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 SEPTEMBER

热点聚焦

关于推动绿色和科创债市场发展的几点建议

艾仁智 陈 茵 刘景允 林 青

推动科技金融行稳致远的历史镜鉴——科技股波动背后的制度思考

吴 玥 王 妍 陈 茵

科技创新ABS助力金融“五篇大文章”的路径探索

张君瑶 孙歌珊 张博文

特别策划

债券市场信用风险总量逐步收敛，结构压力仍存

——2026年上半年我国债券市场违约回顾与下半年展望

郝 帅 薛逸竹 何苗苗

积极财政政策提质增效，地方债务迈向长效治理

——2026年上半年地方政府债券市场观察及下半年展望

夏妍妍 李 琳 顾一凡

发行扩容成交趋缓，创新迭出监管趋严——2026年1—7月ABS市场复盘

曲 怡 张宇祺

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“走进北交所”活动圆满举办



2026年8月25日，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）、浙商证券有限责任公司（以下简称“浙商证券”）联合主办，联合咨询、森浦Sumscope协办的“K型分化寻新策·债市投研掘良机——2026走进北交所专题沙龙”在北京证券交易所圆满举办。活动立足国内经济K型分化加深、“低利率”与“资产荒”并存的市场环境，围绕债市投研与资产配置的前沿议题开展深度研讨，为债券市场服务新质生产力、挖掘结构性投资机会凝聚行业共识与发展合力。金融投资机构、产业类企业等多方代表齐聚现场。本次活动从宏观研判、信用风险管理、AI产业影响到信用债配置等多个维度展开专业分享。

本次活动成功搭建了债市多方主体的交流对话平台，凝聚了债券市场应对K型分化、重塑投研与配置策略的行业共识。未来，联合资信将继续坚守专业评级初心，持续迭代战新产业与科创领域的评级技术与研究服务能力，以扎实服务护航实体经济，携手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 Lianhe Credit Research 信用研究

主办单位 Sponsors

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

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

编委会
Editorial Committee
（按姓氏笔画顺序排列）

丁继平　于　良　万华伟　王安娜　王丽娟　王　妍　王　治　王宝卉　王　娟　王　越　王伟志　王蛟龙　申中一　任贵永
庄　园　刘克东　刘洪涛　刘晓佳　刘晓濛　刘　颖　刘　睿　闫　蓉　孙　与　孙汝汀　杜　洲　李小建　李天娇　李　云
李　杰　李少龙　李　珍　李　晶　李福剑　杨世龙　杨　爽　时　南　张　丽　张连娜　张　祎　张　勇　张　莉　张　雪
陈诣辉　陈　茵　陈剑锋　陈　凝　邵　天　林　青　罗伟成　罗　娟　马尚华　周　婷　周晓辉　周　旭　官　雪　郎　朗
孟　悦　赵晓丽　钟　用　袁　芳　贾二柳　徐　阳　徐博闻　高宇欣　高景楠　高　鹏　唐玉丽　黄凯伦　鹿永东　韩　夷
谭心远　崔雪松

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

编辑部地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦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

内部刊物 仅供参考 版权所有未经许可不得转载

Contents

2026 SEPTEMBER

目录



热点聚焦 Hot Topic

关于推动绿色和科创债市场发展的几点建议 P02
联合信用 艾仁智 陈 茵 刘景允 林 青

推动科技金融行稳致远的历史镜鉴——科技股波动背后的制度思考 P10
联合资信 吴 玥 王 妍 陈 茵

科技创新ABS助力金融“五篇大文章”的路径探索 P17
联合资信 张君瑶 孙歌珊 张博文

特别策划 Feature

债券市场信用风险总量逐步收敛，结构压力仍存——2026年上半年我国债券市场违约回顾与下半年展望 P22
联合资信 郝 帅 薛逸竹 何苗苗

积极财政政策提质增效，地方债务迈向长效治理——2026年上半年地方政府债券市场观察及下半年展望 P30
联合资信 夏妍妍 李 琳 顾一凡

发行扩容成交趋缓，创新迭出监管趋严——2026年1-7月ABS市场复盘 P37
联合资信 曲 怡 张宇祺

行业研究 Industry Research

水泥行业2026年半年度信用风险展望 P46
联合资信 刘丙江 李林洁

钢铁行业2026年半年度信用风险展望 P54
联合资信 张 帆 刘 鹏

信用风险 Credit Risk

债市信用风险事件统计 P61
财务管理失衡与资金链紧绷的风险耦合:瑞茂通违约回顾与预警有效性分析 ——联合风险预警模型系列研究 P62

政策资讯 Policy & Information

政策指南 P66
市场动向 P67

市场数据 Market Data

债券发行利率走势 P68
宏观经济及债券市场数据 P70



引言

2026年以来，我国债券市场在稳健运行中持续迭代升级，市场结构持续优化、信用风险格局稳步重塑、监管体系日趋完善。同时科创金融、绿色金融等新兴领域加速提质，成为资本市场服务实体经济的核心抓手。立足年内市场新形势、行业新变化，本期聚焦科技金融、债市运行复盘与风险研判，以期为读者提供兼具前瞻深度与实务价值的参考。

本期热点聚焦栏目立足金融服务实体经济战略导向，聚焦绿色与科创金融高质量发展。相关文章既针对绿色、科创债市场建设提出务实发展建议，助力特色债券市场规范化、规模化发展；又立足资本市场发展历史，结合科技股波动现状复盘科技金融制度建设经验与不足，以思辨视角探寻科技金融稳健发展路径。

本期特别策划栏目聚焦债券市场核心细分领域，完成阶段性市场全景复盘与前瞻研判。栏目三篇文章分别从全市场信用风险、地方政府债券、ABS市场三大维度展开，系统回顾2026年上半年债券违约态势，剖析市场总量收敛、结构分化的风险特征，解读积极财政下地方债务长效治理发展路径，复盘ABS市场扩容创新与监管趋严的运行新格局，展现当前债市运行态势与潜在挑战，为市场研判提供专业参考。



关于推动绿色和科创债市场发展的几点建议

文|联合信用 艾仁智 陈 茵 刘景允 林 青

一、背景

在全球可持续发展的时代背景下，和平发展、绿色发展、科技发展已成为重塑国际治理格局、平衡经济增长与生态安全、驱动未来产业变革的三大核心支柱。中国作为负责任大国，既在“双碳”目标与创新驱动战略中展现出坚定承诺，也具备从政策引导、市场机制到产业实践的系统性优势，理应在上述领域发挥建设性引领作用，为全球可持续发展贡献中国方案。基于此，本文聚焦于绿色发展与科技创新两大主线，立足资本市场特别是债券市场这一直接融资的重要枢纽，提出若干兼具前瞻性与可操作性的政策建议，以期在风险可控前提下，更有效地引导社会资本向绿色低碳和科技创新领域倾斜，推动债券市场在服务国家战略中实现更高水平的质效提升。更为甚之，也将推动与之相关的人民币国际化、经济转型、动能转换等关键议题，有助于中国综合实力的进一步提升。

二、绿色债券市场

绿色债券现状与问题

1. 境内绿色债券市场

近年来，我国绿色债券市场在政策驱动下实现规模快速扩张，已成为绿色金融体系的重要组成部分。2025年全年绿色债券发行规模达1.08万亿元，首次单年度发行规模超万亿。2016年以来累计发行总规模达5.7万亿元，存续规模约2.4万亿元，规模稳居全球前列。然而，在市场快速扩容的背后，深层次结构性矛盾逐步显现，制约了其进一步服务“双碳”目标的效能。当前，境内绿色债券市场主要面临以下问题，亟需破解。

（1）“绿色贴牌化”现象严重，绿色属性缺乏收益挂钩

当前境内绿色债券市场普遍存在“重标签、轻实质”的倾向，市场主要在政策考核驱动下发展，通过标签化的绿色认证获得发行资格，募投绿色项目所产生的碳减排量等环境效益，尚未真正嵌入债券的定价机制与核心条款之中。这种脱节导致绿色属性缺乏溢价，发行人和投资人持续参与的积极性较低。

从发行成本来看，自2020年“双碳”目标提出以来，绿色债券市场快速增长，发行成本优势一度较为显著，2021至2024年间，绿色债券相较于可比普通债券的利差可达10BP左右。然而进入2025年，伴随全市场发行利率大幅下行，这一优势被急剧压缩，全年绿色债券相较于可比普通债券的发行利率利差仅约1BP甚至没有利差优势。分发行方式统计数据来看，2025年公募绿色债券发行样本188只，平均发行利率为2.01%，仅较可比普通债券（2.04%）低3BP；而私募绿色债券发行样本55只，平均发行利率为2.46%，反而较可比普通债券（2.42%）高出4BP，表明私募发行的绿色债券已完全丧失成本优势。绿色标签对发行人融资成本和投资者收益的影响已微乎其微，发行人更多将其视为提升企业对外形象、获取政策支持的“宣传工具”，绿色金融的政策激励功能没有得到充分发挥。

（2）缺乏与碳减排成效的实质性联动，环境效益与财务价值转化不足

当前绿色债券产品未建立“环境绩效—财务收益”

的传导机制，减排成效无法转化为可量化的经济价值。现有绿色债券未将发行利率、规模或本息偿付条件与绿色项目实际碳减排量、节能量等环境绩效指标挂钩。即便募投项目完成预定减排目标，发行人无法获得融资成本优惠，投资者亦无法分享环境溢价。

此外，绿色项目的碳减排效益缺乏有效的价值实现路径，减排量的潜在收益既未与债券条款绑定，也无法进入碳市场进行额外交易变现，更无法直接转化为发行人和投资人的财务收益或成本节约。从根本上看，碳市场与债券市场尚未形成有效联动，碳价信号未能有效传导至绿色债券定价，估值模型仍停留在传统信用分析框架，难以体现其环境价值，限制了碳资产的金融化应用空间。

（3）资产荒背景下投资者认购热情低迷，市场流动性与定价效率亟待提升

在低利率环境与“资产荒”叠加影响下，绿色债券对投资者的吸引力持续弱化。收益优势不足是核心制约，绿色债券因发行人信用评级较高发行利率普遍偏低，与高收益信用债、非标资产相比缺乏竞争力，在保险、银行理财等机构面临刚性收益考核的背景下，其“低收益”特征使其在资产配置中处于劣势。同时，国内ESG投资理念尚未普及，多数投资者仍以财务指标为核心决策依据，缺少对环境效益的定价能力，绿色溢价难以在市场中体现。此外，绿色债券在二级市场的交易频次和换手率低于普通信用债，流动性折价加剧了投资者对退出风险的担忧。加之目前缺乏针对绿色债券的税收减免、财政贴息或央行绿色再贷款等专项政策支持，难以扭转投资者“风险—收益”偏好，制约了市场需求端的持续扩容。

2.香港绿色债券市场

2018年香港特区政府启动绿色债券市场，香港金融管理局（HKMA）推出“绿色和可持续金融资助计划”，向在香港发行的合资格绿色和可持续债务工具提供资助，以推动当地绿色金融生态建设。据香港金融管理局及国际资本市场协会（ICMA）统计，截至2025年底，政府通过“绿色和可持续金融资助计划”累计发行等值约320亿美元的绿色债券（包括不同币种及年期的机构、零售及代币化债券），绿色债券发行市场占比在亚洲持续处于领先地位。同时，为巩固区域可持续金融中心地位，港交所推出国际碳交易平台Core Climate。香港绿色债券和可持续金融市场快速发展取得成效的同时，也存在以下问题和挑战。

（1）主要依靠政府补贴带动市场，市场规模小且内生动力不足

当前香港绿色债券市场的规模增长，主要依靠香港金融管理局“绿色和可持续金融资助计划”费用补贴的政策驱动。这种“政府补贴”的发展模式，虽然在起步阶段能够迅速提升绿色债券市场的发行规模，但由于发行人基于绿色项目现金流与绿色溢价的市场化融资意愿不足，市场规模持续快速增长的趋势难以维系。后续如果补贴政策逐步弱化或退出，市场能否持续稳定发展面临较大挑战。与境内绿色债券市场相比，香港绿色债券市场在发行人数量、发行规模等方面仍存在明显差距。

补贴降低了发行人成本，却未解决绿色属性与发行人和投资人收益关联问题。资助计划对合资格绿色债券的发行及外部评审费用提供了补贴，使发行人的融资成本下降，但募投项目本身的内部收益率并未因绿色标签获得二级市场的利差补偿。若2027年资助计划到期且政府发债放缓，部分依赖补贴的发行人可能退出市场。

市场仍属于“政策溢价型市场”，向“资产收益型市场”转型尚需时日。一方面，国际标准与香港本地绿色目录的对接增加了发行人的合规成本，资助计划以“符合香港绿色目录”作为补贴前提，可能诱发“为获补贴而绿化”的策略性行为，削弱市场定价自主性；另一方面，特区政府“政府可持续债券计划”与“基础建设债券计划”合计5000亿港元借款上限隐含财政约束，若因赤字压力政策放缓，市场进一步发

展受到制约。

（2）自愿碳交易市场发展滞后，环境权益价值闭环面临兑现瓶颈

2022年10月，港交所推出国际碳交易平台Core Climate，支持Verified Carbon Standard（VCS）、Gold Standard（GS）等国际自愿碳信用产品以港币或人民币结算。但平台交易规模仍处于低位，年成交量仅千万美元级，交易活跃度不足。此外，香港缺乏强制碳配额履约机制与本土核证标准体系，碳信用登记与注销环节依赖Verra等境外系统，导致在港项目产生的碳减排量难以在本地实现开发、流转与变现。碳价信号缺失使得绿色项目的碳减排环境效益无法有效资本化，投资者难以通过碳资产对冲气候政策风险。香港碳交易平台目前本质上还是国际通用标准下的碳信用产品二级分销平台，不掌握标准话语权，不具有规模化、体系化发展潜力。

政策建议

1.境内绿色债券市场

（1）推动含权债实体化，构建“碳减排—金融收益”挂钩联动机制

当前，境内绿色债券存在“重标签、轻实质”的核心问题，碳减排等环境效益难以转化为投资者可量化、可预期的财务回报，绿色金融的激励功能发挥不足。破解这一问题的关键，在于推动含权债从形式化向实体化转型，建立与碳减排成效直接挂钩的收益分配机制，真正实现环境价值的金融化表达。

所谓“含权债实体化”，是指发行与绿色项目实际碳减排量收益挂钩的浮动利率或收益分成型债券，使绿色债券从“静态标签”升级为“动态收益载体”。具体路径为：发行人在债券条款中明确约定票面利率浮动区间或额外收益分配比例，与绿色项目经核证的碳减排量交易收益形成刚性挂钩。具体模式为：项目运营期间产生的碳减排量，经具备资质的第三方机构依照统一方法学核证后，在全国碳排放权交易市场出售变现，所得收益按约定比例向投资者分配，由此将绿色项目的环境正外部性通过市场化手段内部化为投资者的真实收益，重塑绿色债券的风险收益特征。

从市场空间看，以全国碳市场允许5%的CCER抵消比例为基准，结合当前CCER市场价格约100元/吨的参考水平，全国碳市场重点排放单位年均排放量在80亿吨左右，CCER年需求潜力可达4亿吨，对应年度碳减排量抵消需求市场规模约400亿元。随着碳价稳步上行及抵消机制优化，以及叠加自愿碳中和市场需求该规模有望持续扩容。在此背景下，若将可再生能源、林业碳汇、绿色交通等具备稳定碳减排量产出的项目碳收益通过含权债形式向投资者开放，将显著提升绿色债券的投资吸引力。初步估算，具备碳减排收益潜力的绿色债券市场空间可达每年万亿元级别，有望成为绿色金融创新的新增长点。

为确保机制有效运行，需从制度层面予以保障：配套建立统一的绿色债券募投项目碳减排量核查与认证体系，与全国碳交易市场进行制度对接，确保碳减排数据的真实性、额外性与可追溯性，从根本上防范“洗绿”风险；推动碳资产证券化，提升碳收益权的流动性与定价效率；出台绿色含权债专项指引，明确碳减排量核证标准、信息披露频率与投资者保护机制，为市场规范发展提供制度基础。

（2）大力发展绿色熊猫债市场，引领全球绿色转型发展

目前应充分发挥中国低利率环境、人民币汇率韧性、全产业链产能充足及产业覆盖全面的综合优势，面向全球发行人大力发展以人民币计价的绿色熊猫债，将其打造为吸引境外发行人主体和境外资本共享中国绿色转型红利的重要融资工具，同时应对国际绿色低碳技术封锁和CBAM等绿色贸易壁垒，并据此奠定中国在绿色转型市场的全球引领地位。

为激发市场活力，建议从三个政策方面推动市场发展：其一，参照上述绿色债券市场建议，推动含权绿

色熊猫债募投绿色项目与经核证的碳减排量交易收益形成刚性挂钩，绿色熊猫债投资的全球范围内的绿色项目产生的碳减排量均可在中国碳市场进行交易，交易收益归投资人享有，提高全球投资人参与市场的积极性；其二，建立绿色熊猫债发行费用补贴机制，对绿色熊猫债发行人产生的境内评级、认证、会计、律师等合规发行成本参照香港SPO模式进行补贴，补贴来源是部分出口退税的转移支付，鼓励其为采购中国绿色设备和技术服务的熊猫债发行人提供更具竞争力的设备报价、贸易融资条件或服务安排，将部分政策收益传导至境外发行人，也有利于提高境外主体发行绿色熊猫债的经济吸引力。其三，建议绿色熊猫债以买方信贷模式规范发行，以中国较低的发行利率来消化我国的过剩产能，并且有效地建立起全球化的发行标准，含保荐、财务的评级、认证、核查等一系列中国标准，有效提升人民币在跨境绿色贸易融资中的计价结算占比，巩固和提升人民币国际化地位的战略目标，将“碳人民币”打造成可能取代日元在国际结算和交易中的地位。

通过这种方式大力发展绿色熊猫债是巩固中国全球产业链地位的重大战略举措，其深远意义体现在五个维度：一是通过发展绿色熊猫债推动全球低碳技术联合研发与标准互认，《巴黎协定》第十条确立了全球气候治理中技术开发与转让的核心地位，强调通过加强国际合作、完善技术机制框架及加速创新，来提升各国特别是发展中国家的适应能力并减少温室气体排放。因此通过此举可以有效突破外部绿色技术封锁，实现全球绿色低碳技术的转移和应用；二是绿色熊猫债的发展将提升人民币在跨境绿色投融资中的使用比例，通过碳市场助力人民币国际化；三是通过上述补贴境内中介机构成本推动中国绿色认证、碳核查、信用评级、会计核算等标准走向全球，提升国内专业服务机构核心竞争力和国际影响力，推动中国标准成为国际认可乃至全球通行的规则，提升标准话语权和软实力；四是以金融手段带动绿色产能系统性输出，是未来提振出口、疏导产能，并进一步巩固和提高我国产业链和供应链优势地位的重大举措，同时，为附着于其上的中国绿色技术、减排项目的全球环境效益进行人民币标价，这有助于形成基于市场的人民币“绿色溢价”；五是此举在政治上的好处是不言而喻的，通过发挥金融工具和碳交易市场作用，全球绿色项目的碳减排量都可以在中国进行交易和融资对接，这将充分体现中国负责任大国形象，为应对全球性绿色低碳转型和应对气候变化挑战提供中国方案，是替代欧盟引领全球绿色转型发展的契机，是推动构建人类命运共同体的务实实践。

2.香港绿色债券市场

（1）在资产端，构建香港核证自愿减排量交易机制，依托碳账户打通环境权益闭环

建议由港交所牵头搭建香港核证自愿减排量（HKCER）交易体系，配套本地化核查核证方法论与登记结算规则，打造国际认可、独立标准的碳信用产品市场。推动2700余家港交所上市公司及约1600家在港发债企业对其拥有的绿色项目资产进行碳信用开发，经第三方专业机构核证后生成的HKCER碳减排量资产存入企业碳账户，并通过Core Climate碳交易平台实现市场化流转，碳交易收益直接归属在港上市公司和债券发行人，并将碳减排纳入在港上市公司和发债企业信息披露要求。香港核证自愿减排量交易体系将绿色债券募投项目的碳减排量转换为标准化可交易碳资产，为绿色债券附加碳价收益，降低发行人对政府资助计划的依赖，可有效推动香港绿色债券市场由“政策溢价型”向“资产收益型”过渡。

（2）在投资端，设计“南向通”跨境碳抵消机制，支持内地高碳行业脱碳

在现有“债券通”基础上，拓展“南向通”业务范围至碳信用交易，允许境内电力、钢铁、建材、化工、有色、造纸、民航、航运等八大高碳排放行业企业经备案后，通过香港碳交易平台采购HKCER碳信用资产，用于抵消其境内碳排放配额，并试点与内地CCER账户的双向

核销。同时可以引入做市商制度，提高流动性和市场活跃度。此举既可为香港碳市场引入具有刚性需求的境内买方，帮助境内高碳企业降碳，提升香港碳信用资产的市场活跃度与定价影响力，又能通过碳抵消需求反向带动全球企业在港上市和发行绿色债券，巩固香港国际金融中心和绿色金融枢纽的战略地位。

(3) 在标准建设端，深化SPO认证标准，巩固国际绿色金融枢纽地位

针对目前香港绿色债券市场SPO认证对于具体项目量化评估不足的问题，对碳核算、碳核查及绿色认证等第二方意见（SPO）的方法论框架进行升级。在兼容ICMA原则及TCFD/ISSB披露要求的基础上，将SPO的评估重心从框架性审查转为具体绿色项目评估与碳减排量核查核证，制定涵盖项目级碳减排量化模型的本地化技术标准与核查指引，明确碳减排量的基线设定、监测计划（MRV）及核算报告机制。通过吸引全球尤其是内地企业采纳“香港标准”赴港上市和发债，推动香港形成深度嵌入全球优质绿色资产的绿色金融市场，进一步夯实其全球离岸绿色金融枢纽的功能定位。

三、科创债券市场

科创债券现状与问题

1.境内科创债市场

境内科技创新债券市场在政策持续加码下快速发展，已成为科技金融体系中支撑科技创新的核心直接融资工具。2025年5月债券市场“科技板”落地，推动市场进入规模化扩容的新阶段。根据Wind全口径的统计数据，2025年全市场共发行科创主题债券2132期，合计融资规模约2.3万亿元，较2024年同比增长超90%，年度发行规模创历史新高。但规模高速扩张的进程中，科创债市场服务科技创新的结构性约束也日益显现。当前，发行人、投资者、政府及银行等金融机构之间，尚未形成与科技创新“高投入、高风险、长周期”特征相适应的市场化风险分担、收益补偿和信用增进机制；发行端的多层次融资需求与投资端的风险偏好、期限偏好及收益要求之间，仍缺乏有效衔接，制约了科创债服务科技创新全生命周期的实际效能。

(1) 风险收益错配与发行人结构性失衡并存

科创企业的发展普遍需要走过初创期和成长期，此阶段企业风险高、不确定性大，其资本需求本质上更适配VC/PE等股权类投资工具；而债券投资者的风险偏好较低，追求现金流稳定、回报可预期的资产，二者天然存在属性错配。此外，科创企业高风险、高潜在收益的属性，与债券收益相对稳健固定的特征存在深层矛盾：中小科创企业技术路线变数较大、研发投入失败风险高，可一旦攻克关键技术、实现研发落地，便能收获超额回报，此类收益主要体现为股权增值，债券投资人仅能获取固定利息，风险和收益严重不对等，导致其参与意愿偏低。虽然市场已出现混合型科创票据、收益挂钩债券等创新品种，但收益挂钩力度有限，仍无法让承担高风险的投资者分享超额投资收益。

与此同时，当前我国科创债市场融资主体与创新主体严重错位，已发行科创债的企业以央国企为主，而资金需求更为迫切的处于初创期和成长期的科技企业则难以达到债券发行门槛。截至2026年6月末，境内存续科创债中，约85%的发行人为国有企业，融资余额占比超过90%；而民营企业作为科技创新的主力军，贡献了70%以上的技术创新成果，集中了全社会80%的国家专精特新“小巨人”和90%的高新技术企业，但民营科创债发行人占比仅为11%左右，融资余额占比不足6%，大量处于技术攻关关键期的中小科技企业难以进入债券融资的覆盖范围。

风险收益错配制约了科创债对高风险科创投资的支撑能力，发行人结构失衡则使科创债难以覆盖真正的创新主体。二者共同导致科创债对科技创新的支撑作用难以充分发挥，也阻碍了科创投资风险与收益的合理匹配。

(2) 发行量快速增长，融资成本下行，但成本优势不明显

2026年上半年，我国境内债券市场共有531家发行人发行非金融企业科创债916期，融资规模9700余亿元，较上年同期（392家、785期、7810.11亿元）增幅均在15%以上。其中，AAA级主体所发3年期中票、公司债和PPN的平均发行利率仅为1.85%，较上年同期下降约20BP，发行人融资成本持续下行。然而，贴标行为本身对降低发行人融资成本的影响有限，上半年发行的非金融企业科创债中，约67%的债券发行利率低于可比债券[1]，但平均息差仅为-6.35BP。换言之，对发行人来说，发行科创债未能有效降低融资成本。

(3) 科创债本质上仍属于主体债市场

境内债券市场发行主体以大型央国企为主，多数科创债发行高度依托国企、地方平台等既有主体信用，债券准入门槛与定价水平更多由发行人主体评级、股东背景以及外部信用背书所决定，而非基于企业真实的科技实力与知识产权价值。由此，科技属性尚未成为影响企业融资能力的核心决定变量，“科创”标签更多发挥融资通道作用，并未真正形成信用定价的价值锚点。

2.香港科创债市场

香港是全球第三大国际金融中心，是最大的离岸人民币债券中心，也是亚洲主要的美元债券市场之一。在全球债券市场的分工中，香港本质上定位在一个高收益债市场，这一点我们要有清醒认识。

根据香港金融管理局发布的《2025年香港债券市场概况》，2025年香港的港元债券、离岸人民币债券和G3货币(美元、欧元和日元)债券规模（16293亿港元、11009亿元人民币、1015亿美元）同比实现不同程度增长。香港作为国际金融中心，资金充裕、国际投行产品设计与定价能力成熟、市场风险承担能力强，且结构性产品市场发达、交投活跃，具备创设复杂分层金融产品的独特优势。然而，在科创金融领域，香港目前尚未建立统一官方规则的科创债相关制度体系，科创债券发行量相对较小，在科创债产品开发和市场培育方面还有待提高，也尚未发挥国际金融中心对内地庞大科创金融市场的联通、引导作用。

(1) 香港本土科技企业发债供给基础薄弱

香港投资推广署发布的《2025年初创企业统计调查》显示，2025香港初创企业总量达5221家，但多数处于早期发展阶段，具备稳定现金流、达标资产规模的成熟科技企业占比不足3%[2]。同时，香港债券市场长期以来以金融、地产、基建等传统行业为主导，科技类企业直接发债融资的数量较少，难以形成规模化的本土科创债供给。

(2) 内地民营科创企业赴港供给不足

受外债审核流程较长、跨境融资额度受限、境外信用认可度不足等因素制约，内地优质民营科创企业赴港发债的落地率偏低，难以有效补充香港市场的科创债供给。此外，民营科创企业普遍存在资产规模较小、盈利不稳定等问题，进一步抬高了跨境发债门槛。

(3) 两地科创债制度规则协同不足

境内已建立债券市场科技板的专项制度体系，涵盖发行准入、增信支持、信息披露全链条规则。香港尚未推出专门的科创债监管框架与专项扶持政策。两地在产品认定、信息披露、投资者保护等标准上不衔接，抬高内地企业赴港发行的制度成本，抑制供给意愿。

[1] 科创债选择范围包括公司债、私募债、中票和 PPN，可比债券为科创债起息日前后各十五天内起息的同期限、同主体级别、同券种、同企业性质的非科创债，对含有选择权的债券按选择权之前的期限统计。

[2] 该结果为基于公开载体数据的测算值。香港科技园 1800 余家入园科创企业中，B 轮及以上、具备稳定现金流的成熟企业约 45 家；数码港 2200 余家数码科技企业中，成熟成长型企业约 80 家。两者合计占全港初创企业总量比例约 2.4%，据此归纳为“不足 3%”。

政策建议

1.境内科创债市场

境内市场应遵循的核心定义是可持续发展，不应指望离散型的科技企业成为主流发行主体，应避免引流不成导致引火烧身。所以我们建议，应从中国实际出发，在下列三个方面推进境内科创债的发展。

(1) 鼓励创投和私募股权机构发行科创可交债

鼓励VC/PE发行可交债，引入专业“中间层”进行风险识别与管理，有助于化解风险收益错配这一结构性矛盾。2026年上半年，我国早期VC/PE的投资金额约5600亿人民币（同比上升31.9%），但仍显著低于美国（约8700亿人民币）。此外，2022年以来境外创投机构纷纷撤离境内市场，2025年，我国股权投资市场仅有33只外币基金完成募集，规模仅358亿人民币（同比下降约36%），加剧了我国科创企业的缺血、贫血现象。支持创投、私募股权基金发行科创可交债，以机构持有的科技企业股权作为交换标的，一方面，为创投机构提供了市场化退出渠道，有助于化解其退出难题；另一方面依托股债混合属性吸引增量投资者进场，有助于对冲外资创投退出带来的资金缺口，为科技企业股权提供更稳定的承接力量。

(2) 支持优质上市科技公司发行含可分离认股权的科创债

相较于科创可转债，发展含可分离认股权证的科创债具备债证分离、一次发行两次融资、条款灵活、风险分层等特点，可作为科创可转债的补充，进一步满足优质上市科创企业的融资需求。截至2026年6月末，我国创业板上市公司1399家，科创板上市企业613家，北交所上市的创新型中小企业323家，为发展含认股权科创债提供了良好的主体基础。鼓励已上市优质科创企业发行附认股权证的科创债，对发行人，含权条款可压低债券票息，缓解企业成长期现金流压力；对投资者，认股权证赋予其分享科创企业成长红利的期权价值，有利于提升产品市场吸引力。历史上曾有17家企业发行过可分离认股权证公司债，2006—2010年短暂试点后基本暂停，主因包括发行门槛高（净资产15亿以上）、行权价不可下修、存续期短、权证市场过度炒作等。科创债市场上，尽管2025年以来政策持续鼓励科创企业设置认股权证以增强科创债吸引力，但未出台相关配套制度，含可分离认股权证的科创债至今尚未正式发行。建议进一步完善含可分离认股权证科创债的相关制度，对上市科创企业而言，建议实施差异化准入安排，将发行条件与科创属性相挂钩，优化权证登记、交易、行权等规则，引导合格投资者参与，稳妥开展产品试点等。

(3) 大力推动和完善科创贷款ABS相关机制

根本来说，目前在“五篇大文章”的要求下，对科技型企业资产端的金融支持比重仍在商业银行。截至2026年6月末，国内科技型中小企业贷款余额4.15万亿元，高新技术企业贷款余额21.53万亿元，发展科创贷款ABS具备充足的存量基础。大规模科创贷款长期沉淀于银行表内，不仅大幅占用风险加权资产、加剧资本消耗压力，也导致科创信贷风险高度集中于银行体系，制约银行新增科创信贷投放能力。可通过ABS盘活银行存量科创信贷，将低流动性、长久期贷款转化为标准化产品，提高银行资产周转效率，分散信贷风险，释放新增科创信贷额度。

当前商业银行发行科创贷款ABS的主要难点在于科创贷款资产标准化程度偏低。相较于住房抵押贷款、汽车贷款等传统信贷，科创企业轻资产运营、技术路线不确定性强、现金流波动大，且知识产权估值与变现处置机制不完善，导致资产池现金流可预测性弱、信用风险偏高，风险分散设计难度较大。

如何将这一块信贷市场资产联动到资本市场，形成有中国特色的科技评级理念支持的运转机制。我们建议大力推进和完善发行人为银行端的科创贷款ABS业务。

基于此，建议完善科创贷款ABS市场机制，构建“银行筛选+政策缓释+资本市场承接”的协同体系：由

银行依托客群优势筛选科创企业，政策工具前置缓释风险，资本市场分散承接风险，推动科创贷款ABS从零星试点迈向规模化发展。具体来看，一是以知识产权质押贷款、专精特新企业贷款为重点，构建风险分散、现金流稳定的标准化资产池；二是完善“政府信用+市场化工具”双层增信机制，提升产品评级、降低发行成本；三是依托科技金融数据构建企业数字信用画像，打通知识产权评估、变现与处置渠道，为资产筛选、定价及风控提供数据支撑。

2.香港科创债市场

境外香港市场应遵循差异化发展策略，以高收益债市场巩固其全球债券市场地位。

（1）鼓励内地优质民营科创企业赴港发债，充分发挥香港金融市场禀赋优势

针对香港市场具有国际金融资本充裕、投资者成熟、市场风险承担能力强、市场规则完善等优势，以及香港本地科创资产储备相对偏弱、与内地市场的跨境互通深度不足，导致供给端有效资产匮乏的核心症结。建议一是可以鼓励和政策放开内地优质民营科创企业赴港发行高收益债，一方面为内地优质民营科创企业提供更广泛的融资渠道，同时有利于提升香港科创类债券供给，巩固香港作为亚洲高收益市场核心地位。二是聚焦科创类债券产品创新，发挥香港市场适合高收益债和结构化产品发展的特点，推动发行可转债、附认股权证债券等“债权+股权”复合型科创债券以及知识产权证券化和科技成果收益权债券等产品，满足不同风险偏好的投资者需求，提升产品对境内外投资者的吸引力，根本就是把香港打造成以中国民营科技企业发展科创债的高地。

（2）完善配套机制，提高内地企业赴港发行科创债便利度

第一，统一科创债跨境认定标准，优化发行备案便利安排。内地联合香港监管部门出台科创债跨境认定标准互认安排，以境内科创债规则为基础，统一研发投入强度、核心专利数量、科创产业范畴等核心指标，实现高新技术、专精特新等企业资质跨境直接采信，免除重复认证负担。同步优化内地企业赴港发债备案管理，压缩办理时限，精简申报材料要件，对优质民营科创企业开辟审核绿色通道。第二，完善跨境信用增进体系，优化科创债产品定价机制。支持境内专业信用增进机构、政府性融资担保机构拓展跨境业务，推动将信用风险缓释凭证、央地联合担保等成熟增信模式适配香港市场。引导境内外增信机构深化合作，针对科创企业高成长特性设计专项跨境增信产品。第三，拓宽跨境投资者参与渠道，提升科创债产品流动性水平。深化债券通“南向通”机制升级，将香港市场发行的高收益科创债纳入合资格投资标的范围。依托年度投资额度，引导内地券商、基金、保险等非银机构配置相关资产。同步纳入回购质押品范围，提升资产流动性与资金使用效率，培育稳定的境内投资者承接群体。第四，健全跨境监管协作机制，筑牢科创债风险防控底线。深化与香港证监会执法合作，建立高收益科创债违约处置信息共享、案件协查、资产联动保全机制。统一信息披露最低标准，明确跨境偿债义务履行路径。依托两地高层执法合作机制，提升违约处置效率，保障境内外投资者合法权益，增强市场长期投资信心。

四、总结

立足全球治理格局深刻演变、国际经贸规则加速重构的时代背景，面对气候变化与新一轮科技革命交织叠加的历史机遇，我们相信，以绿色债券、科创债券双轮驱动，将“中国产业—中国金融—中国标准”的协同优势，转化为参与全球气候治理、引领国际科技竞争、塑造跨境投融资规则的战略主动，在全球绿色转型与科技产业变革中贡献中国方案、注入中国动能，必将推动我国从全球金融治理的“跟随者”向“引领者”跃升，向“构建人类命运共同体”的伟大目标稳步前进。

推动科技金融行稳致远的历史镜鉴
——科技股波动背后的制度思考

文|联合资信 吴 玥 王 妍 陈 茵

一、引言

研究背景

2026年6月以来，全球资本市场迎来一轮大范围的科技股深度回调。截至7月30日，对比各自6月的历史高点，作为全球芯片景气度风向标的费城半导体指数累计回撤22.77%；在三星电子、SK海力士等存储半导体龙头拖累下，韩国综合指数（KOSPI）跌幅达38.63%，近两个月已触发6次熔断机制；国内上证科创50指数同步回撤28.06%。AI算力、存储半导体、光模块等前期资金高度集中的热门赛道估值大幅下挫，暴露出资本同质化追逐、估值脱离基本面等风险隐忧，引发各界对科技领域投融资模式的重新审视，凸显了理性评估科技金融发展路径的必要性。

当前我国经济正处于增长动力转换与产业结构升级的关键阶段。过去二十年，房地产业与基础设施建设是中国经济发展的重要驱动力量，同样经历了金融资源持续聚集、杠杆水平持续抬升的扩张周期。信贷端，房地产相关贷款一度占据银行业信贷总量的近三成，是金融机构信贷资产投放的核心赛道；债务端，依托土地抵押与政府信用背书，地方投融资平台债务规模持续扩张，成为债券市场最重要的发行主体之一。随着内外部发展环境转变，此前过度集中的金融资源被动抽离，抵押物价值缩水与债务压力风险集中暴露，先后进入出清与化债阶段。

与此同时，以战略性新兴产业、高新技术产业等为代表的科创板块在国民经济中的比重持续上升，进入了规模快速扩容的发展阶段，是当前经济转型阶段投资与信贷增量的核心承载领域。值得注意的是，长期形成的制度安排、考核逻辑与行为惯性具有路径依赖性，可能不会随产业赛道的切换自动消解，原有发展模式下的资源配置逻辑可能在新兴领域继续维持惯性，与新产业的发展特征形成错配——**科技创新产业与地产—城投模式的风险性质和产业逻辑虽然存在根本差异，但它们在产业政策驱动机制、金融资源配置方式和政金关系结构上，可能存在值得审视的相似性或延续性。**特别是我国科技金融体系仍处于探索发展阶段，在规模快速扩张的过程中，有必要对传统模式的路径迁移风险保持审慎关注，避免因制度惯性积累新的结构性矛盾。

核心问题

基于上述背景，本文重点围绕三个核心问题展开研究：第一，以房地产与地方投融资平台构成的传统产融模式的金融供给逻辑是否存在延续性表现，具体体现在哪些方面；第二，当前科技金融实践中，若前述延续性表现持续演化且缺乏约束，哪些潜在风险值得关注；第三，如何通过制度层面的优化调整，提前防范相关风险，推动科技金融坚守支持创新的本源。

分析视角与方法

在研究定位上，本文跳出科技金融领域侧重工具创

新、规模扩容的常规讨论，不针对产业与金融的全面适配性展开体系化构建，而是聚焦路径依赖风险的识别与防范，重点从制度层面提出优化方向，力求为科技金融的稳健发展提供审慎视角。

在研究视角上，本文立足我国经济运行的体制特征，从国内产业与金融互动的历史实践中提炼分析逻辑。以房地产与地方投融资平台构成的传统产融循环为历史参照，提炼传统模式的核心运行特征、风险演化路径与内在教训，以此作为分析当前科技金融问题的参照基准。

在研究方法上，本文采用特征对照的分析思路，将传统模式的核心制度特征与当前科技金融领域的实践表现进行比对，识别其中存在的路径依赖迹象，并分析其可能引发的结构性错配与风险演化路径。

二、传统模式的金融供给逻辑

过去较长时期内，依托房地产与地方基础设施建设形成的产融循环，是支撑我国经济规模扩张的重要模式，其运行建立在一套相互强化的制度逻辑之上。理解这套逻辑的内在构成与演化规律，是研判当前科技金融领域路径依赖风险的核心参照。

单一资产抵押与政府信用背书的定价基础。传统模式下，相关领域融资的定价基础并非完全依赖项目自身的现金流与盈利能力，房地产领域依赖土地和房产的抵押价值，城投领域依赖地方政府的隐性信用背书。

规模导向下的激励模式。地方发展层面，经济增长、固定资产投资规模是核心政绩目标，房地产与基建是拉动短期增长的重要抓手；金融机构层面，资产、权益、营业收入与利润等规模类指标为核心考量因素，相关领域资产收益稳定、投放效率高，与规模扩张目标高度契合。两者目标导向高度一致，形成政策与资金的合力，推动融资规模快速扩张。

确定性的单边预期特征。在房地产领域，表现为土地与房产价格长期单边上涨的预期，资产增值的确定性预期覆盖了经营风险；在城投领域，表现为地方政府隐性信用背书下的债务刚性兑付预期，信用风险被系统性低估。

金融机构同质化竞争行为模式。金融机构普遍形成的业务标准、客户选择、风控模式高度趋同，整体风险偏好同质化高。在经济上行期，这种趋同效应更容易放大，进一步推升整体投放规模。

上述定价基础、激励模式、预期特征以及行为模式四个层面相互支撑、彼此强化，构成了传统产融模式自洽的规模扩张逻辑。定价基础为规模扩张提供了底层条件，激励模式为规模扩张提供了动力，确定性预期为规模扩张提供了心理支撑，金融机构同质化的行为则进一步推升了规模扩张。

三、科技金融的路径依赖表现

本章结合上文提炼的传统模式内在逻辑，识别当前科技金融领域是否存在延续性表现。需要明确的前提是，科技金融与传统产融模式在资产属性、风险特征、政府介入强度上存在本质差异，因此本章的对照聚焦于制度逻辑与行为惯性层面。

定价基础：“技术定价”仍面临转型困难

科技金融的定价基础与传统模式有着根本不同。科创企业的核心资产是技术能力、知识产权和人力资本，缺乏传统意义上的可抵押资产，也不同于城投的政府信用支持。这意味着对科创企业的风险定价，需要基于企业技术变现能力、商业化前景和团队竞争力来判断其未来偿债能力。

当前科技金融的“技术定价”仍面临两方面的转型困难。一是金融机构仍带有传统模式的路径依赖。部分机构仍习惯性寻找“类抵押物”，如创始人的房产、企业的设备，或者过度依赖国有股东背景、政府基金持股等

要素，本质上仍是“资产抵押驱动”“政府信用驱动”的传统定价思路，尚未真正转向“技术价值驱动”。二是技术价值的评估和处置尚缺乏成熟的制度基础。知识产权评估、交易、处置的市场化建设仍在推进中，技术资产难以像传统抵押物那样标准化定价和便捷流转，客观上增加了金融机构对技术进行独立定价的难度。

激励模式：规模导向的考核目标趋同

当前科技金融在考核激励体系方面的延续性较强，从国家宏观战略到地方执行层面，形成了一套自上而下的政策导向体系，共同推动金融资源向科创领域集中。传统产融模式与科技金融的核心差异在于政策目标的本质不同，传统模式的规模扩张围绕重资产增量建设展开，而科技金融的规模增长以创新主体培育为出发点。

国家战略规划层面，“十五五”规划将全社会研发经费投入增长、每万人口高价值发明专利拥有量及数字经济核心产业增加值占GDP比重等指标纳入经济社会发展的主要指标，并明确了相应的量化目标，表明了对科创投入规模与产出数量持续增长的宏观政策导向。

地方政府层面，科技信贷规模、科创市场主体培育数量已普遍纳入科技创新工作与金融服务的考核评价体系。财政部2024年印发的《关于实施支持科技创新专项担保计划的通知》明确，对融担基金科技创新再担保业务单列年度业务规模等绩效考核指标，并要求地方财政部门完善相应考核制度。国家金融监督管理总局2025年印发的《银行业保险业科技金融高质量发展实施方案》提出，探索建立科技金融监测评估体系，强化监管正向激励作用。地方实操中，河南省2025年发布的《河南省科技金融“科技贷”业务实施方案》规定，每年对全省“科技贷”业务开展专项绩效评价，考核包含年度贷款额度、服务科技型中小企业数量等规模类指标。

金融机构层面，科技信贷增速、科创业务占比、服务企业户数已普遍纳入银行内部绩效考核体系，基层机构面临明确的规模增长压力。截至2025年末，六家国有大行科技贷款余额合计突破23万亿元，整体增速保持在两位数以上，显著高于全行贷款平均增速，科技创新领域正成为资产扩张的关键板块。

在规模导向的激励驱动下，政府引导基金出资、政策性担保、风险补偿资金等各类政策性支持工具的覆盖面和使用强度随之上升，成为撬动金融资源的重要手段。

预期特征：形成政策长期支持的预期

当前科技金融在预期特征维度存在一定程度的延续，市场对政策扶持的长期连续性形成了稳定预期，在融资定价中可能会产生实质性影响。但这一延续与传统模式存在本质区别，传统模式的“房价只涨不跌、城投债务刚兑”两类确定性预期都是全域性的，直接指向抵押物价值或债务兑付安全。而科技创新不同，尽管当前市场对科技创新的高风险属性具有普遍共识，但科创领域的政策预期仅作用于赛道层面的风险判断，并未形成对具体企业的债务兑付承诺。

信贷市场层面，李广子、刘力（2020）基于上市公司逐笔贷款合约的实证研究显示，产业政策支持会显著改变银行的信贷决策。政企关系对贷款条件的影响被放大，而代表企业经营效率的全要素生产率对信贷决策的作用明显弱化。核心机制在于，产业政策传递了行业长期发展的稳定信号，形成了政府隐性支持的市场预期，降低了金融机构对企业个体经营风险的敏感度。

债券市场层面，栗宇丹等（2025）针对全市场非金融企业信用债的研究进一步验证，纳入产业政策鼓励行业的企业，债券一二级利差平均收窄3.63个基点，发行溢价幅度下降近三分之一，且该效应在政策不确定性较低时更为显著，说明稳定的政策预期是定价优化的重要前提。

行为模式：业务投放呈现集中化特征

当前科技金融在行为模式维度的延续性较强，但需注意科创产业与传统模式在产业属性上的根本差异。房地产与基础设施建设本身属于相对单一的产业概念，产业链条集中、资产形态趋同。而科技创新是一个涵盖多个行业和产业链的集合概念，从半导体到生物医药、从新能源到人工智能，不同细分领域在技术路线、商业化周期、风险收益特征上差异显著，产业分布本身具有分散化的特点，这一特征客观上降低了传统模式中全行业高度同质化的制度惯性在科创领域全面重演的基础。

但需要关注的是，当前金融机构仍延续了“规避不确定性、追逐确定性标的”的避险倾向，业务选择呈现较为明显的同质化特征，资金集中投向政策支持力度大、市场预期一致的细分产业领域。在客户选择上，资金普遍向成熟期科创企业、行业龙头企业集中，这类企业经营相对稳定、具备一定可抵押资产，符合传统信贷的风控标准；而处于早期阶段、轻资产运营的中小科创企业，融资可得性仍然偏低。在赛道选择上，资金集中流向新能源、人工智能等政策支持力度大、市场关注度高的热门领域，部分技术路线前沿、商业化周期较长的细分赛道获得的金融支持相对有限。

四、路径依赖与行业属性叠加下的潜在风险

当前传统产融模式的核心运行逻辑体系并未在科技金融领域形成系统性复制，但在激励机制、行为模式维度存在较为明显的路径依赖迹象。同时科创产业自身具有轻资产、高不确定性、深度绑定资本市场的鲜明特征，路径依赖惯性若与行业自身属性叠加演化，且缺乏制度约束，可能引发结构性错配、风险定价功能弱化、产业周期波动放大以及财政与信用风险传导等系统性风险。

结构性错配风险：规模导向下的资源配置偏离创新本源

结构性错配风险的根源在于激励结构与行为模式的叠加，在规模导向考核驱动下，资金集中涌入科创领域，同时金融机构延续了“追逐确定性标的”的行为惯性，导致资金在科创产业内部向特定阶段和赛道过度集中。

需关注可能引发的两类结构性错配。一是阶段错配，资金过度向经营稳定、有信用记录的成熟期企业集中，真正处于研发突破关键期、缺乏抵押品与现金流的早期硬科技企业，长期处于金融供给的边缘地带，科技金融“投早投小投硬科技”的政策初衷被弱化；二是赛道错配，金融资源集中涌入新能源、新一代信息技术等商业化路径清晰、政策支持力度大的成熟赛道，部分技术路线前沿、产业化周期长、不确定性高的细分领域获得的金融支持相对有限。

风险定价功能弱化：对传统思维的路径依赖

当前部分金融机构尚未建立以技术价值、商业化前景为核心的独立定价体系，习惯性寻找“类抵押物”或依赖国有股东背景、政府基金持股等要素。同时，在规模导向的激励结构下，叠加政策长期扶持的稳定预期，使得机构缺乏足够动力去深入研判企业的技术变现能力和商业化前景。这一趋势若持续强化，市场自身风险定价能力的发育将受到抑制，削弱金融体系的风险识别韧性。

从行业自身属性看，科创企业的核心价值在于技术能力与成长潜力，但技术迭代速度快、商业化路径不确定性高、知识产权价值难以标准化量化，本身就对定价能力提出了极高要求。在基础设施不完善、专业评估能力不足的背景下，市场难以形成统一、精准的定价标尺，容易出现“跟风定价”“政策定价”的倾向，进一步加剧定价功能的弱化。

顺周期共振风险：同质化行为放大市场波动

金融机构在客户选择和赛道投向上高度趋同，资金集中投向政策预期一致的产业领域。在产业上行期，全行业同步加大投放，推高资产估值；一旦技术路线更

迭、行业周期下行或政策支持力度调整，可能同步收缩，形成集体抽贷。

当前部分硬科技赛道已出现资金快速聚集、估值持续攀升的特征。尽管科技创新领域的技术进步与高成长性可以消化部分估值，且科创领域整体杠杆水平远低于传统重资产领域，但顺周期共振的风险传导机制具有相似性。特别是在政策预期高度集中的赛道，一旦产业政策方向调整或技术路线发生重大迭代，市场预期可能快速逆转，此前基于政策持续性预期形成的资产估值面临重估压力。

与传统产融模式相比，科技金融的融资结构和市场特征可能会进一步放大顺周期共振风险。地产与基建领域的金融资源主要集中在银行信贷和债券市场，而科技创新产业在股票市场的权重要高得多。传统地产板块巅峰期总市值占A股比重不足一成，而当前A股科技板块市值占比已超过三成，市值超千亿上市公司中，科技企业占比已达45%，资金集中度远超当年的地产板块。由于二级市场天然具有追涨杀跌的顺周期交易特征，在市场下行阶段，赎回压力与股价下跌可能形成负反馈循环，调整幅度往往超出基本面所能解释的范围。此外，部分头部科技龙头企业上市首日市值一度突破3万亿元，个体波动对板块整体的影响权重显著提升，进一步放大了集中化交易的波动效应。

此外，科技企业往往同时涉及信贷融资、债券发行和股票质押等多种融资方式，一旦科技股出现大幅调整，可能通过股票质押品价值缩水、可转债转股预期逆转等渠道向银行信贷和债券市场传导，形成股债联动的风险链条。当前科创领域整体杠杆水平虽远低于传统重资产领域，但跨市场风险传染的潜在路径值得保持关注。

财政风险传导：政策性工具的隐性负担

当前在规模导向的考核激励驱动下，地方政府和金融机构有动力持续扩大科创融资规模，各类政策性风险分担工具的覆盖面和使用强度可能随之上升。若这一趋势缺乏有效的总量约束和风险监测机制，可能逐步积累财政的或有负债规模。

尽管单笔业务的代偿规模受限于制度规则，但当覆盖面扩大至足够规模、且投放存在行业集中特征时，若特定赛道出现系统性经营困难，金融机构资产质量可能同步承压，部分风险需通过利润核销、资本补充等方式吸收。与此同时，政策性担保等工具的代偿压力上升，政府引导基金可能面临退出困难或投资亏损，风险最终向公共部门转移。但这与传统城投模式中政府直接兜底债务不同，而是政府体系作为风险分担机制的参与方，在覆盖面和使用强度持续上升后，承担的尾部风险相应增加。

五、规避潜在风险的制度优化路径

由于路径依赖根源于激励机制、行为惯性与市场预期等多重叠加，单纯依靠金融工具层面的局部创新不足以破解深层制度惯性，规避风险的关键在于推动制度层面的深层调整，在产业政策引导与市场主导之间构建清晰的制度边界。

调整考核激励导向，推动从“规模导向”转向“质量导向”

针对规模导向双向对齐引发的阶段与赛道错配，需将考核重心从总量增长转向结构优化与创新质效，从源头打破同质化投放的激励闭环。

一是调整地方政府科创融资考核指标。在科技信贷规模、科创企业数量等规模类指标之外，强化早期企业覆盖率、首贷户占比、硬科技赛道融资可得性等结构性、质量类指标，弱化单纯追求规模扩容的激励强度。

二是完善金融监管与机构内部绩效考核体系。监管层面，将早期企业服务占比、信用贷款占比、风险定价

精准度等更多质效指标纳入监管评价体系。机构层面，对科技金融业务设置差异化考核维度，区分成熟期企业融资与早期企业融资，对“投早投小投硬科技”业务给予更高的风险容忍度和更长的考核周期，避免基层机构因短期业绩压力而向确定性标的集中。

三是建立长周期评价机制。科技创新的产业化周期较长，短期考核难以客观衡量科技金融的实际成效。探索建立与创新规律相匹配的长周期评价框架，将考核周期从年度向跨年度延伸，将获贷企业的技术突破、成长质量、产业化成效纳入后续评估，扭转“重投放、轻效果”的短期倾向。

回归创新价值本源，强化市场化风险甄别能力

针对市场定价能力弱化风险，制度优化的关键在于强化对企业自身技术创新能力与经营可持续性的独立评估。

一是完善科创企业评价体系，培育市场化第三方专业服务支撑。引导金融机构在授信审批中，将技术竞争力、研发投入强度、专利质量、核心团队稳定性等反映企业内在创新能力的指标纳入核心评估框架，降低对所有制属性、政府背景等外部标签的依赖。同时支持专业技术评估机构、知识产权服务机构、科创信用评价机构等第三方市场化主体发展，提供独立的技术尽调、价值评估、风险研判服务，弥补金融机构自身技术专业研判能力的短板，为市场化风险定价提供中立、专业的第三方支撑。

二是持续丰富风险定价的基础设施。加快知识产权评估、交易、处置的市场化制度建设，为无形资产的独立定价提供可参照的市场基准，使技术价值具备可评估、可流转、可处置的信用锚功能。

强化差异化监管与风险分散机制，缓解同质化共振风险

针对顺周期共振风险，制度优化的关键是打破全市场高度趋同的行为模式，一方面通过监管工具引导差异化经营，降低机构行为的同步性，弱化金融行为对产业周期的放大效应；另一方面通过市场化机制拓宽风险分散渠道，引导风险向更有承担能力的机构转移。

一是推动科技金融业务的差异化发展。引导金融机构根据自身定位、资源禀赋和风险偏好，在科技金融领域形成差异化的发展策略。大型金融机构可侧重全链条综合服务，中小金融机构可聚焦特定赛道或特定成长阶段的科创企业，创投机构可强化对早期硬科技项目的专业筛选能力，避免全行业在客户选择和赛道布局上高度趋同。

二是建立科技金融的逆周期调节框架。在特定赛道资金快速聚集、估值持续攀升的阶段，通过宏观审慎工具引导金融机构审慎评估集中度风险；在行业周期性下行、金融机构资金投放收缩阶段，通过结构性政策工具维持对优质科创企业的融资支持，平抑顺周期波动。

三是拓宽科创金融风险分散化渠道。进一步发展私募股权、创业投资等直接融资渠道，引导社会资本通过市场化方式参与科创企业融资，发挥其在风险识别、价值发现和长期陪伴方面的专业优势，同时降低银行体系的集中度风险。同时探索推动科创信贷资产证券化等创新产品发展，盘活银行体系内沉淀的科创信贷资源，通过结构化设计将风险分层转移至具有不同风险偏好的投资者，实现风险的分散化分担。

四是加强行业集中度监测。建立科技金融投放的赛道集中度、客户集中度监测指标体系，定期评估金融资源在重点赛道的分布状况，为逆周期调节和风险分散化政策提供数据支撑。

坚持政府介入的制度化原则，防范财政风险的隐性积累

针对财政风险，制度优化的重点是坚持“有限支持”安排的基本原则，防范政策性支持在规模压力下向隐性信用兜底方向偏移，积累财政或有负债风险。

一是坚守风险分担工具的制度化边界。政策性担

保、风险补偿等政府支持工具，严格维持既定的风险分担比例与代偿上限，不随意扩大政府兜底责任。明确政策性工具的定位是弥补早期市场失灵，而非全链条风险托底，仅针对初创期、轻资产等市场难以有效覆盖的环节发挥作用，避免向成熟期、成熟赛道过度延伸。

二是建立集中度与总量双重约束机制。对政府性担保、风险补偿资金设置行业集中度管控要求，避免政策性资金过度集中于单一热门赛道，降低单赛道周期波动向公共部门传导的尾部风险。同时，建立政府性科创融资规模与地方财政承受能力的匹配机制，合理控制政策性担保的杠杆倍数，防控财政或有负债的过度积累，守住财政风险底线。

三是强化政府性担保机构的市场化运作。减少对政策性担保机构的行政干预，推动其建立专业化的技术风控与项目评审能力，避免其沦为地方政府扩大融资规模的工具，确保风险分担机制的商业可持续性。

六、结论

本文以房地产与地方投融资平台构成的传统产融循环为历史镜鉴，提炼其核心金融供给逻辑与风险演化规律，并以此为参照，系统审视了当前科技金融领域是否存在传统模式逻辑的隐性延续。围绕引言提出的三个核心问题，主要结论如下：

第一，传统模式的制度惯性在科技金融领域存在隐性延续现象，但延续程度在不同维度上存在显著分化。

传统产融模式的核心运行逻辑建立在定价基础、激励模式、预期特征与行为模式四个层面的相互支撑之上。这一逻辑体系并未在科技金融领域形成系统性复制，但在不同维度上呈现出程度不一的路径依赖迹象。激励结构和行为模式的延续性较强，预期特征存在一定延续但与旧模式有本质区别，定价基础的底层逻辑完全不同，但仍存在传统定价思维的路径依赖，向“技术定价”转型仍面临困难。

第二，若上述路径依赖迹象持续演化且缺乏约束，叠加科技行业自身属性，可能引发结构性错配、风险定价功能弱化、顺周期共振、财政风险传导等系统性风险。

规模导向的考核激励驱动金融机构同质化集中投放，形成阶段错配与赛道错配，使科技金融偏离“投早投小投硬科技”的政策初衷。结构性错配叠加政策预期，推升风险定价中对政策支持要素的权重，对技术能力与市场前景的独立研判权重相对不足。风险定价功能弱化在行业周期逆转时触发顺周期共振，集体行为调整放大产业与经济波动，叠加资本市场追涨杀跌效应，科技板块市值占比高、股债联动路径丰富，波动传导速度更快、溢出效应更广。最终，若政策性工具的覆盖面和使用强度持续上升，在系统性压力下尾部风险可能会向公共部门转移。

与传统模式相比，当前科技金融领域的风险积累在程度和性质上存在显著差异。科技创新的高成长性可以消化部分估值压力，且科创领域整体杠杆水平远低于传统重资产领域。但传统模式的历史教训清晰表明，制度惯性的积累往往发生在风险被充分认知之前，对苗头性风险的审慎关注和提前防范，是避免结构性矛盾积累的关键。

第三，规避风险的根本出路在于制度层面的系统化调整与协同优化。

破解深层的制度惯性问题需要从多个方面协同推进制度优化。一是通过调整考核激励导向，推动从“规模导向”转向“质量导向”，打破无序规模扩张的制度闭环；二是通过完善评价体系、培育市场化第三方专业服务支撑和丰富风险定价基础设施，强化对企业创新价值的独立研判能力；三是通过差异化监管、逆周期调节与拓宽风险分散渠道，缓解金融机构同质化共振的风险，引导风险向更有承担能力的机构转移；四是通过坚持政府介入的制度化原则，守住“有限支持”的边界，防范财政风险的隐性积累。

科技创新ABS助力金融“五篇大文章”的路径探索

文|联合资信 张君瑶 孙歌珊 张博文

科技创新是发展新质生产力的核心要素，而科技金融作为“五篇大文章”之首，肩负着为科技创新提供高质量金融服务的重要使命。科技创新ABS是将资产证券化工具应用于科技创新领域的创新实践，通过设计符合科技企业特点的ABS产品，可以有效盘活科技企业的无形资产，拓宽融资来源，降低融资成本，丰富资本运作手段。当前，我国科技创新ABS市场已形成涵盖知识产权、应收账款、融资租赁债权、供应链应付账款等多种基础资产类型的产品多元化格局。

一、政策背景

从企业数量看，我国科技型中小企业、高新技术企业等创新主体规模持续扩大，已成为支撑产业升级和技术创新的中坚力量。根据工业和信息化部发布会信息，截至2025年底，累计培育专精特新“小巨人”企业1.76万家、专精特新中小企业超14.00万家、科技和创新型中小企业超60.00万家[1]。从经济贡献看，科技企业对国民经济发展的支撑作用日益凸显。根据国家统计局数据，2025年，规模以上高技术制造业增加值比上年增长9.40%，占规模以上工业增加值的比重达17.10%[2]。

从融资需求看，银行信贷仍是科技企业的主要融资渠道，但受制于诸多限制因素，大部分科技型中小企业仍面临融资难、融资贵的问题。中国人民银行数据显示，截至2025年末，获得贷款支持的科技型中小企业27.50万家，获贷率为50.20%[3]，这意味着仍有50.00%左右的科技型中小企业未能获得银行信贷支持。这一结构性矛盾或许可以借助ABS产品的结构化优势得以缓解，为科技金融发展提供内驱动力。科技创新ABS是资产证券化在科技金融领域的创新应用，是科技金融的重要构成之一，其结构化特征与科技企业的融资需求高度契合。

早期探索与试点阶段（2020—2022年）

2020年，财政部、国家知识产权局部署以产业链条或产业集群高价值专利组合为基础，支持构建底层知识产权资产，推进知识产权证券化。2022年，上海证券交易所发文支持企业利用知识产权等开展证券化，突出资产信用，细化破产隔离和信息披露要求。

制度框架全面搭建阶段（2023—2024年）

2023年是科技金融升级的关键转折点。10月，中央金融工作会议首次提出做好科技金融等“五篇大文章”，科技金融正式上升为国家战略层面的核心任务。11月至12月，央行、证监会等部门密集部署，强调发挥

[1] 工业和信息化部：2025 年中小企业发展持续保持平稳向好态势。
[2] 中华人民共和国 2025 年国民经济和社会发展统计公报。
[3] 中国人民银行发布 2025 年四季度金融机构贷款投向统计报告。

结构性货币政策工具作用，引导中长期资金投向科创领域。这一阶段确立了科技金融在国家战略中的核心位置，为科技创新ABS发展提供了国家战略性政策指引。

2024年1月，金融监管总局发布《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》，提出14项具体举措，建立差异化服务体系。同年7月，央行、科技部等七部门联合印发《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》，首次提出构建“天使投资—创业投资—私募股权投资—银行贷款—资本市场融资”的多元化接力式金融服务体系。

深化落地阶段（2025年至今）

2025年2月，证监会发布《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》，明确提出探索知识产权资产证券化业务，引导金融机构将知识产权作为可流通资产向知识产权ABS转化，拓宽融资渠道，逐步降低科技企业资金成本。同年，国家知识产权局等七部门联合发布《关于进一步优化知识产权领域营商环境的意见》，金融监管总局、国家知识产权局、国家版权局联合发布《知识产权金融生态综合试点工作方案》，完善知识产权市场化定价和交易机制，明确要完善知识产权价值评估标准，开展银行知识产权质押融资内部评估试点，鼓励知识产权相关金融产品创新。具体政策文件见表1。

二、科技创新ABS运行情况

从发行数据[4]看，2021年至2025年，科技创新ABS发行单数持续增长，从2021年不足10单，经过几年的发展，2025年已达到63单，五年间发行单数增长超过6倍。

表1 科技创新ABS相关政策演进

时间	发布主体	文件名称	主要内容
2022年	上海证券交易所	《关于进一步发挥资产证券化市场功能支持企业盘活存量资产的通知》	支持企业利用PPP项目、知识产权等开展证券化；突出资产信用，细化破产隔离和信息披露要求
2023年10月	中央	中央金融工作会议	首次提出做好科技金融等“五篇大文章”
2024年1月	国家金融监督管理总局	《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》	持续深化科技金融组织管理机制建设，形成科技型企业全生命周期金融服务
2024年5月	国家金融监督管理总局	《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》	针对科技型企业全生命周期的金融服务进一步增强，对研发活动和科技成果转移转化的资金和保险保障水平明显提升，科技金融风险分担机制持续优化，努力形成“科技—产业—金融”良性循环
2024年6月	中国证监会	《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》	进一步深化改革，提升对新产业新业态新技术的包容性，发挥资本市场功能，更好服务中国式现代化大局
2024年7月	中国人民银行等七部门	《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》	构建“天使投资—创业投资—私募股权投资—银行贷款—资本市场融资”的多元化接力式金融服务体系
2025年2月	中国证券监督管理委员会	《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》	明确提出探索知识产权资产证券化业务为资本市场支持知识产权ABS发展释放清晰政策信号，引导金融资源向知识产权转化运用领域集聚
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》	明确到2027年取得显著成效的时间表，建立统计制度和考核评价体系
2025年9月	财政部、金融监管总局、国家知识产权局、国家版权局	《关于进一步规范知识产权资产评估若干问题的通知》	强化知识产权资产评估规范管理，明确要充分发挥资产评估在知识产权运用和保护中的专业作用；规范资产评估机构执业行为，要求其具备相应专业胜任能力，合理运用新技术提升评估智能化水平；加强监督管理和自律管理，建立多部门协同机制，构建业务数据服务平台；落实各方责任，明确资产评估机构、委托人、金融机构等主体的义务，保障知识产权资产评估市场环境有序发展

数据来源：联合资信整理

[4] 相关数据来自 Wind 中含“科技创新”标识的 ABS 产品以及“科创票据”标识的 ABN 产品。

2026年1—6月，科技创新ABS共发行26单。这一增长轨迹反映出基于市场需求和国家政策的双重驱动下科技创新ABS在科技金融领域中发挥的作用日益凸显。

科技创新ABS认定标准

根据沪深交易所的相关规定，科技创新ABS的认定需满足以下条件：一是基础资产现金流70.00%以上来源于科技创新领域所产生的收入或为科技创新领域融资所形成的债权；二是转让基础资产所取得资金70.00%以上用于科技创新领域，包括用于科技创新领域相关的研发投入，科技创新领域相关项目的建设、并购、运营，对科技创新企业进行权益出资等（用于产业园区或孵化基础设施相关用途比例不得超过30.00%）。

银行间市场交易商协会对科创票据认定标准与交易所类似，其对科创票据的要求为科技创新企业发行或募集资金用于科技创新领域的债务融资工具，可分为科创主体类和科创用途类科创票据。其中科创主体类要求科技创新企业需具有相应科技创新称号，用途类科创票据要求募集资金中50.00%以上用于支持科技创新发展。

科技创新ABS资产类型及信用增信模式

科技创新ABS的基础资产类型呈现多元化分布特征，主要包括企业应收账款、融资租赁、供应链应付账款等。其中企业应收账款类ABS产品是主要的资产类型，2021年至2026年6月末，该类产品占科技创新类ABS累计发行规模的44.58%。2026年1—6月，已发行科技创新ABS以企业应收账款类ABS和融资租赁类ABS为主，发行规模占比分别为41.81%和42.72%。其中融资租赁类ABS大幅增长，2026年上半年发行规模92.86亿元，已超过2025年全年发行规模（见图1）。企业应收账款类ABS多为符合科创主体类认定标准，融资租赁类ABS多为基础资产现金流来源符合科创认定标准。

信用增级是资产证券化产品的核心结构之一，一般分为内部增信模式和外部增信模式。从已发行产品的增信模式来看，科技创新ABS多采用外部增信模式，主要原因在于底层资产债务人以中小型科技企业为主，债务人大多信用水平不高，资产池分散度一般，且底层资产无有力担保措施。外部增信主要来源于政府性融资担保机构、大型国有企业集团、上市公司等信用主体。外部增信模式占主导地位反映出科技创新ABS产品对外部信用支持的依赖程度很高，现阶段难以实现靠资产池自身质量完成融资。2021年至2026年6月末，已发行的科技创新ABS中，涉及外部增信模式的产品规模占比为94.15%。

鉴于科技创新ABS产品大多有信用水平较高的增信机构提供外部增信，因此其在融资成本方面相较于非科技创新ABS具有一定的优势（见图2）。

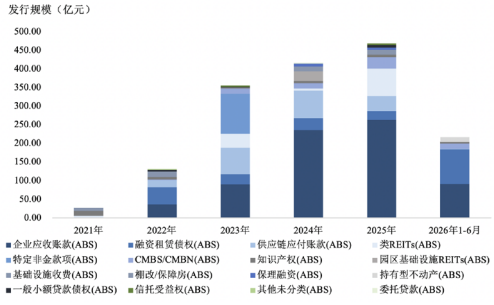
三、科技创新ABS产品案例分析

案例1：知识产权ABS——杭州知识2024-7

2024年7月，“国金-杭州未来科技城知识产权第7期资产支持专项计划（科技创新）”在深圳证券交易所成功挂牌。该项目发行规模1.00亿元，优先级证券期限1年，票面利率为2.10%。

交易结构方面，项目由杭州未来科技城管委会牵头设计实施，开鑫科技旗下鑫欣保理作为原始权益人。增信安排上，项目引入杭州联合农村商业银行股份

图1 2021年1月至2026年6月科技创新ABS项目发行规模



数据来源：Wind，联合资信整理

有限公司开立借款保函，为借款人偿还信托贷款本息提供保障。

该项目的底层资产为信托贷款债权。科技创新认定方面，该项目入池债务人涵盖数字经济、生物医药、智能制造、通信技术、大数据等战略性新兴产业，符合基础资产现金流70.00%以上来源于科技创新领域所产生的收入的贴标要求。该项目募集资金用于支持上述科技创新领域企业的研发与成果转化，为各地在科技创新主题下发行知识产权资产支持证券提供了有益借鉴。

知识产权ABS是支持科创企业融资、服务国家创新驱动战略的重要工具。它将专利、版权等“轻资产”转化为可流通的金融产品，有助于破解科创企业因缺乏实物抵押而融资难的问题，有效降低融资成本，同时促进科技成果转化与新质生产力发展。

案例2：应收账款ABS——中铁四局ABN2025-2

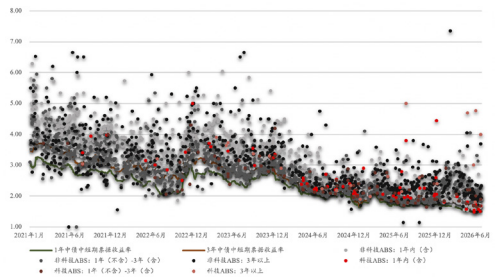
2025年8月，“中铁四局集团有限公司2025年度第二期科技创新资产支持证券”成功发行，发行规模15.00亿元，其中优先级证券目标募集规模14.10亿元，预计存续期限36个月（循环购买期24个月/过手分配期12个月）。同时，中铁四局作为流动性支持承诺人，为优先级证券提供不可撤销及无条件的流动性支持承诺。

科技创新认定方面，作为主体类科创ABS的代表性项目，发起机构中铁四局获得国家企业技术中心认定，符合主体类科创证券对发起机构的资质要求，该项目将科技创新ABS认定逻辑由基础资产属性拓展至主体科技资质，体现科技金融对科技型企业全周期服务的理念。

该项目为主体贴标类科技创新ABS交易结构设计提供了有益借鉴，为大型建筑央企探索应收账款资产证券化、推动科技创新与产业金融深度融合提供了示范，有力推动主体贴标类资产证券化产品在更多传统基建行业中复制推广、创新突破。

该项目以中铁四局对下游债务人的工程进度款应收账款作为基础资产，通过资产证券化方式盘活建筑企业存量资产，降低有息债务负担与融资成本，符合金融服务实体经济理念，引导资金向基础设施建设与科技创新领域配置，促进建筑行业高质量发展与科技型龙头企业转型升级。

图2 2021年1月至2026年6月科技创新ABS项目利率分布



注：红色点为科技创新ABS，灰黑色点为非科技创新ABS
数据来源：Wind，联合资信整理

四、总结与展望

当前，在科技金融制度供给持续优化、科创企业融资需求加速释放的背景下，科技创新ABS深度融入“五篇大文章”中的“科技金融”，助推创新链、产业链、资金链良性循环。

从前述案例分析可以看出，以杭州未来科技城知识产权ABS为代表的知识产权类产品，通过保函增信、跨行业资产组合等方式，在降低融资成本、盘活轻资产方面取得了积极成效；以中铁四局ABN为代表的主体贴标类产品，则将科创认定逻辑由基础资产属性拓展至主体科技资质，为传统行业龙头企业的科技创新融资开辟了新路径。两类案例充分说明，科技创新ABS在资产类型拓展和贴标方式创新上已形成可复制经验，为破解“轻资产、缺抵押”的融资困局提供了有效抓手。

但目前科技创新类ABS仍以外部增信模式为主，其资产池本身存在集中度偏高、入池企业自身信用质量偏低、入池资产质押物难以提供增信作用等弱点，使

得该类ABS仅凭自身的资产池难以获得投资人的认可。因此，科技创新ABS未来发展的主要方向是通过提高资产池的质量，使得该类资产能够逐步从全额增信过渡到部分增信模式，最终完全摆脱对于外部增信模式的依赖。为实现上述目标，需要在以下方向持续突破。

一是组成分散度更高的资产池。现有的科技创新类ABS项目一般由某一区域的金融机构作为项目发起方，资产池的构成需符合当地的政策要求。例如知识产权类项目需符合当地知识产权局的要求以获得当地的补贴支持，因此入池资产一般限于当地企业，地域范围的限制使得资产池在入池企业和区域分散度方面难以提高。在未来需要突破基础资产选择的区域限制，在更大的地域范围内整合资产，以提高基础资产的分散度。例如可以选取特定的科创赛道产业，通过挖掘该产业链上下游企业需求来组建资产池，从而扩大入池企业的可选范围，以使资产池能够在单户和区域等维度实现多元化，进而降低资产池的集中度风险以提升资产池整体质量。前期可以由全国性的行业协会或者国家相关部委提供政策扶持，来取代目前地方性的支持政策，以培育一批能够被市场认可的高分散度科技创新类ABS，后续可以逐步退出支持来摆脱科技创新类ABS对于外部增信模式的依赖。

二是完善科创企业评价体系。由于资产池中的科创企业一般具有成立时间偏短、规模偏小、资产结构以轻资产为主、业务发展尚在初期等特征，传统的评价体系难以合理揭示其风险。因此需要完善科创企业的评价体系，提升科创企业资产风险评估准确性，同时丰富科创企业的信用评级维度，不仅依赖于存量经营数据、财务数据等指标，而是深入发掘科创企业自身的业务特点，从未来发展的视角如在手订单、在研项目、专利质量、行业前景等维度进行评估，从而给予科创企业更合理的评价。这有赖于市场各机构的共同努力和整体评价体系的不断完善，从而发展为可以供市场参考的准确客观且符合科创企业特点的评价体系。

三是建立并完善知识产权、专利权等无形资产的价值评估与交易体系。由于科创企业的核心资产是知识产权和专利权等无形资产，其作为入池资产抵质押物的价值在现有条件下难以被充分认定并提供增信作用。因此，需要政策层面和各市场参与机构，一方面完善无形资产评估与交易的制度和基础设施建设，为无形资产的价值设定合理的评价指标；另一方面提供引导与激励，扩大该类资产的市场化交易的规模并提升交易活跃度，使得无形资产的价值能够被市场认可并以此获得相应的资金。作为抵质押物的无形资产价值若能被充分发掘，则其能够为科创ABS基础资产提供相应的信用支持，进而提升科技创新ABS资产池的质量。

四是不断拓展新的资产类型。近年来以AI技术为代表的新型科技产业快速发展，新型科技创新企业不断产生，该类企业的业务不仅与传统行业大相径庭，也与以往的科技创新企业有所差异，因此需要根据新型科技创新企业的业务模式，来发展与之相匹配的科技创新ABS项目。例如，随着AI产业的发展，算力设施及数据中心成为新型科技创新企业重要的投入方向，后续随着该类资产建成并运营，围绕数算力设施/数据中心所产生的资产很有可能成为资产证券化项目的重要增量资产来源，如何对该类资产进行科技创新认定、评估以及打造合适的资产证券化模式，也是后续推动科技创新ABS不断发展的重要课题。

展望未来，随着科创金融标准进一步统一、科创属性评价体系更趋透明、监管持续优化审核流程，科技创新ABS有望在基础资产类型拓展、结构设计精细化、制度与市场环境建设等方面取得新突破。通过上述多维举措的协同推进，推动科技创新ABS从“政策驱动”走向“市场驱动”，从“试点探索”走向“规模化发展”，重点服务“专精特新”、高新技术企业、高校院所成果转化主体及传统行业智能化改造主体，进一步畅通“科技—产业—金融”良性循环，为高水平科技自立自强和科技金融高质量发展提供持续动能。

债券市场信用风险总量逐步收敛，结构压力仍存
——2026年上半年我国债券市场违约回顾与下半年展望

文|联合资信 郝 帅 薛逸竹 何苗苗

一、2026年上半年我国债券市场违约情况回顾

我国债券信用风险呈现总量收敛与结构性分化并存的特征

2026年上半年，全球宏观环境复杂多变，地缘冲突持续发酵、国际大宗商品价格受中东局势扰动波动加剧，持续对国内生产、消费成本形成外部挤压。国内经济处于新旧动能深度转换、产业结构深度调整周期，叠加内需修复乏力、地产风险持续出清、地方债务化解持续推进，融资平台转型和存量债务处置仍处攻坚阶段，经济运行面临多重内外约束压力。政策层面坚持更加积极有为的财政政策和适度宽松的货币政策协同发力，托底宏观经济基本盘，整体经济运行保持在合理区间，呈现总量平稳、节奏前高后低、结构分化较为显著的运行特征，延续“供强需弱、外强内弱、新强旧弱”的核心格局。具体看，上半年GDP同比增长4.7%，符合年度预期目标区间，但增长动能逐季走弱，复苏内生性仍不足。一季度依托专项债前置发力、出口阶段性较快增长经济实现良好开局，GDP同比增速达5.0%；二季度部分前期政策效应边际减弱、国际高油价压制国内终端需求、房地产行业深度调整拖累实体经济，GDP增速回落至4.3%，季度环比增速由1.3%降至0.9%，经济修复斜率明显放缓。信用环境方面，央行持续实施适度宽松货币政策，依托逆回购、MLF常态化操作熨平税期、政府债缴款带来的资金波动，阶段性通过大额公开市场净投放维稳银行间流动性；下调再贷款再贴现利率，加码科创、绿色、民企定向信贷工具，持续压降实体经济综合融资成本。截至2026年上半年末，我国广义货币同比增长8.0%，社融存量同比增长7.4%，金融对实体经济支持质效提升，但融资需求和信用扩张仍存在结构性分化。财政政策方面，上半年财政政策更加积极，专项债、超长期特别国债持续发力，资金倾斜新型基建、产业升级、民生消费，重点兜牢基层“三保”、城市更新、地产风险化解。总体看，2026年上半年我国经济顶住内外多重压力实现平稳开局，增长动能加速向科技创新、高端制造、数字经济切换；但居民消费意愿与收入预期修复偏慢、地产存量风险处置存在不确定性、弱区域地方平台流动性分化等问题仍为中长期信用层面核心风险点。

在此背景下，2026年上半年债券市场信用风险持续收敛，整体违约风险降至历史低位。从实质性违约



情况来看，我国债券市场新增违约发行人[1]1家[2]，涉及债券期数1期，违约规模0.64亿元，同比（7家、14期、132.52亿元）和环比（6家、8期、96.55亿元）均大幅下降，违约规模创十年以来最低水平，信用风险暴露处于历史低位。2026年上半年，我国债券市场重复违约[3]发行人5家，涉及到期违约债券5期，到期违约规模合计约120.01亿元。截至2026年上半年末，我国债券市场累计有315家发行人发生违约，共涉及到期违约债券1011期，到期违约金额合计约8552.75亿元。**从展期情况来看**，2026年上半年展期均来自于历史违约或展期主体，无新增展期发行人（见图1和图2）。

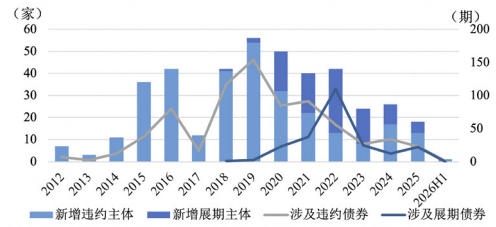
信用评级呈调降趋势，结构性调降压力加大

2026年上半年，我国公募债券市场共有67家发行人主体信用等级或展望发生调整，调整率1.21%，较上年同期（1.67%）有所下降。上半年，等级或展望调升率和调降率分别为0.36%和0.85%，整体呈调降趋势（见表1）。

调升方面，2026年上半年我国公募债券市场主体信用等级或展望上调数量20家，同比（38家）明显收缩。具体看，调升发行人高度集中于国有企业，占比超过85%。其中优质城投平台、区域金融机构为主要上调板块。优质城投依托属地财政实力稳固、区域化债政策落地、政府支持力度持续加码，叠加自身经营性业务提质增效、债务结构持续优化；区域农商行、头部国有融资租赁机构受益于地方金融生态修复、资本实力增厚、资产质量与风险抵御能力提升。

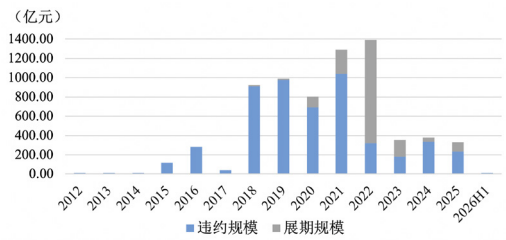
调降方面，2026年上半年我国公募债券市场主体信用等级或展望调降数量47家，同比基本持平。调降主体呈现三大特征，一是民营产业主体仍为风险核心，调降民营产业主体共29家，占比超过60%，主要集中

图1 2012—2026上半年我国债券市场新增违约和展期涉及主体和债券情况



注：展期主体不包含已发生实质性违约的企业
资料来源：联合资信整理

图2 2012—2026上半年我国债券市场新增违约和展期涉及规模情况



资料来源：联合资信整理

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

[2] 结构化产品发生的本息违约，其原始权益人不计入新增违约主体，仅将违约债券计入新增到期违约债券，其到期违约规模计入总到期违约规模中，以下统计同。

[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。

于江苏、浙江、广东、山东等竞争充分的中下游制造业与软件服务业，其普遍存在营收利润下滑、大额资产减值、股权高质押、诉讼或资金占用等负面问题，经营韧性与治理能力不足导致信用资质持续弱化。二是可转债发行人是评级调降的集中领域，31家调降主体为可转债发行人，占比超过65%。受前期转债实质性违约事件冲击，市场对弱资质民营转债风险定价重估，多只临期、基本面恶化转债同步触发主体及债项评级下调，转债板块信用分层进一步加剧。三是弱区域城投点状风险持续暴露，共有6家城投平台评级被下调，集中在陕西、云南等地方债务化解压力较大的区域。受属地土地出让收入和政府性基金预算收入下降影响，地方政府可用于支持平台的财政资源受到制约，因此债务滚续压力抬升、对外担保负担偏重，经营性现金流难以覆盖刚性本息，偿债支撑能力持续弱化。

可转债市场违约数量下降，尾部风险持续释放

2026年上半年股市整体震荡上行，可转债市场整体风险可控、无系统性扩散压力，违约数量有所下降，但结构性、尾部性信用风险持续释放，主体信用分化进一步加剧。风险压力高度集中于弱资质民营产业主体，在需求修复偏弱、行业竞争加剧背景下，中下游民企盈利与现金流持续走弱，内生偿债能力不足，叠加再融资收紧，债务接续压力明显抬升。同时，前期扩容周期发行的可转债集中进入到期窗口，部分低资质民企转股不畅、资金覆盖能力不足。在机构风控持续收紧背景下，市场信用分层持续固化，资金持续向国企、高景气科创与制造赛道集中，尾部弱资质民企可转债流动性枯竭、信用溢价上行。

从违约个案来看，当前可转债风险仍以个体性、事件性风险为主，尚未形成行业性、系统性信用压力。2026年上半年，我国债券市场仅东方时尚驾驶学校股份有限公司一家可转债发行人发生实质性违约，属于典型的公司治理与经营风险叠加导致的个体信用事件。具体来看，公司前期低效投资大幅占用存量资金，资产周转效率下降，债务结构短期化问题突出，阶段性偿债压力陡增；叠加所属驾驶培训行业持续低迷，主业盈利持续走弱，内生现金流修复乏力。同时公司长期存在信息披露违规、控股股东及关联方非经营性资金占用等治理缺陷，合规风险持续累积，进一步削弱市场认可度与外部融资能力。多重负面因素共振下，公司再融资渠道明显收窄，流动性缺口无法有效填补，最终触发可转债违约。

表1 2026年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级		评级展望		合计	
	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1	2025H1	2026H1
样本数量（家）	5252	5554	5252	5554	5252	5554
调升数量（家）	38	20	2	0	40	20
调降数量（家）	45	43	3	4	48	47
调升率（%）	0.72	0.36	0.04	0.00	0.76	0.36
调降率（%）	0.86	0.77	0.06	0.07	0.91	0.85

注：1. 等级调整样本包含统计期内存续、到期和新发债券的发行人，涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行主体；2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限；3. 发行人具有双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；4. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；5. 调升率或调降率=年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与统计样本数量的比；6. 若发行人被评级机构终止主体信用等级（期末级别失效），则按照终止评级前的最新级别进行等级调整统计
资料来源：联合资信整理

房地产行业无新增违约或展期主体，信用风险延续分化

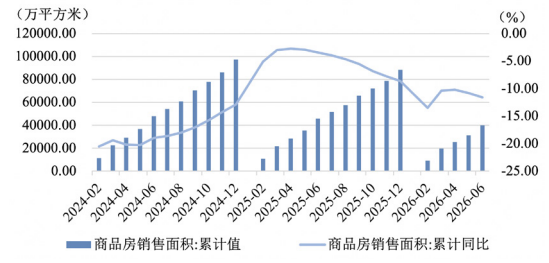
2026年上半年国内房地产行业延续深度调整，政策坚持控增量、去库存、优供给、防风险的调控思路。债券市场无新增首次违约或展期房地产行业主体，风险处置以存量缓释、有序出清为主。年内万科完成百亿元以上债券集中展期，区别于2025年首次展期引发市场剧烈波动，本次依托标准化方案落地，叠加股东配套流动性支持，对市场情绪扰动有限，但此次展期再度弱化了优质混合房企刚性兑付预期，加剧行业信用分化。整体来看，行业基本面底部磨底特征显著，市场风险偏好进一步收缩，房企信用分层格局持续加剧。

具体看，销售端修复乏力，上半年全国商品房销售面积同比下降11.6%，商品房销售额同比下滑13.6%（见图3），房企经营现金流持续承压，内生造血能力难以有效修复，且居民购房预期偏弱、需求修复呈现结构性分化；投资端持续收缩，上半年全国房地产开发投资同比下降18.0%，房地产开发企业到位资金下降20.2%，行业投资意愿、资金到位能力持续走弱；融资层面，上半年监管持续落实房企差异化融资支持机制，坚持“分类施策、扶优出清、杜绝一刀切”的调控思路。在分层融资政策导向下，行业融资资源高度集中（见图4），中央企业、部分优质地方国企及经营稳健的头部民营房企信用韧性相对较强、融资成本持续下行，而出险民营房企基本丧失公开市场再融资能力，仅能依靠资产处置、债务重组维持流动性，行业信用分层、主体分化格局进一步固化。

城投板块风险整体收敛，呈现结构性分层特征

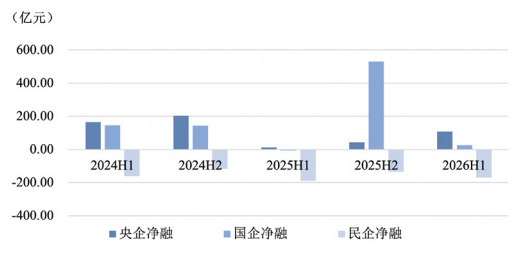
2026年上半年，地方债务治理延续“遏制增量、化解存量”总基调，一揽子化债政策进入关键落地阶段，监管模式从前期总量纾困转向精细化、实质化管控，驱动城投行业融资规模、主体资质、区域格局深度分化。一是存量债务置换落地见效。本年2万亿特殊再融资债启动发行、置换高息隐性债务，上半年各省市密集推进低息置换债投放，通过高息债务置换、拉长偿债久期的方式，有效压降区域整体融资成本，缓解相关地区及承担隐性债务的平台主体短期偿债和流动性压力，推动存量债务风险有序缓释。二是新增融资监管持续收紧。据市场机构及媒体报道，沪深交易所在城投公司债审核实践中进一步强化三项实质经营指标要求，监管重心从“结构合规”转向“实质经营”，融资门槛提升加剧弱资质平台的融资困境。同时，依托财政部债务管理司，从中央层面加强政府债务监测监管，强化问责机制。三是城投退平台速度有所加快。但受区域资源禀赋、财政实力、产业基础差异影响，各地城投转型进度与效果明显分化，东部经济强省转型更为顺畅，部分弱区域平台仍面临资产质量一般、经营性现金流不足等难题。在此背景下，城投债一级市场供给持续缩量，上半年发行总额

图3 我国商品房销售面积情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 我国房地产行业信用债净融情况



资料来源：Wind，联合资信整理

1.40万亿元，同比下降16.96%；净融资为-2236.97亿元，延续自2024年以来的净偿还趋势，但随着化债成效逐步显现，净偿还缺口同比收窄787.86亿元，城投债券市场存量压降节奏边际放缓（见图5）。

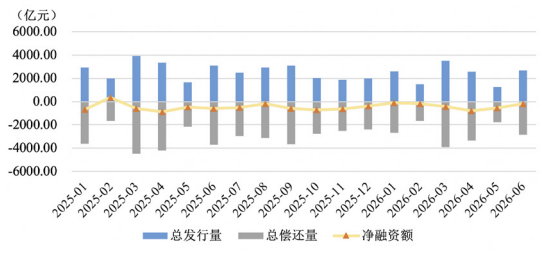
本轮化债周期下，城投各层级、各区域、各资质主体融资能力全面分化，融资资源结构性集中特征愈发显著。具体来看，**信用等级方面**，城投债发行主体仍以高等级主体为主，仅AAA级平台净融资实现小幅净流入，其余各级别平台均呈现净流出状态，中、低等级主体净偿还体量较大。**行政层级方面**，各层级城投债净融资均为负，其中区县级平台受土地财政疲软、化债资源倾斜不足、融资门槛抬升、资产质量偏弱等多重制约，净流出规模最大；地市级核心平台依托属地财政支撑、优质资产储备加持，净流出规模持续收窄，层级信用优势持续凸显。**区域方面**，全国各省市债券融资整体呈进一步压降态势，区域之间的城投分化趋势持续。2026年上半年，仅广东省、吉林省和新疆实现净融资，其余地区城投债融资均表现为净偿还或紧平衡，四川省、湖北省净流出规模明显扩大，区域债务压降力度加大、平台流动性压力边际上行；江苏省、浙江省和湖南省的净流出规模明显收敛（见图6）。非标违约方面，根据公开资料，2026年上半年，城投企业的非标违约共8起，且主要集中在区县级层面，包括西咸新区、胶州市、潍坊市及齐河县等。商票逾期方面，根据公开资料[4]，2026年上半年被列入票据持续逾期名单的发债城投主体共61家，同比持平，其中山东（28家）商票逾期仍然最多，其次是云南和贵州；从行政层级来看，区县级占比同比进一步上升，地市级数量同比下降较多；从主体级别来看，发生票据持续逾期的发债城投主体以AA级别为主，共35家，占57.38%，同比减少4家。整体来看，随着“一揽子化债政策”和大规模债务置换的推进，短期内城投行业公募债券市场违约的可能性很低，但仍需关注部分区县级、弱资质平台未来的经营和资金压力情况。

二、2026年下半年我国债券市场信用风险展望

全市场信用债到期与发行人信用情况

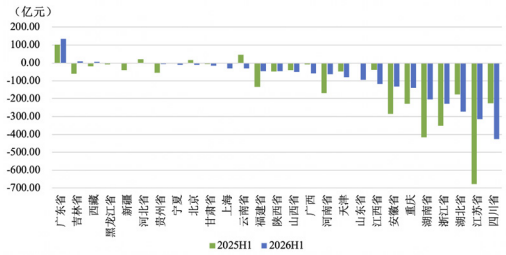
从全市场债务到期规模来看，2026年下半年我国债券市场主要信用债[5]到期规模[6]约为6.95万亿元，考

图5 城投债发行及净融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图6 各地区城投债净融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

[4] 2026 年 1 月 30 日，上海票据交易所发布《关于优化票据信息披露有关事项的通知》，票据信息披露平台将于 2026 年 2 月起，不再单独发布承兑人逾期名单和持续逾期名单，2026 年 1—6 月票据持续逾期数据来自于公开信息，数据源口径可能存在差异。

[5] 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、资产支持证券、可转债和可交换债。

[6] 包含到期和本金提前兑付。

虑到将于2026年下半年发行且于2026年内到期的短期债券，按2025年下半年同期估算，2026年下半年主要信用债到期规模可能达到9.11万亿元，较2025年下半年（9.22万亿元）有所下降，但较2026年上半年（8.09万亿元）有所上升（见图7）。

此外，2026年下半年将有约0.98万亿元信用债进入回售期，按60%的历史实际回售率估算，2026年下半年回售债券中约有0.59万亿元被行权。合计来看，2026年下半年主要信用债偿债规模可能在9.70万亿元左右。

由于2026年下半年发行且于2026年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性，以下分析仅以2026年下半年我国债券市场到期的6.95万亿元主要信用债为分析样本。

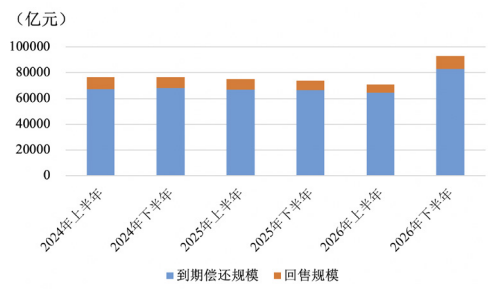
从偿债节奏看，11月单月的偿债量在1.30万亿元以上，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变（见图8）。

债券市场信用风险展望

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是，受地缘冲突加剧、中东局势推高能源价格、通胀预期及金融市场波动等不利因素影响，全球经济复苏进入低速运行阶段，增长动能有所放缓。二是，我国经济复苏的结构性矛盾依旧突出，“供强需弱、外强内弱、新强旧弱”的格局持续分化，内需和内生增长动能仍待增强。经济运行的核心压力集中于内需偏弱，房地产深度调整拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓。三是，受下游需求不足、上游原材料成本波动挤压，传统制造业资本开支意愿受到制约，经营压力加大，高杠杆、弱现金流的民营及中小企业风险较高。四是，房地产行业仍处于筑底调整阶段，房企销售回款、出险及弱资质房企的市场化融资能力尚未实质性改善，资金链压力持续存在，部分集中偿债压力大的民营和弱资质国有房企仍面临较大风险。在此背景下，债券市场仍面临诸多不确定因素，债市风险或将持续暴露。

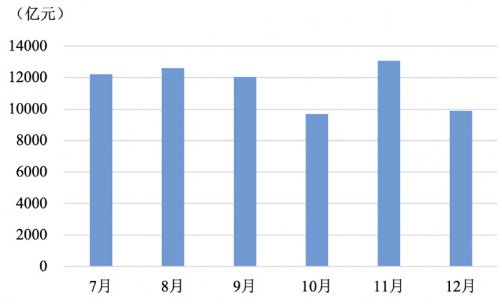
另一方面，债券市场信用风险整体可控。一是，2026年下半年我国宏观经济政策重心将从上半年“巩固开门红”转向“全力稳全年”，依托逆周期、跨周期调节政策对冲内外压力，下半年宏观经济运行有望延续结构性修复态势。二是，2026年下半年央行预计将继续实施适度宽松的货币政策，更好地运用结构性货币政策工具，定向加大金融支持实体经济的重点领域和薄弱环节，社会综合融资成本将低位运行，市场流动性有望保持合理充裕。三是，国家金融监督管理总局在2026年5月发布通知，强调通过完善信贷供给体系、稳定信贷投放、优化信贷结构、提升资产质量等引导金融机构继续加力支持小微和民营企业经营发展，民营及小微企

图7 2024—2026年我国信用债市场主要信用债偿债情况



注：1.2024—2026年上半年为实际偿债规模，2026年下半年为预估偿债规模；2.到期偿还规模=到期本金+本金提前兑付；3.2026年下半年到期赎回规模约1.36万亿元，此部分放入到本金提前兑付口径中统计。
资料来源：Wind，联合资信整理

图8 2026年下半年我国债券市场主要信用债到期情况



资料来源：Wind，联合资信整理

业金融支持力度进一步增强，融资可得性有望改善，但不同行业、区域和主体之间的融资条件仍将保持分化。**四是**，前期房企信用风险已得到一定释放，部分出险房企债务重组取得实质性进展，债券端短期偿付压力有所缓解，但行业经营性现金流和持续偿债能力尚未根本修复。未来在更大力度推动房地产市场“止跌回稳”的政策导向下，行业信用风险有望逐渐趋稳。**总体来看**，2026年下半年，我国债券市场信用风险仍将持续暴露，但信用风险整体可控。

重点行业信用风险展望

1. 城投企业短期偿债压力阶段性缓释，但信用分化加剧

一方面，化债背景下城投企业公开违约风险较低。一是，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，承担重要公共职能的平台仍可能获得地方政府依法合规支持。**二是**，随着一揽子化债方案深入落实，化债效果已持续显现，短期偿债压力阶段性缓释，综合融资成本延续下行，融资结构有望进一步改善，城投公募债券发生大规模实质性违约的可能性较低。

另一方面，需重点关注经济财政实力偏弱、债务负担较重地区城投企业的信用风险。一是，2026年6月沪深交易所出台城投发债窗口指导、7月交易商协会出台融资额限制窗口指导，进一步收紧传统城投新增发债融资，部分传统融资平台新增债券融资和短期债务滚续空间进一步收窄。**二是**，随着化债工作持续推进，城投企业短期偿债压力阶段性缓释，但存量债务规模仍处高位，付息压力较大，云南、贵州等债务负担较重地区的部分区县级、弱资质平台，流动性风险仍需关注。**三是**，在经济结构转型、财政收支矛盾突出的背景下，部分地区财力恢复偏弱，区域债务风险分化加剧，个别地区票据逾期、非标违约、展期重组等舆情仍有零星发生。**四是**，在政策持续推动下，下半年城投企业“退平台”及市场化转型进一步提速，部分弱区域平台仍面临资产质量一般、经营性现金流不足等难题。后续需重点跟踪城投转型的真实性、造血能力稳定性及可持续性，审慎评估部分弱功能、资产质量较差的城投企业信用风险变化。**五是**，伴随化债工作推进及平台退出时点临近，各项监管政策不确定性上升，部分企业若应对不及时，或面临融资计划受阻、信用风险抬升的压力。

整体来看，2026年下半年，随着一揽子化债政策的深入实施，城投公募债券违约的可能性较低，但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出；政策导向下城投转型进程提速，融资平台政府融资职能将继续剥离，政企信用关系逐步规范，需关注弱功能、资产质量不佳主体的信用风险。

2. 重点关注已出险房企和弱资质民企到期偿付压力

房地产行业信用风险继续分化，已出险房企和弱资质民企信用风险较高。一是，2026年下半年房地产行业仍将处于调整筑底阶段，行业全面企稳仍有待销售、价格和市场预期进一步修复。**二是**，央国企及优质头部房企凭借强大的外部支持和产品力，信用质量有所修复，融资环境相对顺畅；而民营及混合所有制房企信用质量继续承压，尾部风险依然存在。**三是**，根据Wind统计，2026年下半年，境内房地产行业信用债到期及回售规模约1574亿元，偿付压力依旧较大。到期债券发行人分布集中于已出险房企和弱资质民企，上述房企到期债券的兑付较为依赖债务重组进展，部分房企债务重组进展缓慢，仍存在较高信用风险。**整体来看**，2026年下半年房地产行业仍处于风险化解和经营模式转型过程中，行业信用风险预计延续明显分化态势。中央企业、部分优质地方国企及经营稳健的头部民营房企信用韧性相对较强；已出险房企以及尚未发生公开市场违约，但销售回款持续下降、项目区位和去化能力偏弱、债务集中到期且融资渠道受限的民营及弱资质国有房企，仍是房地产行业信用风险监测的重点。

3. 重点关注零售敞口较大、净息差承压的中小银行信用风险

2026年上半年银行体系整体运行稳健，但净息差继续收窄，部分中小银行零售资产质量、盈利能力和资本补充能力承压；众邦银行接管等事件表明尾部机构风险加快进入实质处置阶段。**金融行业整体违约风险较低，但仍需对非系统重要性中小金融机构信用风险保持关注。一是，**金融监管总局2026年工作会议将中小金融机构风险化解列为首要任务，进一步明确要求“牢牢守住不爆雷底线”。在此政策导向下，中小金融机构减量提质继续推进，整体信用水平有望保持稳定。**二是，**目前宏观经济复苏的内生性动力不足，居民收入修复缓慢，零售端持续承压。部分银行消费贷、信用卡不良率仍呈上升态势，对零售敞口较大的中小银行形成集中冲击。**三是，**在适度宽松货币政策延续的背景下，部分中小银行面临净息差收窄和资产质量下行的双重压力，其息差可能不足以抵补资产质量恶化带来的信用成本；净息差显著低于同业平均水平、非息收入贡献有限且信用成本较高的中小银行，盈利和内源性资本补充压力可能进一步上升。**四是，**2025年12月发布的央行最新风险评级显示，尾部风险金融机构体量有所扩大。2026年以来，陆续出现众邦银行被接管、九台农商行二级资本债不赎回等信用风险事件，需要继续对尾部银行的信用风险保持关注。**整体来看，**2026年下半年，中小银行信用风险或将呈现“整体可控、尾部承压、结构分化”的格局，需要重点关注零售敞口较大、净息差和资产质量“双重承压”的中小银行信用风险。

4. 关注低评级、小市值、正股濒临退市的弱资质可转债主体

2026年下半年，可转债市场信用风险预计将继续呈现整体可控、尾部承压和个券分化的特征。一是，在内需修复缓慢、成本高企背景下，部分可转债发行人集中于中小市值民营企业，偿债能力依然弱化，再融资空间渠道受阻，下半年抗风险能力仍是关注重点。**二是，**2026年下半年退市及待到期的主板转债中，AA-及以下评级合计18只，数量占比47.37%。低评级转债对应发行主体多为中小民营企业，部分转债发行人出现已违约/准违约，此类债券违约风险需重点关注。**三是，**2026年下半年约有近600亿元可转债自然到期（不含强赎），对于转股价值偏低、未转股余额较大且发行人流动性紧张的转债，到期现金偿付风险相对较高。**整体来看，**2026年下半年，在宏观经济修复承压的大背景下，部分中小市值转债发行人经营压力加大，叠加退市风险上升，相关转债面临较大的兑付赎回压力。



积极财政政策提质增效，地方债务迈向长效治理
——2026年上半年地方政府债券市场观察及下半年展望

文|联合资信 夏妍妍 李 琳 顾一凡

一、地方政府债券相关政策梳理

2026年作为我国“十五五”规划开局之年，政策层面实施更加积极的财政政策，持续完善地方政府债券管理制度体系与债务风险治理框架。上半年国家密集出台政府债券发行管理、资金投向优化、隐性债务化解、全口径债务监管等系列政策，一方面积极财政政策提质增效，通过审批机制完善、投向结构优化持续发挥债券资金稳投资、扩内需、补短板的逆周期调节作用；另一方面持续深化一揽子化债部署，推动债务治理从短期风险处置向长效机制建设转型，同步压实地方主体责任、强化全流程穿透监管，推动地方政府债券管理与债务风险治理更加规范化、精细化、系统化。

一是实施更加积极的财政政策，通过政府债券投向结构优化、“自审自发”试点扩容，提升债券发行效率和资金使用效能。

2026年《政府工作报告》及《关于2025年中央和地方预算执行情况与2026年中央和地方预算草案的报告》（以下简称“《2026预算草案报告》”）提出继续实施更加积极的财政政策，“更加积极”既体现在扩大资金规模上，更体现在提高资金使用效益上。一是扩大财政支出盘子，确保必要支出力度；2026年赤字率拟按4%左右安排，赤字规模5.89万亿元、比上年增加2300亿元；一般公共预算支出规模将首次达到30万亿元、比上年增加约1.27万亿元。二是优化政府债券工具组合，保持相当规模的新增政府债务，并适当调整结构。2026年计划新增地方政府专项债务限额4.4万亿元（与2025年持平），支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等重点领域；继续发行超长期特别国债1.30万亿元，持续支持“两重”建设、“两新”工作；发行特别国债3000亿元，支持国有大型商业银行补充核心一级资本。债券发行方面，2025年11月，财政部向各地提前下达部分2026年新增地方政府专项债券，较往年提前1个月。2026年1—6月，地方政府债券共发行5.87万亿元，同比增长6.93%；全国共发行1.63万亿元用于置换存量隐性债务的专项债券，完成全年2万亿元限额的81.64%；1.30万亿元超长期特别国债明确于4月启动发行并将于10月完成。资金投向方面，政策要求优化债券资金使用方向，明确重点支持重大项目建设、存量隐性债务置换、消化政府拖欠账款等领域，资金向新质生产力、新型城镇化等重点领域倾斜；同时完善专项债券项目负面清单管理，保障资金投向精准。审批机制层面，2026年《政府工作报告》提出要完善“自审自发”试点；2026年4月，河北省、江西省、湖北省、重庆市纳入第二批“自审自发”试点范围；截至2026年6月末，地方政府专项债券项目“自审自发”试点范围扩容至14个省份和河北雄安新区，试点省份经省级审核后可直接组织发行专项债券，大幅压缩审批周期，同时压实省级政府项目质量与风险管控主体责任。

二是积极有序化解地方政府债务风险，聚焦拖欠账款清欠、城投经营性债务处置，多措并举推进融资平

台存量风险出清。

“一揽子化债”政策推进以来，我国政府隐债置换工作加快推进，极大地缓解了地方化债压力。《2026年政府工作报告》指出，要积极有序化解地方政府债务风险，支持各地用足用好政策，坚持省负总责、市县尽全力化债。除此之外，《2026年政府工作报告》明确提出“要下更大力气解决拖欠企业账款问题”，自2025年12月11日，中央经济工作会议提出“多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险”以来，《2026年政府工作报告》中再次强调，加大金融、财政支持力度，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险，分类有序推动改革转型，将地方政府融资平台经营性债务风险纳入重点化解范围。2026年5月9日，国务院常务会议要求继续聚焦重点领域和薄弱环节，压实地方主体责任，完善支持化债政策，增强地方自主偿债能力，要建立健全长效机制，坚决防范新增隐性债务。

三是健全全口径地方债务监测机制，以负面清单管理、考核指标优化为抓手，推进隐性债务与法定债务向全口径合并监管转型。

在政府债务管理流程与机制方面，专项债券的使用监管与绩效约束进一步深化，《2026预算草案报告》提出需强化专项债券全流程管理，完善专项债券投向领域“负面清单”，抓好项目资产管理和收入征缴工作，保障偿债资金来源。健全全口径地方债务监测机制，优化债务监测考核指标，推进隐性债务和法定债务合并监管，并加快构建同高质量发展相适应的政府债务管理长效机制。2026年3月发布的《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“《十五五纲要》”）强调“十五五”期间应建立健全全口径地方债务监测监管体系和防范化解隐性债务风险长效机制，严肃财经纪律，坚决遏制新增地方政府隐性债务，优化中央和地方政府债务结构，加快推动地方政府融资平台改革转型。地方债务监测体系的逐步落地，有望为地方政府债务的长效监管奠定重要基础。

四是强化多维度源头风险防控，从投资审批、基金监管等渠道封堵隐性债务新增路径。

2026年，政府部门对新增隐性债务持续零容忍，《2026年政府工作报告》强调严防虚假化债，坚决把遏制违规新增隐性债务作为“铁的纪律”。《2026预算草案报告》强调加强动态监测、核查评估，对违规举债行为终身问责、倒查责任；分类有序推动地方政府融资平台改革转型，坚决剥离政府融资功能，严禁新设或异化产生各类融资平台。在全口径监管的基础上，政策进一步向前端延伸，从债务产生的源头环节强化约束，坚决遏制新增隐性债务。投资审批层面，《关于深化投资审批制度改革的意见》要求对重点地区、重点领域政府投资项目实施提级论证管理，严禁通过国有企业等以企业投资项目核准或备案形式规避政府投资项目审批，同时落实政府投资项目决策终身责任追究制度，从项目入口端把控债务风险。私募基金监管层面，《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》明确严控县区新设政府投资基金，严禁基金从事“明股实债”等行为，不得借助私募基金违规举债化债、处置问题企业，防止形成新的风险点。多部门协同形成监管合力，将遏制违规新增隐性债务定为 “铁的纪律”。

二、2026年上半年地方政府债券市场回顾

发行概况

2026年上半年，地方债发行总规模创历史同期新高，延续专项债为主的融资结构，再融资债券显著扩容且置换隐债的特殊再融资专项债占比近五成，但净融资额同比有所下降。2026年1—6月，地方政府债券累计发行1175支，金额合计5.87万亿元，相当于2025年全年的57.05%，发行规模较上年同期增长6.93%，创历史

同期发行规模新高（见表1）。从资金用途看，2026年1—6月新发行地方政府债券中专项债券占74.43%，延续了2019年以来以专项债券为主的融资结构。从发行券种看，新增债券发行2.45万亿元，同比下降6.32%，其中新增专项债券发行2.07万亿元。2026年1—6月，再融资债券发行3.42万亿元，同比增长18.96%，其中用于置换隐债的特殊再融资专项债券发行1.63万亿元，占同期再融资债券发行规模的47.70%。从净融资额来看，2026年1—6月地方政府债券总偿还金额为1.92万亿元（其中到期偿还金额为1.90万亿元、提前兑付金额为0.03万亿元），净融资额为3.95万亿元，较上年同期（4.41万亿元）下降10.56%。

2026年上半年，新增专项债投放节奏偏慢，特殊再融资债券发行进度超八成。从发行节奏看，2026年1—6月，地方政府债券发行规模较上年同期增长6.93%（见表2）。其中，本年度2万亿元特殊再融资债券发行进度已完成81.64%。同期，新增专项债券发行规模（2.07万亿元）占2026年新增专项债券限额（4.4万亿元）的46.97%。

2026年上半年，地方债整体加权平均发行期限延续拉长态势，其中专项债期限持续走高。2026年1—6月，10年期以上（含10年）地方政府债券发行规模占比

表1 2018—2025年及2026年1—6月全国地方政府债券发行概况（单位：支、亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	2025年1—6月	2026年1—6月
发行支数	930	1093	1848	1991	2145	2174	2030	2449	1086	1175
发行金额	41651.68	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	97760.88	102900.96	54901.55	58706.34
其中：										
一般债券	22192.19	17742.02	23033.66	25636.18	22359.77	33464.88	20655.90	26121.63	11792.97	15010.24
专项债券	19459.49	25882.25	41404.47	49190.13	51196.02	59788.81	77104.98	76779.33	43108.58	43696.10
其中：										
新增债券	21704.54	30560.75	45524.85	43637.09	47446.26	46450.62	47018.48	53616.89	26126.70	24475.66
置换债券	13130.35	1579.23	--	--	--	--	--	--	--	--
再融资债券	6816.79	11484.29	18913.27	31189.21	26109.53	46803.07	50742.40	49284.07	28774.86	34230.69
其中：										
公募发行	37510.47	43624.27	64438.13	74826.30	73555.79	93253.68	97760.88	102900.96	54901.55	58706.34
定向发行	4141.20	--	--	--	--	--	--	--	--	--
其中：										
3年期	6346.37	2058.94	1305.84	3347.61	4267.03	5804.59	2719.29	2049.00	966.79	1129.51
5年期	17931.46	13787.86	6646.97	9009.91	8252.04	15883.03	9086.26	7065.18	2994.47	3861.69
7年期	9447.95	7178.71	7066.25	15306.77	12150.53	16755.65	13767.63	15773.99	8537.05	8007.28
10年期	6913.68	12324.60	19897.31	21619.74	17205.65	22858.91	30032.46	28081.65	13672.57	17389.77
15年期	152.70	1686.86	10335.87	9745.68	10962.31	8884.75	10515.67	10460.15	6024.81	6191.28
20年期	352.99	1917.49	7146.08	8309.51	11476.52	10836.97	13476.48	16434.02	10497.76	8971.16
30年期	20.00	4500.50	12005.73	6747.04	8906.82	12090.33	17758.21	22164.78	11886.79	12824.98

注：1. 以上数据不含部分省份发行的境外债；2. 1年期及2年期地方政府债券发行规模较小，未在上表中列示；3. 尾差系四舍五入所致，下同；4. “--”表示当期未发行该类型政府债券

资料来源：联合资信根据Wind整理

为77.30%，较上年同期上升0.65个百分点。从整体发行期限看，2023—2025年及2026年1—6月，地方债加权平均发行期限分别为12.39年、14.43年、15.40年和15.50年，其中一般债券的加权平均发行期限分别为7.38年、8.43年、8.84年和8.61年；专项债券的加权平均发行期限分别为15.20年、16.04年、17.63年和17.87年。

2026年上半年，经济强省新增专项债投放规模领跑，再融资债发行量高占比省份多为重点化债区域，重点省份发债侧重于债务置换、净融资表现偏弱，而经济强省净融资规模多居全国前列。2026年1—6月，全国各省级行政区及5个计划单列市均有地方政府债券发行，但各省市发行规模仍呈现明显分化。其中江苏、广东、浙江、山东和四川地方政府债券发行规模均超3000亿元，分别相当于对应省份2025年全年发行规模的72.50%、60.52%、68.89%、46.55%和60.39%；2025年7月和2026年1月，内蒙古和吉林相继退出重点省份，2026年上半年，其余10个重点省份发行规模在全国各省份中位于中下游水平（见图1）。新增专项债券发行方面，2026年1—6月，广东、浙江、山东、江苏和河北新增专项债券发行规模排名前5，合计发行规模占全国新增专项债发行规模的48.83%，均为“自审自发”试点区域；14个“自审自发”试点省份新增专项债发行规模占全国新增专项债发行规模的79.66%，“自审自发”试点区域为新增专项债券发行主力。再融资债券发行方面，2026年1—6月，西藏、贵州、天津、内蒙古、重庆、陕西、云南、吉林、河南、辽宁和宁夏再融资债券发行量占各省份当期发行总规模的比重均超过70.00%，其中6个省份为重点省份（见图2）。自“一揽子化债”以来，截至2026年6月末，全国特殊再融资债券发行总额累计7.83万亿元，其中发行规模前五大省市分别为江苏（8654.00亿元）、贵州（6032.88亿元）、湖南（4464.00亿元）、山东（4115.48亿元）和天

表2 全国地方政府债券发行时间分布（单位：亿元）

月份	2022年		2023年		2024年		2025年		2026年1—6月
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模
1	6988.57		6434.93		3844.50		5575.66		8633.50
2	5070.95	24.81%	5761.38	22.62%	5599.61	16.10%	13057.3	27.62%	11582.29
3	6186.67		8900.42		6294.50		9788.03		10842.82
4	2842.06		6728.49		3439.10		6932.91		8112.97
5	12076.71	46.57%	7553.54	24.22%	9035.95	19.63%	7794.43	25.73%	8047.39
6	19336.61		8302.28		6714.35		11753.22		11487.37
7	4063.09		6191.36		7108.30		12134.93		--
8	3909.42	14.93%	13089.39	28.93%	11996.23	32.68%	9776.38	29.57%	--
9	3010.84		7701.07		12843.23		8519.07		--
10	6687.32		13962.85		6831.33		5604.65		--
11	2468.94	13.69%	6672.09	24.23%	13141.09	31.59%	9126.91	17.07%	--
12	914.60		1955.87		10912.70		2837.47		--
合 计	73555.79	100.00%	93253.68	100.00%	97760.88	100.00%	102900.96	100.00%	58706.34

注：“--”表示数据不适用
资料来源：联合资信根据Wind整理

津（4107.82亿元），部分存量隐性债务规模较大的区域发行规模较高。整体看，重点省份发债仍以再融资为主，化债持续推进。从净融资额来看，2026年1—6月，江苏和广东地方政府债券净融资额超3000亿元，山东、浙江、四川和安徽净融资额超2000亿元，河北、湖北、河南、福建、湖南、辽宁、云南、广西和重庆净融资额超1000亿元，其余16个省份净融资额均不足1000亿元，重点省份净融资规模整体处于中下游水平。

利率与利差分析

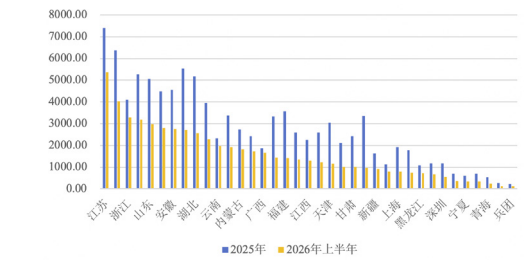
2026年上半年，地方债平均发行利率呈现先升后降走势。2026年1—6月，地方政府债券平均发行利率为2.03%，整体呈现先升后降走势，主要受供需与流动性的阶段性变化影响。一季度，受地方政府债券集中前置发行、春节缴税与信贷投放带来资金面阶段性承压、市场风险偏好回升等因素共同影响，利率有所上升。进入二季度后，货币政策维持适度宽松，市场流动性持续充裕，叠加实体信贷需求偏弱下“资产荒”加剧、机构配置需求旺盛，同时化债政策持续落地压缩信用溢价，利率有所回落（见图3）。

2026年一季度、二季度利差均环比收窄，省份之间利差延续分化走势。2026年一季度，地方政府债券平均利差为14.28bp。2026年二季度，地方政府债券平均利差为11.30bp，平均利差自2025年四季度以来持续下降（见图4）。各省份发行利差方面，以发行数量最大的10年期地方债为样本，大部分省份2026年第二季度较2026年第一季度利差有所回落，其中贵州、重庆、黑龙江和甘肃平均发行利差在10bp以上，平均发行利差最低的为江西省（4.59bp）（见图5）。从各省份利差环比变动情况来看，2026年第二季度，云南和江苏平均发行利差环比提升，其余各省均有所收窄，其中收窄最明显的是内蒙古（收窄13.94bp），省份之间利差走势延续分化走势。

3. 地方政府专项债券投向领域

2026年上半年，新增专项债资金主要聚焦城市配套完善、产业载体搭建与轨道交通建设，土地储备专项债资金集中投放于东南部沿海经济发达地区。

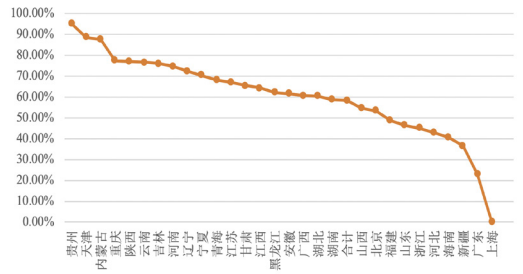
图1 2025年及2026年1—6月各省（市、自治区）地方政府债券发行规模对比（单位：亿元）



注：1. 5个计划单列市纳入所在省份统计；2. 上图按2026年1—6月发行规模由高到低排序

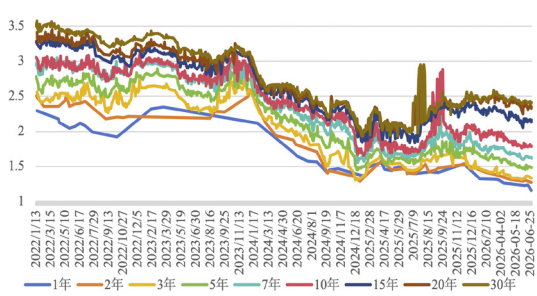
资料来源：联合资信根据Wind整理

图2 2026年1—6月各省（市、自治区）再融资债券发行占比情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图3 地方政府债发行利率变化趋势（单位：%）



资料来源：联合资信根据Wind整理

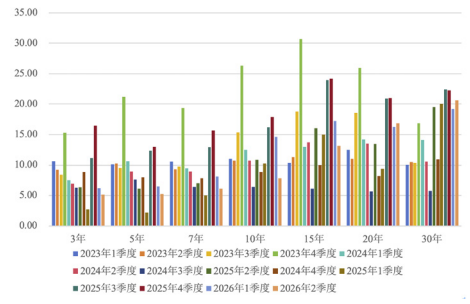
2026年1—6月，新增专项债募集资金前三大投向为城市基础设施、产业园区和铁路轨道（合计占比55.89%），专项债持续加码城市配套完善、产业载体搭建与轨道交通建设，夯实经济增长硬件支撑。单一用于回收闲置土地项目的土地储备专项债券于2025年重启，2026年上半年土地储备专项债券发行合计1776.22亿元，同比大幅增长，其中上海、福建、广东、江苏和浙江发行规模靠前，发行金额占全国的比重超80%（见表3）。

表3 新增专项债主要资金用途及占比（单位：亿元、%）

项目	2023年		2024年		2025年		2026年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
棚改	2213.36	11.66	1923.31	9.75	2245.03	5.62	754.74	4.61
城乡发展	3506.67	18.47	3017.82	15.30	3158.88	7.91	83.25	0.51
城市基础设施	2544.65	13.40	2237.87	11.35	8478.15	21.22	3608.41	22.05
水利环保	3070.48	16.17	1387.12	7.03	735.56	1.84	79.16	0.48
收费公路	1413.44	7.44	830.62	4.21	763.99	1.91	349.95	2.14
产业园区	1559.91	8.22	548.86	2.78	4218.81	10.56	3074.27	18.79
民生事业	326.95	1.72	516.87	2.62	3891.15	9.74	2208.48	13.50
交通基础设施	564.39	2.97	5358.78	27.18	4914.50	12.30	1217.78	7.44
教育医疗	741.16	3.90	1535.99	7.79	1265.86	3.17	714.82	4.37
铁路轨道	295.14	1.55	1870.06	9.48	3962.43	9.92	2462.66	15.05
文旅	372.81	1.96	69.31	0.35	161.06	0.40	19.83	0.12
乡村振兴	94.99	0.50	239.70	1.22	37.13	0.09	11.59	0.07
旧改保障房	99.34	0.52	121.74	0.62	375.79	0.94	--	--
支持中小银行	2182.8	11.50	60.20	0.31	260.00	0.65	--	--
土地储备	--	--	--	--	5486.08	13.73	1776.22	10.86
合计	**18986.09**	**100.00**	**19718.25**	**100.00**	**39954.42**	**100.00**	**16361.16**	**100.00**

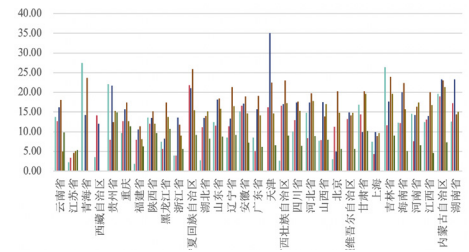
注：“--”代表当期未发行；表中合计数与当年新增专项债发行总额间的差异主要系部分专项债募投资金涉及多用途，不便统计
资料来源：联合资信根据Wind整理

图4 各季度政府债平均利差对比（单位：bp）



资料来源：联合资信根据Wind整理

图5 2025年和2026年上半年各省（市、自治区）10年期政府债平均利差对比（单位：bp）



注：部分省份个别季度未发行10年期政府债券，对应期间利差情况未在上图列示
资料来源：联合资信根据Wind整理

三、未来展望

新增专项债发行有望提速，三季度或迎来地方债供给高峰。2026年上半年，地方政府债券累计发行5.87万亿元，发行总规模创历史同期新高，新增专项债和特殊再融资债券发行进度分别为46.97%和81.64%。考虑到4.4万亿元新增专项债限额中尚有约2.33万亿元待发，全年2万亿元隐债置换额度剩余约3700亿元，预计三季度地方政府债券发行或将提速，形成年内供给高峰；四季度随着发行空间收窄，供给压力趋于下降。

财政政策延续更加积极有为的基调，财政支出与政策工具协同发力，保障“两重”“两新”建设、新质生产力发展、新型城镇化推进及民生等重点领域。2026年赤字率拟按4%左右安排，赤字规模5.89万亿元，一般公共预算支出规模首次达到30万亿元，财政支出强度明显加大。4.4万亿元新增专项债券、1.3万亿元超长期特别国债及3000亿元特别国债共同构成积极财政政策的重要支撑。投向方面，财政资金进一步向“两重”“两新”建设、新质生产力发展、新型城镇化推进及民生保障等重点领域倾斜，同时深化零基预算改革优化支出结构，增强地方自主财力和统筹能力。

下半年地方债发行利率将维持“低中枢、窄波动”格局，阶段性存在上行压力但上行空间有限。2026年上半年，地方政府债券平均发行利率回落至2.03%，二季度利差收窄至11.30bp，主要是适度宽松货币政策下市场流动性充裕、“资产荒”推升机构配置需求、化债政策持续落地缓释地方信用风险等多因素共同作用的结果。展望下半年，政府债券供给放量叠加经济边际修复积极预期将对利率带来上行压力；但与此同时，货币政策延续适度宽松基调、流动性保持充裕、海外地缘冲突带来的阶段性避险需求等因素将对债市形成支撑。

隐债置换步入收官阶段，地方债务迈向长效治理。2026年上半年，2万亿元隐债置换额度已完成81.64%，预计三季度将基本完成全年发行，标志着6万亿元隐性债务置换进入收官阶段。国务院常务会议明确提出“完善支持化债政策，增强地方自主偿债能力”，未来地方债务迈向长效治理，融资平台经营性债务化解、消化拖欠企业账款及平台市场化转型或将成为政策发力重点。



发行扩容成交趋缓，创新迭出监管趋严
——2026年1—7月ABS市场复盘

文|联合资信 曲 怡 张宇祺

一、一级市场运行情况

发行概览

1. 发行规模维持增长态势

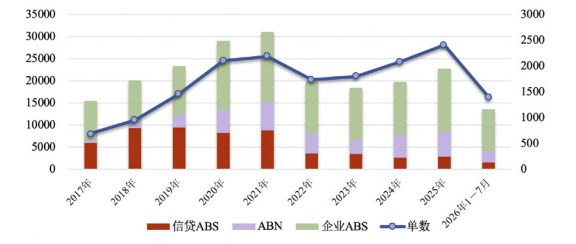
2026年1—7月我国债券市场共发行1401单ABS，发行规模13610.03[1]亿元，同比增长15.70%，整体维持了2024年以来的增长态势（见图1）。

2. 企业ABS稳居发行首位，规模占比继续提升

2026年1—7月企业ABS、ABN和信贷ABS发行规模呈7:2:1格局，且企业ABS和信贷ABS发行规模同比提升，ABN发行规模同比下滑（见表1）。

3. 消费贷款ABS发行量居首，但同比回落；各市场各品类产品冷热不均

图1 近年来ABS发行情况（单位：亿元、单）



数据来源：Wind，联合资信整理

2026年1—7月，发行规模排名前五的基础资产类型为消费贷款（15.93%）、应收账款（13.64%）、小微贷款（12.38%）、汽车金融（12.15%）和对公租赁（11.30%）。其中，仅消费贷款类产品发行规模同比下降，降幅24.12%。

企业ABS中发行规模占比超过10%的基础资产类型分别为应收账款、对公租赁和消费贷款，除消费贷款类产品小幅缩量，其他两类产品的发行规模均有提升。值得注意的是，尽管持有型不动产企业ABS发行规模在企业ABS中仅占5.14%，但受益于在政策、供给端融资诉求、投资端配置需求、产品自身比较优势等因素，持有型不动产企业ABS发行规模同比大幅增长，增幅达689.57%。

ABN中发行规模占比超过10%的基础资产种类为消费贷款、小微贷款、汽车金融及应收账款。其中，汽车金融ABN发行规模同比增长154.64%，增幅居ABN市场首位。相反，发行规模居首的消费金融ABN同比下降27.51%。

信贷ABS中，基础资产类型包含汽车金融、不良贷款、小微贷款和消费贷款。其中，2026年1—7月，汽车金融类和不良贷款类产品发行规模分别同比增长114.24%和13.75%，小微贷款和消费贷款类产品分别

[1] 本文数据来源于 Wind，以项目成立日 / 起息日作为统计依据，统计范围不含保交所 ABS 产品，含公募 REITs。

同比下降24.95%和80.91%。

4. 头部机构优势明显，ABN和信贷ABS机构集中度较高

从发行金额看，2026年1—7月ABN和信贷ABS发起机构集中度较高，企业ABS原始权益人依旧多元化（见表2）。

发行证券特征

1. 证券期限与资产类型相匹配，各市场分布有所分化

企业ABS基础资产多为应收账款、对公租赁、消费贷款和小微贷款，对应证券期限以3年以内为主；值得注意的是，5年以上的企业ABS亦占据一定比例，此类产品基础资产主要为类REITs、CMBS/CMBN、持有型不动产。ABN基础资产主要为消费贷款、小微贷款和汽车金融，对应产品期限以2年以内为主。信贷ABS基础资产以汽车金融和不良贷款，特别是押品类不良贷款为主，对应产品期限多分布于2年至4年（见图2）。

2. 证券等级仍以AAAsf和AA+sf为主

2026年1—7月，尽管所发证券信用等级分布较广（BBBsf~AAAsf），但仍以高信用等级（AAAsf和AA+sf[2]）为主。分市场看，信贷ABS高信用等级证券占比略高，企业ABS和ABN证券信用等级相对分散（见表3）。

发行利率情况

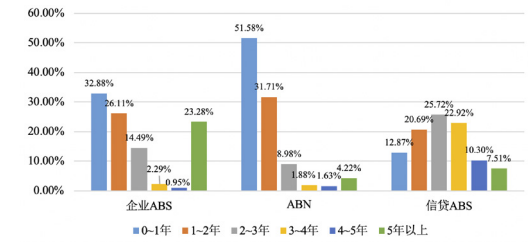
1. 发行利率仍以固定利率为主

2026年1—7月所发证券仍以固定利率为主，少数证券采用累进利率[3]和浮动利率[4]。采用累进利率的证券为部分CMBS/CNBS、类REITs、收费收益权和对公租赁类产品，平均期限超14年，其开放期通常设置利率调整机制，有利于发行方获得长期稳定的资金。采用浮动利率的证券为个别对公租赁和汽车金融类产品，存续期内随基准利率而定期重定价，发行成本相对灵活（见表4）。

2. 各期限证券发行利率整体维持低位

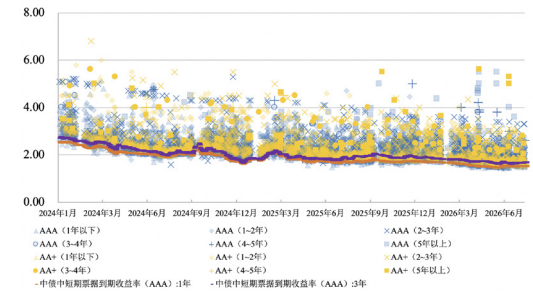
从2026年1—7月发行的AAAsf和AA+sf证券发行利率情况看，各期限证券发行利率处于2024年以来的历史低位（见图3）。

图2 2026年1—7月各市场、各期限ABS发行规模占比



数据来源：Wind，联合资信整理

图3 近期AAAsf、AA+sf证券发行利率情况（单位：%）



数据来源：Wind，联合资信整理

[2] 如存在双机构同时对证券进行评级的情况，以双方中更低等级信用评级结果为准，下同。

[3] 累进利率：利率与期限挂钩，采取分段累进计息方式。

[4] 浮动利率：利率与基准利率挂钩。

表1 2026年1—7月各市场ABS发行概况（单位：亿元、单）

市场分类	发行规模	规模占比	发行单数	单数占比	规模变动（同比）
企业ABS	9393.15	69.02%	997	71.16%	30.38%
ABN	2692.17	19.78%	281	20.06%	-9.76%
信贷ABS	1524.71	11.20%	123	8.78%	18.36%
总计	**13610.03**	**100.00%**	**1401**	**100.00%**	**18.60%**

数据来源：Wind，联合资信整理

表2 2026年1—7月发起机构/原始权益人分布情况（单位：亿元、单）

信贷ABS发起机构分布				
发起机构	**发行金额**	**金额占比**	**发行单数**	**单数占比**
中国建设银行股份有限公司	288.99	18.95%	12	9.76%
吉致汽车金融有限公司	119.97	7.87%	2	1.63%
比亚迪汽车金融有限公司	80.00	5.25%	1	0.81%
前三大合计	488.96	32.07%	15	12.20%
宝马汽车金融(中国)有限公司	80.00	5.25%	1	0.81%
天津长城滨银汽车金融有限公司	76.00	4.98%	2	1.63%
前五大合计	644.96	42.30%	18	14.63%
前十大合计	961.83	63.08%	39	31.71%
总计	1524.71	100.00%	123	100.00%
ABN发起机构分布				
发起机构	**发行金额**	**金额占比**	**发行单数**	**单数占比**
国投泰康信托有限公司	333.68	12.39%	37	13.17%
深圳弗迪融资租赁有限公司	206.00	7.65%	3	1.07%
华鑫国际信托有限公司	197.00	7.32%	24	8.54%
前三大合计	736.68	27.36%	64	22.78%
华能贵诚信托有限公司	179.86	6.68%	28	9.96%
中信信托有限责任公司	167.01	6.20%	16	5.69%
前五大合计	1083.55	40.25%	108	38.43%
前十大合计	1703.26	63.27%	164	58.36%
总计	2692.17	100.00%	281	100.00%
企业ABS原始权益人分布				
原始权益人	**发行金额**	**金额占比**	**发行单数**	**单数占比**
中国对外经济贸易信托有限公司	413.50	4.40%	59	5.92%
华能贵诚信托有限公司	364.19	3.88%	60	6.02%
中国中信金融资产管理股份有限公司	349.90	3.73%	5	0.50%
前三大合计	1127.59	12.00%	124	12.44%
国投泰康信托有限公司	340.70	3.63%	37	3.71%
平安国际融资租赁有限公司	212.83	2.27%	9	0.90%
前五大合计	1681.12	17.90%	170	17.05%
前十大合计	2592.03	27.59%	233	23.37%
总计	9393.15	100.00%	997	100.00%

数据来源：Wind，联合资信整理

表3 2026年1—7月所发证券信用等级分布（单位：亿元）

证券等级	企业ABS		信贷ABS		ABN		合计	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
AAAsf	7683.46	93.07%	1239.08	99.73%	2431.44	96.30%	11353.98	94.44%
AA+sf	515.47	6.24%	1.99	0.16%	84.29	3.34%	601.75	5.01%
AAsf	15.71	0.19%	0.00	0.00%	0.03	0.00%	15.74	0.13%
AA-sf	5.22	0.06%	0.00	0.00%	0.90	0.04%	6.12	0.05%
A+sf	3.96	0.05%	1.39	0.11%	1.13	0.04%	6.48	0.05%
Asf	16.20	0.20%	0.00	0.00%	3.61	0.14%	19.81	0.16%
A—sf	1.24	0.02%	0.00	0.00%	1.31	0.05%	2.55	0.02%
BBB+sf	0.84	0.01%	0.00	0.00%	1.02	0.04%	1.86	0.02%
BBBsf	13.30	0.16%	0.00	0.00%	1.05	0.04%	14.35	0.12%
合计	**8255.39**	**100.00%**	**1242.46**	**100.00%**	**2524.78**	**100.00%**	**12022.63**	**100.00%**

数据来源：Wind，联合资信整理

表4 2026年1—7月ABS发行利率情况（单位：亿元、只）

利率种类	金额	金额占比	数量	数量占比
固定利率	12210.41	89.72%	3688	95.89%
累进利率	1365.03	10.03%	154	4.00%
浮动利率	34.59	0.25%	4	0.10%
总计	**13610.03**	**100.00%**	**3846**	**100.00%**

数据来源：Wind，联合资信整理

2026年1—7月各期限AAAsf证券的加权平均发行利率较2025年四季度的加权平均发行利率水平走低。其中，受个别AA+sf保单质押贷款类企业ABS证券发行利率较高影响，1年期以下AA+sf证券发行利率较上年四季度有所提升（见表5）。

3. 整体利差水平同比下降

本文采用线性插值法计算证券发行利率与同期限中债中短期票据收益率之间的利差，考虑样本数量的充足性，本文仅研究2026年1—7月发行的且期限在5年以下的AAAsf和AA+sf证券，共涉及2174只。

2026年1—7月ABS整体利差同比下降。统计样本中，2026年1—7月的加权平均利差[5]为26.81bps，同比下降7.38bps。其中，依托较高的市场认可度及供需条件，信贷ABS多为负利差（见图4）。企业ABS和ABN普遍呈正利差特征，且利差多位于0~20bps。

（1）短期、高等级证券利差更低

从证券信用等级来看，AAAsf和AA+sf证券平均利差分别为33.12bps和53.63bps。从证券期限来看，1年以下和1~2年证券的平均利差分别为29.42bps和36.98bps；2~3年、3~4年和4~5年证券的平均利差分别

[5] 加权平均发行利差：使用发行规模占比作为权重。

表5 近期AAAsf和AA+sf证券发行利率及变动情况（单位：%）

证券类别	2025年Q4		2026年1—7月		2025年Q4		2026年1—7月	
	AAAsf	变动(bps)	AAAsf	变动(bps)	AA+sf	变动(bps)	AA+sf	变动(bps)
1年以下	1.84	3.15	1.67	-17.07	4.51	-22.45	4.60	8.78
1~2年	2.00	-2.70	1.90	-10.00	2.45	18.06	2.16	-29.22
2~3年	2.15	-11.30	1.96	-19.24	3.16	27.70	2.48	-67.92
3~4年	2.19	-11.53	1.97	-22.02	2.96	-29.86	2.51	-45.43
4~5年	2.77	48.58	2.27	-50.06	--	--	2.95	--
5年以上[6]	2.42	5.14	2.22	-20.12	4.26	168.09	2.56	-170.88

注：上表以公开披露发行利率且利率不为0%的证券作为研究样本；加权平均发行利率使用发行规模占比作为权重
数据来源：Wind，联合资信整理

为54.33bps、45.00bps和71.49bps。

（2）不同资产的证券利差有所差异

从基础资产类型看，对公租赁、小微贷款和应收账款类产品平均利差分别为42.42bps、40.37bps和39.01bps，处于较高水平。汽车金融和不良贷款类产品平均利差相对较低，为33.17bps和28.39bps。消费贷款类产品利差分布范围较窄，平均利差为23.39bps。

存续证券表现

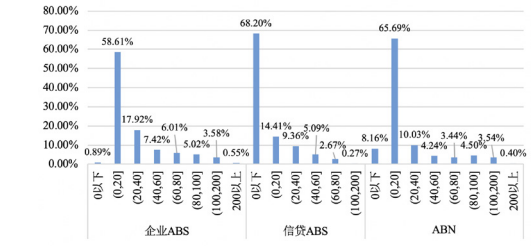
1. 存续规模小幅回升，三大市场表现不一

截至2026年7月末，国内ABS存续项目共4446单（不含公募REITs），存量规模3.41万亿元，较上年末增长1.22%，企业ABS、信贷ABS和ABN存续规模呈7∶1∶2格局（见图5）。其中，企业ABS存续规模环比增长，而信贷ABS和ABN存量规模均环比下降。

2. 个别证券展期，部分证券级别调整

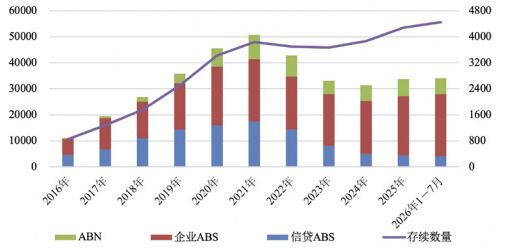
从存续期实际表现看，2026年1—7月有4只证券展期（共涉及2单产品，其中2只证券为次级档）、1只证券违约，上述产品的展期及违约均与某房地产开发企业偿债能力有关。

图4 2026年1—7月不同利差水平证券发行规模占比情况（单位：bps）



注：该图中数据为各利差水平证券发行规模/相应子市场总发行规模
数据来源：Wind，联合资信整理

图5 近年来ABS存量情况（单位：亿元、单）



数据来源：Wind，联合资信整理

[6]5年期以上证券基础资产主要为类REITs、CMBS/CMBN和收费收益权（合计占比96.14%）等。

2026年1—7月，共有327只ABS证券发生级别调整，其中324只证券级别上调、3只证券级别下调（见表6）。

市场热点

1. 消费贷款ABS发行规模居首，但呈负增长，监管引导提质发展

2026年1—7月消费贷款ABS发行规模仍居首位，但同比下降24.12%，为同期发行规模前五的资产品类中唯一负增长品类，主要受监管政策、底层资产供给、发行人融资性价比、投资人需求等多重因素影响。一方面，2025年10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》（金规〔2025〕9号）和2026年3月《个人贷款业务明示综合融资成本规定》的相继出台，推进消费贷款风控收紧，部分中小型发起机构有序收缩或退出赛道；另一方面，当前经济环境下消费贷款逾期、不良存在上行压力，投资者资产配置更为谨慎。但伴随监管提质方向明晰，头部机构优势愈发凸显，有助于行业的高质量发展。

2. 盘活存量需求叠加政策制度完善，持有型不动产ABS迎来增长窗口

2026年1—7月，尽管持有型不动产ABS发行规模在全市场中的占比仅为3.55%，但同比增幅达689.57%，位居资产类型增幅之首。2025 年末商业不动产REITs试点政策的推出打通了公募上市通道，但公募REITs准入门槛高、审批周期长，相反，持有型不动产ABS作为Pre-REITs培育载体，用于提前梳理产权、规范现金流、搭建资产架构，成为企业盘活存量资产的过渡工具。且持有型不动产ABS弱化主体资质、依托底层物业稳定租金等现金流实现融资，深受投资者青睐。2026年7月监管相关政策的发布终结了持有型不动产ABS长期依赖窗口指导、缺少成文专项规则的发展局面。

3. 创新品类持续丰富，特色ABS加速落地

2026年1—7月ABS创新品种持续涌现，多个领域全国首单、全球首单项目集中落地（见表7）。底层资产持续拓宽，覆盖新能源基础设施、数据资产、科创知识产权、收费收益权、产业园区等多元业态；其中持有型不动产、绿色、数字经济、区域战略主题创新项目尤为密集，印证不动产证券化、绿色ABS、数据资产证券化赛道政策红利持续释放。

表6 2026年1—7月ABS证券级别变动情况（单位：只）

上次评级 \ 最新评级	AAAsf	AA+sf	AAsf	AA—sf	A+sf	BBB+sf	总数
AAAsf	-	2	-	-	-	-	2
AA+sf	227	-	-	-	-	-	227
AAsf	1	4	-	-	-	-	5
AA—sf	8	4	-	-	-	-	12
A+sf	7	1	2	5	-	-	15
Asf	25	7	1	-	2	1	36
A—sf	4	4	-	11	-	-	19
BBB+sf	1	4	1	5	-	-	11
总数	**273**	**26**	**4**	**21**	**2**	**1**	**327**

数据来源：Wind，联合资信整理

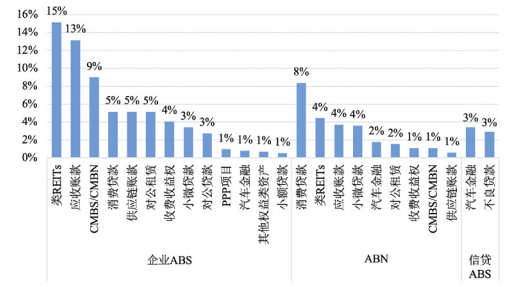
二、二级市场交易情况

成交证券规模

成交规模同比小幅回落

2026年1—7月，ABS二级市场总成交规模为0.95万亿元，剔除起息日后2个工作日内成交净价为100元的平价换手交易，有效成交规模为0.89万亿元[7]，同比下降2.42%。

图6 2026年1—7月各类型证券成交规模占比



注：该图占比为各类型证券成交规模/总市场成交规模，且仅列示四舍五入后占比超过1%的品类
数据来源：Wind，联合资信整理

成交证券类型

成交品类集中于类REITs、应收账款企业ABS

从证券类型看，企业ABS、ABN、信贷ABS成交规模呈66：27：7格局，企业ABS占据绝对主导。且受益于政策红利等因素，类REITs和应收账款企业ABS成交规模占比最高（见图6）。

2026年1—7月，宽松货币环境带动ABS到期收益率中枢下行。从中债ABS收益率曲线看，1—2月上旬四类产品到期收益率在1.8%附近窄幅波动，整体延续了2025年四季度的震荡格局，2月下旬开启加速下行通道，6月初触及阶段低位点后小幅回调（见图7）。

成交证券期限

呈“短期（0，2]年、超长期>10年”双高峰特征，期限与资产类型高度契合

2026年1—7月，期限区间为“>10年”的超长期证券成交规模最大，占比29.94%，基础资产以类REITs、CMBS/CMNBS为主。其次，（1，2]年期限证券成交规模占比24.19%，（0，1]年期限证券成交规模占比20.97%，二者合计占比45.17%。期限为（0，2]年的短

表7 2026年1—7月ABS首单（仅示例）

首单称号	产品全称
全球首单持有型动力电池绿色ABS	中信证券-蔚能电池持有型动力电池绿色资产支持专项计划（科技创新）
全国首单数据中心产业园CMBS、首单“东数西算”绿色ABS	雅州集团雅安大数据产业园绿色资产支持专项计划（东数西算）
全国首单户用光伏三主题绿色ABS、光伏行业首单持有型不动产ABS	太保资产-天合富家新能源基础设施碳中和绿色持有型不动产资产支持专项计划（乡村振兴）
全国首单“智慧城市+绿色能源”数据资产ABS	国海-鑫元-双城增进1期数据资产支持专项计划
全国首单技术产权科技创新ABS	联易盛供应链服务（武汉）有限公司2026年度第一期西财金技术产权技术交易科技创新定向资产支持证券
全国首单“知识产权+科技创新+先进制造”三贴标ABS	华安-兴泰租赁-科大硅谷-合肥经开区科创企业知识产权资产支持专项计划（先进制造）

数据来源：Wind，联合资信整理

[7] 二级市场交易情况后续分析均以剔除起息日后2个工作日内成交净价为100元的交易数据为准。

期证券的基础资产以消费贷款、应收账款、小微贷款为主。

分市场看，企业ABS和ABN交易证券期限的“双高峰”特征相对信贷ABS明显。企业ABS成交证券中，（0，2]年期占比38.18%，“>10年”期占比36.19%，资产类型主要为类REITs和应收账款。ABN成交证券中，（0，2]年占比66.84%，“>10年”占比21.32%，基础资产类型主要为消费贷款和类REITs。信贷ABS成交证券的期限分布相对平均，70.96%集中分布于（1，4]年期，资产类型主要为汽车金融和不良贷款。

成交证券分档

优先档主导，夹层和次级档聚焦特定资产

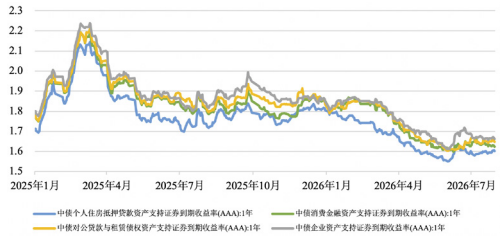
2026年1—7月成交的优先档、夹层档和次级档证券的成交规模呈89：6：4格局[8]。

优先档：A1档为交易主力（占优先档成交规模的90.02%），A1档分布为企业ABS（65%）、ABN（30%）、信贷ABS（5%）。其中，类REITs、应收账款、CMBS/CNBS成交相对活跃。

夹层档：应收账款类、消费贷款、CMBS/CMBN企业ABS交易热度靠前，占夹层档成交规模的比例分别为34.42%、12.85%和11.50%。

次级档：不良贷款信贷ABS成交占比最高（占次级档成交规模的42.00%），应收账款、类REITs企业ABS次之（占比分别为11.23%和9.89%）。

图7 常见资产类型ABS到期收益率（单位：%）



数据来源：Wind，联合资信整理

三、监管动态

1. 2月：跨境资产代币化ABS监管指引

2026年2月6日，证监会发布《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》证监会公告〔2026〕1号，填补了跨境资产代币化ABS的监管空白（见表8）。

2. 3月：个人贷款综合融资成本新规（8月1日实施）

2026年3月3日，国家金融监督管理总局、中国人民银行发布《个人贷款业务明示综合融资成本规定》金规〔2026〕2号，此规定于2026年8月1日起正式施行，涉及商业银行、农村合作银行、农村信用合作社、汽车金融公司、消费金融公司、企业集团财务公司、信托公司、小额贷款公司等金融机构和地方金融组织贷款人，强化规范了个人贷款 ABS 基础资产的合规性（见表9）。

表8 2026年2月《关于境内资产境外发行资产支持证券代币的监管指引》相关内容

规则模块	规则事项	旧规核心内容	2026年新规核心内容
跨境资产代币化ABS	准入与备案	无专项规则	实施事前备案制，境内企业以境内底层资产在境外发行资产支持证券代币，需向证监会报送备案报告和全套境外发行资料
	基础资产与合规红线	无专项负面约束	明确底层资产需符合国内ABS负面清单；禁止危害国家安全、损害公共利益的资产出境；严格遵守外汇、跨境投资、数据安全法律，防范虚拟货币投机风险

数据来源：联合资信整理

[8] 注：加总不为 100% 是四舍五入所致。

3. 6月: 数据资产ABS窗口整顿

2026年6月3日，上交所、深交所发布窗口指导，暂停受理新增数据资产ABS申报，已过会项目同步暂停封卷、领取批文，直指部分地方城投借数据资产名义变相举债的模式。随后，6月8日，国家数据局印发《关于推进行业高质量数据集建设行动的实施方案》，文件明确提出“鼓励探索数据集质押融资、作价入股、资产证券化、数据信托、数据保险等多元资产化创新模式”。数据资产ABS政策发展空间持续放开，但业务开展必须严守“真数据、真资产、真现金流”的合规底线。

4. 7月: 沪深交易所 ABS 审核规则修订

2026年7月24日，上交所、深交所分别发布《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修订）》《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修订）》，结束了不动产证券化长期“窗口指导为主、正式规则缺位”的局面，完善了多品类资产证券化融资工具的审核标准，压实中介机构尽调责任（见表10）。

表9 2026年3月《个人贷款业务明示综合融资成本规定》相关内容

规则模块	规则事项	旧规核心内容	2026年新规核心内容
个人贷款ABS	强化规范贷款成本等	仅原则要求披露贷款利率，各类服务费、增信费用披露分散，无标准化明示文件	1.综合融资成本=利息+分期费+增信服务费+逾期罚息等全部借款人承担息费； 2.贷款人应清晰披露借款人正常履约情形下的个人贷款综合融资成本上限等

数据来源：联合资信整理

表10 2026年7月上交所、深交所监管政策调整

规则模块	规则事项	旧规核心内容	2026年新规核心内容
不动产ABS（机构间REITs）	产品定位、命名	仅存在“持有型不动产ABS”的零散审核要求，无统一正式命名与制度定位	正式设立机构间REITs制度，明确为交易所ABS框架下的权益型不动产产品，属于多层次REITs市场重要组成，区别于公募REITs
	产品结构要求	无统一强制结构要求，可设置外部增信、刚性兑付安排	强制要求无外部增信、平层结构、无强制本息兑付义务，突出权益属性
	通用准入规则	仅对不动产权属、合规手续做基础要求，无统一运营、估值、存续期责任规则	新增不动产专章，明确不动产权属、合规手续、运营现金流、估值、存续期运营主体责任等全链条要求；允许多类不动产混合入池
债权类ABS	保理应收款ABS	仅要求贸易背景真实，无债务人垫付禁止性规则	禁止债务人垫付保理价款；强化贸易背景真实性、交易对价公允性核查，压实保理机构尽调责任
	融资租赁ABS	仅要求租赁物真实存在，无租赁物类型禁止性规则	租赁物禁止为消费品、低值易耗品；强化租赁物可处置性、权属穿透核查
	消费贷款ABS	仅做基础借款人资质要求，无细化风控、分散度规则	细化借款人资质、风控模型、资产分散度、现金流穿透、信息披露全流程要求
未来经营收入类ABS	成本覆盖倍数测算	测算口径无统一细化规则，实操中口径不一	优化成本覆盖倍数测算口径，统一测算标准，明确现金流预测的合理性要求
	不动产抵押贷款类ABS	无统一审核标准，与不动产权益ABS审核逻辑混淆	统一不动产审核标准，区分“抵押债权”与“不动产权益资产”两套审核逻辑
通用审核合规要求	底层资产商业逻辑	仅要求基础资产真实，无明确商业逻辑要求	统一强调基础资产交易必须具备真实商业逻辑，严防现金流混同、关联交易不公允
	中介机构责任	仅要求中介机构承担基础尽调责任，无穿透核查要求	强化管理人、中介机构的穿透核查义务，压实全链条合规责任

数据来源：联合资信整理

水泥行业2026年半年度信用风险展望

文|联合资信 刘丙江 李林洁

一、行业基本面

宏观环境

2026年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1月15日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义GDP增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的最大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

行业政策与监管环境

2026年以来，水泥行业相关政策仍围绕控产量、限新增、减排降耗、产业升级等相关目标实施。在水泥行业产能过剩日趋严重及实现“双碳目标”的背景下，水泥行业相关政策仍是以限制类政策为主；面对水泥行业“内卷式”竞争加剧、行业利润持续承压的严峻形势，国家层面在保持限制类政策基调的同时，也针对性地出台了稳增长政策，为行业调整和转型提供了政策缓冲（见表1）。

《建材行业稳增长工作方案（2025—2026年）》：严禁新增产能，锁供给上限

2025年8月，工业和信息化部等六部门联合印发《建材行业稳增长工作方案（2025—2026年）》，该方案在产能管控方面明确严禁新增水泥熟料产能，新建改建项目须制定产能置换方案；严禁从非大气污染防治重点区域向重点区域转移产能；要求水泥企业对超出备案的产能制定置换方案，推动实际产能与备案产

表1 2025年8月以来水泥行业政策发布

发布时间	发布部门	行业政策	发布部门
2025年8月	工信部、自然资源部、生态环境部、住建部、水利部、农业农村部	《建材行业稳增长工作方案（2025—2026年）》（工信部联原〔2025〕185号）	2026年绿色建材营业收入超过3000亿元；严禁新增水泥熟料产能，新建改建须制定产能置换方案；水泥企业2025年底前对超出备案产能制定置换方案，促进实际产能与备案产能统一
2025年12月	生态环境部、市场监管总局	《水泥工业大气污染物排放标准》（GB4915-2013）修改单（公告2025年第42号）	新建企业自2026年4月1日起全面实施；现有企业自2028年1月1日起实施修改单第六条，其他规定自实施之日起全面执行，大幅收紧水泥工业大气污染物排放限值
2026年7月	生态环境部	《全国碳排放权交易市场2025、2026年度发电行业以及2026年度钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量和分配方案（征求意见稿）》	首次将发电、钢铁、水泥、铝冶炼四大行业纳入同一配额文件统一管理；2026年度水泥继续采用碳排放强度系数法分配；预分配比例由70%下调至50%；拟取消结转政策；征求意见截止2026年8月5日，碳配额边际趋于收紧

数据来源：公开资料，联合资信整理

能统一。同时，方案提出发挥质量、环保、能耗、安全等综合标准作用，依法依规淘汰落后产能，并鼓励骨干企业联合社会资本以市场化方式加快低效产能退出。该政策从源头上严禁新增产能，直接遏制了行业无序扩张的势头；要求实际产能与备案产能全面统一，意味着长期以来“批小建大”形成的隐性产能面临出清；严禁跨区域转移产能有效堵住了以往“异地置换”的制度漏洞，环保绩效低的企业失去通过转移产能规避约束的通道。加之中小落后产能淘汰进程的提速，行业供需关系有望得到边际改善。

《水泥工业大气污染物排放标准》修改单：排放标准升级，抬门槛逼退出

2025年12月，生态环境部与市场监管总局联合发布《水泥工业大气污染物排放标准》修改单，该标准具有强制执行效力。修改单对新建企业和现有企业设置了差异化实施时间表：新建企业自2026年4月起全面执行新标准，现有企业则获得约两年改造窗口期，至2028年初全面执行。在排放限值方面，修改单大幅收严了颗粒物、二氧化硫、氮氧化物的排放要求，并新增了氨排放的限值管控，整体排放标准较此前显著提升。该政策从排放标准端对行业新增产能形成了严格约束——新标准大幅提高了新建项目的环保准入门槛，遏制了盲目新建扩张的冲动。对现有企业而言，约两年的改造窗口期意味着2026年下半年必须完成技术路线选型、资金筹措和改造实施规划等一系列决策，大量建于早期、环保设施落后的老旧生产线面临严峻考验——要么投入巨额资金进行环保改造，要么在2028年大限到来之际被迫退出市场，行业存量产能面临深度洗牌。

全国碳市场水泥行业配额分配方案：纳入碳市场，成本内化加速分化

2026年7月，生态环境部发布全国碳排放权交易市场2026年度钢铁、水泥、铝冶炼行业配额总量和分配方案征求意见稿，首次将水泥行业纳入全国碳市场统一管理体系。方案明确水泥行业采用碳排放强度系数法进行配额分配，核心逻辑是“激励先进、鞭策落后”——能效水平高、碳排放强度低的企业可获得配额盈余，而高能耗、低效企业则面临配额缺口。在配额发放节奏上，预分配比例较此前有所下调，同时取消了配额的结转政策。水泥行业纳入全国碳市场，标志着碳排放成本从外部社会成本正式转化为内部化经营成本。碳市场通过价格信号持续作用于企业每一吨水泥的生产过程，形成长效约束机制：先进企业可通过出售富余配额获得额外收益，盈利能力有望提升；落后企业则须为超出配额的碳排放支付成本，且随着碳配额整体趋于收紧，碳价存在上行压力，这部分成本难以转嫁，将持续侵蚀低效企业的利润空间。碳排放成本由此成为水泥企业分化的重要分水岭，推动产能向能效水平高的优势企业集中，行业竞争格局将加速分化。

2026年，工信部、生态环境部及各地方省级工信

和生态环境主管部门等机构发布错峰生产、重污染天气应急停限产等监管政策，在延续错峰生产常态化的同时，通过产量硬约束、差异化绩效管控和超产能出清等措施，持续加码对水泥行业供给端的行政约束（见表2）。

行业运行情况

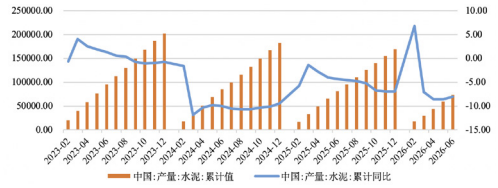
2026年上半年，基础设施建设投资以及房地产开发投资仍维持了上年整体下滑的走势，水泥行业下游需求疲弱的状况短期内较难改善。水泥行业产量在需求不足、超备案产能出清的影响下同比下降，水泥价格指数整体低开低走，持续探底。行业量、价均处于近年同期低位。

行业运行情况

2026年上半年，房地产、基建投资双双走弱以及水泥企业执行超备案产能出清等因素的影响持续，全国水泥产量7.36亿吨，同比下降8.0%。其中，1—2月受节后复工影响产量短暂正增长，3月起转负；二季度房地产、基建投资下行、终端施工需求收缩影响，4—5月产量降幅扩大，6月降幅略有收窄，整体产量处于近年同期低位（见图1）。

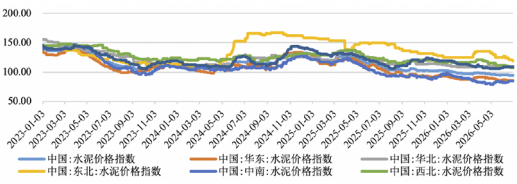
行业价格指数变化方面，从全国水泥价格指数环比看，2026年1—3月，春节淡季叠加节后复工不及预期的影响，水泥价格缓慢下行，采暖季错峰生产对价格有微弱托底但作用有限。3月部分区域尝试推涨，但需求承接不足，涨价落地有限。4—5月，二季度传统施工旺季落空、房地产投资降幅扩大、基建投资由正转负，多种因素导致水泥企业库存走高，市场竞争加剧，低价走量，价格快速下探，5月到达上半年最低位置。进入2026年6月，行业大面积亏损，多地企业集体发布涨价通知，试图修复利润，但下游项目资金紧张、实际需求没有明显改善，纸面涨价多，实际成交上涨很弱，指数仅小幅盘整，没有实质性回升。整体来看，2026年上半年水泥价格指数整体低开低走，旺季不旺，价格持续探底，处于近年同期低位（见图2）。

图1 水泥行业产量情况（单位：万吨、%）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

图2 水泥行业价格走势情况（单位：点）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

表2 2026年上半年水泥行业监管政策

政策类型	涉及省份	具体内容
错峰生产常态化	内蒙古、山东、宁夏、新疆、云南、湖北	各主要水泥产区均已建立“采暖季强制错峰+非采暖季自律错峰”双轨机制。内蒙古2025年11月至2026年3月错峰151天；山东2025年11月15日至2026年3月15日错峰4个月；宁夏冬春季136天、夏秋季80天；新疆伊犁州、博州最长228天；云南140~215天；湖北环保绩效A级停窑45天、其他65~120天
产量硬约束	四川	四川省2026年单条水泥熟料线错峰生产基准160天；实际日产量不得超过备案日产能的110%、年产量不得超过备案年产能；2026年7月起执行“18+X”天错峰停窑（18天保底，“X”视市场供需追加）
重污染天气应急停限产	川渝、河南濮阳等	各地根据企业绩效分级实施差异化管控：A级企业可不停产限产、自主减排；B级及以下企业须按规定执行停限产。川渝联合实施差异化错峰减排；濮阳市启动橙色预警时水泥企业生产线停产

数据来源：公开资料，联合资信整理

上下游行业分析

水泥是重要的建筑材料，水泥行业需求主要受固定资产投资的规模和结构影响，其中以钢筋水泥混凝土为主要形态的传统建设领域如房地产开发投资和以铁路、公路、机场、水利等为主的传统基础设施建设投资对水泥行业需求影响较大。

近年来随着高速公路、铁路等传统基建项目的大规模建设阶段已经基本结束，且国家加大化解地方政府债务力度，致使地方财政对基建项目投资力度受限，全国固定资产投资增长受到抑制，2025年全年全国固定资产投资额同比下降3.8%，近年来首次出现下降。进入2026年，一季度固定资产投资出现小幅正增长，增速与上年同期基本持平，但自4月起累计增速快速转负并逐月下行，上半年固定资产投资额22.64万亿元，同比下降5.7%。基础设施建设投资的变动趋势与固定资产投资整体趋同，2026年一季度，随着“十五五”开局提前下达中央预算内投资、超长期特别国债、地方专项债一季度集中发行使用，“两重”重大项目集中开工，实物工作量快速落地，基础设施建设投资同比增长8.9%，进入二季度，随着资金拉动的边际效应减弱、储备项目逐渐消耗，新项目审批审慎，基础设施建设投资出现同比下滑。2026年上半年基础设施建设投资同比下降2.4%。

房地产开发投资方面，近年来房地产市场处于底部调整过程中，房地产开发投资持续下降。2026年上半年全国房地产开发投资完成3.81万亿元，累计同比下降18.0%。

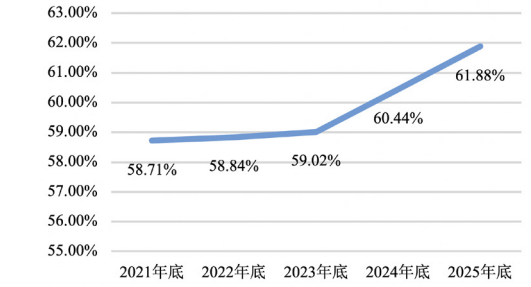
行业竞争格局

水泥行业竞争格局呈现充分竞争以及区域市场寡头垄断的双重特点，行业集中度已经提高到很高水平。

从水泥行业竞争格局看，水泥行业企业众多，水泥产品同质化较为严重，特种水泥占比较小，主要为普通硅酸盐水泥，标准化程度高；且水泥行业价格、产能、产量等信息较为透明。受上述特点影响，水泥行业竞争呈现充分竞争格局。但水泥行业又呈现区域市场寡头垄断竞争。一方面，受单价低及重量大影响，水泥产品为短腿产品，公路运输的经济半径通常只有200～300公里；水运成本较低，可延伸至500公里以上，全国市场被天然分割成无数个区域性市场，在一个区域内，可能只有少数几家甚至一两家企业主导。另一方面，受政策等影响，目前水泥行业进入壁垒很高且行业集中度高，国家严禁新增产能，产能置换也存在种种限制，经过多年的竞合，水泥行业集中度已经提高到很高水平。截至2025年底，熟料产能CR10为61.88%，CR5为48.04%（见图3和图4），龙头企业在行业内具有极大影响力。

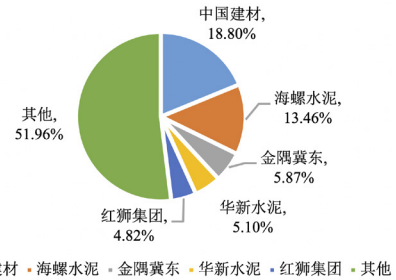
从水泥行业企业看，随着行业集中度的提高及行

图3 水泥行业CR10变动趋势



数据来源：联合资信根据水泥网数据整理

图4 2025年底水泥行业CR5情况



数据来源：联合资信根据水泥网数据整理

业产能限制政策的实施，水泥行业企业竞争格局基本已经稳定，行业企业竞争格局呈现“全国性巨头引领+区域龙头割据”的竞争格局。中国建材和海螺水泥作为行业两大巨头，引领行业发展，同时区域性龙头企业金隅冀东、华新水泥、红狮集团、华润建材等在各自优势区域市场具备较强控制力。

二、行业财务状况[1]

行业的增长性

2025年以来，水泥行业样本企业营业总收入及营业利润均延续下行态势，但降幅收窄。

受供需失衡影响，近年来水泥产销量持续下降。2025年，水泥行业样本企业营业总收入及营业利润均持续下行，其中营业总收入同比下降7.72%，降幅较上年有所下降。2026年一季度，样本企业营业总收入同比下降6.30%，降幅持续收窄，营业利润同比由负转正（见图5）。

盈利水平

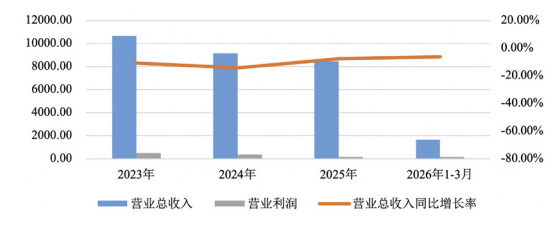
2025年以来，水泥行业盈利能力仍处于低谷，年度经营活动现金流量净额以及现金收入比有所回升，但收入及利润的下行影响了企业的内部现金生成能力。

2025年以来，水泥行业供需失衡、价格处于低位的状况仍在持续，行业样本企业的总资产报酬率持续下行，营业利润率波动下降，其中2025年因煤炭价格下降，营业利润率出现一定回调，但2026年一季度再次下降。总体来看，水泥行业盈利能力仍处于低谷（见图6）。现金流方面，2025年水泥行业经营活动现金流量净额以及现金收入比均出现回升，但需要指出的是2025年经营现金流回升主要得益于煤炭成本下降带来的现金支出减少，而非销售回款改善。2026年一季度，水泥行业经营活动现金流量净额以及现金收入比出现季节性下降（见图7）。

杠杆水平

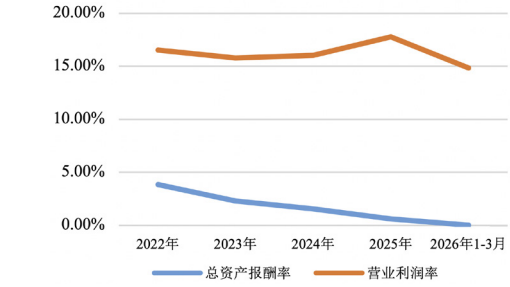
近年来在内部现金生成能力减弱的情况下，水泥企业通过加大外部融资来弥补资金缺口，由此推升了

图5 2023年以来水泥行业整体增长情况（单位：亿元）



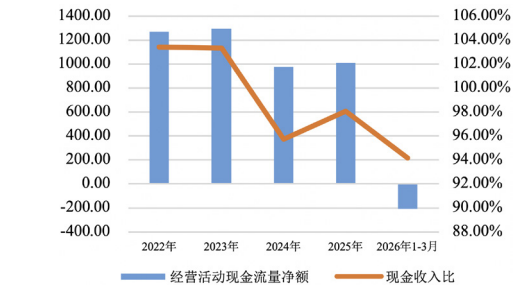
数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

图6 水泥行业盈利指标



数据来源：Wind，联合资信整理

图7 水泥行业现金流情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

[1] 水泥行业样本企业为截至2026年6月底产业债发债主体，共计13家。

行业整体财务杠杆。

水泥行业整体经营获现能力较强，但在行业景气度下行的背景下，2024年以来样本企业经营活动现金净流入仍较之前年度有一定程度的下降，同期企业为满足环保提标和产能置换要求而加大资本开支，加之债务到期滚续需求，企业加大外部融资力度补足资金需求，样本企业资产负债率和全部债务资本化比率呈现明显的上升趋势，行业财务杠杆加重（见图8）。

偿债水平

近年来水泥行业偿债指标恶化，但经营获现能力仍较强，债务滚续压力不大。

随着经营获现规模下降并加大外部融资进而推升有息债务规模，2024年水泥行业样本企业的现金短期债务比、全部债务/EBITDA、全部债务/经营活动现金流量净额以及经营现金流动负债比指标均出现明显的弱化。2025年上述指标变动幅度较上年减弱，但整体来看仍未能恢复到2024年以前的水平。2026年3月底，样本企业现金短期债务比为0.52倍。考虑到水泥行业经营获现能力仍较强，其债务滚续压力不大（见图9）。

三、行业债券市场表现

行业发债企业概况

截至2026年6月底，水泥行业发债主体共计13家，主体信用级别均为AAA；其中，2026年1—6月，水泥行业新发债主体共8家。2025年以来，发债水泥企业信用级别保持稳定，未出现上调或下调的迁徙情况。

债券市场情况

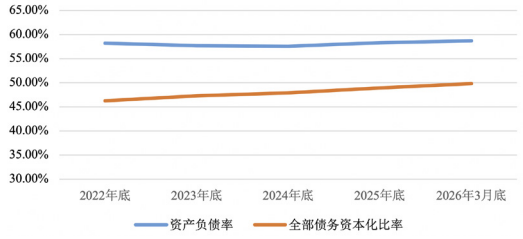
2026年上半年，水泥行业新发债券以中长期公司债券为主，企业信用债利差走势分化，存续债以高评级央国企发行的1～3年期限为主，2026年内偿还压力可控。

截至2026年6月底，水泥行业存续债券共122只，余额合计1392.24亿元。其中2026年1—6月累计发行债券21只，较上年同期减少9只；发行金额累计205.00亿元，较上年同期下降34.50%。

从品种结构看，2026年1—6月，水泥行业新发债券中公司债券占比较高，中长期债券发行规模占比高，1年内债券占比为22.93%（见图10）。

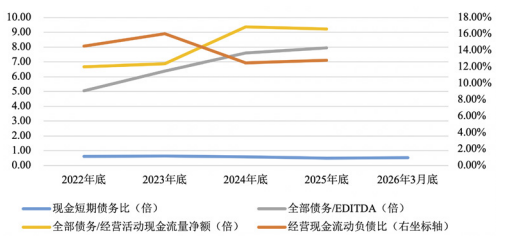
发行成本方面，尽管行业整体偿债指标有所弱化（详见第二部分），但水泥行业发债主体以高评级央国企为主，其融资渠道畅通、银行授信充裕，债券市场对其信用风险的定价总体保持稳定，2026年上半年未出现因行业景气度下行而导致的发债困难或发行利率大幅上行的情况。但2026年上半年主要水泥企业信用债利差呈分化趋势，央国企背景的企业信用债利差总体保持平稳，6月以来略有提升；民营背景水泥企业的发行成本降低（见图11）。

图8 水泥行业财务杠杆指标



数据来源：Wind，联合资信整理

图9 水泥行业偿债指标



数据来源：Wind，联合资信整理

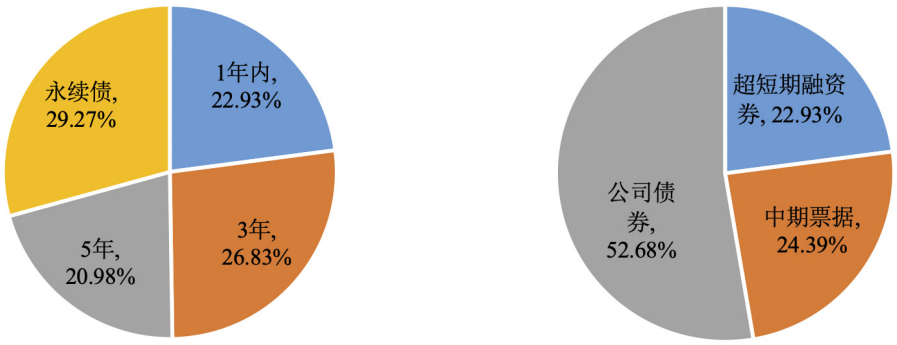
债券到期情况：截至2026年6月底，水泥行业发债企业存续债规模1392.24亿元，其中存续债规模较大的主要为高评级央国企，期限以1～3年为主，2026年内到期规模约为122亿元，整体偿还压力可控（见图12）。

四、展望

展望未来，需求端方面，2026年是“十五五”规划开局之年，中央预算内投资提前下达、超长期特别国债及地方专项债前置发行，对一季度基建投资形成阶段性支撑。但进入二季度，随着资金边际效应递减、储备项目逐步消耗以及地方财政收支平衡压力加大，基建投资已由正转负。展望下半年，重大项目储备仍有一定支撑，但地方政府债务化解任务依然艰巨，新项目审批趋于审慎，基建投资难以显著反弹，预计全年基建投资将维持小幅负增长，对水泥需求的拉动作用有限。房地产开发投资方面，2026年上半年累计同比下降18.0%。在“房住不炒”总基调未变、房企融资环境偏紧、商品房销售回款不畅、居民购房信心恢复缓慢的多重压力下，房地产投资尚难见底。短期看，房地产市场仍处于深度调整周期，难以成为水泥需求的支撑力量。综合来看，水泥行业下游需求总量仍将呈收缩态势。

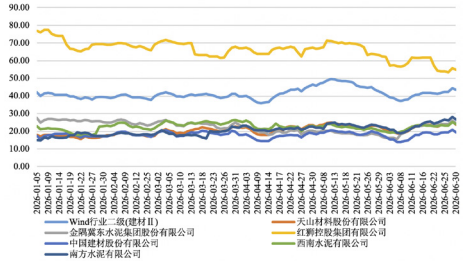
供给端方面，从短期看，错峰生产常态化仍是调节供给的主要手段，供给端将受到持续压制。同时，“补超产”政策要求企业实际产能与备案产能统一，违规超产部分面临出清，将进一步压缩有效供给。从中

图10 水泥企业2026年上半年债券发行类型与期限结构情况（单位：期、亿元）



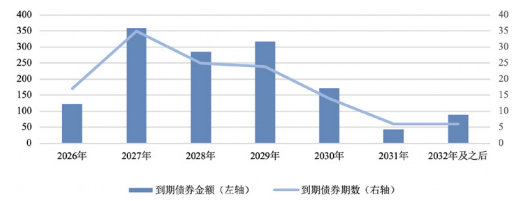
数据来源：Wind，联合资信整理

图11 2026年上半年水泥企业信用债发行利差走势（单位：BP）



数据来源：Wind，联合资信整理

图12 水泥行业企业2026年6月末债券到期期限分布情况（单位：期、亿元）



注：上表中的到期或回售债券不含结构化产品，可续期债券到期日按票面利率重置日计算

资料来源：Wind，联合资信整理

长期看，水泥行业纳入全国碳排放权交易市场是供给端最重要的结构性变量。能效水平高的企业可获得配额盈余，而高耗能、低效企业则面临成本上升。排放不达标的老旧产线面临“不改造即退出”的刚性约束，落后产能退出通道正在逐步打开。但去产能的实际进展仍将受制于多重因素：一是熟料生产线关停涉及员工安置、地方税收等现实问题，地方政府推动意愿不足；二是产能置换政策允许产线在区域内转移，部分低效产能得以“换壳生存”，实际退出效果打折；三是碳市场尚处运行初期，碳价对低效产能的边际淘汰作用仍需时间积累。综合判断，水泥行业产能退出因路径依赖和地方阻力进展缓慢，产能下降速度或无法跟上需求下降速度，行业供需失衡将是常态。

水泥价格方面，2026年上半年水泥价格指数持续探底，处于近年同期最低水平。下半年，水泥价格走势取决于传统旺季的实际需求强度、行业协同停产的执行力度以及煤炭价格走势等因素影响。综合判断，下半年水泥价格将在低位区间震荡运行，阶段性小幅修复可能出现，但难以突破近年均值水平。区域分化方面，华东、华南供需关系相对均衡，价格韧性较强；华北、西南等地产能过剩严重且需求疲弱，价格下行压力更大。

债券市场方面，水泥行业债券融资主体仍将以高信用等级的央企和国企为主，水泥行业债券市场整体信用风险可控。需要重点关注：一是部分区域集中度高、环保绩效水平较低的企业，在排放标准升级和碳成本内化的双重压力下，竞争力持续弱化，盈利能力和偿债能力可能加速分化；二是民营背景水泥企业融资成本虽有所下降，但仍显著高于央国企，若行业景气度继续下行，其再融资压力将率先显现；三是行业现金短期债务比已降至近年低位，若经营现金流持续恶化，个别低评级主体的流动性缓冲空间将明显收窄。

整体看，水泥行业信用品质表现一般，但央国企主导的发债主体结构、畅通的融资渠道以及可控的到期债务规模，为行业信用风险提供了重要缓冲，预计2026年下半年水泥行业信用风险将保持稳定。



钢铁行业2026年半年度信用风险展望

文|联合资信 王 皓 杨志远

一、行业基本面

行业政策与监管环境

2026年上半年，钢铁行业政策通过强化能效分级、碳约束与在线监测等刚性约束倒逼低效产能退出，同时优化财政贴息、扩大前沿技术投资支持及数智绿色金融联动，推动行业迈向高质量发展新阶段。

2026年上半年，钢铁行业政策延续并深化“约束与激励并重”的双轮驱动格局，核心聚焦于能效标杆引领、低碳技术产业化与数智融合升级。一方面，通过实施更严格的能效分级管控、碳排放强度约束及在线监测数据核查，使未达基准水平、数字化基础薄弱的产能面临强制性整改或有序退出压力；另一方面，通过优化设备更新贷款贴息机制、扩大中央预算内投资对先进产能置换、氢能冶金等前沿项目的支持范围。从政策端推动钢铁行业从单一工序优化迈向全流程绿色低碳与智能协同的高质量发展新阶段（见表1）。

行业运行情况

原燃料情况

2025年以来，铁矿石价格呈震荡态势，港口库存攀升至高位；焦炭价格先抑后扬，产量微增。西芒杜铁矿的投产远期有望提升国内钢企铁矿石议价权。

（1）铁矿石

铁矿石是钢铁生产过程中最主要的原材料，中国钢铁企业铁矿石对外依存度超过80%，钢铁产能与自身铁矿石产能严重不匹配。从集中度来看，全球75%的高品位铁矿石产量和贸易量集中在巴西淡水河谷公司、力拓集团、必和必拓公司、Fortescue Metals Group .Ltd四大国际矿业巨头手中，资源高度垄断给铁矿石自给率不高的钢铁企业造成了较大的成本压力。2025年11月以来，中国企业控参股的几内亚西芒杜铁矿投产，并实现对中国出口。随着西芒杜铁矿的逐步达产，中国企业铁矿石采购的议价能力将显著提升。

2025年1—2月，受春节补库以及澳洲飓风扰动发运影响，铁矿石价格较上年底小幅反弹；进入二季度，

表1 2026年上半年钢铁行业政策情况

发布时间	行业政策	发布部门	政策目标
2026年1月	《关于优化实施设备更新贷款财政贴息政策的通知财金〔2026〕2号》	财政部、国家发展改革委、中国人民银行、金融监管总局	引导金融资源向“高技术、高效率、高质量”方向配置，加速淘汰落后产能，推动传统产业高端化、智能化、绿色化转型
2026年3月	《2026国民经济和社会发展计划》	全国人民代表大会	钢铁产能减量置换，推动钢铁供需平衡、节能降碳提质升级
2026年3月	《节能装备高质量发展实施方案（2026-2028）》	工业和信息化部、国家发展改革委、国务院国资委、国家能源局	促进工业能源利用效率提升、实现碳达峰碳中和目标
2026年4月	《钢铁行业产能置换实施办法》	工业和信息化部	严控新增产能、推动布局优化与集聚发展、促进装备升级与绿色低碳转型、规范市场秩序与强化监管闭环
2026年6月	《重点行业节能降碳改造攻坚三年行动方案（2026-2028）》	国家发展改革委、工业和信息化部、生态环境部、国务院国资委、国家能源局	能效标杆引领与落后产能出清、能源结构低碳化与系统优化、机制创新与政策协同

注：部分政策仍处于征求意见阶段
数据来源：公开资料，联合资信整理

随着澳洲发运恢复，叠加中美关税升级预期冲击，铁矿石价格快速回落；7月，国内“反内卷”政策落地，高炉复产带动铁水产量回升，铁矿石价格震荡上行；四季度，降息等宏观利好落地、西芒杜铁矿投产等因素使得铁矿石价格窄幅震荡。2026年初，铁矿石价格延续上年末走势；2月铁矿石到港量增加，港口累库量快速攀升，叠加春节淡季，铁矿石价格有所下降；3—5月，铁矿石价格震荡上行，系铁水产量回升，钢厂集中补库所致；6月以来，矿山发运恢复，西芒杜高品位矿稳定放量，钢厂亏损倒逼减产，铁矿石价格波动下降（见图1）。

从港口库存看，2025年上半年，受飓风扰动海外发运以及需求韧性推动，中国港口铁矿石量持续下降；7月以来随着供应端发运恢复、产量平控的因素影响，钢企补库态度谨慎，港口库存量持续增加。2026年1—2月，铁矿石到港量大增，下游淡季疏港弱，港口库存快速累积；3—6月，下游施工旺季启动，高炉复产带动日均疏港量回升，但到港量始终保持充裕，港口库存中枢未能实质性下移。

（2）焦炭

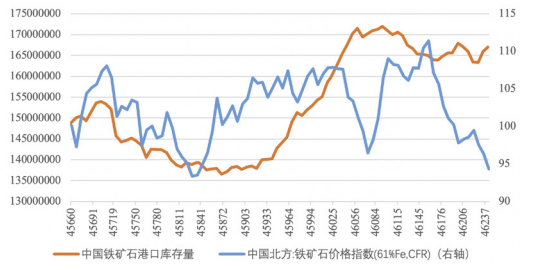
2025年1—6月，受钢厂需求偏弱、焦煤成本下行及焦化产能宽松影响，焦炭价格连续多轮下调，6月跌至年内低点；7月起，伴随钢铁行业“反内卷”政策落地、环保收紧及焦煤供应趋紧等因素使得焦炭价格逐步回升；9—11月，焦炭价格持续走强并触及年内高点；12月，受终端需求转淡、铁水回落及冬储不及预期等因素影响，焦炭价格再度下行。2026年1—3月中旬，焦炭价格平稳运行；二季度，焦煤主产地山西受安全事故影响，开展全省安全排查，焦煤供给快速收缩，成本端拉动焦炭持续上涨（见图2）。

焦炭产量方面，2025年，中国焦炭产量整体呈现窄幅波动、稳中微增的态势，全年产量约5.04亿吨，同比小幅增长0.9%。其中，1—3月，随着春节后上下游逐步复产复工，钢厂铁水产量回升带动焦炭需求回暖，焦炭产量温和抬升；4—6月，受钢材市场持续低迷，焦炭需求走弱，叠加行业产能相对宽松，产量出现小幅回落。同年7月，随着钢铁行业“反内卷”政策落地、环保限产力度加大，叠加焦煤成本波动与行业利润修复，焦化企业开工率有所回升，焦炭产量震荡上行并维持高位。进入四季度，粗钢产量平控政策持续推进，铁水产量有所回落，叠加部分焦企因亏损主动控产，焦炭产量小幅回调；12月受年末补库及冬储需求带动，焦炭产量再度小幅冲高。2026年以来，受先进产能持续净投放，焦企利润阶段性修复，焦炭整体呈现小幅增产。

行业供需情况

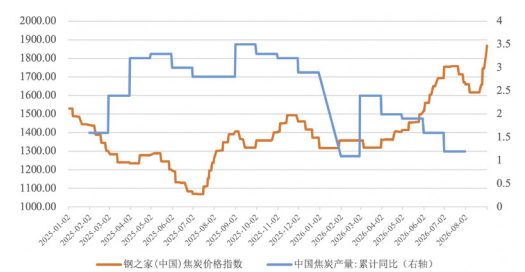
2025年以来，中国钢铁行业在需求偏弱与供给调控下运行承压，供需保持宽松。2025年，国内钢材需求结构转变，制造业用钢占比首超建筑业，钢铁产品结构持续调整，钢材价格全年震荡下行。2026年上半年，钢

图1 2025年以来铁矿石价格和库存走势情况（单位：美元/吨、吨）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

图2 2025年以来焦炭产量和价格走势情况（单位：元/吨、%）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

材价格冲高后快速回落。

2025年一季度，中国粗钢产量呈现“前低后升”的特点。其中，1—2月累计产量同比小幅下降1.5%，3月单月产量同比增长5%，最终拉动一季度整体粗钢产量达2.59亿吨，同比微增0.6%。进入二季度，钢材市场持续低迷、政策调控力度升级等因素使得粗钢产量呈下滑态势。2025年三季度产量延续同比下降趋势，但在供给端调控深化、成本端利好等多重因素的共同影响下，产量降幅逐步收窄。2025年10—12月，受淡季传统需求收缩、出口支撑减弱等因素影响，中国粗钢产量同比下降9.32%。2026年1—6月，钢材需求端结构性走弱并分化，叠加环保管控趋严、部分钢企亏损减产等因素使得粗钢产量同比下降3.00%至5.00亿吨（见图3）。

中国钢材消费大体分为建筑业用钢和制造业用钢。从终端下游占比来看，建筑业消耗了过半的钢材，为钢材需求最主要的影响因素。建筑业主要包含房地产和基建业务，呈现强周期性。2025年，房地产投资持续下滑，制造业和基建投资对经济起到了托底的基础作用，为经济增长提供了重要支撑。2026年上半年，受新旧动能转换、宏观政策落地节奏等因素影响，固定资产投资整体呈现出“前高后低、累计转负”的态势。中国制造业用钢占比上升，钢铁产品结构持续调整，钢铁企业积极适应市场变化，加大对优特种钢材的研发和生产力度。

2025年，中国制造业固定资产投资同比增长0.6%。其中，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业投资同比增长17.5%，汽车制造业投资同比增长11.7%，通用设备制造业投资增长6.2%。同时，受全球贸易保护主义加剧、欧美关税政策收紧及投资增速放缓等影响，部分领域投资增速明显放缓。2025年，制造业领域全年用钢量占比首次超过建筑用钢，用钢需求呈现“整体稳增、细分分化”的态势，对高端优特钢的需求提升。

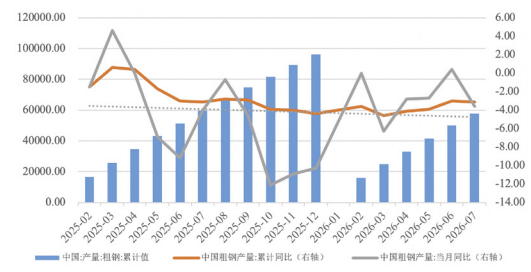
基建领域仍是中国钢材需求的核心托底力量。2025年，全国能源重点项目完成投资额首次超过3.5万亿元，同比增长近11%，能源基建受益于绿色能源发展，水电、风电、核电、光伏、特高压等项目加快推进，用钢需求增长显著。2026年一季度，“十五五”开局重大项目集中开工，基建领域固定资产投资规模大幅增长；二季度，资金投放收紧、投资结构分化等因素使得基建投资增速由正转负。随着“两新”政策推进，新型基础设施建设对不锈钢板、无缝管等品种需求有所提升，整体看，基建领域用钢需求稳定，用钢结构也随基建升级逐步向高端化、多元化转型。

2025年以来，房地产业固定投资仍处于下行区间，但受稳楼市等政策带动，下行幅度有所收窄。同时，保障房建设、城市更新、城中村改造及存量住房更新替换，形成了一定的需求托底。

钢材价格方面，2025年，中国钢材综合价格指数环比震荡下行。其中，7月钢材价格受到“反内卷”政策预期阶段性上行；8月以来，钢材价格又受需求不足、库存压力加大等因素影响震荡下行。2026年1—2月，传统春节淡季临近，钢材价格震荡趋弱；3—5月中旬，地缘冲突带动原燃料成本提升，建筑钢材刚需阶段性释放，钢材价格快速攀升；5月下旬以来，建筑钢材需求大幅走弱，钢材价格承压回调（见图4）。

进出口方面，2025年，受国内需求持续低迷，海外新型市场需求增加，中国钢材出口量同比增长7.19%至

图3 2025年以来中国粗钢产量情况（单位：万吨、%）



数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

1.19亿吨；机电产品、船舶、集装箱等产品的出口规模扩大带动钢材间接出口量增加。同期，中国累计进口钢材604万吨，同比下降11.44%，主要系建筑用钢材需求下降、进口钢材价格较高等因素所致。2026年1—6月，中国钢材进出口量同比分别下降10.60%和5.64%。

二、行业财务状况

受益于成本端改善，钢铁行业2025年盈利及经营现金流状况有所修复，对企业财务压力起到一定缓解作用，但远未扭转高负债、弱偿债的根本局面。行业财务健康的根本性改善，仍有赖于持续稳定的盈利、有序的债务化解以及资本结构的优化。

图4 2025年以来中国钢材综合价格指数



注：1994年4月=100
数据来源：公开资料、Wind，联合资信整理

行业的增长性

钢铁行业营收规模持续呈现收缩态势，营业利润出现阶段性反弹，2026年一季度营收和营业利润继续收缩。

国内钢铁产业长期执行产能减量置换、粗钢产量平控政策，从供给端锁定行业总量扩张空间；下游需求持续走弱，房地产开发投资深度调整，新能源装备、汽车、船舶等制造业用钢需求增量难以对冲建筑用钢的萎缩。在此背景下，钢铁行业样本企业[1]整体营业总收入持续收缩，营业利润波动下行。2025年，得益于主要原材料价格下降及供给端结构调整，样本企业整体营业利润规模迎来阶段性反弹。2026年一季度，样本企业营业总收入和营业利润规模均同比回落（见表2）。

盈利水平

2025年钢铁企业盈利及经营现金流改善，资本开支明显收缩，但中长期仍存刚性投放需求。

钢铁行业整体呈现薄利经营特征，样本企业的营业利润率、EBITDA利润率和总资产报酬率低位运行。2025年，限产稳价政策落地叠加原料价格回落，成本

表2 钢铁样本企业主要财务数据情况（单位：亿元）

指标	2023年	2024年	2025年	2025年一季度	2026年一季度
营业总收入	31949.89	29047.63	28210.27	6312.29	6164.00
营业利润	575.14	145.72	476.25	129.61	100.47
所有者权益	15047.25	15040.59	15469.63	13731.59	14106.83
经营活动现金流量净额	1422.99	1479.54	1741.86	101.57	3.87
资本开支	1301.62	1305.87	1093.24	255.04	259.67

数据来源：Wind，联合资信整理

[1] 本节样本企业包含钢铁行业发债及上市公司，同时，基于钢铁业务板块在营业总收入中的占比以及财务数据的持续可获得性等因素，对部分母子公司进行了筛选，以避免重复计算，采用年度财务数据的样本企业合计31家；采用一季度财务数据的样本企业合计26家，计算同比增长率所使用的上期样本企业保持一致。

端驱动吨钢盈利空间打开，样本企业三项盈利指标同步修复回升，2026年一季度营业利润率小幅回调。2025年，钢铁行业盈利修复，钢材销售回款规模同步提升，同时，企业通过加强应收账款与存货管理，持续提升收入实现质量，经营活动现金流量净额同比大幅增长。2026年一季度，经营活动现金流量净额大幅缩水，主要系行业淡季回款波动较大所致。钢铁行业缺少扩张性投资，随着前期大规模环保改造高峰结束，2025年，行业资本开支同比大幅下降。2026年一季度，钢铁行业资本开支同比基本维持。在绿色低碳转型和产线升级改造的长期投入下，钢铁行业资本开支仍将维持刚性投放状态（见表3）。

杠杆水平

钢铁行业整体财务杠杆适中。

受益于利润修复带来的留存收益增厚，2025年底，样本企业所有者权益规模较上年底有所增长，全部债务资本化比率有所下降，但行业持续资本开支仍需大额外部资金支撑，资产负债率和全部债务资本化比率缺乏持续改善基础。

偿债水平

偿债能力指标表现不佳，短期流动性压力与长期偿债保障均显不足。

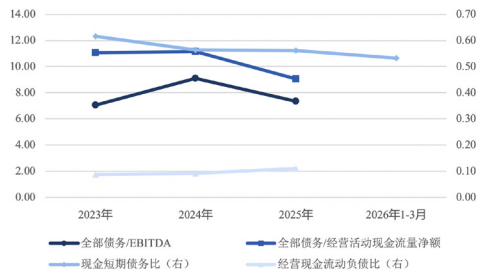
短期偿债指标方面，2025年底，样本企业现金短期债务比较上年底变化不大，2026年3月底有所下降，现金类资产对短期有息债务的覆盖水平整体较弱，经营现金流动负债维持低位，钢铁行业短期偿债能力仍不足。2025年，样本企业的全部债务/EBITDA、全部债务/经营活动现金流净额两项指标较上年有所下降，长期偿债指标出现阶段性修复。综合来看，钢铁行业偿债基础整体偏弱，偿债水平仅在盈利改善阶段短暂改善，但流动性缺口仍较大，经营获现对有息债务的保障程度仍不足（见图5）。

三、行业债券市场表现

行业发债企业概况

截至2025年末，钢铁行业发债主体以国有背景企业为核心，整体信用资质较好，主体结构保持平稳，民营企

图5 钢铁样本企业偿债指标情况（单位：倍）



数据来源：Wind，联合资信整理

表3 钢铁样本企业主要财务指标情况（单位：%）

指标	2023年	2024年	2025年	2026年一季度
营业利润率	1.80	0.50	1.69	1.63
EBITDA利润率	6.98	6.24	7.62	--
总资产报酬率	2.60	1.41	2.13	--
资产负债率	62.26	61.92	62.17	62.72
全部债务资本化比率	51.13	52.27	50.55	51.38

数据来源：Wind，联合资信整理

业债券参与度有所提高。2026年上半年，未出现评级下调及违约风险事件。发行层面，债券主要在银行间市场发行，久期偏向中短期；受市场流动性改善及行业经营情况边际好转影响，市场对行业风险偏好有所修复，不同资质主体融资溢价均有所回落。存量债务偿债压力集中于未来1—2年，中短期偿债压力需要持续关注。

截至2026年6月末，发行债券的钢铁企业共计31家，其中23家主体级别为AAA，7家主体级别为AA+，1家主体级别为AA-。钢铁行业存续主体信用等级分布很稳定，以高信用等级企业为主。

从发债主体企业性质来看，受益于中央国有企业的政策资源优势显著、资金实力雄厚等特征，以及地方国有企业的区域资源与市场优势、地方政府支持力度大，同时承担地方经济发展责任等特征，发行债券的钢铁企业主要以中央国有企业及地方国有企业为主（截至2026年6月末，占比合计87.10%）。而民营钢铁企业受益于经营及市场机制灵活，债券市场份额有所提升。

同期，钢铁行业主体未发生级别迁徙和违约情况。

债券市场情况

2026年上半年，钢铁企业债券发行以银行间市场债务融资工具为主，发行规模合计913.00亿元，同比增长23.43%；品种结构上，占比较大的分别为中期票据、超短期融资券和公募公司债，交易所公司债整体发行占比偏低。期限结构方面，3年期债券占比56.00%，1年以内（含1年）债券占比30.67%，两类期限合计占比超八成，1～2年、4年和5年及以上长期债券占较低，债券发行集中于中短久期，反映了发行人在平衡融资成本、资金使用规划与再融资风险后的理性选择。

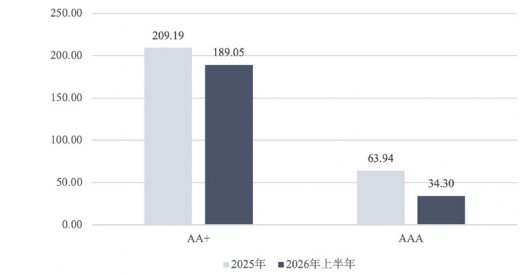
2026年上半年，钢铁企业各评级信用债发行利差较2025年均有所收窄，AA+企业发行利差下降20.14BP，AAA企业发行利差下降29.64BP，AAA企业利差收窄幅度更为显著，但AA+主体绝对利差仍显著高于AAA主体，行业信用分层特征仍较为突出。利差整体下行一方面源于市场流动性环境宽松，机构配置信用债意愿提升；另一方面钢铁行业基本面边际企稳，市场对行业整体风险预期有所修复。AAA主体凭借较强的主体资质获得资金偏好，利差压缩更为明显；AA+主体仍承受一定经营及再融资压力，利差回落幅度相对有限（见图6）。

从存量债券到期分布看，钢铁行业债券到期压力集中在2026下半年—2029年，2028年到期规模达到高点，2030年及以后到期规模明显下降，存量债务以中短期到期为主（见图7）。

四、展望

短期来看，钢铁行业面临需求端建筑业用钢持续走弱、制造业增量难以完全对冲地产下滑，成本端铁矿

图6 2025年及2026年上半年钢铁企业信用债发行利差（单位：BP）



数据来源：Wind，联合资信整理

图7 钢铁行业企业2025年6月末债券到期期限分布情况



数据来源：Wind，联合资信整理

石、焦炭价格波动扰动吨钢利润。融资端，2026年上半年，钢铁企业各评级信用债发行利差较2025年均有所收窄，但流动性与融资环境呈现明显分层，中小民营钢企融资成本偏高，AA+主体利差回落幅度相对有限，仍面临融资成本高和再融资渠道偏窄的压力。长期来看，宏观经济持续修复，新能源装备、海外钢材市场等新市场持续拓展，同时，兼并重组将持续优化行业竞争格局。政策导向上看，国家持续支持引导钢铁行业产能减量置换、节能降碳改造、数智化产线升级，配套设备更新贷款贴息和中央预算内投资等财政金融政策支持，推动行业迈入高质量发展。

当前钢铁行业企业信用风险的主要因素为下游需求结构性疲软导致盈利持续性不足，同时，部分企业的高杠杆带来刚性债务兑付压力，中小钢企融资能力较弱，原燃料的价格震荡也对企业经营成本带来扰动。

2025年以来，钢铁行业景气度仍处下行阶段，但钢铁企业经营保持较强韧性，盈利实现阶段性修复；钢铁发债企业以高信用等级企业为主，其经营与财务状况的抗风险能力相对较强，2026年上半年，未发生级别迁徙和违约情况，融资渠道仍保持通畅。行业内企业信用分化或将加剧，需重点关注盈利能力持续恶化、债务负担重且债务结构不合理、短期流动性压力大的钢铁企业。综上，预计未来一年内钢铁行业信用风险整体可控。



债市信用风险事件统计

一、违约情况

2026年8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13.56亿元；无重复违约[3]主体。

截至8月31日，2026年我国债券市场新增违约主体3家[4]，涉及到期违约债券3期，到期违约债券规模16.45亿元，违约家数、期数和规模较上年同期（9家、16期和143.04亿元）大幅下降。重复违约主体7家，涉及到期违约债券10期，到期违约规模约139.78亿元，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8月，我国债券市场有2家发行人主体级别发生上调，有1家发行人主体级别发生下调；无发行人主体展望发生调整。

截至8月31日，2026年我国债券市场有27家发行人主体级别发生上调，较上年同期（62家）有所下降；有47家发行人主体级别发生下调，较上年同期（53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（4家）有所上升（见表2）。

表1 2023年—2026年8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—8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	3	3	16.45
重复违约	12	30	115.61	14	38	278.25	5	10	41.67	7	10	139.78

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8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—8月	2023年	2024年	2025年	2026年1—8月
调升数量（家）	86	69	69	27	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。

财务管理失衡与资金链紧绷的风险耦合：瑞茂通违约回顾与预警有效性分析——联合风险预警模型系列研究

2026年7月22日，瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”或“公司”）未能按期足额偿付“24瑞茂01”回售本金2.09亿元和年度利息0.1625亿元，合计2.2525亿元，构成实质违约。联合风险预警模型提前224天给予瑞茂通红色预警，有效提示其违约风险。

瑞茂通为A股供应链上市民营公司，在违约前出现了明显的信用事件、舆情、财务弹性、财务风险和价格波动方面风险信号。本报告对瑞茂通量化风险评分走势进行回顾，并解析其重要风险预警指标，最后提示瑞茂通所在贸易行业风险预警情况。

一、风险评分走势变动

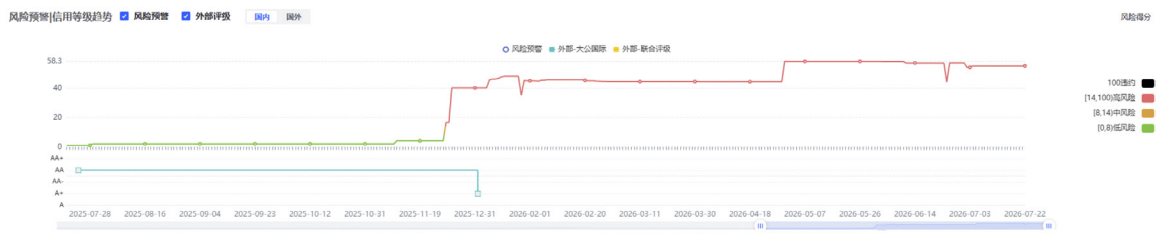
根据联合债市信用风险投研平台（https://ic.lhratings.cn/login）显示，瑞茂通风险程度[1]自2025年12月10日起上升为红色预警，较公司实质违约提前224天，较外部评级机构下调评级提前21天（见图1）。

具体来看，2024年11月22号至2024年12月23号，联合预警量化模型（以下简称“预警模型”）同时捕捉到公司的价格波动、财务弹性、舆情信号，经过模型综合推算预测，持续给出黄色预警，2025年12月10日，预警模型提升至红色预警，此后一直处于红色预警区间，直至违约。外部评级在2026年1月1日之前均保持AA，评级展望为稳定，2026年1月1日，外部评级调整为A+，评级展望调整为负面。

二、风险预警信号解读

违约前公司触发信用事件、舆情、财务弹性、信用等级、价格波动、财务风险等多个预警板块，以下解读

图1 瑞茂通风险评分及外部评级走势



数据来源：联合债市信用风险投研平台

[1] 根据量化风险预警模型得分，企业风险程度从低到高依次为绿色预警、黄色预警和红色预警，违约为黑色预警。

相关风险预警信号。

信用事件信号

2025年12月5日，瑞茂通发布公告称，瑞茂通及下属子公司逾期债务本金合计10.93亿元，占瑞茂通最近一期经审计净资产的13.86%，部分银行账户被冻结，回购专用证券账户股票处于冻结状态。2026年1月9日，上海票据交易所公布2025年12月承兑人逾期名单，瑞茂通及其关联企业排名前列。不完全统计，2025年12月末，瑞茂通及其关联企业中商票逾期余额超过1亿元的企业至少就有6家，2025年末，这6家企业商票承兑余额56.12亿元，商票逾期余额高达48.24亿元，其中大部分逾期发生在2025年12月，逾期金额较大的分别是：郑州瑞茂通供应链有限公司票据逾期19.10亿元，河南省铭臻供应链管理有限公司票据逾期14.82亿元，山东铭昌供应链管理有限公司票据逾期5.22亿元。截至今年1月14日，瑞茂通各项债务逾期金额逾28亿元。其中，累计金融机构借款逾期金额合计约为23.14亿元。

舆情信号

2024以来，根据公开信息显示[2]，瑞茂通发生多次负面舆情，如陆续收到山东证监局警示函、上交所监管工作函、上交所问询函、银行账户和回购专用证券账户股被冻结、控股股东被轮候冻结[3]、收到监管工作函、诉讼[4]、监管警示[5]等，暴露企业资金链持续紧张、公司治理混乱、经营不善等问题，同时也对公司融资、发展、债务危机化解造成负面影响。瑞茂通作为上市公司，其股票价格自2025年11月11日至12月30日下跌近30%，其后不断恶性循环，4月28日电，瑞茂通(600180.SH)公告称，因中审众环会计师事务所对公司2025年度财务会计报告出具无法表示意见的审计报告，且对财务报告内部控制出具否定意见的审计报告，公司股票于4月29日停牌一天，自2026年4月30日起复牌并被实施退市风险警示，股票简称变更为“*ST瑞茂”，二级市场的交易情绪反过来影响了公司本身的融资和发展。

价格波动信号

2025年12月开始，瑞茂通多只相关债券持续交易异动，市场对瑞茂通的担忧情绪加重，信用利差开始走阔。受股权冻结、商票逾期和法律诉讼等多维度舆情影响，24瑞茂01（255290.SH）和24瑞茂02（255553.SH）成交价均有下跌。瑞茂通作为上市公司，其股票价格自2025年11月11日至12月30日下跌近30%，其后不断恶性循环。

信用评级信号

2026年1月，大公国际调整中瑞实业主体信用等级为 AA-，评级展望维持负面，“21 中瑞 01”信用等级调整为 AA-。

财务风险信号

瑞茂通作为连接上游煤炭和下游电厂的供应链公司，高度依赖融资能力和财务管理能力。违约前，公司已面临着严峻的财务压力。

从偿债指标来看，公司现金类资产余额从2023年

[2] 巨潮资讯网 https://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/stock?orgId=gssh0600180&stockCode=600180#latestAnnouncement，平台（https://ic.lhratings.cn/login）中亦可查看。
[3] 瑞茂通控股股东部分股份被司法标记及轮候冻结 涉及总股本 17.36%http://api.lhseer.com/std/newsview/v1/detail?newscode=77eb0888d20640c2
[4] 一个月内收两封监管函，瑞茂通怎么了？公司身负巨额债务，还有 12 亿元诉讼缠身 http://api.lhseer.com/std/newsview/v1/detail?newscode=c9693f4cc5bb809a
[5] 上交所：对瑞茂通供应链管理股份有限公司及有关责任人予以监管警示 http://api.lhseer.com/std/newsview/v1/detail?newscode=4b16df49fb0a2ee8

开始持续下降，2025年末锐减至5.16亿元，短期债务虽2025年以来有所下降，但仍远高于现金类资产，导致现金类资产/短期债务比例自2023年以来不断下降，截至2025年末下滑至8.63%，2026年一季度末继续下滑至4.85%，公司短期债务压力巨大（见图2）。

从盈利情况来看，公司自2022年以来净利润持续下滑，2025年主要受巨额信用减值损失（约15.34亿元）和联营企业投资亏损（约-13.76亿元）影响，净利润暴跌至-31.42亿元，净资产收益率同步跌至-67.43%（见图3）。

从对外担保来看，公司对外担保余额自2024年下半年以来持续上升，截止2025年末为37.91亿元，对外担保比率攀升至47.68%。瑞茂通的主营业务是大宗商品供应链管理，其业务模式决定了需要为下属子公司提供大量担保，但公司也可能通过担保方式进行表外融资、隐匿债务，可能为后续的债务逾期和信用风险爆发埋下种子（见图4）。

财报质量方面，公司2025年财务报表被出具无法表示意见的审计报告，财务报告内部控制被出具否定意见的内部控制审计报告，财务真实性存疑。

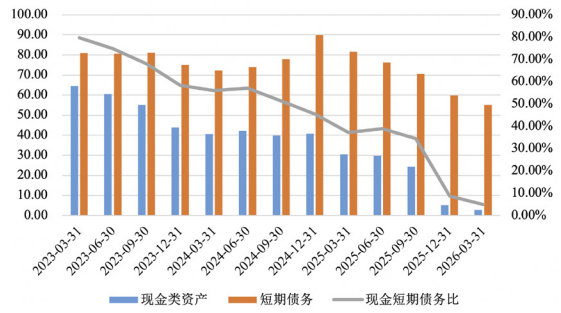
财务弹性信号

银行授信方面，授信总额从2015年的约25~33亿元提升至2024—2025年的67~68亿元，规模显著扩张，但已使用授信同步攀升，2025年一季度已达56.06亿元，使用率高达82%，未使用授信仅剩12.27亿元，融资弹性空间大幅收窄。股权质押方面，在2025年9月质押1660万股后，累计质押比例为50.69%，剩余股权均被冻结。同时，一年内到期回售和提前还本达到了5亿元，叠加股权质押触发了风险预警中关联规则，财务弹性方面风险较高。

三、贸易行业风险关注

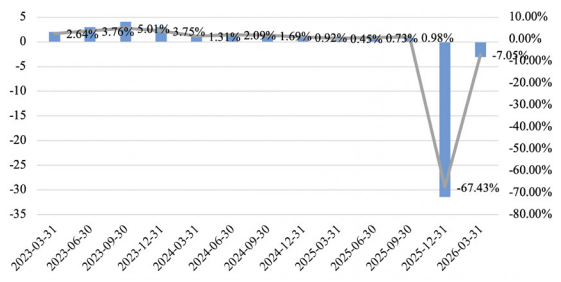
瑞茂通隶属于贸易行业，根据联合债市信用风险数据库，贸易行业存续发债企业中目前有97家绿色预警企业，1家红色预警企业，主要分布于陕西省等，建议重点关注信用事件、财务风险等。

图2 瑞茂通短期偿债指标走势图（单位：亿元、倍数）



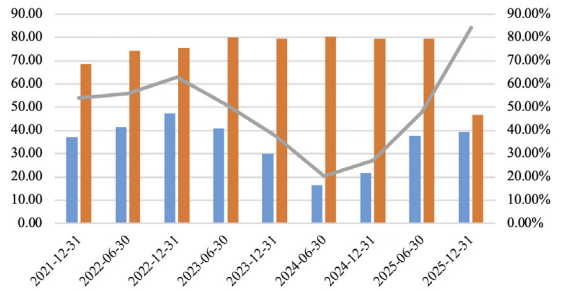
数据来源：Wind

图3 瑞茂通盈利指标走势图（单位：亿元、%）



数据来源：Wind

图4 瑞茂通短期偿债指标走势图（单位：亿元、倍数）



数据来源：Wind



政策指南 Policy Guidelines

央行规划高质量建设债券市场“科技板”

2026年8月10日，央行印发《中国人民银行“十五五”改革发展规划》，其中提到，构建同科技创新相适应的科技金融体制，高质量建设债券市场“科技板”。央行为“十五五”时期改革发展重点任务作出部署，强调了建设债券市场“科技板”对于构建科技金融体制的重要性，为债券市场服务科技创新指明了方向。

（摘自证券日报，2026年8月13日）

证监会发文优化房地产开发企业债券融资制度

2026年8月28日，证监会发布《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》，从发行、监管、风险防范化解三个层面优化房地产开发企业债券融资制度。《意见》的发布和实施，有助于更好满足房地产开发企业债券融资需求，助力构建房地产发展新模式，以债券市场支持房地产行业高质量发展。

（摘自中国经济网，2026年8月28日）

中央结算公司免除熊猫债发行登记服务费

2026年8月25日，中央结算公司发布《关于调降部分主营业务服务费用的通知》，全额免除熊猫债发行登记服务费，2026年9月1日至2028年12月31日有效。同时，还提出，全额免除熊猫债、科创债付息兑付服务费，银行间市场存续债券的付息兑付服务费费率实施9.5折；质押式回购、买断式回购、债券借贷交易结算服务费实施9.5折；债券柜台业务各交易品种结算服务费费率实施9.5折；现有优惠措施未覆盖的券种和主体的现券交易结算服务费实施9折。《通知》的实施，将减税降费精神落到实处，有助于促进债券市场基础设施服务水平提升，推动债券市场相关品种的进一步发展。

（摘自上海证券报，2026年8月25日）

中证协发布债券投资顾问业务新规

2026年8月7日，证券业协会发布《证券公司债券投资顾问业务管理规则》，旨在加强证券公司债券投资顾问业务自律管理，规范债券投资顾问展业和服务方式，防范债券投资顾问业务和相关业务之间的利益冲突和经营风险。规则从业务、风险合规、人员管理、自律管理等方面共设置6章44条，设置了6个月过渡期，将于2027年2月5日起正式施行。

（摘自上海证券报，2026年8月8日）



市场动向 Market Trends



全球首单企业类自贸离岸债发行

2026年8月12日，上海电气环球资本有限公司发行15亿元人民币自贸离岸债，期限3年，票面利率1.8%。发行主体的母公司是上海电气集团股份有限公司，为高端装备制造领域龙头企业。本次发行取得多项创新突破，是全球首单企业类自贸离岸债、首单香港交易所挂牌自贸离岸债，创自贸离岸债市场单笔发行规模最大纪录，受到市场广泛关注，吸引来自港澳、东南亚、中东、欧洲等地区投资者积极参与认购。本次发行是自贸离岸债市场建设取得的又一重要进展，标志着市场发行主体由金融机构向优质实体企业拓展，进一步丰富了市场主体类型和产品供给。

（摘自央视新闻，2026年8月13日）

首单“绿色+科技创新+气候主题”可续期公司债券发行

2026年8月19日，中国能源建设股份有限公司2026年面向专业投资者公开发行绿色科技创新可续期公司债券（气候主题）（第一期），规模25亿元，基础期限为5年，以每5个计息年度为1个重定价周期，票面利率1.89%，主体评级和债项评级均为AAA。该债券是央企首单气候主题债券，也是市场首单“绿色+科技创新+气候主题”可续期公司债券。募集资金拟用于置换债券发行前12个月内用于绿色项目的自有资金支出。本次债券的成功发行，是债券市场助力科技创新和绿色发展的又一成功实践，将有助于推动绿色低碳科技发展以应对气候变化。

（摘自新浪财经，2026年8月20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8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46181.00亿元逆回购、15000.00亿元买断式逆回购、5000.00亿元中期借贷便利（MLF）和1700.00亿元的国库现金定存操作，同时有52596.00亿元逆回购、13000.00亿元买断式逆回购、6000.00亿元中期借贷便利（MLF）及1000.00亿元国库现金定存到期，全月实现净回笼4715.00亿元。在此背景下，2026年8月，1年期短融和3年期公司债的平均发行利率（1.79%和1.68%）均较7月（1.84%和1.78%）有所下降，5年期中票的平均发行利率（1.96%）较7月（1.93%）略有上升。

表1 2026年7月—2026年8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7月	2026年8月	2026年7月	2026年8月	2026年7月	2026年8月
AAA	1.98	1.57	1.79	1.65	1.86	1.87
AA+	1.66	2.04	1.77	1.86	1.98	2.04
AA	1.78	2.28	--	--	--	2.35
平均发行利率	1.84	1.79	1.78	1.68	1.93	1.96

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8月，银行间固定利率国债1年期到期收益率波动上升。AAA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（1.57%）较7月（1.98%）有所下降，AA+级和AA级主体所发1年期短期融资券的平均发行利率（2.04%和2.28%）均较7月（1.66%和1.78%）有所上升。

2026年8月，交易所国债3年期到期收益率先降后升。3年期AAA级平均发行利率（1.65%）较7月（1.79%）有所下降，AA+级公司债的平均发行利率（1.86%）较7月（1.77%）有所上升。

2026年8月，银行间固定利率国债5年期到期收益率先降后升。5年期AAA级和AA+级中票平均发行利率（1.87%和2.04%）均较7月（1.86%和1.98%）有所上升。

图1 1年期不同信用等级主体所发短期融资券发行利率走势

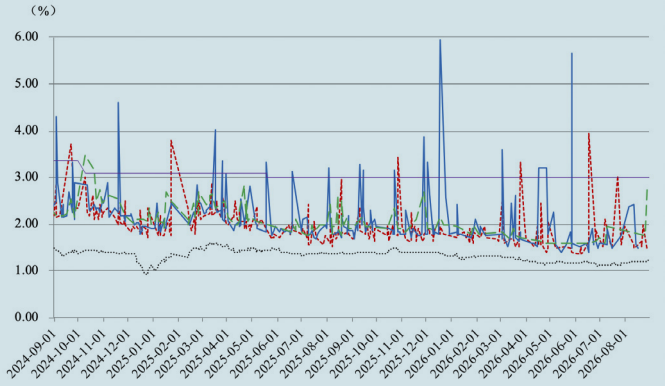


图2 3年期不同信用等级公司债券发行利率走势

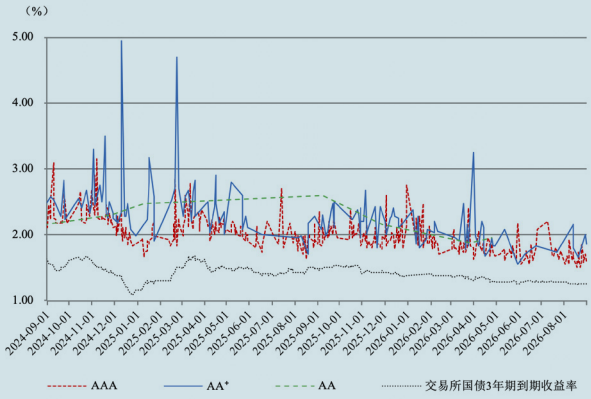
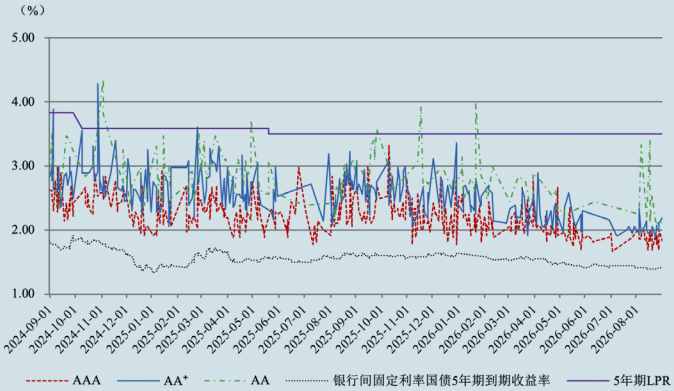


图3 5年期不同信用等级中期票据发行利率走势



2023年—2026年8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—8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	29.3	-7.2
社会消费品零售总额	7.2	3.5	3.7	32.8	1.1
出口总额	0.6	7.1	6.0	20.2	14.6
进口总额	-0.3	2.2	0.6	14.6	22.0
CPI	0.2	0.2	0.0	--	0.9
PPI	-3.0	-2.2	-2.6	--	2.0
社会融资规模存量	9.5	8.0	8.3	464.8	7.2
M2余额	9.7	7.3	8.5	356.8	7.5
人民币贷款余额	10.6	7.6	6.4	282.4	4.9

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

2023年—2026年8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—8月	2026年1—8月同比（%）	2023年	2024年	2025年	2026年1—8月	2026年1—8月同比（%）
政府债	2366	2224	2655	1760	3.65	213174.48	236512.39	275389.03	189644.64	-1.65
国债	192	194	206	140	-1.41	119920.80	138751.51	172488.00	112195.10	-3.97
地方政府债	2174	2030	2449	1620	4.11	93253.68	97760.88	102901.03	77449.54	1.92
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	12621	-14.92	257134.40	314208.20	338172.90	216490.40	-4.01
金融债(人民银行)	1470	1457	1896	862	-37.49	110571.00	111864.50	162592.50	74061.68	-43.88
政策银行债	823	756	1069	482	-46.44	79893.70	74656.20	118917.10	46537.10	-55.04
商业银行债	312	317	411	158	-26.51	24402.90	29488.90	35748.70	23417.28	-1.13
保险公司债	23	17	27	19	72.73	1121.70	1175.00	1042.00	525.10	5.87
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	21	-27.59	305.00	961.00	640.00	480.00	-13.51
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	174	-12.56	4529.70	4761.40	5741.70	2991.20	-9.62
其他金融机构债	12	47	29	8	-65.22	148.00	702.00	373.00	111.00	-61.59
债务融资工具(NAFMII)	9642	10448	9896	6498	-3.49	86049.95	98859.57	96273.89	59794.18	-6.54
中期票据	3189	4872	4977	3333	-3.00	29893.97	50327.78	51605.87	29152.49	-16.84
定向工具	1225	1237	1072	685	-6.93	7522.02	6840.46	5726.27	3873.33	-0.61
短期融资券	704	658	675	301	-32.96	5300.71	6281.24	5404.57	3108.19	-1.30
超短期融资券	4520	3677	3161	2169	3.09	43173.25	35210.09	33092.18	23318.67	8.46
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	6	200.00	35.00	0.00	70.00	191.50	283.00
国际开发机构债	3	4	8	4	-33.33	125.00	200.00	375.00	150.00	-53.85
公司债(证监会)	5809	5390	6657	4788	10.53	52956.93	49822.67	60061.97	45212.58	17.53
公募公司债	1779	1971	2434	1677	8.19	23832.66	24882.78	31801.41	24380.34	22.24
私募公司债	3590	3283	4114	3028	11.69	25358.81	23632.65	27079.42	19836.28	11.39
可转债	142	43	50	54	86.21	1423.60	387.77	653.23	637.67	50.29
可交换债	29	14	26	20	33.33	334.06	319.40	285.50	279.29	114.84
企业债	269	79	33	9	-66.67	2007.80	600.07	242.41	79.00	-50.90
政府支持机构债	21	2	28	18	-30.77	1930.00	100.00	1930.00	1080.00	-41.30
资产支持证券	4785	5702	6593	4397	8.57	18769.81	20418.47	23260.23	15547.69	14.07
证监会主管ABS	3667	3780	4439	3175	18.16	12058.00	12474.71	14624.48	10752.64	24.11
交易商协会ABN	629	1495	1636	931	-13.15	3216.12	5239.97	5720.53	3184.08	-8.13
金监总局主管ABS	489	427	518	291	0.00	3495.69	2703.79	2915.22	1610.97	7.37
合计	51008	51743	49639	30944	-6.38	741186.57	832854.20	958230.52	601831.17	-10.01

注：本表统计口径为Wind中截至2026年9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

深耕西域资本市场 赋能产业提质升级
——联合资信携手西部证券举办新疆债券市场高质量发展专题会议



2026年8月6日，由联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）、西部证券股份有限公司（以下简称“西部证券”）联合主办的“新疆债券市场高质量发展专题会议”在乌鲁木齐昆仑宾馆顺利举办。活动由自治区党委金融办统筹指导，北交所、律所等机构共同参与，各地州金融管理部门、区属国企、文旅、现代农业、绿色能源领域企业代表齐聚现场，共探区域债券市场发展路径。

会议上，自治区党委金融办、西部证券相关领导先后致辞，围绕优化区域信用环境、拓宽企业直接融资渠道、盘活存量资产等议题交流思路，呼吁金融机构协同发力，助力新疆特色产业转型升级。整场会议集政策解读、实务授课、现场答疑于一体，专业性高、针对性强，获得疆内参会政企代表一致好评。未来，联合资信将持续深化与西部证券及各方机构合作，以专业信用评级服务搭建产融对接桥梁，持续助力新疆债券市场规范扩容，为区域经济高质量发展贡献专业力量。

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