44万亿元,同比增长17.19%。其中,债券资产占比49.92%,股票和证券投资基金占比15.34%(见图2)。

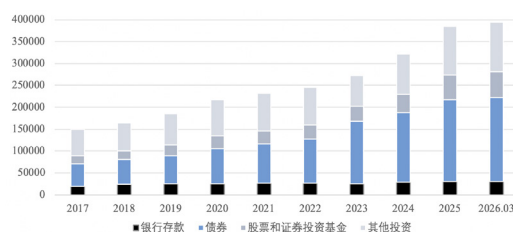
投资收益方面,2025年受益于权益市场回暖及资产配置策略优化,险企投资收益水平同比提升。从上

图1 保险行业原保费收入情况 (单位: 亿元)



注: 图中原保费收入按业务险种统计(含各类经营主体开展的相应业务),与正文按经营主体统计的口径略有差异,下同
数据来源: 国家金融监督管理总局网站, 联合资信整理

图2 保险行业投资资产规模及结构情况 (单位: 亿元)



数据来源: 国家金融监督管理总局网站, 联合资信整理

市险企投资收益水平来看, 11家上市险企合计实现总投资收益(含公允价值变动收益) 11281.44亿元, 同比增长约18.22%; 但中小保险公司因偿付能力制约和投研能力不足等因素导致投资收益增厚手段相对有限, 与头部险企的投资绩效存在差异。2026年一季度, 债券市场利率波动及权益市场震荡加剧对险企资产端带来一定压力, 险企的综合投资收益率普遍回落。考虑到目前资本市场整体处于低利率环境, 市场波动尚存在不确定性, 在长久期及优质资产供应不足等背景下, 保险行业仍面临资产配置难题, 叠加负债端相对刚兑且具备较高偿付资金需求影响, 险企仍面临一定利差损失风险与再投资压力。

投资风险管理方面, 2025年以来, 部分险企投资业务信用风险、市场风险等仍持续暴露, 但地方政府存量隐性债务大规模置换以及房地产支持政策持续落地, 相关资产的信用风险得到阶段性缓释, 同时保险行业防范风险政策密集出台, 资金运用监管政策持续完善, 行业投资端面临的整体风险较为可控。另一方面, 不同险企因风险偏好与资产负债管理能力差异致使风险分化明显, 未来仍需重点关注险企投资资产的风险管理水平。

盈利水平

2025年, 得益于保费收入增长、投资收益改善及费用管控优化, 保险行业净利润实现较快增长, 行业利润实现仍集中于头部大型保险公司, 中小险企盈利仍面临压力; 2026年以来, 在资本市场震荡调整的背景下, 行业净利润同比下滑, 行业盈利稳定性情况仍需关注。

2025年, 得益于保费收入持续增长、资本市场修复带动投资收益改善、新保险合同和新金融工具准则陆续执行、叠加“报行合一”政策持续深化带来的费用管控优化, 保险行业整体盈利表现显著向好, 净利润实现高速增长, 亏损机构数量明显下降; 另一方面, 保险行业的马太效应持续凸显, 头部险企市场份额稳固

且行业利润占比较高, 未来行业分化效应或将持续, 部分中小保险公司盈利仍将承压。2025年, 据已披露偿付能力报告(摘要)的71家人身险公司数据统计, 全年61家公司实现盈利, 合计盈利4888.16亿元, 10家公司产生亏损并合计亏损20.56亿元, 亏损机构大幅减少并集中在中小险企。寿险行业共计实现净利润4867.60亿元, 较上年同期增长约52.95%, 净利润规模前十大公司占据了寿险行业超90%的利润。据87家财产险公司披露数据统计, 79家公司实现盈利共计812.40亿元, 8家合计亏损4.03亿元, 亏损机构数量亦明显减少。财产险行业共实现净利润808.97亿元, 较上年同期增长约39.22%, 其中人保财险、平安财险和太保财险三家头部公司合计实现净利润占行业净利润的76.55%, 头部竞争优势稳固。

2026年一季度, 受资本市场震荡加剧及新会计准则放大利润波动影响, 全行业净利润同比下滑, 其中人身险公司资产负债久期更长, 投资波动对净利润的影响更大; 考虑保险公司已陆续开始执行新会计准则, 利润端波动明显加大, 叠加未来资本市场或将持续震荡, 仍需关注行业盈利实现情况。2026年一季度, 人身险公司实现净利润684.71亿元, 同比下降21.03%; 财产险公司实现净利润254.73亿元, 同比下降0.51%。

偿付能力水平

2025年及2026年以来, 保险行业偿付能力指标整体有所下降但处于充足水平, 细分行业表现有所分化, 其中财产险公司偿付能力稳中有升, 人身险公司偿付能力有所下降; 部分中小险企偿付能力数据仍不达标, 叠加监管规则收紧, 需关注未来行业偿付能力变化及中小机构的资本补充压力。此外, 监管口径收紧将直接推高行业最低资本要求, 叠加2026年新会计准则全面落地后, 资产负债受到市场波动的传导将更加直接, 偿付能力指标波动幅度或有所加大, 未来行业偿付能力的边际变化及中小机构的资本补充压力仍需持续关注。

2025年,在业务规模持续扩张及准备金计提压力下,行业偿付能力指标有所下降,保持在合理充足区间;2026年一季度行业偿付能力指标小幅回升,截至2026年3月末,保险公司的平均综合偿付能力充足率及平均核心偿付能力充足率分别为181.0%和131.9%。保险行业内部呈现明显分化,但偿付能力指标均满足监管要求。其中得益于准备金计提压力较小,盈利同比增长有效补充实际资本,叠加非车险业务占比提升等结构优化带来的最低资本节约,财产险公司偿付能力稳中有升;而受新会计准则切换、债券市场波动以及长端利率下行准备金增提等因素影响,人身险公司实际资本不断被侵蚀,权益配置比例提升与储蓄型业务扩张亦推高最低资本要求,人身险公司偿付能力指标同比有所下滑(见图3)。

与此同时,2025年及2026年以来,多家保险公司通过发行资本补充类债券、股东增资等方式补充资本;但中小保险机构再融资渠道普遍受限,少量机构偿付能力仍不达标,尾部风险有所暴露。2025年,天安财险53亿元的资本补充债到期未兑付,成为保险行业首例资本补充债未按期兑付事件,打破行业刚性兑付预期,其事件诱因系主体偿付能力不足触发次级工具风险吸收条款。在已披露2026年一季度偿付能力报告摘要的保险公司中,4家保险公司风险综合评级被评为C类,另有长生人寿因偿付能力充足率不达标被认定

为不达标机构。此外,《关于延长保险公司偿付能力监管规则(II)实施过渡期有关事项的通知》规定过渡期于2025年底结束,监管口径收紧直接推高行业最低资本要求;叠加2026年新会计准则全面落地后,资产负债受到市场波动的传导将更加直接,偿付能力指标波动幅度或有所加大,未来行业偿付能力的边际变化及中小机构的资本补充压力仍需持续关注。

四、行业债券市场表现

行业发债企业概况

保险行业存续发债企业合计49家,以人身险公司为主,其中主体信用等级AAA的占比较高,行业信用基本面稳健。

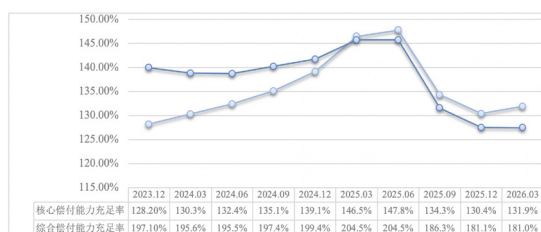
截至2026年3月末,保险行业存续发债企业合计49家,其中人身险公司33家,财产险公司11家,再保险公司4家,保险集团1家,上述已发债保险公司均根据监管要求进行了双评级。保险公司发债企业外部级别整体处于较高水平,以AAA级别为主;49家发债险企中,AAA级别共有38家,占比为77.55%。

债券市场情况

2025年以来,保险公司债券发行规模保持较快增长,发债活跃度持续提升,无固定期限资本债券成为行业发行主要品种;债券票面利率呈下行趋势,发行利差收窄,体现出行业信用资质有所提升,但债项次级属性与期限结构仍导致保险公司债券的发行利差高于一般信用债。

2025年,23家保险公司(19家人身险公司、4家财产险公司)累计发行27只债券(见图4),发行量较去年同期有所增长,其中无固定期限资本债券14只,资本补充债券13只;合计发行规模1042.00亿元,其中平安人寿一家发行330.00亿元债券;发债企业外部级别整体处于较高水平。2026年以来,保险机构保持较高的债

图3 保险行业偿付能力情况



数据来源: 国家金融监督管理总局网站, 联合资信整理

券发行活跃度,截至2026年一季度末,共有8家公司发行8只债券。

从债券类型来看,保险公司所发行的债券均为资本类债券,均具备长期属性,其中资本补充债券多为5+5年期,第5年末附有条件赎回权;无固定期限资本债券不设到期日,发行满5年后可按约定赎回,无固定期限资本债券凭借次级属性突出、资本撬动效应显著的特点,能够有效补充核心资本、提升偿付能力充足率,能够缓解部分险企增资渠道不畅的难题,已成为险企缓释资本压力的首选工具之一。截至2026年3月末,银行间市场发行并有存续级别的保险公司资本类债券共96只,其中资本补充债券66只,无固定期限资本债券30只。

从融资成本来看,得益于宽松的货币政策以及发债险企的信用资质较好,与之前年度相比,目前保险公司债券发行利率水平处于相对较低水平,2025年票面利率介于2.15%~2.95%之间,平均票面利率为2.43%(见图5)。从发行利差来看,保险公司利差水平亦不断收窄,但由于债项次级属性与期限结构带来了一定风险溢价,保险公司债券发行利差相对较高,同时市场分化较为明显。2025年,保险公司发行债券的票面利率较5年期国债收益率利差在56BP~132BP之间,头部险企信用资质好、市场认可度高,融资成本和利差均处于低位;主体外部级别AA及AA+的险企发行利差普遍在100BP以上。

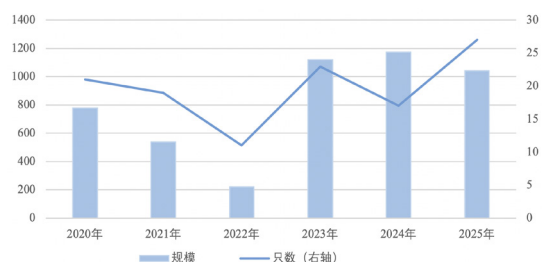
五、展望

行业分化效应仍将持续,行业集中度或进一步上升。头部险企依托于在产品体系、销售渠道、品牌影响力、稳定的投资能力等方面的绝对优势,市场竞争力将得到持续提升。“报行合一”政策持续推行有利于头部人身险公司市场竞争力进一步强化,未来一段时间内行业分化效应仍将持续,行业集中度或将进一步上升。

行业盈利波动或将加大,险企业绩稳定性有所下降。随着新保险合同及新金融工具准则的全面执行,保险合同负债与金融资产将更多采用公允价值进行计量,资本市场波动将直接影响险企当期利润表现,未来保险行业盈利的波动幅度将明显增大,险企业绩稳定性有所下降。

加强资产负债管理、防范资产负债错配风险将成为险企未来工作重点。目前,保险公司负债端呈现预定利率企稳、分红险保费收入占比提升但存量高保证利率保单仍形成利差损压力的情况,同时,险企普遍通过加大长久期利率债配置力度、主动收缩长期储蓄类产品规模以控制资产负债久期缺口。资产负债管理将直接影响保险公司产品结构与投资决策,加强资产负债管理、防范资产负债错配风险将成为险企未来工作重点,但受制于长久期资产供给不足、资本市场波动及同业竞争压力,险企资产负债管理压力仍存。

图4 保险行业发债情况 (单位:亿元、只)



资料来源: Wind, 联合资信整理

图5 保险行业票面利率情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

保险行业偿付能力将保持充足水平, 但需关注未来行业偿付能力变化及中小险企的资本补充压力。保险行业目前偿付能力整体保持充足水平, 但受业务发展及资本市场波动等因素影响, 未来行业偿付能力指标易出现波动; 中小险企面临资本内生能力不足、融资渠道受限情况, 资本补充压力不断加大, 需关注行业未来偿付能力变动及中小险企资本补充情况。此外, 监管口径收紧将直接推高行业最低资本要求, 叠加2026年新会计准则全面落地后, 资产负债受到市场波动的传导将更加直接, 偿付能力指标波动幅度或有所加大, 未来行业偿付能力的边际变化及中小机构的资

本补充压力仍需持续关注。

保险业监管机构持续保持强监管的主基调。未来, 保险业监管延续坚守“强监管、严监管”的核心基调, 将资产负债管理作为重点方向之一, 引导险企优化经营模式、提升资产负债管理能力、提升风险防控能力。在“强监管”政策环境下, 保险公司也将秉承审慎经营及可持续发展理念, 经营稳定性将得到持续提升, 偿付能力及财务表现将更为稳健。

综上, 预计未来一年内保险行业信用风险将保持稳定。■



融资租赁行业展望：合同余额有望逐步企稳，信用风险将保持稳定

文|联合资信 张帆 刘鹏

一、行业概况及监管政策

2022年以来，租赁行业整体处于收缩状态，预计未来行业合同余额将逐步企稳，同时，融资租赁企业面临着来自同业和其他金融机构很强的竞争压力。

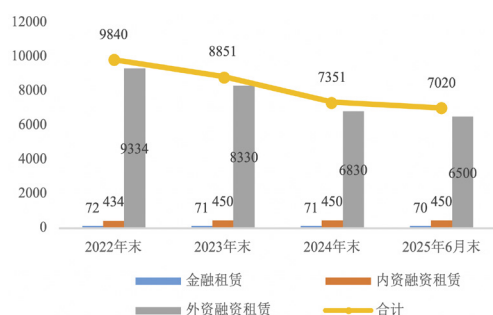
长期以来，我国有两类融资租赁公司：一类是由原中国银行保险监督管理委员会批准成立的金融租赁公司，属于非银行金融机构；另一类是由商务部批准成立的融资租赁公司，该类租赁公司主要是由非金融机构设立，一般简称商租企业。受监管趋严和宏观经济增长压力加大影响，自2022年以来，融资租赁公司数量持续减少，业务规模持续收缩（见图1）。截至2025年6月末，全国融资租赁企业总数继续下降至7020家，其构成以外资

融资租赁公司为主，金融租赁企业数量少且保持稳定。

从合同余额来看，2022—2024年末，全国融资租赁合同余额持续下降，2023年末、2024年末合同余额较上年末的降幅分别为3.59%、3.19%，降幅有所收窄；截至2025年6月末，全国融资租赁合同余额约为54240亿元，较上年末小幅下降0.66%，降幅进一步显著收窄（见图2）。从合同余额的构成来看，2022—2024年末，金融租赁企业的合同余额持续小幅增长，金融租赁企业相对商租企业具有较强的资金成本优势，对其产生很强的竞争压力。同时，其他金融机构也可能对融资租赁企业产生竞争。

主体信用等级高的融资租赁公司资本市场融资渠道较丰富，是资本市场的主要参与者，信用等级较低的融资租赁公司多选择发行资产支持证券的融资方式；2025年，融资租赁公司信用债发行平均票面利率同比下降，且AAA发行主体资金成本优势明显。

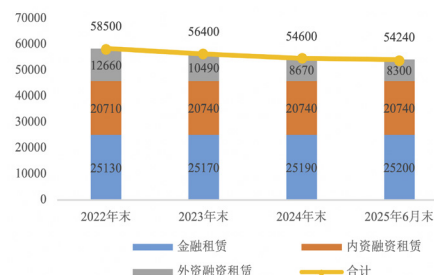
图1 融资租赁企业数量情况（单位：家）



注：不含单一项目公司、分公司、SPV子公司、港澳台当地租赁企业和收购海外的公司，不含已正式退出市场的企业，包括一些地区监管部门列入失联或经营异常名单的企业

资料来源：中国租赁联盟、南开大学当代中国问题研究院、租赁联合研究院，联合资信整理

图2 融资租赁企业合同余额情况（单位：亿元）



资料来源：中国租赁联盟、南开大学当代中国问题研究院、租赁联合研究院，联合资信整理

从主体级别看, 2025年, 发行信用债的主体中, 主体级别为AAA发行规模占比89.22%、AA+占比9.78%, AA和无级别主体发行规模占比极低且基本含有AAA增信; 资产支持证券中, AAA主体发行规模占比88.34%、AA+主体发行规模占比2.79%、AA主体发行规模占比0.05%、无级别主体发行规模占比8.82% (见图3)。

在信用债市场和资产支持证券市场中, AAA主体均是主要参与者, 值得注意的是, 信用债和资产支持证券高级别发行主体的重合度高。综上, 信用等级高的主体债券市场融资渠道较丰富, 可根据自身融资需求选择不同的债券品种; 发行资产支持证券为信用等级较低的融资租赁公司提供了一条债券市场融资渠道。从融资成本看, 2025年, 融资租赁公司发行债券加权平均利率1.97%, 较2024年发债加权平均利率2.37%下降40个BP, 融资租赁公司整体融资成本下降明显。分级别来看, 2025年, AAA主体平均票面利率1.93%、AA+主体平均票面利率2.31%、AA主体平均票面利率2.60%, AAA发行主体资金成本优势明显。

监管层面细化业务开展规范, 延续“融物”的监管指导, 鼓励融资租赁公司服务实体经济。

2025年1月, 国家金融监督管理总局 (以下简称“金融监管总局”) 发布《金融租赁公司监管评级办法》, 通过五大维度 (公司治理、资本管理、风险管理、专业

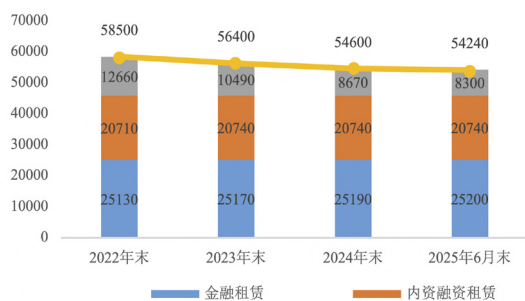
能力、信息科技管理, 权重分别为20%、15%、30%、25%、10%) 进行评价, “信息科技管理”要素为新增要素。监管评级结果从优到劣分为1—5级和S级, 金融租赁公司出现重大风险的, 直接划分为5级。处于重组、被接管、实施市场退出等情况的金融租赁公司可以列为S级, 评级结果与监管强度挂钩。2025年12月, 金融监管总局印发《金融租赁公司融资租赁业务管理办法》, 自2026年1月1日起施行, 引导金融租赁公司聚焦主业, 发挥“融资+融物”特色, 服务实体经济。金融租赁公司开展售后回租业务时, 应当加强对租赁物适格性、租赁物所有权转移真实性、承租人融资和租赁物使用需求真实性、合法性和合理性的审查。金融监管总局对金融租赁公司的监管思路未来可能延伸至融资租赁公司。

2025年以来, 多个省市发布融资租赁相关的监管细则、细化业务开展规范, 加强现场监管, 放宽了特定领域的集中度限制等。比如, 2025年7月, 广东省地方金融管理局发布《广东省融资租赁公司监督管理实施细则》, 对业务开展设置了负面清单, 禁止与银行合作开展“租金贷”类信贷产品。2025年9月, 浙江省地方金融管理局发布了《浙江省运用融资租赁工具支持设备更新奖励实施细则》, 通过省级财政出资引导本地区的企业进行设备租赁。2025年11月, 湖北省地方金融管理局明确要求融资租赁企业注册资本不低于1亿元且须一次性实缴, 并强化了对股东出资、关联交易等方面的监管。2026年1月, 天津印发《天津市建设国际一流国家租赁创新示范区实施方案 (2026—2030年) 》, 鼓励租赁公司发行ABS、绿色金融债, 做强专业化经营性租赁业务。2026年3月, 山东省印发《山东省融资租赁公司租赁物管理规则》, 明确商租全品类租赁物准入负面清单。

二、未来发展

未来, 融资租赁企业仍将面临债务规模较大、盈利能力承压等挑战, 但是考虑到融资租赁企业的规模

图3 2025年发债融资租赁公司主体级别分布情况 (单位: 亿元)



注: 级别为最新主体级别; 对于级别有差异的主体按最高级别统计
资料来源: Wind, 联合资信整理

及营业收入增长、资本实力持续提升、杠杆水平适中、资产质量较好等因素,在趋严的监管环境下,预计未来一年内融资租赁行业信用风险将保持稳定。

短期来看,融资租赁企业仍将面临流动性压力、盈利能力承压等问题。融资租赁企业往往通过筹资活动的资金支撑租赁资产投放,且存在一定程度的资产负债久期不匹配状况,融资租赁企业债务规模较大且短期债务占比较高的情况仍将持续,考虑当前市场整体低利率环境,租赁公司流动性风险相对可控。另外,融资租赁企业计提的各项减值准备对融资租赁行业的盈利能力产生一定的压力,同时,投资收益的波动也会影响租赁企业的盈利稳定性。

长期来看,随着内生性增长、股东支持、不良率下降、监管政策逐渐细化等有利因素释放,融资租赁企业将稳定发展。一方面,融资租赁企业内生性增长态势较好。2022—2024年,样本融资租赁企业平均营业收入实现持续增长,2025年前三季度样本融资租赁企业平均营业收入实现同比增长且增速有所提升。另一方面,随

着股东持续投入资本金,预计融资租赁企业的资本规模未来仍将保持增长,融资租赁企业的杠杆倍数亦随之下降,未来将保持在适中水平。另外,从资产质量来看,预计融资租赁企业的不良率将保持在较低水平,资产质量保持较好水平。受益于市场利率的整体下行,融资租赁企业融资成本预计将进一步下行。综合影响下,预计未来部分融资租赁企业的主体级别将得到提升。最后,融资租赁公司业务转型是大势所趋,虽然面临业务规模下降的转型风险,但若转型成功,融资租赁公司业务结构将更加合理,企业有望实现良性发展,最终提升自身信用水平。

政策方面,各地方金融监管局在保持严监管态势的同时,鼓励融资租赁公司服务实体经济,过去“类信贷”的简单模式将难以为继。未来,预计监管政策将进一步放松对芯片、航天、船舶等硬科技、关键领域的业务集中度限制,并进一步鼓励相关领域的“融物”业务。

综上,预计未来一年内融资租赁行业信用风险将保持稳定。■



分期募集机制: 不动产ABS的创新实践与推广

文 | 联合资信 宋旭

一、分期募集机制的内涵界定与案例解析

分期募集机制的内涵界定

分期募集机制, 在持有型不动产ABS的实践案例中, 是指资产支持专项计划在设立时确定目标募集总规模, 但认购资金的实缴并非一次性到位, 而是根据底层资产的运营状况、业绩达成情况或预设的其他条件, 分批次、分阶段逐步到位的一种资金募集与缴付制度安排。这种安排本质上是将私募股权基金中常见的“Capital Call”(资本召集)机制引入资产证券化领域的创新实践。

案例解析

我们以市场上成功采用分期募集机制的数据中心持有型ABS为例进行模式分析。假设专项计划在设立时即确定目标募集总规模为X亿元, 全体资产支持证券持有人据此获得对应的证券份额, 但首期实缴认购资金总额仅为目标募集规模的60% (即0.6X亿元), 剩余认购资金根据后续实缴条件 (即计费率¹或EBITDA实现金额) 分批到位。资产支持证券持有人缴纳首期实缴认购款后即取得首期实缴认购款对应的资产支持证券份额; 缴纳后续认购款虽增加资产支持证券规模, 但将不再新增资产支持证券份额。也就是说, 投资者持有证券份额的比例在首期实缴后即已

锁定, 后续实缴仅影响持有成本, 而不改变相对份额比例——由此实现了“份额锁定、资金分期”的核心结构。值得注意的是, 分期募集机制还设置了逾期实缴的约束机制: 若任何资产支持证券持有人未能按期足额履行实缴义务, 该持有人被认定为“逾期实缴持有人”, 在实缴出资之前禁止对外转让所持任何资产支持证券, 且计划管理人有权在其已实缴份额对应收益中优先扣除逾期实缴金额及损失赔偿。这一安排有效保障了专项计划资金的整体到位率。

数据中心资产具有典型的前期投入大、回收周期长的重资产特征。案例中的数据中心项目截至2024年9月底的计费率不足60%, 尚处于运营爬坡期。如果采用传统的一次性募集模式, 专项计划设立初期投资人即需将全部募集资金投入ABS项目, 但底层资产在爬坡期内产生的现金流有限, 将导致初期投资收益被大量摊薄, 投资者面临“资金先行、收益滞后”的困境。分期募集机制通过将实缴资金与计费率、EBITDA等实际经营指标挂钩, 使投资资金的分批实缴与资产的现金流出能力逐步匹配——资产运营表现越好, 实缴资金越早到位; 反之, 则延缓实缴节奏, 降低了初期资金空置的机会成本。同时, 分期募集机制中的部分资金支付, 直接与底层资产的运营业绩挂钩, 业绩达标则资金到位, 业绩未达标则资金暂缓——由此实现了“以业绩驱动融资”的激励目的。

¹ 计费率: 根据有效客户合同已获客户签约并能带来收入的IT电力容量与批准的业务计划 (或其后续修订) 中所述的数据中心IT电力总容量的比率。

二、分期募集机制与一次性募集机制的比较

传统的不动产资产支持证券（包括CMBS/CMBN（以下统称为“CMBS”）和类REITs产品）普遍采用一次性募集模式，即专项计划在设立阶段通过簿记建档或协议定价等方式一次性确定发行规模和发行价格，全体投资者在认购时一次性缴付全部认购资金。这一模式的运作逻辑建立在两个核心假设之上：其一，底层不动产在专项计划设立时已处于稳定运营状态，具备可预期的现金流产出能力；其二，投资者一次性缴付的全部资金能够通过底层资产即时产生与之匹配的投资回报，不存在因爬坡期资产初期收益不足而导致的资金回报率被摊薄的问题。

然而，对于处于运营爬坡期或建设培育期的资产而言，这两个假设往往难以成立。以数据中心资产为例，其计费率在运营初期通常较低，随着客户逐步入驻，计费率在2~3年内逐步爬升至稳定水平。若采用传统一次性募集模式，专项计划设立初期投资人即需将全部募集资金投入ABS项目，但不动产在爬坡期内产生的现金流有限。这意味着，如果是固定收益类的ABS产品（如CMBS等），一次性募集模式下期初不动产少量的现金流难以支撑固定的本息支出，投资人风险加大。而对于权益型的ABS产品（如持有型不动产ABS），一次性募集模式下的投资者将承受较长的回报

等待期和较大的初期收益率摊薄压力，两者之间的差异如下（见表1）。

三、分期募集机制推广路径探讨

前述案例分析表明，分期募集机制以“份额锁定、资金分期”为核心结构，通过将认购资金分批实缴与不动产运营业绩挂钩，有效解决了爬坡期不动产的融资困境。那么不同的不动产类型是否均能运用该机制，以及在传统固定收益类不动产ABS领域，分期募集机制是否同样具有应用空间？本部分将围绕上述问题展开探讨。

分期募集机制在不同不动产类型中的适用性分析

2023—2025年，CMBS及类REITs合计发行产品共计400只，合计发行金额6457.70亿元，不动产类型涵盖写字楼、酒店、购物中心、产业园等。自2024年上海证券交易所推动持有型不动产ABS创新试点以来，这一产品类型又为不动产的盘活再添一利器。截至2025年12月31日，机构间REITs（即持有型不动产ABS）累计发行规模约475亿元，产品数量22只，其中2025年新增发行16单，较2024年的5单实现超过两倍以上增长。这一品种已覆盖交通、能源、IDC、租赁住房、写字楼、购物中心、产业园、工业厂房等多元资产类

表1 两种模式的比较

比较维度	传统一次性募集模式	分期募集模式
资金缴付节奏	设立时一次性缴付全部认购资金，资金“一步到位”。募集缴款流程高效、资金归集路径清晰，但若底层资产尚处爬坡期、初期现金流无法与一次性大额投入相匹配，投资人将面临初期收益率被摊薄的压力。	首期实缴较高比例资金后即锁定持份比例，剩余资金分批实缴与底层资产运营业绩直接挂钩。通过压缩初期资金空置期，实现“先投入先回收”的时间价值优化。
风险承担机制	投资者在设立日全额缴付，底层资产运营不确定性风险几乎全部由投资者单方承担；资产表现不及预期时，投资者缺乏调整后资金缴付的控制手段。	投资人与发行人共同分担风险：投资者后续实缴以资产运营达标为前提，有效规避投资风险；发行人只要运营达标仍可实现目标融资规模。同时设置投资人实缴资本不及时的违约偿付安排，保障专项计划资金整体到位率。
激励约束效果	募集资金设立时即全额到位，发行人缺乏因融资驱动而持续提升运营效率的直接动力；激励主要依赖后端服务费或业绩奖励，融资节奏对运营管理不构成前置约束。	后续资金实缴与运营业绩直接挂钩，将激励约束从“收益分配端”延伸至“资金缴付端”，实现融资目标与运营目标的深度绑定。
资产信用嵌入深度	证券偿付来源于底层资产现金流，资产信用仅体现在“收益分配端”。	资产信用从“收益分配端”延伸至“资金缴付端”。

数据来源：联合资信整理

别。产品类型的持续扩容，为分期募集机制的跨领域推广提供了丰富的应用场景。

然而，并非所有不动产类型都天然适配分期募集机制。适用分期募集机制的不动产类型需满足以下共性条件：其一，不动产存在明显的运营爬坡期或价值培育期，初期现金流与稳定期存在显著差距；其二，运营业绩可量化、可验证，且与现金流产出之间存在明确的传导关系；其三，资产运营方具备较强的专业管理能力，能够通过运营优化推动业绩指标的达成。以下围绕数据中心、保障性租赁住房、商业物业、基础设施等典型不动产类型，逐一分析其适用性及定制化应用方案（见表2）。

分期募集机制在固定收益类不动产ABS中的应用探讨

持有型不动产ABS属于权益型产品，其分期募集机制的设计逻辑天然服务于“权益属性”——资金实缴节奏与资产运营业绩挂钩，投资者承担资产运营风险并分享超额收益，融资目标与运营目标深度绑定。那么，对于传统的固定收益类不动产ABS产品（包括CMBS和类REITs），分期募集机制是否同样适用？若适用，其应用方式需进行哪些根本性的改造？

首先，CMBS及类REITs产品两者虽在交易结构上存在差异，但从核心偿付逻辑来看具有以下共同特征：其一，以“还本付息”为核心偿付逻辑，优先级证券持有人享有的是固定收益请求权，而非剩余收益分配权；其二，依赖于主体信用增信（差额补足、担保等），

而非纯粹的资产信用；其三，底层资产的现金流用于偿还优先级证券的本息，超额收益通常归次级持有人（一般为原始权益人）所有。

从存续期表现来看，CMBS底层资产现金流整体偏弱——2025年存续期CMBS产品中，85.00%的产品底层资产现金流不及预期，73.33%的产品底层资产估值下降，下降幅度大多在10%以内；类REITs中，经营权类产品72.73%的现金流不达预期，产权类产品则表现相对均衡。这一数据揭示了一个重要的市场现实：固定收益类不动产ABS的存续期风险管理面临较大挑战，大量产品在存续期内出现了现金流不及预期的情况。出现这种情况的主要原因是因为现金流预测多参照竞品成熟不动产的运营指标进行假设分析，对于爬坡期或者改造期的项目来说现金流预测偏乐观。分期募集机制通过将资金实缴与资产运营业绩挂钩，实质上为投资者提供了一种前置的风险缓释工具——若资产运营情况不达预期，后续资金暂缓实缴，投资者的损失敞口相应收缩。在存续期风险事件频发的市场环境下，这一机制具有重要的现实意义。

持有型不动产ABS的分期募集机制设计逻辑是“以业绩驱动融资”——后续资金实缴以资产运营达标为前提，实现融资目标与运营目标的深度绑定。将这一逻辑移植到固定收益类不动产ABS时，核心改造方向是：将“业绩达标”改造为“偿债能力达标”。

具体而言，在CMBS或类REITs中，可将优先级证券的认购资金分批实缴安排与底层资产的偿债

表2 不同不动产类型分期募集机制的适用性

不动产类型	核心特征与分期募集适用性	可挂钩的关键绩效指标 (KPI) 示例
数据中心	资本开支大，存在明显的计费率“爬坡期”，现金流随客户入驻和实际使用稳步提升。	计费率、预定容量签约率、能源使用效率 (PUE) 等可持续指标
保障性租赁住房	项目存在招租爬坡期，现金流稳定性依赖于运营效率。资金支付条件可与招租进度、租金收缴率等挂钩。	出租率、租金水平、EBITDA
商业物业 (购物中心、写字楼)	适用于需要升级改造或处于培育期的项目；资金支付时点可与出租率、销售额挂钩。	销售额、出租率、租金坪效
基础设施 (如高速公路、清洁能源设施)	适用于新建或扩建项目。资金支付时点可与车流量增长、发电小时数、并网容量等特许经营指标挂钩。	实际车流量/通行费收入、发电量/利用小时数

数据来源：联合资信整理

能力指标挂钩。例如，首期实缴较高比例资金（如60%~70%），剩余资金的分批实缴安排以优先级证券实缴金额的DSCR（偿债覆盖率）或租金收入达到预定目标为前提。若资产运营不及预期，后续资金暂缓实缴，优先级证券持有人据此获得了一种动态的风险缓释。从发行人角度，只要资产运营达标，后续实缴资金即可如期到位，目标融资规模仍可实现。这种安排在本质上与传统分期募集机制一致，差异仅在于挂钩指标从“EBITDA/计费率”替换为“EBITDA/DSCR”等偿债能力指标。

下面简单举个例子来看分期募集机制在CMBS产品中的应用构想。假设不动产处于招租爬坡期，目前及未来2年EBITDA值预计为4000万元/年，预计招租稳定期后EBITDA可达到7000万元/年。物业估值（以招租稳定期数据）预测为15亿元，发行抵押率为66.67%。发行利率为4%，不设次级，优先级证券本金到期一次性还本，产品期限12年。

模式一：一次性募集，优先级证券募集规模为10亿元，1—3年利息为4000万元/年，1—3年利息的DSCR均为1倍，即每年现金流稍不及预期，优先级证券投资人将面临利息无法足额兑付的情况。

模式二：分期募集，优先级证券目标募集规模仍为10亿元，但投资人首次实缴金额为60%，即6亿元，剩余资金在1—3年分批实缴，实缴条件为DSCR（以实缴资金规模计算）不低于1.6倍。在这种情况下，第1年利息的 $DSCR = 4000 / (60000 \times 4\%) = 1.67$ 倍。第2年若EBITDA没有如预期增长，投资人可以推迟实缴计划；如果EBITDA增长至5000万元/年，那么投资人需实缴资金18125万元，实缴后 $DSCR = 5000 / (60000 + 18125) \times 4\% = 1.60$ 倍。对比来看，投资人的风险敞口明显得到了控制。

分期募集机制在固收类产品中的适用边界如何确定？需要指出的是，上述分期募集机制在CMBS/类REITs中的应用构想，其适用性受到产品增信方式和

期限结构的双重约束。首先，CMBS和类REITs普遍依赖增信方提供的差额补足、担保等外部增信措施。在有主体增信的情况下，投资者对底层资产运营业绩的敏感度较低，分期募集“以业绩驱动融资”的激励约束效果将被大幅削弱——业绩不达标时，投资者仍可依赖增信方获得偿付，资金暂缓实缴的实际意义有限。其次，部分CMBS/类REITs产品的发行期限较短（如3+2年模式），爬坡期资产通常需要2~3年才能达到稳定运营状态，分期实缴的窗口期极为有限，难以充分实现“匹配资产成熟度”的时间价值。综合来看，分期募集机制在固收类产品中的推广应遵循以下边界：适配“无主体增信+长期限+资产处于爬坡期”的产品，而对于有强主体兜底、短期限的传统CMBS/类REITs产品，分期募集机制的适用性有限，不宜强行移植。

四、分期募集机制的现实挑战

尽管分期募集机制在爬坡期资产的证券化融资中展现出显著优势，但并非所有不动产ABS都应采用这一模式。对于已处于稳定运营状态、现金流高度可预期的成熟资产，一次性募集模式的简洁性和确定性更具吸引力。此外，分期募集机制的引入也带来了一些新的挑战，需要审慎评估。

首要挑战在于操作的复杂性。分期募集机制将传统ABS“一次性发行、一次性缴款”的操作模式转变为“分批次、有条件”的动态管理模式，对计划管理人的资产运营监督提出了极高的要求。计划管理人需要持续跟踪底层资产的运营表现，并对后续实缴触发条件的达成情况进行专业判断。分期募集机制下，计划管理人的监督职责从传统的“事后披露”转变为“事中判断”——不仅需要监督运营数据的真实性，还需要在实缴条件是否达成的认定上承担实质性的判断责任。若计划管理人认定的实缴条件达成情况与后续资产实际表现出现重大偏差，可能面临投资者的追责风险。

其次是法律层面的挑战。分期募集机制涉及的核心问题是投资者分期实缴义务的法律性质及其违约处置机制。首期实缴完成后, 投资者锁定持份比例, 后续实缴义务在法律上属于附条件的出资承诺。与私募股权基金的Capital Call机制不同, 资产支持证券持有人的出资承诺通常不以有限合伙协议的形式存在, 而是嵌入在专项计划的标准条款和认购协议之中。这一差异决定了分期募集机制下投资者违约的法律后果需在现有资产证券化法律框架下加以解决。已发行的持有型不动产ABS项目设置了逾期实缴的约束机制, 包括禁止对外转让所持资产支持证券、在已实缴份额对应收益中优先扣除逾期实缴金额及损失赔偿等。这些安排虽在一定程度上缓解了违约风险, 但其法律效力仍需司法实践的检验。

在会计处理层面, 分期募集机制对原始权益人和投资者的财务报表均产生影响。对于原始权益人而言, 分期募集机制下交易价款的分批支付安排, 涉及收入确认的时点和金额判断——是采用一次性确认还是分期确认, 取决于《资产买卖协议》中关于交易价款支付条件的具体约定以及相关会计准则对收入确认条件满足程度的判断。对于投资者而言, 分期实缴义务的会计处理涉及是否需要在资产负债表内确认一项“未实缴出资承诺”及相关负债, 以及后续实缴时点对投资成本计量和收益确认的影响。当前实务中, 上述会计处理尚无统一的行业标准, 需要在专业会计师的指导下根据具体交易条款进行个案判断。

五、小结

分期募集机制是持有型不动产ABS在传统资产证券化框架内的一次重要机制创新。它以“份额锁定、资金分期”为核心结构, 通过将认购资金分批实缴与底层资产的运营业绩挂钩, 实现了融资节奏与资产成熟度的动态匹配。相较于传统一次性募集模式, 分期募集机制在资金缴付节奏、风险承担机制、激励约束效



果和资产信用嵌入深度等维度均展现出显著差异, 特别适用于处于运营爬坡期或提升改造期的不动产资产的证券化融资。在固定收益类不动产ABS领域, 分期募集机制同样具有改造应用空间, 核心思路是将“业绩达标”改造为“偿债能力达标”——将后续实缴资金的到位条件与DSCR等偿债能力指标挂钩, 为优先级证券持有人提供动态风险缓释工具。

然而需要注意的是, 分期募集机制的推广也面临多维度的现实挑战。操作复杂性方面, 该机制对计划管理人的资产运营监督能力提出了远超传统ABS的履职要求; 法律与会计处理方面, 投资者分期实缴义务的法律性质及其违约处置机制尚需司法实践检验, 相关会计确认问题亦无统一行业标准。

展望未来, 随着不动产ABS市场的不断完善, 分期募集机制有望在三个维度持续深化: 一是在制度层面, 推动监管规则对分期实缴的权利义务、会计确认及违约处置予以明确, 夯实法律基础; 二是在适配的不动产业态层面, 当前已发行证券化产品的不动产业态已经涵盖高速公路、清洁能源设施、租赁住房、商业物业、产业园、工业厂房、数据中心等十余个品类, 分期募集机制可根据不同业态的运营特征形成“一产一策”的KPI挂钩体系, 实现机制创新与业态特征的精准匹配; 三是在不同的产品类型应用层面, 在CMBS和类REITs中推广“偿债能力驱动实缴”的改造模式, 将后续实缴与DSCR等偿债指标挂钩, 为优先级持有人提供动态风险缓释工具。///

数据ABS助力金融“五篇大文章”的路径探索

文|联合资信 孙爽 官雪 靳月

一、数据资产的市场现状与政策背景

市场现状

数字经济已成为我国经济增长的重要动力,数据要素的生产、流通与应用体系不断完善。截至2025年底,我国数字经济核心产业企业数量达428.7万家,同比增长24.2%,数字经济核心产业的蓬勃发展积累了海量、多元、高价值的数据资产,为数据资产的市场化运作提供了坚实的产业基础。

从市场主体来看,科技型企业、中小企业成为数字经济核心产业的重要组成部分,这类企业普遍具有“轻资产、高风险”的特点,固定资产占比低,核心价值集中于技术、数据、知识产权等无形资产。但在传统金融体系下,金融机构对企业信用的评估多依赖于有形资产抵押,难以准确衡量无形资产的价值,导致这类企业面临融资渠道狭窄、融资成本较高的发展困境。数据资产的证券化探索,能够将企业的核心数据资产转化为可融资的金融标的,有效激活无形资产价值,为轻资产企业融资提供新路径。

政策背景

国家层面持续完善数据要素市场制度体系,围绕数据产权、流通交易、价值评估、合规治理等核心环节出台多项顶层设计与配套政策,为数据资产ABS的发展奠定了坚实的制度基础,核心政策如下(见表1)。

数据资产证券化发展背景

2025年数据资产ABS实现首次规模化发行,行业迎

来突破性增长,其背后是国家政策、地方需求、金融机构创新等多方面因素的共同推动。

第一,国家层面将数据要素市场化配置作为数字经济发展的核心任务,持续出台政策培育壮大数据要素市场,明确支持数据资产的金融创新应用。数据资产ABS作为数据要素市场化的重要金融工具,契合国家战略方向,得到了政策层面的鼓励与引导,为行业发展扫清了制度障碍,明确了发展方向,提升了市场主体的参与信心。

第二,地方国资系统提出的“三资三化”改革,要求将存量资产转化为资本、资本转化为证券、证券实现市场化交易,数据资产证券化成为地方国资盘活无形资产、提升资产运营效率、实现国有资产保值增值的重要路径,地方国资企业成为2025年数据资产ABS发行的重要主体。

第三,金融监管部门要求金融机构做好“五篇大文章”,推动金融与实体经济深度融合。数据资产ABS作为数字金融与科技金融的创新产物,成为金融机构落实政策要求、拓展业务领域、提升服务实体经济能力的重要抓手。此外,2025年以来,多家担保公司牵头获批数据资产ABS储架项目,进一步丰富了市场参与主体。

二、数据资产ABS的核心界定与发展现状

定义及贴标标准

数据资产ABS是指以数据资产为核心标的,通过资产证券化的运作模式,将数据资产所产生的未来现金流或其价值作为基础,设计发行证券产品的金融创新行为。

表1 数据资产相关政策汇总

序号	政策名称	出台时间	主要内容
1	《银行业保险业数字金融高质量发展实施方案》	2025年12月26日	推动金融行业数字化转型，为数据资产ABS等数字金融创新提供政策支持。
2	《国有资产法（草案）》	2025年12月22日	首次将“数据资产”纳入法律监管范畴，为公共数据资产化奠定法律基础。
3	《政务数据共享条例》	2025年5月28日	规范政务数据共享机制，推动公共数据资源开发利用。
4	《公共数据资源登记管理暂行办法》	2025年1月8日	国家发展改革委、国家数据局联合印发，规范公共数据资源登记管理。
5	《公共数据资源授权运营实施规范（试行）》	2025年1月8日	国家发展改革委、国家数据局联合印发，规范公共数据授权运营。
6	《关于完善数据流通安全治理 更好促进数据要素市场化价值化的实施方案》	2025年1月6日	由六部门联合印发，提出促进数据要素合规高效流通利用，释放数据价值。
7	《国家数据基础设施建设指引》	2024年12月31日	国家发展改革委等3部门联合印发，推动数据基础设施规模化部署、系统化应用。
8	《关于促进数据产业高质量发展的指导意见》	2024年12月30日	国家发展改革委等6部门联合印发，推动数据产业高质量发展。
9	《关于促进企业数据资源开发利用的意见》	2024年12月20日	国家数据局等5部门联合印发，推动企业数据资源开发利用。
10	《可信数据空间发展行动计划（2024-2028年）》	2024年11月21日	国家数据局印发，组织开展企业、行业、城市三类可信数据空间试点工作。
11	《关于加强行政事业单位数据资产管理的通知》	2024年2月5日	财政部印发，规范行政事业单位数据资产管理。
12	《关于加强数据资产管理的指导意见》	2023年12月31日	财政部印发，明确了数据资产的资产属性，提出依法合规推动数据资产化、健全数据资产价值评估体系、严防数据资产应用风险等12项主要任务。
13	《“数据要素”×三年行动计划（2024-2026年）》	2023年12月31日	由国家数据局等17部门联合印发，提出打造300个以上典型应用场景，充分释放数据要素乘数效应。
14	《数据资产评估指导意见》	2023年9月8日	中国资产评估协会印发，为数据资产价值评估提供方法指导。
15	《企业数据资源相关会计处理暂行规定》	2023年8月1日	财政部印发，规范企业数据资源入表会计处理。
16	《中共中央国务院关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》	2022年12月2日	首次提出建立“数据资源持有权、数据加工使用权、数据产品经营权”分置的产权运行机制，为数据产权制度奠定基础。
17	《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》	2020年3月30日	首次将数据与土地、劳动力、资本、技术并列作为生产要素。

资料来源：公开资料

在数据资产证券化业务实践中，为明确产品属性、规范市场标识，深圳证券交易所通过窗口指导与公开培训，明确了数据资产ABS产品的直接命名与贴标两类标识标准。该标准从现金流、基础资产、募集资金三个核心维度设定量化门槛，为市场主体开展相关业务提供了清晰指引。

1. 以“数据资产”直接命名标准

(1) 现金流：基础资产现金流70%以上来源于数据资产转让等方式所形成的收入；

(2) 基础资产：基础资产70%以上为数据资产融资所形成的债权；

(3) 募集资金：转让基础资产所得资金70%以上用于取得数据资产。

2. 以“(数据资产)”贴标标准

(1) 现金流：基础资产现金流50%以上来源于数据资产转让等方式所形成的收入；

(2) 基础资产：基础资产50%以上为数据资产融资所形成的债权；

(3) 募集资金：转让基础资产所得资金50%以上用于取得数据资产。

发行统计

2025年成为我国数据资产ABS发展的“元年”，标志着这一金融产品从试点探索进入规模化发行的初始阶段。自2025年首单数据资产ABS“平安-如皋第1期资产支持专项计划（数据资产）”成功落地后，数据资产ABS在交易所端的申报与受理规模呈现井喷式增长，市场正从试点探索加速迈入规模化发展阶段。2025年全

年我国成功发行数据资产ABS产品共10单, 发行金额合计41.80亿元; 2026年上半年成功发行数据资产ABS产品共27单, 发行金额合计189.42亿元。

地区分布方面, 2025年已发行项目覆盖江苏、广西、安徽、湖北、天津、西藏等多个省市自治区。2026年以来进一步扩展至河南、山东、甘肃等地区, 区域覆盖面持续扩大。

在贴标方式上, 截至2026年6月底, 数据资产贴标类为32单, 数据资产赋能为5单。

三、数据资产ABS的主流模式与案例分析

与传统资产证券化不同, 数据资产ABS的核心标的是数据资产这一新型无形资产, 其价值形成、现金流产生机制具有独特性。从当前实践看, 数据资产仍仅作为质押增信或风控赋能手段, 尚未成为独立的底层基础资产。

第一种模式为数据资产质押模式, 该模式下, 数据资产主要作为增信手段参与资产证券化过程。发行主体将其合法拥有的优质数据资产质押给专项计划或增信机构, 通过数据资产的价值为基础资产池提供额外的保障, 降低融资成本。

第二种模式为数据资产赋能模式, 该模式下数据资产主要作为赋能手段参与资产证券化过程。发行主体引入数据资产服务机构, 对相关业务数据进行合规审核与价值认证, 通过数据资产赋能基础资产的全流程管理, 为中小微企业破解融资难题提供支撑。

质押模式：以数据资产价值为核心的增信路径

“平安-如皋第1期资产支持专项计划（数据资产）”是国内首单落地的数据资产ABS产品, 采用数据资产质押作为ABS增信模式, 拓展了传统ABS以实物资产、信用担保为主的增信局限, 体现出数据资产具备可用于融资担保的价值载体特征。

专项计划原始权益人将其持有的对下游客户的应

收账款打包入池, 以出质人持有的在南京市公共资源交易中心挂牌登记的交通、港口等领域的数据资产进行质押担保, 数据资产质押占比超过50%。

该模式的核心逻辑是“数据确权+质押担保”: 首先, 4笔数据资产权利人作为出质人, 确保数据资产的归属清晰、权责明确; 其次, 出质人将其持有的数据资产在相关产权交易所完成挂牌登记, 通过专业机构的审核与登记, 实现数据资产的合法确权、价值评估与公示, 为质押行为提供合法合规的基础; 最后, 出质人将该等已确权登记的数据资产质押予原始权益人, 当基础资产出现违约风险时, 专项计划可通过处置质押的数据资产, 弥补相关损失。

赋能模式：以数据资产应用为核心的风控路径

“国海证券-通盛租赁第14期普惠资产支持专项计划（数据资产赋能）”是市场上采用数据资产辅助运作的典型ABS产品, 该产品将数据资产的应用能力融入ABS的资产筛选、管理与风控环节, 为普惠金融提供了一类可供参考的业务实施路径。

专项计划引入数据资产服务机构对通盛租赁业务系统中的客户行为数据、车辆运营数据、还款记录等动态信息进行合规审核与价值认证。计划管理人通过对上述数据的分析, 可完成资产质量判别、动态监测风险变化、优化资产入池标准。该模式的核心逻辑是“数据应用+资产服务”, 通过数据资产赋能基础资产的全流程管理与风险控制, 降低了资产证券化对传统增信措施的依赖, 为中小微企业融资提供了可复制的解决方案。

两种主流模式分别对应了不同类型数据资产与发行主体的需求, 对于拥有优质的、完成确权的大规模数据资产, 质押模式是更优选择; 对于拥有海量业务数据, 且具备数据应用能力的金融机构、科技企业, 赋能模式更具适配性。

总体而言, 质押模式与赋能模式的落地, 增加了数据资产的应用场景, 推动了数据要素与资产证券化

领域的深度融合，为数据资产的市场化流通与价值实现提供了可行路径，也为不同类型的市场主体提供了多元化的融资解决方案，对数据要素市场化相关实践形成补充。

四、数据资产ABS发展面临的问题与挑战

数据资产评估价值难以确定

价值评估是资产证券化的基础，而数据资产的无形资产特征使其价值评估成为行业公认的难题，尚未形成统一、科学、可落地的评估体系。

从评估方法来看，传统的资产评估方法包括成本法、市场法、收益法，但均难以直接适用于数据资产。成本法仅能核算数据资产的采集、存储、处理等前期投入，无法反映数据资产的未来收益能力与市场价格；市场法需要活跃的数据资产交易市场与可比交易案例，但当前我国数据要素市场仍处于培育阶段，数据资产交易规模小、案例少，缺乏可比的交易数据；收益法是当前数据资产评估的主要方法，但数据资产的未来收益与应用场景、运营能力、政策环境密切相关，现金流预测的准确性难以保证，折现率的确定也缺乏统一标准。

从评估要素来看，数据资产的价值受数据量、数据质量、数据时效性、数据应用能力等多重因素影响，不同因素的权重难以量化，且数据资产的价值具有非线性特征，并非随数据量的增加而线性增长，进一步增加了价值评估的难度。因此，金融机构与投资者无法准确判断基础资产的价值与证券产品的投资价值，数据资产难以作为独立的底层基础资产进行证券化。

同时，数据资产价值随时间波动显著的特征，进一步加大了价值评估的不确定性。与传统固定资产、金融资产不同，数据资产的价值具有明显的时效性，随时间推移呈现出复杂的波动特征，难以形成稳定的价值基础，这与资产证券化对底层资产价值稳定性的要求相矛

盾。同时，数据资产的价值还受技术发展、市场需求、政策变化的影响，如新技术的出现或者政策的调整均可能导致其价值大幅波动。这一特征使得数据资产未来现金流的预测难度大幅提升，而稳定的未来现金流是资产证券化的核心基础，进一步制约了其作为独立底层资产的可行性。

数据资产登记标准存在区域差异

数据资产的确权与登记是其参与证券化的前提，只有明确数据资产的权属，完成合法合规的登记，才能实现资产的转让、质押、处置，保障投资者的合法权益。但当前我国数据资产登记标准存在明显的区域差异，尚未形成全国统一的登记体系，制约了数据资产的跨区域流通与证券化运作。

我国多地已设立数据交易所，并开展数据资产登记试点工作，如上海、深圳、北京、浙江、广东等省市均出台了地方数据资产登记管理办法，建立了地方数据资产登记平台。但不同省市的登记标准存在明显差异，在登记主体、登记范围、登记流程、权属证明、登记效力等方面的规定各不相同。

区域间登记标准的不统一，导致数据资产的权属证明缺乏全国通用性，跨区域的资产证券化运作面临权属认定的难题，同时也增加了数据资产的登记成本与合规成本，使得发行主体难以将跨区域的优质数据资产整合为基础资产池，限制了数据资产ABS的规模与发展空间。

数据资产自身缺乏独立产生现金流的能力

数据资产能否作为独立的底层基础资产，核心在于其是否具备独立产生稳定现金流的能力。目前，大部分企业的数据资产并未形成独立的业务板块和收入来源，数据资产所产生的价值往往嵌入在企业主营业务之中，难以分离核算。

此外，数据资产是否拥有持续付费的客群、是否形

成稳定的收费模式,也是判断其能否独立产生现金流的关键。如果企业没有将数据资产作为独立业务进行运营和财务核算,那么即使完成了权属登记和评估,后续的现金流归集也会存在障碍,无法满足资产证券化对底层资产现金流独立、稳定、可预测的要求。因此,推动数据资产直接作为底层基础资产,首先需要企业建立数据资产的独立核算体系,培育数据产品的收费模式,形成可验证的现金流记录。

数据资产自身缺乏独立运营能力

数据资产的价值实现高度依赖于运营主体的技术能力、运营能力、市场渠道、客户资源等,若运营主体发生破产清算,其数据资产的运营能力将丧失,数据资产无法独立产生现金流,即使完成了数据资产的权属转让,也无法实现资产的独立运营与现金流的稳定产生。

此外,数据资产的运营还需要持续的技术投入、人力投入与资源投入,如数据的存储、维护、更新、挖掘等,这些投入均依赖于运营主体的持续经营,脱离运营主体的单独数据资产不具备产生稳定现金流的能力。这种深度绑定关系使得数据资产难以满足资产证券化对底层资产独立性、可拆分性、独立现金流产生能力的要求,无法实现真正意义上的破产隔离。

五、数据资产ABS未来发展方向展望

当前数据资产ABS仍处于“间接参与”的初级发展阶段,核心矛盾集中于确权难、估值难、破产隔离难。未来,随着区块链技术的应用与政策体系的完善,数据资产ABS将重点围绕以下方向实现突破,逐步实现从“间接参与”到“直接作为底层资产”的跨越。

推动数据资产成为独立的底层基础资产

针对当前数据资产估值难、破产隔离难的核心痛

点,未来将通过技术与制度的双重完善,实现数据资产独立作为ABS底层基础资产的突破。

一是通过收益法评估模型的标准化优化、数据资产交易案例的持续积累,建立全国统一、可落地的数据资产价值评估体系,明确评估参数、折现率的选取标准,解决估值难、现金流预测难的核心问题;二是通过监管制度的完善,明确数据资产作为底层基础资产的法律属性,界定其作为基础资产的合规形式(包括数据产品经营权收费权、数据资产转让形成的债权等),设计适配的交易结构,通过特殊目的载体(SPV)实现数据资产的真实出售与权属隔离;三是借助区块链技术的去中心化、不可篡改、可追溯、智能合约等核心特征,破解数据资产的确权难、运营过程不透明、现金流管控难的问题,为数据资产的独立运营与破产隔离提供技术支撑,区块链技术将重点应用于数据资产全生命周期的确权登记、运营数据存证、现金流智能分配三大核心场景,针对性解决当前行业痛点。

完善行业生态与全国统一监管标准

针对当前登记标准区域不统一、行业生态不完善的问题,监管部门应以国家数据局《数据产权登记工作指引(试行)》为重要抓手,聚焦登记、确权、交易、监管全环节,推动构建全国统一的数据资产登记、确权、交易、监管标准体系,打通“数据资产确权—评估—交易—证券化—监管”的完整链条,培育壮大数据资产评估、运营、证券化等专业服务机构,完善行业生态体系。

目前,该指引已面向社会公开征求意见(截至2025年底),围绕登记机构管理、登记流程规则、登记凭证应用三大核心,为数据产权登记活动提供全面、系统、科学的规范指导。未来应在此基础上,聚焦登记、确权、交易、监管全环节,推动构建全国统一的数据资产登记、确权、交易、监管标准体系,打通“数据资产确权—评估—交易—证券化—监管”的完整链条,培育壮

大数据资产评估、运营、证券化等专业服务机构，完善行业生态体系。

同时，基于全国统一的数据资产登记与交易平台，打破行业与区域壁垒，推动数据资产的跨行业、跨区域整合与证券化，实现数据资产的规模化运营与价值挖掘，提升数据要素的市场化配置效率。

实现产品与发行主体多元化发展

在统一标准体系建立的基础上，分阶段实现产品与发行主体的多元化发展。针对当前已落地的贴标类数据资产ABS产品，未来将进一步丰富产品类型，涵盖短、中、长期不同期限，高、中、低不同风险等级，满足不同投资者的配置需求；发行主体将从当前的国资企业、行业龙头企业，向中小科技企业、传统行业数字化转型企业延伸，更多拥有优质数据资产的轻资产企业将通过数据资产ABS实现融资。同时，基于全国统一的数据资产登记与交易平台，打破行业与区域壁垒，推动数据资产的跨行业、跨区域整合与证券化，实现数据资产的规模化运营与价值挖掘，提升数据要素的市场化配置效率。

压实底层资产质量，严控变相新增隐债

在地方财政收支压力背景下，一些创新性的金融产品易成为城投公司绕道监管的套利工具。数据资产ABS具有底层资产属性新颖、估值体系尚未统一的特点，进一步抬高了变相违规举债的隐蔽性。2026年5月，审计署发布的《数据资产融资：现状、风险及审计策略建议》提出数据资产融资存在“政企隐性关联”与“财政安全”两大风险。2026年6月初，为严控通过数据资产证券化变相新增隐债，交易所窗口指导全面收紧数据资产ABS。

2026年6月5日，“中铁一局数据资产1期资产支持专项计划”成功发行，该案例印证了监管层对数据资产ABS并未实施全面限制：只要项目不涉及新增隐性

债务、底层数据资产具备真实性与合规性，亦可正常申报发行。

未来，数据资产证券化需将底层资产质量作为风险管控的核心：针对资产池债务人，需满足不涉及隐性债务、通过“335指标”核查、资产分散度达标等硬性条件；针对数据资产本身，则重点核验是否具备真实性、权属合规性、可稳定生成真实现金流、拥有市场化处置变现价值三大要点。需切实以真正的数据资产作为底层标的，避免借相关产品规避监管、变相开展城投类融资的行为，从源头堵截公共数据ABS异化为地方隐性举债的工具。

六、结论

数据资产ABS的发展具备相应的产业与政策基础，数字经济发展、国家政策支持以及地方国资与金融机构的需求共同推动其前行。数据资产直接作为ABS底层资产的核心前提是其能够独立产生稳定、可预测的现金流，并建立独立的核算体系与收费模式。未来，行业各方应协同推进如下方面：一是建立全国统一、可落地的数据资产价值评估体系；二是夯实数据资产独立运营与破产隔离的制度基础，探索收费权类模式，通过“SPV+信托”结构实现真实出售；三是将区块链技术与数据资产证券化深度结合，应用于确权登记、运营数据存证和现金流智能分配；四是依托全国统一的数据产权登记与监管体系，打通“确权—评估—交易—证券化—监管”完整链条；五是严格核查债务人及数据资产，压实底层资产质量，严控变相新增隐债；六是建立全国统一的数据资产ABS发行和存续期管理等全流程标准，推动数据资产证券化走向规范化。在此基础上，数据资产ABS将切实助力轻资产企业融资，全面落地科技金融与数字金融要求，助力金融“五篇大文章”高质量推进，成为数字经济时代金融服务实体经济的重要工具。 ▮

债市信用风险事件统计

一、违约情况

2026年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2.25亿元; 重复违约³主体1家, 涉及到期违约债券2期, 到期违约债券规模3.50亿元。

截至7月31日, 2026年我国债券市场新增违约主体2家⁴, 涉及到期违约债券2期, 到期违约债券规模2.89亿元, 违约家数、期数和规模较上年同期(8家、15期和133.09亿元)大幅下降。重复违约主体6家, 涉及到期违约债券8期, 到期违约规模约125.42亿元, 违约主体家数、期数和规模均较上年同期(4家、7期、13.68亿元)有所上升(见表1)。

二、信用等级调整⁵情况

2026年7月, 我国债券市场有5家发行人主体级别发生上调, 有5家发行人主体级别发生下调; 有1家发行人主体展望发生下调, 无发行人主体展望上调。

截至7月31日, 2026年我国债券市场有25家发行人主体级别发生上调, 较上年同期(54家)有所下降; 有47家发行人主体级别发生下调, 较上年同期(51家)有所下降。无发行人主体展望发生上调, 较上年同期(3家)有所下降; 有5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7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—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	8	26	201.69	17	34	336.61	13	23	233.63	2	2	2.89
重复违约	12	30	115.61	14	38	278.25	5	10	41.67	6	8	125.42

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			
	2023年	2024年	2025年	2026年1—7月	2023年	2024年	2025年	2026年1—7月
调升数量(家)	86	69	69	25	7	2	3	0
调降数量(家)	37	65	52	47	26	11	5	5

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

同业拆借中心发布《境内合格机构投资者参与银行间债券市场账户业务操作细则》

2026年7月13日, 全国银行间同业拆借中心发布《境内合格机构投资者参与银行间债券市场账户业务操作细则》(以下简称《操作细则》), 进一步规范境内合格机构投资者参与银行间债券市场账户业务。《操作细则》包括总则、账户开立及联网、账户变更、账户注销、附则共5章内容, 明确了账户开立、变更及注销的办理流程 and 材料清单, 法人类和非法人类合格机构投资者在办理部分业务时遵照不同的程序。《操作细则》的发布和实施, 将规范合格机构投资者参与银行间债券市场账户业务的操作流程, 引导相关工作有序开展。

(摘自中国货币网, 2026年7月13日)

中债登等联合发布《银行间债券市场跨托管机构债券借贷业务细则》

2026年7月17日, 中央国债登记结算有限责任公司等多家机构联合发布《银行间债券市场跨托管机构债券借贷业务细则》(以下简称

《业务细则》), 进一步规范银行间债券市场跨托管机构债券借贷业务。《业务细则》共包括24条内容, 规范了跨托管机构债券借贷首期结算、到期结算的业务流程, 明确了标的券或质押券付息或兑付情形下的处理方式。此外, 对于债券借贷发生违约、到期结算失败等特殊情况的处理也做出了规范。《业务细则》的制定与实施, 有助于推动跨托管机构债券借贷业务的有序开展, 规范市场行为, 同时也有助于提升业务自动化处理水平。

(摘自中国货币网, 2026年7月17日)

交易商协会发布《关于进一步规范熊猫债信用评级相关事宜的通知》

2026年7月21日, 交易商协会发布《关于进一步规范熊猫债信用评级相关事宜的通知》(以下简称《通知》), 一是强调熊猫债评级工作应按照监管规定、自律规则开展, 二是要求评级机构公布信用等级定义以及与国际主流信用等级的映射关系, 三是明确将加强熊猫债评级质量自律管理。《通知》

自2026年8月1日起开始施行, 《通知》的实施将进一步提升熊猫债信用评级质量, 为熊猫债市场发展奠定有利基础。

(摘自交易商协会网站, 2026年7月21日)

沪深交易所修订资产支持证券相关指引

2026年7月24日, 上交所和深交所分别发布《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第2号——大类基础资产(2026年修订)》和《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第2号——审核重点关注事项(2026年修订)》, 新增专章明确不动产基础资产通用审核关注要点、明确不动产证券化特别规定, 同时完善债权类、未来经营收入类、不动产抵押贷款等大类基础资产审核关注要点。上述文件的发布和实施, 明确了不动产基础资产的挂牌条件、信息披露以及不动产证券化业务的特别规定, 对原有指引进行了优化调整, 提升了指引的适应性。

(摘自沪深交易所网站, 2026年7月24日)

市场动向 Market Trends

全国首单收益挂钩科创私募公司债发行

2026年7月17日, 陕西金资基金管理有限公司2026年面向专业投资者非公开发行科技创新公司债券(收益挂钩)(第一期)于上交所正式发行。该债券为全国首单收益挂钩科创私募公司债, 也是陕西省属私募股权投资机构发行的首支科技创新公司债。本期债券发行规模5亿元, 存续期限10年, 票面利率2.09%, 全场认购倍数高达3.26倍。本次募集资金将全部专项投向科创领域, 重点布局高端装备制造、航空航天、新一代信息技术、生物医药等战略性新兴产业与未来产业, 依托长期耐心资本支持硬科技企业全周期发展, 持续为陕西科技金融高质量发展赋能增效。

(摘自证券时报网, 2026年7月21日)

全国首单“提振消费”公司债完成发行

2026年7月23日, 北京祥龙资产经营有限责任公司在上交所完成

全国首单“提振消费”公司债券发行。本期债券发行规模10亿元, 期限3年, 全场认购倍数2.6倍, 票面利率1.60%, 创下北京市国有企业同类型债券发行利率历史最低。本期募集资金拟用于补充发行人汽车服务与贸易、商贸服务及现代物流等日常生产经营所需流动资金等合法合规用途。本次发行将有力支撑企业主营业务提质扩容, 持续赋能汽车消费、商贸流通、老字号国货升级等核心促消费板块发展, 为首都消费市场提质扩容注入强劲动能, 为扩大内需战略持续贡献力量。

(摘自新浪财经, 2026年7月24日)

全国首单Token算力工厂科创债券落地无锡

2026年7月14日, 无锡高新区科创产业发展集团有限公司在上交所发行“2026年面向专业投资者非公开发行科技创新公司债券”。该债券是全国首单专项用于Token算力工厂建设的科技创新公司债券, 成功打通了资本市场

与AI底层算力基础设施之间的直接融资通道。本期债券发行规模为6亿元, 期限5年, 票面利率为2.03%。此次发行创江苏省全评级同期限私募科技创新公司债券票面利率新低, 有效降低了企业综合融资成本。

(摘自无锡市人民政府网, 2026年8月4日)

玉兰发行模式离岸债券首次实现在港交所和新交所同步上市

2026年7月16日, 浦发银行的玉兰发行模式离岸债券簿记成功, 首次实现在港交所和新交所同步挂牌上市, 规模30亿元人民币, 期限3年, 利率1.68%。该发行吸引了全球70余家投资者, 除境内投资者外, 英国、法国、韩国、新加坡等境外投资者积极参与认购, 实现玉兰发行模式最广投资者覆盖和最高峰值认购倍数。本次发行反映了玉兰发行模式的国际认可度逐渐提升, 同时市场协同联动效用得以展现, 为玉兰发行模式的创新发展注入了市场信心。

(摘自新华财经, 2026年7月16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7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65395.00亿元逆回购、24000.00亿元买断式逆回购、5000.00亿元中期借贷便利（MLF）和2500.00亿元的国库现金定存操作，同时有67890.00亿元逆回购、17000.00亿元买断式逆回购、4000.00亿元中期借贷便利（MLF）及2200.00亿元国库现金定存到期，全月实现净投放5805.00亿元。在此背景下，2026年7月，1年期短融和3年期公司债的平均发行利率（1.84%和1.78%）均较6月（1.67%和1.76%）有所上升，5年期中票的平均发行利率（1.93%）较6月（1.98%）略有下降。

表1 2026年6月—2026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	
	2026年6月	2026年7月	2026年6月	2026年7月	2026年6月	2026年7月
AAA	1.77	1.98	1.76	1.79	1.86	1.86
AA+	1.59	1.66	1.77	1.77	2.18	1.98
AA	1.66	1.78	--	--	2.45	--
平均发行利率	1.67	1.84	1.76	1.78	1.98	1.93

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





2026年7月，银行间固定利率国债1年期到期收益率走势平稳。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（1.98%、1.66%和1.78%）较6月（1.77%、1.59%和1.66%）均有所上升。

2026年7月，交易所国债3年期到期收益率走势平稳。3年期AAA级平均发行利率（1.79%）较6月（1.76%）略有上升，AA+级公司债的平均发行利率（1.77%）与6月持平。

2026年7月，银行间固定利率国债5年期到期收益率走势平稳。5年期AAA级中票平均发行利率（1.86%）与6月持平，AA+中票平均发行利率（1.98%）较6月（2.18%）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

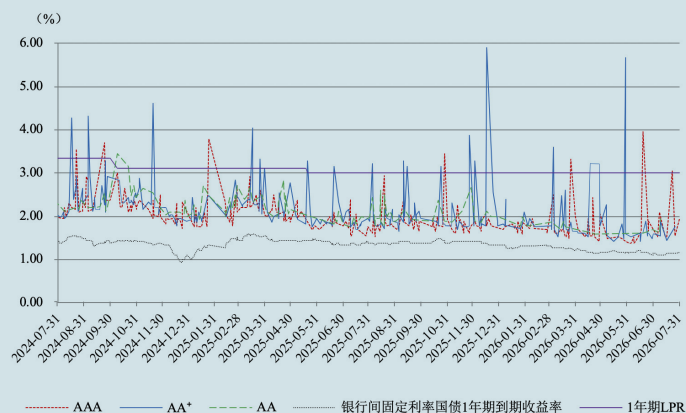


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

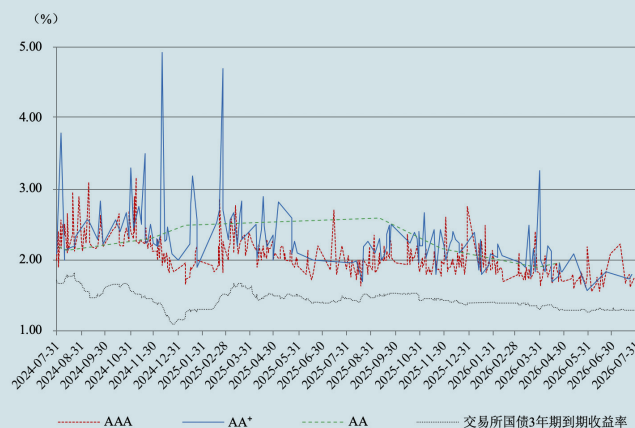
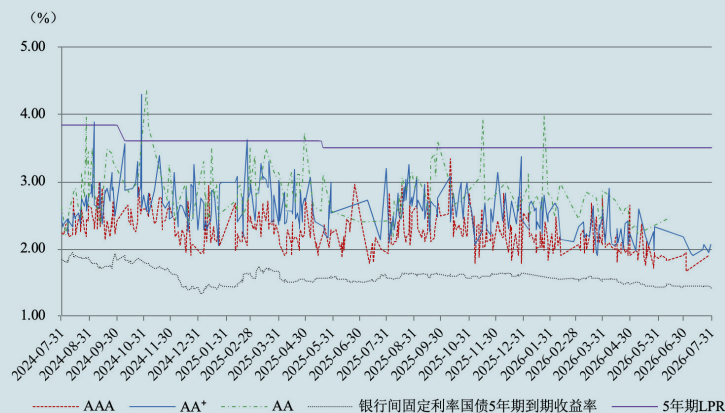


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2023年—2026年7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—7月	
				数值 (万亿元)	同比
GDP	5.4	5.0	5.0	--	--
规模以上工业增加值	4.6	5.8	5.9	--	5.3
固定资产投资总额 (不含农户)	3.0	3.2	-3.8	26.0	-6.7
社会消费品零售总额	7.2	3.5	3.7	28.8	1.2
出口总额	0.6	7.1	6.0	17.4	14.0
进口总额	-0.3	2.2	0.8	12.7	22.0
CPI	0.2	0.2	0.0	--	0.9
PPI	-3.0	-2.2	-2.6	--	1.8
社会融资规模存量	9.5	8.0	8.3	463.3	7.4
M2余额	9.7	7.3	8.5	355.5	7.7
人民币贷款余额	10.6	7.6	6.4	282.3	5.1

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)				
	2023年	2024年	2025年	2026年1—7月	2026年1—7月 同比 (%)	2023年	2024年	2025年	2026年1—7月	2026年1—7月 同比 (%)
政府债	2366	2224	2655	1471	1.17	205924.08	221731.49	266018.86	151076.71	-7.27
国债	192	194	206	117	-5.65	112670.40	123970.61	163117.90	84987.50	-11.76
地方政府债	2174	2030	2449	1354	1.80	93253.68	97760.88	102900.96	66089.21	-0.76
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	11134	-15.31	257134.40	314208.20	338172.90	189419.90	-4.61
金融债(人民银行)	1470	1457	1892	703	-37.57	85418.50	90905.00	122283.90	47242.18	-41.13
政策银行债	823	756	1065	394	-46.47	54741.20	53696.70	78608.50	25284.60	-53.91
商业银行债	312	317	411	99	-45.90	24402.90	29488.90	35748.70	18092.28	-16.27
保险公司债	23	17	27	18	63.64	1121.70	1175.00	1042.00	425.10	-14.29
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	20	-31.03	305.00	961.00	640.00	470.00	-15.32
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	165	13.01	4529.70	4761.40	5741.70	2874.20	21.24
其他金融机构债	12	47	29	7	-63.16	148.00	702.00	373.00	96.00	-59.83
债务融资工具(NAFMII)	9642	10448	9896	5557	-3.27	85799.94	97179.57	95095.89	51826.82	-6.58
中期票据	3189	4872	4977	2762	-5.57	29643.97	48647.78	50427.87	24417.87	-18.91
定向工具	1225	1237	1072	589	-8.54	7522.02	6840.46	5726.27	3382.39	-0.47
短期融资券	704	658	675	273	-26.22	5300.71	6281.24	5404.57	2874.79	7.13
超短期融资券	4520	3677	3161	1923	6.89	43173.25	35210.09	33092.18	20810.27	9.66
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	100.00	35.00	0.00	70.00	121.50	143.00
国际开发机构债	3	4	8	6	20.00	125.00	200.00	375.00	220.00	-13.73
公司债(证监会)	5809	5390	6656	4215	12.31	52866.93	49512.77	58868.97	40047.91	26.11
公募公司债	1779	1971	2433	1455	9.23	23742.66	24644.88	30658.41	21440.84	37.95
私募公司债	3590	3283	4114	2688	14.09	25358.81	23560.65	27029.42	17708.62	13.97
可转债	142	43	50	46	91.67	1423.60	387.77	653.23	560.16	43.31
可交换债	29	14	26	19	35.71	334.06	319.40	285.50	269.29	115.43
企业债	269	79	33	7	-74.07	2007.80	600.07	242.41	69.00	-57.12
政府支持机构债	21	2	28	15	-42.31	1930.00	100.00	1560.00	880.00	-40.14
资产支持证券	4785	5702	6593	3847	9.60	18773.77	20416.91	23241.86	13610.03	15.80
证监会主管ABS	3667	3780	4439	2824	20.58	12058.00	12470.19	14606.11	9393.15	25.38
交易商协会ABN	629	1495	1636	770	-16.40	3220.08	5242.94	5720.53	2692.17	-9.45
金监总局主管ABS	489	427	518	253	2.43	3495.69	2703.79	2915.22	1524.71	18.36
合计	51008	51743	49634	26942	-6.32	708447.63	795122.34	905792.38	494103.54	-8.96

注: 本表统计口径为Wind中截至2026年8月14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

联合资信为印度尼西亚共和国发行的首笔主权熊猫债券提供信用评级服务

2026年7月23日，印度尼西亚共和国（以下简称“印度尼西亚”）在中国银行间债券市场成功发行70亿元人民币债券（主权熊猫债券），创主权熊猫债市场首发规模纪录新高，同时也是主权熊猫债市场单次发行规模最高纪录，本次发行为印度尼西亚政府类主体首次发行主权熊猫债券。通过对印度尼西亚及本期主权熊猫债券信用状况的综合分析及评估，联合资信确定印度尼西亚主体区域长期信用等级和本期主权熊猫债券信用等级均为AAA，评级展望为稳定。

受益于监管政策持续释放利好、人民币融资成本优势愈发突出、人民币汇率趋稳等因素，熊猫债券发行规模持续增长。2026年以来，熊猫债券市场发行持续火热，截至7月下旬年内新发债券规模已突破1900亿元，较上年同期增长逾67%，已超



过2025年全年发行规模。在境内融资成本低位运行、人民币国际化进程稳步推进、存量到期带来的再融资需求维持高位，以及发行主体向全球多元化扩容等多重积极因素的共同驱动下，预计年内熊猫债券发行

规模将继续刷新历史纪录。

联合资信多年来深耕熊猫债券信用评级市场，是目前主权熊猫债券市场中受评主体数量最多、受评主体覆盖区域最广、受评债券规模最大的评级机构，已为包括匈牙利、沙迦酋长国、斯洛文尼亚、哈萨克斯坦、葡萄牙、菲律宾等在内的多个主权/次主权类主体发行的主权熊猫债券提供过信用评级服务，长期保持在主权熊猫债券评级市场的领先地位，并深受合作客户认可。

联合资信具备资深的熊猫债券评级专业团队、丰富的熊猫债券评级经验以及广泛的市场认可度，在熊猫债券评级领域具有领先地位和核心优势。未来联合资信将不断精进评级技术，同时依托专业优势和品牌影响力继续为熊猫债券评级市场提供专业信用评级服务，助力熊猫债券市场的深层次、高质量发展。



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