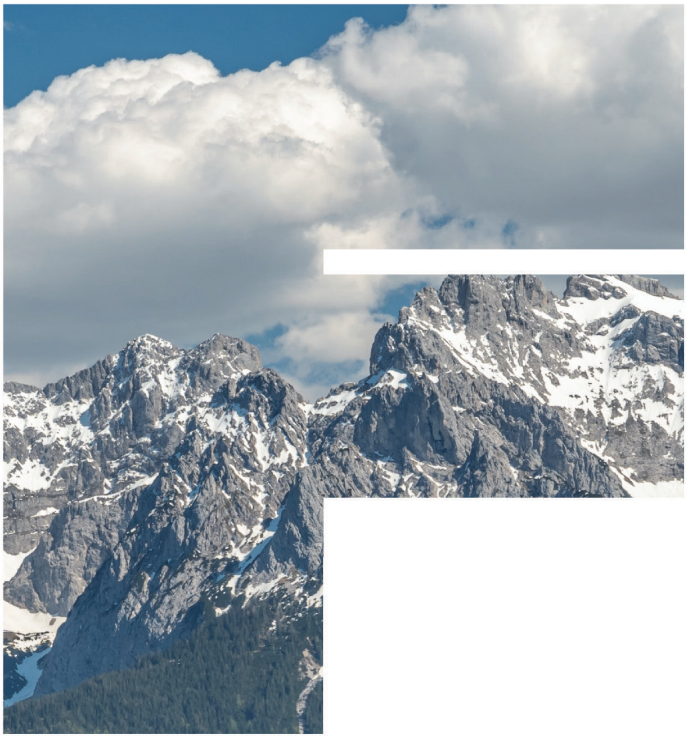
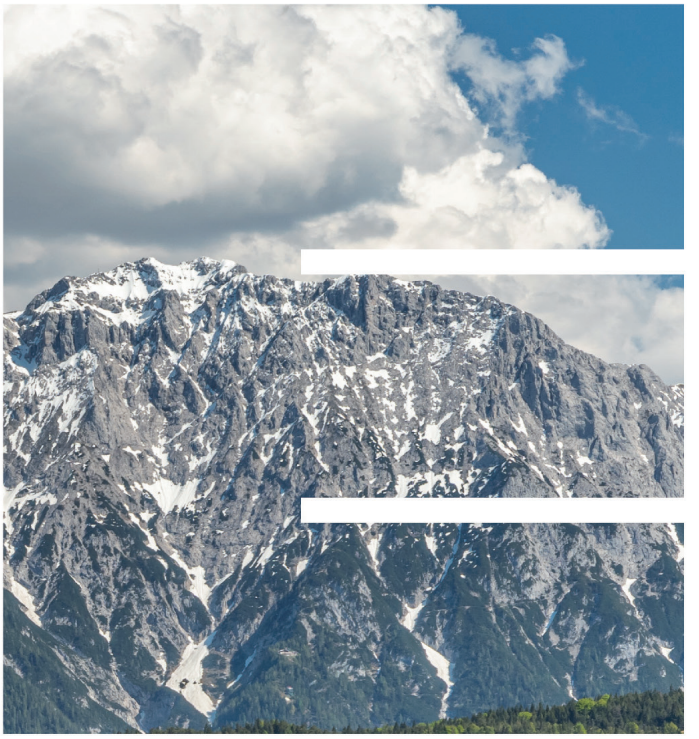
远东资信
FAREAST CREDIT

远东信用观察
FAREAST CREDIT OBSERVER





2 乘势而上 龙马争先 同心聚力 共赴新程
——远东资信2026丙午马年新春贺词

44 债市“科技板”新政背景下科技创新债券市场观察与思考

54 全球主流气候披露新规比较
——GRI 102、IFRS S2与中国气候准则的协同与差异

70 “十五五”时期“反内卷”的政策工具与政策效应

78 城市更新正当时，城投公司有可为

115 熊猫债市场2025年上半年回顾及下半年展望

127 2025年中国商业银行信用展望

142 股权投资机构信用评级方法模型探究



25
2026年第1期
（总第25期）
二〇二六年一月

远东资信评估有限公司

远东资信
FAREAST CREDIT

民族品牌 行业首家始于 1988

◉ 中国第一家社会化专业资信评估机构

1988 年 2 月 15 日，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）在我国经济改革开放与金融转型发展的大潮下应运诞生，自此我国债券市场有了独立的信用风险“看门人”。上海社会科学院世界经济研究所国际金融研究室主任唐雄俊出任总经理，公司初创阶段团队核心成员主要来自上海社科院世经所、中华社科会计师事务所、上海财经大学等机构学者和教授。

◉ 中国评级行业开创者和拓荒人

远东资信多次参与中国人民银行、国家发展改革委和中国证券监督管理委员会等部门的监管文件起草工作，是中国首家加入亚洲资信评估协会（ACRAA）的评级机构。拥有人民银行、发改委、证监会、中国银行间市场交易商协会等监管部门和行业自律机构认可的全部评级资质，同时还是监管机构和国际组织认可的绿色债券评估认证机构、气候债券认证机构，并获得国家高新技术企业、上海市专精特新企业及 AA1000 可持续发展报告审验资质等。

◉ 发债项目零违约 评级业务零诉讼

远东资信在业内最早实现境内市场全牌照经营，可为境内外主体和境内金融市场所有债券品类提供主体评级、债项评级、主权评级、熊猫债评级等信用评级服务，以及绿债评估认证、气候债券认证、可持续发展报告审验、信用评价、贷（投）后监管、投资者服务等综合信用服务。

◉ 将“敢为人先”奋斗精神贯穿于近四十载发展历程

远东资信在历史上创造了十多项“第一”和多项创新业务：1988 年首单企业债评级业务——被时任总理李鹏赞为“自力更生与改革开放的成果”的上海氯碱总厂三十万吨乙烯吴泾项目；2001 年首单上市公司可转债评级，2002 年首单资本市场主体评级，2003 年首单证券公司债券评级、首单企业集团主体评级，2005 年首单商业银行金融债券评级、货币市场投资基金评级，2006 年首单公共基础设施收费收益权 ABS 评级等。

◉ 将“家国情怀”精神内核深深烙印在企业文化基因之中

远东资信构建了具有中国特色的主权信用评级体系、具有远东特色的熊猫债评级及跨境信用服务体系，同时充分发挥作为市场化机构在国际交往合作方面的独特优势，先后与蒙古、老挝、尼泊尔、印度尼西亚等“一带一路”国家开展全方位交流合作，积极拓展主权信用评级、熊猫债等领域交流合作，积极助力国家经济外交战略高质量推进。

步入新时代，远东资信将深入贯彻落实国家战略部署，坚守“服务金融市场，助力信用中国”使命，以准确揭示信用风险、提供权威定价基准、赋能金融创新生态、维护金融市场稳定、助力培育新质生产力为已任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则，助力信用中国高质量建设与信用评级国际话语权提升，铸就国际权威的民族品牌信用服务机构。



远东信用观察

2026 年第 1 期 | 总第 25 期

主办

远东资信评估有限公司

编委会（按拼音排序）

陈红如　付晓东　韩　铄
简奖平　吕向东　施建军
杨秋岭

编委会主任

付晓东

主编

简奖平

责任编辑

王庚锐　姜俊阳　魏依琦
霍雨卓

目录

CONTENTS

公司动态 | Company News

乘势而上 龙马争先 同心聚力 共赴新程
——远东资信 2026 丙午马年新春贺词 ----2

凝共识 拓新局 赢未来
远东资信成功举办 2026 年度工作会议 ----3

远东资信获“高新技术企业”资质 ----6

更谢东风助远航 | 第二届“远东杯”全国信用管理创新能力大赛圆满落幕 ----7

远东资信助力全国首单红色旅游街区 CMBS 发行
探索国有资产盘活高质量发展路径 ----11

铺设“海上丝绸之路”信用基石
——远东资信应邀参加印度尼西亚基础设施国际会议 ----12

共话新局·债启未来 | 远东资信“走进深交所”活动成功举办 ----15

乘势而上 决胜全年 | 远东资信召开 2025 半年度市场会议 ----19

远东资信助力大金砖新格局下的信用合作 ----21

捷报 | 远东资信助力台州市区县级首单新增科创债成功发行 ----24

捷报 | 远东资信助力重庆市首单可持续挂钩债成功发行 ----25

远东资信 2025 年度“NAFMII 研究计划”七项申报课题获得立项 ----26

远东资信发布新版企业文化手册 | 文化铸魂启新程 凝心聚力扬风帆 ----27

捷报 | 远东资信助力广农新能源集团成功发行 10 亿元公司债券
创 2025 年广西同期限非公开发行公司债券利率新低 ----30

远东资信总裁吕向东受邀率团访问印度尼西亚
并出席“远航时代——第八届国际展望大会” ----31

远东资信受邀拜访印度尼西亚国家研究创新署、财政部等部委机构 ----33

捷报 | 远东资信助力内蒙古自治区政府债券发行年内累计 2,310.6 亿元 ----34

远东资信荣获行业多个重要奖项——见证上海信用服务行业二十载辉煌历程 ----36

【上海证券报】远东资信潘成龙：
助力发展新质生产力 信用服务业应更有作为 ----41

特别关注 | FECR Focus

债市“科技板”新政背景下科技创新债券市场观察与思考 | 简尚波 ----44

绿色低碳专题研究 | Green and Low-Carbon Topic Research

全球主流气候披露新规比较
—GRI 102、IFRS S2 与中国气候准则的协同与差异 | 朱杰 ----54

《绿色金融支持项目目录（2025 年版）》系列解读（上）：
节能降碳产业与环境保护产业 | 刘夏明，刘琛 ----58

宏观经济与政策研究 | Macroeconomy and Policy Research

“十五五”时期“反内卷”的政策工具与政策效应 | 张林 ----70

行业研究 | Industry Research

城市更新正当时，城投公司有可为 | 张妍 ----78

国有资本投资运营公司系列研究之一：山东省级投资运营公司观察 | 王娜 ----83

国际信用行业发展趋势和中国评级机构的国际化之路 | 赵恒，车海平 ----94

债市研究 | Bond Market Research

再融资专项债集中发行，区域分化问题显著
——2025 年上半年地方债发行分析 | 冯祖涵 ----106

熊猫债市场 2025 年上半年回顾及下半年展望 | 王倩 ----113

信用研究 | Credit Research

民企新增债券违约率环比下降，新增两家企业违约
——2025 年第二季度信用债违约分析 | 简尚波 ----120

2025 年中国商业银行信用展望 | 柴柯青 ----127

评级技术研究 | Rating Technology Research

股权投资机构信用评级方法模型探究 | 王娜 ----142

科技创新债券信用评级方法与案例研究 | 冯祖涵 ----158

科技型企业信用评级方法模型与发债案例研究 | 柴柯青 ----167

电子版详见公司官网“远东研究”栏目
www.sfecr.com.cn

©2026 远东资信 . 保留所有权利。
未经书面许可，不得以任何形式（包括电子、机械、复印等）复制、传播或使用本作品的任何部分。
如需转载或引用，须得到远东资信授权许可。使用时，须注明出处，且不得篡改或歪曲。

FAREAST CREDIT OBSERVER

PART. 1

COMPANY NEWS

公司动态

1

乘势而上 龙马争先 同心聚力 共赴新程
——远东资信 2026 丙午马年新春贺词

发布日期：2026 年 2 月 10 日

时序轮转，日新其业。值此 2026 丙午马年新春佳节来临之际，我谨代表远东资信，向过去一年和衷共济、勇毅前行的全体同仁及其家人们，向长期以来关心和支持公司发展的各级领导、各方伙伴与各界友人，致以最诚挚的感谢和最崇高的敬意！

2025 年，是远东资信复兴第二个“五年”的开局之年，也是在时代浪潮中笃行实干、硕果盈枝的关键一年。我们胸怀“国之大者”，紧扣金融强国的历史发展脉搏，在信用创新赋能实体经济的广阔天地中守正创新、拓路前行：

夯实发展根基，经营业绩实现重要跨越，区域深耕战略加快落地，客户服务机制迭代升级，企业文化体系全面重塑，品牌影响力与市场口碑稳步提升；聚焦前沿突破，在地方政府债、科创债、养老金融、可持续金融与 ESG 评级、国际交往合作等领域，落地多个示范标杆项目，树立行业创新引领典范；坚持研究驱动，完成新时代国内首部信用理论研究专著，率先发布科创债评级方法模型体系，深化人工智能工具创新赋能，承接监管课题与行业标准同业领先；强化综合实力，斩获“专精特新”、气候债券标准认证等重要资质，举办欧亚论坛、琴澳论坛、“走进深交所”、长三角论坛、“远东杯”等系列高端活动。以上精彩“答卷”，无不凝结着远东资信每位奋斗者“专业守正、知行合一”的初心坚守，闪耀着每位开拓者“精进创新、价值奉献”的使命担当，也为我们如期实现复兴目标奠定了坚实的物质基础与强大的精神根基。

2026 年，是国家“十五五”规划开局之年，也是远东资信迈入高质量发展新阶段的攻坚之年。站在新的起点，我们要以信心为帆、规则为舵、杠杆为要，展龙马奔腾之姿、扬鲲鹏展翅之势、积跬步千里之功，在新时代继续书写属于远东资信的辉煌篇章。

以信心为帆，锚定方向勇毅前行。这份信心，源于我们近四十载深耕信用服务领域的深厚积淀，源于战略、文化、研究、创新与协同有机融合的系统优势，更源于敢打硬仗、善打硬仗、能打胜仗专业团队展现出的坚定信念与卓越实力。

以规则为舵，行稳致远提质增效。在新的一年，我们要继续筑牢合规与廉洁防线，持续完善制度、规则与标准体系并强化刚性落地执行，以行业一流的精细化管理与运营支撑保障，护航远东资信稳步迈向复兴发展的新目标和新高度。

以杠杆为要，撬动效能全面跃升。全体员工要善用活用“五个杠杆”，全面释放效能与价值潜力：以知识杠杆夯实专业根基，以产品杠杆构建特色优势，以工具杠杆提升价值产出，以时间杠杆激发团队效能，以资源杠杆共建产业生态。

新岁启封，新程已至。来自五湖四海的杰出人才与资深专家，正同心汇聚于远东复兴的宏伟航船，我们因复兴使命而相聚、为文化认同而相融，让我们永葆远东资信逢山开路的闯劲、时不我待的拼劲、抓铁有痕的韧劲与众人拾柴的心劲，在同舟共济中并肩奋斗，在中流击水中共创价值，在劈波斩浪中砥砺成长，携手共绘远东资信高质量发展壮丽画卷！

祝愿祖国繁荣昌盛、龙马精神，祝福各位同仁、合作伙伴及家人们新春安康、阖家幸福、马到功成、共创辉煌！

远东资信名誉董事长：邢军

2026 年 2 月 10 日

凝共识 拓新局 赢未来
远东资信成功举办 2026 年度工作会议

发布日期：2026 年 1 月 12 日

新元肇启，征途日新。2026 年 1 月 9 日，远东资信 2026 年度工作会议在上海成功举办，北京、浙江、湖南、四川等地分会场线上同步视频连线。本次大会聚焦“凝共识，拓新局，赢未来”主题，全面回顾总结远东资信 2025 年经营业绩、管理成效与关键突破，深入分析当前面临的机遇和挑战，共同擘画 2026 年高质量发展的新蓝图、新目标、新路径与新要求。会议安排新版宣传手册发布仪式，集中展现业务特色与核心优势，全面释放远东品牌势能。会议由公司副董事长王春来主持。



公司名誉董事长邢军对远东资信 2025 年取得的经营业绩与工作成果予以高度肯定，对全体员工一年以来的履职担当与辛勤付出表示诚挚的感谢。他指出，远东资信历经三十八载波澜壮阔的发展历程，当前已进入“复兴”高质量发展的全新阶段，全体员工要继续坚守“做金融市场的信用基石”的企业定位与“铸就国际权威的民族品牌信用服务机构”的愿景目标，同心同德、踔厉奋发、乘势而上，在新时代共同奋力书写远东资信更为辉煌壮丽的发展篇章。

展望 2026 年，邢军提出，要从信心、规则和杠杆三个方面，全面提升经营发展质效：一是基于明确的战略目标、深厚的文化底蕴、强大的研究积淀、特色的产品服务和专业的人才队伍，我们完全有信心、有实力在新的一年实现更高的业绩、更大的突破；二是步入高质量发展新阶段，要在严守合规廉洁底线基础上，持续完善制度体系、优化业务流程、明晰权责边界，以行业一流的精细化管理与运营保障，护航远东资信稳步迈向新目标和新高度；三是全体员工要立足远东“复兴”目标与岗位实际，灵活创新运用知识、产品、工具、时间、资源等“五个杠杆”——构建扎实知识体系、完善特色产品服务、创新运用智能工具、激发团队协作效能、打造共赢产业生态，实现岗位卓越价值，驱动公司高质量发展，成就个人进步成长。“全体员工都要坚定信心、坚守规则、用好杠杆，立足当下，扎实奋进，在 2026 年奋马扬鞭、马到功成”，邢军最后提出殷切期盼。



公司总裁吕向东立足“破局·跃升”主题，全面回顾点评了 2025 年公司经营发展业绩、各板块工作亮点以及短板和不足。他强调，2026 年是公司实现高质量发展“跃升”的关键之年，公司要聚焦新质、赋能、数智、合规维度，围绕锚定目标、顾全大局、凝聚共识、打造标杆、激活团队的工作主线，实现前台深耕补短、中台提质赋能、后台协同增效，全面夯实发展根基，充分激发创新活力，凝心聚力共同书写远东资信“复兴”发展全新篇章。“人生就是一场体验，希望大家秉持初心，尽兴而为”，吕向东最后分享深切寄语。



副总裁兼财务总监张云云主持远东资信新版宣传手册发布仪式并做《将不可能变为可能》主题演讲，鼓励全员砥砺坚韧之志、勇攀创新之峰、敢为变革之先。人力总监毛金枝做《2025 年度业绩达成情况报告》。副总裁田小卫、市场总监苏琳分别做市场展业布局思考、区域深耕经验分享主题汇报。



会议对公司年度“创新创优”项目、优秀团队、优秀员工、文化之星、合规之星、评级业务合规标兵等进行专项表彰。上述获奖项目、团队和个人是远东资信 2025 年成功“破局”的核心力量与典型代表，他们深耕业务一线、勇拓创新赛道、赋能业务发展，在市场拓展、理论研究、产品创新、合规经营、保障赋能等重点领域攻坚克难、实绩突出，生动诠释了“专业守正、知行合一、精进创新、价值奉献”的远东资信核心价值观，用卓越成效为公司经营业绩突破与高质量发展注入了源源不断的强劲动力。此次表彰既是对获奖者过往付出的高度肯定与嘉奖，更将激励全体员工以先进为标杆，凝聚拼搏奋进共识，在 2026 年“跃升”新征程中凝心聚力、勇攀高峰、再创佳绩、共铸辉煌！





远东资信获“高新技术企业”资质

发布日期：2025 年 5 月 20 日

2025 年 5 月 20 日，上海黄浦区举办高新技术企业授牌仪式，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）凭借在信用科技领域的创新实力与研发成果，获得“高新技术企业”资质。远东资信副总裁张云云出席授牌仪式。



作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信自 1988 年成立以来，始终坚持将科技研发与技术创新作为引领高质量发展的驱动力，牵头参与了 30 余项行业及团体标准制定和监管课题研究，累计获得 20 余项计算机软件著作权，80% 以上的专职研发人员具有国内外知名院校教育背景与丰富研发经验。基于具有自主知识产权的多个数字化业务系统，远东资信已实现全流程智能化管理，有效提升了整体作业效率与安全性，可更好的满足国内外客户多元化、综合化信用服务需求。该资质的获得，标志着远东资信在信用科技道路上迈出重要一步。

张云云表示，“高新技术企业”认定是对企业在核心自主知识产权、科技成果转化能力、研究开发组织管理水平、人才结构和科技创新水平等方面的综合评定。远东资信将以此次授牌为契机，继续加大在人工智能、大数据等前沿技术领域的研发投入，推动科技研发与信用服务的深度创新融合，为助力社会信用体系建设、服务实体经济高质量发展贡献更多创新力量。



更谢东风助远航｜第二届“远东杯”全国信用管理创新能力大赛圆满落幕

发布日期：2025 年 6 月 10 日

2025 年 6 月 8 日，第二届“远东杯”全国信用管理创新能力大赛在广州圆满落幕。本届大赛由远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）独家冠名支持，上海市信用服务行业协会（简称“上海信用服务协会”）、中国服务贸易协会商业保理专业委员会、北京大学中国信用研究中心、远东资信等单位联合主办，广东财经大学金融学院承办。本次大赛以金融和信用相关专业为“底座”，聚焦信用管理方向的热点难点和信用管理实践中的具体问题征集解决方案或研究报告，展现当代信用青年的智慧和才干。



北京大学中国信用研究中心主任章政教授继续担任本届大赛评委组总组长，远东资信董事长杨秋岭、上海信用协会会长施建军担任大赛总督导，商务部国际贸易经济合作研究院信用研究所所长韩家平、中共中央党校（国家行政学院）教授王伟、广东省信用协会秘书长张红丽、原广东金融学院信用管理学院院长、广东省现代信用管理研究院首席信用专家唐明琴、浙江省信用协会秘书长王吉等 12 位来自不同领域的专家、学者担任评委，保证了大赛评审工作的权威性与公平性。

在 2024 年首届“远东杯”全国信用管理创新能力大赛的基础上，今年大赛进行了诸多优化调整。在参赛对象上，从原来的信用管理专业拓展到商科相关专业；在选题方向上，从广泛选题聚焦到信用和风险管理方向；在大赛分组上，从原来校企混合调整为企业和研究机构、高校两个组别，并安排在不同会场比赛；在奖项设置上，从原来的最佳奖项增加到优秀奖项，进一步扩大奖项覆盖范围。施建军指出，“不管大赛如何调整，大赛秉持的立德树人、知行合一的理念，培养更多具备专业知识和实践能力的信用管理人才，为信用服务业高质量发展提供人才支撑的初心是始终如一的”。











大赛吸引了来自全国 8 个省市 40 余支高校队伍参赛，涉及征信平台建设、信用评估体系、绿色金融与普惠金融、跨国研究、风险评估与投资、平台经济、信用修复、应收账款、个人信用评估、企业 ESG 评级、跨境电商平台治理、信用监管、养老服务、学生消费信贷、金融科技赋能、直播信用合规等众多议题。大赛旨在培育和挖掘具有创新思维和实践能力的信用管理人才，激发信用行业从业人员的创新热情，促进信用管理理论与实践的深度融合，推动信用服务业的创新发展，同时为商科类专业大学生和信用服务类机构从业人员提供一个展示自我、锻炼能力的交流分享平台。

来自广东财经大学金融学院的参赛选手谢琳表示，在当今数字化、全球化的时代，“信用”早已不仅是传统意义上的道德准则，更是经济运行的基石、社会治理的纽带。“大赛鼓励我们用全新的视角重新定义信用管理的未来，无论是新技术的开发与应用、信用评价管理体系的优化，还是小微企业信用赋能方案，每一个主题都紧贴时代脉搏，让我们感受到大赛的前瞻性与实践价值。”










杨秋岭认为，大赛聚焦信用与金融风险管理前沿问题，信用论坛、分组展示交流以及无领导小组讨论等环节的设置，不仅为参赛选手提供了展示才华、检验能力的舞台，更为他们搭建了与行业专家、企业代表面对面交流学习的宝贵桥梁。“我们热切期盼在这方充满活力的赛场上，能涌现出更多闪耀着创新光芒的信用管理新星，为中国式现代化征程注入源源不断的专业动能。”

最后，章政教授继首届大赛之后，为本届大赛再次赋诗一首，并再次感谢了远东资信对于大赛和中国信用事业的支持。

信用礼赞

——贺第二届“远东杯”全国信用管理创新能力大赛

六月花城沐艳阳，
群英论剑火榴香。
信管新赛风云起，
十八战队斗志昂。
痛点求索谋良策，
短板精研谱华章。
双轨争锋皆璀璨，
专家评审细端详。
莫道征途长路漫，
青衿壮志胜前郎。
蝉鸣夏韵清风至，
更谢东风助远航。

2025 年 6 月 8 日于广东财经大学

远东资信助力全国首单红色旅游街区 CMBS 发行
探索国有资产盘活高质量发展路径

发布日期：2025 年 6 月 11 日

近日，嘉兴市城市投资发展集团有限公司（简称“嘉城集团”）在上海证券交易所成功发行“中信建投 - 嘉城集团资产支持专项计划（红色旅游街区）”资产支持证券，总规模 3.21 亿元，票面利率 2.0%，为商业不动产抵押贷款资产支持证券（CMBS）产品全国最低利率。本次发行由远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）提供信用评级服务，中信建投证券担任计划管理人和牵头销售机构，平安证券担任销售机构，获得了投资者踊跃认购，全场倍数达 3.79 倍。



据了解，该项目是全国首单红色旅游街区 CMBS、浙江省首单历史文化街区 CMBS。嘉城集团系嘉兴市属国有企业，是嘉兴市重要的城市建设、文旅投资以及公用事业运营主体。该项目的成功发行，一方面是嘉城集团在市国资委统筹支持下，积极响应国家盘活存量资产的号召，落实国办 19 号文政策精神，通过金融创新盘活存量资产的最新成果，促进了存量资产和新增投资的良性循环，有助于嘉城集团实现更高质量发展；另一方面，本项目底层资产位于嘉兴南湖旅游区湖畔，增添了一抹红色历史底蕴，强有力地提升了嘉兴南湖旅游区作为红色旅游教育基地的知名度与影响力，进一步加强南湖红色旅游与爱国主义教育的宣传作用。

远东资信名誉董事长邢军在接受记者采访时曾表示，“远东资信围绕发展新质生产力和金融‘五篇大文章’要求，致力于为各类、各行业国企转型发展提供综合信用服务，因地制宜发掘创新要素资源禀赋优势，全方位释放国企信用能力与信用价值，耐心陪伴企业穿越成长周期并分享成长红利，助力国企转型升级与提质增效”。

该项目的成功发行是远东资信坚定落实国家战略导向、赋能支持客户转型升级的典型例证。展望未来，远东资信将秉持独立、客观、公正评级原则，为城投、产投等国企平台以及科创、文旅、养老、新能源等新兴领域企业提供专业、务实、高效的信用评级服务，全力服务地方国企转型升级与提质增效，为各地经济高质量发展不断注入新活力、新动能。

铺设“海上丝绸之路”信用基石
——远东资信应邀参加印度尼西亚基础设施国际会议

发布日期：2025 年 6 月 17 日



2025 年 6 月 11 日至 12 日，印度尼西亚政府在雅加达隆重举行 2025 国际基础设施会议（International Conference on Infrastructure 2025）。会议以“未来可持续基础设施：创新与合作”为主题，5000 名来自全球的政商人士参会。印尼总统及多位部长莅临并发表演讲，28 国驻印尼大使、众多国际组织、金融机构、企业代表参会，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）作为中国信用评级机构代表应邀参会。



印尼总统普拉博沃·苏比安托（Prabowo Subianto）亲临会议并发表主旨演讲。他着重强调了印尼在基础设施领域的雄心与务实举措，并指出印尼决心更高效地管理其丰富的自然资源，使其最大程度地造福人民。他还宣布了爪哇北海岸巨型海堤等数个国家战略项目的重启计划，欢迎国内外私营部门参与基础设施建设，并承诺通过简化许可、设立项目服务中心、以及政府“真金白银”的联合投资等方式，为投资者创造稳定、高效的环境。



聚焦信用合作，赋能基础设施及产供链融资

在为期两天会议中，远东资信深度参与主论坛及融资分论坛讨论，分别与印尼多位部长级政要，基础设施与区域发展统筹部、国际金融公司（IFC）、印尼开发金融、印尼鹰航等机构进行了富有成效的交流，重点围绕基础设施项目和大型企业的信用评级、融资创新、中印尼产供链等核心议题展开探讨。针对印尼基础设施建设的巨大融资需求，远东资信指出，专业的信用服务是连接国际资本与优质项目、降低交易成本、增强投资者信心的关键基石。

远东资信表示，印尼是东盟最大的经济体，也是中国在东盟最主要的贸易伙伴之一，2013 年 10 月中国国家主席习近平在此首提共同建设二十一世纪“海上丝绸之路”倡议。远东资信愿以独特的信用评价理念及全面的信用评估体系，为印尼大型基建项目及企业提供专业信用服务，助力融资方提升信用水平和优化融资结构，助力国际投资者洞察印尼市场价值与风险，促进国际资本高效流入印尼亟需发展的基建领域。鉴于印尼基础设施建设融资需求与信用能力不匹配的矛盾，远东资信提出可立足中印尼产供链的紧密联系，为印尼梳理信用资源和提升信用能力提供综合信用服务，为国际资本进入印尼市场搭建桥梁和纽带。



提出印尼基建融资的中国方案——“熊猫债”

在与印尼有关部门及大型企业交流的过程中，远东资信介绍了中国“熊猫债”的相关政策并指出熊猫债可以作为更具优势的融资工具解决主权、企业以及金融机构等多层面融资问题，为印尼基础设施建设打开可靠、高效、低成本资本通道，为印尼产业发展和产供链合作提供有效资金支持及便利条件。

远东资信愿发挥专业优势，在印尼熊猫债发行方与中国投资者间架起信用桥梁。期待通过独特信用视角与专业评级服务，提升印尼发行人在国际资本市场的透明度与市场声誉，打通以中国投资者为主的全新融资渠道，助力印尼融资主体精准匹配中国资本市场资源，降低综合融资成本。远东资信将持续提升跨境信用纽带职能，高效联通印尼企业、金融机构与中国投资者、产供链的关键环节，为资本与产业的跨境合作注入确定性。

信用赋能中印尼产供链合作及“两国双园”建设

在与投资和下游产业部（Minister of Investment and Downstream）及相关企业座谈时，与会人士一致认为，中印尼两国资源产业互补性高，以信用溯源、支付系统为代表的信用科技建设将更好的服务两国货物贸易，特别是印尼优质农产、海产、矿产加工输华；“两国双园”的规划建设将进一步降低成本、推动贸易便利化，促进中印尼产供链协同延伸；建设信用互认机制，将逐步打通跨境信用壁垒，奠定跨境信用合作基石，便利大、中、小、微型企业共建贸易生态，促进两国产业融合和人民福祉改进。

远东资信表示，作为深具产业视野的信用评级机构，远东资信愿以专业信用服务打通中印尼产供链协作堵点，推动以人民币为代表的国际产业资本精准对接印尼产供链升级需求，将信用能力转化为产业韧性。远东资信愿以信用为纽带，链接两国支付、物流、融资核心环节，助力构建高可靠性区域产供链新生态，为“两国双园”的可持续发展注入强劲动能。



共话新局·债启未来｜远东资信“走进深交所”活动成功举办

发布日期：2025 年 6 月 19 日

2025 年 6 月 19 日，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）联合深圳证券交易所（简称“深交所”）成功举办“远东资信‘走进深交所’”专题活动。本次活动主题为“共话新局·债启未来”，聚焦债券市场最新政策动向与创新产品前沿动态，旨在推动信用评级机构与债券市场各方进一步深化交流合作，助力提升债市服务科技创新与服务实体经济质效。深交所、发行人、主承销商、投资机构代表及行业专家 100 余人齐聚深交所，围绕债券市场政策解读、科创债市场机遇、信用评级创新服务、可持续类债券实践创新、信用体系建设等主题展开深入探讨。

在致辞环节，深交所债券业务中心相关业务负责人表示，近年来，深交所践行可持续发展理念，加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的债券融资支持力度，支持绿色金融发展，助力乡村全面振兴，评级机构在服务债券市场高质量发展中做出了专业贡献，期待未来与评级机构共同探索债券市场服务实体经济的新路径。

远东资信副董事长王春来表示，当前中国经济正处于百年未有之大变局中，科技创新与绿色可持续发展已成为推动高质量发展的关键引擎，债券市场正迎来创新发展战略机遇期。他表示，评级机构作为资本市场重要基础设施，需要与时俱进创新构建适配的“新范式”，完善评级体系、优化评级思路，专业赋能新质生产力培育和发展，助力资本市场全面提升服务实体经济质效。

远东资信评级总监兼技术总监付晓东围绕“科技创新债券的评级方法与实践”展开分享。他指出，科技创新债券的评级体系更需结合企业实际发展情况，精准服务科创领域。近日，远东资信积极响应政策号召，率先推出《股权投资机构信用评级方法与模型》，以及《科技型企业信用评级方法与模型》《科技创新债券信用评级方法》等。新推出的模型打破了传统评级体系中过度强调资产、规模的框架，更加注重对科技创新实力、业务发展潜力等前瞻性因素考量，以更专业化、差异化的评级体系服务债市“科技板”高质量发展。



华创证券投资顾问部总经理屈庆介绍了债券市场在环境转型下投资与融资协同发展的必要性，分析投资端需挖掘信用机会、聚焦新兴行业等突围策略，阐述融资端以科创债、熊猫债等创新产品匹配投资需求，旨在构建制度创新与优质资产供给的良性循环。



随后，远东资信首席宏观研究员张林发表了题为《评级视角下新质生产力培育与信用体系构建》的主题演讲。他指出，新质生产力是提升全要素生产率、熨平金融与债务周期的重要力量，而发展新质生产力，离不开包括债券市场在内的信用体系构建。他强调，为了与新形势下的信用体系构建相适应，信用评级应从此前侧重“风险防范”转向侧重“价值发现”，与新质生产力相关的企业也应当构建新型资产负债表，挖掘新的要素形成新的资产。



远东资信绿色金融事业部负责人申丽娜分享了公司在可持续类债券评估认证方面的实践。她表示，远东资信推出的“科创 + 绿色”和“科创 + 挂钩”等双贴标模式，已成功助力多家企业发行绿色债券及可持续发展挂钩债券，推动地方基础设施与科技创新项目融资。此外，远东资信积极参与国际可持续披露准则的推广，与国际组织交流合作，提升中国评级机构的全球影响力。



活动最后进入自由交流环节，由远东资信信评委主任陈红如主持，深交所、主承销商及投资机构等多位专家围绕企业融资路径、债券发行、跨境资本运作与信用评级等议题展开深入探讨，气氛热烈、观点鲜明，形成了一系列具有前瞻性和实操性的专业洞见与务实观点。远东资信总裁吕向东从历史沿革与政策演变角度，系统性解答了城投向产投转型的发展趋势、具体路径以及远东服务城投转型的创新实践经验。





本次“走进深交所”专题活动，是远东资信践行金融“五篇大文章”、金融服务实体经济战略导向，积极服务科技创新发展、深入践行可持续发展理念的重要体现。展望未来，在本次与深交所专家以及发行人、金融服务机构代表深度交流合作基础上，远东资信将继续坚守“市场守门人”与“价值发现者”，以专业、高效、创新的综合信用服务，为债券市场高质量发展、新质生产力培育、实体经济转型发展提供强有力的信用赋能支撑与价值贡献！



乘势而上 决胜全年｜远东资信召开 2025 半年度市场会议

发布日期：2025 年 7 月 5 日

2025 年 7 月 4 日，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）在浙江湖州召开 2025 半年度市场会议。公司名誉董事长邢军、总裁吕向东，副总裁卢志怀、邢宇飞出席会议并讲话，市场团队全员及相关部门代表参会。人力总监兼运营总监毛金枝主持会议。北京和上海总部视频参会。会议聚焦“乘势而上 决胜全年”主题，全面总结上半年市场经营业绩与工作成效，深入剖析面临的挑战与不足，系统部署下半年市场攻坚思路与策略，要求市场条线对照全年业绩目标锚定目标方向、凝聚战略共识、全力奋进冲刺。邢军对远东资信上半年市场经营业绩、区域深耕成效、管理效能提升等方面的成绩予以了充分肯定，这为远东资信圆满完成全年业绩目标、未来深入推进体制机制改革奠定了坚实的基础。邢军从公司发展战略全局的高度，为下阶段高质量开展市场工作指明了清晰的方向并提出了明确的要求。他指出，市场团队要紧密结合市场实践具体场景，深入落实“三看三升”要求——看市场以提升战略认知、看对手以提升战术水平、看自己以提升战斗力，善于灵活运用“第一性”原理主动思考问题、前瞻谋划布局、努力创造价值。展望未来，各市场团队要聚焦国家战略导向、找准自身核心定位、客观分析短板不足，深挖存量市场、开拓增量空间，基于开发金融理念灵活运用远东资信产品服务“工具库”，筑巢引凤引入并用好优秀人才，以点带面打开重点区域深耕新局面，巩固提升远东资信差异化竞争优势与市场影响力。



吕向东从成绩、问题、目标和提升四个方面系统总结评价上半年经营业绩与问题短板，部署下半年市场条线重点工作。他强调要以决胜三季度为关键，巩固优势、聚焦增量、突破结构。规则与策略的制定旨在让公司行稳致远，所有远东人都要具备“大格局”，为全局谋局部、为长远舍当下，以正直品格、专业能力、勤勉态度筑牢发展根基，坚信“真诚付出终会铺就宽路”。



会上，毛金枝作上半年业绩达成情况报告，全景展现上半年市场业绩全貌；两位市场分管副总裁在汇报上半年业绩达成与创新管理措施基础上，聚焦结果导向，提出下阶段管理提质增效重点举措；市场团队负责人与新人代表分享了市场实战经验与心得感悟。

为进一步激发市场团队斗志、凝聚奋进攻坚合力，会议次日公司在湖州仁皇山开展市场团队团建活动。

远东资信助力大金砖新格局下的信用合作

发布日期：2025 年 7 月 7 日

2025 年 7 月 6 日至 7 日，金砖国家峰会在轮值主席国巴西的里约热内卢举行。此次会晤为金砖国家合作机制加速扩容阶段举行，开启了“大金砖合作”的新格局，受到全球关注和瞩目。本次会议聚焦全球卫生与健康、贸易投资与金融、应对气候变化、人工智能治理、全球安全体系改革及金砖机制自身建设等六大关键领域，直面发展中国家最关切的挑战。

回顾金砖机制与合作历史，2006 年，巴西、俄罗斯、印度和中国四国外长举行首次会晤，开启了金砖国家合作序幕。传统“金砖四国”(BRIC) 引用了金砖机制的创始成员国巴西、俄罗斯、印度和中国的英文首字母。2008 年爆发的全球金融危机中，以中国、印度、巴西为代表的新兴经济体展现出较强的经济韧性，在此背景下，四国寻求加强协调合作，于 2009 年 6 月“金砖四国”领导人在俄罗斯叶卡捷琳堡举行首次会晤。此后四国外长等官员逐渐形成定期会晤机制，推动金砖合作升级至峰会层次。2011 年，南非正式加入金砖国家。南非加入后，其英文单词变为“BRICS”，并改称为“金砖国家”。金砖国家于 2022 年同意启动扩员进程。自 2023 年以来，金砖国家合作机制进入加速扩容阶段。2023 年 8 月，金砖国家领导人第十五次会晤首次实现历史性扩员，正式邀请沙特、埃及、阿联酋、阿根廷、伊朗、埃塞俄比亚六国加入，并于 2024 年 1 月成员资格正式生效。2025 年 1 月，印度尼西亚成为金砖国家正式成员，金砖国家首次扩展至东南亚地区，金砖成员国从 5 国增至 11 国。

同时，金砖机制进一步深化“伙伴国”框架。2024 年 11 月，在俄罗斯喀山金砖峰会之后，新增白俄罗斯、玻利维亚、印度尼西亚、哈萨克斯坦、泰国、古巴、乌干达、马来西亚和乌兹别克斯坦等 9 个伙伴国，自 2025 年 1 月正式生效。2025 年 6 月，巴西政府以轮值主席国身份宣布，越南正式加入金砖国家合作机制成为伙伴国。随着金砖合作机制的吸引力持续增强，目前已有越来越多的国家表达了加入金砖的意愿并提交了申请，未来金砖的“朋友圈”有望进一步扩大。

	金砖成员国	加入时间	金砖伙伴国	加入时间
1	中国（China）	2006 年	白俄罗斯（Belarus）	2025 年 1 月
2	俄罗斯（Russia）	2006 年	玻利维亚（Bolivia）	2025 年 1 月
3	巴西（Brazil）	2006 年	古巴（Cuba）	2025 年 1 月
4	印度（India）	2006 年	哈萨克斯坦（Kazakhstan）	2025 年 1 月
5	南非（South Africa）	2011 年	马来西亚（Malaysia）	2025 年 1 月
6	沙特阿拉伯（Saudi Arabia）	2024 年 1 月	泰国（Thailand）	2025 年 1 月
7	埃及（Egypt）	2024 年 1 月	乌干达（Uganda）	2025 年 1 月
8	阿联酋（United Arab Emirates）	2024 年 1 月	乌兹别克斯坦（Uzbekistan）	2025 年 1 月
9	伊朗（Iran）	2024 年 1 月	尼日利亚（Nigeria）	2025 年 1 月
10	埃塞俄比亚（Ethiopia）	2024 年 1 月	越南（Vietnam）	2025 年 6 月
11	印度尼西亚（Indonesia）	2025 年 1 月		

表 1：金砖成员国及伙伴国一览
来源：公开资料，远东资信整理

随着金砖国家完成历史性扩容，金砖合作机制作为新兴市场和发展中国家的重要多边平台，近年来其在全球地位和影响力显著提升。首先，扩员后的金砖机制覆盖非盟、东盟、海合会、拉共体等区域组织核心成员国，以“大金砖”合作为平台，促进南方国家的双边和多边合作，形成“全球南方”整体性合作格局。其次，金砖国家已经成为全球经济增长的引擎和支柱。目前，金砖国家人口约占世界人口近一半，领土约占世界 35%，按购买力平价计算经济总量已经超过西方七国集团。能源方面，根据《BP 世界能源统计年鉴（2024）》，截至 2020 年末金砖国家石油、天然气、煤炭探明储量分别占全球储量的 40.9%、50.5%、43.5%，具有重要的战略意义。更为重要的是，金砖合作机制有助于推动全球经济秩序多极化发展，促进全球治理格局重塑。金砖合作机制已成为发展中大国和中等强国组成的最大的多边合作平台，在推动全球多边主义和反对单边主义的议程上发挥了重要作用，积极推动公平分配权力、资源和话语权。此外，金砖合作机制增强了发展中国家在国际舞台上的集体发声，有助于应对全球性挑战，如气候变化、全球健康和安全问题等方面形成更加广泛的国际共识和合作，推动建立更加公平的国际经济秩序及全球治理格局的重塑。金砖合作机制倡导平等互利、多极化国际秩序，成为推动全球治理改革的关键力量。

国家	国土面积（万平方千米）	人口（亿人）	名义 GDP（亿美元）	人均 GDP（美元）	国家	国土面积（万平方千米）	人口（亿人）	名义 GDP（亿美元）	人均 GDP（美元）
中国	956	14.1	177948	12614	沙特阿拉伯	215	0.3	10676	32094
俄罗斯	1710	1.4	20214	13817	埃及	100	1.1	3960	3457
巴西	851	2.1	21737	10295	阿联酋	10	0.1	5141	49041
印度	329	14.4	35676	2481	伊朗	175	0.9	4046	4466
南非	122	0.6	3807	6023	埃塞俄比亚	114	1.3	1637	1272
					印度尼西亚	192	2.8	13712	4876

表 2：2023 年金砖成员国概况
数据来源：世界银行，远东资信整理

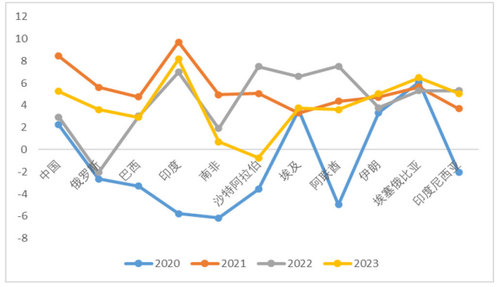


图 1：2020-2023 年金砖成员国实际 GDP 增长情况 (%)
数据来源：世界银行，远东资信整理

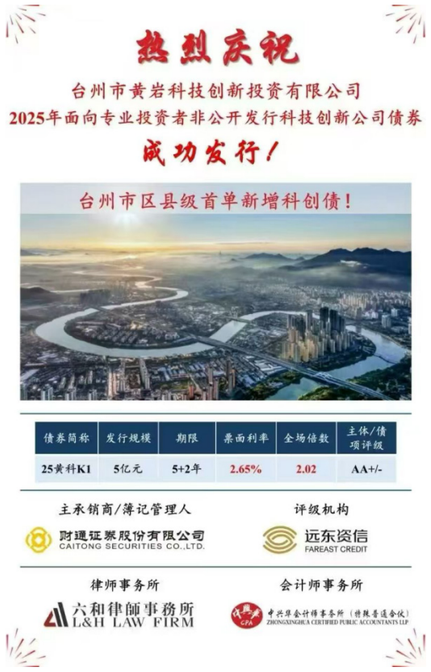
金融合作是“大金砖”合作的重中之重，金砖国家应积极构建以本币为基础的多元化国际货币体系，维护金砖各国在参与全球治理过程中的核心利益。金砖国家在金融领域的合作方面，已经形成机制的金融合作包括金砖国家开发银行（NDB）以及金砖国家应急储备安排（CRA）。截至 2024 年末新开发银行批准 109 个项目，总投资 374 亿美元，聚焦基础设施和可持续发展；应急储备安排为成员国提供美元波动风险对冲工具。然而，当前在以美元为中心的国际货币体系下，美元在外汇储备、贸易结算、大宗商品定价方面占据主导地位，但美元体系的结构性风险持续威胁全球金融稳定。随着金砖合作机制不断扩大成员国范围，金砖国家合作机制应积极构建多元化国际货币体系，推动金砖国家本币结算、完善支付系统、拓展货币互换协议，才能降低金融系统性风险，维护金砖各国在参与全球治理过程中的核心利益。

远东资信积极参与金砖国家合作机制下的各领域合作。近年来，金砖国家在工商理事会金融工作组下建立了信用评级机构沟通机制，以加强金砖各国本土评级机构的交流协作。但现阶段，设立金砖独立信用评级机构仍面临评级技术体系、监管标准、市场接受度等各方面的挑战。目前，远东资信积极参与金砖国家机制下各领域合作。作为金砖工商理事会金融工作组成员之一，远东资信参与了金砖金融工作组信用评级合作领域的探讨。此外，远东资信还与金砖国家积极对接，在信用合作领域进行讨论。在 2025 年 6 月 11 日至 12 日于印度尼西亚雅加达举行的“2025 国际基础设施会议”（International Conference on Infrastructure 2025）上，远东资信参与论坛讨论，围绕基础设施项目和大型企业的信用评级、融资创新、中印尼产供链等议题展开探讨。远东资信愿借助独特的信用评价理念及全面的信用评估体系，为印尼大型基建项目及企业提供专业信用服务，助力融资方提升信用水平和优化融资结构，促进国际资本高效流入印尼亟需发展的基建领域。鉴于印尼基础设施建设融资需求与信用能力不匹配的矛盾，远东资信提出可立足中印尼产供链的紧密联系，为印尼梳理信用资源和提升信用能力提供综合信用服务，为国际资本进入印尼市场搭建桥梁和纽带。面对金砖国家合作机制不断深化的新格局，远东资信愿充分发挥其在债券市场的专业优势，积极参与金砖国家在信用评级领域的合作，为服务各国投融资需求贡献专业力量。

捷报｜远东资信助力台州市区县级首单新增科创债成功发行

发布日期：2025 年 7 月 22 日

近日，由远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）评级的台州市黄岩科技创新投资有限公司成功发行 2025 年非公开发行科技创新公司债券（第一期）。该债券为台州市区县级首单新增科创债，发行规模 5 亿元，票面利率 2.65%，期限为 5+2 年，募集资金用于置换发行人投资支出、补充流动资金。



据了解，发行人台州市黄岩科技创新投资有限公司是台州市黄岩区政府设立的产业投资平台，也是黄岩区唯一以股权和基金投资为主业的科技创新股权投资平台。其紧扣当地 “315” 科技创新体系建设工程等多项工程，致力于构建 “产融结合” 的科技创新股权投资平台，集多种功能于一体，旨在打造具有区域影响力的创新投资服务公司。

2025 年 5 月，中国人民银行与证监会联合发布相关公告，要求信用评级机构创新评级体系，精准服务科创领域。远东资信率先响应，优化完善科技创新信用评级体系，推出新版股权投资机构、科技型企业及科技创新债券等信用评级方法与模型。新版模型打破传统评级过度强调资产、规模的框架，更注重科技创新实力、业务发展潜力等前瞻性因素，以专业化、差异化的评级体系服务债市 “科技板” 高质量发展。

此次科创债的成功发行，是远东资信在科创债领域的重要实践成果。未来，远东资信将聚焦金融“五篇大文章”，持续深耕科技创新等新兴领域，不断创新完善技术评级与产品服务体系，助力推动资本市场与科技创新深度融合，为我国科创债市场高质量发展提供专业服务支撑。

捷报｜远东资信助力重庆市首单可持续挂钩债成功发行

发布日期：2025 年 7 月 25 日

2025 年 7 月 25 日，重庆市南州水务（集团）有限公司（简称“南州水务”）成功发行 2025 年面向专业投资者非公开发行公司债券（可持续挂钩债）（第一期）（以下简称“本期债券”）。远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）提供绿色评估认证专业服务，研究设定“增加原水供应量以应对气候变化”作为可持续发展关键绩效指标。本期债券是重庆市首单可持续挂钩债券，发行利率 3.19%，创同区域私募债券历史最低利率。

发行人南州水务成立于 2002 年，是重庆市綦江区国资委控股的区属国有企业。作为綦江区最大的水利水电建设和运营主体，南州水务承担綦江区水利工程及基础设施代建、土地开发整理、自来水供水以及水力发电等业务。同时，南州水务高度重视并努力践行绿色环保发展理念，在推动区域环境友好型水利工程建设、保障水资源供应和集约利用等重点领域，均发挥着至关重要的作用。

此次可持续发展挂钩债券的成功发行，是远东资信在国家“双碳”目标背景下，运用绿色金融创新工具服务实体经济的又一次典型实践案例。本期债券在积极响应国家应对气候变化政策导向方面具有重要示范意义，有助于进一步强化发行人对可持续发展目标的承诺和执行能力，提高地方区域水资源供应能力与经营水平。

未来，随着我国绿色金融“大文章”政策与服务体系的不断优化完善，远东资信将持续深耕和拓展绿色金融创新领域，升级绿色评估认证产品和服务，创新可持续发展挂钩指标，助力我国绿色低碳转型和可持续发展。



远东资信 2025 年度“NAFMII 研究计划”七项申报课题获得立项

发布日期：2025 年 9 月 1 日

近日，中国银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）公布了 2025 年度“NAFMII 研究计划”课题立项结果，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）申报的七项课题均成功获得立项。

为深入贯彻中央经济工作会议和中央金融工作会议的战略部署，扎实推进金融“五篇大文章”，交易商协会组织开展 2025 年度“NAFMII 研究计划”课题研究工作，旨在凝聚市场专业智慧，围绕金融领域重大理论和实践问题深入开展调查研究，提升银行间市场服务国家战略能力，推动金融高质量发展。2025 年度“NAFMII 研究计划”获得信用评级机构等机构的广泛参与。

课题内容涉及特朗普关税政策、货币政策传导有效性、超长期国债期限利差、债市“科技板”与产业结构升级、民企债券融资、债券指数编制与应用、资产证券化、绿色债券与绿色基金、评级机构健康发展、养老债券和主权债券等多个重点领域。其中，特朗普关税政策是各评级机构立项课题中的最多选题方向。

远东资信申报并获得立项的七项课题包括《特朗普关税政策对全球经济以及中国金融市场的影响》《债券市场创新工具助力民企融资的实践与展望》《科技型企业债券指数编制与应用研究》《ESG 理念在绿色债券存续期信息披露中的应用研究》《银行间绿色债券市场与绿债基金研究》《养老金融视角下的债券市场产品创新研究》和《国际投资者参与境外主权债券违约重组实践及启示》，涵盖宏观经济与政策、民营企业债券、科技创新债券、绿色债券、绿色基金、养老债券和主权债券等热点、前沿、重要话题。

下一步，远东资信将充分发挥近四十年的研究积淀与专业优势，高质量完成上述课题的研究工作，持续深入开展宏观经济、债券市场、绿色金融、信用理论实践等领域研究，积极助力我国金融市场与信用行业稳健高质量发展。

远东资信发布新版企业文化手册
文化铸魂启新程 凝心聚力扬风帆

发布日期：2025 年 9 月 1 日

2025 年 9 月 1 日，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）以“文化铸魂、知行合一、复兴同行”为主题，在北京主会场以及上海、宁波、成都、长沙等地分会场，同步举行新版企业文化手册发布仪式。公司名誉董事长邢军、总裁吕向东出席仪式并发表重要讲话，公司董监高成员、中层管理人员、文化践行标兵、员工代表及特邀嘉宾参会，副董事长王春来主持仪式。



邢军在讲话中指出，2025 年 9 月 1 日将是远东资信发展历史上重要的里程碑。新版企业文化手册的发布既是对远东资信 37 年发展历程的总结与传承，更为远东“复兴”征程增添了新的动力、扬起了新的风帆。他强调，企业文化是企业软实力与核心竞争力的重要组成部分，坚持知行合一践行远东资信企业文化理念，是公司构筑差异化竞争优势的关键所在，确保以“强大的灵魂”指引和保障公司行稳致远。邢军进一步阐释了“文化”的深层内涵，“文”代表文化理念与制度体系，“化”要求将“文”内化于心、外化于行。对照远东新征程、新使命与新愿景，所有远东人都要进一步提升学习、领悟与践行企业文化的主动性与自觉性，做到同舟共济、同心同力，实现远东高质量发展与个人成长收获的高度统一与相互成就。



吕向东在讲话中指出，企业文化回答了企业因何存在、发展目标、基本规范等关系公司长远发展的核心问题，同时发挥着目标价值导向、凝识聚力、激励约束、价值外溢等重要作用。知行合一践行远东资信企业文化，必须要做到“五入”——入脑、入心、入行、入制和入形。他强调，下阶段全体员工要将企业文化理念与特质全面融入血脉，以更为优异的价值贡献共同镌刻独属于远东资信的辉煌发展印记。



仪式还包括企业文化手册解读、文化践行标兵表彰、董监高及中层承诺书签署、高管及标兵代表发言等环节。副总裁、财务总监张云云详细解读了文化手册核心内容与下阶段文化落地方案；首批“远东文化践行标兵”获现场表彰；副总裁邢宇飞、评级总监兼技术总监付晓东、标兵代表张宝良分享了对公司企业文化的思考与感悟。













图片依次为董事长杨秋岭、副总裁张云云、副总裁邢宇飞、评级总监兼技术总监付晓东、文化标兵张宝良及标兵表彰环节合影

本次仪式的成功举行，标志着远东资信企业文化建设迈入了全新发展阶段，为公司下阶段高质量发展注入了深沉而持久的精神动力与文化动能。全体员工将以文化为帆、践行为楫、担当为锚，在远东“复兴”的壮阔征程中破浪前行、勇立潮头，共同书写远东资信更为辉煌壮丽的发展篇章！





捷报｜远东资信助力广农新能源集团成功发行 10 亿元公司债券 创 2025 年广西同期限非公开发行公司债券利率新低

发布日期：2025 年 9 月 26 日

近日，广西农投新能源集团有限公司（简称“广农新能源集团”）2025 年面向专业投资者非公开发行公司债券（第一期）在上海证券交易所成功发行。本期债券发行规模 10 亿元，期限 5 年，票面利率 2.76%，创下 2025 年广西同期限非公开发行公司债券利率新低。远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）担任本次债券发行的信用评级机构。



广农新能源集团作为广西农村投资集团有限公司的新能源业务核心运营平台，其项目分布在广西 20 余个县（市）以及新疆等地，拥有 28 家子公司，运营管理 33 座水电站、1 座生物质发电站及 2 座光伏电站，年发电量超 40 亿千瓦时，已构建“水—光—风—生”多能互补体系，具备扎实的能源资产基础和区域协同优势。

本次债券的成功发行，不仅印证了远东资信在信用评级领域的专业实力与市场认可度，更为其构建完善新能源行业、绿色金融等重点领域产品服务体系积累了宝贵实践经验。展望未来，远东资信将以此为契机，持续聚焦新能源、乡村振兴等新兴领域，不断优化完善信用评级方法模型与服务体系，基于对行业发展趋势的精准把握和企业信用情况的科学研判，为各类企业拓宽融资渠道、降低融资成本提供专业服务支撑，助力金融市场更好的服务实体经济转型发展，为国家绿色低碳转型与区域经济高质量发展注入更多信用动能。

远东资信总裁吕向东受邀率团访问印度尼西亚并出席 “远航时代——第八届国际展望大会”

发布日期：2025 年 9 月 26 日

2025 年 9 月 25 日，由印度尼西亚国家研究创新署（National Research and Innovation Agency）和国际展望联合会（NEXT Federation）共同主办的“远航时代——第八届国际展望大会”在印度尼西亚雅加达召开。远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）总裁吕向东受邀率团访问印尼并出席本次会议。



在高级别对话环节，由国际展望联合会全球顾问委员会轮值主席、印尼国家研究创新署首席工程师（正部长级）、印尼人工智能协会主席 Prof Hammam Riza 主持，印尼国家经济委员会委员（副部长级）Heriyanto Irawan，印尼投资部前副部长、国家投资协调委员会前副部长 Indra Darmawan，印尼经济统筹部长办公室副主任 Pujo Setio 和远东资信总裁吕向东围绕“印尼发展的机遇和中国资本的机会”议题展开深入讨论。

吕向东表示，远东资信是中国第一家社会化专业资信评估机构，成立近四十年来始终扎根本土市场，为政府和各类机构提供全方位专业信用服务。同时，远东资信深入贯彻落实“一带一路”、人民币国际化等国家战略，积极探索国际交流与合作新机制与新模式，已与东盟、蒙古、尼泊尔等地区和国家建立了双向交流与互利合作机制。他进一步表示，随着中印尼两国的合作不断深化，将有更多的中国企业进入印尼市场，中国资本与印尼市场的契合度与融合度将不断提升，双方创新合作空间广阔。未来，远东资信与印尼国家研究创新署将在 ESG、绿色债券、跨境信用合作等新兴领域开展全面深入的研究交流。



在圆桌座谈环节，远东资信国际业务部总经理助理郭运从印尼发行人参与中国资本市场的角度，系统分享了中国资本市场的相对优势与合作潜力，详细介绍了远东资信为助力两国资本市场互联互通提供的全流程综合信用服务体系。论坛嘉宾各自从专业角度与研究视角，深入解读了中国资本市场对于促进印尼基础设施建设和实体产业发展的重要意义。

会上，远东资信发布了对印尼的主权信用评级结果——等级评定 As、评级展望稳定，并向印尼国家经济委员会现场授予了相关证书。同时，远东资信、印尼国家研究创新署和印尼信用评级有限公司（PT Kredit Rating Indonesia）共同签署了三方战略合作意向书，各方一致同意将就东盟国家投资环境指数和相关议题开展研究合作与专家交流，进一步深化两国在金融与信用领域的跨境合作，共同提升投资环境信息透明度与市场运行效率。





远东资信受邀拜访印度尼西亚国家研究创新署 财政部等部委机构

发布日期：2025 年 9 月 29 日

2025 年 9 月 25 至 27 日，远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）总裁吕向东受邀率团拜访印度尼西亚（以下简称“印尼”）国家研究创新署（National Research and Innovation Agency），财政部、投资及下游产业部（Ministry of Investment and Downstream Industry），基础设施与区域发展统筹部（Coordinating Ministry for Infrastructure and Regional Development），减贫促进署（Acceleration of Poverty Reduction Agency）以及贾巴贝卡集团（PT Jababeka Tbk）等政府部门和机构。

在座谈交流中，远东资信代表团与印尼相关各方就主权评级、国际投资、人民币国际化、绿色金融、经贸往来、跨境信用合作、熊猫债等议题展开了深入而务实的讨论。会谈不仅聚焦双边金融、信用等领域既有合作成果，更着重探讨了未来合作方向和潜在机遇，特别在信用评级体系互认、绿色与可持续金融标准对接、跨境融资便利化机制等方面，各方均表现出高度的关注和积极的合作意愿。印尼作为东盟的重要经济体，正在积极推动资本市场改革和可持续发展战略，这与中国资本市场的开放与国际化进程高度契合，为两国在评级服务、信用体系建设以及绿色金融产品创新方面的合作创造了良好条件。根据《共建“一带一路”倡议与“全球海洋支点”构想对接框架下的合作规划指导》，中印尼两国在基础设施建设、资本市场互联互通、绿色能源与数字经济、技术创新发展等领域拥有广阔的发展与合作前景。









捷报｜远东资信助力内蒙古自治区政府债券发行年内累计 2,310.6 亿元

发布日期：2025 年 9 月 30 日

2025 年 9 月 29 日，2025 年内蒙古自治区政府再融资一般债券（七期）、再融资专项债券（六期）成功发行，发行规模共计 193.94 亿元，期限 10 年，票面利率 2.15%、2.17%，远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）担任信用评级机构。截至 2025 年 9 月 30 日，内蒙古自治区 2025 年累计发行政府债券 2,310.6 亿元，募集资金主要用于债务化解并投向社会公共事业、交通基础设施、农林水利等领域项目建设，包括支持落实“五大任务”“六个工程”“六个行动”等国家重大战略和自治区重要安排部署，为民生持续改善与经济高质量发展注入了强劲动力。



作为我国北方重要生态安全屏障、北疆安全稳定屏障、能源和战略资源基地、农畜产品生产基地以及向北开放重要桥头堡，内蒙古自治区具有重要的战略地位。内蒙古自治区依托乳业、稀土新材料、现代煤化工等国家级先进制造业集群，以及煤炭、电力等传统产业的坚实支撑，经济总量不断增长、发展韧性持续增强。2024 年，内蒙古自治区实现地区生产总值 26,314.6 亿元，同比增长 5.8%，人均地区生产总值突破 11 万元。

图表3：2022~2024 年内蒙古自治区主要经济指标

单位：亿元、%

项目	2022 年		2023 年		2024 年	
	数值	增速	数值	增速	数值	增速
地区生产总值	23,159	4.2	24,627	7.3	26,314.6	5.8
其中：第一产业增加值	2,654	4.3	2,737	5.5	2,872.6	5.6
第二产业增加值	11,242	6.5	11,704	8.1	11,604.4	7.0
第三产业增加值	9,263	2.2	10,186	7.0	11,837.6	4.9
人均地区生产总值（元）	96,474		102,677		110,011	
全部工业增加值	--	6.6	--	7.2	--	6.7
固定资产投资	--	16.8	--	19.4	--	13.0
社会消费品零售总额	4,971.4	-1.8	5,374.3	8.1	5,615.3	4.5
进出口总额	1,523.6	23.2	1,965.3	30.4	2,073.6	5.8
三次产业结构	11.5:48.5:40.0		11.1:47.5:41.4		10.9:44.1:45.0	
常住人口（万人）	2,401.2		2,396.0		2,388.0	
城镇化率	68.60		69.58		70.73	
城镇居民人均可支配收入（元）	46,295		48,676		50,888	

资料来源：内蒙古自治区 2022~2024 年国民经济和社会发展统计公报，远东资信整理

根据远东资信《2025 年内蒙古自治区政府再融资一般债券 (七期) 信用评级报告》，截至本报告出具日，内蒙古自治区已完成 2024 年度及 2025 年度用于置换存量隐性债务的再融资专项债券发行工作，累计发行 1,144.00 亿元，再融资债券的发行提高了政府财政灵活性，并为防范地方政府债务风险提供了保障。2025 年内蒙古自治区仍将全力以赴防范化解重点领域风险，落实好置换债券政策，完善化债奖补政策，扎实推进存量隐性债务化解；坚决遏制新增隐性债务；妥善处置金融领域风险隐患，持续推动地方法人金融机构改革化险；加快融资平台退出进程，规范退出后管理；持续做好财政暂付款控增消存等相关措施。近年来，远东资信持续深耕地方政府债券评级领域，依托专业的评级体系与深厚行业经验，科学客观评估区域经济发展与债务风险状况。多年来，远东资信为多个省市的政府债券发行提供专业高效评级服务，积极助力地方政府拓宽融资渠道、优化债务结构，为地方经济高质量发展提供有力信用服务支撑。为内蒙古自治区政府多批次债券发行提供评级服务，既是对其经济发展潜力与偿债能力的专业判断，也是远东资信专业服务实力的又一次有力彰显。未来，远东资信将继续秉持独立、客观、公正的评级原则，持续优化评级技术与方法，深入跟踪研判各地经济发展动态，为地方政府债券发行提供专业权威的信用参考，助力地方基础设施建设与经济转型发展，高质量践行远东资信“服务金融市场、助力信用中国”使命。

远东资信荣获行业多个重要奖项
——见证上海信用服务行业二十载辉煌历程

发布日期：2025 年 9 月 30 日

2025 年 9 月 26 日，上海信用服务行业高质量发展大会暨上海市信用服务行业协会二十周年纪念活动在沪隆重举行，全国信用领域领导、专家学者、行业同仁及各省市相关信用协会代表近 300 人参会。本次大会以“与行业共生 与时代同行”为主题，全面回顾了上海作为中国信用服务行业发源地，其信用服务行业从无到有、从弱到强的发展历程。远东资信评估有限公司（以下简称“远东资信”）董事长杨秋岭、副董事长潘成龙、监事会主席施建军，第四任总经理徐明棋出席会议并做重要讲话。

会上，多位领导嘉宾从不同维度为上海市信用服务行业发展擘画蓝图、指明方向。



在主题演讲环节，多位信用服务领域资深专家进一步深入解读行业历程与发展趋势。施建军以《信用服务二十载：与行业共生 与时代同行》为题，带领大家回顾协会二十年来从搭平台凝共识、推标准助破局到领变革促发展的奋斗历程，并分享对行业初心的坚守与未来的思考。



徐明棋先生作为远东资信（曾用名上海远东资信评估有限公司）第四任总经理，从“中国信用服务的破冰者”的视角，深情讲述了市场经济初兴时信用服务行业从“无人涉足”到创新探索的开拓故事，生动诠释了信用服务行业起步与成长的发展历程。徐明棋指出，远东资信成立于 1988 年，作为在上海市成立的中国首家社会化专业资信评估机构，是中国信用服务行业的开创者与拓荒人。在人民银行上海分行的大力支持下，远东资信秉承了上海社科院的严谨作风、专业优势与格局视野，紧密围绕中国资本市场改革开放的实际需求，基于市场化原则不断探索具有中国特色的信用服务行业创新发展路径。在上个世纪 90 年代，远东资信举办多期具有行业里程碑意义的培训班，为行业起步与快速发展储备和培育了第一批专业人才；率先与亚洲开发银行合作开展对外交流，开创了我国信用服务行业的国际交流先河；业务领域从债券市场信用服务起步，率先向综合性信用服务发展方向拓展，充分发挥了行业先导与引领作用。



在圆桌对话环节，围绕《行业大咖解码信用服务高质量发展新路径》主题，由商务部国际贸易经济合作研究院信用研究所所长韩家平先生主持，远东资信副董事长潘成龙等六位行业重磅嘉宾，聚焦信用经济深嵌社会、信用服务成为产业升级核心动力的当下，共同破解行业痛点、探索高质量发展新路径，为行业未来实践提供了可落地的方向与思路。



在颁奖环节，远东资信凭借深厚的行业积淀与卓越的行业贡献，获得了“行业功勋奖”“行业创始奖”等重磅奖项，子公司远东执信企业征信有限公司获得“特殊贡献奖”，成为会场瞩目的焦点。这些荣誉不仅是对远东资信近四十载坚守、创新与贡献的高度肯定，更是对其长期以来引领和推动中国信用服务行业高质量发展、助力推进社会信用体系建设所做贡献的生动诠释。这些奖项的背后，是一代代远东人的家国情怀、薪火相传与创新探索：公司第一任总经理唐雄俊——中国保险“十三太保”之一、上海市人民政府参事室参事、上海社科院世界经济研究所国际金融研究室主任，第二任总经理姚廷纲——时任上海社科院世界经济研究所所长，第三任总经理欧志伟——兼任上海社科院市场信用研究所所长，第四任总经理徐明棋——时任上海社科院世界经济研究所副所长、兼上海社科院欧洲研究中心主任等，均以学者的科学严谨夯实专业根基，以企业家的创新魄力拓展市场版图，共同铸就了远东资信“独立、客观、公正”的企业基因以及“专业守正、知行合一、精进创新、价值奉献”的价值理念。







个人奖项的颁发，则进一步彰显了对做出杰出行业贡献远东人的崇高敬意：唐雄俊、姚廷纲、欧志伟、徐明棋、施建军获得“中国信用服务行业开拓者”荣誉称号；施建军荣获“终身贡献奖（30 年及以上）”；信评委主任陈红如、工商企业评级二部总经理助理王雪妮荣获“杰出功勋奖（20 年及以上）”；评级总监兼技术总监付晓东、信评委联席主任韩铄、结构融资评级部副总经理徐春霞、结构融资评级部总经理助理倪悦、结构融资评级部资深分析师陈乙歌等获得“卓越先锋奖（10 年及以上）”。以上奖项的获得，是远东资信近四十年来引领创新行业发展、与行业发展同频共振的生动写照，充分体现了远东资信深厚的人才积淀与完善的人才培养体系，全面展现了远东资信专业坚守、薪火相传、创新引领的责任与担当。











二十载砥砺前行，上海市信用服务行业协会已从最初的行业探索者，成长为推动上海市社会信用体系建设的中坚力量。远东资信作为上海市信用服务行业协会创始会员单位、我国信用服务行业的重要奠基者与引领推动者，此次荣获行业多个重要奖项，既是对过往成绩与贡献的高度肯定，更是新时代高质量发展征程的全新起点。



近年来我国社会信用体系建设的顶层设计与立法建设加快推进，为信用服务行业描绘了清晰的未来发展蓝图；长三角经济与信用一体化等战略规划加速推进，正不断拓展和重塑信用服务的应用场景与创新合作空间。远东资信将以诚信为舟、创新为帆、担当为锚，为各类客户提供更为专业、精准、高效的信用评级服务，在服务国家经济社会新发展格局、助力金融市场稳健创新发展过程中贡献更多远东力量，携手各界同仁共同书写我国社会信用体系建设的全新篇章。

【上海证券报】远东资信潘成龙：助力发展新质生产力 信用服务业应更有作为

发布日期：2025 年 10 月 13 日

“在以推动高质量发展为目标的当下，新质生产力背景下的大数据、人工智能、新能源、新材料乃至未来产业等新兴产业的发展，对于信用服务业创新都提出了更高的要求。”近日，远东资信评估有限公司（下称“远东资信”）副董事长潘成龙在接受上海证券报记者专访时表示。

从金融机构、政府部门、中央企业，再到信用评级行业，跨领域、多视角的从业经历让潘成龙对于信用服务业有了更全面的认识。在他看来，加快培育新质生产力，不仅为信用服务业更好赋能各行业高质量发展提供了新机遇，也成为引领信用服务业创新发展的重要动力。

“可以说，过往的从业经历让我深刻理解了‘金融为何服务实体经济’的命题，而在评级行业的工作则让我专注于探索‘金融如何更高效、更精准地服务实体经济’的路径。”潘成龙说。

重新定义“信用”

作为我国首家社会化的专业资信评估机构，1988 年成立的远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新。其中，在债券信用方面，该公司完成了我国首单企业债评级、首单上市公司可转债评级、首单资本市场主体评级、首单证券公司债券评级等多项首单和创新。

但在潘成龙看来，信用评级仅仅作为对企业、金融机构等经济主体进行偿债能力及意愿等综合评价的机构定位，是远远不够的。

在加入远东资信之前，潘成龙曾在国家开发银行、河北雄安新区管委会、中国雄安集团等多地工作，跨越金融、政府、企业的从业经验，让他对于金融助力实体经济发展有着更全面的视角。

对于如今身份的转变，潘成龙表示：信用评级机构与银行一样，仍是在金融市场范畴内，着眼点在于统筹发展和安全；但若放在更宏观的金融视角来思考信用问题，情况又有所不同。

“银行的风险视角不可避免地会带有其业务偏好和风控文化的烙印，而评级机构需要站在整个资本市场的全局高度，综合考量债券、信贷、非标等多渠道融资工具的风险，平衡发行人融资需求与投资者保护之间的关系。这种视角更宏观、更多元，要求我们具备更强的跨界整合和分析能力。”潘成龙坦言，正是基于这一全新视角的变化，他认为信用评级行业在服务创新型企业的信用评价体系建设等方面，还有很多的创新空间。

向看重“未来信用”转变

“信用服务业提供的高质量信用服务，是新质生产力要素高质量、高效整合不可或缺的推动力量。”在潘成龙看来，信用可以成为要素资源配置的“粘合剂”与“催化剂”，在培育新质生产力方面可以发挥更大的作用。

“在传统生产力发展背景下，信用服务体系主要服务于规模化、标准化、有形化发展的实业经济，信用评估注重考察受评对象的抵押物、历史财务数据、静态信用记录等方面，已难以全面、公允地反映科技型、创新型企业的核心价值与风险。”潘成龙表示。

而在新质生产力推动的数字经济等新业态、新模式探索中，越来越多企业的核心要素是以无形资产为主，更加注重企业的研发投入强度、核心专利价值、技术壁垒、团队背景、市场成长空间等预示未来现金流和盈利水平的指标。

“正是基于以上转变，信用服务业需要充分认知、发掘各类战略性新兴产业企业无形资产的信用价值，在尊重此类企业研发投入强度较大、无形资产价值评估复杂、技术创新环境复杂多变、具备高成长潜质等特点的基础上，重视传统信用评估维度的拓展和创新，从重视‘历史信用’向看重‘未来信用’转变。”他坦言，这是信用服务业创新发展的重要机遇，也对行业能力建设提出了更高要求。

为探索金融服务新质生产力的发展路径，远东资信陆续发布了《科技型企业信用评级方法与模型》《股权投资机构信用评级方法与模型》《科技创新债券信用评级方法》等系列相关评级技术文件，努力为金融和信用服务新兴产业高质量发展搭建评级技术基础。

多维度助力新型科创企业发展

2025 年 5 月，中国人民银行与中国证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，明确要求信用评级机构可根据股权投资机构、科技型企业及科技创新业务的特点，打破传统以资产、规模为重心的评级思路，合理设计专门的评级方法和评级符号，提高评级的前瞻性和区分度。

在潘成龙看来，信用评级体系的创新除了从产品、技术、资产等维度着力外，在对于科技创新属性的评价方面，仍有很大的创新空间，对于“硬科技”创新企业尤为如此。



基于此，远东资信针对科技型企业具有的轻资产、高成长、高不确定性与高风险特征，推出《科技型企业信用评级方法与模型》，更加聚焦企业的研发投入强度与成果转化效率、管理团队稳定性与研发人才储备、科技型产品和服务在产业链中的战略重要性、企业未来成长性预期与技术迭代风险等。

远东资信还首创了“股权信用”理念，通过对产业引导基金股权信用的培育和评价，引导更多 LP 参与产业投资，培育新质生产力和新兴产业。

除了创新评价体系外，远东资信也在加大技术研发应用，成为信用服务业培育新质生产力的践行者。

“信用评级、征信、信用咨询等各类信用服务业机构，需要在监管部门的支持和指导下，审慎依托大数据、云计算、区块链、人工智能等现代数字技术，通过线下信用服务人才与线上机器作业的高效分工和协同，推动传统信用服务的技术模式、业务模式创新转型，进而增强信用风险甄别、预警能力，提升信用服务业促进金融服务实体经济发展的能级。”潘成龙表示。

他同时提醒，当前信用服务在支持新质生产力发展时，仍面临信息不对称加剧、风险定价模型相对滞后、数据合规与共享、国际接轨与认可度等诸多挑战。面对数字科技快速迭代的趋势与国际信用评级的最新理念和标准，信用评级机构仍要坚守独立性、客观性与公正性原则，以长期主义精神扎根综合信用服务行业，积极助力国家提升信用评级国际话语权。

“随着国家产业结构的调整，我国信用产业完全有机会走出一条有中国特色的信用评级道路。”对于信用服务业的发展前景，潘成龙充满信心。

2 特别关注

PART. 2
FECR FOCUS



债市“科技板”新政背景下科技创新债券市场观察与思考

远东资信研究院研究与发展部 / 简尚波

【摘要】

2025 年 5 月，在 4 月中央政治局会议“创新推出债券市场的‘科技板’”战略指引下，央行、证监会等相关政策支持下，中国债市“科技板”正式启航。相对于早前推出的科技创新公司债券、科创票据，债市“科技板”发行管理制度规定呈现新变化。其中，银行间市场“科技创新债券”相对于“科创票据”，呈现债券标识、发行人主体分类、募集资金用途规定等多方面变化。交易所市场科创债券新规相对以往制度则呈现出发行主体类型、信息披露、条款设计等变化。

债市“科技板”发行首月运行情况显示，市场兴起迅猛。一是发行市场规模激增，Wind 资讯统计显示，债市“科技板”上市首月发行合计 3897.77 亿元，同比增长 308.63%。二是发行主体多样性增强，金融机构发行科创债券成为重要亮点，股权投资机构、科技型企业踊跃发行科创债券。三是从不同角度助力科技创新，通过支持科技企业、银行和证券机构、股权投资机构等发行主体，发挥科创债券直接、间接支持科技创新的作用。四是融资成本相对较低，样本券发行平均利率为 1.95%，低于同期信用债（不含科创债）2.25% 的水平，与科创债发行主体整体上信用等级较高有关。五是评级服务积极作为。评级公司纷纷推进科技型企业、股权投资企业评级方法模型，但针对不少科创债主体评级，普遍采用发行人所属行业（例如商业银行、金融投资公司、电子行业）评级模型。

展望未来，债券市场“科技板”发展前景广阔，可从政策、市场等角度展望其前景。首先，债券市场制度管理日臻完善，需注重市场准入门槛设置合理性、维护信息披露质效、建立良好的市场反馈和调整机制等方面。其次，市场主体结构仍有多样化空间，未来科创债发行人还需从市场机构向公共机构延伸、从大型科创企业向中小微型科创企业延伸。再次，中介支持体系能力深入增强，包括信用评级服务大有可为、科技评估认证服务有待深入发挥作用、科技增信服务审慎发展等方面。

2025 年 5 月 7 日以来，在 4 月中央政治局会议“创新推出债券市场的‘科技板’”战略指引下，中国人民银行、证监会等相关政策支持下，中国债市“科技板”正式启航，发行规模累计已突破 5000 亿元（其中开市首月发行规模超过 3800 亿元），为各地加快改善科技创新领域融资环境提供了崭新机遇。本文结合债券市场“科技板”启幕首月（5 月 8 日至 6 月 7 日）运行实际，从政策基础、市场实践、发展前景等不同视角对债市“科技板”运行展开分析如下。

相关研究报告：

1.《远东资信优化科技创新债券信用评级体系，更好服务债市“科技板”高质量发展》，2025.6.16

2.《债市“科创板”正式启航，远东资信努力以评级技术创新助力科技创新》，2025.5.14

一、制度环境明朗

债券市场是多层次资本市场体系的重要组成部分，科技创新债券则是债市谱写“科技金融大文章”、积极助力科技强国建设的重要手段。2022 年 5 月至 2025 年 4 月期间，在人民银行、证监会等支持和指导下，沪深交易所、银行间市场交易商协会相继推出科技创新公司债券、科创票据（含混合型科创票据）等科创债券品种，推动了科创债券市场快速兴起和发展，其中 2024 年科创债券发行额达 12241.24 亿元，同比增长 58.28%；2025 年 1 月至 4 月科创债券累计发行 4012.64 亿元，同比增长 8.62%。但相对于科技创新领域融资需求而言，科技创新债券无论从规模增长、结构优化还是从支持科技创新质效而言都有显著改善空间。

5 月 7 日，响应 4 月中央政治局会议发出的“创新推出债券市场的‘科技板’”号召，人民银行、证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（简称《公告》），交易商协会、沪深北交易所分别配套发布《关于推出科技创新债券构建债市“科技板”的通知》（下称“交易商协会新规”）《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》（下称“交易所新规”）等规则文件，为债券市场“科技板”的启动提供了有力的制度环境支撑。

从银行间债券市场来看，科技创新债券相对于科创票据而言：

一是债券标识变化。科创债券全称之中标注“科技创新债券”或“科技创新定向资产支持证券”等，债券简称中标注“科创债”或者“科创”等，相比“科创票据”的标识更加醒目，且与交易所科技创新公司债券名称更为贴近，为加强债市“科技板”的一体化建设和管理（包括统计管理、信息披露管理）创造了有利条件。

二是发行人主体分类变化。（1）科创票据发行主体按照科技创新企业、非科创企业分类，对应券种分为主体类科创票据、用途类科创票据。主体类科创票据适用于科技型企业。用途类科创票据的支持方式，包括“直接用于产业园孵化项目建设或创业孵化基地运营”“通过股权投资、基金出资等方式用于科技创新领域”等支持方式，反映出科创票据对于科技园区、股权投资等领域科创项目的支持。（2）科技创新债券发行主体按照科技型企业、股权投资机构分类。其中，针对科技型企业的界定相对于主体类科创票据发行人的相应规定明显扩大范围且细化相应规定，突出了其科技创新属性，包括科技贷款支持范围内的企业、科创板 / 创业板等上市的科技类公司等方面。针对股权投资机构，“交易商协会新规”凸显了对于股权投资机构发行债券支持科技型企业融资的高度重视。

三是募集资金用途规定的变化。《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》针对主体类科创票据侧重于强调企业的科创属性，针对用途类科创票据明确“直接用于科创领域项目建设或偿还对应存量债务”等四个方面的募集资金用途。《关于明确混合型科创票据相关机制的通知》强调募集资金应不低于 50% 用于科技创新领域，可用于具有科技创新称号的科技型企业生产经营活动，也可用于投资科技型企业的股权。在前期推进科创票据（含混合型科创票据）市场建设的基础上，“交易商协会新规”则从灵活安排科技型企业募集资金用途、大力支持股权投资机构募集资金投向科技创新领域等角度，突出强调拓宽科技创新债券募集资金用途，涉及科技创新领域的项目建设、研发投入、并购重组（含参股型）、偿还有息负债、补充营运资金等诸多方面。

从交易所债券市场来看，根据沪深北交易所《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》，债市“科技板”从债券全名上仍以“科技创新公司债券”或者“科技创新 XXX 公司债券”贴标，但相对于《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 2 号——专项品种公司债券（2024 年修订）》等以往制度来看，其中包括以下变化：

一是发行主体类型，以往科技创新公司债券包括科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类发行人，交易所新规新增支持金融机构发行科技创新债券，新增支持股权投资机构募集资金用于私募股权投资基金。

项目	之前制度规定	新制度规定
债券名称贴标	科创票据/混合型科创票据	科技创新债券/混合型科技创新债券
支持主体范围	主体类科创票据发行人为科技创新企业，用途类科创票据发行人为非科创企业	丰富支持主体范围，发行主体包括科技型企业和股权投资机构
募集资金用途	强调募集资金用于科技创新领域，其中针对混合型科创票据强调募集资金应不低于 50%用于科技创新领域	强调拓宽募集资金用途，包括灵活安排科技型企业募集资金用途、大力支持股权投资机构募集资金投向科技创新领域等
信息披露	加强存续期信息披露管理，提高募集资金使用透明度	可简化或豁免披露企业经营模式、重要在研项目等敏感信息

表 1：银行间市场科创债制度变化举要
资料来源：银行间市场交易商协会，远东资信整理

注：之前制度规定包括《关于升级推出科创票据相关事宜的通知》《关于明确混合型科创票据相关机制的通知》，新制度规定是指《关于推出科技创新债券构建债市“科技板”的通知》。

对于股权投资机构，包括支持私募股权投资机构和创业投资机构发行科技创新债券，以助力私募股权投资基金的设立、扩募等。

二是信息披露，“交易所新规”侧重于在以往基础上“做减法”，强调简化科技创新债券信息披露安排、简化申报材料签章文件，从而有助于提高信息披露效率。

三是条款设计。“交易所新规”鼓励发行人创新设计债券条款。包括鼓励发行人对发行方式、期限结构、利率确定和计算方式、还本付息方式、赎回或转换选择权、增信方式等方面进行创新。支持发行人设置预期收益质押担保、知识产权质押担保、可转换为股权、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等创新条款。创新条款结合了科技型中小企业轻资产比重高、知识产权相对（同等规模的普通工商企业）丰富等特点，增强了债券发行市场灵活性，但实际运作当中还需深化发行人、债券中介、投资者之间的协调，合理配置债券市场资源，防范发行人单向维护其商业利益，侵蚀债券条款内容公平公正现象。

项目	之前制度规定	新制度规定
发行主体	科创企业类、科创升级类、科创投资类和科创孵化类发行人	新增支持金融机构发行科技创新债券； 新增支持股权投资机构募集资金用于私募股权投资基金
募集资金用途	科创领域相关研发投入、购买知识产权； 科创领域相关项目建设、并购、运营； 以股权投资或基金出资等方式对科创企业权益出资； 科创领域研发平台和新型研发机构的建设、并购、运营； 偿还前四项对应有息债务； 其他符合要求的方式	新增支持股权投资机构募集资金用于私募股权投资基金
信息披露	针对不同类债券发行人明确了不同的信息披露要求	强调简化科技创新债券信息披露安排、简化申报材料签章文件
债券设计条款创新	发行人存在重点关注事项或其他重大不利情形，可能严重影响偿债能力的，原则上应当设置增信、财务承诺、行为限制承诺等投资者保护条款	鼓励发行人对发行方式、期限结构、利率确定和计算方式等创新，支持发行人设置预期收益质押担保、知识产权质押担保等创新条款

表 2：交易所科创债制度变化举要
资料来源：沪深北证券交易所，远东资信整理

注：新制度规定系指交易所发布的《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》；之前制度规定指前述制度发布前，交易所发布的科技创新公司债券支持制度，例如《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 2 号——专项品种公司债券（2024 年修订）》等。

二、市场迅速兴起

在债券市场“科技板”相关制度的大力支持下，债市“科技板”上市首月 [按 2025 年 5 月 8 日至 6 月 7 日统计，下同。] ，不仅发行规模较上年同期发行的科创债券大幅扩容，而且市场结构显著变化，针对科创债券的评级服务也对债市“科技板”的兴起发挥积极作用。针对考察期科创债券发行情况分析，除特殊说明之外，原始统计数据均来源于 Wind 资讯。

（一）发行市场规模激增

Wind 资讯统计显示，债市“科技板”上市首月（以下简称“考察期”）共计发行 209 只，发行面额合计 3897.77 亿元，相当于 2025 年 1 至 4 月发行科创债金额（4012.64 亿元）的 97.14%；较上年同期科技创新债券 [按科技创新公司债券、科创票据统计。] 发行数量（96 只）增长 117.71%、发行面额（953.86 亿元）增长 308.63%。图 1 显示，债市“科技板”上市首月，大幅超越往年同期科创债发行规模，呈现迅速兴起之势。

从两大市场发行科创债情况来看：银行间市场发行科技创新债券 3003.49 亿元，同比增长 656.19%，发行额占科技创新债券发行总额的 77.06%；交易所科技创新公司债券发行 894.28 亿元，同比增长 61.02%，发行额占科技创新债券发行总额的 22.94%。综上所述，两大市场科创债发行规模同比均呈现高速增长态势。尤其银行间市场科创债券发行规模同比呈现 6 倍以上增速，成为科技创新债券发行市场主力军。

（二）发行主体多样性增强

从市场主体来看，商业银行、证券公司、政策银行等金融机构发行科创债券，成为债市“科技板”相对往年科创债发行市场一大重要亮点。考察期内，金融类科创债债共计发行 2274.00 亿元，占科创债发行总额比重达 58.34%。其中，建设银行、浦发银行、上海银行等 15 家大型国有商业银行、股份制商业银行、城商银行

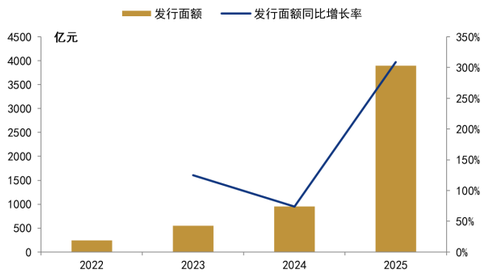


图 1：科技创新债券市场发行规模变化比较（按历年 5 月 8 日至 6 月 7 日统计）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

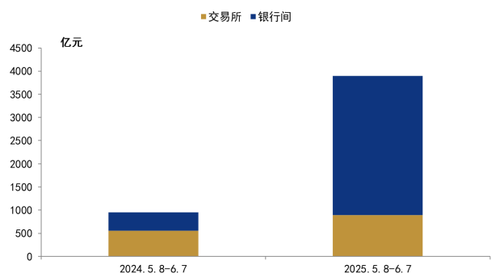


图 2：两大市场的科技创新债券发行结构变化对比
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

等合计发行科创债券 1810 亿元，占考察期发行金融科创债金额的 79.60%，全体科创债发行额的 45.05%；招商证券、国泰海通证券、广发证券等 25 家证券公司合计发行科创债券 264 亿元；国家开发银行发行 3 支科技创新债券金额共计 200 亿元。

这些金融机构首次发行科创债券，迅速占据科创债市场发行主体力量，对于推动科创债券市场发展具有重要意义。银行、券商等金融机构拥有网络优势或属地优势、资金优势（流动性充足）、风险管理专业优势，而且债转贷能够促进资金往中小乃至小微科技企业引流，充分增强科技创新债券市场的包容性。

股权投资机构发行科创债券方面，涌现出北京市国有资产经营有限责任公司、浙江省国有资本运营有限公司、上海浦东科创集团有限公司、苏州创新投资集团有限公司等一批创投机构、国资运营公司等主体发行科创债券。此类机构募集的债券市场资金能为科技型企业注入资本力量。举例来说，5 月 12 日，上海宝山国有资本投资管理 (集团) 有限公司发行的“25 宝山 K1”，

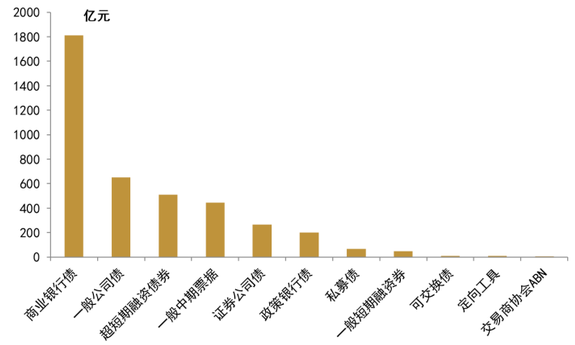


图 3：金融债（科创债）成为债市“科技板”发行主力
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

债券募集资金总额不超过 5 亿元，拟将不超过 4.09 亿元用于新能源、新材料等科技创新领域的股权投资，拟将不超过 0.11 亿元用于股权投资，拟将不超过 0.8 亿元用于补充流动资金。

产业类企业发行科创债券方面，发行企业分布于涉及有色金属、电子、汽车、基础化工、煤炭、石油石化、医药生物等多个领域。考察期发行科创创新债券规模较大的企业包括中国石油化工股份有限公司（200 亿元）、先正达集团股份有限公司（50 亿元）、中国中铁股份有限公司（50 亿元）、浙江吉利控股集团有限公司（40 亿元）等。其中。上海新微科技集团有限公司（2024 年营收 2.80 亿元）、万泽集团有限公司（2024 年营收 12.39 亿元）等个别营收规模较小的科创企业也加入到债市“科技板”开市首月发行队列。

（三）从不同角度助力科技创新

在科技创新债券新规支持下，科创债券募集资金支持方式相比往期发行的科创债券更加丰富多元，能够结合不同发行主体的业务模式特点，更加打通债券、信贷、权益等不同融资工具之间的融合衔接，从而为受惠的科技型企业营造更好的资金支持环境。选取考察期内的代表性发债样本案例梳理分析如下。

直接支持科技型企业发行科创债券，募集资金用于偿还存量有息债务等方面。考察期科技型企业发行科创债普遍用于偿还存量债务。万华化学集团发行的“25 万华化学 SCP003(科创债)”，募资金将用于偿还发行人本部及子公司有息债务。中兴新通讯发行的“25 中兴新 K1”，募集资金拟用于偿还有息债务。科技型企业发行科创债用于偿还存量债务，有助于增强其资产和债务流动性，助其经营状况的高效有序周转。

支持股权投资机构发行科创债，增厚其资金实力，助力其加强对于科创企业的权益性资金支持。北京亦庄国际投资发展有限公司发行的“25 亦庄投资 MTN001(科创债)”，募集资金用于发行人及下属子公司向科技创新领域相关基金的置换及未来出资。

支持商业银行发行科创债，发挥商业银行较为强大的存贷业务及其风险控制等优势，实现债改贷帮助科技型中小企业获得资金支持。中国建设银行股份有限公司发行的“25 建行科创债 01A(BC)”规模达到 250 亿元，募集资金专项用于发放科技贷款等 , 专项支持科技创新领域业务。

支持证券公司发行科创债，募集资金用于科技型企业股权投资等方向。招商证券股份有限公司发行的“25 招证 KD1”，募集资金用于符合资本市场相关要求的投资，包括但不限于科技创新领域投资等。

（四）融资成本相对较低

考察期发行的科创债，相对同期发行的信用债（不含科创债）显示一定的成本优势，这与抽样显示的科创债券信用评级质量明显相对信用债（不含科创债）更强有关。

Wind 资讯显示，考察期发行的 208 只科创债券平均发行利率、中位数发行利率分别为 1.95%、1.89%。该批科创债券发行期限为 0.07 年至 20 年不等，平均期限为 3.28 年；有发行时债券评级的 75 只债券评级符号为 AAA、AA+，分别占有债项评级的科创债样本数量的 96%、4%，合计占 100%。

考察期发行的 1258 只信用债券（不含科创债）平均发行利率、中位数发行利率分别为 2.25%、2.10%。该批信用债券发行期限为 0.06 年至 30 年不等，平均期限为 3.25 年；其中 524 只（已剔除无债项评级符号的样本）信用债等级为 AAA（及 A-1）至 BBB 不等，AA+、AAA（及 A-1）债券数量分别占 82.64%、24.18%，合计占 86.83%。

（五）评级服务积极作为

高质量的信用评级服务是科技创新债券市场有序稳健发展的重要条件。2024 年以来，在评级监管部门指导下，国内信用评级机构纷纷研制并且向市场推出科技型企业信用评级方法与模型等相关评级技术文件。

从债券市场“科技板”的实际评级业务来看，商业银行科技创新债券相关评级普遍采用商业银行信用评级模型，侧重于从商业银行整体信用风险角度进行考察，包括通过不良贷款率、拨备覆盖率、资本充足率、外部支持等各方面指标，来考察银行整体偿债能力和意愿。Wind 资讯统计显示，有评级符号显示的 46 只商业银行科创债券，主体评级均为 AAA，其中 39 只债券的债项评级为 AAA，1 只为 AA+。相对于普通工商企业，大型国有商业银行、股份制商业银行等银行机构主体信用等级普遍偏高，资金实力雄厚，熟悉中小企业贷款业务，拥有相对成熟的风险控制系统，投资风格偏稳健审慎，这些因素为商业银行发行科创债券提供了有利条件。

从发行科创债券的股权投资机构评级来看，部分评级机构采用了金融机构（金融投资公司）评级方法与模型针对发行科创债券的创投公司进行信用评级。例如对于发行“25 鲁信投资 MTN001(科创债)”的鲁信创业投资集团股份有限公司，新世纪评级早在 2025 年 3 月采用金融机构评级方法与模型（金融投资公司）对这家公司进行主体评级。其信用评级注重对创投公司业务运营、财务状况等诸方面的考察。业务运营方面，注重经营规模、业务分散度和业务质量等方面考察。财务状况方面，注重杠杆水平、流动性、盈利能力等指标考察。

从发行科创债券的科技型企业评级来看，常见做法是参考企业所属行业进行主体评级。“25TCL 集 MTN002(科创债)”发行主体——TCL 科技集团股份有限公司 2025 年度跟踪评级报告显示，该评级报告采用了《中诚信国际电子行业评级方法与模型》，针对 TCL 的业务风险、财务风险做了考察，认为凭借产能规模及技术优势，TCL 科技在核心业务领域保持领先的行业地位。“25 万华化学 MTN005(科创债)”发行主体——万华化学集团股份有限公司的 2024 年主体跟踪评级报告显示，联合资信对该公司采用了化工企业主体信用评级模型，强调了该公司行业地位突出；研发投入规模大，创新能力很强，产业链布局趋于完善等评级观点。从总体上而言，针对科技型企业发行科创债券，信用评级业界还有待加强对于科技型企业评级模型的应用实践探索。

图 4 显示，据 Wind 资讯统计，考察期科创债券大部分没有债项评级结果符号显示，从 75 只有评级的科

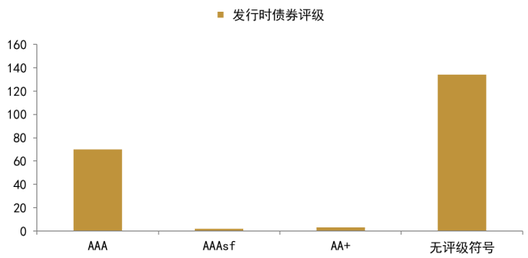


图 4：考察期发行的科创债券信用评级分布情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

创债券来看，AAA 级债券数量占 96%、AA+ 级则占 4%。

顺应债券市场“科技板”推出，在评级监管部门指导下，2025 年 6 月中旬以来，远东资信、大公国际、中诚信国际、中证鹏元等多家国内评级机构优化完善科技创新债券信用评级体系，推出了新版的科技型企业、股权投资机构等信用评级方法与模型，为承接债券市场“科技板”信用评级业务的搭建技术基础。

三、市场前景广阔

高水平科技创新是国家强盛的重要标志和支撑动力，科技强国战略实践离不开金融市场对于科技创新各领域的持久深入支持。展望未来，立足日趋强大的科技创新资源及其融资需求市场基础，在科技强国战略和相关政策（尤其科创债券政策）强劲支持下，科技创新债券市场有望继续大幅扩容、市场结构有望显著改善，从发行主体、发行交易流程、资金使用成效等多方面提升市场质量。科创债券市场有望建设成为国民经济高质量发展背景下的，深度促进金融资本与科技创新的重要纽带。

总体而言，推动债券市场“科技板”发展，离不开制度、市场两大要素建设并且互为促进，构建多方位促进债市“科技板”深入发展格局。结合相关政策与市场基础，本文从以下三大方面浅议债市“科技板”未来发展前景。

（一）债券市场制度管理日臻完善

日趋完善的科技创新债券发行交易管理制度，将成为科创债券市场稳健、高效发展的持续关键动力。

1. 注重市场准入门槛设置合理性，将持续成为债券发行制度重点

市场准入门槛设定的合理性，是加强科创债券风险防范、提高资金使用效率的关键之一。科创债券市场发展需要做好科技型企业、金融机构、股权投资公司等不同类型主体分类准入门槛。加强门槛设置的灵活性和严谨性，合理权衡——宽进严出、严进严出的利弊。重视不同类型主体门槛设置的共性建设，比如强调募集资金用途应该有助于科技创新，约束发行主体遵循科创债券促进科技创新的本源。

2. 维护信息披露质效，是推动科创债券市场发展的关键环节

做好债券信息披露，是科技创新债券市场高效运转的关键。科创债券市场应该注重信息披露多样化、统一性管理，涉及发行人自我信息披露、债券中介针对发行人信息披露、公共部门关于科创债券信息披露等多个方面。其中，公共部门需要做好科创债券权威信息披露，增强信息披露的精度、密度和频度。发行人需要做好科创债券的普通信息披露和科技创新专项信息披露，从全面性、完整性、准确性、及时性等不同角度注重信息披露质量，监管部门需要将发行人自主信息披露质量纳入科创债券市场行为管理的重点。债券市场中介信息披露涉及评级机构、券商、律师事务所、会计师事务所、第三方评估认证机构等诸方面，应该注重针对科创债市场中介信息披露的统筹管理。

3. 良好的市场反馈和调整机制，是推进科创债券市场机制建设的重要内容

每一只科创债券从发行到结清，从时间上而言具有不可逆转性，确保资金使用绩效还需加强科创债券全流程管理。为了加强科创债券市场成效建设，将募集资金真正落实到科技创新领域，需要约束债券发行人加强自律管理，防范资金滥用行为，可采取自行填制科创债券资金使用成效报告并且及时上报等做法。其次，需要债券监管系统（涉及相关行政部门、行业协会、市场化监管机构）构建有力的债券募集资金用途管理制度，从做好募集资金使用成效的过程评价和管理、使用结果评价和管理的角度，构建科创债券市场运作成效的反馈机制和调整机制（又称纠偏机制）。

4. 加强科创债券服务供给与区域科技创新政策及实践衔接

科创债券市场的发展，是从债券融资角度推动科技强国战略在全国各地实践的重要途径。科创债券管理制度需要得到地方积极响应和拥护，为此需要重视科技创新债券制度与科技创新的地域性因素的有机融合。也就是说，大力推动基于区域性因素的科创债券市场管理。支持各地科技创新，需要尊重和引导各区域在科技创新领域形成的错位竞争，避免同质化竞争。为支持全国各地推进科技创新，建议以市场机制为主力、以政策手段为辅力，合理推动科创债券资源的区域分配，兼顾好市场公平和效率的矛盾。该分配机制并非必要采取地方政府债券的额度配给制度，而是可以适时针对科创债券的区域分布进行盘点，发掘区域市场融资需求潜力和薄弱环节，加强针对中西部地区科技创新重点城市、重要科创园区的精准支持。

（二）主体结构仍有多样化发展显著空间

发行主体属性的多样性建设，有望成为科技创新债券市场多层次建设的重要途径。

1. 从市场机构向公共机构延伸

地方政府作为我国债券市场的重要组成部分，具备成为科技创新债券发行主体的可能性和必要性。可结合地方政府专项债券所支持项目的公益性、非公益性相结合的特点，培育地方政府科技创新债券市场，引导社会资金支持半公益性科研项目建设，促进基础科研领域（相对于企业的应用科研领域而言）融资渠道多元化发展，缓和财政资金支持压力。与此同时，充分发挥科技创新地方政府专项债券在科技创新重大基础设施领域的重要支撑作用。

2. 从大型科创企业向中小微型科创企业延伸

科技型中小微企业是科技创新的活跃力量，也是科技融资能力相对薄弱的科技创新市场组织。具有高成长性潜力或者已经具备高成长性的科技型中小微企业是值得科创债券支持的重要对象。针对现行科创债券市场仍然倾向于大企业的现状，建议科创债券资源未来适当加大力度向优质科技型中小微企业倾斜。为此应该加快高收益债券市场建设，将其打造成为科技型中小企业“明日之星”发债主阵地。需要着力推动科技创新债券市场信用分层，审慎推进科创债券发行主体信用等级分流和下沉，合理拉开发债主体信用等级区分度，合理推进信用评级符号管理，增强评级机构针对科技创新债券市场信用评级的独立性。

（三）中介支持体系能力深入增强

1. 信用评级服务大有可为

信用评级机构的评级服务，是科创债券市场加强风险控制的关键力量之一。未来针对科创债券市场，信用评级机构还需加强科技创新企业及其债券信用评级技术建设，其中包括充分加强评级方法模型对于科创债券市场的适用性，充分摆脱针对普通工商企业（不含科技型企业）的，传统的以资产、营收规模为重心的评级理念的束缚。在加强评级技术建设的同时，评级机构应该加强科技创新企业及其债券信用评级技术在科创债券市场的应用力度，力求充分、高效发挥评级技术对于科创债券市场信用风险的监控与揭示作用。

2. 科技评估认证服务有待深入发挥作用

深入发展科创领域评估认证业务，提高评估认证服务资源覆盖密度以及资源利用效率，是促进科创债券市场高效运作的重要辅助力量。依托科技和经济领域高水平专家等专业资源，发展科创领域评估认证业务，可包括发展科技创新能力评估认证、科技成果转化能力评估认证、知识产权质押物评估等各个方面。科技评估认证服务，和证券公司的承销、辅导业务，会计师事务所的审计业务，评级机构的评级业务具有差异性和互补性，相互之间没有替代性，而是共同组成科技创新债券市场中介服务体系。包括科技评估认证服务在内的优秀的、立体化的中介服务体系，有助于推动科技创新债券市场高质量发展。

3. 科技增信服务审慎发展

顺应科创债券市场发展需要，建议审慎发展针对科创企业的增信服务市场，包括科技保险、科技担保等专业服务市场。科技保险市场需要顺应科创债券市场创新发展的需要，不断完善科技担保产品体系建设及其应用实践成效，合理有序提高针对科创债券市场服务对象——科创企业及其科创项目等的科技保险服务密度。科技担保市场需要商业性担保、政策性担保机构注重针对科创领域的担保能力建设，培育一批专业服务于科技创新融资领域的，具有较强规模和业务实力的科技担保机构。

PART. 3
GREEN AND LOW-CARBON TOPIC RESEARCH

3

绿色低碳专题研究



全球主流气候披露新规比较
——GRI 102、IFRS S2 与中国气候准则的协同与差异

远东资信绿色金融事业一部 / 朱杰

【摘 要】

本文对比分析全球主流气候披露框架——国际可持续准则理事会（ISSB）发布的《国际财务报告可持续披露准则第 2 号——气候相关披露》（以下简称“IFRS S2”）与全球报告倡议组织（GRI）更新的《GRI 102：气候变化（2025 版）》（以下简称“GRI 102”）异同，并探讨中国首项国家级气候披露准则《企业可持续披露准则第 1 号—气候（试行）（征求意见稿）》（以下简称《气候准则》）的定位与特色。

经研究分析，三大标准均基于气候相关财务信息披露工作组（TCFD）框架，围绕“治理—战略—风险管理—指标目标”四大支柱，推动系统性气候信息披露，但各自定位显著不同。GRI 102 强调多元利益相关方治理和全价值链影响管理，重点关注气候变化对工人、社区等公正转型的影响，设定严格的科学减碳目标（1.5℃），并要求详尽披露范围 1 到范围 3 温室气体排放，碳信用使用规则亦较为严格。IFRS S2 聚焦投资者需求，侧重气候风险对现金流、资产价值影响，强调提升财务韧性，强制分行业披露，要求通过情景分析量化评估物理与转型风险对财务前景的影响，并强调避免“虚假净零”误导投资者。《气候准则》侧重政策衔接，要求治理对接中国“双碳”目标并纳入国企考核，风险管理重视本土政策风险适配，指标目标采用本土核算标准，弱化范围 3 强制披露，允许“定性优先、定量缓行”，采用 9 大高碳行业本土分类，包含与国内碳市场的衔接。

未来，中国需提升《气候准则》操作性，建议进一步补充行业针对性应用指南，明确碳排放归因方法、数据采集标准、风险敞口计算逻辑，细化与“双碳”目标的衔接路径。同时，加强国际合作与互认，推动中国碳排放核算方法与国际主流标准互认，提升中国标准在全球气候治理中的话语权。

一、引言

近年来，全球经济面临日益严峻的气候变化挑战。飓风、洪水、干旱等极端天气事件频发，物理破坏直接冲击企业运营；同时，为应对全球变暖而出台的能源转型与碳定价等政策，也带来显著的转型风险。投资者、债权人等资本市场参与者亟需全面、一致且可比的气候信息，以便准确评估企业在气候变化背景下的风险敞口、应对策略及长期韧性，进而做出理性的资本配置决策。

国际可持续准则理事会（ISSB）与全球报告倡议组织（GRI）是全球主流可持续报告标准制定机构。2023 年 ISSB 发布《国际财务报告可持续披露准则第 2 号——气候相关披露》，首次构建全球统一的气候信息披露基准。2025 年 6 月，GRI 发布《GRI 102：气候变化》（2025 版），进一步强化气候适应、公正转型等议题的披露要求。两大框架的协同演进，标志着全球气候披露标准向“实质性、可量化、可验证”方向深度整合。作为全球负责任的大国，中国积极顺应国际趋势，同步推进本土可持续披露准则体系建设。2025 年 4 月财政部、生态环境部等九部委联合发布《企业可持续披露准则第 1 号—气候（试行）（征求意见稿）》，成为中国首项聚焦单一议题的国家级可持续披露准则。《气候准则》与 IFRS S2 总体保持衔接，平衡国际接轨与本土适应性。

二、核心架构

三个标准存在基于 TCFD 框架的协同性，均以“治理 - 战略 - 风险管理 - 指标目标”为核心支柱，强调通过明确治理架构、制定战略规划、建立风险管理流程、设定量化指标与目标，实现气候相关信息的系统性披露，但也呈现显著差异。

治理层面，三个标准均要求明确治理机构对气候事务的监督职责，但 GRI 102 以“多元利益相关方治理”为核心，强调董事会及专门委员会对气候影响的全链条责任，强制披露工会、社区、 原住民等利益相关方的参与机制，尤其关注“公正转型”中治理决策对工人、社区的影响。IFRS S2 聚焦“财务导向治理”，要求治理机构重点监督气候风险对现金流、资产价值的影响，强制披露高管薪酬与气候目标的挂钩机制，确保治理流程嵌入企业整体风险管理体系。《气候准则》突出“政策衔接治理”，要求治理机构对接国内“双碳”政策，明确对高耗能行业转型风险的监督责任，注重与国内碳市场机制的协同，并将气候绩效纳入国有企业负责人考核体系。

战略层面，三个标准均以气候目标为核心，但目标导向与实施路径差异明显。GRI 102 以“全价值链减排”为战略核心，要求目标与 1.5°C科学目标对齐，强制披露与气候相关的转型计划和适应计划的核心要素，覆盖范围包括价值链各环节，并需结合利益相关方反馈定期调整战略。IFRS S2 以“财务韧性提升”为导向，战略目标聚焦气候风险对财务前景的影响，通过情景分析评估战略韧性，明确资本支出、研发投入的分配逻辑，确保投资者理解气候战略对财务绩效的潜在影响。《气候准则》要求战略目标对接国家“双碳”目标。

风险管理层面，三个标准均要求识别气候风险并制定应对措施，但风险覆盖范围与量化要求不同。GRI 102 以“外部影响风险管理”为核心，区分转型风险和适应风险，评估风险对利益相关方的影响，并披露具体缓解措施，覆盖价值链全链条风险。IFRS S2 聚焦“财务风险量化管理”，将风险分为物理风险和转型风险，通过定量化分析评估财务影响，要求风险应对措施与财务规划衔接，并整合到企业整体风险管理体系。《气候准则》重视“本土政策风险适配”，企业需披露识别、评估、排序和监控气候相关机遇的流程，包括如何利用气候相关情景分析识别机遇，要求披露重大风险事件的类别与发生概率。

指标目标方面，三个标准均围绕碳排放核算与减排目标展开，但核算标准、披露详细度及清晰度有所差异。GRI 102 强制区分范围 1 到范围 3 温室气体排放，范围 3 的 15 类排放需单独披露，要求区分生物源二氧化碳与非生物源温室气体，并按 IPCC 最新 GWP 值转换为二氧化碳当量；目标设定需包含短中长期减排目标，披

露排放强度及进度偏差原因；附件提供跨行业通用模板。GRI 102 对碳信用的要求较为严格，强调质量与透明度，要求披露碳信用的项目类型、质量标准，以及存储池的非永久性风险。GRI 102 强制要求说明碳信用项目的“独立第三方验证”“基线情景合理性”，要求企业通过自身运营减少将温室气体排放量减少至基准年的 10% 以内，禁止过度依赖碳信用抵消。IFRS S2 认可范围 1 到范围 3 温室气体排放分类，但允许首年豁免范围 3 披露，配套 68 个行业的专项指引，强制披露分行业数据；目标设定需区分“总目标”与“净目标”；禁止以碳信用掩盖减排不足，对“技术移除”要求单独披露其成本与规模，避免夸大其在短期减排中的作用，其核心是确保投资者不被“虚假净零”误导。《气候准则》采用“本土核算标准”，允许“定性优先、定量缓行”，弱化范围 3 强制披露，适配企业能力差异，指标还包含项目国别、国内碳市场工具的财务影响等；目标设定衔接“双碳”目标；并计划制定电力、钢铁等 9 个行业的应用指南，突出与国内碳市场的衔接。

三、行业应用场景

三个标准在行业特定指标要求、数据来源优先级、新兴行业灵活性方面较为一致。三个标准均要求高排放行业披露范围 3 排放及转型计划，金融业必须披露融资排放；供应链排放核算中，汽车业优先采用供应商特定数据，零售业允许使用行业平均值；氢能、CCUS 等新兴行业可暂用替代指标，并逐步过渡到标准化披露。

三个标准均强调行业差异化披露的必要性，在行业分类体系、披露强制性与豁免等方面存在差异。IFRS S2 强制采用 SICS® 分类，包括 11 大领域 68 个细分行业，例如银行业需按资产类别分解融资排放；GRI 102 无强制行业分类，企业可自定义指标，如制造业可选择“吨钢碳排放”或“单位营收排放”；《气候准则》采用国家主导的电力、钢铁、煤炭等 9 大高碳行业分类，强调本土化适配，如煤电退出计划需衔接“双碳”政策。披露强制性与豁免方面，IFRS S2 行业指标必须参考指南，仅首年过渡期可暂缓披露；GRI 102 行业指标不具有强制性，但未采用需解释原因；《气候准则》分行业渐进实施，高排放行业优先执行，金融业融资排放是否纳入指南尚在论证。此外，三个标准还存在部分特色要求，IFRS S2 聚焦全球可比性，强制要求汽车业披露产品使用排放，油气业披露甲烷排放；GRI 102 强调公正转型，要求煤矿、重工业披露员工安置计划及劳工权益保障措施；《气候准则》注重政策衔接，如要求企业转型计划符合国家“双碳”目标，并豁免涉及国家秘密的数据披露。

四、借鉴与启示

全球气候信息披露整合加速，正经历从自愿走向强制、从碎片化走向标准化的深刻变革，同时，区域监管分化显著。IFRS S1/S2 成为全球核心框架，CDP 新的整合版企业问卷与 IFRS S2 气候相关披露标准保持一致，欧洲可持续发展报告标准（ESRS）与 ISSB 重合度亦较高。分区域看，欧盟处于全球领先水平，采用双重重要性原则，强制覆盖范围 3 排放及价值链碳管理，配套《企业可持续性发展尽职调查指令》（CSDDD）（2026 年生效）要求企业对全球供应链进行环境尽职调查，并与碳关税（CBAM）形成联动，独立鉴证由 2026 年的有限鉴证向 2028 年的合理鉴证过渡。美国气候信息披露在争议中推进，美国证监会 2024 年气候相关信息披露新规仅强制要求范围 1 和范围 2 温室气体排放披露，豁免范围 3 温室气体排放披露；采用单一重要性原则，聚焦气候风险而非机遇。新兴经济体灵活对标，新加坡、巴西等采用“强制 + 解释”模式，允许企业逐步适配。

在全球气候信息披露加速整合的浪潮中，中国积极融入国际趋势又立足本土实践。制度层面，中国设定“双碳”目标，形成“覆盖国家标准主框架—9 大高碳行业细则—企业分阶段实践”的体系。执行层面，范围 3 温室气体排放数据与供应链管理是企业气候信息披露实践痛点，需要通过技术破解数据瓶颈。未来，中国需明确碳排放的归因方法、数据采集标准及风险敞口计算逻辑，细化“双碳”目标与准则的衔接路径，建立碳核算公共服务平台，降低中小企业合规成本，提升可操作性。创新层面，中国可尝试开发“绿电消纳率”等本土指标，探索披露数据与碳配额分配联动机制，推动中国碳排放核算方法与国际主流标准的互认，最终形成兼具国际兼容性、政策适配性、企业可行性的气候披露中国方案。

《绿色金融支持项目目录（2025 年版）》系列解读（上）：节能降碳产业与环境保护产业

远东资信绿色金融事业二部 / 刘夏明，刘琛

【背景】

2025 年 6 月 27 日，中国人民银行、金融监管总局和中国证监会联合印发《绿色金融支持项目目录（2025 年版）》（以下简称《目录（2025 版）》）。《目录（2025 版）》以《绿色低碳转型产业指导目录（2024 年版）》和《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》（以下简称《目录（2021 版）》）为基础修订形成，包含 9 个一级分类、38 个二级分类和 271 个三级分类。

为做好绿色债券等产品标准的衔接，本系列《目录（2025 版）》解读将从新增、删减和调整三个方面与《目录（2021 版）》进行比对和分析。本期解读聚焦于 9 个一级分类中的 2 个，即节能降碳产业和环境保护产业，其中节能降碳产业包括 5 个二级分类和 35 个三级分类，环境保护产业包括 5 个二级分类和 39 个三级分类。



03 绿色低碳专题研究
Green and Low-Carbon Topic Research

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
1.节能降碳产业	**一、节能环保产业**	
	1.1 能效提升	
1.1 高效节能装备制造	**1.1.1 高效节能装备制造**	
1.1.1 节能锅炉制造	1.1.1.1 节能锅炉制造	
1.1.2 节能窑炉制造	1.1.1.2 节能窑炉制造	
1.1.3 节能内燃机制造		新增
1.1.4 高效发电机及发电机组制造	1.1.1.7 高效发电机及发电机组制造	
1.1.5 节能型泵及真空设备制造	1.1.1.3 节能型泵及真空设备制造	
1.1.6 节能型气体压缩设备制造	1.1.1.4 节能型气体压缩设备制造	
	1.1.1.5 节能型液压气压元件制造	删减
1.1.7 节能型电动机、微特电机制造	1.1.1.8 节能电机制造	
1.1.8 节能风机风扇制造	1.1.1.6 节能风机风扇制造	
1.1.9 节能型变压器、整流器、电感器和电焊机制造	1.1.1.9 节能型变压器、整流器、电感器和电焊机制造	
1.1.10 高效节能磁悬浮动力装备制造		新增
1.1.11 节能农资制造		新增
1.1.12 节能采矿、建筑材料生产专用设备制造		新增
1.1.13 高效节能低碳商用设备制造	1.1.1.12 高效节能商用设备制造	
1.1.14 高效节能低碳家用电器制造	1.1.1.11 高效节能家用电器制造	
1.1.15 高效照明产品及系统制造	1.1.1.13 高效照明产品及系统制造	
1.1.16 高效节能炉具灶具设备制造		新增
1.1.17 余热余压余气利用设备制造	1.1.1.10 余热余压余气利用设备制造	
1.1.18 绿色建筑材料制造	1.2.1.1 绿色建筑材料制造	调整
1.1.19 能源计量、检测、监测、控制设备制造	1.1.1.14 能源计量、监测、控制设备制造	

表 1：高效节能装备制造对比变化

– 节能降碳产业 –

一、高效节能装备制造

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“1. 节能降碳产业 -1.1 高效节能装备制造”，主要对应《目录（2021 版）》中“一、节能环保产业 -1.1 能效提升 -1.1.1 高效节能装备制造”部分。与《目录（2021 版）》相比，高效节能装备制造项下增加内容包括：“1.1.3 节能内燃机制造”“1.1.10 高效节能磁悬浮动力装备制造”“1.1.11 节能农资制造”“1.1.12 节能采矿、建筑材料生产专用设备制造”和“1.1.16 高效节能炉具灶具设备制造”；删减内容包括《目录（2021 版）》中“1.1.1.5 节能型液压气压元件制造”。此外，《目录（2021 年版）》中“1.2.1.1 绿色建筑材料制造”对应内容调整至《目录（2025 版）》“1.1.18 绿色建筑材料制造”。

（二）重点内容

在“双碳”目标的引领下，上游装备制造业的重要性明显提升。根据工业信息化等七部门印发《关于加快推动制造业绿色化发展的指导意见》，要求推动制造业绿色化发展，加快传统产业绿色低碳转型升级，推动新兴产业绿色低碳高起点发展，培育制造业绿色融合新业态，提升制造业绿色发展基础能力。《目录（2025 年版）》紧跟行业趋势，高效节能装备制造项下新增五个 3 级分类，包括节能内燃机制造、高效节能磁悬浮动力装备制造、节能农资制造、高效节能炉具灶具设备制造以及节能采矿、建筑材料生产专用设备制造，同时，条件 / 标准要求更严格，引用多项能效新国标，推动设备能效对标国际先进水平，全面提升绿色制造水平。

二、先进交通装备制造

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“1. 节能降碳产业 -1.2 先进交通装备制造”，主要对应《目录（2021 年版）》中“一、节能环保产业 -1.6 绿色交通 -1.6.1 新能源汽车和绿色船舶制造”部分。与《目录（2021 版）》相比，先进交通装备制造项下增加内容包括：“1.2.3 先进轨道交通装备制造”“1.2.4 先进高效航空装备制造”和“1.2.5 先进港口装卸作业设备制造”；此外，《目录（2021 年版）》中“1.6.1.2 充电、换电及加氢设施制造”对应内容调整至《目录（2025 版）》“4. 能源绿色低碳转型”部分。

（二）重点内容

先进交通装备制造在《目录（2021 版）》“绿色交通”项下新能源汽车和绿色船舶基础上，新增先进轨道交通装备制造、先进高效航空装备制造和先进港口装卸作业设备制造三个 3 级分类，整体覆盖“公铁水空”全领域，突出交通运输装备低碳转型，以推动交通运输行业的绿色化进程。

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
1.节能降碳产业	一、节能环保产业	
	1.6 绿色交通	
1.2 先进交通装备制造	**1.6.1 新能源汽车和绿色船舶制造**	
1.2.1 新能源汽车及关键零部件制造	1.6.1.1 新能源汽车关键零部件制造和产业化	
1.2.2 绿色船舶制造（不含造船厂建设）	1.6.1.3 绿色船舶制造	
1.2.3 先进轨道交通装备制造		新增
1.2.4 先进高效航空装备制造		新增
1.2.5 先进港口装卸作业设备制造		新增
	1.6.1.2 充电、换电及加氢设施制造	调整

表 2：先进交通装备制造对比变化

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
1.节能降碳产业	一、节能环保产业	
	1.1 能效提升	
1.3 节能降碳改造	**1.1.2 工业节能改造**	
1.3.1 锅炉（窑炉）节能改造和能效提升	1.1.2.1 锅炉（窑炉）节能改造和能效提升	
1.3.2 电机系统能效提升	1.1.2.2 电机系统能效提升	
1.3.3 电网节能改造		新增
1.3.4 余热余压利用	1.1.2.3 余热余压利用	
1.3.5 绿色照明改造	1.1.3.1 绿色照明改造	
1.3.6 船舶绿色低碳升级改造		新增
	1.1.2.4 能量系统优化	调整
	1.1.2.5 汽轮发电机组系统能效提升	删除

表 3：节能降碳改造对比变化

三、节能降碳改造

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“1. 节能降碳产业 -1.3 节能降碳改造”，主要对应《目录（2021 年版）》中“一、节能环保产业 -1.1 能效提升 -1.1.1 工业节能改造”部分。与《目录（2021 版）》相比，节能降碳改造项下增加内容包括：“1.3.3 电网节能改造”和“1.3.6 船舶绿色低碳升级改造”，删减内容包括《目录（2021 版）》中“1.1.2.5 汽轮发电机组系统能效提升”。此外，《目录（2021 年版）》中“1.1.2.4 能量系统优化”对应内容调整并入至《目录（2025 年版）》“1.4.1 节能降碳改造和能效提升”。

（二）重点内容

节能降碳改造新增电网节能改造和船舶绿色低碳升级改造两个 3 级分类，电网节能改造明确以提升电网能效为目的，对电网输配电线路、变电系统等设备或系统实施的节能技术改造，旨在加快加快老旧和高耗能设备更新改造，提高电网装备能效和智能化水平，推动电网能源利用效率的提升。

《船舶制造业绿色发展行动纲要（2024—2030 年）》中明确要求，充分利用先进适用节能减排技术，实施传统动力船舶技术改造，有效提升现有运营船舶绿色水平。《目录（2025 年版）》新增船舶绿色低碳升级改造有利于推动资金流向船舶绿色动力技术研发及改造发展，降低绿色船舶产业链融资成本，进一步推动船舶行业减污降碳，实现船舶低（零）碳发展。

四、重点工业行业绿色低碳转型

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“1. 节能降碳产业 -1.4 重点工业行业绿色低碳转型”项下除“1.4.1 节能降碳改造和能效提升”为调整内容外，其余均为新增内容。

（二）重点内容

为加速绿色金融支持高碳行业的低碳转型，《目录（2025 年版）》设置二级分类：重点工业行业绿色低碳转型，针对钢铁、有色金属、石化化工、建材等高碳排行业，从节能降碳改造和能效提升、工艺改进和流程优化以及数字化、智能化升级三大路径支持工业领域低碳转型，并严格要求单位产品能耗指标值达到最新版《工业重点领域能效标杆水平和基准水平》（2023 年版）规定的相应行业产品能效标杆水平。

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
1.节能降碳产业	一、节能环保产业	
	1.1 能效提升	
1.4 重点工业行业绿色低碳转型	**1.1.2 工业节能改造**	
1.4.1 节能降碳改造和能效提升	1.1.2.4 能量系统优化	调整
1.4.2 工艺改进和流程优化		新增
1.4.3 数字化、智能化升级		新增

表 4：重点工业行业绿色低碳转型对比变化

五、温室气体控制

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“1. 节能降碳产业 -1.5 温室气体控制”，主要对应《目录（2021 年版）》中“三、清洁能源产业 -3.2 清洁能源 -3.2.3 清洁能源高效运行”部分。温室气体控制项下新增内容为“1.5.2 消耗臭氧层物质替代品开发与利用”。

相比《目录（2021 年版）》，《目录（2025 年版）》温室气体控制项下二氧化碳捕集利用与封存覆盖到了具体行业，包括火力发电、热力生产、水泥制造、炼铁和炼钢等。温室气体控制项下消耗臭氧层物质替代品开发与利用以《中国消耗臭氧层物质替代品推荐名录》为依据，衔接《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》，突出替代品臭氧层友好和绿色低碳双重属性的同时，也展现了我国履行国际环境公约的负责任态度。

六、分析总结

总结上述变化内容，节能降碳产业部分聚焦“双碳”目标，为绿债市场增加”技术供给 - 场景覆盖 - 路径深化”三条赛道。首先，《目录（2025 年版）》增加上游产业装备制造项目，反映出政策支持从“应用端”向“制造端”转变，旨在增强核心技术自主可控能力。其次，填补交通领域空白，新增轨道、航空、港口和航运等绿色交通领域三级分类，实现对公铁水空立体交通网络绿色低碳发展的全面覆盖。最后，深化工业技术路径，增加数字化、智能化内容，对重点工业绿色低碳转型实现从支持节能降碳单点改造到完整技术路径的深化。

在此背景下，相关行业发行人可提前布局装备制造、交通基建以及工业转型三方面，主动对照新版目录，系统推进绿色项目的识别和认定，以及时进行投融资对接，拓宽资金来源，推动发行人自身绿色低碳转型。

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
1.节能降碳产业	三、清洁能源产业	
	3.2 清洁能源	
1.5 温室气体控制	**3.2.3 清洁能源高效运行**	
1.5.1 二氧化碳捕集利用与封存	3.2.3.6 二氧化碳捕集、利用与封存工程建设和运营	
1.5.2 消耗臭氧层物质替代品开发与利用		新增

表 5：温室气体控制对比变化

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
2.环境保护产业	一、节能环保产业	
	1.3 污染防治	
2.1 先进环保装备和原料材料制造	**1.3.1 先进环保装备制造**	
2.1.1 大气污染防治装备制造	1.3.1.2 大气污染防治装备制造	调整
2.1.2 水污染防治装备制造	1.3.1.1 水污染防治装备制造	调整
2.1.3 土壤污染治理与修复装备制造	1.3.1.3 土壤污染治理与修复装备制造	调整
2.1.4 固体废弃物收集、贮存、运输及处 理处置装备制造	1.3.1.4 固体废物处理处置装备制造	调整
2.1.5 噪声与振动控制设备制造	1.3.1.5 减振降噪设备制造	调整
2.1.6 放射性污染防治和处理设备制造	1.3.1.6 放射性污染防治和处理设备制造	调整
2.1.7 环境污染处理药剂材料制造	1.3.1.7 环境污染处理药剂、材料制造	调整
2.1.10 环境监测仪器与应急处理设备制造	1.3.1.8 环境监测仪器与应急处理设备制造	调整
2.1.11 公约管控化学物质污染治理装备制造		新增
2.1.12 低（无）污染排放装备制造		新增
	二、清洁生产产业	
	2.1 污染防治	
	2.1.4 无毒无害原料替代与危险废物治理	
2.1.8 无毒无害原料、产品生产与替代使用	2.1.4.1 无毒无害原料生产与替代使用	调整
	2.2 绿色农业	
	2.2.1 农业农村环境综合治理	
2.1.9 高效低毒低残留农药生产	2.2.1.1 高效低毒低残留农药生产与替代	调整

表 6：先进环保装备和原料材料制造对比变化

– 环境保护产业 –

一、先进环保装备和原料材料制造

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“2. 环境保护产业 -2.1 先进环保装备和原料材料制造”中和设备制造有关的条目主要对应《目录（2021 版）》中“一、节能环保产业 -1.3 污染防治 -1.3.1 先进环保装备制造”部分，另外“2.1.8 无毒无害原料、产品生产与替代使用”对应《目录（2021 版）》中“二、清洁生产产业 -2.1 污染防治 -2.1.4 无毒无害原料替代与危险废物治理”，“2.1.9 高效低毒低残留农药生产”对应《目录（2021 版）》中“二、清洁生产产业 -2.2 绿色农业 -2.2.1 农业农村环境综合治理 -2.2.1.1 高效低毒低残留农药生产与替代”。除此之外，该二级分类还增加了“2.1.11 公约管控化学物质污染治理装备制造”和“2.1.12 低（无）污染排放装备制造”两个活动类别。

（二）内容解读

《目录（2025 版）》将《目录（2021 版）》第一个一级分类将“节能环保产业”改成“节能降碳产业”，意在原分类中保留节能相关的活动，同时把环保相关活动调整到第二个一级分类“环境保护产业”中，将节能减碳主题和污染防治主题区分开来，这使得《目录（2025 版）》在可持续发展目标的分类上更加清晰，并与国际分类接轨。《目录（2025 版）》“2. 环境保护产业 -2.1 先进环保装备和原料材料制造”中大部分条目便相应受到调整。

此外，《目录（2025 版）》将《目录（2021 版）》中“1.3 污染防治”和“2.1 污染防治”下的相关活动进行了同一一级分类下的合并，使得整体分类更加科学合理；同时删除“绿色农业”这一类别，将农业相关的绿色活动拆分到各个绿色主题项下。

《目录（2025 版）》新增的两条装备制造体现了新版目录与时俱进思路，引入国际公约中的标准，可以使新版目录更加国际化，面向国际绿色投融资，扩大使用场景；添加低（无）污染排放装备，体现了新版目录紧跟行业前沿技术的发展的姿态。

二、大气污染治理

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“2. 环境保护产业 -2.2 大气污染治理”中的活动主要来自《目录（2021 版）》中“一、节能环保产业 -1.3 污染防治 -1.3.3 大气污染治理”和“二、清洁生产产业 -2.1 污染防治 -2.1.1 生产过程大气污染治理”，新增了“2.2.4 工业厂矿大气污染物无组织排放控制”和“2.2.7 大气氨排放控制”两条，并把《目录（2021 年版）》中的“2.1.1.3 钢铁企业超低排放改造”扩展成《目录（2025 年版）》中的“2.2.2 重点行业超低排放改造”。

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
2.环境保护产业	二、清洁生产产业	
	2.1 污染防治	
2.2 大气污染治理	**2.1.1 生产过程大气污染治理**	
2.2.1 工业脱硫脱硝除尘改造	2.1.1.1 工业脱硫脱硝除尘改造	
2.2.2 重点行业超低排放改造	2.1.1.3 钢铁企业超低排放改造	调整
2.2.3 挥发性有机物综合整治	2.1.1.2 挥发性有机物综合整治	
2.2.4 工业厂矿大气污染物无组织排放控制		新增
	一、节能环保产业	
	1.3 污染防治	
	1.3.3 大气污染治理	
2.2.5 城市扬尘综合整治	1.3.3.2 城市扬尘综合治理	
2.2.6 餐饮油烟污染治理	1.3.3.3 餐饮油烟污染治理	
2.2.7 大气氨排放控制		新增

表 7：大气污染治理对比变化

（二）内容解读

国务院于 2021 年 12 月 28 日发布《国务院关于印发“十四五”节能减排综合工作方案的通知》（国发〔2021〕33 号），其中提出“以钢铁、有色金属、建材、石化化工等行业为重点，推进节能改造和污染物深度治理”、“推进钢铁、水泥、焦化行业及燃煤锅炉超低排放改造”等，在该背景下，《目录（2025 年版）》将超低排放改造从之前单个钢铁行业扩展到多个高污染的重点行业，体现了新版目录对国家方针政策的呼应，扩展了目录的适用范围，为更多行业的绿色活动明确了标准。此外，《目录（2025 版）》新增的“2.2.4 工业厂矿大气污染物无组织排放控制”和“2.2.7 大气氨排放控制”弥补了《目录（2021 年版）》的漏洞，对无组织排放和氨气排放的绿色活动做出了指引。

三、水污染治理

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“2. 环境保护产业 -2.3 水污染治理”中的活动可以分别匹配到《目录（2021 版）》中“一、节能环保产业 -1.3 污染防治 -1.3.2 水污染治理”和“二、清洁生产产业 -2.1 污染防治 -2.1.2 生产过程水污染治理”。新旧两版目录在水污染治理方面变化不大。

（二）内容解读

水污染治理相关活动在两版目录中基本可以精准匹配，《目录（2025 版）》在结构设置上将《目录（2021 版）》中“1.3 污染防治”和“2.1 污染防治”下的有关水治理的活动进行了合并，使得整体分类更加科学合理。

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
2.环境保护产业	一、节能环保产业	
	1.3 污染防治	
2.3 水污染治理	**1.3.2 水污染治理**	
2.3.1 水体保护及地下水污染防治	1.3.2.1 良好水体保护及地下水环境防治	
2.3.2 重点流域海域水环境治理	1.3.2.2 重点流域海域水环境治理	
2.3.3 城市（含县城）黑臭水体整治	1.3.2.3 城市黑臭水体整治	
	二、清洁生产产业	
	2.1 污染防治	
	2.1.2 生产过程水污染治理	
2.3.4 重点行业水污染治理	2.1.2.1 重点行业水污染治理	
2.3.5 工业园区水污染集中治理	2.1.2.2 工业集聚区水污染集中治理	

表 8：水污染治理对比变化

四、土壤污染治理

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》中“2. 环境保护产业 -2.4 土壤污染治理”中的活动可以分别匹配到《目录（2021 版）》中“一、节能环保产业 -1.3 污染防治 -1.3.4 土壤污染治理及其他污染治理”和“一、节能环保产业 -1.3 污染防治 -1.3.5 农业农村环境综合治理”。新旧两版目录在土壤污染治理方面变化不大。

（二）内容解读

土壤污染治理相关活动在两版目录中基本可以精准匹配，在结构设置上将《目录（2021 版）》中“1.3.4 土壤污染治理及其他污染治理”和“1.3.5 农业农村环境综合治理”下的有关土壤治理的活动进行了合并，使得整体分类更加科学合理。

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
2.环境保护产业	一、节能环保产业	
	1.3 污染防治	
2.4 土壤污染治理	**1.3.4 土壤污染治理及其他污染治理**	
2.4.1 农用地污染治理	1.3.4.3 农用地污染治理	
2.4.2 建设用地污染治理	1.3.4.1 建设用地污染治理	
2.4.4 沙漠污染治理	1.3.4.2 沙漠污染治理	
	1.3.5 农业农村环境综合治理	
2.4.3 农林草业面源污染防治	1.3.5.1 农林草业面源污染防治	

表 9：土壤污染治理对比变化

五、其他污染治理和环境综合整治

（一）主要变化

《目录（2025 年版）》在其他污染治理和环境综合整治分类下新增了“2.5.5 新污染物治理”，将《目录（2021 年版）》的“2.1.3.2 园区重点行业清洁生产改”扩展成“2.5.6 重点行业清洁生产改造”，将《目录（2021 年版）》的“2.2.1.2 畜禽养殖废弃物污染治理”扩展成“2.5.10 畜禽和水产养殖废弃物污染治理”，将《目录（2021 年版）》的“2.1.4.3 危险废物运输”删除。《目录（2021 年版）》中的“2.3.2 工业园区资源综合利用”和“2.4 水资源节约和非常规水资源利用”不再相应放入《目录（2025 年版）》第二个分类环境保护产业中，而是放入第三个分类资源循环利用产业中。

（二）内容解读

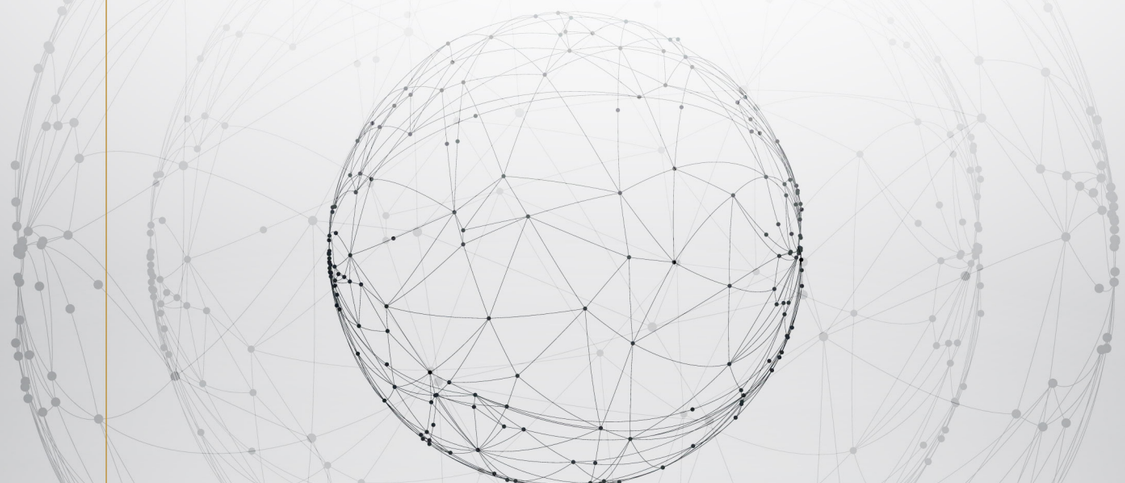
国务院办公厅于 2022 年 5 月 4 日发布了《新污染物治理行动方案》，针对新污染物环境风险隐蔽、种类繁多、常规管控效率不足以管控其环境风险等特点，制定以环境风险预防为主的治理策略，对有效管控有毒有害化学物质环境风险、延伸拓展污染防治攻坚战、持续改善生态环境质量、建设美丽中国具有重要意义。随后在 2023 年，生态环境部发布了《重点管控新污染物清单（2023 年版）》，对新污染物做了详细明确，细化了相应的禁止、限制、限排等环境风险管控措施。《目录（2025 年版）》在其他污染治理和环境综合整治分类下新增了“2.5.5 新污染物治理”，能有效撬动金融力量助力新污染物治理，激励企业开展相关治理活动。此外，《目录（2025 年版）》将重点行业的清洁改造不仅限于工业园区，扩大了该活动的使用场景，还将养殖废弃物治理扩展到水产业，拓宽了绿色资金的使用。

六、分析总结

中共中央和国务院于 2021 年联合发布《关于深入打好污染防治攻坚战的意见》，对污染防治做出了全面部署，体现了要坚决打赢打好污染防治攻坚战、推动生态环境质量持续好转的决心。《目录（2025 版）》的第二个分类“环境保护产业”以污染治理为核心目标，将散落在《目录（2021 版）》不同分类下和污染治理有关的活动进行了统一汇总，并把《目录（2021 版）》第二个分类“清洁生产产业”中与资源循环高效利用的活动，调整到第三个分类“资源循环利用产业”下，使得新目录更加科学，也呼应了国家对打好污染防治攻坚战的重视，同时便于绿色金融市场的参与者在助力污染防治攻坚战的时候能够更好的使用该目录。此外，污染防治也是欧盟绿色分类法中环境目标之一，新版目录对污染防治活动的归总体现了国内外绿色分类标准的接轨，为绿色资本的跨国投融资奠定了技术基础。

《绿色金融支持项目目录（2025 版）》	《绿色债券支持项目目录（2021 年版）》	变化类型
2.环境保护产业	一、节能环保产业	
2.5 其他污染治理和环境综合整治	**1.3 污染防治**	
	1.3.2 水污染治理	
2.5.9 船舶港口污染防治	1.3.2.4 船舶港口污染防治	
	1.3.3 大气污染治理	
2.5.8 交通车船污染治理	1.3.3.1 交通车辆污染治理	
	1.3.4 土壤污染治理及其他污染治理	
2.5.3 噪声和振动污染治理	1.3.4.4 噪声污染治理	
2.5.4 恶臭污染治理	1.3.4.5 恶臭污染治理	
2.5.5 新污染物治理		新增
	1.3.5 农业农村环境综合治理	
2.5.11 农村人居环境整治提升	1.3.5.2 农村人居环境整治	
	二、清洁生产产业	
	2.1 污染防治	
	2.1.3 工业园区污染治理	
2.5.6 重点行业清洁生产改造	2.1.3.2 园区重点行业清洁生产改造	调整
2.5.7 园区污染治理集中化改造	2.1.3.1 园区污染治理集中化改造	
	2.1.4 无毒无害原料替代与危险废物治理	
2.5.2 危险废物处理处置	2.1.4.2 危险废物处理处置	
	2.1.4.3 危险废物运输	删除
	2.2 绿色农业	
	2.2.1 农业农村环境综合治理	
2.5.10 畜禽和水产养殖废弃物污染治理	2.2.1.2 畜禽养殖废弃物污染治理	调整
	2.3 资源综合利用	
	2.3.1 固体废弃物综合利用	
2.5.1 工业固体废弃物无害化处理处置	2.3.1.1 工业固体废弃物无害化处理处置及综合利用	
	2.3.1.2 历史遗留尾矿库整治	
	2.3.2 工业园区资源综合利用	调整
	2.4 水资源节约和非常规水资源利用	调整

表 10：其他污染治理和环境综合整治对比变化



PART. 4

MACROECONOMY AND POLICY RESEARCH

宏观经济与政策研究

4



“十五五”时期“反内卷”的政策工具与政策效应

远东资信研究院副院长 / 张林

【摘 要】

“十五五”规划建议稿指出“综合整治‘内卷式’竞争”、“形成优质优价、良性竞争的市场秩序”的任务目标，这是进一步完善全国统一大市场建设，进一步构建新发展格局的内在要求。依法依规治理低价无序竞争，推动落后产能有序退出，也将成为未来五年我国落实产业政策的重要方向和抓手。本文结合上一轮供给侧结构性改革的经验，梳理了“十五五”时期“反内卷”的必要性与政策工具。本文还认为“反内卷”的政策效应或将会分化不同行业的绩效表现，部分行业将受益于盈利空间的改善以及产业集中度的提升，而部分行业将因市场空间收窄或产能利用率的压降而承担政策调整成本。最后，本文通过“获益指数”对相对受益及相对受损的具体行业进行了识别，并提出了应对行业分化效应的政策建议。

相关研究报告：

1.《美联储降息对于中国债市影响几何》，2025.09.13

2.《低利率环境下我国保险机构债务类资本补充工具研究》，2025.05.19

2024 年 7 月中央政治局会议率先提出“强化行业自律，防止内卷式恶性竞争”，此后 2024 年的中央经济工作会议，2025 年的政府工作报告以及中央财经委会议先后提及“综合整治内卷式竞争”，“推动落后产能有序退出”，这说明内卷式竞争带来的低价无序竞争与同质化投资已经成为干扰经济高质量发展的拖累因素。“十五五”规划建议稿则进一步提出，要“形成优质优价、良性竞争的市场秩序”的目标任务，“反内卷”相关措施将在“十五五”期间成为落地产业政策以及深化改革的重要组成部分。

一、“反内卷”的必要性与重要性

内卷式竞争体现为企业在价格、规模或平台流量等单一维度展开同质化竞争，特别是以低价竞争最为普遍。除在煤炭、钢铁等传统领域之外，当前内卷式竞争还出现在光伏、锂电，以及新能源汽车等新兴领域，其不利影响体现在行业利润空间收窄甚至亏损、结构性产能过剩、市场集中度过低以及尾部市场过度拥挤等多个方面。

（一）利润空间不足甚至亏损

以光伏为例，多晶硅、硅片和光伏组件大体可以代表光伏产业链条的上、中、下游，上述三类产品价格在 2022 年 10 月前后触达高点，此后便随着产能的扩张大幅下调，至 2025 年 6 月的价格低点，其产品价格指数已经分别降至高点的 1/9、1/5 与 1/3。2025 年一季度，光伏全行业归母净利润为 -68.38 亿元，虽然环比减亏 72.2%，但净利润率依然为负（-3.46%）。而在传统行业领域，制造业上游的煤炭开采、黑色金属矿采选业、黑色金属冶炼及加工等行业的利润总额也处在收缩状态。

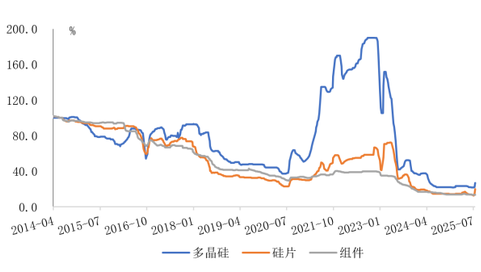


图 1：多晶硅、硅片、光伏组件综合价格指数 (SPI) 走势
数据来源：Wind，远东资信整理

（二）结构性产能过剩

以锂电池为例，国内磷酸铁锂材料价格在 2022 年最高时价格是 17.7 万元每吨，2025 年 6 月降至 3.2 万元每吨。价格显著调降的背后是产量的大幅扩张，目前磷酸铁锂电池每月产量将近 10 万兆瓦时，但装车量却不及 5 万兆瓦时。从锂电池行业产能利用率来看，除宁德时代等头部企业产能利用率（以该企业产量与产能之比来计算）超过 70% 以外，多数腰部及长尾企业的产能利用率不足 50%，部分低端产能的产能利用率甚至低于 40%。产能利用率不足增加产品单位成本，导致设备折旧和人员工资等固定成本无法有效覆盖，根据百川盈孚的统计，目前磷酸铁锂毛利每吨约亏损 8 百元。

（三）市场集中度过低与尾部市场拥挤

以新能源汽车整车制造行业为例，根据乘联会 2024 年的统计数据，我国新能源汽车的 CR3 为 51.5%，CR5 为 66.4%，而 CR5 低于 70% 通常被认为集中度偏低，竞争过于分散。中汽协报告指出市占率低于 1% 的新能源汽车制造商有 60 家，而美国、欧洲的整车制造商数量总数皆分别不及 50 家。根据中国汽车技术研究中心的数据，截至 2025 年 5 月，前十大销量品牌虽占据了 63% 的零售市场份额，但仍有约 120 个品牌在争夺占比为 37% 的剩余市场。头部新能源汽车品牌占据

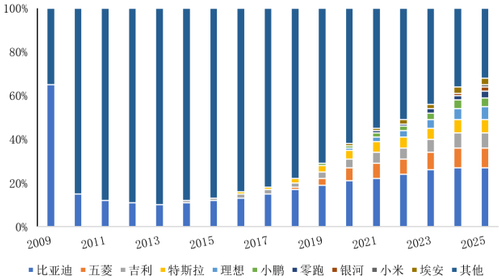


图 2：前十大新能源汽车品牌占比提升，其他车企竞争加剧
数据来源：中国汽车技术研究中心，远东资信整理

高端和中端市场，但低端市场（A0 级、A 级）被大量中小厂商占据，产品差异化不足，恶性价格竞争问题突出。根据 Wind 数据统计，2025 年上半年纯电动乘用车降价车型达到 40 种，车均降价幅度为 2.3 万元。

（四）“反内卷”的重要性和必要性凸显

企业微观层面的低价竞争和同质化投资不仅带来产能利用不足、利润承压等突出问题，还在宏观层面加剧了供需失衡的矛盾。截至 2025 年 9 月，PPI 已经连续 36 个月为负，1-9 月规模以上工业增加值同比为 6.2%，但工业企业利润总额同比为 3.2%，说明增收不增利问题较为突出。此外，当低价竞争沿着产业链蔓延时，核心企业可能会将竞争压力向上下游企业转嫁，带来应付账款拖欠，从而减缓资金流通循环的速度，而资金流动速度偏弱则进一步加大微观企业层面的现金流压力和风险。在上述背景下，“反内卷”的重要性和必要性凸显，“十五五”时期各个领域的具体措施亦将延续出台、加快落地。

二、“反内卷”的现有措施与潜在政策工具

在 2025 年 7 月中央财经委会议提出相关要求之后，光伏、水泥等多个行业协会积极发布倡议抵制内卷式竞争，当月多晶硅、碳酸锂、焦煤等大宗商品价格出现上扬，行业预期得到一定提振。“十五五”时期的“反内卷”并非是运动式的减产限产，或将通过以下四条路径延续并强化为制度性改革措施的一部分。

（一）强化标准约束

强化标准约束不仅有助于减少价低质劣的产品充斥市场，避免形成“劣币驱逐良币”问题，而且有助于通过标准迭代与升级避免落后产能卷土重来。在 2016 年至 2017 年的供给侧结构性改革落地期间，《国务院关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕6 号）等政策文件曾在环保、能耗、质量、安全、技术五个方面提出标准要求，不满足标准约束的产能逐步退出。随着落后产能退出，黑色金属冶炼及压延加工业的利润总额同比增速由 2015 年的 -67.9% 回升至 2017 年的 177.8%。本轮“反内卷”政策或将在新能源汽车、动力电池、光伏组件等领域采取类似的标准约束，具体见如下表 1。

（二）推动兼并重组

兼并重组有利于优化存量产能的重新配置，适当提高产能集中度，减少闲置产能的进一步扩张，也有助于实现规模经济与单位成本的压降。2016 年《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》曾提出用 3 至 5 年的时间，减量重组 5 亿吨左右煤炭产能，适度减少煤矿数量，当年煤炭开采和洗选业企业单位数同比减少了 14.8%。本轮“反内卷”并不局限在传统制造业上游领域的兼并或重组，或将在光伏、锂电池以及新能源领域重点展开。在具体措施上，或通过鼓励上下游合并、跨省市整合、财务投资与供应链重组等方式，侧重推动专精特新企业，特别是支持独角兽企业、瞪羚企业进一步做大做强。

行业	内卷式竞争表现	可引入的标准	依据
新能源汽车	低端车型低价竞争，产能冗余	提高动力电池能量密度、安全事故测试标准	《电动汽车能量消耗量和续驶里程试验方法》、《电动汽车换电安全要求》等
动力电池	产能过剩、价格战	提高循环寿命标准、碳足迹/能耗核算机制	《锂离子电池行业规范条件（2024 年本）》等
光伏组件	单价压低、劣质产品涌现	强制执行全生命周期碳足迹认证	《光伏制造行业规范条（2024 年本）》等
风电装备	零部件及装备重复投资	推动整机与核心部件认证标准统一	《风电场接入电力系统技术规定》等
钢铁/有色	产能复苏、落后产能扩张	绿色等级认证（碳排、能耗、水耗）	《钢铁行业碳达峰及降碳行动实施方案》等

表 1：“反内卷”可以引入的标准约束手段
资料来源：公开资料，远东资信整理

（三）优化价格杠杆政策

为推动供需良性循环加快成势并提升改善型消费，已连续两年通过发行特别国债的方式筹资用于消费品以旧换新，并取得了积极的政策效果。由于以旧换新范围内的品类对于消费者来说相当于较大的价格折扣，部分在补贴之外的品类或者其替代品也产生了价格竞争的压力，比如新车价格战压力之下二手车成交均价从 2024 年的 61180 元降至 2025 年上半年的 53673 元，其中新能源二手车的降幅更大，约达 13.5%。因此，未来影响价格杠杆的相关政策措施或将进一步优化，一方面将结合技术与能耗标准更加精准聚焦，另一方面或将侧重对进行技术、品牌等差异化竞争的领域加大扶持力度，尽量减少价格信号干扰和扭曲。

（四）深化全国统一大市场建设

为了加快区域产业升级并放大高技术制造投资的拉动作用，近年来各地加快布局人工智能、算力、新能源汽车等领域的招商引资或投资项目，但在这一过程中，也形成了一定的重复建设和同质化投资的问题。“十五五”时期“反内卷”政策或将在以下几个领域推动全国统一大市场建设：一是加强招商引资、产业规划与项目投资领域的区域协调，减少重复建设和产能分散。二是清理地方“认证壁垒”“隐性壁垒”等跨区域市场竞争的限制。三是进一步统一市场竞争公平性审查机制，避免地方过度采用税收、用地和财政等方面的补贴竞争。四是推进统一的产品标准、能效标准以及信用监管标准，减少低价产品的泛滥。

深化全国统一大市场建设还意味着相关法制建设的完善，比如 2025 年 6 月修订的《反不正当竞争法》新增规定，平台经营者不得强制或者变相强制平台内经营者按照其定价规则，以低于成本的价格销售商品，扰乱市场竞争秩序。此外，反垄断法、价格法、公平竞争审查条例以及全国统一大市场建设指引等法律法规也将成为“反内卷”的制度保障。

三、“反内卷”政策的行业分化效应

回顾 2015 年至 2017 年的供给侧结构性改革期间，煤炭、钢铁等行业在产量与产能阶段性压降之后，产能利用率以及利润水平得到显著回升，但上游价格成本的抬升给电力热力、家电以及机械仪表等下游行业带来了不利影响，承受了政策调整的成本和不利影响。考虑到“十五五”时期“反内卷”措施的广泛性以及制度化、法制化特征，多数行业特别是头部企业或将在中长期内获益于市场条件的好转，但也有部分行业将受损于产能利用率的压降和市场空间的收窄，以及因此带来的融资能力承压。

（一）“获益指数”与获益行业

从“反内卷”的政策导向和作用机制来看，近年来产能或产量扩张、价格走低、利润相对持平甚至仍有所上涨的行业或将成为主要获益行业，其逻辑在于，这些行业虽然在近年来出现了以价换量的现象，但仍能保持一定盈利，那么当价格下行压力显著减轻时，这些行业特别是头部企业的盈利空间将大幅打开。

本文以 2024 年至 2025 年 6 月以来各行业的工业增加值同比增速作为产量指数，以各行业的 PPI 同比增速作为价格指数，以各行业的利润总额同比增速为利润指数，将上述三项指数进行标准化并整合为“获益指数”，按照“获益指数”为正且由高至低排序，筛选出以下 10 个行业为主要获益行业：黑色金属冶炼及加工，铁路、船舶、航空航天运输设备，化学纤维制造，石油和天然气开采，农副食品加工，计算机、通信和其他电子设备，有色金属矿采选，电气机械及器材制造，仪器仪表制造，汽车制造。其中，光伏、锂电池以及新能源汽车分属于

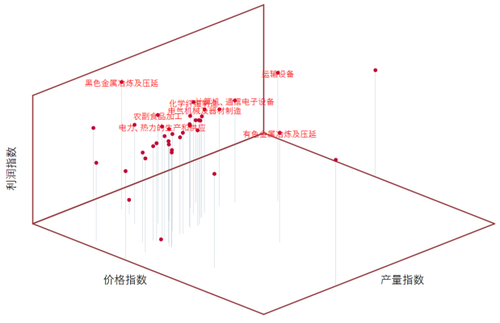


图 3：“反内卷”获益行业分布示意图
资料来源：Wind，远东资信计算整理

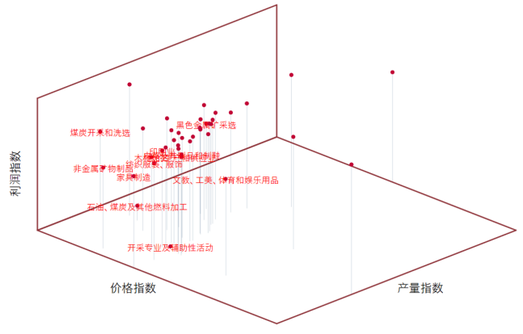


图 4：相对受损行业分布示意图
资料来源：Wind，远东资信计算整理

电子信息设备、电气机械制造以及汽车制造业。

从上一轮供给侧结构性改革阶段的经验来看，获益行业中的企业将首先经历市场出清以及企业重组兼并，其次将经历为期一年左右的产能压缩和产能利用率的下降，在此之后，整体行业将出现产能利用率和利润的显著回升。以钢铁冶炼和延压行业为例，2016 年产能利用率由前一年的 71.7% 压降至了 70% 以下，2017 年产能利用率回升至 76.6%。钢铁行业利润总额增长率由 2015 年的 -47.4%，大幅回升至 2016 年与 2017 年的 200% 以上。

（二）相对受损行业

有行业相对获益，就会有行业将相对受损，根据前述“获益指数”的方法进行统计，有 11 个行业的指数值为负，它们分别为：皮革及其制品和制鞋，印刷，黑色金属矿采选，纺织服装与服饰，木材加工，文教、工美、体育和娱乐用品，家具制造，煤炭开采和洗选，非金属矿物制品，石油、煤炭及其他燃料加工，开采专业及辅助性活动。

上述行业将相对受损主要来源于多重因素。一是部分行业进入门槛较低，难以通过行业自律等“柔性”手段在中长期内持续“反内卷”，比如制鞋服装、木材家具、文教用品的生产。二是部分行业即便能够实现市场的出清以及行业集中度的提升，但因受制于新旧动能转换的大趋势影响，也难以实现市场空间和利润空间的改善，比如木材家具、煤炭与黑色金属的开采、非金属矿物（水泥与玻璃等）。三是部分行业前期因行业周期、低价竞争以及产能过剩等原因的叠加影响，利润下跌幅度过大，反内卷的政策效应或只能起到缓释作用，尚不足以帮助行业整体实现扩张与增长，比如石油煤炭燃料加工、开采及辅助、煤炭与黑色金属的开采。

此外，上述行业中也有部分行业处于产业链的下游，可能也将面临上游行业成本抬升的影响，这些因素或将加大相关行业的融资能力压力，从而可能进一步放大行业内企业获取筹资性现金流的困难程度。

四、三点政策建议

本轮“十五五”时期的“反内卷”与上一轮供给侧结构性改革既有相似之处，又有显著不同。一方面是当前低价竞争、产能过剩的行业涉及范围要大于 2015 年，不仅覆盖制造业，还覆盖服务领域与平台企业。另一方面是相比压降过剩产能，当前政策更加侧重推动落后产能退出，可以说，本轮“反内卷”更加致力于推动经济整体的提质增效并推动深化全国统一大市场建设。为了放大政策效果的正面作用，并缓释行业分化效应对于相对受损行业的不利影响，有以下三点措施或需要配套实施。

一是要为市场出清过程设置社会政策层面的安全垫。无论是限制产能、提高准入还是产能压降与兼并重组，在市场出清时尾部企业的退出过程往往会伴生现金流接续不畅、人员裁减甚至企业破产等附带问题，而尾部企业及产能过剩行业往往又具有劳动要素较为密集的特征。在当前劳动时长以及青年失业率已经处于高位的背景下，需要在失业救济、稳岗扩岗以及灵活就业促进方面进一步出台配套政策，对零工经济、路边经济及微型服务业强化包容监管。

二是要顺应产能与资本出海趋势，持续扩大产能海外布局。我国工业生产具有稳定供应全球的技术与产能，但是我国企业与产能出海的步伐却相对落后，放大了国内经济供需失衡的矛盾和竞价内卷的压力。我国经济已经走过了产品出海与资本稀缺的阶段，企业的全球布局与人民币国际化过程也应当相辅相成。以债券市场为例，以前是发行美元债承做境内工程与项目，未来将是发行熊猫债承做海外工程与项目，当前熊猫债的发行利率已经远低于中资美元债，前者约为 2.5% 而后者约为 5%，主动利用人民币低融资成本以及币值稳定的优势，加快企业的海外布局步伐，在减轻内部产能压力的同时，也有助于放大我国的海外收益。以日本为例，日本的海外收益每年约能占到 GDP 的 6%，中国的国际收支平衡表或也将经历类似的过程。

三是要坚持法制化、市场化出清，坚决避免出现合成谬误。由于本轮反内卷所涉及的行业较多，而一个行业的出清与调整往往伴随着产业链上下游相关产业的联动变化，因此避免政策层层加码以及其带来的合成谬误就显得尤为重要。在“反内卷”的各项措施中，应当侧重发挥行业自律、技术标准等行业共识的作用，避免一刀切与一阵风，推动市场化出清而非政策性出清。

行业研究

5

PART. 5
INDUSTRY RESEARCH

FAREAST CREDIT OBSERVER



城市更新正当时，城投公司有可为

远东资信工商企业评级一部 / 张妍

【摘 要】

城市更新，是指在我国城镇化发展接近成熟期时，通过维护、整建、拆除、完善公共资源等合理的新陈代谢方式，对城市空间资源重新调整配置，使之更好满足人们的期望需求，更好适应经济社会发展实际。2019 年之前，我国的城市更新行动主要集中在棚户区改造，中央层面也出台了一系列政策支持棚户改造。2019 年 12 月中央经济工作会议上，中央层面首次强调城市更新。此后，中央和地方城市更新政策不断发布，城市更新政策不断完善，推动城市更新行动加快推进。

城投公司参与城市更新的原因，一是，城投公司的业务能力可以应用在城市更新建设项目中。城投公司可以依托自身在基础设施项目建设的经验和优势，进行重点领域的项目建设。二是，城投公司参与城市更新建设对其产业转型具有显著的推动作用。城投公司主要从事城市基础设施建设、土地开发等业务。通过参与城市更新建设，城投公司可以将业务范围延伸至老旧小区改造、棚户区改造、历史文化街区保护等领域，实现业务的多元化发展。另外，城投公司可以紧抓城市更新这一契机，持续提升自身的运营管理水平，逐步构建起一个涵盖开发、建设、招商、运营、租赁及物业管理等多元化业务的完整产业链。

城市更新是我国未来一段时间的重点任务，城投公司可以从以下几个方面抓住城市更新的机会。第一，城投公司可以根据自身业务优势，积极参与城市基础设施建设改造。第二，城投公司作为地方国有企业，可以作为城市更新项目实施主体，并进行后期市场化运营，实现业务的多元化发展，逐步构建起一个涵盖开发、建设、招商、运营、租赁及物业管理等多元化业务的完整产业链。第三，城投公司可以梳理闲置资产，进行资产盘活。第四，积极统筹相关融资渠道，用好相关专项资金；城投公司通过争取多种融资渠道，可以实现融资渠道的多元化，降低对单一融资渠道的依赖。

2025 年 5 月 15 日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布了《关于持续推进城市更新行动的意见》，提出从总体要求、主要任务、加强支撑保障、强化组织实施四方面加强政策统筹，推动城市更新行动实施。城投公司作为城市基础设施建设的重要参与方，可以依托自身在基础设施项目建设的经验和优势，进行重点领域的项目建设。通过参与城市更新建设，城投公司可以将业务范围延伸至老旧小区改造、棚户区改造、历史文化街区保护等领域，实现业务的多元化发展。城投公司可以紧抓城市更新这一契机，持续提升自身的运营管理水平。

一、城市更新相关政策

城市更新，是指在城镇化发展接近成熟期时，通过维护、整建、拆除、完善公共资源等合理的新陈代谢方式，对城市空间资源重新调整配置，使之更好满足人们的期望需求，更好适应经济社会发展实际。

2019 年之前，我国的城市更新行动主要集中在棚户区改造，中央层面也曾出台一系列政策支持棚户改造。例如 2015 年的《国务院关于进一步做好城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设有关工作的意见》等。2019 年 12 月中央经济工作会议上，中央层面首次强调城市更新，会议提出“要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房”。城市更新更侧重在老旧小区改造，城市更新的重要性也进一步提升。2020 年通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中明确提出“实施城市更新行动”。这也是城市更新首次出现在国民经济和社会发展五年规划中，城市更新行动的重要性再次提高。2021 年，城市更新写入政府工作报告，此后历年的政府工作报告均都提到了城市更新，城市更新行动的地位日趋重要。

近两年，中央和地方城市更新政策持续发布，城市更新政策不断完善，推动城市更新行动加快推进。2024 年 1 月发布的《国土空间城市更新规划编制指南（征求意见稿）》从国土空间规划上明确了城市更新的规划导向，将城市更新融入国土空间的规划体系，为城市更新行动提供了依据。2024 年 1 月，住房城乡建设部办公厅发布《关于印发城市更新典型案例（第一批）的通知》，通过发挥典型案例的示范作用，引导各地积极探索和发展城市更新行动。2024 年 4 月，财政部和住房城乡建设部发布《关于开展城市更新示范工作的通知》，提出“自 2024 年起，中央财政创新方式方法，支持部分城市开展城市更新示范工作，重点支持城市基础设施更新改造”。2025 年 5 月 15 日，中共中央办公厅 国务院办公厅发布《关于持续推进城市更新行动的意见》。《意见》从总体要求、主要任务、加强支撑保障、强化组织实施四方面加强政策统筹，推动城市更新行动实施。

地方层面，各省市也不断推出城市更新政策。2024 年，北京市出台了《北京市城市更新实施单元划定工作指引（试行）》《北京市城市更新实施方案编制工作指南（试行）》等政策；上海市出台了《2024 年上海市城市更新规划资源行动方案》等；安徽省出台《关于支持推进城市更新工作的若干措施（征求意见稿）》等。

政策文件	相关内容
2021 年政府工作报告	深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，**实施城市更新行动**，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。
2022 年政府工作报告	**有序推进城市更新**，加强市政设施和防灾减灾能力建设，开展老旧建筑和设施安全隐患排查整治，再开工改造一批城镇老旧小区，推进无障碍环境建设和适老化改造。
2023 年政府工作报告	政府投资和政策激励要有效带动全社会投资，今年拟安排地方政府专项债券 3.8 万亿元，加快实施“十四五”重大工程，**实施城市更新行动**，促进区域优势互补、各展其长，继续加大对受疫情冲击较严重地区经济社会发展的支持力度，鼓励和吸引更多民间资本参与国家重大工程和补短板项目建设，激发民间投资活力。
2024 年政府工作报告	**稳步实施城市更新行动**，推进“平急两用”公共基础设施建设和城中村改造，加快完善地下管网，推动解决老旧小区加装电梯、停车等难题，加强无障碍环境、适老化设施建设，打造宜居、智慧、韧性城市。新型城镇化要处处体现以人为本，提高精细化管理和服务水平，让人民群众享有更高品质的生活。
2025 年政府工作报告	出台实施新型城镇化战略五年行动计划，**扎实推进城市更新**，常住人口城镇化率提高到 67%。**持续推进城市更新和城镇老旧小区改造**，统筹城市低效用地再开发，加快健全城市防洪排涝体系，加强燃气、给排水、热力、地下管廊等建设和协同管理。

表 1：2021-2025 年政府工作报告中城市更新相关内容
资料来源：公开资料，远东资信整理

时间	政策/会议	相关内容
2024 年 1 月	《国土空间城市更新规划编制指南》(征求意见稿)	确立了国土空间城市更新的总体目标、基本原则、编制内容和工作方法，适用于在国土空间全域内，开展城市更新的规划编制和管理工作。
2024 年 1 月	《住房城乡建设部办公厅关于印发城市更新典型案例（第一批）的通知》	印发 28 个城市更新典型案例。
2024 年 5 月	《关于开展城市更新示范工作的通知》	自 2024 年起，中央财政创新方式方法，支持部分城市开展城市更新示范工作，重点支持城市基础设施更新改造，进一步完善城市功能、提升城市品质、改善人居环境，推动建立“好社区、好城区”，促进城市基础设施建设由“有没有”向“好不好”转变，着力解决好人民群众急难愁盼问题，助力城市高质量发展。
2024 年 7 月	《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	建立可持续的城市更新模式和政策法规，加强地下综合管廊建设和老旧管线改造升级，深化城市安全韧性提升行动。
2025 年 1 月	国务院常务会议	会议指出，城市更新关系城市面貌和居住品质的提升，是扩大内需的重要抓手。要坚持问题导向和目标导向相结合，统筹推动城市结构优化、功能完善、品质提升，打造宜居、韧性、智慧城市。要加快推进城镇老旧小区、城中村和灾后重建等改造，加强城市基础设施建设改造，完善城市功能，修复城市生态系统，保护和传承城市历史文化。要增加用地、资金等要素保障，盘活利用存量低效用地，统筹好财政、金融资源，吸引社会资本参与城市更新。要支持各地因地制宜进行创新探索，建立健全可持续的城市更新机制，推动城市高质量发展。
2025 年 5 月	《关于持续推进城市更新行动的意见》	在总体要求方面，明确了城市更新的指导思想、工作原则和主要目标，提出到 2030 年，城市更新行动实施取得重要进展。

表 2：2024 年以来中央层面城市更新相关政策示例
资料来源：公开资料，远东资信整理

根据国家统计局数据，2024 年我国城镇化率达到 67%，城市发展过程中，城市设施老化的问题在部分区域已经开始显现，影响到居民生活体验和城市品质。此外，城市的可开发土地逐渐减少，也是城市的发展重点从增量开发转向存量更新的重要原因。另外，城市更新行动可以有效拉动投资和消费，拉动内需。因此，近年来城市更新建设任务越来越重要，中央和地方层面不断出台的城市更新政策，就是积极引导城市更新行动的信号。

二、城投公司参与城市更新的原因

首先，城投公司的业务能力可以应用在城市更新建设项目中。从《关于持续推进城市更新行动的意见》中的主要任务中可以看到，城市更新行动主要涉及 8 个方面：分别是（1）既有建筑改造利用；（2）城镇老旧小区整治改造；（3）完整社区建设；（4）老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造；（5）完善城市功能；（6）修复城市生态系统；（7）加强城市基础设施建设改造；（8）保护传承城市历史文化。这些城市更新建设项目中涉及较多工程施工项目。在上述基础上，城投公司在城市更新行动中大有可为。城投公司一直以来承担着城市基础设施建设的重任，包括道路、桥梁、供水、供电、供气等关键设施的建设和维护。通过选取目前仍有存量城投债的城投公司主营业务数据（见下图 1），可以看到，城投公司中涉及建筑业务的占比最多，公司数量占比达到 65%；属于交通运输、水电气热这两类行业的占比达到 4%。城投公司可以依托自身在基础设施项目建设的经验和优势，进行重点领域的项目建设。

第二，城投公司参与城市更新建设，对其业务转型具有显著的推动作用。城投公司主要从事城市基础设施建设、土地开发等业务。通过参与城市更新建设，城投公司可以将业务范围延伸至老旧小区改造、棚户区改造、历史文化街区保护等领域，实现业务的多元化发展。此外，城市更新建设不仅涉及传统的土木工程，还涵盖了智慧城市、绿色建筑、低碳社区等新兴领域。城投公司可借此机会探索新兴业务，培育新的业务增长点。多元的业务拓展有助于城投公司打破单一的业务模式，实现收入来源的多样化，增强企业的市场竞争力和抗风险能力。另外，城投公司须紧抓城市更新这一契机，持

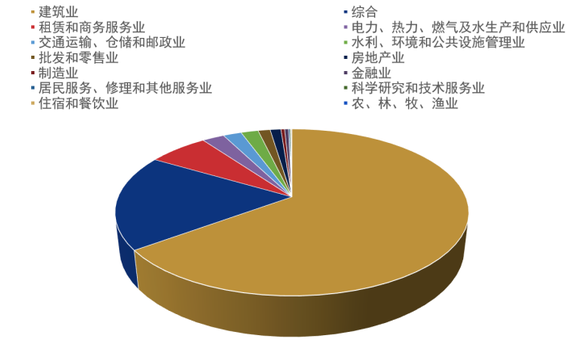


图 1：有存量城投债的城投公司主营业务分类
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

续提升自身的运营管理水平，逐步构建起一个涵盖开发、建设、招商、运营、租赁及物业管理等多元化业务的完整产业链。

三、城投公司如何抓住城市更新机遇

第一，城投公司可以结合自身业务优势，积极参与城市基础设施建设改造。城市基础设施建设改造包括城市燃气、供水、排水、污水、供热等地下管线管网和地下综合管廊建设改造。部分城投公司的主要业务涉及水务、管廊建设、污水处理等，与城市基础设施建设改造任务相契合。例如，汕头市中心城区供水系统提压改造项目中，老旧小区供水压力不足。市政府专门成立领导小组，各部门系统配合，指导建设工作。汕头市属国有企业出资改造，新建 39 座社区叠压泵房，实施埋地管网改造。项目建设完成后，市属国企获得 30 年特许经营权。

第二，城投公司作为地方国有企业，可以作为城市更新项目实施主体，并进行后期市场化运营。城投公司通常由地方政府控股或拥有实际控制权，因此在政策理解和资源获取上具有一定优势。城投公司能够顺畅地理解和贯彻地方政府的政策意图，确保项目符合地方发展的整体规划。另外，城投公司及其子公司多具备相关建筑资质，可以确保相关施工建设稳步进行。城投公司在进行项目建设后，还可通过后期市场化运营，回笼资金并创造收入。例如，重庆市戴家巷老街区更新改造项目，区属国企出资征收改造部分房屋，引入文创酒店、餐饮、零售等业态自持运营，打造沉浸式体验商业名片。国企牵头与商家联合组建“商家联盟”，统筹负责整个街区商业业态运营、环境秩序管理、设施设备维护等工作，实现街区年产值超亿元。

第三，城投公司可以梳理闲置资产，进行资产盘活。作为地方国企，城投公司承担了大量的基础设施建设和土地开发任务，部分已购置或开发的资产如未能得到充分利用，从而构成闲置。城投公司可以根据城市更新规划和市场需求，明确闲置资产盘活的目标和方向。对于具有商业价值的土地和房屋，可以通过招商引资、合作开发等方式进行盘活；对于老旧设备等低效资产，可以通过转让、租赁等方式进行处置。例如，江西昌九至昌樟高速公路服务区项目，2007 年所在高速段被调整为城市快速路，服务区功能丧失，原设施和用地闲置。在此城市更新改造项目中，在产权关系不变、用地性质不变、建筑结构不变的基础上，省属国有平台公司成功引入上海某集团，总投资约 3 亿元，对原服务区统一规划、连片改造。在项目谋划实施中，坚持文化为体育赋能，优化产业功能布局，从传统的高速公路服务区，改造升级为文化体育服务综合体。2022 年园区营业收入近 10 亿元，实现了闲置土地盘活利用、历史建筑焕发活力、环境品质有效提升。

第四，积极统筹相关融资渠道，用好专项资金。城市更新是政府投资的重要支持方向，国家发改委在2024年10月份的新闻发布会上提出“今后几年，城市更新仍是政府投资的支持重点，2025年也将继续加大力度”。根据国家发改委发言人新闻发布会上介绍，中央已从四个层面支持城市更新投资。一是中央预算内投资，“十四五”以来，已累计安排超过4700亿元预算支持城市燃气、排水等地下管网改造和城镇老旧小区改造、城中村改造等配套基础设施建设。二是增发国债，2023年共安排增发国债资金1400亿元，支持城市排水防涝设施建设。三是发行超长期特别国债；2024年以来，将城市地下管网建设改造纳入“两重”建设支持范围，已安排超长期特别国债资金超过2900亿元。四是发行地方政府专项债券，积极支持符合条件的市政基础设施改造、城镇老旧小区改造、城中村改造、老旧街区（厂区）改造等城市更新项目。2025年将中央预算内投资专门设立城市更新专项，支持城市更新相关公益性基础设施和公共服务设施建设。

从2025年1-5月新增地方政府专项债投资投向可以看到（见下图2），已有部分资金投到棚户区改造、城镇老旧小区改造中，发行额占比分别在14.15%和1.71%。城投公司在进行这类项目建设中，可以积极争取专项资金支持。

另外，在融资渠道上，根据《关于持续推进城市更新行动的意见》，城投公司在参与城市更新项目中，也可以积极争取金融机构的信贷支持、发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、资产证券化产品、公司信用类债券等。从这个角度上，城投公司通过争取多种融资渠道，可以实现融资渠道的多元化，降低对单一融资渠道的依赖。

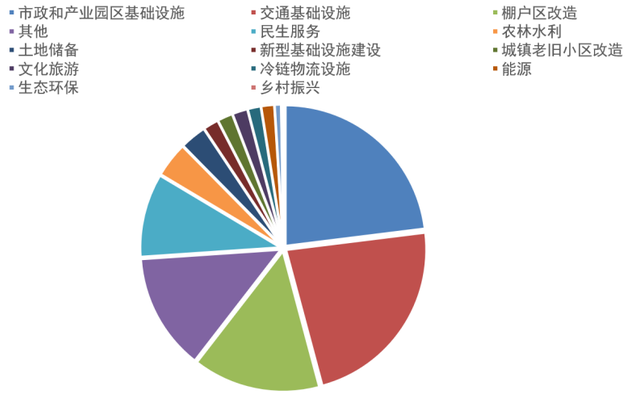


图2：2025年1-5月新增地方政府专项债用途分布
资料来源：Wind资讯，远东资信整理

国有资本投资运营公司系列研究之一：山东省级投资运营公司观察

远东资信研究院研究与发展部 / 王娜

【背景】

山东省当下共有12家省级国有资本投资运营公司，均有发债（山东国惠吸收合并山东发展完成后，将降至11家），整体呈现“1+N”的模式，即由1家国资运营公司（山东国投），多家国资投资公司构成。其中省国资委旗下10家，多数公司股权结构为“70%+20%+10%”；省财政厅旗下2家。本文从设立背景及过程、定位及并表业务方向、资产及盈利状况、存量债及债券估值四个维度对山东省级投资运营公司进行分析。

设立背景及过程：以山东省级国有资本投资运营公司的股权变更为线索，山东省级国有资本投资运营公司建设过程可分为三个阶段。一是划转省属企业部分国有资本充实省社保基金（2014-2017年）；二是引入山东国惠，社保基金20%划转至山东国惠（2018-2020年）；三是社保基金理事会改制为财欣公司，省投资运营平台重组整合（2020-至今）。

定位及并表业务方向：山东省国有资本投资运营公司数量较多，采取多元化经营和产业链纵深布局两类发展模式，根据其职能定位及业务方向可分类五类企业。一是国有资本运营公司，包括山东国投，采取“IT核心+多元拓展”战略；二是多元化产业投资公司，包括华鲁集团、鲁商集团、山东国惠，采取多元化的经营模式，其中华鲁集团（高端化工）和鲁商集团（零售）拥有清晰的主营业务；山东国惠在培育发展新兴产业的同时，亦承担部分股权管理和资产整合的职能，具有一定的资本运营职能。三是聚焦型产业投资公司，包括山东能源、山东黄金、山东高速、山钢集团。区别于产业投资公司的多元化发展，该类企业聚焦实体产业，在产业投资和运营的同时，推动产业链整合、重大项目建设、产业升级。四是金融类投资公司，包括鲁信集团，聚焦金融业务。五是强政策类投资公司，包括山东土地、山东发展、山东财金。山东土地主要承担农村土地综合整治；山东发展和山东财金主要负责政策性委托贷款和省政府基金，以政策性资本运作为主，其中山东发展市场化运作程度相对较高。

资产及盈利：（1）资产端：从资产规模来看，资产规模分化明显，其中山东高速和山东能源以超万亿的资产规模显著高于其他公司，山东财金、山东国投、山东黄金资次之，山东发展规模最小。从资产构成来看，由于各公司的职能定位及业务板块不同，可分为四类，一是以产业类子公司业务形成资产为主，包括山东国投、华鲁集团、鲁商集团、山东能源、山东黄金、山东高速、山钢集团；二是以金融资产及对金融类子公司长期股权投资为主，包括鲁信集团；三是以股权投资形成资产为主，包括山东国惠、山东发展。四是以政府职能类基础设施及其投融资服务形成资产为主，包括山东土地、山东财金。

（2）盈利端：从收入规模来看，山东省属12家国有资本投资运营公司盈利能力较好，但近年盈利有所承压。从收入结构来看，山东国投、华鲁集团、山东国惠、山东能源、山东黄金、山东高速、山东土地7家公司经营性业务利润留存较多；鲁商集团、鲁信集团、山东发展、山东财金利润主要来自投资收益；山东钢铁受钢铁行业景气度较弱影响，公司经营业绩持续亏损，投资收益成为其利润重要来源。

存量债及债券估值：存量债以公募债为主，且规模分化明显；山东发展、山东国投、山东土地、山钢集团、山东高速的加权中债估值收益率相对较低。

相关研究报告：

1.《3号指引：审核趋严，引导城投实质转型》，2025.4.8

一、应运而生：山东省级投资运营公司的设立

2013 年 11 月，十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，指出“完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。”自此之后，各中央企业及地方国企均展开了国企改革试点工作，山东省政府亦在其中，并迅速启动山东省的新一轮国资国企改革。

2014 年 6 月，山东省委、省政府出台了《关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见》(鲁发〔2014〕13 号文)(以下简称“山东国企改革 26 条”)，明确了深化国资国企改革的目标任务、路径方法和政策措施。2015 年 2 月，研究通过了《关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见》及《省属企业国有资本划转充实社会保障基金方案》《关于进一步加强省管企业财务监督管理工作的意见》《关于加强省管企业审计监督工作的意见》《省管企业财务等重大信息公开暂行规定》《省管企业领导人员实行任职回避和公务回避及报告说明制度的暂行办法》等 5 个配套文件（以下简称 1+5 文件），明确了深化国企改革的实施路径和时间安排。山东省国企改革 26 条和“1+5”文件共同构成山东省国资国企改革顶层设计文件，指导山东省国资投资运营平台的建设。

以山东省级国有资本投资运营公司的股权变更为线索，观察山东省级国有资本投资运营公司建设过程，可分为三个阶段。一是划转省属企业部分国有资本充实省社保基金（2014-2017 年）：根据十八届三中全会提出的“划转部分国有资本充实社会保障基金”的决策部署，山东省于 2014 至 2017 年间划转省属企业部分国有资本充实省社保基金。随着该项措施逐步落实，省属企业的出资人由省国资委独资转变为省国资委和社保基金理事会共同出资。该项举措在构建以管资本为主的国资监管模式、规范的公司治理结构、国有企业产权多元化、国企内部改革等多个方面有力推动山东省国资国企改革。具体来看，2015 年 2 月山东省社保基金理事会启动组建；同年 5 月，山东能源、山东机场、上东盐业、鲁信集团等 18 户省管企业 30% 国有资本划转省社保基金理事会。同时，在 2015-2017 年间，山东省国资委分三批批复了鲁信集团、山东国投、山东能源、鲁商集团等 9 户企业的国有资本投资运营公司改建方案，并新建了齐鲁交通、山东土地等 4 户功能性国有资本投资运营公司。

二是引入山东国惠，社保基金 20% 划转至山东国惠（2018-2020 年）：2016 年 1 月成立山东国惠投资控股集团有限公司，2018 年 3 月，将省社保基金理事会持有的省属企业 20% 国有资本及享有的权益一次性无偿划转至山东国惠。自此，多数山东省属投资运营平台形成“70%+20%+10%”股权结构，股权结构多元化进一步完善。

三是社保基金理事会改制为财欣公司，省投资运营平台重组整合（2020- 至今）：该阶段主要为两个方面改革，一方面，推动省社保基金理事会改革，将其改制为山东省财欣资产运营有限公司，2020 年 11 月财欣公司注册成立，将其定位为山东省划转企业国有股权充实社保基金工作的承接主体和山东省级行政事业性资产统筹盘活的运营平台，承担国有资产和社保基金保值增值职责。另一方面，省投资运营平台重组整合，2020 年兖矿集团与原山东能源集团重组为山东能源；山东高速吸收合并齐鲁交通。2025 年，公告称，山东国投筹划与山东人才发展集团有限公司进行重组整合；山东国惠拟吸收合并山东发展，两项整合目前均尚未完成。

当前，山东省共有 12 家省级国有资产投资运营公司，并均有发债（山东国惠吸收合并山东发展完成后，将降至 11 家），整体呈现“1+N”的模式，即由 1 家国资运营公司（山东国投），多家国资投资公司构成。其中，省国资委下属公司 10 家，山东国投、山东高速、山东能源、山东黄金、鲁商集团、山东土地、山东发展 7 家股权结构为“70%+20%+10%”；华鲁集团股东除省国

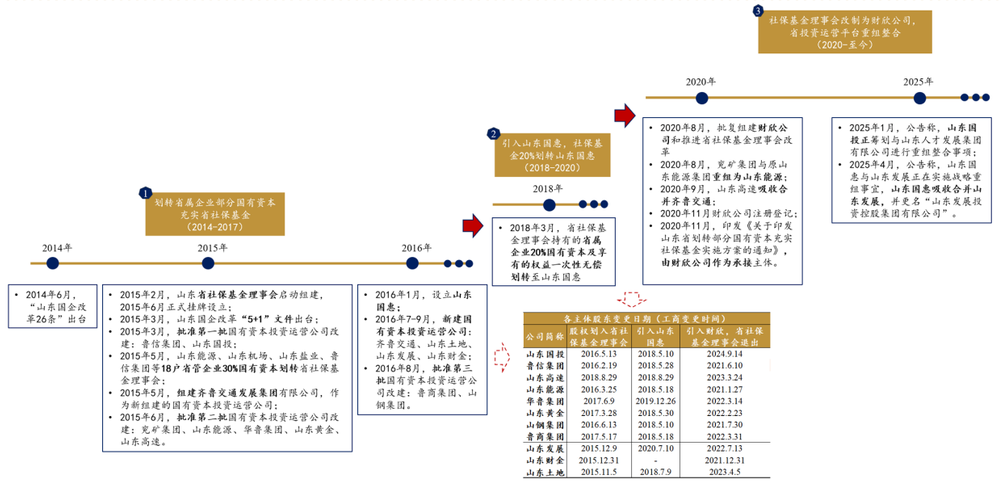


图 1：2014 年以来山东省国有资本、投资运营公司股权变更变化
资料来源：募集说明书，评级报告，公司公告，wind 资讯，远东资信整理

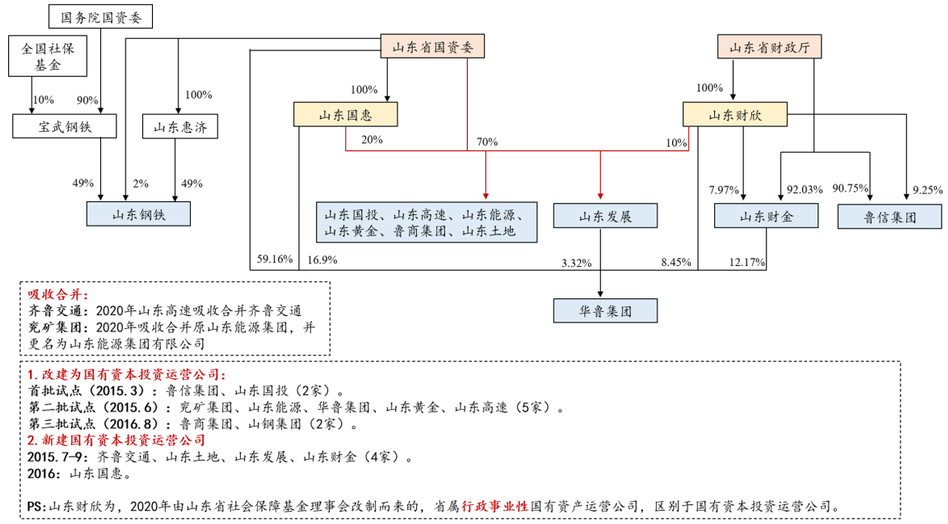


图 2：山东省国有资本、投资运营公司股权结构图
资料来源：募集说明书，评级报告，wind 资讯，远东资信整理

资委、山东国惠、山东财欣外，还引入山东发展和山东财金；山东钢铁引入战投宝武钢铁，省国资委则通过直接持有（2%）和全资子公司山东惠济间接持有（49%）实现控股。省财政厅下属公司 2 家，包括山东财金、鲁信集团。

二、锚定方向：公司定位与并表业务方向

山东省国有资本投资运营公司数量较多，采取多元化经营和产业链纵深布局两类发展模式，根据其职

能定位及业务方向可分为五类企业。一是国有资本运营公司，山东国投是省内唯一一家省级国有资本运营公司，采取“IT 核心 + 多元拓展”战略。二是多元化产业投资公司，包括华鲁集团、鲁商集团、山东国惠，采取多元化的经营模式，其中华鲁集团（高端化工）和鲁商集团（零售）拥有清晰的主营业务；山东国惠在培育发展新兴产业的同时，亦承担部分股权管理和资产整合的职能（承接省社保基金划转的 19 户省属企业权益），具有一定的资本运营职能。三聚焦型产业投资公司，包括山东能源、山东黄金、山东高速、山钢集团。区别于多元化产业投资公司的多元化发展，该类企业聚焦实体产业，在产业投资和运营的同时，推动产业链整合、重大项目建设、产业升级。**四是金融类投资公司，**包括鲁信集团，聚焦金融业务。**五是强政策类投资公司，**包括山东土地、山东发展、山东财金。山东土地主要承担农村土地综合整治；山东发展和山东财金主要负责政策性委托贷款和省政府基金，以政策性资本运作为主，其中山东发展市场化运作程度相对较高。

（一）国有资本运营公司

山东国投：IT 业务为其核心业务，医药板块及贸易业务对其收入形成补充，近年 IT 业务营业收入占总收入比重超 85%。山东国投 IT 业务由子公司浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”，组建时划入）负责，业务主要由旗下浪潮信息（000977.SZ）、浪潮软件（600756）负责运营，此外浪潮集团还拥有一家港股上市企业浪潮数字企业（00596.HK）。除此之外，山东国投业务还涉及远洋渔业和金融业务（17 年收购德州银行）。

（二）多元化产业投资公司

华鲁集团：高端化工业务为其核心业务，医药业务板块对其收入形成重要补充，2023 年末高端化工业务营业收入占总收入比重 56.48%。华鲁集团高端化工业务主要由子公司山东华鲁恒升集团有限公司控股子公司华鲁恒升（600426.SH）负责运营，华鲁恒升是国内煤化工龙头企业之一，其技术先进水平及成本控制能力均具有一定竞争优势，有机胺系列产品在国内市场市占率较高。医药板块由上市公司新华制药（000756.SZ）、鲁抗医药（600789.SZ）负责运营。

鲁商集团：整体形成零售业务为核心业务，医药、地产和物业及贸易为辅业的多元化业务格局，2023 年末零售、医药、地产和物业、贸易业务营业收入占总收入比重分别为 31.08%、7.18%、24.48%、29.26%。鲁商集团零售业务主要由下属子公司银座股份（600858.SH）及山东银座商城股份有限公司、山东银座汽车有限公司负责运营，业务主要聚焦于山东省内，拥有百货及百货超市复合店、便利店、家电店、家居店、购物中心、汽车专营店等多种零售业态。

山东国惠：公司定位为服务新旧动能转换重大工程和支持全省推进新型工业化“两大平台”，整体并表业务较为多元，主营业务包括融资租赁、生产制造（盐制品和新材料、电池）、工程施工、贸易业务等，各项业务经营规模一般。其中融资租赁由国泰租赁负责运营，以售后回租为主，主要涉及城市公用、能源环保、工程建设、交通物流和文化旅游等行业；生产制造由鲁银投资（600784.SH）和圣阳股份（002580.SZ）负责运营。

（三）聚焦型产业投资公司

山东能源、山东黄金、山东高速、山钢集团：四家公司均以产业链纵深布局为核心发展战略，山东能源为山东省内最大的煤炭生产企业，以煤炭生产为基础，延伸至贸易、煤化工及新能源等领域，且公司在 2022-2023 年完成了中泰证券、齐翔集团及下属上市公司齐翔腾达的收购，业务类型更加多元；山东黄金以黄金矿山业务为基础，延伸至黄金冶炼业务及黄金产业链金融、黄金产业投资等业务，且公司依靠自身在黄金行业的经验，通过收购整合的方式开展有色金属矿山业务和有色金属贸易业务；山东高速立足交通基础设施投资建设运营，拓展铁路运输、商品贸易、金融业务等多元化发展；山钢集团在聚焦钢铁主业的同时，将业务拓展至矿产资源、钢铁贸易和新材料等非钢业务。四家公司均通过强化上下游协同实现资源优化配置与产业升级。

（四）金融类投资公司

鲁信集团：金融服务业务为公司核心业务，主要涉及资产管理、信托、创投业务及其他金融业务（融资租赁、小额贷、典当等）四个板块，其中资产管理业务由山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）负责运营，山东资管主要负责不良资产收购与处置业务，以及围绕不良资产业务开展的综合金融服务业务和基金运营业务；信托业务由山东省国信（1697.HK）负责运营；创投业务由鲁信创投（600783.SH）负责运营。此外，鲁信集团的天然气销售及相关业务对其收入形成重要补充。

（五）强政策类投资公司

山东土地：以农村土地整治服务为核心，纵向延申至矿产、产业园区、供应链等业务，2023 年末农村土地整治服务业务营业收入占总收入比例 35.19%。公司的农村土地综合整治业务主要围绕土地要素生产和调剂展开，业务集中于山东省内，调剂主要为跨区域调剂，包括占补平衡指标、增减挂钩指标等。

山东发展：委托贷款和股权投资为其主要业务。委托贷款主要涉及两个方面，一是为“十三五”易地扶贫搬迁政策性贷款，近年政策性贷款业务规模持续收缩，截至 2024 年 6 月底，政策性贷款业务账面余额为 9.14 亿元；二是划转至公司本部的原山东省基建基金存续的委托贷款，主要由能交基金、煤炭基金、电力基金、铁路基金、路港建设费及省筹其他基金滚动积累组成，截

试点批次	序号	主体	成立方式	主体评级	总资产（亿元）	定位及主营业务	企业类型
首批试点	1	山东国投	改建	AAA	2920.65	山东省重要的**国有资本运营平台**，定位明确，公司业务以 IT、医药、贸易为主，同时还涉及远洋渔业、金融等业务领域。	国有资本运营公司
	2	鲁信集团	改建	AAA	1757.98	山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省**国有资产投融资管理**的重要主体。目前，鲁信集团逐渐形成以基础设施建设与运营、资产管理、信托业务、创投业务等金融服务为主的多元化业务布局。	金融类投资公司
第二批试点	3	山东能源（吸收合并兖矿集团）	改建	AAA	10453.85	公司山东省国资委下辖**唯一煤炭集团企业**。山东能源是拥有煤炭、煤电、煤化工、高端装备制造、新能源新材料、现代物流贸易等产业的大型国有企业	聚焦型产业投资公司
	4	华鲁集团	改建	AAA	735.69	山东省重要的省属**国有资产投资运营主体**，业务范围涵盖煤化工、医药和环保产业等	多元化产业投资公司
	5	山东黄金	改建	AAA	2253.97	公司目前主要从事**黄金及铝锌等有色金属开采、冶炼、销售业务**，此外，在以黄金为基础的产业链**金融业务及大宗商品贸易**方面有所拓展。	聚焦型产业投资公司
	6	山东高速（吸收合并齐鲁交通）	改建	AAA	16212.22	公司是山东省最重要的**交通建设和运营主体**，业务涵盖省内外高速公路、桥梁、铁路等多个交通基础设施领域的投资、建设、经营和管理，同时围绕“大交通”战略，开展铁路投资及客货运输、海洋运输等业务，并依托于公司延伸布局工程施工、商品贸易以及金融等产业，业务格局多元化。	聚焦型产业投资公司
第三批试点	7	鲁商集团	改建	AA+	1234.42	山东省重要的**国有资本投融资及产业整合主体**，区域重要性高。公司主要从事商业零售、医药、地产与物业和贸易等业务	多元化产业投资公司
	8	山钢集团	改建	AAA	1777.17	国内**特大型钢铁生产企业**之一。公司目前业务以钢铁冶炼、加工为主，重点产品为中厚板、H 型钢、热轧薄板等，还涉及矿产资源开发、金融、物流贸易、装备制造、工程技术服务等非钢产业	聚焦型产业投资公司
新建	9	山东土地	新建	AAA	657.24	公司是山东省直管的**功能型国有资本投资运营公司**，主要承担山东省土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务，实施自然资源保护、开发、整理和经营，为重大基础设施、重点工程项目建设提供土地等自然资源要素支持，服务乡村振兴、黄河流域生态保护和高质量发展等重大战略。**以农村土地综合整治业务为主转为围绕土地等自然资源延伸产业链条（矿产及材料业务、产业园区业务、供应链业务等）发展**	强政策类投资公司
	10	山东发展	新建	AAA	469.65	山东省直属的**功能型国有资本投资运营公司**及省内基础设施建设和现代产业发展的投融资主体。公司主要从事股权投资、电力、贸易及酒店业务等。	强政策类投资公司（市场化运作相对较高）
	11	山东财金	新建	AAA	3528.30	为山东省省属骨干金融企业、**功能型国有资本投资运营公司**，山东财金集团致力于打造成为**财政金融政策联动的投资运营公司。**目前公司业务主要包括基金管理、基础设施建设投融资业务、股权投资管理、融资租赁和供应链服务五个方面。	强政策类投资公司
其他	12	山东国惠	新建	AAA	1870.89	公司定位于服务**新旧动能转换重大工程和支持全省推进新型工业化“两大平台”**，承担着以市场化手段贯彻省政府战略意图、做大做强优势产业，培育发展新兴产业的使命，职能定位明确，重要性高。目前已形成了融资租赁、生产制造、商品贸易及工程建设等并举的多元化业务布局，	多元化产业投资公司（兼部分运营职能）

表 1：山东省国有资本、投资运营公司概况（亿元）
资料来源：评级报告，wind 资讯，政府官网，远东资信整理

注：总资产数据截至 2024 年末

序号	主体	核心产业类业务	其他重要业务	政策性资本运作	贸易业务	基础设施建设及运营	其他业务
1	山东国投	**IT业务**，涉及服务器及微型计算机的生产与销售、系统集成、软件开发及云计算等。**由于公司浪潮集团（亦为省属企业）负责运营**，旗下拥有浪潮信息000977.SZ、浪潮软件600756、浪潮数字企业00596.HK三家上市公司，业务主要集中于国内2家上市公司	**医药：1）药品批发、零售**、现代医药物流、健康服务，由山东省医药集团负责经营；**2）儿童保健和治疗**，由华特控股（为华特达因000915.SZ第一大股东）负责经营		**产品：**油脂、纸浆及淀粉	–	**远洋渔业（**中鲁渔业200992.SZ负责）、**金融业务**（银行-德州银行、担保-山东省再担保、租赁-汇通金租）
2	鲁信集团	**金融服务板块：1）不良资产管理：**山东省金融资产管理股份有限公司；**2）信托业务：**山东省国信（1697.HK）；**3）创投业务：**鲁信创投（600783.SH）；**4）其他金融业务：融资租赁、小额贷款、典当等业务**（金鼎租赁有限公司、山东省鲁信小额贷款股份有限公司、山东省鲁信典当有限责任公司）	–			**天然气管道建设及天然气销售业务**	磨料磨具、印刷、水污染治理等
3	山东能源（兖矿集团）	**煤炭业务：**由兖矿能源（600188.SH）、新汶矿业集团有限责任公司、山东能源集团西北矿业有限公司、枣庄矿业（集团）有限责任公司等负责运营			**产品：**煤炭（为主）、油品、 矿产品		化工、房地产、装备制造、工程施工以及其他类业务（包含金融（中泰证券）和新材料业务）
4	华鲁集团	**高端化工业务：新能源新材料相关产品、肥料** 及有机酸 和醋酸及衍生品的生产、销售。**由** 华鲁恒（600426.SH）负责运营	**医药：1）解热镇痛药生产与销售，**新华制药（000756.SZ）**2）抗生素类药生产与销售，**鲁抗医药（600789.SZ）		–	铁路基础设施（直投项目）	环保
5	山东黄金	**黄金业务：**由山东黄金（600547.SH）、山东黄金有色矿业集团有限公司、山东黄金集团（北京）产业投资有限公司等负责运营			**产品：**有色金属		有色金属矿山业务
6	山东高速（齐鲁交通）	**1.路桥建设及运营：**高速公路的建设、养护、管理及道路运营任务，由山东高速（600350.SH）、齐鲁高01576.HK负责； **2.工程施工：路桥项目的施工建设，**由山东路桥（000498.SZ）负责；			**产品：**绿色化工：商超、油料零售（服务区）；沥青等建材销售及油料销售（新材料集团）；煤炭、粮食（物流集团）；混凝土枕木贸易及各类高端装备、新材料、新能源、绿色化工等（山东轨交）		铁路运输（地方铁路货运业务）；金融业务（银行（威海银行09677.HK）、保险（泰山财险）、金融服务（山高控股0412.HK）
7	鲁商集团	**零售业：**零售店面包含百货及百货超市复合店、便利店、家居店、家电店、购物中心、汽车4S店等；由银座股份（600858.SH）、山东银座商城股份有限公司、山东银座汽车有限公司负责运营	**1.医药：**涉及药品、化妆品、原料药及添加剂和其他产品，主要由福瑞达（600223.SH）负责运营。 **2.地产和物业业务：**涵盖住宅、大型购物广场、写字楼、酒店等，由山东域发负责。		**产品：**有色金属	–	–
8	山钢集团	**钢铁：**以钢铁冶炼、加工为主，重点产品为中厚板、H 型钢、热轧薄板等。由山东钢铁（600022.SH）、莱芜钢铁集团有限公司等负责运营			**产品：**钢铁		矿产资源、新材料等业务
9	山东土地		**1.农村土地综合整治业务：**土地要素生产和调制展开（包括耕地占补平衡指标、增减挂钩指标和其他土地资源要素） **2.矿产及材料业务：**矿产业务和材料制造业务（沥青及各类改性沥青）； **3.供应链业务：**铁矿石、电解铜、原油、钢材和沥青等； **4.产业园区业务：**产业园建设与经营				
10	山东发展		**股权投资：1）直接股权投资（为主），**投资标的主要为**电力**、热力生产和供应业、**铁路运输业**及石油、煤炭及其他燃料加工行业大型国有企业；**2）私募股权基金投资，**主要投向包括山东省“一圈一带”区域内重大基础设施、战略性新兴产业、高新技术产业、生态环保产业、社会民生事业等。由公司本部、绿色投资、丝路公司等负责运营。	**委托贷款业务：1）丝路公司政策性贷款业务，**主要为“十三五”易地扶贫搬迁政策性贷款。 **2）山东省基建基金委托贷款，**主要由能交基金、煤炭基金、电力基金、铁路基金、路港建设费及省筹其他基金滚动积累组成。	**产品：**有色金属、国内石油化工企业聚乙烯、液化石油气及铁矿石贵金属等	**发电：**主要为风电业务，由绿色能源负责运营	酒店经营、系统集成及技术服务、融资租赁等
11	山东财金		**1.股权投资：**围绕山东省经济、社会事业重点领域和薄弱环节进行投资 **2.供应链服务业务：**主营产品为成品油、涂料、铝锭、煤炭等（2021年新增，起步阶段）。 **3.融资租赁：**聚焦绿色租赁、产业金融，深耕大健康、大民生两大支柱，近年在卫生和社会服务业新增投放较多。	**基金管理业务：**山东省省级政府引导基金和自主组建基金管理业务，山东省 新动能基金管理有限公司负责	**产品：**成品油、涂料等	**基础设施服务业务 ：**基础设施投融资业务（统贷统还，支持棚改项目、大班额项目和路安工程项目）和PPP 项目。	
12	山东国惠		**1.融资租赁：**由国泰租赁负责运营，以售后回租为主，主要涉及城市公用、能源环保、工程建设、交通物流和文化旅游等行业。 **2.生产制造业务：**主要由鲁银投资（600784.SH，盐制品和新材料）和圣阳股份（002580.SZ，电池生产）负责运营		**产品：**铁矿石、铜精矿、电解铜等境外转口贸易；矿 石矿粉、水泥、钢材、电器设备等，山东省内为主	**工程施工：**桩基工程、市政绿化项目	房地产、小额贷款业务等

表 2：山东省国有资本、投资运营公司并表主营业务情况
资料来源：评级报告，募集说明书，wind 资讯，远东资信整理

至 2024 年 6 月底，相关债权资产账面价值为 1.19 亿元，正常类及关注类已完成回收，剩余均为次级类资产，处于清收阶段。股权投资业务以直接股权投资和私募股权基金投资为主，直接股权投资方面，投资标的主要为电力、热力生产和供应业、铁路运输业及石油、煤炭及其他燃料加工行业大型国有企业，截至 2024 年 6 月末，公司直接股权投资项目账面价值 205.05 亿元，23 年实现收益 5.1 亿元，获得现金分红 5.55 亿元；私募股权基金投资方面，由子公司绿色投资负责运营，基金主要投向包括山东省“一圈一带”区域内重大基础设施、战略性新兴产业、高新技术产业、生态环保产业、社会民生事业等，截至 2024 年 6 月末，绿色投资的基金（直接或间接）募集总规模为 196.82 亿元，2023 年，公司实现基金管理费收入 2164.83 万元。此外，山东发展还涉及风电、贸易等业务，对其营收形成重要补充。

山东财金：以基金管理和基础设施服务为主要业务。基金管理包括省级政府引导基金业务和自营基金业务，其中，政府引导基金主要为由子公司山东省新动能基金管理有限公司负责，代省财政厅履行出资人职责，运用各类政府专项资金进行基金管理，截至 2023 年末，公司引导基金累计参股子基金 218 支，引导基金总规模为 401.50 亿元；自营基金业务由山东财金资本等多家具有私募基金管理人资质的子公司负责运营，截至 2023 年末，公司共 34 只主要自营基金，总规模 516.41 亿元，期末基金实缴到位总规模 314.73 亿元。基础设施服务主要是为基础设施建设提供投融资服务（统贷统还，支持棚改项目、大班额项目和路安工程项目等）和项目实施服务（PPP 项目等）。此外，山东财金业务还涉及融资租赁、供应链服务等业务。同时，山东财金积极布局金融板块，2024 年山东财金收购泰合资产管理有限公司（地方 AMC）、德邦证券股份有限公司股权，并成为二者控股股东。

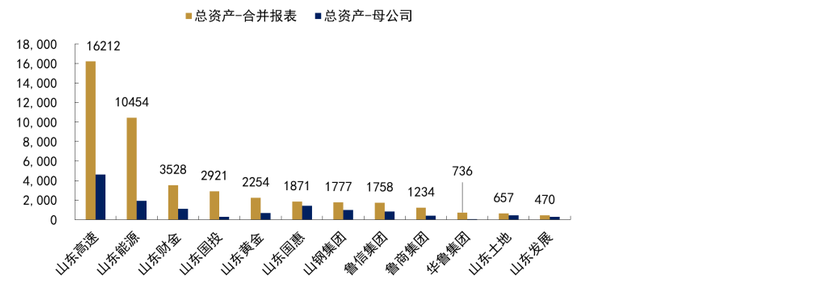


图 3：截至 2024 年末山东省 12 家省属国有资本、投资运营公司资产情况（亿元，%）
资料来源：wind 资讯，远东资信整理

三、财务透视：公司资产及盈利状况

（一）资产维度

从资产规模来看，山东省属 12 家国有资本投资运营公司资产规模分化明显。依据 2024 年末财务数据，合并报表层面，可分为四个梯队：山东高速和山东能源资产规模分别为 16,212 亿元、10,454 亿元，二者超万亿的资产规模显著高于其余公司，居第一梯队；山东财金、山东国投、山东黄金资产规模居第二梯队，资产规模在 2000-4000 亿元，其中山东财金规模最大，超 3000 亿元；山东国惠、山钢集团、鲁信集团资产规模相近，在 1000-2000 亿元，居第三梯队；华鲁集团、山东土地、山东发展资产规模不足 1000 亿元，居第四梯队，其中山东发展规模最小，不足 500 亿元。母公司层面，分化亦较明显，山东高速母公司资产以 4614 亿元明显高于其他公司，山东能源、山东国惠、山东财金、山钢集团母公司资产规模在 1000-2000 亿元，鲁信集团、山东黄金母公司资产规模次之，在 500-1000 亿元之间，其余公司均不足 500 亿元，其中山东发展母公司资产规

模不足百亿。

从具体资产构成来看，母公司层面，由于公司本部不经营具体业务，母公司资产主要以其他应收款、其他权益工具投资、长期股权投资为主。其中长期股权投资主要为对子公司的投资，其他应收款主要是对下属子公司的资金拆借。从 2024 年末的数据来看，鲁商集团、山东黄金、山钢集团、山东土地对子公司拆借规模较大。

合并报表层面，由于各公司的职能定位及业务板块不同，资产结构有较大差异。根据合并报表资产构成特征，整体可以分为四类，一是以产业类子公司业务形成资产为主，包括山东国投、华鲁集团、鲁商集团、山东能源、山东黄金、山东高速、山钢集团。7 家公司均有较清晰的主营业务，合并报表资产构成主要为产业类子公司业务形成的资产，在财务报表中体现为应收票据及应收账款、预付款项、存货、投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产等科目，本文将上述科目归类为产业类子公司业务板块形成资产（不考虑融资租赁业务、银行贷款类业务、股权投资业务）。由于山东国投和山东高速还分别通过德州银行及威海市商业银行开展银行板块业务，二者产业类子公司业务板块形成资产占总资产比例相对略低，而其余 5 家公司产业类资产占比均超 50%。

二是以金融资产及对金融类子公司长期股权投资为主，包括鲁信集团。鲁信集团合并报表资产科目主要为交易性金融资产、债权投资和长期股权投资，其中交易性金融资产主要为山东省金融资产管理股份有限公司收购的不良资产包，债权投资主要包括信托计划、资产管理、债券投资、不良资产等金融资产。长期股权投资（836 亿元）中有 431 亿元的对恒丰银行股份有限公司投资和近 45 亿元的对富国基金、民生证券、济南农商行等金融类公司的投资。

三是以股权投资形成资产为主，包括山东国惠、山东发展。山东国惠合并报表资产端权重占比最大的科目为其他权益工具投资（占比 50%），主要为 18 年划入的十余家省属国企 20% 股权。山东发展合并报表资产规模较小，科目主要为其他权益工具投资、其他非流动金融资产、长期股权投资，主要由接收的省建基金股权资产和公司直接投资的股权项目形成。二者均具有一定国有资本运营职能，25 年山东国惠和山东发展吸收合并完成后，可进一步提升国有资本运营效率。

四是以政府职能类基础设施及其投融资服务形成资产为主，包括山东土地、山东财金。山东土地合并报表资产主要以农村土地整治及其延申业务形成的资产，和其他权益工具投资（主要为对山东铁路投资控股集团有限公司股权投资）构成。山东财金合并报表资产科目主要为长期应收款（占比 49%）和其他权益工具投资，长期应收款主要为拨付各项目公司（棚改、大班额等政府项目施工主体）项目资金和融资租赁款，山东财金作为基础设施投融资服务统贷统还主体，统贷统还业务形成的资产达 1659 亿元，占总资产比例近 50%；其他权益工具投资则主要为直接股权投资业务形成的资产。

（二）盈利维度

整体来看，山东省属 12 家国有资本投资运营公司盈利能力较好，但近年盈利有所承压。2020-2021 年受山东能源吸收合并兖矿集团、山东高速吸收合并齐鲁交通影响，整体营业收入和净利润均有较明显增幅，但 2022 年以来整体盈利有所承压，12 家国有资本投资运营公司整体营业收入增速放缓，净利润有所下滑。具体来看，2022-2024 年间，除山东钢铁、山东发展、山东钢铁、鲁信集团的营业收入有所下降外，其余公司营业收入均呈上升趋势，但 12 家公司毛利率多数呈下降趋势，仅山东国惠、鲁信集团、山东土地、山东财金、山东发展毛利率有所上升。

从收入结构来看，12 家公司均为投资控股型企业，经营成果主要来自于子公司。合并报表层面，山东国投、华鲁集团、山东国惠、山东能源、山东黄金、山东高速、山东土地 7 家公司经营性业务利润留存较多，其中山东国惠、山东能源、山东交通投资收益亦为公司利润重要补充；鲁商集团、鲁信集团、山东发展、山东财金利润主要来自投资收益；山东钢铁受钢铁行业景气度较弱

会计科目	山东国投	华鲁集团	鲁商集团	山东国惠	山东能源	山东黄金	山东高速	山钢集团	鲁信集团	山东土地	山东发展	山东财金
总资产-母公司	**299**	**73**	**412**	**1,432**	**1,932**	**709**	**4,614**	**1,010**	**863**	**462**	**308**	**1,133**
流动资产												
货币资金	34	2	18	58	55	23	64	67	8	12	18	124
交易性金融资产	54	1	0	10	5	-	-	-	18	-	3	7
应收票据及应收账款	1	-	-	-	0	-	4	0	-	-	-	-
预付款项	-	-	0	0	0	0	4	0	-	0	0	9
其他应收款	**3**	**4**	**232**	**103**	**327**	**310**	**670**	**450**	**4**	**182**	**6**	**206**
存货	-	-	-		-	-	0	-	-	-	-	-
其他流动资产	0	0	-	86	1	0	0	26	7	-	0	5
非流动资产												
发放的贷款及垫款	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-
债权投资	0	-	0		0	25	0	-	1	-	-	-
其他债权投资	-	-	-		-	-	-	-	-	-	-	-
其他权益工具投资	-	**19**	**3**	**905**	**126**	**130**	**215**	**2**	**10**	**126**	**139**	**50**
其他非流动金融资产	7	-	-		15	-	364	-	0	9	31	24
长期应收款	-	10	-		20	-	-	-	16	-	-	-
长期股权投资	**187**	**30**	**158**	**268**	**1,304**	**215**	**1,702**	**463**	**797**	**127**	**107**	**663**
投资性房地产	3	-	-		-	-	0	-	-	-	-	3
固定资产	1	0	0	2	39	4	1,050	3	0	7	0	0
在建工程	-	-	-	0	-	-	4	0	0	0	0	0
无形资产	0	0	0	0	34	0	529	0	0	0	0	0
母公司资产占合并报表资产比例	10%	10%	33%	77%	18%	31%	28%	57%	49%	70%	66%	32%

表 3：截至 2024 年末山东省 12 家省属国有资本、投资运营公司母公司报表主要资产情况（亿元，%）
资料来源：年报，募集说明书，wind 资讯，远东资信整理

会计科目	山东国投	华鲁集团	鲁商集团	山东国惠	山东能源	山东黄金	山东高速	山钢集团	鲁信集团	山东土地	山东发展	山东财金
总资产	**2,921**	**736**	**1,234**	**1,871**	**10,454**	**2,254**	**16,212**	**1,777**	**1,758**	**657**	**470**	**3,528**
流动资产												
货币资金	344	46	124	106	1,415	163	578	158	80	16	34	227
交易性金融资产	99	3	9	29	398	61	124	15	**168**	10	7	59
应收票据及应收账款	333	28	21	48	274	10	383	30	21	88	7	47
预付款项	58	7	35	6	242	66	129	13	14	21	2	21
其他应收款	26	5	134	8	383	59	238	49	10	73	10	83
存货	494	42	411	67	269	145	183	192	20	87	1	46
其他流动资产	64	21	77	82	404	14	301	84	100	4	6	191
非流动资产												
发放的贷款及垫款	**466**	-	13	-	-	-	2,138	1	-	-	-	22
债权投资	18	12	4	88	19	6	1,069	5	186	-	13	58
其他债权投资	207	4	5	-	333	-	960	-	4	-	-	6
其他权益工具投资	4	24	4	942	312	134	331	71	87	**126**	**164**	**302**
其他非流动金融资产	14	-	4	0	28	58	299	13	72	3	66	275
长期应收款	217	0	4	169	13	-	564	11	6	44	13	1,715
长期股权投资	70	1	13	11	533	15	395	187	836	9	38	225
投资性房地产	21	3	119	12	40	26	79	17	16	26	4	24
固定资产	146	377	127	49	2,380	604	1,945	580	23	26	51	13
在建工程	8	58	9	24	669	152	76	24	2	21	29	6
无形资产	34	41	39	66	1,306	509	5,100	92	3	22	1	49
产业类子公司业务板块形成资产占总资产比例（不包括融资租赁业务、银行贷款类业务、股权投资业务）	37%	75%	62%	15%	50%	67%	49%	53%	6%	44%	20%	6%

注释
1. 山东国投的发放贷款及垫款、其他债权投资（债券、同业存单、资产支持证券）科目为其子公司德州银行业务形成的金融类资产；山东高速的发放贷款及垫款为子公司威海银行业务形成的资产；
2. 山东国投、山东国惠、山东高速、山东土地长期应收款科目主要为融资租赁款项；山东财金长期应收款主要为拨付各项目公司项目资金和融资租赁款
3. 其他权益工具投资、其他非流动金融资产科目，主要为股权投资形成的资产；
4. 无形资产科目，山东能源、山东黄金、山东高速分别主要为采（探）矿权（77%）、矿权（95%）、特许权（85%）。

表 4：截至 2024 年末山东省 12 家省属国有资本、投资运营公司合并报表主要资产情况（亿元，%）
资料来源：年报，募集说明书，wind 资讯，远东资信整理

注：将黄色标注科目归类为产业类子公司业务板块形成资产。

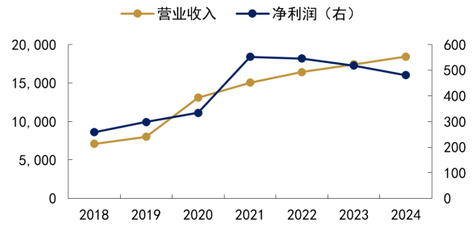


图 4：2018 年以来山东省属国有资本、投资运营公司总营业收入及净利润变动（亿元）
资料来源：wind 资讯，远东资信整理

公司类型	营业收入						净利润					毛利率				
	公司名称	总资产	2022	2023	2024	变动趋势	公司名称	2022	2023	2024	变动趋势	公司名称	2022	2023	2024	变动趋势
国有资本运营公司	山东国投	2921	1,193	1,385	1,771		山东国投	38	47	49		山东国投	14.92	13.95	11.68	
多元化产业投资公司	华鲁集团	736	456	475	515		华鲁集团	69	44	51		华鲁集团	27.07	21.02	20.03	
	鲁商集团	1234	334	463	471		鲁商集团	1	1	3		鲁商集团	27.66	19.73	17.38	
	山东国惠	1871	200	210	234		山东国惠	20	15	17		山东国惠	21.57	22.12	22.37	
聚焦型产业投资公司	山东高速	16212	2,318	2,601	2,793		山东高速	115	125	135		山东高速	18.43	17.96	16.16	
	山东能源	10454	8,347	8,664	8,665		山东能源	240	227	152		山东能源	16.41	11.08	9.81	
	山东黄金	2254	1,371	1,868	2,501		山东黄金	18	31	41		山东黄金	7.47	7.38	6.99	
	山钢集团	1777	1,827	1,408	1,125		山钢集团	-2	-24	-21		山钢集团	7.06	5.08	3.97	
金融类投资公司	鲁信集团	1758	123	128	96		鲁信集团	19	24	20		鲁信集团	35.96	41.78	41.11	
强政策类投资公司	山东土地	657	146	100	107		山东土地	3	4	4		山东土地	16.22	22.13	22.37	
	山东财金	3528	65	84	104		山东财金	17	20	22		山东财金	25.98	29.58	30.13	
	山东发展	470	41	34	34		山东发展	7	5	6		山东发展	13.56	20.85	21.83	

表 5：2022 年以来山东省 12 家省属国有资本、投资运营公司盈利情况（亿元，%）
资料来源： wind 资讯，远东资信整理

合并报表	山东国投	华鲁集团	鲁商集团	山东国惠	山东能源	山东黄金	山东高速	山钢集团	鲁信集团	山东土地	山东发展	山东财金
营业总收入	**1,771.27**	**515.47**	**470.79**	**233.69**	**8,664.84**	**2,501.22**	**2,793.13**	**1,125.18**	**95.69**	**106.94**	**34.05**	**104.38**
营业总成本	1,726.10	458.82	469.68	215.39	8,463.41	2,435.88	2,630.84	1,179.62	102.59	99.34	33.02	98.32
财务费用	**6.74**	**3.91**	**7.65**	**15.35**	**132.81**	**37.15**	**145.87**	**32.09**	**35.51**	**7.25**	**1.75**	**17.62**
营业总收入-营业总成本	**45.17**	**56.64**	**1.11**	**18.30**	**201.43**	**65.34**	**162.30**	**-54.44**	**-6.90**	**7.61**	**1.02**	**6.06**
投资净收益	**6.86**	**0.69**	**7.31**	**5.89**	**53.74**	**-0.80**	**68.00**	**34.52**	**44.39**	**0.90**	**8.91**	**24.85**
公允价值变动净收益	5.21	-0.07	0.19	-1.53	-11.62	-4.12	4.33	1.26	-0.12	-1.00	-0.55	0.44
资产减值损失	-7.33	-1.91	-0.89	-0.12	-16.47	-1.58	-14.55	-2.31	-0.13	-0.03	-0.19	-
营业利润	59.75	59.95	7.78	23.56	227.68	56.87	176.67	-18.24	24.40	7.68	6.24	30.28
净利润	**49.48**	**50.97**	**3.04**	**16.56**	**152.03**	**41.35**	**135.05**	**-20.52**	**20.09**	**4.49**	**5.90**	**22.34**
母公司报表	**山东国投**	**华鲁集团**	**鲁商集团**	**山东国惠**	**山东能源**	**山东黄金**	**山东高速**	**山钢集团**	**鲁信集团**	**山东土地**	**山东发展**	**山东财金**
营业总收入	**0.25**	**0.22**	**1.08**	**3.07**	**0.64**	**0.15**	**150.71**	**0.59**	**0.19**	**0.56**	**0.78**	**0.14**
营业总成本	7.67	0.96	5.64	5.19	43.27	12.25	187.63	13.00	15.55	1.96	4.24	2.54
财务费用	**4.20**	**0.33**	**4.32**	**4.22**	**31.13**	**10.71**	**62.00**	**10.59**	**13.83**	**0.49**	**0.68**	**0.74**
营业总收入-营业总成本	**-7.43**	**-0.74**	**-4.56**	**-2.12**	**-42.62**	**-12.10**	**-36.92**	**-12.42**	**-15.36**	**-1.40**	**-3.46**	**-2.40**
投资净收益	**10.31**	**7.14**	**3.12**	**3.11**	**59.50**	**98.08**	**28.60**	**11.19**	**20.18**	**1.46**	**6.32**	**8.84**
公允价值变动净收益	4.30	-	0.00	-	-2.83	-	9.59	-	-0.80	-	-0.31	-4.84
资产减值损失	-	0.18	0.00	-	0.15	-0.08	0.17	-	0.00	-	-	-
营业利润	7.49	6.59	-1.42	1.00	14.21	85.93	3.15	4.10	4.02	0.06	2.55	1.60
净利润	**6.89**	**6.66**	**-1.46**	**0.99**	**14.17**	**85.86**	**3.67**	**3.61**	**3.99**	**0.06**	**2.56**	**2.53**

表 6：2024 年山东省 12 家省属国有资本、投资运营公司收入结构（亿元）
资料来源： wind 资讯，远东资信整理

企业名称	债券存量规模	存量公募债规模占比(%)	存量只数	债券总发行额	总发行只数	中债估值（加权平均,%）	发行利率（加权平均,%）
山东高速	1510.51	87	80	4806.17	248	1.99	3.29
山东能源	643.52	85	43	3041.64	215	2.11	3.25
山钢集团	444.82	91	42	4387.80	300	1.93	2.72
山东黄金	320.35	78	25	2026.73	196	2.06	2.55
山东财金	305.49	87	20	397.43	30	1.95	3.15
山东国惠	268.68	56	41	789.58	86	2.19	3.22
鲁信集团	215.00	100	17	568.00	60	2.04	3.25
山东国投	165.00	100	20	785.00	81	1.93	2.66
山东土地	158.16	38	21	189.51	22	1.93	3.11
鲁商集团	110.15	75	22	1696.98	226	2.96	3.63
山东发展	35.00	100	5	75.00	12	1.91	2.36
华鲁集团	31.58	32	3	187.58	24	2.89	2.17

表 7：2024 年山东省 12 家省属国有资本、投资运营公司债券发行情况（亿元，%）
资料来源： iFinD，远东资信整理

注：存量债券数据截至 2025 年 5 月 22 日，包含境外债；中债估值数据为 2025 年 5 月 21 日，考虑行权的估值；中债估值、发行利率计算时剔除永续债及无估值数据，其中中债估值以债券余额加权，发行利率以发行规模加权。

影响，公司经营业绩持续亏损，投资收益成为其利润重要来源。母公司层面，母公司不经营业务，因此母公司收入及利润主要来自投资收益，费用主要来自财务费用，其中鲁信集团、山东黄金、山钢集团、山东国惠财务费用占比较高。

四、债券市场：存量债券及债券估值概况

山东省 12 家国有资本投资运营公司存量债以公募债为主，且规模分化明显；山东发展、山东国投、山东土地、山钢集团、山东高速的加权中债估值收益率相对较低。截至 2025 年 5 月 22 日，12 家公司存量债中超八成为公募债，且存量债规模存在一定分化，其中山东高速存量债规模最高，达 1510.51 亿元，山东能源次之，存量规模达 643.52 亿元；山钢集团、山东黄金、山东财金存量债规模在 300-500 亿元之间；山东国惠、鲁信集团、山东国投、山东土地、鲁商集团存量债规模在 100-300 亿元间；山东发展和华鲁集团存量债规模最小，不足 50 亿元。从债券估值来看，山东发展、山东国投、山东土地、山钢集团、山东高速的加权中债估值收益率相对较低，不足 2%。

国际信用行业发展趋势和中国评级机构的国际化之路

远东资信客户服务中心、研究院创新业务部 / 赵恒
远东资信客户服务中心 / 车海平

【摘 要】

信用评级作为现代金融市场的“看门人”，其百余年的演进深刻塑造了全球资本流动格局与风险管理范式。自 20 世纪初穆迪开创现代评级业以来，信用评级已由最初针对单一债券的评估，扩展为覆盖企业、金融机构、政府以及结构化金融产品的多层次风险评价体系。伴随金融一体化进程加速，评级机构的地位与影响力日益凸显，其方法质量和市场公信力也空前受到各方关注。从 1909 年《铁路投资分析》的问世，到当下全球监管格局的重塑与中国评级力量的崛起，行业发展始终交织着商业模式变革、监管博弈与权力再分配。

本文立足国际与中国的双重视角，系统梳理全球信用评级行业的发展脉络、监管演变与最新趋势，深入剖析中国评级行业的成长路径、国际化策略与面临的挑战，并聚焦探讨中国评级机构未来的国际化路径与前景。通过国际与中国双线和历史与未来双维的分析框架，力求揭示全球评级行业的演进规律，为中国评级机构走向国际市场提供系统化的理论支撑与政策建议。



一、国际信用评级行业的发展历程与监管演变

1. 商业模式的奠定与演变

现代信用评级业诞生于 1909 年约翰·穆迪创办《铁路投资分析》之际。当时，评级信息通过付费刊物向投资者出售，收费对象与受众保持一致，使评级人必须以投资者的利益为出发点。这种“投资者付费”模式把独立性塑造成评级机构最宝贵的“信誉资本”。1929 年大萧条期间，投资者对可靠信息的渴求进一步凸显了这一商业模式的价值，穆迪等评级刊物的订阅量逆势上升，评级结果被视为动荡市场中进行投资决策的关键依据，行业地位由此确立。

然而，随着 20 世纪 60-70 年代复印技术普及、债券市场迅速扩张，刊物订阅费难以覆盖不断攀升的成本，搭便车效应导致“投资者付费”模式逐渐失灵。评级机构于是转向向发行人直接收费。“发行人付费”大幅抬高了收入天花板，推动评级覆盖范围从铁路债延伸到工业、金融乃至主权和结构化产品，行业第一次实现规模化与标准化经营。

但客户与评级对象的合一，也在体系内部埋下利益冲突的隐患。1974 年，标准普尔完全转轨至发行人付费后，业界普遍注意到其对同类工业债给出的评级整体趋于宽松，明显高于此前水准。这一评级拔高现象暴露了利益冲突，为后来的金融危机评级失灵埋下伏笔，也促使 NRSRO 牌照制度和评级硬挂钩监管的诞生，标志着评级业纯市场化时代的终结。

2. 从 NRSRO 制度化与全球扩张（1980s-2000s）

发行人付费所引出的利益冲突最终招致监管介入，却意外将三大机构推上权力高峰。1975 年，美国 SEC 创设 nationally recognized statistical rating organization（NRSRO）制度，并在随后十余年把外部评级嵌入相关规则：净资本要求（Rule 15c3-1）[Rule15c3-1：https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-240/subpart-A/subject-group-ECFR541343e5c1fa459/section-240.15c3-1]、货币基金投资范围（Rule 2a-7, 1982）以及银行持仓折扣等。评级由此从市场信息跃升为法定准入门槛。因为首批仅认定穆迪、标普、惠誉，监管本身铸就了寡头壁垒。1988 年《巴塞尔协议 I》[《巴塞尔协议 I》https://www.bis.org/publ/bcbs04a.pdf] 允许各国银行监管者用 NRSRO 等外评确定风险权重；2004 年《新资本协议》进一步确立外部信用评估机构（ECAI）[《巴塞尔协议 II》https://www.bis.org/publ/bcbs107.pdf] 框架，将这一美国做法升级为全球银行业共通标准。伴随美元资本全球化，三大机构在欧洲、亚太迅速设点并购，其“监管执照”随资本流动一并输出，评级机构成为事实上的全球信用门槛制定者。

在发行人付费与监管特许双重激励下，缺乏外部制衡的评级体系开始失真。2001 年安然破产前四日依旧保持投资级，突显评级滞后；同一时期结构化产品激增，2005-2007 年间发行的次级抵押贷款支持的担保债务凭证（CDO）中，其约 80% 的券次被评为 AAA 级 [《金融危机调查委员会报告》https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf]。舆论与政策震动催生 2006 年《信用评级机构改革法案》，引入信息披露与准入放宽，但冲击已难逆转，利益冲突与模型缺陷最终在次贷危机中全面爆发。

3. 金融危机与监管重塑

2008 年全球金融危机爆发，评级机构因对次级抵押贷款支持证券（MBS）和担保债务凭证（CDO）等复杂金融产品给予高评级，不仅未能警示风险，反而加速资产泡沫的破灭。美国金融危机调查委员会（FCIC）在其 2011 年发布的报告 [THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT https://www.govinfo.gov/content/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf] 中指出，“信用评级机构对 CDO 的高评级错误地鼓励了投资者和金融机构购买这些产品，并使得非优质抵押贷款的持续证券化成为可能。”这场系统性失灵引发全球监管重塑，改革大体沿两条主线展开，分别是对内强化问责以及对外削弱依赖。

危机后，各国首先着手拆除评级机构以“言论自

由”为名长期享有的免责壁垒。在美国，2010 年《多德 - 弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》[《多德 - 弗兰克法案》https://www.sec.gov/ocr/wallstreetreform-cpa-ix-c.pdf] 专设 Title IX-C，对评级机构施加前所未有的法律与合规约束：投资者起诉的证明标准被降低，如果评级机构明知评级存在问题或罔顾明显风险而发布该评级，将不再轻易脱责；机构必须设立独立合规官，向证券交易委员会提交详尽的年度报告，披露模型假设、人员变化与潜在利益冲突。欧洲紧随其后，2013 年《信用评级机构监管条例》[CRA Regulation III https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:146:0001:0033:EN:PDF] (CRA Regulation III)确立了“重大过失”民事责任，并通过主权评级发布时间窗口、对复杂再证券化产品引入强制轮换等措施，压缩单一机构对市场的影响力。评级机构自此需为其结论承担直接的司法与财务风险。

与此同时，监管者意识到金融体系对外部评级的硬挂钩才是风险放大的源头，于是启动了系统性去依赖。2012 年 G20 峰会的推动和金融稳定理事会（FSB）的指引下，全球监管机构倡导金融机构构建自身的内部信用评估体系，减少对外部评级的机械引用；美国《多德 – 弗兰克法案》第 939A 条更是要求所有联邦监管机关删除法规中的 NRSRO 评级字样，改用量化阈值或内部模型。2023 年，美国证监会修订 Regulation M[SEC 通过修正案，从法规 M 中删除对信用评级的引用 https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-105] ，移除最后残存的评级例外，被官方视为去评级进程的收官标志。

高昂的合规成本与潜在诉讼风险促使三大机构加大模型透明度和合规投入，并积极向数据订阅、风险技术和 ESG 评价等多元业务转型，以淡化对发行人付费的单一依赖。

4. 合规高压下的新格局

危机后的十余年，合规已由后台职能上升为评级机构的核心支柱。穆迪、标普、惠誉先后因模型缺陷、通信留痕不合规等问题被美国 SEC 重罚，尤其是 2018 年穆迪遭遇的 1625 万美元 [SEC 对穆迪罚款 https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2018-169] 和 2024 年 6 家信用评级机构合计 4900 万美元 [SEC 对 6 家机构罚款 https://www.reuters.com/business/finance/us-sec-charges-six-credit-rating-agencies-with-recordkeeping-failures-2024-09-03/] 的罚款。三大机构随即建立与主营业务同层级的内部控制框架，涵盖合规官直报董事会、全流程数据留痕与年度模型审查。激增的合规成本促使商业模式转型，为降低对发行人付费的依赖并满足监管对透明度、可追溯性的要求。2016 年—2022 年，三大机构通过密集并购进行数据与算法的结合：标普以 5.5 亿美元收购大模型公司 Kensho[标普收购 Kensho https://investor.spglobal.com/news-releases/news-details/2018/SP-Global-to-Acquire-Kensho-Bolsters-Core-Capabilities-in-Artificial-Intelligence-Natural-Language-Processing-and-Data-Analytics-2018-3-6/] ，将 NLP 和预测算法嵌入实时新闻解析；穆迪以 30 亿欧元收购 Bureau van Dijk[穆迪收购 Bureau van Dijk https://ir.moodys.com/press-releases/news-details/2017/Moodys-to-Acquire-Bureau-van-Dijk/] ，拿到全球超 4 亿家私营企业财务与股权链数据，又在 2019 年控股 Vigeo Eiris，快速补全 ESG 方法论。惠誉则通过收购 GeoQuant，把地缘政治风险量化模块接入主权与企业评分。这场由合规驱动的战略转型，将数字化转型与合规需求紧密绑定，一方面提高了评级效率与可验证性，另一方面开辟了风险数据订阅、API 服务等经常性收入途径，也为其巩固全球平台型巨头的地位奠定了基础。

三大巨头的内部转型，与监管层推动的去依赖政策相结合，为市场挑战者创造了前所未有的发展空间。这些新兴力量主要从三个维度寻求突破，在新兴赛道上，环境、社会与治理（ESG）评价因标准尚未统一，成为换道超车的良机。欧洲的 Sustainalytics 和 Scope 等机构依托本土领先的可持续金融法规，形成了专业优

指标	穆迪投资者服务公司（Moody's）	标普全球评级（S&P Global Ratings）	惠誉国际信用评级（Fitch Ratings）
创立年份	1909（母公司 1900）	1860	1913
总部	纽约	纽约	纽约、伦敦
2024 年收入	70.9 亿[13]	142.1 亿	20 亿
主要地区收入占比	北美（NA） 55 % 欧洲、中东、非洲（EMEA） 29 % 亚太（APAC）11 %	NA 60.8% EMEA22.9% APAC10.5%	NA 48% EMEA 35% APAC_LatAm 17%
近年关键并购	Bureau van Dijk（30 亿欧元，2017），获得全球 4 亿条私企财务与股权链信息； RMS（$20 亿，2021），快速切入气候与保险风险评估	Kensho（AI，2018），补齐 NLP 与机器学习能力； IHS Markit（$440 亿，2022），一次性打通大宗商品、汽车、供应链等纵深数据链	CreditSights（2021）； GeoQuant（AI，2022），将高频地缘政治风险模型嵌入主权与企业评分流程
收入结构 2024 年数据	分析（MA）46.5% 投资者服务（MIS）53.5%	订阅 55.5% 非交易 36.6% 资产挂钩费用 7.9%	评级 60% 数据订阅 30% 金融培训与人才发展 10%
战略指向	依托“风险科技”与气候模型，将 Analytics 打造成未来增长主引擎	从“评级机构”升级为“跨资产数据与指数平台”，并购重塑业务核心	保持评级“纯度”，补课数据与地缘分析

表 1：三大评级机构对照表
数据来源：年报 、Fitch 为私营企业，数据为行业估算

注：穆迪投资者服务公司 2024 年收入：穆迪公司报告收益 https://qz.com/moodys-corporation-mco-reports-earnings-1851764130

势。在区域市场上，本土化需求推动了全能型机构的崛起。德国的 Scope 利用其欧盟牌照在特定领域扩大份额，而日本的 JCR 与 R&I 则凭借其在日本及东盟市场的深厚根基，成为当地本币债的首选。在地缘政治层面，对现有评级体系的疑虑催生了替代方案。自 2017 年以来，金砖国家多次提出共同建立独立评级平台的倡议，旨在缓解现有评级体系可能存在的结构性偏差。

在内部转型与外部竞争的共同作用下，全球评级业正由过去的寡头结构演变为一个多元力量共生的生态体系。在这个新格局中，第一层级是掌握核心数据与标准的全球平台型巨头；第二层级由具备多地牌照的区域综合性机构和专注 ESG、地缘政治等细分领域的专业机构组成；而第三层级则可能由主权背景的联盟化平台构成。未来，行业的竞争边界将由数据资源、技术能力和场景化服务共同定义，而严格的合规要求与持续的“去依赖”政策，则构成了行业演进的底层规则。

二、典型国家 / 地区信用评级生态对照

1. 美国：寡头格局与多元营收

美国评级市场呈三家平台型领先机构与多家专业化评级机构的双层结构。第一层，三大机构依托先发的 NRSRO 牌照优势，控制全球资本市场 90% 以上的评级份额，第二层由一批高度专业化的评级机构组成，它们

名称	成立日期	总部地点	认证日期	评级类别	评级方法	业务范围
A.M. Best Rating Services, Inc	1899 年	美国	2007 年 9 月 24 日	保险行业评级	专有评级方法	保险行业
DBRS, Inc.	1976 年	美国	2007 年 9 月 24 日	多种债务工具	定量与定性分析	金融机构、企业和结构化金融产品
Demotech, Inc.	–	美国	2022 年 7 月 11 日	保险公司评级	专有评级方法	保险公司
Egan-Jones Ratings Co.	1982 年	美国	2007 年 12 月 21 日	多种债务工具	独立分析	企业和金融机构
Fitch Ratings, Inc.	1913 年	美国	2007 年 9 月 24 日	各类债务工具	定量与定性分析	金融机构、企业和结构化金融产品
HR Ratings de México, S.A. de C.V.	–	墨西哥	2012 年 11 月 5 日	多种债务工具	本地化评级方法	拉丁美洲市场
Japan Credit Rating Agency, Ltd.	–	日本	2007 年 9 月 24 日	各类债务工具	本地化与国际化结合	日本市场
Kroll Bond Rating Agency, Inc.	2006 年	美国	2008 年 2 月 11 日	多种债务工具	独立分析	金融机构、企业和结构化金融产品
Moody's Investors Service, Inc.	1909 年	美国	2007 年 9 月 24 日	各类债务工具	定量与定性分析	金融机构、企业和结构化金融产品
S&P Global Ratings	1860 年	美国	2007 年 9 月 24 日	各类债务工具	定量与定性分析	金融机构、企业和结构化金融产品

表 2：获得美国 SEC“全国认定评级组织”（NRSRO）认证的公司
信息来源：SEC 官网

通过深耕保险、结构化融资或特定区域债券等垂直领域，通过差异化服务维系独立生存空间。

从表中可以看出，三家领先评级机构无论在业务规模、国际布局还是并购能力方面都处于行业顶端，并已实现收入结构的高度多元化。在细分领域还有一批中小型评级公司展现出独特优势。A.M.Bes 专注于全球保险评级，已成为保险资本管理的重要基准。DBRS Morningstar 则结合信用评级与投资研究，深耕北美和欧洲的中端企业债与结构化产品市场。这类机构通常专注巨头未及的垂直赛道，强化专业方法和数据库建设，并通过获得 NRSRO 或 ECAI 资质、设立海外分支，提升自身在国际和本地市场的服务能力和影响力。

美国评级市场的另一大特点是其监管体系的开放性。除了鼓励本土机构发展，美国也向符合资质的外国评级机构发放 NRSRO 牌照。美国证券交易委员会的 NRSRO 牌照体系目前覆盖 10 家机构，其中包括日本 JCR、墨西哥 HR Ratings 等外资主体。意图引入专业化竞争，防止寡头市场完全僵化。

综上所述，美国通过 NRSRO 这一核心制度，巧妙地构建了一个在寡头主导的框架内鼓励专业化发展与差异化竞争的复杂生态。它既利用三大机构的规模效应维持了在全球资本市场的话语权，又通过对专业机构和外资的开放，保持了体系内部的竞争活力与适应性。这种主导力量集中，市场准入开放的模式，为理解其他国家评级行业的发展路径提供了一个关键的参照基点。

2. 日本：银行本位到评级共存

日本评级行业的演进，始终围绕着一个核心矛盾展开，即如何在根深蒂固的“银行本位”金融体系中，为直接融资市场建立信用标尺，并平衡本土评级机构与强势进入的国际巨头之间的关系。

日本的信用评级行业在亚洲起步最早，债券市场始于 19 世纪末的明治维新时期。但长期受“银行本位”金融结构束缚，企业融资主要依赖主办行贷款，债券发行必须提供实物抵押，信用风险由银行内控与担保机制吸收。二战后，在政府的行政指导和以银行为主导的行业规则下，强制抵押义务被进一步强化，导致债券市场始终处于流动性匮乏和高度管制的双重困境中。

大萧条以后，企业面临融资困难，大量企业到国外发债，日本政府开始重视国内融资渠道的拓展，对债券市场实行市场化改革。债券利率逐步自由化，担保要求放宽。1975 年，日本债券研究所 (JBRI) 成立。1977 年，日本证券交易委员会发布报告《怎样发展日本债券市场》，首次建议解除强制担保制度并引入信用评级，建立独立于担保债券发行的复评级制度。1985 年成立的日本信用评级机构 (JCR) 与日本投资者服务公司 (NIS) 在政府支持下，与同期进入的穆迪、标普并列为指定评级机构。1989 年大藏省正式将双评级制度 (Double Rating，DRA) 规则化，要求公司债券至少获得一家本土和一家国际机构的评级。此举既迅速放大了国内评级覆盖面，又在制度层面为本土机构留出固定份额，实现了外来方法论与本土数据优势的平衡，日本评级市场形成了国际巨头、本土机构相互牵制、相对均衡的发展格局。

1990 年代，债券发行实现自由化，债券利率定价与企业信用状况挂钩，公司债发行量快速攀升；多起违约事件使投资者真切感受到评级信息的必要性，债券发行人约有 50% 选择评级，约有 60% 采用了双评级。行业竞争加剧，国际巨头通过收购整合提高在日份额，本土机构则借政策红利和信息优势站稳脚跟。

2007 年以后，日本政府推动评级业对接欧美监管标准并“走出去”，JCR 与 R&I 均获得美国 SEC NRSRO 资质，R&I 后于 2011 年为聚焦亚洲市场而主动退出。JCR 还进一步取得欧盟 CRA 资质，并与东盟多国评级机构互认，成为日本评级力量向外输出的典范。如今日本市场由 JCR、R&I 与三大国际机构东京分支共同构成寡占格局，其中本土机构在境内企业债和地方政府债等领域依然保持着显著优势。

3. 德国：监管推动多元化

德国的信用生态呈现出与美国市场化主导的模式迥异的面貌，其根源并非市场自发选择，而是深植于其独特的制度设计。其一，自 1934 年起由中央银行或金融监管局运营的强制性公共信贷登记系统，构成了社会性的信用信息基础设施；其二，《联邦数据保护法》对个人与企业数据的收集和使用设定了严格边界。这种在数据采集上强调全面、在使用上强调审慎的监管哲学，从根本上引导了德国评级业走向专业化分工，而非规模化集中。

这一制度环境恰好契合了德国经济支柱是数量庞大、专注于特定领域的中型制造企业（Mittelstand）的经济结构。这些企业多为非上市家族企业，财务稳健但信息披露意愿低。它们需要的并非适用于跨国上市公司的标准化评级模型，而是基于长期跟踪、能深刻理解其行业技术、地区生态与供应链特征的关系型信用服务。市场需求由此催生了像 Creditreform 这样的综合信用服务商，其核心资产并非评级牌照，而是基于数十年贸易账款数据积累的深度企业洞察，以及覆盖全国的应收账款管理网络，与实体产业链高度耦合。

内容	公共信用信息系统		私营信用服务系统	行业协会
体系框架	联邦银行信贷登记中心系统	企业破产记录、企业工商登记信息、债务人信息	个人信用服务和企业信用服务	会员制信用主体联合系统
信息采集机制	强制收集	强制收集	基本信息（主要来自政府部门和公共机构）；信用信息（主要来自金融机构、合作伙伴和私人部门等）	建立信用信息共享平台，会员间共享信用信息
信息采集成本	政府承担	政府承担	政府信息部分免费，其他信息按照市场交易原则定价、付费	信息采集成本主要由会员单位分担，部分信息可能需要会员付费获取
信息使用	只向金融机构提供，不向社会开放	公开可查询	信用服务机构每年有义务向公民或企业提供一次免费的查询服务	行业协会的信用信息主要用于会员内部的商业决策和风险管理
作用	为金融监管提供支持，保障金融系统信息安全。		满足多样化市场需求，提供专业信用服务	促进行业自律，为企业提供交流与合作的平台

表 3：德国信用体系框架对比
信息来源：德国联邦银行、司法部门、德国信用服务行业协会相关文件

在强大的公共基础与差异化的市场需求共同塑造下，德国最终形成了如下功能互补、层次分明的机构版图：

在基础征信层，Schufa Holding AG 定位个人与小微企业征信，其数据库覆盖约 6800 万自然人和 600 万家公司 [Schufa 数据库信息 https://www.schufa.de/en/scoring-data/data-schufa/] ，是德国信贷与消费场景的基础信息源。在商业评级与服务层，Creditreform（信用改革联合会）成立于 1879 年，深耕中小企业综合服务；而 Scope Ratings 则以公开市场评级切入，目标成为“欧洲本土评级标尺”，已获 ESMA-CRA 资质并在欧洲多国布局。在创新探索层，由基金会资助的 Incra，作为一家国际非盈利信用评级机构，实行基金会付费模式，尝试以非盈利模式评估主权风险，为传统的“发行人付费模式”提供替代方案。整体来看，德国信用生态由以 Schufa 为核心的征信平台、以 Creditreform 与 Scope 为主的商业评级机构，以及探索型的 INCRA 非盈利模式共同构成，既服务本土市场，也在欧洲层面提供多元化评级选择。

4. 加拿大：区域龙头的国际突围

加拿大评级业的发展路径，为非中心货币经济体如何培育具有全球影响力的本土评级机构，提供了一个清晰的范例。其核心是在国内市场集中资源，塑造一个占据绝对主导地位的本土领军者，并以此为基础，积极推行广泛的跨境监管互认。具体而言，Morningstar DBRS 正是通过这一路径，在稳固其国内市场地位后，凭借一系列关键的国际牌照，使其评级结果能够在北美、欧洲乃至拉美市场被同步采信。

这一战略的成功，首先得益于其独特的本土制度环境。加拿大的监管框架呈现独特的双层结构，联邦层面，由金融机构监管办公室（OSFI）在《资本充足率指引》中允许银行采用外部评级确定风险权重；省级层面，则由加拿大证券管理人组织（CSA）统一发布《信用评级机构规则》，要求 CRA 在加拿大注册并保持与 IOSCO 准则一致的治理、披露与独立性标准。该双轨设计既认可国际牌照，也确保境内使用时接受本土合规监督。此外，本土市场的路径依赖与监管机构对本土评级机构的隐性支持，也为 DBRS 的成长提供了有利环境。最终，DBRS 在被晨星收购前后，始终覆盖本国绝大多数公开发行债券，由此建立的国内市场绝对主导地位与公信力，构成了其国际化战略的坚实基础。

在稳固本土根据地之后，DBRS 的国际化则采取了

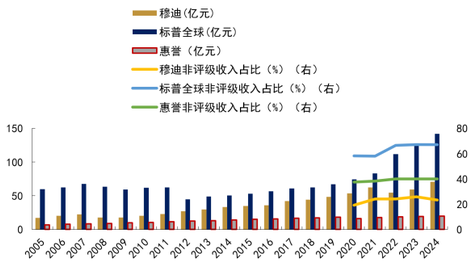


图 1：三大机构主营收入、非评级收入占比
数据来源：wind、三大机构公司官网、行业估算

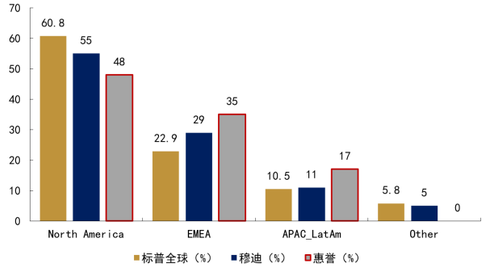


图 2：三大机构主要地区收入占比
数据来源：三大机构 2024 年财报

差异化竞争与资质先行的策略。它并未试图在所有领域与三大机构正面交锋，而是选择在结构化金融，特别是资产支持商业票据（ABCP）领域，树立起更审慎且更受机构投资者信赖的品牌。随后，它将竞争焦点转向市场准入，先后取得美国 NRSRO、欧盟 ESMA-CRA、欧洲央行 ECAI 乃至墨西哥 CNBV 等多地资质，实现其评级结果的跨境可移植性。正是这种广泛的跨境监管认可，使得 DBRS 的评级能够在多币种、跨法域的债券发行中被直接采纳，从而极大地提升了其评级产品的网络效应与市场价值。

综合来看，加拿大模式可以概括为在联邦与省级的双层监管下，集中资源支持一家本土领先机构主导国内市场，并推动其积极获取国际资质，以实现全球化发展。其优势在于避免了国内市场的资源内耗，得以集中力量培育一家能够与国际巨头同台竞技的全国性代表；同时，对国际标准的开放互认也保证了本国资本市场的全球连通性。其潜在风险则在于，国内市场竞争的不足，可能在一定程度上抑制服务创新与效率提升的动力。

三、国际三大评级机构国际化经验与启示

在对全球信用评级行业的演进规律与多元生态进行宏观梳理后，本章将深入剖析行业中最具影响力的三家机构——穆迪、标普全球和惠誉。通过拆解其商业模式与全球运营体系，本章旨在解码一家世界级评级机构所应具备的核心能力，从而为中国机构的能力提升提供可借鉴的范例。

1. 业务多元化发展经验，外部并购和重组成为重要手段

三大机构的战略转型，早已超越了“评级公司”的范畴。它们利用高利润、高壁垒的信用评级业务提供稳定的现金流与独特的数据基础，通过持续的内生增长与外延并购，构建了一个集数据、分析、软件于一体的“评级 +”综合金融信息生态。

图 1 揭示了三大评级机构在规模与业务结构上的分化轨迹。标普全球凭借 2022 年并购 IHS Markit，一举把收入从 74.42 亿元抬至 142.08 亿元，五年复合增速超 17%；依靠数据、指数与基准服务让非评级业务占比升至 66.9%，已基本完成从“评级机构”向“金融信息平台”的转型。穆迪在同一期间从 53.71 亿元增至 70.88 亿元，年均增速超 7%，通过并购 Bureau van Dijk、RMS 等资产把 Analytics 板块做大到总营收的 46.4%，正将“风险科技”塑造成第二增长曲线。惠誉体量最小，2024 年约 20 亿元，坚持强化核心评级深度，五年复合增速超 5%；通过收购 CreditSights、GeoQuant 补齐数据与政治风险模块，非评级收入占比约 40%。三家机构的竞争已由同质化的评级质量延伸至数据仓储、模型能力和场景化解决方案，呈现出平台化、分化并行的格局。

2. 全球化能力：市场网络、人才体系与品牌溢价

三大机构的全球化扩张普遍遵循一条清晰的路径，即其业务布局紧随全球资本的流动方向，先渗透资本

市场成熟的欧洲等存量市场，再将资源重点投入增长潜力更大的亚太地区。这种全球化战略成效显著，如图 2，以 2024 年为例，三大机构的国际收入占比均已超过 40%。这一成果的实现，主要得益于其长期以来推行的三大核心举措：在全球主要金融中心设立分支机构、有选择性地并购当地评级公司，以及在全球范围内推广其统一的评级方法论。正是通过这些手段，它们的评级结果才得以具备全球可比性与通用性，从而深度融入国际资本市场。

评级业是人力资本密集型行业，三大机构在全球招募并培养分析师，以统一的评级方法与合规框架为核心，实现全球一致性和本地深度的平衡。以穆迪为例，截至 2024 年 12 月 31 日，穆迪全球员工总数达到 15,838 人，非美国员工 10,582 人，占比约三分之二，国际员工数量显著高于本土 [穆迪 2024 年报 https://s203.q4cdn.com/694693571/files/doc_financials/2024/ar/2024_Annual_Report.pdf] ，充分体现了全球化人才布局对评价质量的重要支撑。长期的模型积累、数据沉淀和跨市场实践，使穆迪、标普、惠誉的评级已演变为一种被全球投资者与监管机构广泛采纳的信用标准。即使其他机构提供质量相近的服务，市场仍倾向于为三大机构的标识支付溢价，凸显品牌在流动性、通用性和监管认可度方面的决定性优势。

对中国机构而言，三大国际巨头的经验表明，国际化首先要在战略层面完成从单一评级向综合平台的转型，围绕数据、模型和风险管理工具扩展多元业务版图，以分散收入风险并增强客户黏性；运营层面则需同步构建全球化人才与合规网络，海外设点只是起点，更关键的是形成贯穿各区域的统一方法论、风控机制和本地化洞察；在品牌层面，公信力的建立无法速成，唯有长期保持评级的准确性、前瞻性与透明度，才能逐步赢得国际投资者与监管机构的信任。

四、中国信用评级行业的发展脉络

1. 中国评级行业的发展脉络与开放进程

与美国等市场自下而上、由需求驱动的演进路径不同，中国信用评级行业的三十余年发展，自诞生之初便带有明显的顶层设计特征。其发展脉络，可清晰地划分为三个逻辑递进的阶段：政策催生的起步期、市场扩容驱动的成长期，以及对外开放倒逼的转型期。

1988—2005 是行业的起步发展期，这一阶段，行业的发展主要由政策直接推动。1988 年，为配合企业债发行试点，国内首家评级机构——远东资信评估有限公司应运而生，其核心任务是满足行政审批的配套要求。受限于当时的市场环境和发展阶段，评级业务的覆盖范围相对有限，评级方法与技术尚处于初步探索阶段，市场对评级的内生需求也未充分形成；进入 2005-2017 年的成长期，随着银行间债券市场的快速扩容，中国评级行业进入了高速成长的通道。直接融资需求的激增，带动了评级业务规模的跃升。据统计，2005 年以来 [《王少波：信用评级高质量发展助力金融强国建设》https://www.lhcis.com/news/2794.html] ，评级机构累计服务企业逾 9300 家，助力直接融资规模超 137 万亿元。然而，在这一阶段，“发债准入”仍是驱动评级需求的主要动力，这在客观上导致了评级结果的区分度有待提升，出现了“AAA”主体占比较高的现象，使得评级的风险预警功能受到了市场的关注与讨论；2017 年至今， 对外开放推动行业深刻转型。中国人民银行公告〔2017〕第 7 号 [中国人民银行公告〔2017〕第 7 号 http://www.pbc.gov.cn/zhengwugongk ai/4081330/4406346/4693545/4085640/2017071112481148457.pdf] 允许外国评级机构进入。同年起，标普与惠誉相继落地，带来方法、治理和人才全方位竞争；监管部门同步取消部分债券的强制评级要求，行业从“监管驱动”加速转向“投资者导向”。外部竞争压力与内部改革动力交织，使本土机构在经历转型阵痛的同时，也迎来了向高质量和国际化发展的关键窗口期。

2. 中国评级机构的国际化现状

中国评级机构的国际化仍处在战略布局阶段，其商业成果与区域龙头相比差距明显。以公开财务数据估算，2023 年中诚信国际（CCXI）境外业务收入约 4.2%，联合资信（Lianhe）不足 3 %，而加拿大 DBRS Morningstar 与日本 JCR 的对应比例均在 20 % 以上。资质方面，迄今仅有中诚信亚太（2012）、鹏元国际（2014）和联合评级环球（2018）三家本土机构的子公司获得了香港证监会的第 10 类（信用评价服务）牌照；而在进入欧美核心资本市场所必需的美国 NRSRO、欧盟 ECAI 等资质上，暂无一家取得突破。

尽管量化成绩有限，头部机构已在探索中形成三条较为清晰的国际化路径：

第一条是服务中资跨境融资，并借力政策创新拓展新场景。这是最主流的路径，即跟随中资企业和金融机构的“出海”步伐。例如，中诚信国际自 2012 年在香港设立子公司以来，已为大量中资美元债和点心债提供评级；联合评级环球（2018 年获批）则将业务重点放在了“一带一路”相关的基建类离岸债券上。尤为重要的是，新兴的自贸区离岸债券市场为本土评级机构的国际化创造了全新的想象空间。 特别是 2025 年 6 月，中国人民银行行长潘功胜提出发展“两头在外”的自贸区离岸债，这一重大政策创新，意味着本土评级机构将有机会走出服务中资的传统模式，直接在全球投资者面前构建其品牌公信力。 虽然相关实践尚处起步阶段，但这一新场景无疑为未来探索“双评级”和国际互认，提供了极具价值的试验场。

第二条是在新兴赛道寻求突破，争夺标准制定话语权。面对标准尚未完全统一的 ESG 领域，中国机构积极布局，鹏元国际与联合评级环球分别在 2021 和 2022 年推出了与国际原则对标的本土化 ESG 评级框架。中诚信国际则在 2023 年通过为“南南合作”可持续发展债券发布双语评估报告，积极争夺在新兴赛道的话语权。

第三条是通过区域合作结盟，构建替代性的评级网络。这条路径更侧重于地缘政治和长期布局。在此领域，一些机构展现出高度的战略主动性，远东资信积极参与并推动金砖国家的评级合作。

这些举措表明，本土机构已在战略层面主动出击，探索多元化的国际发展模式。然而，若要真正提升国际市场份额，仍需在三个核心领域补齐短板：即全球品牌公信力、方法论的国际通用性以及跨境合规运营能力。

五、中国评级机构国际化面临的挑战与机遇

过去十年，中国债券余额已位居全球第二，但本土评级的国际影响力仍主要局限于“香港—中资美元债”圈层。近年来，三大国际机构对中国主权评级展望的调整以及对特定行业（如房地产）的集中负面评级行动，进一步凸显了我国在国际信用话语权上的短板；与此同时，一系列新的发展机遇正在为中国评级机构走向世界开辟天然的业务场景，这包括了“一带一路”倡议的深化、人民币国际化的稳步推进、绿色金融的蓬勃发展，以及“两头在外”自贸区离岸债等创新模式的探索。在挑战与机遇并存的时代背景下，本章将综合前文对全球标杆与国内现状的对比，提出一个面向未来的三层级行动方案。

1. 国际化发展中的挑战与机遇

中国评级机构在国际化进程中，面临着一系列深刻的挑战，同时也迎来了重要的发展机遇。从挑战来看，主要体现在三个层面。 首先是信任赤字与资质壁垒，由于尚未获得美国 NRSRO、欧盟 ECAI 等核心牌照，本土评级缺少官方背书，难以在全球投资者心中与三大机构抗衡。其次是方法论的接轨难题，现有模型对政府支持和产业政策有本土优势，但透明度与可比性不足，境外机构投资者对其结果的采信度偏低。再次是全球运营能力不足，在跨境合规体系、国际化人才储备和多语种研究网络等方面，尚无法支撑大规模的海外业务拓展。与此同时，一系列机遇也在浮现，“一带一路”倡议与人民币资产出海，为本土评级带来了持续的业务增量；

ESG 和绿色金融等新兴领域因国际标准尚未定型，也为本土方法论参与标准创建、实现后发优势创造了可能；地缘政治格局的演变同样带来了契机，部分新兴市场对现有评级寡头体系日益不满，为非西方的评级选择创造了发展空间；而一个更具突破性的机遇在于，以“两头在外”的自贸区离岸债为代表的金融创新，天然地创造了“双评级”或多评级应用的场景，这使得本土机构有机会为其评级质量和方法论的国际互认积累关键的实践经验。

2. 推动评级机构国际化的政策建议

要应对上述挑战并把握发展机遇，需要构建一个从国家监管、行业自律到机构实践的三层级协同推进框架。

在国家与监管层面，核心任务是进行顶层设计，为行业出海提供国家信用背书。 积极推进与主要经济体（如欧盟）在 ECAI 资质等方面的监管互认谈判；在“一带一路”等境外政策性项目中，探索优先采信或将本土评级作为必要参考；同时，完善跨境业务的监管规则并提供正面的舆论引导，为行业国际化创造稳定、有利的宏观环境。

在行业协会层面，应着力于建立行业标准，提升“中国评级”的整体品牌形象。 协会可通过以下方式发挥作用：牵头制定统一的国际业务行为准则与信息披露标准，增强透明度；推动共建国际化的人才培养体系与跨境数据合作平台，夯实行业基础；并组织协调一致的国际路演与推广活动，向全球投资者系统性地介绍中国评级的方法论与市场实践，避免成员机构间的无序竞争。

在机构自身层面，则需制定清晰、务实的分阶段国际化战略。短期应立足于服务中资跨境融资，夯实业务基础，同时在 ESG、绿色金融等标准尚未固化的新赛道上，加快形成具有国际影响力的本土方法论；中期，应借鉴国际领先机构的经验，向数据、指数、估值等“评级 +”的多元化分析业务拓展，增强客户粘性与收入韧性，并深化与“一带一路”及金砖国家同业机构的评级结果互认与技术合作；最终目标是在评级质量、公司治理与合规体系均达到国际一流水平后，具备充分条件时主动申请 NRSRO 和 ECAI 等核心市场资质，从而构建起一个面向新兴市场与可持续金融的全球品牌和运营网络。

本文对全球评级行业百年演进与中国实践进行了双线梳理，全球评级格局正从传统寡头垄断迈向多元力量共生，在此背景下，日本的双评级共存经验与加拿大借由本土龙头实现国际突围的路径，为中国提供了宝贵的镜鉴。与之相比，中国评级机构的国际化仍处在能力重塑的关键时期，在品牌公信力、模型通用性与跨境运营能力三大维度，均存在深刻的结构性短板。要弥合这一鸿沟，抓住绿色金融与人民币国际化的发展窗口，国家、行业、机构必须形成三层级协同合力，国家层面加快监管互认、行业层面统一信息披露标准，机构层面则应在离岸债和 ESG 赛道率先突破。最终，评级能力、定价能力与全球话语权的同步跃升，才是中国在全球金融治理中重塑影响力的关键。

PART. 6

BOND MARKET RESEARCH

债市研究

6

再融资专项债集中发行，区域分化问题显著
——2025 年上半年地方债发行分析

远东资信研究院研究与发展部 / 冯祖涵

【摘 要】

2025 年上半年，在“实施更加积极的财政政策”的要求下，地方政府债共发行约 5.49 万亿元，较去年同期增长 57.18%，创历史新高。从债券类型来看，地方债发行安排更侧重化解地方政府隐性债务，集中发行再融资专项债，在一定程度上挤占了专项债发行的窗口期。再融资专项债发行规模达 2.15 万亿，占同期地方债发行总额的 39.16%。新增专项债发行规模达 2.16 万亿元，总体发行进度较慢，后续新增专项债将接力再融资专项债，预计第三季度新增专项债发行规模或接近 2 万亿元。

新增专项债资金虽然仍主要投向传统基建领域，但投向中也呈现出诸多亮点，包括投向趋于多元化、覆盖支付拖欠款以及首次投向政府投资基金。特殊再融资债共发行 1.80 万亿元，完成全年额度的 90%；预计下半年发行渐趋放缓，仅零星发行。特殊新增专项债发行规模达到 4647.80 亿元，占同期地方债发行总额的 8.47%，后续仍有较大发行空间。

地方债发行区域分化问题尤其显著。地方债发行主力仍为经济大省，江苏省共发行地方债 5500.6 亿元，远超其他省份，类型以再融资专项债为主。从发行利差来看，五个重点化债省份地方债发行利差多在 20BP 以上，而部分经济发达省市的发行利差则压缩至 10BP 以内。“自审自发”试点地区成为地方债发行主力，除河北雄安新区以外，14 个试点地区上半年共发行地方债 2.95 万亿，占同期地方债发行总额的 53.73%。预计后续将加快新增专项债发行，同时积极探索完善专项债“自审自发”的管理机制。重点省份则主要以发行再融资专项债为主，获配新增专项债的额度有限，但多个省市已经加快退出债务高风险地区名单，退出的省份有望加大新增专项债券的安排额度。

目前，地方债主要面临两个问题：一是地方债规模大幅增长与财政走弱将加剧部分地区的偿付压力。二是随着专项债发行与使用的灵活性、自主性有所提升，专项债管理难度增加。地方债规模的扩张在一定程度上加剧了部分地区的偿付压力；在财政收入走弱的背景下，经济欠发达、财政资源紧张的省份面临一定的刚性付息压力。同时，专项债发行中仍存在诸多问题，仍需加强专项债项目全生命周期的管理，并借助新型政策性金融工具，发挥专项债资金的杠杆撬动作用。后续，预计新增专项债将加快发行使用，专项债投向领域或将进一步拓展；考虑到特殊再融资债发行基本完毕，特殊新增专项债在支持化债方面将有所贡献。

相关研究报告：

1.《如何理解地方政府专项债管理制度优化完善？》，2025.1.16

一、2025 年上半年地方债发行情况

今年以来，在“实施更加积极的财政政策”的要求下，整体发行节奏较快。上半年，地方政府债共发行约 5.49 万亿元，较去年同期增长 57.18%，创历史新高；共实现净融资约 4.41 万亿元，较去年同期增长 135.69%。分季度来看，第一季度与第二季度地方债发行规模分别为 2.84 万亿元、2.65 万亿元，分别较去年同期增长 80.58%、37.80%。

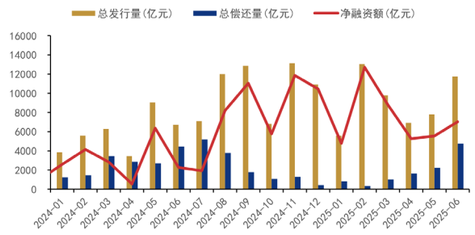


图 1：地方政府债发行情况（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从债券类型来看，2025 年上半年地方债发行以再融资专项债与新增专项债为主，再融资一般债与新增一般债发行规模较小。再融资专项债发行规模达 2.15 万亿，占同期地方债发行总额的 39.16%。其中，用于置换存量隐性债务的特殊再融资专项债共发行 1.80 亿元、完成全年 2 万亿额度的 90%。上半年地方债发行安排更侧重化解地方政府隐性债务，在一定程度上挤占了专项债发行的窗口期。新增专项债发行规模达 2.16 万亿元，占同期地方债发行总额的 39.35%，完成全年 4.4 万亿额度的 49.11%。上半年新增专项债总体发行进度较慢，考虑到往年新增专项债在三季度前基本发行完毕，第三季度将迎来发行高峰，新增专项债发行规模或接近 2 万亿元。再融资一般债发行规模为 7272.80 亿元，占地方债发行总额的 13.25%。新增一般债发行规模为 4520.17 亿元，占比约 8.23%。分季度来看，第一季度，再融资专项债占主导地位，累计发行规模达到 14716.17 亿元，其中超过九成为特殊再融资专项债。第二季度，新增专项债发行明显提速，累计发行

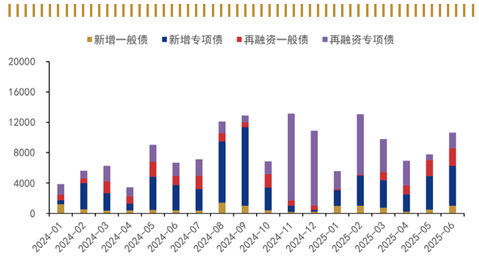


图 2：地方政府债债券类型（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

规模达到 12004.12 亿元，占二季度地方债发行总额的 45.33%。

从新增专项债投向来看，传统的市政和产业园区基础设施、交通基础设施、保障性安居工程仍是主流的专项债投向领域，上半年分别吸纳债券资金 4651.46 亿元、2726.55 亿元、1667.88 亿元，合计占比达到 41.86%。但上半年新增专项债的投向也呈现出诸多亮点。

首先，“负面清单”管理推动了专项债资金投向渐趋多元化。根据企业预警通披露的专项债项目，投向其他项目类别的专项债规模占比达到 28.26%，其中涉及托幼、农产品批发市场、供热、民生信息化、扶贫等新领域。此外，在新增资金投向中，土地储备成为重要投向领域。上半年，土地储备项目吸纳专项债资金共 1924.9 亿元，占比约 11.35%。这主要受益于土地储备专项债政策的细化。今年 3 月，《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》从明确发债要求及资金使用主体、完善专项债申报审核流程、做好资金和收益的综合平衡、严格监督管理等明确了土储专项债的操作细节。随后，北京与广东率先启动土地储备专项债券发行。根据 Wind 资讯对专项债的分类，上半年，土地储备专项债共发行 21 只，累计发行规模为 1708.76 亿元。发行主体包括北京、广东、湖南、厦门、福建、浙江、宁波、四川、安徽、上海等十个省市，均为“自审自发”试点地区。考虑到土储项目需要确保项目融资收益平衡，目前主力发行地区均为经济实力雄厚、土地市场相对稳健的省市，预计后续仍将以这些省市为主。

其次，新增专项债投向领域开始覆盖支付拖欠款。2025 年《政府工作报告》提及，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元，重点用于投资建设、土地收储和收购存量商品房、消化地方政府拖欠企业账款等。多省在预算调整方案中安排了一定规模的专项债资金用于解决拖欠企业账款。其中，湖南省新增 200 亿元专项债限额，用于偿还拖欠企业账款；云南省新增 356 亿元债务限额，用于“清欠”；广西 365 亿元的专项债限额主要用于项目建设、补充政府性基金财力、解决拖欠企业账款等，未明确用于“清欠”的具体额度。专项债的用途拓展至偿还拖欠企业账款，在解决地方政府债务问题的同时，优化营商环境、激发市场活力。

最后，新增专项债首次投向政府投资基金这一新领域。2025 年北京市第六批政府信息披露文件显示，2025 年北京市政府专项债券（三十五期）募集资金用于“北京市政府投资引导基金”。该券发行金额为 100 亿元，期限 10 年。其募投对象——北京市政府投资引导基金由北京国有资本运营管理有限公司、北京市政府投资引导基金管理有限公司共同出资，重点布局机器人、人工智能、信息产业、医药健康、先进制造和智能装备、新材料、商业航天和低空经济、绿色能源和低碳产业等领域。支持政府投资基金同样是专项债资金用途的创新，有助于发挥财政资金的杠杆效用，撬动更多社会资本。同时，通过政府投资基金，专项债资金也能发挥支持地方产业升级、科技创新的效用。

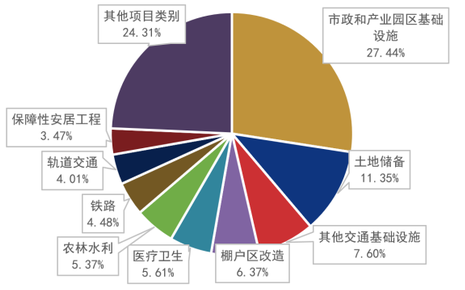


图 3：上半年新增专项债项目投向分布（单位：%）
资料来源：企业预警通，远东资信整理

从特殊再融资债来看，2025 年上半年，用于置换存量隐性债务的特殊再融资债共发行 1.80 万亿元，完成全年额度的 90%。逐月来看，特殊再融资债发行前置，集中于 2 月至 4 月。仅 2 月单月，特殊再融资债发行规模达到 7823.33 亿元，占当月地方债发行规模的近 60%。3 月至 4 月，特殊再融资债发行规模分别为 3830.35 亿元、2616.69 亿元，占比维持在近 40%。5 月至 6 月，随着发行额度完成度较高，特殊再融资债发行渐趋放缓，预计下半年仅零星发行。

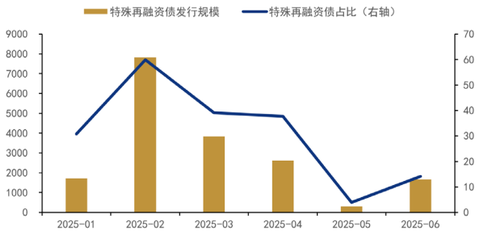


图 4：2025 年上半年特殊再融资债发行规模（单位：亿元，%）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从特殊再融资债的发行主体来看，2025 年上半年，江苏省共发行特殊再融资债 2511 亿元，远超全国其他省份，主要原因在于其城投平台债务偿付压力较大，截至 2024 年末，江苏省城投平台有息债务规模高达 10.68 万亿元。同样作为城投债务大省，四川省与山东省发行特殊再融资债超过 1000 亿元，而浙江省仅发行 565 亿元特殊再融资债。此外，山东、云南、湖北、河南、贵州、天津、重庆等省市的特殊再融资债发行规模也超过 700 亿元。值得注意的是，广东、深圳、上海并无特殊再融资债发行，或与以上三省市已实现隐性债务清零目标。同样属于试点清零隐性债务地区的北京市上半年仅发行 47 亿元特殊再融资债。

从特殊新增专项债来看，2025 年上半年，用于支持化债的特殊新增专项债（未披露“一案两书”）发行规模达到 4647.80 亿元，占同期地方债发行总额的 8.47%。分月来看，特殊新增专项债发行节奏相对较慢，集中在 5 月至 6 月。5 月特殊新增专项债共发行 986.56 亿元，占当月地方债发行总额的 22.26%；6 月特殊新增专项债共发行 2223.96 亿元，占比达到 42.19%。后续，特殊新增专项债仍有较大发行空间。

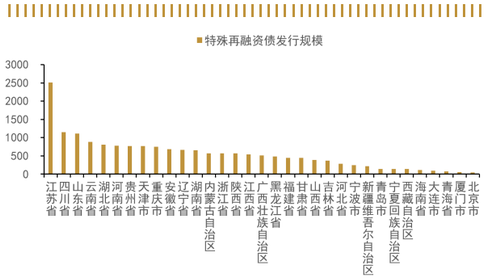


图 5：2025 年上半年特殊再融资债发行主体（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从特殊新增专项债的发行主体来看，江苏省仍为发行主力，共发行 951 亿元；河北、湖北、浙江三省发行规模超过 300 亿元。12 个重点化债省份中，宁夏、内蒙古、青海三省无特殊新增专项债发行，其他省份均参与发行，其中，贵州、甘肃两省发行规模超过 100 亿元。

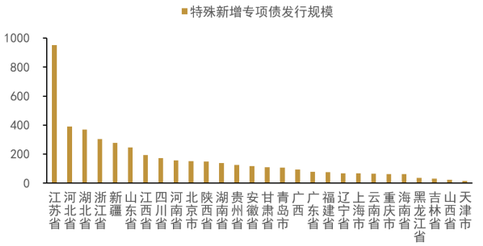


图 7：2025 年上半年特殊新增专项债发行主体（单位：亿元）
资料来源：企业预警通，远东资信整理

二、地方债发行的区域分化

从整体发行情况来看，2025 年上半年，江苏省共发行地方债 5500.6 亿元，远超其他省份，类型以再融资专项债为主。山东、广东、四川三省发行规模超过 3000 亿元，其中，山东、广东地方债发行以新增专项债为主，四川地方债发行则是新增专项债与再融资专项债并重。湖北、北京、浙江、安徽、河北等省份发行规模超过 2000 亿元。

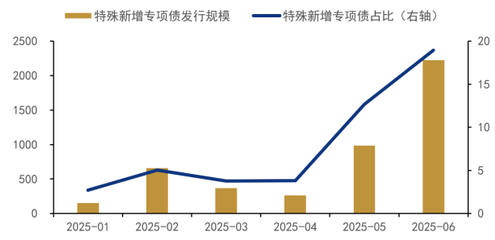


图 6：2025 年上半年特殊新增专项债发行规模（单位：亿元，%）
资料来源：企业预警通，远东资信整理

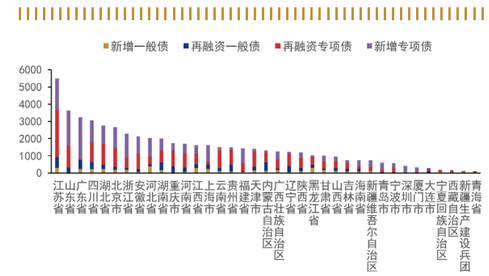


图 8：2025 年上半年地方债发行主体（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从发行利差来看，青海、贵州、宁夏、内蒙古、甘肃等五个重点化债省份地方债发行成本处于最高的一档，发行利差多在 20BP 以上。其中，青海省平均发行利差高达 28.85BP，远超其他省份。上半年，青海省地方债发行规模仅 104 亿元，位列所有发行主体最后一名，债券类型仅涉及新增一般债与再融资专项债两类，再融资专项债发行规模占比近 7 成。宁夏的发行情况与青海高度相似，呈现出规模小、以再融资专项债为主等特征。贵州、内蒙古、甘肃三省上半年地方债发行规模则在 1000 亿元以上，密集发行再融资专项债的同时，也有一定量的新增专项债发行。安徽与山东两个“自审自发”试点地区发行利差超过 15BP，多数省市的发行利差在 10BP 到 15BP 的区间内。经济较发达的省市发行利差压缩到 10BP 以内，另外，山西、大连、黑龙江等三个地区发行成本也相对较低。

从“自审自发”试点地区地方债发行情况来看，“自审自发”试点地区的项目申报和审核周期大大缩短，更

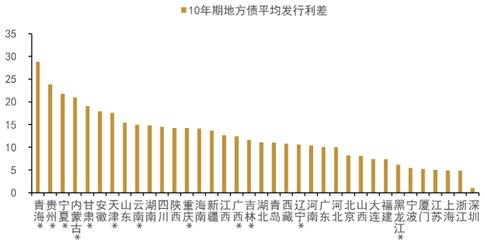


图 9：2025 年上半年各省市 10 年期地方债平均发行利差（单位：BP）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：标 * 的发行主体为重点化债省份

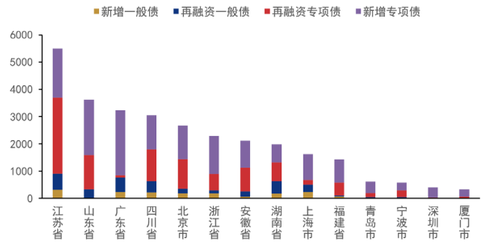


图 10：2025 年上半年“自审自发”试点地区地方债发行情况（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：未统计河北雄安新区

利于推动项目入库及后期落地，便利专项债发行。除河北雄安新区以外，14 个试点地区上半年共发行地方债 2.95 万亿，占同期地方债发行总额的 53.73%。整体来看，试点地区共发行新增专项债 1.49 万亿，占同期新增专项债发行总额的 68.97%，再融资专项债共发行 9688.38 亿元，占比约 45.06%。可见，“自审自发”试点地区受益于专项债项目审核权下放，整体发债节奏较快，债券资金发行使用进度和配置效率也会相应有所提高。

分省市来看，广东、浙江、上海、福建、青岛、深圳、厦门等省市的地方债发行以新增专项债为主，新增专项债占比在 60%-90%，广东、深圳最为典型。江苏、山东、四川、北京、安徽、湖南、宁波等省市则以再融资专项债为主，再融资专项债发行占比在 30%-50%。随着特殊再融资债本年度额度趋于完成，预计后续“自审自发”试点地区将凭借专项债发行上的灵活性和自主性，加快新增专项债发行节奏。

此外，“自审自发”对专项债管理提出了更高的要求。3 月，湖南省印发了首个专项债“自审自发”实施方案。方案称，湖南省全面推进专项债券项目“自审自发”试点，建立“发改牵头管项目、财政牵头管资金、部门牵头管行业、债券额度设上限、项目需求定发行”工作机制，实行“两上两下流程、三方联合审核、四库滚动管理”，构建覆盖“借用管还”全生命周期管理机制。湖南省明确了当地专项债从项目审核、债券发行到投后管理的流程与机制，其中的全生命周期“四库”滚动管理尤其具有借鉴意义。此外，《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》也强调，财政部要对试点地区加强跟踪检查，定期核查专项债券使用情况。后续，试点地区专项债发行管理流程还需进一步优化，同时也需加强对地方专项债项目的全周期监控。

从债务高风险地区发行情况来看，12 个重点省份上半年共发行地方债 2.15 万亿，占同期地方债发行总额的 39.16%。从债券类型来看，重点省份共发行再融资专项债 7047.93 亿元，占同期再融资专项债发行总额的 32.78%；再融资一般债与新增一般债分别发行 2526.68 亿元、1354.46 亿元，占比分别为 34.74%、29.96%；新增专项债共发行 2105.61 亿元，占比仅 9.75%。可见，上半年，重点省份地方债发行主要以化解存量债务的再融资专项债为主，新增专项债发行规模较小，或与新增专项债获配额度较小有关。

分省市来看，重庆、云南、贵州、天津、辽宁、宁夏、青海等多个省市的地方债发行以再融资专项债为主，再融资专项债占比在 50%-70%，宁夏、青海最为典型。广西、甘肃两省市发行了一定规模的新增专项债，新增专项债发行占比在 30% 左右。内蒙古发行了近 500 亿元的再融资一般债，远超其他重点省份。黑龙江的地方债发行中新增一般债较为突出，规模逾 300 亿元。考虑到当前专项债额度分配管理遵循正向激励原则，债务高风险地区获配额度较小，预计下半年新增专项债发行规模相对有限。

此外，多个省市加快退出债务高风险地区名单。2025 年《政府工作报告》强调，优化考核和管控措施，动态调整债务高风险地区名单，支持打开新的投资空间。近期，内蒙古自治区已宣布成功退出债务高风险地区名单；宁夏已符合退出债务高风险省份的条件，已向国务院提出申请；吉林明确提出加快退出债务高风险省份行列的目标。根据“99 号文”，退出重点省份名单需要满足多项条件，包括压降融资平台数量，降低隐性债务率（地方政府隐性债务余额 / 地方综合财力）以及本地区金融债务占地区生产总值的比重，确保后续化债能力等。以内蒙古自治区为例，内蒙古制定落实“1+8”化债方案，无分歧政府拖欠企业账款清零；采取“贴息一批、清零一批、退橙一批、纾困一批”和化债奖补，投入 206.5 亿元支持基层化债，超额完成年度化债任务；2 个盟市本级和 8 个旗县退出橙色等级。退出债务高风险地区名单的省份有望加大新增专项债券的安排额度，支持地区政府投资，提振区域增长前景。

三、地方债的问题与前景

当前地方债主要面临两个问题：一是地方债规模大幅增长与财政走弱将加剧部分地区的偿付压力。二是随着专项债发行与使用的灵活性、自主性有所提升，专项债管理难度增加。

从地方政府债券偿付压力来看，随着地方债的大规模发行，地方政府债务余额快速攀升，从 2024 年末的 47.54 万亿元上升至 2025 年上半年末的 51.95 万亿元，其中地方政府债券高达 51.79 亿元。在地方债规模大幅扩张的背景下，地方债的债券平均期限逐渐拉长，平均利率有所下降，以缓解地方政府的偿付压力。截至 2025 年上半年末，地方政府债券剩余平均年限 10.2 年，较 2024 年末延长 0.4 年；平均利率 2.93%，较 2024 年末下降 12BP。整体来看，地方债还本付息的规模相对稳定。2025 年上半年，地方政府债券到期偿还本金 10769 亿元，其中发行再融资债券偿还本金 9297 亿元、安排财政资金等偿还本金 1472 亿元；地方政府债券支付利息 7131 亿元。

但近期受到物价低迷、房地产尚未企稳等因素影响，财政收入端表现偏弱，可能加剧地方政府债券付息压力。2025 年上半年，全国一般公共预算收入 11.56 万亿元，同比下降 0.3%；其中，地方一般公共预算本级收入 6.70 万亿元，同比增长 1.6%。全国政府性基金预算收入 1.94 万亿元，同比下降 2.4%；其中，地方政府性基金预算本级收入 1.73 万亿元，同比下降 3.2%。从 2024 年各省市地方债付息情况来看，东部经济实力雄厚、地方债发行规模较大的省份债券付息额较高，但利息支出率（地方政府债券付息额相对于政府性基金收入与一般公共预算收入之和的百分比）则相对较低。而部分地方财政收支运行持续紧平衡的省份，则面临较大的债券付息压力。2024 年，青海省债券付息额为 110.08 亿元，但利息支出率则高达 25.3%，债务付息支出对财政资源形成占用。

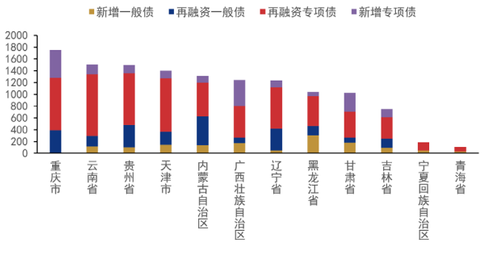


图 11：2025 年上半年债务高风险地区地方债发行情况（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

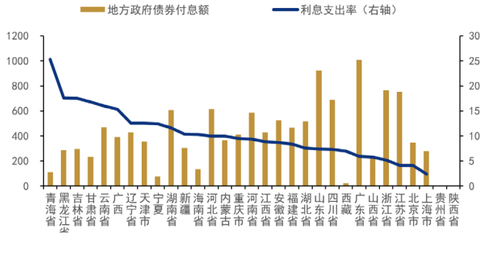


图 12：2024 年各省地方债付息情况（单位：亿元；%）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：贵州省与山西省数据缺失

黑龙江、吉林、甘肃、云南、广西等省份利息支出率也超过 15%，若年内地方财政收入增长不及预期，刚性付息压力将明显加剧。

从专项债管理来看，根据《国务院关于 2024 年度中央预算执行和其他财政收支的审计工作报告》，2024 年地方专项债券管理使用中出现的问题包括以下几类：一是专项债投向领域违规，投向亮化工程、楼堂馆所等禁止类项目；二是利用财政部地方专项债券监测系统缺乏不相容职责分离等机制，虚报支出完成情况；三是多地挤占挪用专项债资金，主要用于“三保”、偿还国企债务等；四是多地因超需求发行债券、前期准备不充分、政策变化终止实施等，闲置或损失浪费专项债资金。根据 2022 年和 2023 年审计工作报告，专项债管理使用中还涉及项目虚假包装、项目安排不科学、中央财政投资项目推进不力、专项债项目未发挥投资带动作用等问题。

结合《国务院办公厅关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，预计未来专项债管理将着重以下几个方面：一是加强专项债投向领域管理。在投向领域大幅扩围的同时，严格落实“负面清单”管理，禁止专项债资金投向完全无收益的项目，楼堂馆所，形象工程和政绩工程，除保障性住房、土地储备以外的房地产开发，主题公园、仿古城（镇、村、街）等商业设施和一般竞争性产业项目。二是强化专项债全流程管理。虚假包装、挪用资金、虚报支出完成情况、资金闲置浪费等问题均来源于专项债全生命周期管理不力，需要加强对专项债券项目的穿透式监测，全面开展全生命周期绩效管理，常态化开展专项债券使用管理情况核查。可以借鉴湖南省推出的全生命周期“四库”滚动管理机制，设置储备库、核准库、发行库、存续库四个子库，动态掌握资金使用、项目运营、专项收入、资产等方面情况。三是扩大专项债券用作项目资本金的比例，发挥专项债资金的撬动作用。近年来，专项债用作项目资本金规模虽逐年上升，占比尚不足 10%，远低于政策上限。目前，专项债作资本金领域已进一步扩围，地方政府应在多领域规划市场化水平较高、有稳定且可持续收益来源的项目，并积极引入新型政策性金融工具，推动项目落地，提高资金使用效率。

四、小结

整体来看，2025 年上半年，在“实施更加积极的财政政策”的要求下，地方政府债整体发行节奏较快。上半年，地方债发行安排更侧重化解地方政府隐性债务，集中发行再融资专项债，在一定程度上挤占了专项债发行的窗口期。后续，新增专项债将接力再融资专项债，预计第三季度新增专项债发行规模或接近 2 万亿元。新增专项债投向呈现出诸多亮点，包括投向趋于多元化、覆盖支付拖欠款以及首次投向政府投资基金等。特殊再融资债发行规模较大，基本完成全年额度，特殊新增专项债后续仍有较大发行空间。

地方债发行区域分化问题尤其显著。五个重点化债省份地方债发行成本较高，而部分经济发达省市发行利差则大幅压缩。“自审自发”试点地区成为地方债发行主力，后续将加快新增专项债发行，同时积极探索完善专项债“自审自发”的管理机制。重点省份则主要以发行再融资专项债为主，获配新增专项债的额度有限，但多个省市已经加快退出债务高风险地区名单，退出的省份有望加大新增专项债券的安排额度。

目前，地方债规模的扩张在一定程度上加剧了部分地区的偿付压力。在财政收入走弱的背景下，经济欠发达、财政资源紧张的省份面临一定的刚性付息压力。同时，专项债发行中仍存在诸多问题，仍需加强专项债项目全生命周期的管理，并借助新型政策性金融工具，发挥专项债资金的杠杆撬动作用。7 月，中共中央政治局会议指出，要落实落细更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充分释放政策效应，加快政府债券发行使用，提高资金使用效率；积极稳妥化解地方政府债务风险，严禁新增隐性债务，有力有序有效推进地方融资平台出清。后续，预计新增专项债将加快发行使用，专项债投向领域或将进一步拓展；考虑到特殊再融资债发行基本完毕，特殊新增专项债在支持化债方面将有所贡献。



熊猫债市场 2025 年上半年回顾及下半年展望

远东资信国际部 / 王倩

【摘 要】

2025 年上半年，中国债券市场共有 30 家主体累计发行 56 期熊猫债，发行规模共计 947.00 亿元，发行额较去年同期回落 14.14%，仍显著高于除 2024 年外历年同期水平。2025 年上半年熊猫债市场发展主要得益于以下因素：第一，中国境内债市融资成本具有比较优势，信用债利差已压缩至低位，有利于熊猫债发行；第二，监管部门出台绿色、科创熊猫债发行利好政策，鼓励创新品种发展，政策红利提升了熊猫债市场吸引力；第三，人民币国际化进程进一步深化，持续推动熊猫债市场的发展。

2025 年上半年，随着熊猫债市场开放水平提升，纯境外主体的市场参与度继续提升，工业类熊猫债发行增长明显；中期票据仍占据主流发行产品地位，国际机构债与短期融资券占比此起彼落；科技创新债首现熊猫债市场，可持续发展主题熊猫债发行降温；发行期限结构仍以中短期为主，3 年期熊猫债发行规模占比明显上升；未予评级的熊猫债发行规模占比呈上升态势，债项信用等级集中于 AAA 级；国内流动性整体偏宽松叠加资产荒格局延续，熊猫债发行利率持续下行；非法人类产品及存款类金融机构持仓比例较大，境外机构持仓比例继续呈现上升态势。

展望后市，人民币融资下半年仍将保持成本优势；多边外交、政策开放将继续协同发力，促进熊猫债投融资发展；科技与绿色驱动下，熊猫债市场新增长动能将继续释放，带动下半年熊猫债市场稳步发展。

一、2025 年上半年熊猫债一级市场发行表现



图 1：2016~2025 年上半年熊猫债发行趋势
数据来源：Wind，远东资信整理

2025 年上半年，熊猫债一级市场依然维持了较高的发行热度，共有 30 家主体累计发行熊猫债 56 期，发行主体数量与 2024 年上半年持平，发行期数较 2024 年上半年减少 4 期，发行总额为 947.00 亿元，同比下降 14.14%。尽管规模有所回落，但发行总额仍显著高于除 2024 年外历年同期水平。

从发行市场看，2025 年上半年银行间债券市场共发行熊猫债 50 期，发行总额 893.50 亿元，占发行总规模的比重达到 94.35%，市场集中度依然较高。自银行间市场和交易所市场统一监管政策出台以来，交易所市场的发行占比持续上升。2025 年上半年，交易所市场共发行 6 期熊猫债，发行规模为 53.50 亿元，占发行总规模的比重为 5.65%，较 2024 年同期提升 1.12 个百分点，较 2023 年同期占比提升 4.40 个百分点。

熊猫债市场发展的主要推动因素包括：

第一，中国境内债券市场融资成本具有比较优势，国内信用债利差压缩至低位，有利于发行熊猫债。

2025 年上半年，美联储将联邦基金利率维持在 4.25% 至 4.50% 的高位区间，强调美国高通胀压力仍未完全消退，货币政策继续保持审慎。市场对降息预期多次调整，美国各期限国债收益率维持高位震荡。另一方面，继 2024 年末中共中央政治局会议、中央经济工作会议进一步明确货币政策定调由“稳健”转向“适度宽松”后，2025 年 3 月的央行货币政策委员会第一季度例会也指出，延续“适度宽松”的货币政策基调，并指出下阶段继续保持流动性宽裕，推动社会综合融资成本下降。在政策引导下，上半年中国各期限国债收益率整体偏下行，推动中美利差继续维持了较大的利差空间。从国内债市看，近年来信用债收益率持续下行，2025 年上半年，3 年期 AAA 级企业债与 3 年期国开债收益率利差均值仅 27.60 个基点，处于近年的低位，利于熊猫债发行。

第二，政策层面持续加码，出台科创、绿色熊猫债支持政策，鼓励创新品种发展，政策红利有效提升了熊猫债市场的吸引力。

从发行端看，2025 年上半年多项新政策继续出台。2025 年 5 月 7 日，中国人民银行、中国证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》（“8 号文”）。该政策从丰富科技创新债券产品体系、优化配套支持机制等方面，系统提升了科创债发行环境，一方面拓宽了境外科创企业在华融资渠道，扩大了适用主体范围，另一方面通过鼓励创新品种，增强了政策预期与投资者信心，推动熊猫债市场更好服务国家科技自立自强战略与资本市场双向开放格局。



图 2：2024~2025 年上半年以来中美各期限国债到期收益率利差
数据来源：Wind，远东资信整理



图 3：3 年期企业债 (AAA) 与 3 年期国开债利差收益率利差
数据来源：Wind，远东资信整理

2025 年 2 月，中国银行间市场交易商协会在《中国绿色债券原则》的框架下，发布了中英文版《关于进一步优化银行间债券市场境外机构发行绿色债券机制安排有关事项的通知》，明确了绿色熊猫债的三方面机制安排：一是引入框架发行这一国际绿债市场惯例，允许外国政府、国际开发机构（“两类机构”）及优质境外主体基于绿色债券框架发行绿色熊猫债。二是对于两类机构在绿色项目认定依据、募集资金管理方式、存续期信息披露等方面，允许采取与国际市场惯例相一致的安排。三是对于境外非金融企业，根据《中国绿色债券原则》，新增中欧《可持续金融共同分类目录报告—减缓气候变化》和欧盟《可持续金融分类方案—气候授权法案》作为绿色项目认定依据。这一政策切实解决了发行人实操层面的问题，推动绿色熊猫债发行进一步接轨国际标准。

在投资端，自 2025 年 1 月起，债券通（北向）大幅下调服务费用，降幅约 60%，显著降低了境外机构投资熊猫债的交易成本，同时，债券利息免税政策延续至 2025 年底，持续提升了熊猫债对境外资金的吸引力。

第三，人民币国际化进程进一步深化，持续推动熊猫债市场的发展。

2025 年上半年，人民币国际化进程加速推进，国际储备货币与交易货币地位不断巩固。一方面，人民币跨境使用规模稳步增长。根据中国人民银行数据，2025 年前 5 个月，人民币跨境收付总额同比增长超过 15%，在中国跨境收付总额中的占比已超过 27%，创历史新高。人民币在国际贸易、直接投资和金融交易中的接受度显著提升，特别是在东盟及“一带一路”沿线国家中，人民币使用广度不断拓展，正逐步形成区域化支付网络，同时越来越多的新兴经济体正将熊猫债作为深化与中国经贸合作、拓展融资渠道的重要抓手。另一方面，离岸人民币市场与结算体系持续完善。2025 年上半年，多个国家与中国续签或扩大本币互换协议。印尼、阿联酋、巴西等新兴经济体积极推进人民币清算安排，并支持本国机构参与中国债券市场。此外，数字人民币（e-CNY）跨境试点取得新进展。在香港、阿联酋等地区，相关机制逐步完善，为未来人民币在跨境零售支付、供应链结算等场景的拓展奠定制度基础。同时，“跨境理财通”、“债券通”、QFII/RQFII 等双向开放机制持续优化，显著提升了境外投资者配置人民币资产的便利性与制度预期稳定性。随着人民币在国际结算与投资体系中的功能不断强化，境外发行人对以人民币计价融资工具的认可度持续上升，熊猫债市场因此获得了坚实的货币基础与较为广阔的发展空间。

二、2025 年上半年熊猫债市场特征分析

发行主体方面，随着熊猫债市场开放水平的不断提升，纯境外主体［“纯境外主体”主要包括国际多边机构、外国政府类机构、外商独资企业及外资金融机构。］的市场参与度持续上升，工业类熊猫债发行增幅较为明显。2025 年上半年，共有 9 家纯境外主体发行 14 只熊猫债，累计发行金额 365.00 亿元，发行期数和发行金额较去年同期分别增长 16.67% 和 19.67%。纯境外主体累计发行金额占总发行规模的 38.54%，同比提升 10.89 个百分点，外商独资企业与国际多边机构的发债规模增长显著。

主体行业分布方面，2025 年上半年，金融行业的熊猫债发行规模占比达到 34.64%，较去年同期下降 0.27 个百分点，规模占比仍然最高；其次是公共事业类熊猫债，发行规模占比为 20.12%，较去年同期上升 3.98 个百分点，日常消费类熊猫债发行规模占比同比大幅下降 14.02 个百分点至 19.43%，主要是由于蒙牛超短融滚动续发较去年同期显著缩量导致；工业类熊猫债发行规模占比达到 12.94%，较去年同期上升 5.59 个百分点，规模占比增长较为显著。

发行产品类型方面，中期票据仍占据发行主流品种地位，国际机构债与短期融资券占比此起彼落。2025 年上半年，中期票据仍然占据熊猫债发行主流品种地

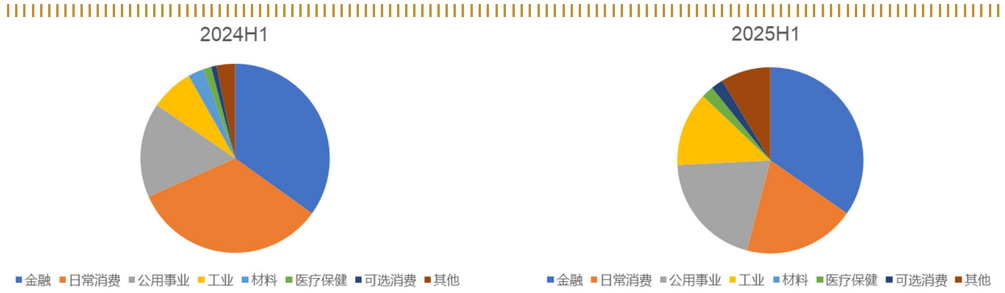


图 4：熊猫债发行规模行业占比情况
数据来源：Wind，远东资信整理

位，发行规模占比达到 39.55%，较去年同期上升 3.83 个百分点。在发行政策红利、人民币国际化进程与发行人投融资需求增长等因素共振下，国际机构债延续了规模占比提升的趋势，2025 年上半年发行规模占比达到 24.82%，同比上升 5.78 个百分点；短期融资券发行规模占比达到 23.13%，但较去年同期大幅下降了 14.41 个百分点。



图 5：近年同期熊猫债各类型产品发行规模占比情况
数据来源：Wind，远东资信整理

可持续发展主题熊猫债发行降温，科技创新债首现熊猫债市场。创新品种熊猫债方面，2025 年上半年共发行可持续发展主题债券 [可持续发展主题债券主要包括绿色债、社会责任债、可持续发展债、可持续发展挂钩债。] 68.00 亿元，同比下降 33.98%，发行规模在熊猫债发行规模中占比为 7.18%，同比回落 2.16 个百分点。科技创新债券作为债券市场服务国家科技创新战略的创新性工具，2025 年以来相关政策支持力度持续加大。5 月份，债券市场“科技板”正式推出，进一步丰富了科创债市场的广度和深度。2025 年上半年，科技创新债券首现熊猫债市场，5 月和 6 月，恒安国际集团有限公司和信义光能控股有限公司各发行 1 期科创熊猫债，发行金额共计 18 亿元，在总发行规模中的占比为 1.90%。

发行期限结构仍以中短期为主，3 年期熊猫债发行规模明显上升。2025 年上半年，0~3 年中短期熊猫债发行规模占比 72.81%，较上年同期上升 2.55 个百分点，其中 3 年期债券发行规模占比达 46.46%，较去年同期大幅上升 22.80 个百分点，1 年期以下债券发行规模占比则同比下降了 14.40 个百分点至 23.13%。长期限熊猫债方面，5~10 年期债券合计规模占比 15.15%，同比下降 2.53 个百分点，其中 5 年期债券发行规模占比 13.41%，同比上升 0.72 个百分点，10 年期债券规模占比为 1.21%，同比下降 3.77 个百分点。含权特殊期限熊猫债方面，2025 年上半年发行规模占比共计 12.04%，较 2024 年同期占比略有下降。

图 6：可持续熊猫债发行规模及占比情况
数据来源：Wind，远东资信整理

从熊猫债的债项信用等级分布情况看，未予评级的熊猫债发行规模占比呈上升态势，债项信用等级集中于 AAA 级。2025 年上半年，AAA 级债券共发行 22 期累计 240.50 亿元，发行规模占发行总额的 25.40%，较去年同期（34.45%）和 2023 年同期（29.39%）显著下降；未予评级的熊猫债发行 33 期共计 704.50 亿元，发行规模占比 74.39%，较 2024 年同期（65.55%）和 2023 年同期（70.61%）呈现出明显的上升趋势。此外，AA+ 级债券共发行 1 期共 2.00 亿元，规模占比 0.21%。在监管对熊猫债发行无强制评级要求的背景下，无评级发行债券规模出现上升态势。

	2024H1			2025H1		
期限	期数	规模（亿元）	规模占比（%）	期数	规模（亿元）	规模占比（%）
1年以下	17	414.00	37.53	12	219.00	23.13
1年期	/	/	/	/	/	/
2年期	4	100.00	9.07	2	30.50	3.22
3年期	22	261.00	23.66	17	440.00	46.46
5年期	5	140.00	12.69	9	127.00	13.41
7年期	/	/	/	1	5.00	0.53
10年期	4	55.00	4.99	2	11.50	1.21
含权特殊期限	8	133.00	12.06	13	114.00	12.04
合计	60	1103.00	100.00	56	947.00	100.00

表 1：不同期限熊猫债发行情况
数据来源：Wind，远东资信整理

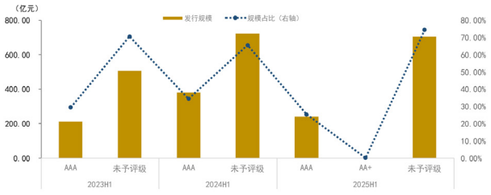


图 7：熊猫债评级情况对比
数据来源：Wind，远东资信整理

国内流动性整体偏宽松叠加资产荒格局延续，熊猫债发行利率持续下行。2025 年上半年发行的熊猫债利率类型均为固定利率。2025 年以来，国内流动性整体偏宽松，资金利率平稳运行，叠加资产荒格局延续，中国在岸市场利率债及信用债的发行利率中枢均继续有所下移。在此背景下，熊猫债发行成本也继续同比显著下行。选取 2025 年上半年和 2024 年上半年发行样本数量较多的 3 年期 AAA 级熊猫债样本进行比较，发现 2025 年上半年银行间市场 3 年期 AAA 级熊猫债的平均发行利率为 2.26%，较 2024 年同期下降了 24.20 个 BP。

机构类型	投资者持仓占比		
	2025年6月末	2024年6月末	2023年6月末
政策性银行	0.42%	0.58%	1.35%
存款类金融机构	34.05%	31.30%	34.58%
保险类金融机构	0.26%	0.17%	0.77%
证券公司	4.63%	5.75%	3.96%
基金公司	0.01%	0.00%	0.01%
其他金融机构	0.31%	0.21%	0.14%
非金融机构法人	1.39%	1.18%	0.32%
非法人类产品	39.24%	42.13%	41.70%
名义持有人账户（境内）	0.79%	0.72%	1.22%
境外机构	18.92%	17.95%	15.94%
合计	**100.00%**	**100.00%**	**100.00%**

表 2：熊猫债投资者结构
数据来源：上海清算所，远东资信整理

投资者结构方面，非法人类产品及存款类金融机构持仓比例较大，境外机构持仓比例继续呈现上升态势。上海清算所数据显示，截至 2025 年 6 月末，对熊猫债持仓最多的机构依然是非法人类产品[“非法人类产品”包括银行理财产品、证券投资基金、企业年金、社保基金、保险产品、信托产品、养老基金、私募基金、基金公司特定客户资产管理组合、证券公司资产管理计划、期货公司资产管理计划、职业年金和养老金产品等。]，占比为 39.24%，但较去年同期持仓比例有所下降；其次是大型商业银行等存款类金融机构，持仓比例为 34.05%，较 2024 年同期上升 2.75 个百分点。在人民币国际化不断深化的背景下，境外投资者对人民币资产的战略配置需求上升，2025 年 5 月末持仓比例达到 18.92%，较 2024 年同期上升 0.97 个百分点，延续了近年来持仓上升的态势。

三、熊猫债市场下半年展望

人民币融资下半年仍将有望保持成本优势。中国人民银行 2025 年年初工作会议明确，2025 年将实施适度宽松的货币政策，并根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况择机降准降息，保持流动性充裕。2025 年下半年，在“稳增长”目标下，中国人民银行预计将继续通过不同期限的投放工具进行流动性管理，有效维持市场整体流动性的合理充裕，国债收益率预计将继续震荡下行。另一方面，根据美联储 6 月 19 日最新货币政策会议，美联储对于未来不确定性和风险的判断有所减弱，若通胀水平尤其是核心通胀保持在合理区间内，美联储可能会在 2025 年下半年采取降息措施以支持经济复苏。随着美联储降息预期升温，也将为中国人民银行后续降准、降息操作提供更灵活的政策空间。整体来看，下半年人民币融资有望继续维持成本优势，促进熊猫债的发行。

多边外交、政策开放将继续协同发力，促进熊猫债投融资发展。2025 年下半年，中国政府在外交层面的积极布局将持续推动人民币债券市场，尤其是熊猫债的发展。近年来，随着金砖国家合作机制的加速扩容以及中国与拉美、中亚、东南亚、中东欧、中东等地区经贸往来的不断深化，人民币在全球范围内的接受度和使用频率稳步提升。预计中国政府将进一步加强多边和双边合作，推动本币结算机制、金融基础设施互联互通及投融资便利化，增强人民币资产的吸引力。这一外交战略的延续不仅有助于巩固人民币国际化成果，也将为更多境外主体进入中国债券市场创造有利条件，熊猫债市场有望在发行主体多元化及产品创新等方面持续取得进展。

科技与绿色驱动下，熊猫债市场新增长动能将继续释放。2025 年下半年，中国在科技创新、绿色转型及人工智能等关键领域的持续突破将进一步提升境内债券市场的吸引力，带动熊猫债市场稳步发展。近年来，中国不断强化绿色金融体系建设，推动绿色债券标准对接国际，叠加国家对数字经济和 AI 技术的战略支持，中国内地债市逐步成为全球资本关注的投资高地。随着科技与绿色产业链的深化融合，更多优质主体将在创新和可持续发展领域涌现，扩大熊猫债的发行基础与投资价值。预计下半年，国际投资者将更加重视中国债市在全球资产配置中的角色，熊猫债将凭借其绿色、科技、可持续等属性，实现市场深度与广度的同步提升。

PART. 7

CREDIT RESEARCH

7

信用研究

民企新增债券违约率环比下降，新增两家企业违约

——2025 年第二季度信用债违约分析

远东资信研究院研究与发展部 / 简尚波

【摘 要】

2025 年第二季度（以下简称“第二季度”“本季度”），债券市场共有 2 只债券新发生违约，涉及 2 家违约主体，违约时的债券余额合计 14.45 亿元，第二季度新增违约债券只数和相关债券余额相对上年同期显著下降。第二季度，债券市场新增主体违约率为 0.04%，较上个季度（0.02%）相比有所提升；新增债券违约率为 0.005%，低于上个季度（0.01%）。第二季度，民营企业新增债券违约率为 0.05%，较上个季度（0.38%）显著下降；国有企业未发生新增债券违约。

第二季度新增首次违约主体 2 家，为广州富力地产股份有限公司（简称“富力地产”）、武汉天盈投资集团有限公司（简称称“天盈投资”），两家公司旗下各有 1 只债券实质违约。这两家公司近年盈利能力均显著滑坡，自身造血能力均不足以对公司债务偿还提供充分保障。其中，富力地产近年显著激进式投资扩张，财务压力明显加剧。天盈投资旗下违约债券的担保公司——武汉当代科技产业集团自身流动性不足且发生债务违约，导致天盈投资违约债券“担而不保”。此外，这两家公司最近 4 年的筹资性现金流均呈现持续净流出状态，融资渠道不畅，再融资压力偏高。以上系列因素最终导致这两家公司旗下债券违约。

从按户数法统计的、不同所有制性质的发行人违约状况变化来看，2020 年以来，国有企业新增主体违约率维持在 0.3% 以下的低位运行，民营企业新增主体违约率以下降为主，最高触及近 3% 水平。2025 年第二季度，民营企业新增主体约率达0.19%,略高于上个季度(0.18%)。第二季度,民营企业债券净融资额由负(上个季度为-35.32 亿元）转正（本季度为 242.31 亿元），但相对于国企债券净融资额（5994.14 亿元）而言，民企债券净融资能力仍然显著偏弱。

从按户数法统计的，不同行业主体违约情况来看，各行业发债主体年度边际违约状况差异明显。2020 年以来至 2025 年第二季度，新增违约主体方面，房地产、交通运输、汽车等行业累计新增违约主体数量相对较多，公用事业、银行、石油石化等行业则没有主体发生违约；通信、汽车、纺织服饰、传媒、房地产等行业违约率相对较高。第二季度，债券市场新增房地产行业违约主体 1 家、非银金融行业违约主体 1 家，全市场其余行业发行人未发生首次违约。

本文研究的违约是指未按时兑付本金和 / 或利息、未按时兑付回售款或未按时兑付回售款和利息、提前到期未兑付、触发交叉违约、担保违约，但不包括本息展期，相关统计均参考 Wind 资讯。本文研究的违约债券，统计口径包括 Wind 一级债券分类中的公司债券、企业债券、短期融资券、中期票据、定向工具、可交换债券、可转换债券。本文统计的违约率采用户数法、余额法。新增主体违约率（户数法）= 某期限内首次违约主体数 / 期初拥有存量债券且未违约的主体数。新增债券违约率（户数法）= 某期限内首次违约债券违约时余额 / 期初存续且未违约的债券余额。

相关研究报告：

1.《民企新增债券违约率环比微增，新增一家汽车服务业民企违约——2025 年第一季度信用债违约分析》，2025.04.30

2.《民营企业新增债券违约率上行，新增一家上市企业违约——2024 年第四季度信用债违约分析》，2025.01.21

一、第二季度信用债违约整体情况

Wind 资讯统计显示，第二季度全国新增 2 只债券发生违约，违约时的债券余额合计 14.45 亿元，涉及的违约主体共有 2 家，且均为首次违约。2025 年第二季度（以下简称“第二季度”）新增违约债券只数、对应债券余额较上个季度（5 只、36.03 亿元）有所下降，较上年同期（违约 10 只、违约债券余额 263.63 亿元）大幅下降。

第二季度新增违约债券对应 2 家首次违约主体——广州富力地产股份有限公司、武汉天盈投资集团有限公司，当季度各有 1 只债券（20 富力地产 PPN001、H20 天盈 1）发生实质违约，应兑付而未兑付金额合计 5.7 亿元。其中，广州富力地产股份有限公司为房地产开发企业，债券发行时主体评级为 AAA，违约前三个月主体评级为 AA+；武汉天盈投资集团有限公司为多元金融企业，债券发行时主体评级为 AA，违约前三个月主体评级为 BB。

从新增主体违约率（户数法）来看，2025 年第二季度债券市场新增主体违约率为 0.04%，较上个季度（0.02%）相比有所提升。其中，2025 年第二季度民营企业新增主体违约率为 0.19%，略高于上个季度（0.18%）；2025 年第二季度国有企业无新增主体违约。

发行人	首次违约时间	当季度违约债券只数	当季度应兑付而未兑付金额（亿元）	违约前三个月主体评级	发行时主体评级	所属申万行业（一级-二级）	所属地区	公司属性	是否上市	违约情况概述
广州富力地产股份有限公司	2025-04-23	1	0.59	AA+	AAA	房地产--房地产开发	广东	外资企业	是	未按时兑付回售款和利息
武汉天盈投资集团有限公司	2025-06-09	1	5.11	BB	AA	非银金融--多元金融	湖北	民营企业	否	未按时兑付本息

表 1：2025 年第二季度首次违约主体基本情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

从新增债券违约率（余额法）来看，2025 年第二季度新增债券违约率为 0.005%，低于上个季度（0.01%）水平，2025 年第二季度，民营企业新增债券违约率为 0.05%，较上个季度（0.38%）显著下降；国有企业无新增债券违约。

二、第二季度信用债违约案例分析

以下针对第二季度两家发生债券首次违约的主体进行违约案例分析。

（一）富力地产案例分析

本季度新增首次违约主体——广州富力地产股份有限公司（曾用名：广州天力房地产开发公司，以下简称“富力地产”）前身成立于 1994 年，注册地位于广东省广州市天河区珠江新城，注册资本 37.52 亿元。2005 年，公司在香港联交所主板上市，股票简称“富力地产”。从股权结构来看，富力地产股东由自然人股东构成。富力地产主营业务为房地产开发与销售、商业物业租赁和酒店服务等。该公司成立初期，通过“拆旧厂，建新房”等策略，打造了众多城市更新的经典项目。之后，该公司业务通过激进扩张、高负债经营等方式，推动业务市场从广州向全国乃至海外市场拓展。

2025 年第二季度，富力地产旗下债券“20 富力地产 PPN001”发生违约。该券发行金额 10 亿元，发行时票面利率为 6.3%。2025 年 4 月 23 日，公司流动性出现紧张，未按时兑付回售款和利息 5.11 亿元。

盈利能力下滑是富力地产违约的重要原因之一。近年以来受到房地产市场低迷等影响，该公司营业收入锐减，净利润由正转负。2019 年至 2024 年，该公司营业收入从 909.58 亿元降至 180.31 亿元。2025 年第一季度，该公司实现营业收入 33.20 亿元，同比（68.56 亿元）

3.《民企新增债券违约率下行，新增一家商业地产企业首次违约——2023 年第二季度信用债违约分析》，2023.07.10

4.《新增债券违约率小幅上升，关注房企违约风险——2022 年第一季度信用债违约分析》，2022.04.08

下降 51.57%。从净利润来看，图 1 显示，近年该公司归属母公司股东的净利润显著下滑，2021 年以来呈现历年连续亏损状态。2024 年，公司归母净利润为 -154.05 亿元，较上年（-199.50 亿元）亏损状况有所缓和。但最新统计显示，2025 年第一季度，该公司归母净利润为 -24.98 亿元，较上年同期（-14.86 亿元）亏损状况加剧。

近年以来，富力地产高杠杆、激进式投资扩张尤

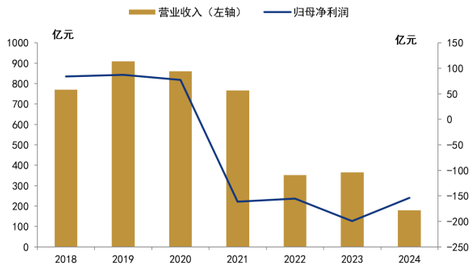


图 1：富力地产营业收入和归母净利润变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

为明显，加剧了公司债务压力。2017 年，富力地产以 199.06 亿元接手万达集团旗下 77 家城市酒店全部股权。完成收购后，富力地产的酒店资产规模达到近 90 家，成为“全球最大豪华酒店业主”[参见：从“捡便宜”到“大包袱”，李思廉接盘万达酒店的 8 年之痛，新京报，2025-05-27；富力地产 199 亿接盘万达 77 酒店，北京青年报，2017-07-20。]。随后，富力地产财务压力增长，其中表现为债务资金显著增长的同时，流动性压力

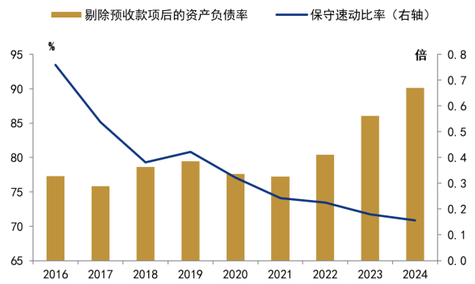


图 2：富力地产剔除预收款项后的资产负债率、保守速动比率变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：按照新会计准则，保守速动比率计算公式为（货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据及应收账款 + 其他应收款合计）／流动负债。

明显加剧。具体来看，2016 年至 2024 年，富力地产债务总额从 1795.64 亿元增至 2618.12 亿元，累计增长 45.80%；其中流动负债从 874.74 亿元增至 2438.17 亿元，累计增长 178.73%；剔除预收款项后的资产负债率从 77.32% 递增至 90.11%；保守速动比率则从 0.76 倍递降至 0.16 倍。

从带息债务来看，近年富力地产带息债务规模高企。图 3 显示，近年以来，该公司带息债务规模以下降为主，带息债务占总负债比重也波动下行，但带息债务维持千亿元级水平。截至 2024 年底，公司带息债务规模为 1148.95 亿元，占其总负债比重为 43.88%，带息债务所带来的高昂财务费用对该公司利润形成侵蚀。图 4 显示，2022 年以来，该公司利息费用较往年呈现梯级提

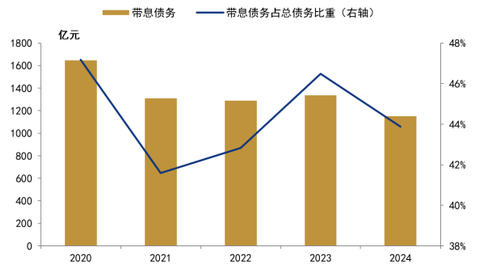


图 3：富力地产带息债务、带息债务占总债务比重变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

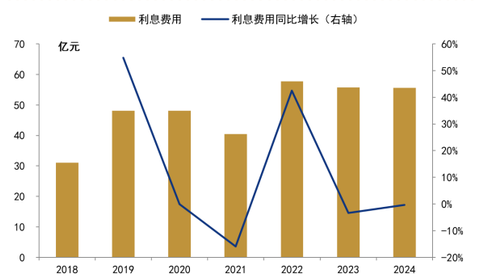


图 4：富力地产利息费用变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

升且企稳之势。2024 年，该公司利息费用达 55.58 亿元，同比略降 0.29%。

从经营性现金流净额对短期债务覆盖情况来看，图 5 显示，2018 年至 2024 年，富力地产各年经营性现金流净额 / 短期债务均未超过 0.2 倍，经营性现金流净额均不能有效覆盖相应年份短期债务。2022 年、2023 年和 2024 年公司经营性现金流净额 / 短期债务分别为

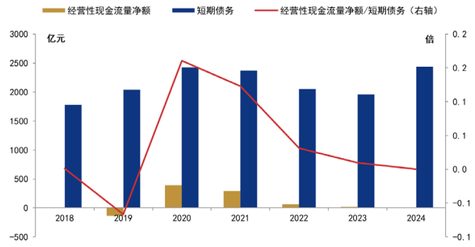


图 5：富力地产总债务、短期债务和经营现金流量净额 / 短期债务变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

0.03、0.01、0.00005，该公司靠内生性现金流覆盖短期债务的能力显著偏弱。

再从融资渠道表现来看，该公式债券融资成本相对较高，2018 年以来发行的 4 只债券，发行期限 4 年、5 年不等，发行时票面利率分别为 6.3%、6.48%、6.58%、7%，均明显高于同期限商业银行信贷利率水平，相对偏高的融资成本加大了公司负债压力。再从筹资性现金

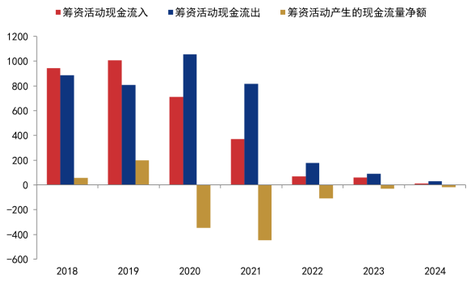


图 6：富力地产筹资活动现金流量变化情况（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

流状况变化来看，2020 年以来，公司筹资性现金流呈现持续净流出状态，其中 2024 年的筹资性现金净流出额为 17.73 亿元。

综合来看，近年房地产行业低迷环境下，富力地产激进式投资扩张加大了财务压力，其自身造血能力不足以对债务偿还提供充分保障。此外，富力地产筹资性现金流近期持续净流出状态，融资压力偏高。前述诸方面因素综合造成了 2025 年第二季度富力地产旗下债券“20 富力地产 PPN001”违约。

（二）天盈投资案例分析

本季度新增首次违约主体——武汉天盈投资集团有限公司（曾用名：武汉当代金融控股集团有限公司，下称“天盈投资”）前身成立于 2012 年，注册地址位于湖北省武汉市东湖新技术开发区，注册资本为 72.59 亿元，作为非银金融领域企业，天盈投资的业务板块主要包括不良资产经营业务、私募投资基金业务、保险经纪业务以及其他投资业务。

从股权结构来看，天盈投资第一大股东——武汉当代科技产业集团股份有限公司（下称“当代科技集团”）持股比例达 40.50%，第二大股东——武汉璟晖企业管理咨询有限公司持股比例达 35.40%。当代科技集团成立于 1988 年，是注册于武汉东湖新技术开发区内的一家民营高新技术集团公司，注册资本 55 亿元，业务布局于医药、消费、文化等领域，是天盈投资旗下债券“20 天盈投资 PPN001”的担保人。2022 年 4 月，当代科技集团发生旗下债券首次违约；截至 2024 年 9 月，当代科技集团旗下包括“H17 当代 1”“H18 当代 2”“19 汉当科 PPN001”等超过 10 只债券发生违约。

2025 年第二季度，天盈投资首次发生旗下债券（“20 天盈投资 PPN001”）违约。“20 天盈投资 PPN001”2020 年 6 月发行时面额为 4.5 亿元，票面利率为 6.8%。2025 年 6 月 9 日，天盈投资未按时兑付该券本息合计 5.11 亿元。

盈利能力滑坡是天盈投资发生债券违约的重要原因之一。2020 年至 2024 年，天盈投资营业收入从 15.66 亿元降至 1.21 亿元，累计降幅达 92.29%，其中 2024 年营业收入同比下降 6.48%。从净利润指标反映的盈利能力来看，图 7 显示，近年该公司归属母公司股东的净利润显著下滑。尤其 2024 年出现 48.27 亿元的巨额亏损，亏损额同比（2023 年亏损 1486.87 万元）下滑 32367.10%。综合来看，除了公司主营业务板块

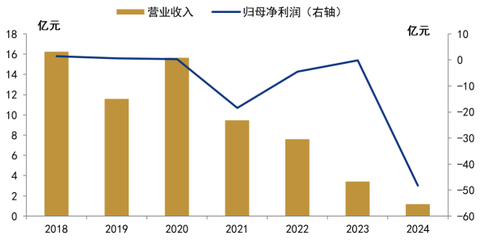


图 7：天盈投资营业收入和归母净利润变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

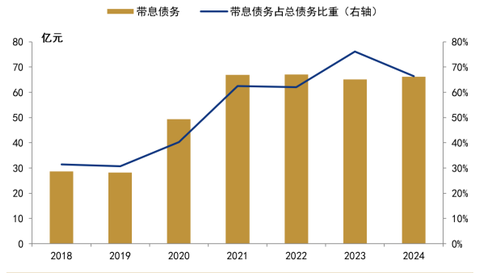


图 8：天盈投资带息债务、带息债务占总债务比重变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

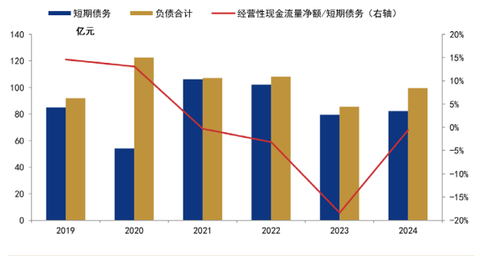


图 9：天盈投资短期债务、总债务、经营性现金流量净额 / 短期债务变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

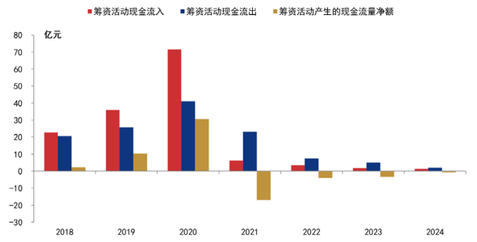


图 10：天盈投资筹资活动现金流量变化情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

经营严重受挫外，资产减值损失、投资净损失、信用减值损失等也是公司盈利能力下滑的重要原因。

天盈投资带息债务规模呈现高企状态。图 8 显示，近年该公司带息债务总体呈现攀升之势。截至 2024 年底，该公司带息债务达 66.07 亿元，占其总负债比重达 66.38%，带息债务所带来的高昂财务费用也对公司利润形成侵蚀。2024 年，该公司利息费用达 2.02 亿元，同比增长 0.9%。

再从经营性现金流量净额对短期债务覆盖情况来看，图 9 显示，2021 年以来，天盈投资的经营性现金流净额均不能有效覆盖相应年份短期债务（经营性现金流净额 / 短期债务均未超过 0.5）。2021 至 2024 年，该公司的经营性现金流净额 / 短期债务分别为 -0.29 倍、-3.24 倍、-14.56 倍、-0.48 倍，公司靠内生性现金流覆盖短期债务的能力显著偏弱。

再从融资渠道表现来看，近年天盈投资的银行授信额度呈现收缩之势，该公司截至 2020 年 6 月底获得的授信额度为 27.63 亿元，最新未使用授信额度则为 1.96 亿元。再从筹资性现金流状况变化来看，2018 年以来，该公司筹资性现金流由正转负；其中，2021 年至 2024 年筹资性现金流量持续净流出状态。综上所述，近年公司融资渠道不畅，面临再融资压力。

天盈投资违约债券“20 天盈投资 PPN001”担保方——武汉当代科技产业集团股份有限公司自身流动性不足且旗下债券违约（2022 年以来，武汉当代科技产业集团旗下“17 汉当科 MTN002”“18 汉当科 PPN001”等多只债券违约），削弱了其针对“20 天盈投资 PPN001”债券的担保能力。2025 年 5 月，中国执行信息公开网显示，天盈投资、武汉当代科技产业集团及实控人艾路明新增被执行信息，执行标的均为 2.64 亿元，执行法院为武汉市中级人民法院。天盈投资及其股东方新增被执行信息，对于该公司的资产流动性以及偿债能力造成负面影响。

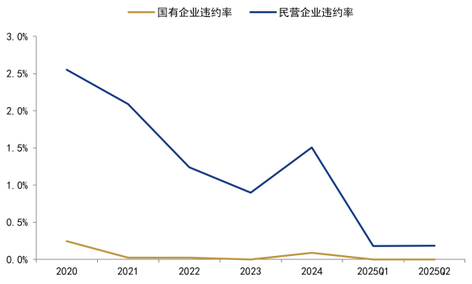


图 11：近年国企与民企债券发行人边际违约率变化（户数法）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

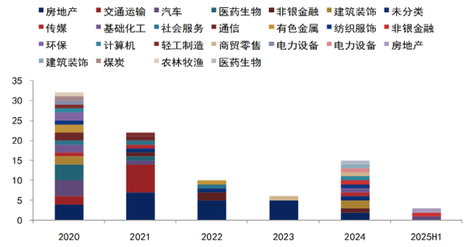


图 12：历年各行业企业新增首次违约主体数量变化（家）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

发行人所属行业	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1	2025Q2
通信	6.90%	3.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
汽车	5.48%	1.41%	0.00%	0.00%	0.00%	1.54%	0.00%
纺织服饰	3.57%	0.00%	0.00%	0.00%	4.17%	0.00%	0.00%
传媒	1.69%	2.13%	0.00%	0.00%	2.86%	0.00%	0.00%
房地产	1.01%	1.69%	1.27%	1.26%	0.75%	0.00%	0.26%
轻工制造	2.70%	2.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
医药生物	2.97%	1.05%	0.00%	0.00%	1.12%	0.00%	0.00%
计算机	2.22%	0.00%	0.00%	0.00%	2.56%	0.00%	0.00%
有色金属	2.53%	0.00%	1.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
电力设备	3.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
交通运输	0.69%	2.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
基础化工	1.87%	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	0.00%	0.00%
农林牧渔	2.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
社会服务	0.78%	0.73%	0.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
非银金融	0.00%	0.41%	0.75%	0.00%	0.63%	0.00%	0.28%
环保	1.69%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
商贸零售	0.00%	0.00%	0.00%	0.67%	0.72%	0.00%	0.00%
煤炭	1.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
建筑装饰	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.11%	0.00%	0.00%

表 2：近年各行业债券发行人边际违约率变化（户数法）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

综合来看，天盈投资经营状况欠佳，自身造血能力不足以对公司债务偿还提供充分保障。同时，天盈投资旗下债券担保人——武汉当代科技产业集团流动性紧张，针对“20 天盈投资 PPN001”明显“担而不保”。此外，天盈投资筹资性现金流近期呈现持续净流出状态，融资渠道不畅，再融资压力偏高。前述诸方面因素综合造成了“20 天盈投资 PPN001”债券本季度的违约。

三、近年债券市场违约变化情况

本文采用户数法，针对近年以来全国债券市场发行主体边际违约率变化状况分析如下。

从不同所有制性质的发行人违约率状况变化来看，近年国有企业和民营企业违约率明显分化。图 5 显示，2020 年以来，国有企业新增主体违约率维持在 0.3% 以下的低位水平运行，民营企业新增主体违约率以下降为主，最高触及近 3% 水平。2025 年第二季

度，民营企业新增主体约率达 0.19%，略高于上个季度（0.18%）。

相对偏高的违约率、相对频繁发生的民营企业违约事件，客观上削弱了民营企业对于债券市场投资者吸引力，加大了民营企业债券融资难度和债券发行成本。Wind 资讯统计显示，2024 年，民营企业债券净融资为 -399.12 亿元，同期国有企业债券净融资额为 339045.09 亿元；2025 年第一季度，民营企业债券净融资为 -35.32 亿元，同期国有企业债券净融资额为 21245.35 亿元；2025 年第二季度，民营企业债券净融资为 242.31 亿元，同期国有企业债券净融资额为 5994.14 亿元。

从按申万行业分类的各行业债券发行人 2020 年以来截至 2025 年第二季度的违约状况来看，一是新增违约主体数量方面，各行业发债主体年度边际违约状况差异明显，房地产、交通运输、汽车等行业累计新增违约主体数量相对较多，公用事业、银行、石油石化等行业则没有主体发生违约；二是历年发行主体边际违约率状况方面，综合来看，通信、汽车、纺织服饰、传媒、房地产等行业违约率相对较高。

四、总结

2025 年第二季度，债券市场共有 2 只债券新发生违约，涉及 2 家违约主体，违约时的债券余额合计 14.45 亿元，2025 年第二季度新增违约债券只数和相关债券余额相对上年同期明显下降。从结构来看，2025 年第二季度民营企业新增债券违约率（余额法）为 0.05%，环比有所下降；国有企业则未发生新增债券违约。2025 年第二季度民营企业新增主体违约率（户数法）为 0.19%，环比微增；国有企业则未发生新增主体违约。

2025 年第二季度首次违约主体为广州富力地产股份有限公司、武汉天盈投资集团有限公司。通过对富力地产的违约原因进行分析可以看到，近年富力地产激进式投资扩张，盈利能力显著滑坡，自身造血能力不足以对债务偿还提供充分保障。此外，富力地产近期筹资性现金流持续净流出，融资渠道不畅，诸方面因素导致富力地产旗下债券违约。通过对天盈投资的违约原因进行分析可以看到，近年天盈投资盈利能力显著滑坡，自身造血能力不足以对债务偿还提供充分保障。同时，天盈投资旗下违约债券担保人——武汉当代科技集团流动性紧张，针对天盈投资旗下违约债券担保能力明显不足。此外，天盈投资近期筹资性现金流持续净流出，融资渠道不畅，再融资压力偏高，

从近年债券市场违约情况来看，2020 年以来，国有企业违约率维持在低位水平运行，民营企业违约率以下降为主，但明显高于国有企业。相对偏高的违约率、相对频繁发生的民营企业违约事件，客观上削弱了民营企业对于债券市场投资者的吸引力，加大了民营企业债券融资难度和债券发行成本。2024 年、2025 年第一季度，民营企业债券净融资维持负数状态。2025 年第二季度，民营企业债券净融资合计 242.31 亿元，实现扭负为正，但同期国有企业债券净融资额为 5994.14 亿元，国企与民企债券净融资能力仍然悬殊。

2020 年以来至 2025 年第二季度，各行业债券发行人违约率状况分化，通信、汽车、纺织服饰、传媒、房地产等行业违约率相对较高。2025 年第二季度，债券市场新增房地产行业违约主体 1 家、非银金融行业违约主体 1 家，全市场其余行业发行人本季度则未发生新增违约。

2025 年中国商业银行信用展望

远东资信研究院研究与发展部 / 柴柯青

【摘 要】

中国商业银行业的信用展望为稳定，该展望体现了我们对中国商业银行业未来 12 个月基本信用状况的预期。这一结论是基于我们对经济稳定增长的假定以及该行业的财务指标适度改善。

我们对商业银行的展望基于对未来 12 个月的 GDP 增速的基准预测是 4.5-5%，在“积极有为”宏观政策基调之下，稳定的经济增长能够支撑银行业的经营环境平稳运行，预计商业银行资产负债规模继续增长，增速维持相对稳定。除了有利的经济稳定增长假设外，我们预计在展望期内只会有温和的规模增长。限制因素包括：贷款需求的可持续性，净息差的持续收窄，以及在关税等外部扰动事件影响下，区域经济发展受挫导致部分银行规模出现阶段性波动的情况。

在政策推动以及自身风险管控能力提升下，商业银行的资产质量、资本比率、流动性等监管指标都将持续改善。随着重点领域风险化解以及不良贷款处置力度加大，商业银行资产质量有望稳中有升。随着财政注资落地以及高级法计量资本的实施，大行的资本补充压力相对较小，资本充足率有望提升。适度宽松货币政策为商业银行体系提供充裕合理的流动性。

然而，银行经营环境的逐步改善并不足以让我们得出正面的展望。首先，房地产等领域的不确定性仍然存在，仍需关注行业恢复的可持续性。其次，关注类贷款占比有所上行，信贷资产质量存在向下迁移的压力，部分中小行资产质量变化需重点关注。

银行业总体稳定的展望与大多数银行的评级展望也相一致。除了个别中小型银行之外，所有银行都有稳定的评级展望。稳定的经济增长和良好的资产质量、资本充足性及流动性等监管指标能够抵挡银行可能遭受的信贷损失。

本文所指的商业银行，是以金融资产和负债业务为主要经营对象的综合性、多功能的金融企业，是能够提供存贷业务的金融机构。其中，商业银行又细分为国有大型商业银行（简称“国有行”）、股份制商业银行（简称“股份行”）、城市商业银行（简称“城商行”）、农村商业银行（简称农商行）及其他银行。

一、行业近期运行概况

（一）业务规模：受前期高基数及信贷需求偏弱影响，资产负债表扩张速度放缓

2024 年，我国商业银行资产及负债规模延续增长态势，但是增速有所放缓，主要受前期信贷扩张基数大以及信贷需求走弱影响，一方面，居民在收入就业预期不稳的情况下，消费需求减弱、购房需求不足；另一方面，企业端受制于宏观经济波动，信贷扩张意愿低迷。2024 年，我国社会融资规模持续增加，但同比增速呈逐月下降趋势，主要增量贡献为政府债，贷款余额同比增速持续下降。截至 2024 年末，我国商业银行资产总额 372.53 万亿元，负债总额 343.17 万亿元，同比增速分别为 7.2%、7.22%，较 2023 年分别下降 3.9 个百分点和 4.11 个百分点。截至 2025 年 3 月末，我国商业银行资产总额 386.23 万亿元，负债总额 356.6 万亿元，同比增速分别为 7.14%、7.34%，与 2024 年末基本持平。2025 年在内需维稳持续和外部不确定性增加的压力之下，“积极有为”政策基调将支撑银行业的经营环境总体平稳运行。分机构类型看，2024 年各类型机构资产总额同比增速均有下降，反映出银行业整体在 2024 年业务增长动力有所减弱，2025 年 3 月各类型机构资产总额同比增速较 2024 年底基本持平。

（二）资产质量：不良贷款率持续下降，不良贷款向下迁移，资产质量“分化”

资产质量方面，截至 2024 年末，商业银行不良贷款比例降至 1.5%，较 2023 年末下降 0.09 个百分点，2025 年一季度维持稳定；其中次级类及可疑类不良贷款比例均呈下行趋势，但是损失类不良贷款比例自 2023 年 9 月以来逐渐走高。分机构类型看，国有大型商业银行和股份制商业银行的不良贷款率较为稳定，反映其资产质量较好，体现出较高的风险管理能力；城市商业银行不良贷款率稳中有降；农村商业银行不良贷款率最高，近年资产质量明显改善，在实体经济有所企稳的情况下，风险管理水平相对有限的农商行整体风险暴露水平也有所改善。

从各类不良贷款余额变动情况看，各类商业银行的不良贷款整体向下迁移，损失类规模明显增加。与上年同期相比，2025 年一季度国有行、股份行、农商行的次级类贷款余额均有所下降，城商行的次级类贷款余额小幅正增长；与 2024 年四季度相比，2025 年一季度国有行、城商行、农商行可疑类贷款余额均有所下降，城商行下降幅度最大，股份行小幅正增长。相比之下，各类银行的损失类贷款余额均有明显增长，其中农商行的损失类贷款增度最大。

拨备覆盖率方面，近年行业整体拨备覆盖率逐渐回升，主要由于商业银行持续提升风险补偿能力且不良贷款率有所下降，截至 2025 年一季度末，商业银行拨备覆盖率为 208.13%，较 2024 年同期提升 3.59 个百分点，较 2024 年四季度末降低 3.06 个百分点。其中，大型商业银行拨备覆盖率维持较高水平，且近两年维持稳中有升，2025 年一季度末为 247.17%，拨备保持充足水平；股份制商业银行和城市商业银行的拨备覆盖率稳中有降，2025 年一季度末分别为 212.32%、183.93%，较 2024 年同期分别下降 5.71 个百分点和 7.31 个百分点；农村商业银行的拨备覆盖率上升较为明显，2025 年一季度为 152.64%，较 2024 年同期增长 19.93 个百分点，主要受益于近年不良贷款率明显下降。

类型	变动	商业银行	国有行	股份行	城商行	农商行
不良贷款	同比	2.07	6.75	2.06	8.54	-9.04
	季度环比	4.80	4.12	2.99	6.49	5.90
次级	同比	-16.59	-14.52	-14.99	0.21	-33.76
	季度环比	6.37	3.45	1.52	5.96	15.25
可疑	同比	-20.68	-12.61	-2.18	0.99	-41.56
	季度环比	-5.59	-8.58	1.52	-1.05	-6.46
损失	同比	67.90	55.32	27.16	30.54	297.58
	季度环比	12.00	15.42	5.36	11.75	10.26

表 1：截至 2025 年第一季度末分类别商业银行的不良贷款变动情况（单位：%）
资料来源：国家金融监督管理总局，远东资信整理

（三）效益性：净息差持续收窄，非利息收入承压，利润率走低

2025 年货币政策基调“适度宽松”，利率呈下行趋势，商业银行净息差有所承压，随着政策引导负债端利率下降，能够在一定程度缓解商业银行盈利压力。利息收入方面，在存款定期化背景下，虽然存款挂牌利率有所下调，但是银行付息压力仍较大。整体看，近年银行净息差呈下行趋势，2024 年末，商业银行净息差为 1.52%，已降至历史低位，较 2023 年末下降 0.17 个百分点，降幅较 2023 年有所收窄。2025 年一季度，商业银行净息差降至 1.43%。非利息收入方面，2024 年商业银行非利息收入占比整体呈上升趋势，1-4 季度商业银行非利息收入占比同比分别提升 3.22、2.51、2.33、2.49 个百分点。2025 年一季度商业银行非利息收入占比 24.96%，同比基本持平。其中，手续费及佣金收入表现乏力，主要是由于减费让利，保险、基金费率改革，以及经济弱复苏背景下信用卡等相关收入回落。与此同时，其他投资相关收入增加，受整体利率下行影响，银行持有债券价格上涨，相关投资收入有所增加。净利润方面，在净息差收窄及非利息收入承压的情况下，商业银行净利润同比增速逐渐收窄，2024 年净利润增速 -2.27%，由正转负；2025 年一季度商业银行净利润增速 -2.32%，降幅有所扩大。资产利润率方面，2024 年，商业银行资产利润率 0.63%，较 2023 年下降 0.1 个百分点；2025 年一季度为 0.68%，较 2024 年同期下降 0.07 个百分点。

分机构类型看，各类型机构净息差均有所下降，资产利润率表现分化。从绝对值情况看，2024 年国有大行和城商行净息差在各类商业银行机构中处于较低水平；股份行净息差处于各类型机构中等位置；农商行净息差最高，主要由于资产端风险水平溢价，近年由于行业竞争加剧，净息差水平有所下降。从变动情况看，2025 年一季度国有大行净息差同比下降 0.14 个百分点，资产利润率小幅下降 0.05 个百分点、降幅在各类机构中最小；股份行净息差同比下降 0.07 个百分点、降幅在各类机构中最小，资产利润率下降 0.08 个百分点；城商行净息差同比下降 0.08 个百分点，资产利润率下降 0.1 个百分点；农商行净息差同比下降 0.13 个百分点，资产利润率下降 0.06 个百分点。受息差收窄影响，银行资产利润率有所下行，不同类型机构由于竞争实力、客户粘性及非利息收入情况不同而有所分化，国有大行及股份行的资产利润率高于行业均值，而城商行和农商行的资产利润率低于行业均值，中小银行受揽储成本高，负债端成本刚性，在资产端利率下行影响下，利润空间被明显挤压。

（四）资本充足性：外源性资本补充工具加速发行，资本充足率改善

由于近年商业银行不断让利实体经济，整体净息差收窄、盈利能力有所承压，通过内源性方式补充资本的规模受到限制，外源性融资成为商业银行补充资本的重要方式。拉长时间看，2014 末 -2025 年一季度，商业银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别提升 2.1、1.42、0.14 个百分点，核心一级资本充足率的上升斜率较小，考虑到外源性股权融资难度相对高，且净息差逐渐收窄，部分银行自身盈利能力较弱，核心一级资本补充受限。2024 年受益于外源性资本补充工具加速发行，商业银行资本充足水平有所提升，资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 15.74%、12.57%、11%，分别较 2023 年提升 0.68、0.45、0.46 个百分点。2025 年一季度由于受利润承压叠加信贷增加消耗资本等因素的影响，商业银行资本充足率较上年末有所下降，资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率较上年末分别下降 0.45、0.39、0.3 个百分点。

分机构类型看，国有大行资本充足率逐渐提升，显著高于行业平均水平，与自身资本补充渠道畅通及外

部监管要求更高有关，2024 年资本充足率 18.33%，较 2023 年提升 0.78 个百分点；股份制商业银行资本充足率近年维持稳中有升，依靠发行二永债能够维持资本充足率水平，2024 年资本充足率 13.98%，较 2023 年提升 0.55 个百分点；城市商业银行资本充足率近年维持稳定，2024 年资本充足率 12.97%，较 2023 年提升 0.35 个百分点；农村商业银行受制于资产质量限制，风险暴露程度更高，且整体内源性融资难度更高，资本补充压力相对大，2024 年资本充足率 13.48%，较 2023 年提升 1.27 个百分点，增幅为各机构最高，在化债化险等政策推进过程中，中小行通过配置低风险权重的债券来替换原有高风险权重的城投或非标资产，风险暴露有所收敛，农村商业银行受益，资本充足率明显改善。

（五）流动性：在适度宽松的货币政策下，整体流动性充裕合理

在宽松货币政策下，2024 年商业银行流动性水平有所提升，加之商业银行主动优化资产负债结构，流动性相关指标均处于合理区间。截至 2024 年末，商业银行流动性比例为 76.74%，较 2023 年末提升 8.86 个百分点；流动性覆盖率为 154.73%，较 2023 年末提升 3.13 个百分点；存贷比为 80.35%，较 2023 年末提升 1.65 个百分点；净稳定资金比例 128.02%，较第三季度提升 0.59 个百分点。2025 年“适度宽松”政策将为银行体系流动性充足提供保障。2025 年一季度流动性比例较上年末略有下降，但整体维持较高水平。

分机构类型看，国有大行及股份行融资渠道丰富，资金来源相对稳定，且流动性管理能力较强，具备在流动性监管要求内充分利用资金开展业务的能力，2024 年国有大行及股份行流动性比例分别为 72.41%、70.26%，分别较 2023 年末提升 6.38 个百分点和 10.55 个百分点；城商行及农商行，流动性比例处于较高水平，2024 年城商行及农商行流动性比例分别为 99.82%、85.69%，分别较 2023 年末提升 18.24 个百分点和 8.01 个百分点。

二、行业政策

2024 年，行业贯彻落实中央经济工作会议及中央金融工作会议精神，加强引导银行有序服务实体经济，持续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，做好金融“五篇大文章”，同时防范化解重点领域风险，推进实施中小银行改革化险，银行等金融机构对房地产行业的信贷支持力度持续加大，帮助房地产行业缓解资金紧张问题，助力房地产市场“止跌回稳”，配合化解地方政府债务风险。2025 年，商业银行有效服务实体经济的主线不变、维持金融稳定的底线不改，作为当前信用派生的主要渠道，将持续助力经济高质量发展。

（一）强化资本与风险管理体系，维护金融稳定

商业银行的“三性原则”是其经营管理的核心准则，具体包括安全性、流动性和盈利性，其中安全性是商业银行经营的首要原则，要求银行在业务开展的过程中始终保持充足的偿付能力，进而保证银行的稳健经营与发展。资本监管方面，《商业银行资本管理办法》于 2024 年 1 月正式实施，通过构建差异化的资本监管框架，根据银行资产规模及涉外业务对银行机构进行划分，并采取不同的监管要求，使得资本监管与银行资产规模和业务情况更加匹配，并减轻中小银行合规成本。风险管理方面，2024 年 7 月《银行保险机构操作风险管理办法》正式施行，强调操作风险的审慎性、全面性、匹配性、有效性的基本原则，包括明确风险治理和管理责任、规定风险管理基本要求、细化管理流程和管理工具等方面，有助于引导银行保险机构提高操作风险管理能力。

（二）优化信贷政策，更好服务实体经济，做好“五篇大文章”

2023 年 10 月，中央金融工作会议首次提出金融“五篇大文章”，指导意义重大。次年 1 月，中国人民银行设立信贷市场司，并由其牵头拟定并组织实施科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融、消费金融、区域金融等金融政策，完善信贷政策评估机制，规范信贷市场运行。2024 年 3 月，国家金融监督管理总局印发《关于银行业保险业做好金融“五篇大文章”的指导意见》，提出深化金融供给侧结构性改革，促进加快发展新质生产力，着力做好“五篇大文章”。2024 年 7 月，党的二十届三中全会提出做好金融“五篇大文章”作为深化金融体制改革的重要举措。截至 2024 年，科技型中小企业贷款、绿色贷款、普惠小微贷款、涉农贷款同比分别增长 21.2%、21.7%、14.6%、9.8%。2025 年，金监局等部门发布《关于印发银行业保险业绿色金融高质量发展实施方案的通知》《关于印发银行业保险业养老金融高质量发展实施方案的通知》《关于印发银行业保险业科技金融高质量发展实施方案的通知》等，做好金融“五篇大文章”仍为主线任务。

（三）防范化解重点领域风险，中小银行改革化险、地产行业化险、地方化债

防范化解重点领域金融风险也继续是 2025 年的工作重点，预计会继续出台多项政策，鼓励银行业机构为房地产、地方债务领域化险贡献金融力量，包括信贷政策优惠、融资新模式试点等。中小金融机构风险方面，高风险中小银行处置取得积极进展，中小银行收购、合并、重组进度加快，风险化解能力提升。2024 年 12 月，中央经济工作会议提出，要稳妥处置地方中小金融机构风险。2025 年《政府工作报告》提到“推进地方中小金融机构风险处置和转型发展，综合采取补充资本金、兼并重组、市场退出等方式分类化解风险”。房地产化险方面领域，通过建立城市房地产融资协调机制，将商品住房项目全部纳入“白名单”，2024 年审批贷款超 5 万亿元；央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款（后支持比例提至 100%），支持国企收购未售商品房转为保障房，2025 年政府工作报告进一步提出拓宽再贷款使用范围。

化解地方政府债务风险方面，自 2023 年 7 月政治局提出“化债”以来，中国人民银行、国家金融监督管理总局等部委提出统筹协调金融机构支持地方债务风险化解工作。近年来，中央及地方政府出台一系列化解地方债务政策，缓解地方债务风险，商业银行作为城投有息债务主要承接方之一，有责任去积极配合地方政府稳妥化解地方存量隐性债务。区域银行作为地方重要的金融资源，通过化债的不断推进，高息非标资产压降，利润端承压，但是风险资产系数下降能够提高整体安全边际，能够一定程度上降低信用风险。

三、行业关注

（一）财政部积极支持国有大型商业银行补充核心一级资本

历史上共有 3 次财政向大行注资，1998 年财政部发行 2700 亿元特别国债注资，2003-2007 年财政部通过汇金公司向中行、建行等银行注资超千亿元，2010 年工、建、中、交通过 A+H 配股补充资本约 2000 亿元。本轮注资始于 2024 年 9 月 24 日，在国新办发布会上，国家金融监管总局局长李云泽表示，计划对六家大型国有商业银行增加核心一级资本。同年 10 月 12 日，国新办发布会上，财政部明确将发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升抵御风险和信贷投放能力，更好地服务实体经济发展。2025 年《政府工作报告》提出，拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本。2025 年 3 月 30 日，建设银行、中国银行、交通银行及邮储银行发布 A 股定增预案，拟合计定增金额不超过 5200 亿元，用于补充核心一级资本，四大行补充资本落地。

对银行业来说，对大行进行资本补充能够增强银行风险抵御能力，并为参与化债等政策性职能提供资本支撑，有助于缓解内源性资本补充受限压力，增强应对经济波动、市场不确定性等影响的能力，并提升银行信贷投放能力，更好地发挥金融服务实体经济的作用，对促进“五大篇章”等重点领域的信贷投放有正向影响。同时，国有大行在我国银行业体系占据重要地位，其稳健经营对整个行业来说至关重要，财政部向大行注资向市场传递积极信号，有助于稳定市场预期、增强投资者、存款人及社会公众对银行业的信息，维护金融市场稳定运行。

（二）央行提示长端利率风险，关注部分农商行债券交易风控能力

2024 年，央行多次喊话，提示长债风险，避免形成市场单边预期，防范系统性风险。3 月 29 日，央行货币政策委员会召开的 2024 年第一季度例会中提到，“在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化”。4 月份，央行有关部门负责人在接受媒体采访时就如何看待长期国债收益率走势进行回应。5 月 10 日，央行发布《2024 年第一季度中国货币政策执行报告》，其中以专栏文章形式论述如何看待当前长期国债收益率。6 月 28 日，中国人民银行货币政策委员会召开 2024 年第二季度例会，延续“关注长期收益率的变化”表述。7 月 1 日，央行表示：决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。这为后续央行根据债券市场行情买卖国债提供储备。12 月 18 日上午，央行集中约谈了部分债市交易较为激进的金融机构，要求金融机构密切关注自身利率风险等风险状况，加强债券投资稳健性。12 月 30 日，央行对湖南溆浦农村商业银行股份有限公司的债市违规行为做出行政处罚（银罚决字【2024】24-30 号），处以罚款 1413 万元。

2024 年 8 月，中国银行间交易商协会监测发现，江苏常熟农村商业银行、江苏江南农村商业银行、江苏昆山农村商业银行、江苏苏州农村商业银行在国债二级市场交易中涉嫌操纵市场价格、利益输送，因此对 4 家农商行启动自律调查。12 月初，交易商协会发布公告称，上述 4 家农商行的债券交易存在内控管理不健全等问题，将根据相关法律法规以及自律规则予以自律处分并移送相关部门。12 月底，交易商协会组织部分市场投资机构召开座谈会，指出债市对宽松货币预期过度透支，部分中小机构交易行为与自身能力不匹配，亟需加强监管。

在银行净利差不断收窄的背景下，部分银行特别是中小农商行转向债券二级市场投资交易来增厚资产端收益，通过加杠杆、拉久期策略，抱团中长期国债。对于国债利率来说，一般来说 5 年内期限的国债利率受短期经济指标影响较大，因为可通过判断短期政策走向来对价格进行判断，但是超长期国债利率与短期经济走势的关联度下降，不确定性更强，可叙事空间更大，也更容易受预期和情绪的影响，随着利率单边持续下行可持续性逐渐减弱，更容易受到预期转向的影响，一旦出现交易层面的价格扭转，市场会容易出现流动性风险，因此仍需关注相关机构的投资管理水平和信贷投放能力。

（三）农村中小银行兼并重组，省联社改革提速

根据国家金融监督管理总局发布的《银行业金融机构法人名单（截至 2024 年 12 月末）》，全国银行业金融机构法人数量为 4295 家，较 2023 年末减少 195 家，近三年累计减少 307 家，减少机构类型多集中于农村金融机构，中小银行合并重组、省联社改革加速。

2024 年已有超过百家中小银行机构被合并。具体看，4 月，海南省联社和海口农商行等 20 家机构新设合并组建的海南农村商业银行获批开业；同月，新疆银行吸收合并库尔勒银行获批，资产规模将达到 1465 亿元，这也是新疆城商行吸收合并首次获批；6 月，金监总局批复同意辽宁农村商业银行吸收合并 36 家农村中小银行机构，顺利承接清产核资后的有效资产、全部负债、业务、网点和员工；同月，浙江稠州商业银行以收购并新设分支机构的方式吸收合并两家村镇银行浙江岱山稠州村镇银行和浙江舟山普陀稠州村镇银行；9 月，邯郸邯山齐鲁村镇银行吸收合并成安齐鲁村镇银行等 4 家村镇银行、磁县齐鲁村镇银行、魏县齐鲁村镇银行、涉县齐鲁村镇银行，并承接上述 4 家村镇银行的资产、负债、业务和员工。12 月，兰州银行通过“村改支”方式吸收合并合水县金城村镇银行、甘肃西固金城村镇银行等机构并设立支行获批。

2024 年，有四川、广西、海南 3 个省级农信联社完成改革。2024 年 12 月 24 日，国家金融监督管理总局批复同意筹建江苏农村商业联合银行股份有限公司。省联社改制按照“一省一策”原则，目前主要模式为省级农商联合银行为主，通过省级统筹，能够优化资本配置，降低个别地区农信机构破产风险，并且有助于增强资本实力，提升防范和化解风险的能力，同时有助于形成规模效应，促进中小银行机构更好发挥金融支持实体经济作用。

四、行业内发债企业信用分析

远东资信对截至 2025 年 4 月 26 日，有债券存续的商业银行发债主体进行筛选，筛选出 310 家商业银行样本企业进行分析。

（一）存量债券概况

1. 主体信用等级

在 310 家样本企业中，2025 年一季度末主体评级（由主评机构出具）主要分布在 A+ 级及以上，其中 AAA、AA+、AA、AA-、A+ 级分别有 88 家、68 家、37 家、49 家、53 家，占比分别为 28.39%、21.94%、11.94%、15.81%、17.1%，合计占比超 95%。主体评级为 A 级的有 12 家，A- 级的有 1 家（延边农村商业银行股份有限公司），BBB 级的有 1 家（吉林蛟河农村商业银行股份有限公司），BB 级的有 1 家（山西榆次农村商业银行股份有限公司），均为农商行。

分银行类型看，国有行和股份行的主体评级均为 AAA 级，信用等级较高；城商行的主体评级主要分布在 AAA、AA+ 级，分别有 44 家、38 家，占比分别为 45.83%、39.58%，AA、AA-、A+ 级分别有 10 家、2 家、2 家；农商行的主体评级更为离散，主要分布在 AA- 和 A+ 级，分别有 45 家和 51 家，占比分别为 25.97%、28.18%。

据统计，样本企业在 2024 年一季度末共有 87 家 AAA 级、65 家 AA+ 级、39 家 AA 级、49 家 AA- 级、52 家 A+ 级、13 家 A 级，有 2 家没有主体评级。从级别迁移的角度看，2025 年一季度末样本企业中有 299 家主体信用级别保持稳定，占样本总数的 97.08%；有 8 家主体信用级别有所上调，其中安徽五河农村商业银行股份有限公司（从 A 到 A+）、东营银行股份有限公司（从 AA 到 AA+）、温州银行股份有限公司（从 AA+ 到 AAA）、邢台银行股份有限公司（从 AA 到 AA+）、浙江禾城农村商业银行股份有限公司（从 AA 到 AA+）、浙江临安农村商业银行股份有限公司（从 AA- 到 AA）、浙江衢州衢江农村商业银行股份有限公司（从 A+ 到 AA-）上调 1 个子级，江苏宜兴农村商业银行股份有限公司上调 3 个子级，从 A+ 到 AA+；有 1 家主体信用级别下调 1 个子级，为山东安丘农村商业银行股份有限公司（从 AA- 降为 A+）。

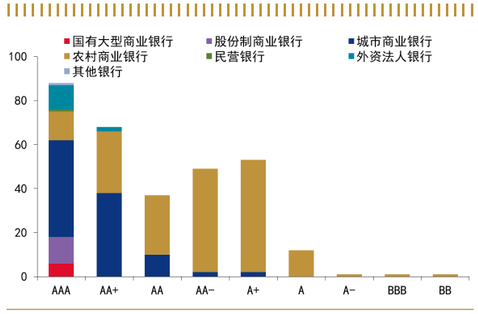


图 1：商业银行存量债最新的主体评级分布（单位：家）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

2. 存量债券情况

截至 2025 年 4 月 26 日，商业银行样本企业存量债券共 1,256 支，债券余额 10.61 万亿元。其中，2025 年一季度，新发行债券 30 支，发行规模合计 4,708.6 亿元，较上一季度环比下降 19.36%，较上年同期同比下降 6.07%；2025 年一季度净融资 29.3 亿元，环比下降 98.29%、同比下降 96.82%。

分债券类型看，商业银行普通金融债存量债券数量 495 支，存量余额 3.65 万亿元，占比 34.41%，其中一般金融债存量余额 1.86 万亿元，占比 17.57%，特色品种方面，绿色金融债、小微金融债、“三农”专项金融债存量余额分别为 8,473.57 亿元、7,594.1 亿元、1,804.5 亿元，占比分别为 7.99%、7.16%、1.7%；次级债存量余额 6.96 万亿元，占比 65.59%；二级资本债、永续债余额分别为 4.19 万亿元、2.49 万亿元，占比分别为 39.53%、23.5%；TLAC 非资本债存量余额 2,300 亿元，占比 2.17%，发行主体包括中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行、交通银行。

分主体类型看，商业银行金融债中，国有六大行、股份行、城商行、农商行的存量债券余额占比超 99%，其中国有大行存量债券余额 5.06 万亿元，占比最高（47.73%）；股份行存量债券余额 2.9 万亿元，

2025Q1 末 / 2024Q1 末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB	BB	样本数
AAA	87									87
AA+	1	64								65
AA		3	36							39
AA-			1	47	1					49
A+		1		1	50					52
A					1	12				13
A-							1			1
BBB								1		1
BB									1	1
样本数	88	68	37	48	52	12	1	1	1	308

表 2：2025 年一季度末商业银行发债主体级别迁移矩阵（2024Q1 末 -2025Q1 末，单位：家）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

债券类型	存量余额（亿元）				存量余额占比（%）			
	国有行	股份行	城商行	农商行	国有行	股份行	城商行	农商行
普通金融债	**8,130.00**	**13,935.00**	**12,103.00**	**1,907.17**	**16.06**	**48.08**	**55.93**	**45.28**
——一般金融债	2,180.00	8,490.00	6,920.00	623.00	4.31	29.30	31.98	14.79
——绿色金融债	3,700.00	2,575.00	1,921.00	267.57	7.31	8.89	8.88	6.35
——小微金融债	1,350.00	2,570.00	2,847.00	827.10	2.67	8.87	13.16	19.64
——“三农”专项金融债	900.00	300.00	415.00	189.50	1.78	1.04	1.92	4.50
次级债	**42,505.00**	**15,045.00**	**9,535.00**	**2,305.05**	**83.94**	**51.92**	**44.07**	**54.72**
——二级资本债	27,610.00	7,875.00	4,686.00	1,637.05	54.53	27.17	21.66	38.86
——永续债	12,215.00	7,170.00	4,824.00	668.00	24.12	24.74	22.29	15.86
——TLAC 非资本债	2,300.00				4.54	-	-	-
——其他次级债	380.00		25.00		0.75	-	0.12	-
合计	**50,635.00**	**28,980.00**	**21,638.00**	**4,212.22**	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

表 3：分类行商业银行金融债存量债券分类（截至 2025 年 4 月 26 日）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

占比 27.32%；城商行存量债券余额 2.16 万亿元，占比 20.4%；农商行存量债券余额 0.42 万亿元，占比 3.97%。从具体债券类型看，国有行存量债券中普通金融债与次级债比重约 2:8，股份行、城商行、农商行普通金融债与次级债的比重约 5:5。

3. 未来到期情况

分年度看，不考虑未来新发行或提前赎回债券的情况下，商业银行普通金融债存量债券大部分会在 4 年内到期。以截至 2025 年 4 月 26 日的数据为准，2025-2028 年到期金额分别为 8124.17 亿元、13241 亿元、10242.5 亿元、4422 亿元，占存量债券的比重分别为 22.25%、36.27%、28.06%、12.11%， 合 计 98.69%。商业银行次级债到期时间更分散，2025-2028 年到期金额分别为 5029.7 亿元、5989.5 亿元、2918.57 亿元、4534.5 亿元，占存量债券比重分别为 7.23%、8.61%、4.19%、6.52%。

分月度看，不考虑未来新发行或提前赎回债券的情况下，在 2025 年 4 月至 2026 年 3 月期间，商业银行分别有 9865.17 亿元和 5476.7 亿元的普通金融债和次级债到期。具体看，未来 1 年内到期商业银行普通债到期金额较大的月份分别为 2025 年 6 月、11 月、12 月和 2026 年 3 月，到期金额分别为 1070 亿元、1630 亿元、1751.3 亿元和 1540 亿元，占区间到期金额比重分别为 10.85%、16.52%、17.75%、15.61%；未来 1 年内到期商业银行次级债到期金额较大的月份分别为 2025 年 5 月、9 月、11 月，到期金额分别为 948.7 亿元、832 亿元、1060 亿元，占区间到期金额比重分别为 17.32%、15.19%、19.35%。[存量债券数据不包括同业存单。]

（二）样本企业财务状况分析

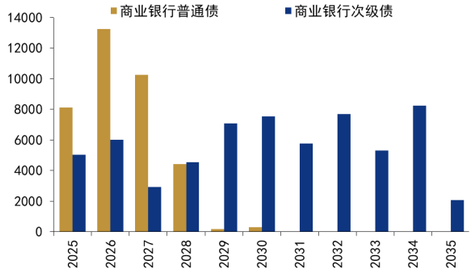


图 2：存量债券未来到期分布（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

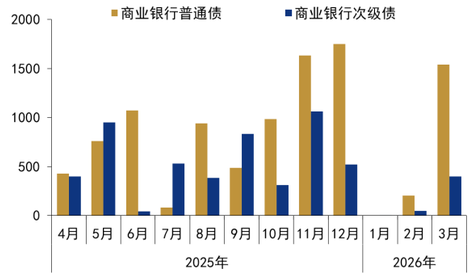


图 3：存量债券未来 12 个月到期分布（单位：亿元）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

本节对样本银行的财务状况进行分析，考虑到数据可获得性，最终选取 99 家样本企业（见附表）进行分析。

1. 规模：保持增长，集中度逐渐提升

从资产规模来看，国有 6 大行资产规模最高，2024 年资产总额平均值为 30.68 万亿元，同比增长 8.01%、高于样本均值，其中工商银行和农业银行资产规模均超过 40 万亿元，建设银行和中国银行资产规模在 30-40 万亿元之间，邮储银行和交通银行资产规模在 10-20 万亿元之间；股份行 2024 年资产总额平均值为 6.09 万亿元，同比增长 4.64%、低于样本均值，其中招商银行资产规模最高，2024 年资产总额超 10 万亿元，6 家银行规模超过 5 万亿元，4 家银行规模在 1-5 万亿元之间；城商行 2024 年资产总额平均值为 1.24 万亿元，同比增长 10.69%、高于样本均值，规模靠前的有北京银行、江苏银行、上海银行、宁波银行，2024 年的资产规模超 2.8 万亿元；农商行 2024 年资产总额平均值为 1542.13 亿元，同比增长 6.1%、低于样本均值，其中重庆农村商业银行、上海农村商业银行和广州农村商业银行的资产规模明显大于其他银行，2024 年资产总额超 1 万亿元。

整体看，样本企业资产总额中位数明显低于平均值，且差距逐渐拉大。一方面，由于大行优势持续显现，行业集中度有所提升，2019-2024 年五大行资产总额占样本企业合计比重从 61.77% 增至 63.29%。另一方面，中小银行合并重组持续、“马太效应”明显，国有行和股份行的中位数与平均值差距不大，而城商行和农商行的中位数与平均值差距均有所增加。

2. 盈利性：逐年下降，东部沿海省份中小银行盈利能力更强

净息差指的是净利息收入的收益率，即净利息收入与生息资产平均余额的比值，衡量银行运用生息资产获取利息收入的能力，反映银行资金运用的效率。根据市场利率定价自律机制发布的《金融机构合格审慎评估标准（2023 年版）》，银行业存款类金融机构的合格审慎评估指标中，对净息差的评分标准为，不低于 1.8%（含）是 100 分、0.8%（含）至 1.8% 是 60 分（含）至 100 分、0.8% 以下是 0 分。

2019-2024 年，样本银行的净息差均值从 2.58% 降至 1.75%。分银行类型看国有行、股份行、城商行的净息差较为接近，近年呈下降趋势，2024 年分别为 1.48%、1.63%、1.67%；受客群质量限制，农商行的净息差明显高于其他类型银行，从 2019 年的 2.84% 降至 1.83%。

具体看，在选取的 99 个样本中，2024 年有 38 家银行的净息差大于 1.8%，59 家银行的净息差在 0.8% 至 1.8% 之间，2 家银行的净息差低于 0.8%，分别为湖北潜江农村商业银行股份有限公司和湖北孝感农村商业银行股份有限公司。

根据《商业银行风险监管核心指标（试行）》，盈利能力监管指标主要包括资产利润率、资本利润率、成本收入比。考虑到数据可得性和有效性，本部分主要讨论资产利润率。资产利润率是直接衡量商业银行盈利能力的指标，是净利润与资产平均余额的比重，不应低于 0.6%。

2019-2024 年，样本银行的平均资产利润率从 0.91% 降至 0.64%。分类型看，2024 年国有行、股份行、城商行、农商行的资产利润率分别为 0.71%、0.63%、0.57%、0.67%。分区域看，城商行和农商行中，受益于区域经济发展东部沿海区域银行盈利能力具有明显优势，东北地区盈利能力相对更弱，2024 年东部、中部、西部和东北地区城商行和农商行平均资产利润率分别为 0.74%、0.47%、0.51%、0.26%。

具体看，在选取的 99 家样本银行中，有 35 家银行的资产利润率低于 0.6%，其中国有大行中，邮储银行的资产利润率低于 0.6%；股份行中，浦发、浙商、民生、恒丰、渤海银行的资产利润率低于 0.6%；城商行中，东莞、威海、晋商等 10 家银行资产利润率低于 0.6%，占同类样本的 40%；农商行中，青岛、江苏盱眙、浙江上虞等 19 家银行行资产利润率低于 0.6%，占同类样本的 33.33%。

3. 资产质量：不良贷款率和拨备覆盖率均有所下降

不良贷款率是衡量商业银行信贷资产质量的重要指标之一。商业银行依据借款人的实际还款能力进行贷款质量的五级分类，按风险程度由低到高划分为：正常类、关注类、次级类、可疑类、损失类。不良贷款主要指次级、可疑和损失类贷款。不良贷款率是不良贷款与各项贷款的比值。根据《商业银行风险监管核心指标（试行）》规定，商业银行不良贷款率不应高于 5%。

2019-2024 年，样本银行的平均不良贷款率从 1.57% 降至 1.45%。分银行类型看，2024 年国有行、股份行、城商行、农商行的不良贷款率分别为 1.24%、1.32%、1.47%、1.49%，其中国有行、股份行、城商行分别较 23 年下降 0.01、0.05、0.03 个百分点，而农商行较 23 年上升 0.02 个百分点，资产质量有所下降。

具体看，在 99 家样本银行中，2024 年不良贷款率超过 3% 的有 6 家，其中湖南华容农村商业银行股份有限公司不良贷款率超过 4%，陕西宝鸡金台农村商业银行股份有限公司、陕西西乡农村商业银行股份有限公司、大兴安岭农村商业银行股份有限公司、安徽利辛农村商业银行股份有限公司、阜阳颍东农村商业银行股份有限公司的不良贷款率超过 3%。

拨备覆盖率是衡量商业银行贷款损失准备计提是否充足的一个指标，是贷款损失准备与不良贷款余额的比例。从公式来看，不良贷款余额作为分母越小，拨备覆盖率越高，因此一定程度上说明资产质量越高。根据原银监会发布的《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，商业银行的拨备覆盖率监管要求为 120%-150%。

2019-2024 年，样本银行的平均拨备覆盖率从 341.69% 波动下降至 317.47%。分银行类型看，2019-2024 年除了农商行的拨备覆盖率波动下降外，其他类型银行拨备覆盖率呈上升趋势。具体看，2024 年国有行拨备覆盖率平均值为 239.47%、较 23 年下降 9.22 个百分点；股份行为 206.32%、较 23 年下降 4.99 个百分点；城商行为 257.55%、较 23 年提升 0.12 个百分点；农商行为 374.4%、较 23 年下降 13.1 个百分点。

整体看，所有的样本银行都拨备充足，对风险应对能力较好。具体看，将 99 家样本银行的不良贷款率与拨备覆盖率绘制成散点图，可以发现部分中小银行对风险逆周期调节能力有限，比如，大兴安岭农村商业银行、湖南华容农村商业银行、陕西宝鸡金台农村商业银行的不良贷款率超过 3%，处于较高水平，但是拨备覆盖率处于样本银行中较低水平。由于银行多余的拨备可以用来平滑利润波动，拨备更高的银行在经济下行期可以更好地平稳度过，而拨备率较低的银行平滑周期波动的能力相对较弱。

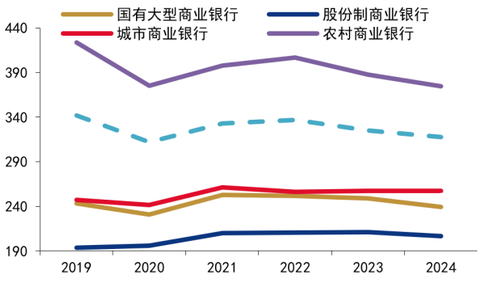


图 4：样本银行平均拨备覆盖率（单位：%）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

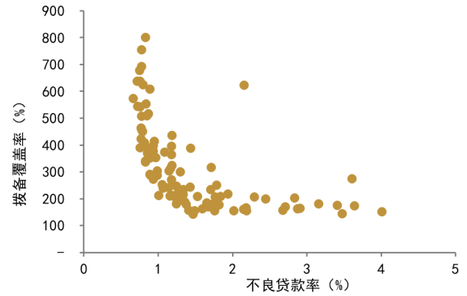


图 5：样本银行 2024 年不良贷款率和拨备覆盖率散点图
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

4. 资本充足性：稳中有升，均满足监管最低要求

资本是商业银行吸收各类风险损失的重要缓冲工具，资本充足率是资本与风险加权资产的比值，根据 2023 年 1 月国家金融监督管理总局发布的《商业银行资本管理办法》，商业银行的核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别不得低于 5%、6%、8%；根据第二十四条的规定，商业银行应当在最低资本要求的基础上计提储备资本。特定情况下，商业银行应当在最低资本要求和储备资本要求之上计提逆周期资本。储备资本要求为风险加权资产的 2.5%，逆周期资本要求为风险加权资产的 0%-2.5%，均由核心一级资本来满足。根据 2020 年 9 月银保监会发布的《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》，明确当前逆周期资本缓冲比率初始设定为 0%，不增加银行业金融机构的资本管理要求。因此，我们将两条规定叠加起来，商业银行资本充足率则需满足：核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别不低于 7.5%、8.5%、10.5%。

2024 年，样本银行资本充足率均值为 14.2%、较 23 年增加 0.45 个百分点，一级资本充足率均值为 11.92%、较 23 年增加 0.49 个百分点，核心一级资本充足率为 10.95%、较 23 年增加 0.41 个百分点。具体看，99 家样本银行的资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率均满足监管的最低要求。

此外，根据 2021 年 9 月发布的《系统重要性银行附加监管规定（试行）》，系统重要性银行在满足最低资本要求、储备资本要求和逆周期资本要求基础上，还应满足一定的附加资本要求，由核心一级资本满足。系统重要性银行分为五组，第一组到第五组的银行分别适用 0.25%、0.5%、0.75%、1% 和 1.5% 的附加资本要求。根据 2023 年 9 月央行和金监局披露的《我国系统重要性银行名单》，当期有 20 家国内系统性重要性银行，根据最新数据，核心一级资本充足率均满足监管要求。

5. 流动性：满足监管要求

根据 2018 年 5 月发布的《商业银行流动性风险管理办法》，流动性风险监管指标包括流动性覆盖率、净稳定资金比例、流动性比例、流动性匹配率和优质流动性资产充足率。其中，资产规模不小于 2000 亿元人民币的商业银行应当持续达到流动性覆盖率（不低于 100%）、净稳定资金比例（不低于 100%）、流动性比例（不低于 25%）和流动性匹配率（不低于 100%）的最低监管标准。资产规模小于 2000 亿元人民币的商业银行应当持续达到优质流动性资产充足率（不低于 100%）、流动性比例（不低于 25%）和流动性匹配率（不低于 100%）的最低监管标准。

（1）资产规模大于等于 2000 亿元

流动性覆盖率方面，2024 年国有行、股份行、城商行、

类别	组别	银行简称	核心一级资本充足率			一级资本充足率			资本充足率		
			监管要求	2024 年末披露值	较监管要求增加	监管要求	2024 年末披露值	较监管要求增加	监管要求	2024 年末披露值	较监管要求增加
国内系统重要性银行	第一组	光大银行	7.75	9.82	2.07	8.75	11.98	3.23	10.75	14.13	3.38
		民生银行		9.36	1.61		11	2.25		12.89	2.14
		平安银行		9.12	1.37		10.69	1.94		13.11	2.36
		华夏银行		9.77	2.02		11.7	2.95		13.44	2.69
		宁波银行		9.84	2.09		11.03	2.28		15.32	4.57
		江苏银行		9.12	1.37		11.82	3.07		12.99	2.24
		广发银行		9.67	1.92		11.65	2.9		14.86	4.11
		上海银行		10.35	2.60		11.24	2.49		14.21	3.46
		南京银行		9.36	1.61		11.12	2.37		13.72	2.97
		北京银行		8.95	1.20		11.97	3.22		13.06	2.31
	第二组	中信银行	8	9.72	1.72	9	11.26	2.26	11	13.36	2.36
		浦发银行		8.92	0.92		10.04	1.04		13.19	2.19
		邮储银行		9.56	1.56		11.89	2.89		14.44	3.44
	第三组	招商银行	8.25	14.86	6.61	9.25	17.48	8.23	11.25	19.05	7.8
		兴业银行		9.75	1.50		11.23	1.98		14.28	3.03
全球系统重要性银行	第一组	交通银行	8.5	10.24	1.74	9.5	12.11	2.61	11.5	16.02	4.52
	第二组	工商银行	9	14.10	5.10	10	15.36	5.36	12	19.39	7.39
		中国银行		12.20	3.20		14.38	4.38		18.76	6.76
		建设银行		14.48	5.48		15.21	5.21		19.69	7.69
		农业银行		11.42	2.42		13.63	3.63		18.19	6.19

表 4：2024 年国内系统重要性银行资本充足率监管指标（单位：%）
资料来源：金融稳定委员会（FSB），国家金融监督管理总局，Wind 资讯，远东资信整理

农商行分别较 23 年增加 7.68、33.27、18.08、14.15 个百分点。具体看，2024 年样本企业除了 2 家暂未披露数据外，其他银行的净稳定资金比例指标均满足监管要求，其中盛京银行和江苏银行分别为 116.71%、113.89%，距离监管底线比较近。

净稳定资金比例方面，2024 年国有行、股份行、城商行、农商行分别较 23 年增加 6.95、2.68、2.76、5.33 个百分点。具体看，2024 年样本企业除了 3 家暂未披露数据外，其他银行的净稳定资金比例指标均满足监管要求，其中浦发、华夏银行的净稳定资金比例距离监管底线相对较近。

流动性比例方面，2024 年国有行、股份行、城商行、农商行分别较 23 年增加 6.79、18.54、16.37、0.42 个百分点。具体看，2024 年样本企业除了 5 家暂未披露数据外，其他银行的流动性比例指标均满足监管要求。样本企业中，中原银行股份有限公司的流动性比例最低，2024 年为 45.76%，距离最低监管标准的 25% 仍有较大空间。

（2）资产规模小于 2000 亿元

流动性比例方面，2024 年城商行和农商行流动性比例分别较 23 年增加 18.64 和 12.85 个百分点。具体看，2024 年样本企业除了 5 家暂未披露数据外，其他银行的流动性比例指标均满足监管要求。样本企业中，浙江安吉农商行、浙江长兴农商行、浙江嘉善农商行和安徽肥西农商行的流动性比例最低、不足 50%，但距离最低监管标准的 25% 仍有较大空间。

五、行业信用展望

本报告对未来 12 个月的 GDP 增速的基准预测是 4.5-5%，假定关税等其他外部环境变化不会对宏观经济造成大幅影响。

综合上文的分析，远东资信对未来 12 个月商业银行业和相关发债企业的表现做出如下判断：

业务规模方面，在内需维稳和外部不确定性增加的压力下，“积极有为”政策基调将支撑银行业的经营环境平稳运行，预计商业银行资产负债总量继续增长，增速维持相对稳定。对于不同类型机构来说，大行和股份行依托自身经营优势将延续平稳增长趋势，而城商行和农商行增速可能分化更加明显，受区域经济、产业发展水平影响更大，不排除在突发外部扰动事件下，区域发展受挫导致部分中小行规模出现阶段性波动的情况。

资产质量方面，随着重点领域风险化解以及不良贷款处置力度加大，商业银行资产质量有望稳中有升。政府化债、地产化险等持续推进，有助于减轻商业银行不良贷款净生成压力，此外，不良资产处置力度加大有助于稳定不良贷款率。但是关注类贷款有所上行，信贷资产质量存在向下迁移的压力，中小行资产质量变化需重点关注。

效益性方面，政策利率下行预期存在，市场利率低位运行，净息差延续收窄趋势，由于负债端利息成本持续下调，预计净息差下降幅度有所收窄。非息收入方面，央行多次提示长期利率风险并加强市场监管，后续商业银行在债市投资交易方面会更加审慎，投资收益更稳定。考虑到同业竞争较为激烈，中小银行盈利能力或将面临更大压力。

在资本充足方面，随着财政注资落地以及高级法计量资本的实施，大行的资本补充压力相对较小，资本充足率有望提升。相比之下，部分中小银行由于盈利承压，内源性资本补充压力相对较大，同时外源性资本补充渠道更狭窄，资本补充压力较大，但是随着中小行兼并重组持续推进，有助于优化资本配置、增强资本实力，进而保证合理的资本充足水平。

在流动性方面，适度宽松货币政策为商业银行体系提供充裕合理的流动性，加之商业银行持续加强自身流动性管控能力，预计行业流动性继续保持充足，各项监管指标在合理区间内运行。

从我们对商业银行发债企业的观察结果看，企业规模进一步扩大，集中度持续提升，个体银行的经营情况或将进一步分化。在行业竞争持续加剧的背景之下，区域经济发展较好、所在地区金融环境更优的商业银行整体盈利表现也更好，反之部分区域性银行盈利能力有所承压。从各类监管指标看，观测的商业银行的资产质量、资本充足、流动性等方面的监管指标均符合监管标准，行业整体运行情况较为健康。但是，仍需关注以下风险点：（1）关税扰动等外部环境变量对宏观经济环境带来超预期的负面影响，进而对商业银行的经营造成巨大冲击；（2）房地产行业恢复进度大幅低于预期，导致大面积违约，进而对银行业资产质量产生较大影响。

综合上述，我们认为，未来 12 个月，中国商业银行业的信用展望为稳定。

8

评级技术研究

PART. 8
RATING TECHNOLOGY RESEARCH

股权投资机构信用评级方法模型探究

远东资信研究院研究与发展部 / 王娜

【摘 要】

2025 年 5 月，央行、证监会联合发布 8 号公告，交易商协会及沪深北交易所同步发细则，正式推出“科技创新债券”并推动债市“科技板”建设。新规对科技创新债券的发行主体范围扩容，明确支持股权投资机构参与债市融资。本文在股权机构定义、信用特征分析的基础上，进一步探讨国内外评级方法并给出思考。

依据本文给出的股权投资机构定义及财务数据可得性，选取了 83 家在公开市场有存续债的股权投资机构，对其财务特征进行分析，可以看出：资产维度，股权投资企业的核心资产为股权投资形成的金融性资产，这与其专注于股权投资及管理的业务模式高度契合；收益维度，股权投资企业的收益主要来自投资收益及公允价值变动损益，且因业务模式与资产结构的特殊性，其收益波动性相对较高；杠杆维度，股权投资企业的业务资金来源主要为自有资金和募集资金，整体杠杆率显著低于非金融企业。

基于此，具体看国内外评级机构关于股权投资机构的评级方法：

国际视角：国际三大评级机构均未单独制定针对股权投资机构的评级方法，但均单独设立了投资控股公司的评级方法模型，适用于以开展股权投资为主业，旨在获取资本利得和股息收益的企业。标普所指的投资控股公司为运用自有资本开展股权投资的主体，其对投资控股公司的评级思路与其他行业公司一致，采取“业务风险（国家、行业、投资组合）+ 财务风险（杠杆、现金流、融资与资本结构）”二元分析的架构。值得注意的是，标普将国有资本运营和投资平台纳入考量范围。穆迪则围绕“投资策略 + 资产质量 + 财务政策 + 基于市场价值的杠杆（MVL）+ 债务覆盖率和流动性”五个维度展开评级，并赋予明确权重。惠誉虽也主要从业务状况和财务风险两维度切入，但相较于穆迪和标普，惠誉评级模型的量化程度更高，且在财务风险维度更侧重现金流指标分析，构建三重 LTV 体系评估财务结构、五大因素衡量财务灵活性，并考虑资本获取能力。

国内视角：国内评级机构对股权投资机构的评级方法并不统一，截止到目前并非所有机构都单独设立了针对性的评级模型。评级方法逻辑基本都采取“个体评级 + 外部支持分析”相结合的评级思路，在评级要素指标的选择上，虽有一定差异，但整体上体现出，业务风险指标呈现高度共识（均在投资组合分散度、投资策略与风控、资产流动性、资产信用质量等维度进行了评估）、财务风险核心指标趋同的特征。

在此基础上，本文对投资控股公司的评价方法有以下几点思考。首先，当前监管对股权投资机构的界定存在显著泛化倾向。其次，国内现行评级方法较高依赖静态财务指标如资产负债率、所有者权益、ROE 等，难以有效捕捉股权投资机构的核心动态风险特征。最后，受限于非上市股权占比较高导致的资产透明度不足等影响，国内评级模型对股权投资机构的底层资产穿透不足。

相关研究报告：

1.《科技型企业信用评级方法模型与发债案例研究》，2025.6.21

一、股权投资及股权投资机构定义

股权投资通常是指，投资人或投资机构购买的其他企业的股票或以货币资金、无形资产和其他实物资产直接投资于其他企业的股份。股权投资基金则是实现股权投资的载体和金融工具。在我国当前的法律和监管规则下，“股权投资基金”是指“私募股权投资基金”，其更准确含义应为“私募类私人股权投资基金”，即投资人或投资机构通过向特定对象募集资金对私人股权进行投资的投资基金。“私”包扩两层含义，一是“私人股权”，即非公开发行和交易的股权，包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股、可转换为普通股的优先股和可转换债券；二是非公开方式募集，在国际市场上，股权投资基金既有非公开方式募集（私募）的，也有公开方式募集（公募）的。目前我国股权投资基金仅能以非公开方式募集。

我国证券投资基金业协会依据被投资企业发展阶段的不同，进一步将股权相关的权益性投资分为三种，分别为投资于企业发展早期（种子期、初创期、成长期）的创业投资基金、投资于企业发展中后期（成熟期、扩张期）的私募股权投资基金和企业 IPO 上市后的私募证券投资基金。广义的私募股权投资基金覆盖企业 IPO 之前各个阶段的投资。

2025 年 5 月 7 日，中国人民银行、中国证监会联合发布《中国人民银行中国证监会公告〔2025〕第 8 号）》，同时，交易商协会及沪深北三大交易所同步发布配套细则，正式推出“科技创新债券”，推动债券市场“科技板”建设。本次新规对科技创新债券的发行主体范围扩容，并对股权投资机构参与债市融资给予明确政策支持，各监管机构均对股权投资机构范围进行了界定。三大交易所和中国人民银行所指的股权投资机构仅为上文所述的私募股权投资机构和创业投资机构；交易商协会则大幅扩展了股权投资机构范围，其支持的股权投资机构包括私募股权投资、创业投资、产业股权投资等机构及其母公司，主要涉及四类机构，一是经备案且管理规范的私募股权投资机构和创业投资机构；二是以股权投资为主业且有成功退出案例的机构；三是国有资本投资、运营公司；四是其他符合要求的机构。

在具体发债实践中，持有私募基金管理人牌照（即在 AMAC 登记为私募基金管理人）的发债企业较少，已发债的企业中仅有 25 家在 AMAC 备案为私募股权、创业投资基金管理人。目前开展股权投资业务的发债企业，主要有以下几种类型：一是持有私募牌照的 VC/PE 投资机构；二是已在相关国务院管理部门备案但未在 AMAC 登记的创业投资机构；三是以自有资金做股权直

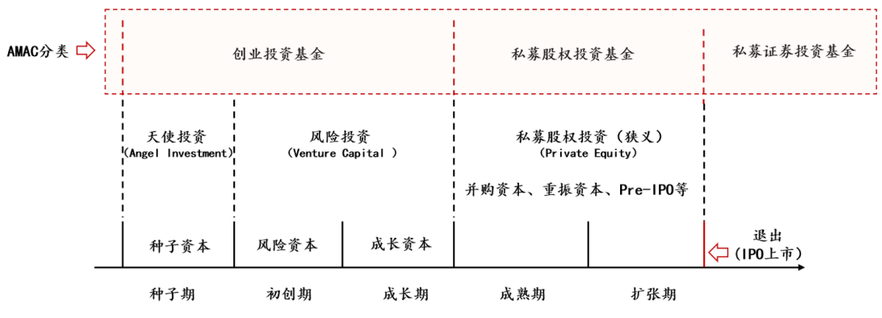


图 1：股权投资资金分类
资料来源：AMAC，远东资信整理

时间	机构	文件	定义
2025/5/7	中国人民银行、中国证监会	中国人民银行 中国证监会公告〔2025〕第8号	**私募股权投资机构和创业投资机构**
2025/5/7	交易商协会	关于推出科技创新债券 构建债市“科技板”的通知	股权投资机构是指**私募股权投资、创业投资、产业股权投资**等机构及其**母公司**，通过**股权投资、基金出资等**形式为科技型企业及产业提供股性资金支持，需符合下列情形之一： 1. 经营稳健、管理规模较高、管理层及团队架构稳定，且在主管部门进行过备案登记的股权投资机构； 2. **近两年**企业平均股权投资收入占主营业务收入比例超过50%（含），或股权投资收入占比为主营业务中最高的；**且需成立满5个自然年度**，拥有完整的“募投管退”业务流程，**近三年**成功项目**退出案例**不低于3个的股权投资机构； 3. 符合《国务院关于推进**国有资本投资、运营公司**改革试点的实施意见》（国发〔2018〕23号）要求，经授权经营的国有资本投资、运营公司； 4. 其他符合相关要求的股权投资机构。
2025/5/7	上交所 深交所 北交所	关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知	新增支持**股权投资机构**募集资金用于**私募股权投资**基金。支持具有丰富投资经验、出色管理业绩、优秀管理团队的**私募股权投资机构和创业投资机构**发行科技创新债券，募集资金用于私募股权投资基金的设立、扩募等。

表 1：各监管机构对股权投资机构定义
资料来源：交易商协会，央行，交易所，远东资信整理

接投资、创业投资的企业投资机构或 VC/PE 投资机构。

综合考虑监管机构对股权投资机构的界定范围及实际发债企业的情况， 本文对股权投资机构作如下界定：1. 从事私募股权投资、创业投资且在主管部门进行过备案登记的股权投资机构。2. 以股权投资活动为主营业务的各类企业或机构，如以自有资金做股权投资的 VC/PE 投资机构、产业资本运营机构等。

二、股权投资机构的主要信用特征

股权投资企业信用评级方法与模型需要结合股权投资企业特征制定，本文依据股权投资机构定义及财务数据可得性，选取 83 家在公开市场有存续债的股权投资机构，对其财务特征进行分析。鉴于股权投资机构核心业务是资产管理而非实体运营，为更好反映公司经营实质，本部分财务分析均以母公司报表为基础。

从 83 家样本企业 2022-2024 年的资产构成来看，股权投资企业的核心资产为股权投资形成的金融性资产，这与其专注于股权投资及管理的业务模式高度契合。从资产结构看，一是投资组合（以金融性资产构建）构成股权投资企业资产主体：企业整体投资组合账面价值占总资产比例持续高于 85%（整体法），中位数水平稳定在 90% 左右，表明其资产几乎完全由投资性金融资产构成；二是股权类资产 [根据《企业会计准则》股权投资可以根据持有目的划分为按“长期股权投资”或“金融工具中的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（交易性金融资产）”进行核算；而在具体实操

指标名称	2024	2023	2022
货币资金	1169.8	1062.0	1005.8
交易性金融资产	**3270.1**	**2680.4**	**2594.6**
其他权益工具投资	**4967.6**	**4527.9**	**4095.5**
长期股权投资	**14635.2**	**13531.6**	**12655.0**
可供出售金融资产	4.7	0.0	0.0
其他非流动金融资产	2263.3	2327.1	2160.8
债权投资	353.3	355.9	345.4
其他债券投资	3.1	5.9	6.9
投资组合账面价值	**26667.0**	**24490.9**	**22864.0**
总资产	30826.0	28628.5	26022.2
投资组合/总资产（整体）	86.5%	85.5%	87.9%
股权类资产/投资组合（整体）	85.8%	84.7%	84.6%
投资组合/总资产（中位数）	89.5%	90.8%	91.2%
股权类资产/投资组合（中位数）	81.6%	81.9%	80.2%

表 2: 近年来样本企业整体资产结构
资料来源：wind 资讯，远东资信整理

注：投资组合账面价值 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 其他权益工具投资 + 其他非流动金融资产 + 长期股权投资 + 债权投资 + 其他债权投资；股权类资产 = 交易性金融资产 + 其他权益工具投资 + 长期股权投资

中，企业常通过持有基金份额或基金主体股权（而非基金底层资产）间接开展股权投资。此类情形通常按“其他权益工具投资”（侧重获取基金分红收益）或“长期股权投资”核算。] 主导投资组合：股权类资产（交易性金融资产 + 其他权益工具投资 + 长期股权投资）占投资组合比例整体达 85% 左右，中位数亦维持在 80% 以上，凸显股权投资的绝对核心地位。因此，股权资产的质量成为支撑该类企业偿债能力的关键要素。

从样本企业的收益构成可见，股权投资企业的收益主要来自投资收益及公允价值变动损益，且因业务模式与资产结构的特殊性，其收益波动性相对较高。具体表现为：一是投资收益占主导：2024 年样本企业投资净收益、公允价值变动损益、营业总收入分别为 740.4 亿元、110.4 亿元、64.7 亿元，净利润为 544.8 亿元；二是投资收益呈现高波动特征：2022-2024 年投资收益同比增速分别为 -11.5%、24.8%、-10.2%，振幅明显高于常规企业。收益高波动性主要源自其业务特征，持有期间的投资收益主要受被投资企业经营情况及分红政策影响；处置收益则主要受股权投资企业自身投资管理能力；此外，股权投资长周期特性亦带来收益不确定性，股权投资周期通常达 5-15 年，回报实现时点与金额存在较大变数，进一步放大收益波动。

从样本企业杠杆来看，股权投资企业的业务资金来源主要为自有资金和募集资金，整体杠杆率显著低于非金融企业。2022-2024 年样本股权投资企业整体的资产负债率分别为 40.7%、43.0%、43.3%，明显低于非金融发债企业的 52% 左右的水平。这种资本结构本质上由其业务的高风险特性所驱动，一方面，股权投资的长期性（周期通常 5-15 年）与债务融资的短期限融资存在期限错配；另一方面，债务融资资金灵活性偏低。因此，股东权益性出资与利润积累构成核心资金来源，这一特性反过来倒逼企业对股权资产质量提出更高要求。

三、国内外信用评级机构的股权投资机构评级方法

（一）国际视角

国际三大评级机构均未单独制定针对股权投资机构的评级方法，但均单独设立了投资控股公司（Investment Holding Companies）的评级方法模型，本部分主要对该方法进行比较分析。

1. 标普

标普的投资控股公司评级方法所指的投资控股公司，为通过股权参与，在至少三个行业领域持续开展业务的公司。公司经营目标是通过投资其认为会增值的资产，并通过管理和最终出售资产集再投资于新项目来实现资本增值，投资控股公司自身没有或仅开展有限的运营活动。标普所指的投资控股公司为运用自有资本开展股权投资的主体，其核心业务模式区别于依赖管理第三方资金并收取费用的资产管理公司。

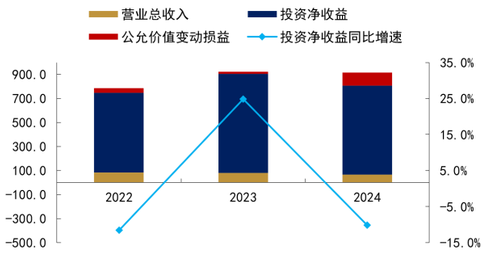


图 2：近年来样本企业整体利润结构（亿元，%）
资料来源：wind 资讯，远东资信整理

注：投资净收益同比增速以整体法计算。

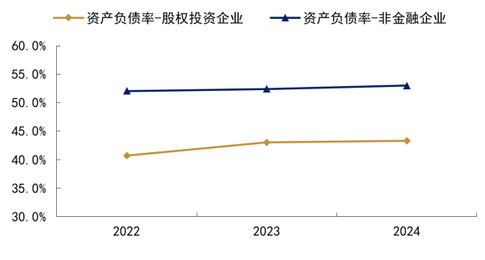


图 3：样本企业与非金融发债企业整体资产负债率对比
资料来源：wind 资讯，远东资信整理

注：资产负债率均以整体法计算；非金融企业样本为，所有信用债主体剔除 wind 行业一级分类为金融、无 2022-2024 年财务数据的企业。

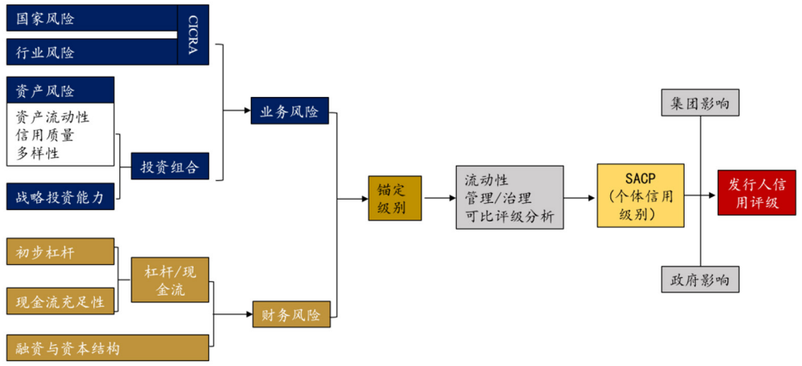


图 4：标普企业投资控股企业评级方法框架
资料来源：标普官网，远东资信整理

评级维度	一级指标	二级指标	具体衡量指标
业务风险	国家风险	-	总部所在地的经济、制度、金融系统及法治风险
	行业风险	-	中级风险（第3类）
	投资状况	资产的流动性（40%）	上市公司资产占比、对上市公司控制权
		资产的信用质量（30%）	被投资企业加权评级
		资产的多样性（30%）	投资组合规模、资产集中度（单一/前三大占投资组合价值比例）、行业及地域的集中度
		战略投资能力（调整项，±1级）	投资纪律、风险分析、回报分析、投资组合轮换、价值创造（净资产价值表现）
财务风险	初步杠杆评估	-	债务/投资价值比率（LTV）
	现金流充足率（调整项，±1级）	-	可控现金流入对刚性现金支出的覆盖情况即（股息+管理费+利息收入）/（利息支出+税费+运营成本）；（采用过去两年（10%、15%）、本年（25%）度以及未来两年（25%、25%）的财务数据计算）
	融资与资本结构（调整项，-1级）	-	衡量再融资风险，考量资金来源的多样性、债务到期期限的结构以及与银行的关系等

表 3：标普投资控股企业评级方法主要评级要素指标
资料来源：标普官网，远东资信整理

标普对投资控股公司的评级思路与其他行业公司一致，采取“业务风险 + 财务风险”二元分析的架构，从国家风险、行业风险和投资组合三个维度，逐级递进的分析发行人业务风险；从杠杆、流动性、再融资等角度分析发行人财务风险，紧接着通过评估出的业务风险（6 级）和财务风险（6 级）双维度风险矩阵得到评级基准，再经过流动性、公司管理与治理以及可比评级分析等调整因素和外部支持两步调整后，得到最终信用等级。

具体看评级要素，业务风险板块方面，标普在评估国家风险时考虑总部所在地的经济、制度、金融系统及法治风险，评估行业风险时根据投资控股企业的商业模式，将所在行业评估为 " 中等风险 "（第 3 类）。决定投资控股公司业务状况的关键因素在于其竞争地位。投资控股公司的竞争地位等同于其投资状况，标普在评估投资状况时采取“资产风险加权 + 调整项”的模式，首先分别对资产的流动性、资产的信用质量、资产的多样性分别进行评估，然后对三个评级指标的评估结果分别赋予 40%、30%、30% 的权重，再通过加权平均的方式初步得出投资资产的资产风险；进一步通过投资纪律、风险分析、回报分析、投资组合轮换、价值创造五个维度对投资控股企业的战略投资能力进行评估，战略投资能力则作为调整项对资产风险进行调整，如，战略投资能力评估结果为“高于平均水平”时，则将资产风险等级提升一个级别。其中，标普在评估资产流动性时重点考虑上市公司的占比和对其控制权的平衡；评估资产多样性时重点考虑从投资组合规模、资产集中程度、行业多样性和地域覆盖范围；评估资产信用质量时标普会对投资控股集团投资组合中每家被投资公司的信用进行评估，并对投资组合中的各资产信用进行加权平均。

财务风险板块方面，标普评估财务风险时采用“重点评估指标 + 调整项”的方式，重点考虑核心指标债务 / 投资价值比率（LTV），并且分析的对象集中于母公司和用于投融资平台的子公司范围内。在通过 LTV 确定初步杠杆评估结果后，考察可控现金流入对刚性现金支出的覆盖情况即现金流充足率情况，对初步杠杆的评估结果进行调整。除了考虑财务杠杆和现金流外，标普还关注企业的再融资风险，通过在资金来源的多样性、债务到期结构、与银行关系等维度评估。

2. 穆迪

穆迪的投资控股公司评级方法中所指的投资控股公司为持有数量有限的大型股权的金融投资者，其资产构成以股权资产（包含上市公司股权和非上市公司股权）为主，包括两类典型结构：一是多元化配置中少数股权占主导；二是集中持有少量重大 / 控股型股权（含全资子公司），通常投资控股公司大部分资产具备较高的变现能力。穆迪认为投资控股公司除股权投资外，还可能持有非股权证券或另类资产的辅助投资，且控股公司层面的融资通常与子公司层面有明确区分。

穆迪对投资控股公司的评级逻辑与标普的相似，

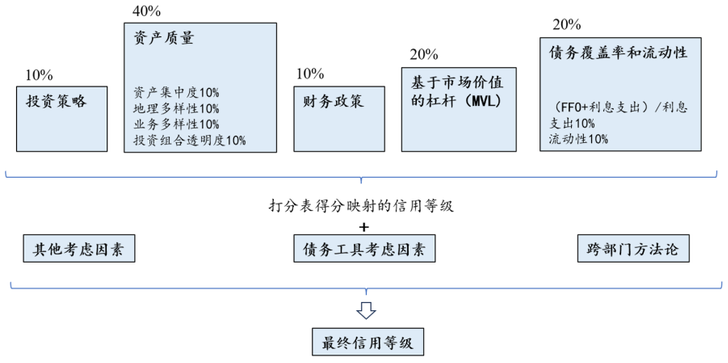


图 5：穆迪企业投资控股企业评级方法框架
资料来源：穆迪官网，远东资信整理

采取层级递进的逻辑架构。首先从“投资策略 + 资产质量 + 财务政策 + 基于市场价值的杠杆（MVL）+ 债务覆盖率和流动性”五个维度进行分析，得出每个维度下的关键评级要素的对应等级。其次，依据给出的每个评级要素指标的权重，通过打分表得分映射出初始信用等级。最后再经过跨部门方法论、其他考虑因素等调整因素调整后，得到最终信用等级。此外，穆迪在评估投资控股企业初始信用等级时，并未像标普一样单独考量国家风险和行业风险。

具体看评级要素，投资策略方面，穆迪主要穿透检验投资策略能否在危机中保障偿债能力，重点考察策略的保守性，如长期持有现金流稳定的成熟企业优于投机性资产；投资资产的流动性，如配置高流动性资产（如

蓝筹股）优于重仓非上市企业股权；历史执行力的验证，如过往业绩相较于同行和相应指数的长期表现，对高风险资产的对冲能力。

资产质量方面，穆迪赋予较高权重，主要从资产集中度、地理多样性、业务多样性、投资组合透明度四个维度进行衡量。其中，资产集中度通过前三大投资（现金余额除外）的市值占总投资组合市值（包括现金余额）的百分比进行评估；地理多样性通过核心资产所在或运营的国家 / 地区数量来评估，穆迪将持有至少 20% 所有权或市值达总投资组合价值的至少 10% 的资产定义为核心资产；业务多样性则主要通过投资标的涉及的行业数量评估；投资组合透明度的评估主要考虑投资控股公司投资的底层资产在公开信息披露层面的可获取性与可信度。穆迪投资质量及投资策略两个维度的评估对应标普投资状况维度的评估，二者均穿透评估被投企业的信用风险，但标普评估指标更强调投资组合的竞争优势，穆迪则更强调资产抵御估值波动的能力。

财务政策方面，与穆迪其他行业评级方法关注点一致，以定性分析为主，评估发行人的资本结构目标、过往行动历史、对之前承诺的遵守情况，以及发行人管理层应对关键事件的方式，发行人管理层对并购活动的偏好。

基于市场价值的杠杆（MVL）方面，穆迪使用“净债务 / 投资组合市场价值”指标，该指标分子和分母均剔除高流动性资产（现金、货币基金等）。此外，若投资控股企业通过 SPV 筹集的无追索权债务为其投资提供资金，穆迪也会将 SPV 债务纳入分子。整体而言穆迪的 MVL 相较于标普的 LTV 更为严格。

一级指标	二级指标	具体衡量指标
投资策略（10%）	–	投资风险偏好（保守VS激进、投资资产的流动性强弱、投资标的投资级VS投机级）、投资策略的执行度、投资业绩、是否具有明确的投资指引等
资产质量（40%）	资产集中度（10%）	**前三大投资**（现金余额除外）的市值占总投资组合市值（包括现金余额）的百分比
	地理多样性（10%）	核心资产所在或运营的国家/地区数量（核心资产为持有至少20%所有权或市值达总投资组合价值的至少10%）
	业务多样性（10%）	行业数量
	投资组合透明度（10%）	信息披露质量
财务政策（10%）	–	目标资本结构或目标信用状况、过往行动历史以及对其承诺的遵守情况
基于市场价值的杠杆（MVL）（20%）	–	净债务 / 投资组合市场价值（剔除高流动性资产）
债务覆盖率和流动性（20%）	（FFO+利息支出）/利息支出（10%）	–
	流动性	现金余额和授信额度能够覆盖即将到期债务的年数

表 4：穆迪投资控股企业评级方法主要评级要素指标
资料来源：穆迪官网，远东资信整理

债务覆盖率和流动性方面，穆迪以“（FFO+ 利息支出）/ 利息支出”指标衡量运营现金流对利息支出的覆盖情况。相较于标普的聚焦于母公司现金自给能力的现金流充足率，穆迪的债务覆盖率更关注投资控股公司整体对利息的覆盖能力，对子公司有强控制力的企业更有预警风险。流动性方面穆迪主要用“现金余额和授信额度能够覆盖即将到期债务的年数”来评估。

3. 惠誉

惠誉的投资控股公司评级方法中所指的投资控股公司为，以长期持有其他公司（通常为非控股股权）的长期投资为核心业务，旨在获取资本利得和股息收入的企业。惠誉认为该类投资控股公司的各项投资之间不存在运营整合，各自拥有完全独立的融资安排。

惠誉对投资控股公司的评级亦主要从业务状况和财务风险两维度切入，并给出各要素的信用等级（aa（通常不会评到这个级别）、a、bbb、bb、b、ccc）。具体看惠誉业务状况和财务状况两个维度的评级要素，业务状况从投资策略的透明度和执行度、风险偏好和投资记录、投资组合多样性、投资组合信用特征四个维度进行评估。投资策略的透明度和执行度方面，惠誉关注投资控股公司是否有清晰、明确的投资指引以及对投资策略的执行度，即最终执行与投资策略的偏离程度。风险偏好和投资记录方面，惠誉对该部分的评估与穆迪的“投资策略”评级要素类似，风险偏好关注投资控股公司对投资风险的态度；投资记录方面则关注投资回报，通常会将投资回报与风险状况相似的投资（如行业指数）进行比较。投资组合多样性方面，惠誉通过对投资资产的行业和地域的分散度以及投资资产集中度进行评估，其中资产集中度量化为前三大 / 第一大投资的股权价值占投资组合股权价值比例。投资组合信用特征方面，惠誉采用基于股权价值加权的信用质量分析方法，通过 WARF 模型（加权平均风险因子）量化投资组合整体信用风险。该模型将每项投资的信用评级转换为风险因子值（如 aaa 级对应 0.136，aa+ 级对应 0.349，aa 级对应 0.629），这些因子值源自十年期历史违约概率数据的统计拟合。在操作层面，惠誉要求对投资组合中价值占比至少 85% 的资产进行独立信用评估，以此确保风险测算的覆盖充分性。最终得出的组合平均信用质量评级，需根据底层资产财务透明度进行单向负向修正，若信息披露程度太低，投资组合信用评级将进行下调。

财务状况方面，惠誉更侧重现金流指标分析，从财务结构、财务灵活性、资本获取能力三个维度进行评估。财务结构方面，惠誉重点考虑核心指标贷款价值比（LTV），采用三重 LTV 体系，除考虑总 LTV 外，还考虑总债务剔除现金后的净 LTV，以及考虑极端情形下的压力 LTV（按股价波动率的三倍标准差减值股权价值）。此外，惠誉还考虑对于那些持有流动性较差投资组合，或非常不愿意通过出售资产来筹集资金的投资控股公司，该类情形惠誉更侧重于基于现金流的杠杆率，采用“债务 / 经营性现金流入”指标评估。相较于穆迪的“净债

评级维度	一级指标	二级指标	具体衡量指标
业务状况	投资策略的透明度和执行度		是否有清晰、明确的投资指南；投资策略的执行度
	风险偏好和投资记录		投资风险偏好、投资回报（与既定目标及市场基准对比分析）
	投资组合多样性	业务和地域多样化、资产集中度	行业和地域分散度、资产集中度（单笔资产/TOP3资产的股权价值占比）
	投资组合信用特征		投资组合中各项资产的平均信用质量（按投资权益价值加权）；负面调整因素：被投企业财报质量
财务状况	财务结构	贷款价值比（LTV）	总LTV=总负债 / 组合股权价值
			净LTV=（总负债 – 现金）/ 组合股权价值
			压力LTV—减值后股权价值计算（压力测试方法：对上市资产按股价波动率（3倍标准差）减值；非上市资产参照同业。）
		补充指标	债务/经常性现金流入（投资组合资产流动性较差，或非常不愿通过出售资产筹集资金时用此指标）
			杠杆率和债务偿付受汇率波动影响
	财务灵活性（五大因素衡量）	资产流动性	能否在合理时间内出售其投资，且不会引发资产价值的显著下降。（考虑投资组合分散度、流动性较好的上市股权占比、限制资产的情况等）
		可用流动性	流动性比率=（现金+未动用授信+自由现金流）/到期债务 （注：自有现金流和到期债务根据不同信用等级按12、18、24、30个月计算）
		现金保障	经常性现金流入 /（利息+税费+运营成本）
		现金流稳定性	历史现金流降幅、对投资标的股息分配政策的影响能力
		财务纪律	财务政策的清晰度和保守性，以及公司对既定政策的遵守情况
	资本获取能力	–	股权/无担保债券/担保债务市场的准入难度；无质押股权资产规模
运营环境及管理层与公司治理	运营环境	–	经济环境、发行人融资渠道、系统性治理
	管理和公司治理	–	管理层策略 、公司治理的结构与质量 、与集团架构相关的风险 、财务透明度程度
国家风险限制	国家上限约束	–	若单一国资产占比大于等于75% ，则直接受该国上限限制； 若单一国资产占比在50%-75%之间，受组合信用因子上限限制； 若单一国家资产占比小于50%，不触发约束

表 5：惠誉投资控股企业评级方法主要评级要素指标
资料来源：惠誉官网，远东资信整理

务 / 投资组合市场价值（MVL）”，标普的“债务 / 投资组合价值比率（LTV）”，惠誉考虑情形更多，且充分考虑股权价值大幅波动情形带来的风险。财务灵活性方面，惠誉对该部分的评估相较于标普和穆迪更为细致和全面，通过资产流动性、可用流动性、现金保障、现金流稳定性、财务纪律五大因素衡量（具体衡量指标见下表 5）。资本获取能力方面，惠誉主要考虑投资控股公司在股权 / 无担保债券 / 担保债务市场的准入难度以及无质押股权资产规模。

（二）国内视角

国内评级机构对股权投资机构的评级方法并不统一，截止目前并非所有机构都单独设立了针对性的评级模型。具体来看，中诚信采用与国际三大评级机构一致的“投资控股企业评级方法与模型”，将投资控股企业界定为“通过控股或参股等方式进行以股权为主的投资活动”。联合资信（2024 年 2 月发布）设立了专门的“股权投资企业信用评级方法”，将股权投资机构界定为“持有其他公司股权并通过投资收益（如股权、资本利得）获取价值为经营目标的公司”。上海新世纪对股权投资机构的定义较为细致，其评级方法包括：1. 对以自有资金和自筹资金开展金融投资业务的企业，主要使用“金融机构评级方法与模型（金融投资公司）”（在样本企业中，该方法使用最多）；2. 对以股权投资活动为主营业务的各类企业或机构（如国有资本运营公司、财务投资者等），使用 2025 年 1 月发布的“投资型企业（集团）评级方法与模型”；3. 对纯私募股权投资机构，则使用“金融机构评级模型（私募股权投资）”。远东资信响应创建债市科创板政策，于 2025 年 6 月发布“股权投资机构信用评级方法与模型”，其定义更贴合监管机构对股权投资机构的界定。截至目前，中证鹏元、东方金诚和大公国际则未单独设立针对股权投资机构的评级方法模型。在实操层面，83 家样本企业的股权投资机构主体评级业务呈现高度集中态势，中诚信评级占比最高，达 36%。

评级公司	评级方法	主体定义
中诚信	中诚信国际投资控股企业评级方法与模型（2024年5月发布，为2022年首次发布版本的修订版）	本方法与模型适用于综合类投资控股企业。中诚信国际界定投资控股企业的标准为**通过控股或参股等方式进行以股权为主**的投资活动，投资方向或业务领域**多元化，母公司**不从事或仅从事少量具体生产经营活动，主要进行股权管理和资本投资运营，较少参与产业类子公司的日常经营活动。
联合资信	股权投资企业信用评级方法（2024年2月发布）	本评级方法所指企业是指**持有其他公司股权并通过投资收益（如股息、资本利得）获取价值为经营目标的公司**，具有以下经营特征：（1）通常以持有被投资公司的少数股权为主，不参与被投资公司的日常经营管理；（2）包括长期持股的战略投资也包括短期持有的财务性投资，既有上市公司股权投资，也有非上市公司股权投资；（3）经营目标是通过股权投资寻求财务回报。
上海新世纪	金融机构评级方法与模型（金融投资公司）（2022年12月发布，使用该方法较多）	本评级方法与模型适用于金融投资公司，即**以自有资金和自筹资金**开展金融投资业务，**自身以开展股权投资管理为主、较少直接从事商业性经营活动的投资机构**，持股的持牌金融或类金融子公司至少包含1家由银保监会或证监会监管的银行、保险、证券、信托期货、公募基金、金融租赁、消费金融等金融机构(以下简称“强管控金融机构”)或融资担保、融资租赁、不良资产管理、小额贷款、商业保理、私募股权投资公司等类金融机构。实际操作中，部分金融投资公司还会承担产业引导基金的运营和管理职能，可以将其视作一项类金融业务进行考察。
	投资型企业（集团）评级方法与模型（2025年1月发布）	本评级方法与模型适用于符合下列条件的市场主体： 1. **以股权投资活动为主营业务的各类企业或机构**，如国有资本运营公司、专业的市场化产业资本运营机构或公司(财务投资者)； 2. 对主要投资标的(子公司或项目等)不以实质控制为目的，或主要投资标的为上市公司； 3. 主要通过股东会和董事会等，在持股比例范围内行使对主要投资标的股东权利和义务； 4. 与投资标的之间不存在重大资金往来、融资担保及关联交易事项，不涉及通过所实际控制旗下财务公司或其他类型金融机构和类金融机构、资金池管理等方式实际控制主要投资标的的资金，以及重大融资活动。
	金融机构评级模型（私募股权投资）（2020年7月发布）	本评级模型适用于以非公开的方式向少数机构投资者或个人募集资金，针对具有融资意向的非上市企业进行权益性投资，最后通过被投资企业上市、并购、管理层收购或股权置换等方式退出获利的股权投资公司。在这过程中，私募投资者的目标并不是拥有分红以及经营被投企业，而是通过股权退出实现投资收益。与本行业相关的企业信用评级可参考本评级方法。
远东资信	股权投资机构信用评级方法与模型（2025年6月发布）	适用于本方法与模型的股权投资机构是指：1. 从事私募股权投资、创业投资且在主管部门进行过备案登记的股权投资机构。2. 远东资信认为可归类于股权投资机构的其他情形。
中证鹏元	金融企业通用信用评级方法和模型（未单独设立）	
东方金诚	东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（未单独设立）	
大公国际	综合金融服务公司信用评级方法（未单独设立）	

表 6：国内主要评级机构对股权投资机构评级方法概况（数据截至 2025 年 6 月 20 日）
资料来源：wind 资讯，各评级机构官网，远东资信整理

国内评级机构对股权投资机构的评级方法逻辑基本一致，均采取“个体评级 + 外部支持分析”相结合的评级思路，首先通过定性 + 定量的分析方法，从业务风险和财务风险两个维度综合评估发行主体的初始信用级别；其次，在考虑调整因素的影响下，得出个体信用级别；最后，在个体信用界别的基础上，考虑外部支持因素对发行人信用的影响，得出受评主体的最终主体信用等级。

具体看评级要素，国内评级机构在业务风险方面呈现高度共识，均在投资组合分散度、投资策略与风控、资产流动性、资产信用质量等维度进行了评估。投资组合分散度方面，中诚信在“投资风险”指标项下重点考虑投资组合行业、地域、项目集中度。联合资信在“投资组合质量”指标项下，将投资资产组合的行业、地域及投资阶段分布等纳入考虑。上海新世纪在金融投资公司的方法模型中单独设立业务分散度维度（20%），关注项目集中度、业务种类、区域层级；投资型企业（集团）

评估维度	核心指标	中诚信	联合资信	新世纪		
				金融投资公司	投资型企业	私募股权投资
业务风险	投资组合分散度	**行业、地域**、项目集中度	**行业、地域**分布、投资阶段分布	单一投资集中度、业务种类、区域层级	五大类资产分散度、**行业**数量	资金分散度、**行业**分散度
	投资策略与风控	投资策略：**投资职能定位**、投资能力、投资管理机制等	投资能力（投资策略、投资管理流程、风控体系建设及投资回报表现等）、**投资职能定位**	业务竞争力（协同效应）	投资纪律（投资策略的完善度及执行度）、风控能力、投资能力	投资策略、投资管理流程、管理人及投资团队
	资产流动性	**投资组合中上市公司占比**、优质资产情况	**投资组合中持有的上市公司股权市值**、被投资企业的信用质量	高流动性资产占比	未受限的货币资金、**上市公司流通股市值**、一年内可变现资产的合计占比	未来 1-3 年变现能力较好的股权资产/刚性债务
	资产的信用质量	优质资产情况	资产质量（结构方面，分析各项资产在总资产中的占比，质量方面，分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析）	综合评估金融投资公司投资业务资产质量	重大投资标的信用质量	–
	投资资产规模	–	投资组合规模	投资资产规模（母公司）	投资组合规模（LN）、投资组合规模预测（考察投资组合市值历史波动幅度基础上）	–
财务风险	资本实力	母公司经调整的**所有者权益**(两年加权)	**所有者权益**、资产质量	**净资产**（母公司）	–	**所有者权益**、实收资本
	杠杆水平	**总债务/投资组合市值**(两年加权)、总资本化比率(两年加权)	全部债务资本化比率、资产负债率	双重杠杆率（期末长期股权投资/期末股东权益）、**债务价值比**、债务价值比*、资本补充能力和债务融资能力	经调整资产负债率、股东权益与刚性债务比率	股东权益/刚性债务
	偿债能力/现金流	现金流利息保障倍数(三年加权)	现金类资产/短期债务、流动比率、EBITDA利息倍数、全部债务/EBITDA、筹资活动前现金流量净额、取得投资收益收到的现金/投资收益	现金充足率、短期债务/刚性债务、高流动性资产占比	EBIT/刚性债务、（货币资金+上市公司股权）/刚性债务、**现金流利息保障倍数**	非筹资性活动的现金净额/利息支出、非筹资性活动的现金净额/利息支出、EBITDA/刚性债务、EBITDA/利息支出；股权融资能力、债权融资能力、其他融资能力
	盈利能力	经调整ROE(三年加权)	ROE、利润总额	平均资本回报率	投资回报率	营业利润率、ROE、总资产报酬率、盈利稳定性
其他评级要素	牌照/品牌知名度	–	权威机构行业排名、品牌知名度、影响力及声誉等因素。	牌照价值（牌照类型、控制力等）	–	–
	退出能力	–	–	–	–	预计退出数量占比情况、已退出项目数量占比、已退出项目平均IRR
	企业管理	–	法人治理结构、管理水平	-	-	-
	宏观/行业/区域风险	–	宏观和区域风险、行业风险	区域经济、区域财政实力等	–	–

表 7：中诚信、联合资信和上海新世纪对股权投资企业，相关评级方法的评级要素指标对比
资料来源：wind 资讯，各评级机构官网，远东资信整理

注：各评级公司的具体评级要素及权重见附录。

和 PE 机构的评级方法，分散度维度均重点关注涉及行业数量。投资策略与风控机制方面，三家除上海新世纪的金融投资公司方法模型重点考虑了多种业务间的协同效应外，其余均覆盖策略的完备性和执行有效性。资产流动性方面，三家评级机构均重点考虑投资组合中上市公司情况。此外，上海新世纪 PE 机构的评级方法模型创新引入未来 1-3 年变现能力的动态指标。资产信用质量方面，联合资信评估较为细致，分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析。中诚信和上海新世纪的投资型企业评级方法模型均重点对重大 / 优质资产的信用质量进行分析。此外，联合资信和上海新世纪还对投资组合规模有所关注。

在财务风险方面，核心指标亦趋同。资本实力方面，大部分机构使用所有者权益来衡量；杠杆水平方面，中诚信借鉴标普的“债务 / 投资价值比率（LTV）”，选取“总债务 / 投资组合市值”和总资本化比率（总债务 /（总债务 + 经调整的所有者权益））。联合资信使用“全部债务资本化比率（全部债务 /（长期债务 + 短期债务 + 所有者权益））”和资产负债率。上海新世纪的金融投资公司评级方法的杠杆水平衡量指标较多，涉及“双重杠杆率（期末长期股权投资 / 期末股东权益 *100%）”、“债务价值比（（期末刚性债务合计 - 期末非受限货币资金及现金等价物）/ 期末投资资产规模合计 ×100%）”、“资本补充能力和债务融资能力（15%，定性指标）”等；投资型企业和 PE 机构评级方法模型则均选取了“股东权益 / 刚性债务”指标。偿债能力 / 现金流方面，虽在具体指标选择上略有差异，但核心均考虑股权投资机构的现金流对刚性债务的覆盖情况，如中诚信采用“现金流利息保障倍数”，联合资信使用“EBITDA 利息倍数”、“现金类资产 / 短期债务”等指标，上海新世纪使用“EBIT/ 刚性债务”、“EBITDA/ 刚性债务”等指标。盈利能力方面，大部分机构主要使用“ROE”来衡量。

总体而言，国内评级机构虽在业务风险和财务风险等评级要素的选择上有所趋同，但方法模型亦有差异。中诚信使用“总债务 / 投资组合市值（30% 权重）”衡量股权投资机构杠杆水平，相较于其他评级机构的静态指标，将股权资产市值波动嵌入财务风险体系，更能突出股权资产的估值波动风险；联合资信和标普类似，将宏观和区域风险及行业风险纳入企业业务风险评估的考量；上海新世纪三个评级方法模型覆盖范围逐级扩展，PE 模型专注纯私募股权投资机构，投资型企业（集团）模型覆盖更广泛的股权投资主体（如国有资本运营公司、财务投资者等），而金融投资公司模型则进一步扩大至包含各类金融资产投资的综合性机构，因此他们在评级的侧重点上有所差异。金融投资公司的评级模型强调牌照价值（16% 权重）与区域行政资源（8%），凸显强监管属性；PE 专项评级模型则强调退出投资项目的能力。

四、关于股权投资机构评级方法的思考

在梳理及分析股权投资机构的界定范围、信用特征及各信用评级机构的评级方法的基础上，本文对股权投资企业的评级方法有以下几点思考。

首先，当前监管对股权投资机构的界定存在显著泛化倾向。一方面，定义边界过度扩展，除专业股权投资机构外，还将所有经授权经营的国有资本投资、运营公司和产业资本母公司等纳入范畴。这类机构除部分公司确实以股权投资经营为主业，但也有相当数量企业兼具股权管理与实体经营双重职能，其混合业务模式与纯粹的财务投资者存在本质差异。另一方面，即使将界定范围限定于“以股权投资活动为主营业务”的机构。实践中，国资控股平台或产业投资主体仍普遍持有大量低流动性非上市资产（如基础设施、战略持股），其资产变现能力与风险特征与典型 PE/VC 机构有一定差异。本文认为对于该类问题，一是可以通过严格主体筛查，如建立股权业务收入和资产组合标准等相关标准，将混合经营型主体剥离至更适用的“集团企业”或“地方产业投资运营企业”等的评级框架中；二是对于持有大量低流动性非上市资产的企业，可借鉴惠誉引入现金流指标代替 LTV 分析的分类处理方式，设计相关分类指标。

08 评级技术研究
Rating Technology Research

其次，国内现行评级方法较高依赖静态财务指标如资产负债率、所有者权益、ROE 等，难以有效捕捉股权投资机构的核心动态风险特征——其资产组合以高波动性股权类资产为主体，收益受宏观周期、行业景气及退出时点多重影响，呈现强波动性。而国际评级机构已建立了系统的动态校准机制，如惠誉的三重 LTV 体系，标普的 LTV+ 现金充足率（2 年预测数据）和融资与资本结构调整，穆迪的基于市场价值的杠杆（MVL）。相较而言，在财务风险部分的评价中，国内仅中诚信设置“总债务 / 投资组合市值”，以此来衡量股权资产的估值波动风险，其余大部分均采取静态财务指标，且预测性质指标较少，导致风险反映滞后。总体而言，当下多数国内评级公司的静态框架与股权投资长周期、高波动的本质错配，需引入体现市值敏感性、滚动现金流预测等动态评估指标。

最后，受限于非上市股权占比较高导致的资产透明度不足等影响，国内评级模型对股权投资机构的底层资产穿透不足。对此类资产评估仍高度依赖定性描述及历史成本法计量，既未设定对底层资产穿透披露的量化阈值，也未建立按信用风险等级差异化计量的规则，对科创企业、早期项目等高波动资产的信用风险或有低估。而国际三大已形成系统化穿透管理范式，如惠誉强制要求对价值占比超 85% 的资产进行独立信用评估，并通过 WARF 模型将每项投资的信用评级转换为风险因子值，最终加权得出组合信用质量；标普亦对投资组合中的每家被投企业进行单独评级，并计算加权平均信用水平；穆迪则严格界定核心资产标准（持股≥ 20% 或市值占比≥ 10%），并从资产集中度、地域、行业三维度量化分析资产质量，且注重投资组合信息披露的质量。相较之下，国内评级方法对股权投资机构的底层资产评估，穿透标准有待进一步明确，风险量化工具也需丰富，整体穿透深度仍有提升空间。

附录：

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型			
评级维度	一级指标	二级指标	具体指标衡量
业务风险	行业风险	-	
	运营实力	投资策略（20%）	投资职能定位、投资能力、投资管理机制等
		投资风险（30%）	投资组合多样化程度（行业、地域、项目投资额等方面集中度）
		资产流动性（20%）	投资组合中上市公司占比、优质资产情况
		资本实力（30%）	母公司经调整的所有者权益(亿元，两年加权)
财务风险（均母公司口径）	-	总债务/投资组合市值(%，两年加权)（30%）	-
		现金流利息保障倍数(倍，三年加权)（20%）	-
		经调整的净资产收益率(%，三年加权)（20%）	-
		总资本化比率(%，两年加权)（30%）	-

表 8：中诚信资控股企业评级方法主要评级要素指标
资料来源：中诚信官网，远东资信整理

联合资信股权投资企业信用评级方法				
评级维度		一级指标	二级指标	具体指标衡量
经营风险	经营环境	宏观和区域风险（50%）	宏观和区域风险(100%)	1.宏观：经济增速、投资增速、价格指数、利率水平等指标，并重点考察各项宏观经济调控政策及其变化趋势、可能性；2.区域：GDP 规模及增速、地方一般公共财政预算收入及增速、地方财税政策、债务额及债务率、产业结构、市场化程度等方面
		行业风险（50%）	行业风险(100%)	行业发展环境、行业周期性、行业竞争（行业供给）、行业增长性与盈利能力（行业需求或行业发展）、行业杠杆与偿债能力等方面
	自身竞争力	基础素质（35%）	市场地位(50%)	投资职能定位、权威机构行业排名、品牌知名度、影响力及声誉等因素。
			投资组合规模(50%)	-
		企业管理(15%)	法人治理结构(50%)	是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排
			管理水平(50%)	公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况
		经营分析(50%)	投资能力(50%)	投资策略、投资管理流程、风控体系建设及投资回报表现等。
			投资组合质量(50%)	投资组合中持有的上市公司股权市值、被投资企业的信用质量、投资资产组合的行业、地域及投资阶段分布、资金分布以及投资回报表现等。
财务风险	现金流	资产质量(50%)	资产质量(100%)	一般从结构和质量两个方面着手。结构主要是分析各项资产在总资产中的占比，质量主要是分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析
		盈利能力(30%)	利润总额(亿元)(50%)	-
			净资产收益率(%)(50%)	-
		现金流量(20%)	筹资活动前现金流量净额(亿元)(50%)	-
			取得投资收益收到的现金/投资收益(%)(50%)	-
	资本结构	-	所有者权益(亿元)(50%)	-
			全部债务资本化比率(%)(35%)	-
			资产负债率(%)(15%)	-
	偿债能力	-	现金类资产/短期债务(倍)(25%)	-
			流动比率(%)(25%)	-
			EBITDA 利息倍数(倍)(25%)	-
			全部债务/EBITDA(倍)(25%)	-

表 9：联合资信投资控股企业评级方法主要评级要素指标
资料来源：联合资信官网，远东资信整理

联合资信股权投资企业信用评级方法				
评级维度		一级指标	二级指标	具体指标衡量
经营风险	经营环境	宏观和区域风险（50%）	宏观和区域风险(100%)	1.宏观：经济增速、投资增速、价格指数、利率水平等指标，并重点考察各项宏观经济调控政策及其变化趋势、可能性；2.区域：GDP 规模及增速、地方一般公共财政预算收入及增速、地方财税政策、债务额及债务率、产业结构、市场化程度等方面
		行业风险（50%）	行业风险(100%)	行业发展环境、行业周期性、行业竞争（行业供给）、行业增长性与盈利能力（行业需求或行业发展）、行业杠杆与偿债能力等方面
	自身竞争力	基础素质（35%）	市场地位(50%)	投资职能定位、权威机构行业排名、品牌知名度、影响力及声誉等因素。
			投资组合规模(50%)	-
		企业管理(15%)	法人治理结构(50%)	是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排
			管理水平(50%)	公司管理架构和制度的完善和执行情况，内部风险管理和控制情况
		经营分析(50%)	投资能力(50%)	投资策略、投资管理流程、风控体系建设及投资回报表现等。
			投资组合质量(50%)	投资组合中持有的上市公司股权市值、被投资企业的信用质量、投资资产组合的行业、地域及投资阶段分布、资金分布以及投资回报表现等。
财务风险	现金流	资产质量(50%)	资产质量(100%)	一般从结构和质量两个方面着手。结构主要是分析各项资产在总资产中的占比，质量主要是分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并对资产的真实价值进行分析
		盈利能力(30%)	利润总额(亿元)(50%)	-
			净资产收益率(%)(50%)	-
		现金流量(20%)	筹资活动前现金流量净额(亿元)(50%)	-
			取得投资收益收到的现金/投资收益(%)(50%)	-
	资本结构	-	所有者权益(亿元)(50%)	-
			全部债务资本化比率(%)(35%)	-
			资产负债率(%)(15%)	-
	偿债能力	-	现金类资产/短期债务(倍)(25%)	-
			流动比率(%)(25%)	-
			EBITDA 利息倍数(倍)(25%)	-
			全部债务/EBITDA(倍)(25%)	-

表 10：上海新世纪金融机构评级方法与模型的主要评级要素指标
资料来源：上海新世纪官网，远东资信整理

投资型企业（集团）评级方法与模型			
评级维度	一级指标	二级指标	具体指标衡量
业务风险	竞争优势（65%）	投资组合规模（LN亿元）（40%）	
		投资组合分散度（10%）	资产分散度（五大类资产分散度）、投资领域分散度（最终投资标的涉及的大类行业数量）
		投资组合流动性（5%）	未受限的货币资金、上市公司流通股市值、一年内可变现资产的合计占比
		投资组合规模预测（5%）	考察投资组合市值历史波动幅度基础上
		重大投资标的信用质量（5%）	
	营运效率（30%）	投资纪律（10%）	考察企业投资策略的完善度及执行度，确定各自分档后得出评分。
		风险控制能力（10%）	由分析师考察企业的投资策略风险、退出机制有效性后进行综合打分。
		投资能力（10%）	战略定位、决策机制完善度、投资团队能力
	盈利能力（5%）	投资回报率（5%）	
财务风险	财务杠杆（55%）	经调整的资产负债率（35%）	
		股东权益与刚性债务比率（20%）	
	偿债能力（45%）	EBIT/刚性债务（25%）	
		（货币资金+上市公司股权）/刚性债务（10%）	
		现金流利息保障倍数（10%）	

表 11：上海新世纪投资型企业（集团）评级方法与模型的主要评级要素指标
资料来源：上海新世纪官网，远东资信整理

金融机构评级模型（私募股权投资）		
评级维度	一级指标	二级指标
业务竞争力（55%）	投资管理质量（35%）	投资策略（30%）
		投资管理流程（20%）
		管理人及投资团队（50%）
	在投业务分散度（25%）	资金分散度（60%）
		行业分散度（40%）
	预计退出情况（30%）	预计退出数量占比情况（40%）
		未来 1-3 年变现能力较好的股权资产/刚性债务（60%）
	历史投资业绩（10%）	已退出数量占比（50%）
		已退出项目平均IRR（50%）
资本与杠杆（20%）	资本实力（80%）	所有者权益（60%）
		实收资本（40%）
	杠杆水平（20%）	股东权益/刚性债务（100%）
流动性与融资（15%）	流动性（70%）	非筹资性活动的现金净额/利息支出（25%）
		非筹资性活动的现金净额/刚性债务（25%）
		EBITDA/刚性债务（25%）
		EBITDA/利息支出（25%）
	融资能力（30%）	股权融资能力（35%）
		债权融资能力（35%）
		其他融资能力（30%）
盈利能力（10%）	盈利稳定性（40%）	-
	盈利水平（60%）	营业利润率（40%）
		总资产报酬率（30%）
		净资产收益率（30%）

表 12：上海新世纪金融机构评级模型（私募股权投资）的主要评级要素指标
资料来源：上海新世纪官网，远东资信整理

科技创新债券信用评级方法与案例研究

远东资信研究院研究与发展部 / 冯祖涵

【摘 要】

近期一系列科创债新政在拓宽发行主体范围、规范募集资金用途的基础上，通过创新风险分摊机制、创新债券条款、创新信用评级体系，着力引导金融资本投向科技领域。在政策影响下，当前的科创债呈现出发行主体多样性、债券条款创新、风险分担机制创新等特征。

截至目前，远东资信、中诚信国际、中证鹏元等多家国内信用评级机构已发布科技创新债券信用评级方法。三家机构的评级框架均以发行人主体信用等级为起点，通过分析债券条款、募投项目、增信措施等多方面，判断债券偿还保障能力，综合得到科创债信用级别。从债券偿还保障分析来看，在债券条款方面，除共同关注偿付顺序外，三家评级机构观点存在明显差异。远东资信关注到债券期限和其他限制性条款。中诚信单独考察了转股选项这一指标。中证鹏元额外考虑了含权结构、利率调整、还本付息、以募投项目收益现金流为主要偿债来源、利息递延等多种债券条款。在风险分担机制方面，三家评级机构关注的内容基本相同，主要是保证担保与多种抵质押担保对债券的信用增进作用。在募投项目方面，远东资信关注一般性募集资金用途分析，中诚信与中证鹏元评估募投项目风险主要关注技术风险与市场前景、项目收益与债券偿付、外部风险等。

通过分析首批运用科创债券风险分担工具的民营股权投资机构科创债，可以得出如下结论：在债券条款方面，债券期限与特殊条款的设置表现出一定的灵活性；在增信措施方面，分担工具目前主要采用CRMW和保证担保的形式。由中债增创设的CRMW额外囊括了债务重组这一信用事件，提升了CRMW的风险覆盖范围；保证担保则采用了“央地协同、风险共担”双重增信模式，大大降低了发行人的发债成本。此外，分担工具设置了多条特别约定，对债券募集资金用途、基金投资集中度、发行人分红比例进行一定程度的限制，保证资金投向科创领域并保障投资者利益。

目前，科创债发行热度不减，同时配套政策不断完善。6月27日，交易商协会修订了《信用风险缓释凭证业务指引》，将创设机构备案要求与核心交易商解绑，简化备案流程，推动更多金融机构、信用增进机构参与创设。CRMW作为科技创新债券风险分担工具的核心工具之一，其制度体系的优化将有助于科创债实现信用增进，激发市场投资信心，进一步推动科创债发行。债市“科创板”尚在发行初期，债券条款与风险分担的创新实践尚在探索中。评级机构主要依据政策指引设计了评级思路与关注要点，未来还需根据实践经验适时更新完善。

5月7日，央行、证监会联合发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，从产品体系丰富到配套机制完善，为科技创新债券发行筑牢政策基石。同日，上交所、深交所、北交所同步配发《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》，细化支持举措。后续，科创债发行热度持续攀升。本文将从科创债新政要点出发，比较分析当前已披露的科创债信用评级方法，结合已发行的科创债案例，分析科创债发行特点及其未来发展方向。

相关研究报告：

1.《科技型企业信用评级方法模型与发债案例研究》，2025.6.20

一、科创债新政与科创债信用特征

（一）科创债新政梳理与政策要点

2025年3月，人民银行行长潘功胜在十四届全国人大三次会议经济主题记者会上说，人民银行将会同证监会、科技部等部门，创新推出债券市场“科技板”，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构等三类主体发行科技创新债券，丰富科技创新债券产品体系。4月，中共中央政治局会议再次强调，创新推出债券市场的“科技板”。

2025年5月7日，人民银行、证监会联合发布关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告（中国人民银行 中国证监会公告〔2025〕8号，以下简称《公告》）。《公告》聚焦于丰富科创债产品体系和完善科创宅配套支持机制两方面，旨在有效引导资金流向科技创新领域。

首先，《公告》拓宽了科技创新债券的发行主体范围，支持金融机构、科技型企业、私募股权投资机构和创业投资机构（以下简称股权投资机构）发行科创债。其中，金融机构通过贷款，股权、债券、基金投资，资本中介服务等多种途径，专项支持科技创新领域业务；科技型企业将科创债募集资金用于科技创新领域业务；股权投资机构将科创债募集资金用于私募股权投资基金的设立、扩募等。其次，《公告》支持发行人灵活选择发行方式和融资期限，创新设置债券条款，包括含权结构、发行缴款、还本付息等安排。最后，《公告》从优化债券发行管理流程、创新科创债信用评级体系、建立科创债专项承销评价体系和做市机制、完善风险分散分担机制、鼓励有条件的地方提供支持等多方面完善科创债配套支持机制，为科创债融资提供便利。在以上配套机制中，影响科创债信用特征的措施主要有以下三方面。在创新信用评级体系方面，《公告》强调信用评级机构要打破传统以资产、规模为重心的评级思路，根据股权投资机构、科技型企业及科技创新业务的特点，合理设计专门的评级方法和评级符号，提高评级的前瞻性和区分度。在风险分散分担机制方面，《公告》提及信用保护工具、信用风险缓释凭证、信用违约互换合约、担保等多种业务。同时，《公告》鼓励有条件的地方依托自身财力，设立风险补偿基金或者出台其他优惠政策措施，为科创债提供贴息、政府性融资担保等支持措施。

同日，上交所、深交所、北交所发布《关于进一步支持发行科技创新债券服务新质生产力的通知》（以下简称《通知》），进一步提出细化支持措施。《通知》着眼于拓宽发行主体和募集资金使用范围、简化信息披露、完善配套支持机制。在完善配套支持机制方面，《通知》同样鼓励发行人对发行方式、期限结构、利率确定和计算方式、还本付息方式、赎回或转换选择权、增信方式等方面进行创新，支持发行人设置预期收益质押担保、知识产权质押担保、可转换为股权、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等创新条款。此类创新条款更适应科技创新业务的特点，提供了多样化的增信方式，有助于降低发行人的融资难度，同时为投资者提供了更灵活的风险与收益选择。

同日，交易商协会发布《关于推出科技创新债券构建债市“科技板”的通知》，创新推出科技创新债券。交易商协会主要从支持科技型企业和股权投资机构发行科技创新债券、拓宽募集资金用途、优化注册发行安排、创新风险分担机制、强化存续期管理、完善配套机制等六个方面，细化了科技创新债券的发行与管理细则。交易商协会明确定义了科技型企业和股权投资机构两类主体的范围，并规范了两类主体发行债券的募集资金用途。在创新风险分担机制方面，交易商协会强调发挥政策性风险分担工具、市场化信用增进、区域增信机制等三类工具的支持作用。

近期一系列科创债新政在拓宽发行主体范围、规范募集资金用途的基础上，通过创新风险分摊机制、创新债券条款、创新信用评级体系，同时优化发行流程与交易机制，着力引导金融资本投向科技领域。在政策影响下，当前的科创债也呈现出不同以往的新特征。

（二）科创债的信用特征

当前，科创债最突出的信用特征即发行主体的多

样性。从**交易所债券市场**来看，此前的科创债主要分成科创企业类、科创升级类、科创投资类、科创孵化类等四类发行主体。其中，科创企业类发行人是指具有显著的科技创新属性的企业；科创升级类发行人是指募集资金用于助推升级现有产业结构，提升创新能力、竞争力和综合实力，促进新技术产业化、规模化应用，推动战略性新兴产业加快发展的企业；科创投资类发行人主要指向科技创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金和创业投资基金管理机构；科创孵化类发行人是指主营业务围绕国家级高新技术产业开发区运营，且创新要素集聚能力突出，科创孵化成果显著的重点园区企业。《通知》在此基础上，新增金融机构作为一类科创债发行主体，同时扩大了募集资金适用范围，新增支持股权投资机构募集资金用于私募股权投资基金。从**银行间债券市场**来看，此前银行间市场服务科创企业融资的主要形式为科创票据，分为主体类科创票据与用途类科创票据，前者发行主体即科技创新企业，后者发行主体为非科创企业，要求其募集资金中应有不低于 50% 的部分用于支持科创的相关领域。目前，银行间市场推出科技创新债券，发行主体包括科技型企业和股权投资机构。从实际发行结果来看，金融机构也在银行间市场积极发行科创债。

随着发行主体类型的扩张，科创债内部信用风险进一步分化。如科创债的发行主体为科技创新企业，企业自身的行业前景、创新能力、财务状况等因素与债券信用密切相关。如发行主体为金融机构或股权投资机构，主体的信用特征与科创类企业存在显著差异，需要具体评估主体的信用风险；同时发行主体主要通过提供金融服务支持科技创新领域业务，考察其具体投资的科创项目运营情况也是评估信用风险的重要一环。

科创债另一突出的特征即各类债券条款的创新，使其明显区别于普通债券，并影响其信用风险。**交易所市场**鼓励发行人对发行方式、期限结构、利率确定和计算方式、还本付息方式、赎回或转换选择权、增信方式等方面进行创新，支持发行人设置预期收益质押担保、知识产权质押担保、可转换为股权、票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩、以募投项目收益现金流为主要偿债来源等创新条款。**银行间市场**鼓励企业根据实际情况进行条款设计，通过增设投保条款等方式，提升投资人认可度；支持企业设置转股、附认股权、挂钩收益权、质押、分期偿还本金等条款，满足企业个性化融资需求，达到股债联动效果的，可标识为混合型科技创新债券。其中，可转换为股权、利率调整条款、以募投项目收益现金流为主要偿债来源条款等条款会影响债券的信用风险；预期收益质押担保、知识产权质押担保以及其他种类的抵质押均属增信措施，有效的增信措施将有助于提高债券的信用水平。

最后，科创债区别于普通债券的特征之一为创新的风险分担机制。当前的风险分担机制可以分为政策性风险分担工具、市场化信用增进、区域增信机制三类。目前，政策性风险分担工具主要包括科技创新债券风险分担工具、民营企业债券融资支持工具。人民银行行长潘功胜 5 月 7 日在国新办新闻发布会上提出，创设科技创新债券风险分担工具，央行提供低成本再贷款资金，可购买科技创新债券，并与地方政府、市场化增信机构等合作，通过共同担保等多样化的增信措施，分担债券的部分违约损失风险，为科技创新企业和股权投资机构发行低成本、长期限的科创债券融资提供支持。目前，首批运用科技创新债券风险分担工具的项目已正式落地，实际使用了担保增信、创设信用风险缓释凭证（CRMW）等方式。另一方面，民营企业债券融资支持工具由央行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，支持民营企业债券融资。两大政策性风险分担工具可以发挥引领撬动作用，提振市场对相关主体及科创债的信心。市场化信用增进主要是指市场化专业增信机构提供增信或金融机构开展信用风险缓释凭证。区域增信机制则主要依托地方风险缓释基金、区域担保机构，为区域企业科技创新债券提供增信。创新风险分担机制为科创债提供了信用增进，由此在评估科创债信用风险时，需要额外考虑风险分担机制的设计与效用。

二、科创债信用评价方法

截至 2025 年 7 月 3 日，远东资信、中诚信国际、中证鹏元等多家国内信用评级机构已发布科技创新债券信用评级方法（见表 1）。本文就以上三家评级机构所披露的科创债信用评级方法文本进行比较分析。另外，7 月 2 日，中证鹏元披露了《金融机构科技创新债券信用评级方法》、《创投及私募股权投资公司科技创新债券信用评级方法》，本文对以上两个专项方法暂不做讨论。

信用评级机构	评级技术文件名称	披露日期
中诚信国际信用评级有限责任公司	《中诚信国际科技创新债券信用评级方法》	2025-06-10
远东资信评估有限公司	《科技创新债券信用评级方法》	2025-06-13
中证鹏元资信评估股份有限公司	《科技创新债券信用评级方法》	2025-06-16

表 1：科技创新债券偿还保障分析的评级要素
资料来源：北京金融资产交易所官网，远东资信整理

（一）评级框架

以上三家评级机构披露的科创债评级框架虽存在差异，但基本逻辑大体相同。如图 1 所示，科创债券信用的起点是发行人主体信用等级，发行人主体信用等级可以反映了发行人按时足额偿付一般无担保债务的能力。考虑到科创债发行人主体多样性，发行人主体信用等级的确定需要适用多个行业信用评级方法。如发行主体为科技创新企业，采用科技创新企业信用评级方法和模型对发行主体进行评级。如科技创新债券的发行主体为非科技创新企业，则需根据发行主体所属行业类型，采用相应的评级方法和模型进行评级。在确定发行人主体信用等级的基础上，评级机构还需进行债券偿还保障分析，涉及债券募投项目分析、债券条款分析、增信措施分析等，最终综合得到科技创新债券信用等级。

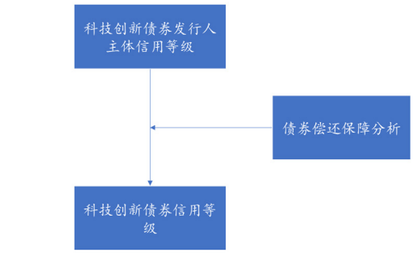


图 1：科技创新债券评级框架
资料来源：企业预警通，远东资信整理

在发行人主体信用级别方面，需要关注科创企业与股权投资机构这两类发行主体的信用评级方法。根据各家信用评级机构已披露的科创企业信用评级方法，评估科创企业信用水平主要关注业务状况与财务状况两方面。业务状况中，行业风险、科技创新能力与经营实力为最主要的评级要素；财务状况中，盈利能力、资本结构与偿债能力为广泛使用的评级要素。在评估股权投资机构的信用级别时，信用评级机构往往从业务风险与财务风险两方面入手。在业务风险方面，信用评级机构多关注投资风险、投资管理质量等指标；在财务风险方面，评级机构重点关注资本实力、盈利能力、资本结构与偿债能力等方面。

在债券偿还保障分析方面，远东资信、中诚信国际、中证鹏元等三家评级机构侧重点各有不同。远东资信在债券募集资金用途分析的基础上，综合考虑科创债的偿付顺序、增信措施、债券期限、其他债券条款的设置对债券信用风险的影响。中诚信国际将债券信用特征分为两大类，一是结构属性，主要指债券的偿付顺序；二是法律属性，包括债券募投项目情况、增信措施、发行条款等三方面。中证鹏元从募投项目、债券条款、风险分担机制等三方面分析债券的偿还保障能力。

（二）评级要素

在科技创新债券的偿还保障分析中，远东资信、中诚信国际、中证鹏元等三家评级机构选取的评级要素存在共同之处，但也有各自的特色指标。总体来看，中诚信国际与中证鹏元主要分析债券条款、风险分担机制以及募投项目等三方面对债券风险的影响，远东资信在一般性募集资金用途分析的基础上，着重考察债券条款与风险分担机制对债券偿付能力的作用机制。表 1 列示了三家评级机构具体选用的评级要素。

评级要素	远东资信	中诚信国际	中证鹏元
债券条款	偿付顺序	偿付顺序	偿付顺序
	债券期限	转股选项	可转换为股权
	其他债券条款		含权结构
			利率调整
			还本付息
			以募投项目收益现金流为主要偿债来源
			利息递延
风险分担机制	科技创新债券担保	保证或类担保	第三方担保
	科技创新项目所依附的固定资产设施抵押担保、知识产权和专利质押担保、预期收益质押担保	股权质押	有形资产抵/质押担保
		知识产权质押	知识产权质押担保
		收益权质押	预期收益质押担保
		其他种类的抵质押	政策性工具支持
		多种抵质押担保同时存在的情况	
募投项目	募集资金用途分析	项目的技术基础与转换前景	技术风险
		项目与投资管理情况的匹配程度	研发产品的市场前景
		项目的现金流结构与覆盖能力	项目效益与债券偿付的匹配程度
		项目的交易结构与还款保障措施	政策风险
		项目的外部支持或外部风险	

表 2：科技创新债券偿还保障分析的评级要素
资料来源：远东资信、中诚信国际、中证鹏元官网，远东资信整理

在债券条款方面，以上三家评级机构首先都关注到偿付顺序对科创债信用风险的直接影响。债券偿付顺序很大程度上决定了债券持有人在发行人违约破产时面临的违约损失。一般来说，债券偿付顺序按照优先性从高到底依次为：资产抵质押债券、普通债券（优先无担保债券）、次级债券、优先股。如科创债特别设置了清偿顺序条款，其信用风险也会发生相应变化。资产抵质押债券或受益于抵质押资产而减轻债券持有人遭受的违约损失，其信用风险相对普通债券较小。次级债券因偿付顺序靠后，信用风险相对较大。除此以外，中诚信额外考虑到，特殊情况下，无担保科创债可能转换成实质上的结构性优先债务。一方面，发行人可能受政策导向、外部压力等因素，选择优先偿付科创债；另一方面，债券条款中内置的发行人账户控制、资金定期归集导致部分资金专项用于科创债偿付，无法外用。

在偿付顺序外的其他债券条款方面，三家评级机构观点存在明显差异。远东资信关注到债券期限和其他限制性条款对债券信用风险的影响。远东资信认为，债券期限越长，其信用风险也越高；同时，支出限制条款、融资限制条款、投资和资产转让限制条款、对外担保限制条款、财务指标约束条款和交叉违约条款等诸多债券限制性条款通过约束发行人特定行为，在一定程度上帮助降低了债券的潜在违约损失。中诚信认为债券基本发行要素以及常见的发行条款对债券的违约风险影响不显著，除偿付顺序外，单独考察了转股选项这一指标。转股条款使债券具备债权与股权的双重属性，此类债券在偿付顺序、期限、利息支付与损失吸收条款等方面具备特殊性，债券持有者会面临额外损失。中诚信强调要着重考察转股条款的设置，股性越强、债性越弱，债项级别在主体信用等级基础上的下调幅度越大。中证鹏元在偿付顺序与转股条款外，额外考虑了含权结构、利率调整、还本付息、以募投项目收益现金流为主要偿债来源、利息递延等多种债券条款。含权结构包括回售选择权和赎回选择权，前者为债券持有者提供了退出机制，后者为发行人提供了提前赎回债券的权利。利率调整是指票面利率与科创企业成长或募投项目收益挂钩条款，需要关注此类条款对科创企业偿债压力的影响。还本付息条款指分期偿还本金、按季支付利息等还本付息方式，影响企业在特定时点上的偿债压力。以募投项目收益现金流为主要偿债来源的条款使债券信用风险与项目收益融资自求平衡能力密切相关，由此需要深入项目开展评估。利息递延条款重点关注递延支付的触发条件、递延期限与次数、递延期间利息处理、递延利息累积与补偿等。

在风险分担机制方面，三家评级机构关注的内容基本相同，主要是保证担保与多种抵质押担保对债券的信用增进作用。由第三方提供的不可撤销连带责任保证担保是债券发行多见的增信措施之一。为科技创新债券提供担保的第三方涵盖发行人股东等关联方、国家融资担保基金、地方政策性担保机构、市场化担保机构等多类机构。在考察担保对债券的信用增进作用时，除了关注担保方的主体信用水平，三家评级机构的侧重点也存在差异。远东资信强调关注担保人与发行人的相关性以及担保人的自身规模。中诚信强调审核形式要件以满足信用替代的条件，具体包括提供担保的流程与手续、保证担保函或类似协议。中证鹏元提示关注担保合同的核心条款以及触发机制的设计。另外，远东资信和中诚信共同关注到类担保的存在，包括但不限于第三方提供的流动性支持、差额补足、回购承诺、维好协议、政府风险补偿基金等，其对债券也具备增信作用。

另一方面，多种类型的抵质押担保也可以为科创债提供信用增进，包括有形资产抵（质）押担保、知识产权质押担保、预期收益质押担保等。针对有形资产抵（质）押担保，远东资信主要关注抵质押物在变现方面是否存在特殊条件以及此条件对变现价值的影响；中证鹏元主要关注资产的基本资质、质量、价值以及触发机制；中诚信认为此类资产与科创属性关联度较低。知识产权质押可以使用可以转让的注册商标专用权、专利权、著作权等，考察此类质押的增信效果重点关注知识产权的法律权属与质押率。评估预期收益质押担保，需要考察预期收益权属、来源、规模、入账时间等多方面。除以上三类抵质押担保外，中诚信另外关注股权质押的增信作用，尤其关注质押股权的性质、价格、市场流动性情况，以及后续的质押物价格监控、补仓等风险管理安排。中证鹏元则强调政策性工具的风险分担效果，主要关注政策的持续性和稳定性、风险分担机制的具体设计、风险分担效果等维度。

在募投项目方面，远东资信考虑到科创债募集资金投向并不集中于一个项目，因此会做一般性的募集资金用途分析。中诚信与中证鹏元均认为募投项目收益是科创债还本付息的第一还款来源，由此需要着重考察

募投项目风险。两家机构设计的评级要素虽有名称与颗粒度上的差异，但总体上都重点关注募投项目以下三方面：一是技术风险与市场前景，二是项目收益与债券偿付，三是外部风险。在评估技术风险时，两家机构共同关注技术成熟度、技术研发团队实力与稳定性、知识产权等方面，中诚信额外关注到产业链配套能力对技术成果转化的作用。市场前景主要指潜在的市场规模，中诚信关注到潜在市场规模与项目实现盈利所需的最小规模的关系，中证鹏元则关注市场竞争格局以及产品的竞争优势。在项目收益与债券偿付方面，中诚信从项目的现金流结构与覆盖能力、项目的交易结构与还款保障措施两方面进行评估，前者聚焦项目的预期现金流对债券本息的覆盖能力，尤其关注收入实现时点与主要的还款时点的匹配程度；后者是指募投项目资金的监管机制及其对还本付息的保障程度，主要关注项目资金账户的设置与债券资金的支付。中证鹏元主要关注项目收益对债券本息的覆盖程度以及期限匹配情况。外部风险方面，中诚信关注宏观风险与行业周期因素、政策转向和技术周期调整的风险、ESG 风险等，同时也考虑了来自地方政府或国家专项基金等的信用支持、来自产业链或产业集群上下游的支持等正面因素；中证鹏元聚焦于政策风险，重点关注政策退出对募投项目的潜在负面影响。除以上共同关注的三方面外，中诚信单独设置了项目与投资管理情况的匹配程度这一评级要素，重点关注项目的资本结构、投资人与管理人的专业能力两方面。

三、案例研究

6 月 10 日，首批运用科创债券风险分担工具的科创债落地，涉及 5 只由民营股权投资机构发行的科创债。本文将以此一批科创债为例，探讨当前科创债发行实践中的特别之处。

从债券条款来看，债券期限为 5 年或 10 年，且多引入特殊债券期限。25 东方富海 PPN001 设置了“5+3+2”的特殊期限，便于发行人灵活分期发行。配合特殊期限，多个债券设置了调整票面利率与回售等特殊条款，也有 10 年期的债券额外设置了提前偿还或赎回等条款，为发行人提供调整资本结构的灵活性。债券发行主体均为民营的股权投资机构，主体的信用级别多在 AA 级和 AA+ 级。

从增信措施来看，科技创新债券风险分担工具具体采用了创设信用风险缓释凭证（CRMW）、提供担保等方式，为科创债增信。CRMW 是指由标的实体以外的机构创设的，为凭证持有人就标的债券提供信用风险保护的，可交易流通的有价凭证。毅达资本发行科创债时，引入风险分担工具，中债增联合江苏银行共同创设 CRMW。该债券总发行规模为 1.5 亿，中债增与江苏银行创设的 CRMW 名义本金金额均为 7500 万元，信用保护期限均为 3 年，信用保护费率均为 0.2%。根据 CRMW 创设说明书，两只 CRMW 设定的信用事件存在差异。江苏银行创设的 CRMW 设置了破产与支付违约两类信用事件，中债增创设的 CRMW 额外设置了债务重组这一信用事件。将债务重组纳入 CRMW 信用事件范畴，提升了 CRMW 风险覆盖范围，有助于增强投资人信心。金雨茂物采用 CRMW 与质押担保两类措施实现了信用增进。中债增创设的 CRMW 名义本金金额为 5000 万元，信用保护期限为 3 年，信用保护费率为 0.3%，触发信用保护事件包括破产、标的债券支付违约、债务重组三类。同时，此债券采用资产质押方式，以公司不低于 1 亿元债权与股东所持有的公司 1 亿股股份及派生权益进行质押担保。

君联资本、中科创星和东方富海三家股权投资机构所发行的科创债采取了保证担保，一方面由中债增提供全额担保，另一方面分别由中关村科技担保、西安投融资担保、深圳市高新投融资担保提供 50% 的反担保，以保障担保人的追偿权。此类“央地协同、风险共担”双重增信模式提升了债券的信用质量，有助于降低民营创投发债成本，同时撬动市场投资。25 君联资本 PPN001 与 25 东方富海 PPN001 两只债券发行主体信用级别分别为 AA+ 级与 AA 级，通过担保增信，债券信用级别达到 AAA 级，债券票面利率也相对较低。以上三只使用“央地双保”模式增信的债券信用风险相对较小，近期信用利差仅在 50BP 左右浮动。

另外，科技创新债券风险分担工具对债券募集资金用途、基金投资、发行人分红做了特别约定。根据 25 毅达资本 MTN001、25 金雨茂物 MTN001 两只债券的募集说明书，两只债券均明确列示以下的特殊约定：债券募集资金用于补充流动资金和置换前期投资的资金比例，不超过募集资金总金额的 30%；债券募集

债券简称	发行人全称	发行规模（亿元）	发行期限（年）	债券评级	发行时主体级别	票面利率（%）	特殊条款	增信措施
25 毅达资本 MTN001	江苏毅达股权投资基金管理有限公司	1.5	5(3+2)	/		2.33	调整票面利率,回售	中债信用增进投资股份有限公司联合江苏银行分别创设信用风险缓释凭证，信用保护费费率 0.2%
25 金雨茂物 MTN001	金雨茂物投资管理股份有限公司	1	5(3+2)	/	AA	2.69	调整票面利率,回售	中债信用增进投资股份有限公司创设信用风险缓释凭证，信用保护费费率 0.3%；质押担保
25 君联资本 PPN001	君联资本管理股份有限公司	3	5	AAA	AA+	2.05	/	中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任保证担保，中关村科技担保提供反担保
25 创星 PPN001	中科创星科技投资有限公司	4	10(5+5)	/	AA	2.10	调整票面利率,回售,债券提前偿还	中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任保证担保，西安投融资担保提供反担保
25 东方富海 PPN001	深圳市东方富海投资管理股份有限公司	4	10(5+3+2)	AAA	AA	1.85	调整票面利率,回售,赎回	中债信用增进投资股份有限公司提供不可撤销连带责任保证担保，深圳市高新投融资担保提供反担保

表 3：首批运用科技创新债券风险分担工具的科创债券关键条款
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

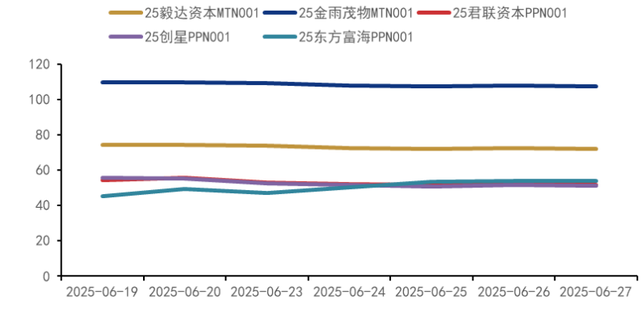


图 2：5 只科创债券信用利差走势（单位：BP）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

资金，对单一基金的出资规模不超过该基金总规模的15%，且基金的其他出资人数量不少于 2 家；债券存续期内，发行人每年的分红金额不得超过上一年度净利润的 50%。此类特殊约定保障一方面通过限制募集资金用途，保障资金真正投向科技创新领域；另一方面通过限制基金投资集中度与分红比例，防止资金空转套利，确保利润留存，保障债券还本付息能力。

四、总结与展望

近期一系列科创债新政在拓宽发行主体范围、规范募集资金用途的基础上，通过创新风险分摊机制、创新债券条款、创新信用评级体系，同时优化发行流程与交易机制，着力引导金融资本投向科技领域。在政策影响下，当前的科创债呈现出发行主体多样性、债券条款创新、风险分担机制创新等特征。

截至目前，远东资信、中诚信国际、中证鹏元等多家国内信用评级机构已发布科技创新债券信用评级方法。三家机构的评级框架均以发行人主体信用等级为起点，通过分析债券条款、募投项目、增信措施等多方面，判断债券偿还保障能力，综合得到科创债信用级别。债券偿还保障分析方面，中诚信国际与中证鹏元主要分析债券条款、风险分担机制以及募投项目等，远东资信在募集资金用分析的基础上，着重考察债券条款与风险分担机制对债券偿付能力的作用机制。

在债券条款方面，除共同关注偿付顺序外，三家评级机构观点存在明显差异。远东资信关注到债券期限和其他限制性条款。中诚信单独考察了转股选项这一指标。中证鹏元额外考虑了含权结构、利率调整、还本付息、以募投项目收益现金流为主要偿债来源、利息递延等多种债券条款。**在风险分担机制方面**，三家评级机构关注的内容基本相同，主要是保证担保与多种抵质押担保对债券的信用增进作用。**在募投项目方面**，远东资信关注募集资金用途分析，中诚信与中证鹏元均认为募投项目收益是科创债还本付息的第一还款来源，评估募投项目风险主要关注技术风险与市场前景、项目收益与债券偿付、外部风险等。

通过分析首批运用科创债券风险分担工具的民营股权投资机构科创债，可以得出如下结论：在债券条款方面，债券期限与特殊条款的设置表现出一定的灵活性；在增信措施方面，分担工具目前主要采用 CRMW 和保证担保的形式。由中债增创设的 CRMW 额外囊括了债务重组这一信用事件，提升了 CRMW 的风险覆盖范围；保证担保则采用了“央地协同、风险共担”双重增信模式，大大降低了发行人的发债成本。此外，分担工具设置了多条特别约定，对债券募集资金用途、基金投资集中度、发行人分红比例进行一定程度的限制，保证资金投向科创领域并保障投资者利益。

目前，科创债发行热度不减，同时配套政策不断完善。6 月 27 日，交易商协会修订了《信用风险缓释凭证业务指引》，将创设机构备案要求与核心交易商解绑，简化备案流程，推动更多金融机构、信用增进机构参与创设。CRMW 作为科技创新债券风险分担工具的核心工具之一，其制度体系的优化将有助于科创债实现信用增进，激发市场投资信心，进一步推动科创债发行。债市“科创板”尚在发行初期，债券条款与风险分担的创新实践尚在探索中。评级机构主要依据政策指引设计了评级思路与关注要点，未来还需根据实践经验适时更新完善。

科技型企业信用评级方法模型与发债案例研究

远东资信研究院研究与发展部 / 柴柯青

【摘 要】

科技型企业为从事国家高新技术产业或战略新兴产业等符合国家战略发展方向的产业，依托一定数量的科技人员从事科学技术研究开发活动，取得自主知识产权并将其转化为高新技术产品或服务，且高新技术产品或服务创收在营业收入总额占比较高的企业。具体特征如下：1）行业分类众多，聚焦高新技术产业、战略性新兴产业等国家重点支持产业；2）盈利模式多样化，但受技术迭代等影响而波动显著；3）高成长与高波动并存；4）高研发投入与高研发风险并存；5）债务融资渠道一定程度受限；6）受产业政策影响大。

科技型企业信用评级方法与模型需要根据科技型企业特征制定，结合国内外评级机构对科技型企业评级方法的研究，本文认为我国科技型企业信用评级模型构建过程中需要考虑跨行业适用性、模型的合理性以及指标的前瞻性，应重点关注以下内容：

1）分层分类设立信用评价模型。科技型企业涉及行业众多，不同行业或细分领域的战略地位、生命周期、竞争格局等方面有所不同，为保证信用评级结果的一致性，可以考虑细化评级方法模型，分层分类设立科技型企业的信用评价要素与指标。

2）平衡“质”和“量”。由于经营不确定性较强、波动性较大，传统以定量的财务数据为主的评级模型难以全面反映其信用水平，在选择科技型企业的评级指标时，需要综合考虑企业的科技创新实力、行业概况、企业的市场竞争力等方面的指标。

3）注重科技创新能力的全链条评估。在评估科技型企业科技创新能力的时候既要考虑前期的投入、技术的先进性，也需要考虑技术转化成果、研发成果质量、高新技术产品与服务在营收中的占比等方面。

4）重视前瞻性判断。考虑到科技型产业的更迭速度快，成长弹性高等特点，对科技型企业进行信用评级时需要提高前瞻性判断，考虑增设预测性指标，提高预测权重，但是科技型企业的成长并非线形，前瞻性的预判难度较高，可引入动态监测模型，提高模型的风险警示能力。

放眼古今中外，人类社会的每一次进步都伴随着科学技术的进步，现代科技的发展更是推动人类社会发展的重要引擎。科技型企业是将科技成果转化为经济价值的关键载体，从科学研究到技术应用，再到产业化落地，科技型企业在这一过程中扮演着重要角色。科技型企业信用评级方法与模型需要结合科技型企业特征制定，本文将结合远东资信此前的研究成果，进一步探讨科技型企业的定义，并通过样本分析科技型企业的特点，梳理国内外评级机构对科技相关企业的评级要素与指标选取，再结合实际案例，分析优化科技型企业评级体系的思路和方向。

相关研究报告：
1.《科技创新型企业信用评级方法研究》，2023.7.14
2.《科技型企业信用评级方法与模型探究》，2024.2.26

一、什么是科技型企业?

科技是“科学”与“技术”的合称，其中科学是指研究自然现象及其规律的自然科学，技术泛指根据自然科学原理生产实践经验技术，为某一实际目的而协同组成的各种工具、设备、技术和工艺体系。

科技型企业的概念最早出现在 1993 年国家发改委与国家体改委起草的《关于大力发展民营科技型企业若干问题的决定》，近年科技创新成为引领高质量发展的重要动力，在国家创新体系建设的主线下，针对科技型企业的支持政策陆续出台：

2024 年 1 月，国家金融监督管理总局发布《关于加强科技型企业全生命周期金融服务的通知》，把更多金融资源用于促进科技创新，不断提升金融支持**科技型企业**质效，推动创新链产业链资金链人才链深度融合。

2024 年 4 月，中国证监会发布《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》提出，加强与有关部门政策协同，精准识别**科技型企业**，优先支持突破关键核心技术的科技型企业上市融资、并购重组、债券发行，健全全链条“绿色通道”机制。

2025 年 3 月，国务院办公厅印发《关于做好金融“五篇大文章”的指导意见》，指出推进金融服务科技创新能力建设，为**科技型企业**提供全链条、全生命周期金融服务，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持。

2025 年 5 月，中国人民银行、证监会发布《关于支持发行科技创新债券有关事宜的公告》，提出**科技型企业**可发行科技创新债券，募集资金用于科技创新领域的产品设计、研发投入、项目建设、运营、并购等。

当前，市场上对于科技型企业的定义仍然没有统一的标准，参考科技部、工信部等对科技型企业相关的认定标准，常需包含以下五个要素：

1. 研发投入，包括基础研究、应用研究、试验发展等类型，根据国家统计局《研究与试验发展（R&D）投统计规范》，R&D 经费分为内部经费和外部经费，其中内部支出分为日常性支出（包括 R ＆ D 活动人员的劳务费，为实施 R ＆ D 活动而购置的原材料、燃料、动力、工器具等低值易耗品，以及相关直接的管理和服务等支出）和资产性支出（为实施 R ＆ D 活动而进行固定资产建造、购置、改扩建以及大修理等的支出）。通常采用 R&D 投入规模占营收或成本费用支出总额比重来衡量企业研发投入强度，占比越高、研发投入强度越大。

2. 科技人员，是指直接从事或服务于科学技术活动的专业人员，可分为研究人员、技术人员和辅助人员等三个类型。其中，研究人员是指从事研究开发项目的专职人员，技术人员是指具有工程技术、自然科学、生命科学当中的一个或多个领域的专业知识和经验，在研究人员的指导下参与研发工作的专业人员；第三类辅助人员则是指为参与上述研发活动提供辅助工作的人员，比如熟练技工等。一般来说，科技型企业的界定包括科技人员占比，也就是企业的科技人员占企业当年职工总数的比例。

3. 知识产权，分为 I 类知识产权和 II 类知识产权。其中，I 类知识产权价值权重高、可重复使用，包括发明专利（含国防专利）、植物新品种、国家级农作物品种、国家新药、国家一级中药保护品种、集成电路布图设计专有权；II 类知识产权不可重复使用，包括实用新型专利、外观设计专利、软件著作权（不含商标）。参考目前的相关企业认定标准，在科技性中小企业的认定中，科技成果指标满分 30 分，其中 I 类≥ 1 项（满分 30 分）或 II 类≥ 4 项（24 分）；在创新型中小企业的认定中，与企业主导产品相关的有效知识产权数量（满分 20 分），其中 I 类≥ 1 项（20 分）、II 类≥ 1 项（5 分），可以看到 I 类知识产权“含金量”明显更高。

4. 高新技术产品 / 服务，科技型企业强调应用科技研究开发，将科技成果转化为可供市场消费利用的科技产品或服务，能够实现量产和发挥商业价值，获得盈利回报。持续拥有高质量的、满足市场需求的科创成果且难以被同行超越的科技型企业，有望获得持久丰厚收益。

5. 高新技术产品 / 服务创收在营业收入总额中的占比较高。这个要素能够一定程度衡量企业在技术创新过程所创造的市场价值，也能够筛选出真正具备科技实力的企业。比如根据科技部等发布的《高新技术企业认定管理办法》，认定条件中有一条为“近一年高新技术产品（服务）收入占企业同期总收入的比例不低于 60%”。在实操过程中，需要结合其他要素综合评定，以便更加全面的衡量企业的科技属性。

从相关称号看，我国的科技型企业可能包括科技型中小企业、高新技术企业、创新型中小企业、专精特新中小企业、专精特新“小巨人”企业、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等。按科技型企业梯度分类，包括科技型中小企业、高新技术企业、科技领军企业；按专精特新的梯度分类，包括创新型中小企业、“专精特新”中小企业、专精特新“小巨人”企业、制造业单项冠军等；按企业的成长阶段分类，包括雏鹰企业、牛羚企业、瞪羚企业、独角兽企业等，覆盖了处于不同生命周期的科技型企业。

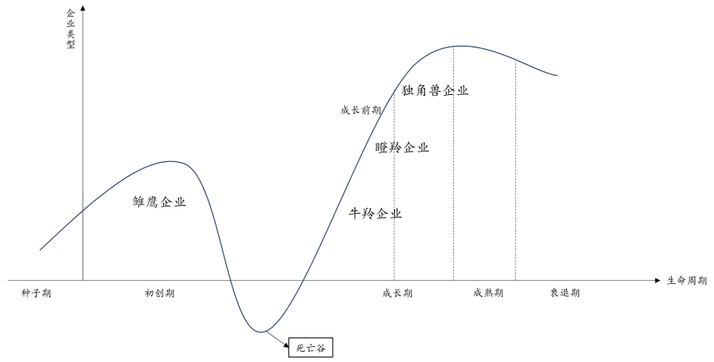


图 1：科技型企业成长路线
资料来源：世界科技研究与发展，远东资信整理

从行业分布看，科技型企业具体覆盖的细分领域较多，并且会随着科技发展、国家战略的调整而变化。根据科技部、财政部、国家税务总局发布的《高新技术企业认定管理办法》附件，国家重点支持的八大高新技术领域包括电子信息、生物与新医药、航空航天、新材料、高技术服务、新能源与节能、资源与环境、先进制造与自动化；根据国家统计局《工业战略性新兴产业分类目录（2023）》，工业战略性新兴产业包括新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、节能环保以及航空航天、海洋装备等九大产业，相较《战略性新兴产业分类（2018）》，增加了“海洋装备”和“航空航天”两大产业，同时增加了部分近年来新出现的工业战略性新兴产业产品，剔除了一些出现时间较早、技术已相对落后、不应再纳入战略性新兴产业统计范围的产品。科技产业横跨多个行业，对科技型企业的界定需要具有一定的包容性，既要考虑产业特征、也需要满足国家战略发展方向，需要用发展的、与时俱进的眼光去界定科技型企业。

综上所述，科技型企业可以定义为从事国家高新技术产业或战略新兴产业等符合国家战略发展方向的产业，依托一定数量的科技人员从事科学技术研究开发活动，取得自主知识产权并将其转化为高新技术产品或服务，且高新技术产品或服务创收在营业收入总额占比较高的企业。

二、科技型企业的特征

本文选取了科创债（主体类）发行主体以及在科

创板、创业板以及北交所上市的公司，对研发投入占比、有息债务等指标进行合理筛选，并通过分层抽样的方式选取 154 家科技型企业样本，通过对样本的基本面及信用特征进行分析，试图全面刻画出科技型企业的特点，为后面选取信用评级要素与指标提供依据。

（一）行业分类众多，聚焦战略性新兴产业等国家重点支持产业

分行业看，按照申万行业分类，样本科技型企业中排名前 5 年行业分别为电力设备、电子、医药生物、机械设备和计算机行业，占比分别为 16.2%、15.6%、13.6%、11.7%、9.1%，合计占比 66.2%。按战略新兴产业分类，样本科技型企业主要分布在新一代信息技术、新材料产业、生物产业及高端装备制造产业，占比分别为 29.9%、18.2%、13.6%、11%，合计占比 72.7%。企业科创称号方面，有 59.1% 的样本企业为专精特新企业，有 22.7% 的样本企业为高新技术企业。

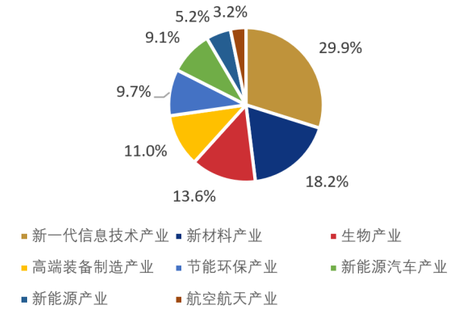


图 2：样本企业中战略新兴产业分布情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

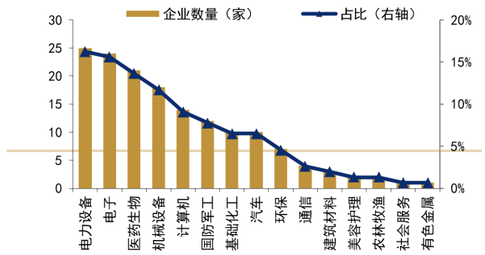


图 3：样本企业行业分布数量和占比情况

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：战略新兴产业的分类来自 wind 统计，下同。

（二）盈利模式多样化，但受技术迭代等影响而波动显著

科技型企业涉及行业众多，盈利模式也呈现出丰富多样性。首先，产品销售类是科技型企业最核心的盈利方式之一。硬件科技企业通过研发、生产和销售具有高科技含量的产品，获得利润。产品通常具有较高的技术含量和创新性，通过不断推出新品、提升性能和功能来吸引用户购买。软件销售则主要通过销售软件产品来盈利，软件企业会不断更新和优化产品，提供新的功能和特性，以吸引用户购买升级版本或长期使用。其次，服务收费模式也是科技型企业盈利的重要途径。比如，提供技术服务咨询的企业，凭借团队的专业技术知识和经验，为其他企业解决技术难题、制定技术发展战略等，收取相应的咨询费用。此外，云服务提供商通过向用户出租计算资源、存储资源等服务，按使用量收取费用，为用户提供了灵活的 IT 基础设施解决方案。另外，知识产权授权模式为科技型企业带来了额外的收入，一些科技型企业收集、整理和分析大量数据，然后将有价值的数据销售给有需求的企业，或者基于数据为客户提供服务并收取费用。

根据 Wind 数据，2024 年样本科技型企业毛利率为 32%，高于全部 A 股（非金融）上市公司，具体看，生物产业、高端装备制造和新一代信息技术毛利率较高，分别为 50.7%、35.8% 和 34.5%；2022-2024 年，样本企业毛利率从 38.2% 降至 32%，降幅大于全部 A 股（非金融），其中航空航天、新材料产业毛利率下降幅度较大，分别从 46.6%、33% 降至 23.9% 和 22.7%。

（三）高成长与高波动并存

科技型企业多为政府鼓励发展的产业，在经营业绩和体量方面表现出较好的成长性，成长速度一般会快于传统行业，但是由于科技型企业包含众多行业，不同行业面临的生命周期不完全相同。分类型看，初创期的企业市场前景不明朗、体制机制不完善、经营风险较高、收入不确定性较高；成长期企业发展速度快，产品已经得到市场初步认可，可进行大规模的生产与技术迭代，管理体系逐渐完善，成长速度快；成熟期企业发展速度减慢，经营环境相对稳定，企业制度和管理较为完善，会通过并购或合作巩固市场地位，但也会面临业务增长速度下降。根据统计，样本科技型企业近三年营业收入复合增速为 7.8%，高于 GDP 平均增速，2021-2024 年样本企业营业收入同比增速从 41.5% 降至 3.2%，同期全部 A 股（非金融）从 21.2% 降至 2.5%，样本企业营收增速波动幅度明显更大。分产业类型看，新能源汽车、生物领域的营收复合增速均值领先，分别为 30.5%、16.4%，明显高于均值；之后是新一代信息技术和高端装备制造业，分别为 10.85% 和 7.5%；航空航天、节能环保和新能源的营收复合增速为负。

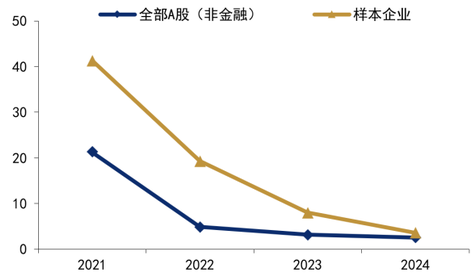


图 4：2021-2024 年营业收入同比增速均值（单位：%）

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

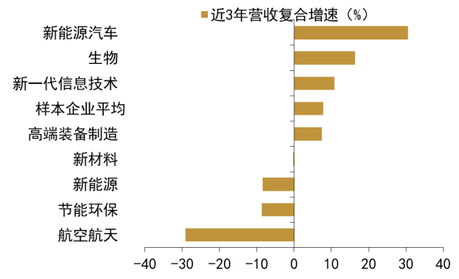


图 5：2024 年各类样本公司营业收入复合增速均值

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

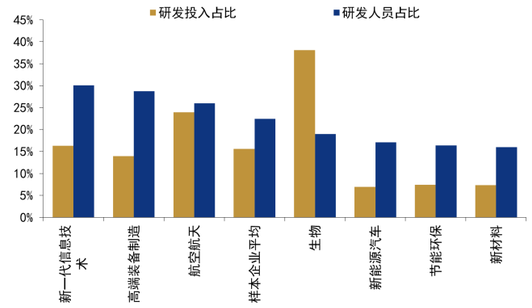


图 6：样本企业研发投入和研发人员占比

资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（四）高研发投入与高研发风险并存

研发技术是科技型企业的核心、研发人员是科技型企业持续经营的重要动力，研发投入和研发人员是科技型企业的重要组成部分。根据 Wind 数据，2024 年样本企业研发支出强度（即研发支出 / 营业收入）均值为 15.5%、研发人员占比为 22.5%，同期全部 A 股（非金融）企业研发支出强度均值为 24%、研发人员占比 16.7%。分行业看，研发投入占比较高的产业为生物、航空航天，2024 年研发投入占比均值分别为 39% 和 23.9%，研发人员占比较高的是新一代信息技术和高端装备制造和航空航天产业，2024 年分别为 30.1%、28.7%、26%。

但是，由于从研发投入到研发产出的周期链条较长，从研发投入到研发成果转化存在较高的不确定性，一旦研发新产品失败或者研发技术被颠覆，企业将面临被市场淘汰的风险。此外，研发人员和研发团队掌握企业核心技术，人员和团队稳定性比较重要，一旦团队稳定性下降，企业将会面临技术泄密的风险。

（五）债务融资渠道一定程度受限

由于通过银行等金融机构进行借款融资时往往需要固定资产等抵押品或担保方，科技型企业属于技术密集型企业，核心资产以知识产权、数据专利、数据资产等为主，特别是对于初创期、中小型科技型企业来说，企业往往缺乏足够的固定资产用于抵押，且商业模式不确定性较高，使得风险评估的难度较高，通过借款或发行债券等途径融资的渠道一定程度受限。根据 Wind 数据，2024 年样本企业平均资产负债率 40.7%，有息负债占总负债比重为 49.2%。具体分产业看，样本企业中有息负债占比较高的有新材料、生物医药、节能环保产业，资产负债率高的有新能源、节能环保和高端装备制造。

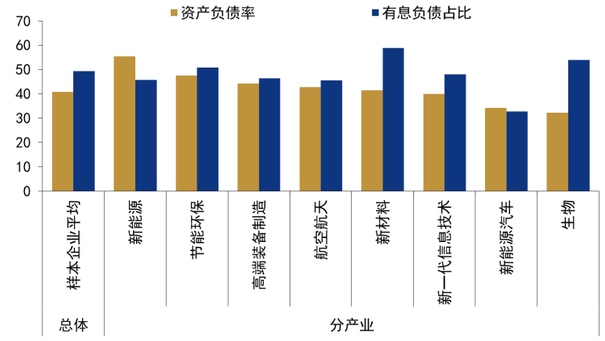


图 7：2024 年样本企业有息债务占比和资产负债率情况（单位：%）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（六）受产业政策影响大

科技型企业受产业政策影响较大，政府通常从国家层面出台各项产业政策以实现经济和社会发展目标，对高科技企业往往给予融资便利、税收优惠等方面的政策支持。

融资方面，近年来政策在加强银行信贷服务能力建设、优化科技创新和技术改造再贷款政策、建立债券市场“科技板”、增强资本市场支持力度和完善科技金融生态体制等方面，不断加大对科技创新金融的支持力度。2025 年 2 月，证监会提出“加强对科技型企业全链条全生命周期的金融服务”，包括支持优质科技型企业发行上市、优化科技型上市公司并购重组等制度、引导私募股权创投基金投早、投小、投长期、投硬科技等方面；截至 2025 年 4 月末，商业银行端发放的科技创新和设备更新贷款签约金额超 1.6 万亿元；5 月，中国人民银行将科技创新和技术改造再贷款额度，由目前的 5000 亿元增加至 8000 亿元，并将再贷款利率从 1.75% 降至 1.5%；5 月，中国人民银行联合其他部门建立了债券市场“科技板”，并在债券发行等方面给予差异化的支持。

税收方面，政策对科技型企业提供研发费用加计扣除、税收优惠、技术成果转化免税等方面的支持。加计扣除方面，2017 年，我国推出允许科技型中小企业享受 75% 研发费用加计扣除政策；2021 年起，制造业企业可享受 100% 研发费用税前加计扣除；2022 年起，科技型中小企业研发费用未形成无形资产的可按 100% 加计扣除，形成无形资产的按 200% 摊销。税收优惠方面，高新技术企业减按 15% 征收企业所得税（标准税率为 25%），2018 年起，高新技术企业和科技型中小企业亏损结转年限从 5 年延长至 10 年。技术成果转化免税方面，根据《财政部 国家税务总局关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》，纳税人提供技术转让、技术开发和与之相关的技术咨询、技术服务免征增值税。此外，2024 年科技部发布了《我国支持科技创新主要税费优惠政策指引》，为便利各类创新主体享受税收优惠政策。

分区域看，样本科技型企业中超 8 成分布在东部地区，东部、中部、西部、东北地区的占比分别为 79.9%、10.4%、6.5%、3.2%；分省级看，样本科技型企业分布前 5 的地区是江苏、广东、上海、浙江和北京，占比分别为 22.1%、18.8%、12.3%、11%、9.7%，合计占比 74%；具体城市看，样本科技型企业分布前 5 的城市分别为上海、北京、深圳、杭州和苏州占比分别为 12.3%、9.7%、9.7%、5.2%、5.2%，合计占比 42.2%。可以看到，科技型企业主要分布在产业发展较好、技术人才资本等基础雄厚的地区，与区域经济发展紧密相关，一方面，科技型企业能够对当地提升科技创新发展水平、提高供应链协同发挥积极作用；另一方面，区域产业政策与科技创新支持力度能为科技型企业的发展提供动力，根据国家统计局等发布的《2023 年全国科技经费投入统计公报》，研发投入强度排名前 5 的省级及以上区域为北京（6.73%）、上海（4.34%）、天津（3.58%）、广东（3.54%）、江苏（3.29%），与科技型企业分布占比较为一致。

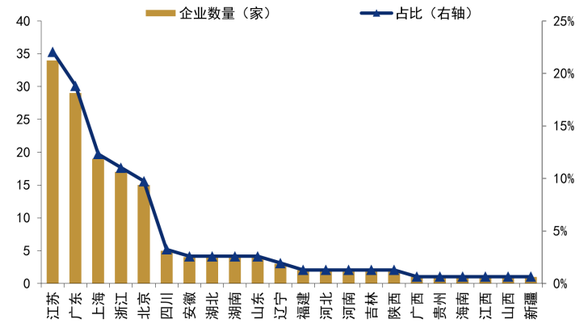


图 8：样本科技型企业区域分布情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

但是，随着科技发展、国家战略的调整，政府产业政策支持的重点和力度会随之调整，原来鼓励和支持的产业可能不再鼓励和支持，因此需关注科技型企业的长期发展的确定性。

三、信用评级要素与指标选取

目前标普在《特定行业企业方法论》中介绍了包括科技型相关企业的信用分析相关因素，穆迪没有针对科技型企业单独制定评级方法，不同类型科技型企业适用于不同行业的评级方法，惠誉在《行业指引—企业评级标准附录》里有对技术企业制定的行业指引，对定性和定量指标均设置了关键评级驱动因素；国内评级机构披露的大多为科技创新企业评级方法，远东资信披露了科技型企业的评级方法模型。本部分将不同信用评级机构公开披露的与科技型企业相关的评级技术文件进行横向比较，重点分析国内外评级机构的评级要素与指标。

（一）国际评级机构对科技型企业信用评级要素分析

1. 标普的评级指标体系

标普在 2008 年 9 月发布《关键信贷因素：全球高

评级机构名称	简称	文件名称	日期
S&P Global Ratings	标普	Specific Corporate Methodology	2024 年 1 月
Moody's Investors Service	穆迪	Rating Methodology_ Aerospace and Defense Rating Methodology_ Diversified Technology Rating Methodology_ Semiconductors Rating Methodology_ Software	2021 年 10 月
Fitch Ratings	惠誉	Sector Navigators：Addendum to the Corporate Rating Criteria	2024 年 6 月
中诚信国际信用评级有限责任公司	中诚信	中诚信国际科技创新企业评级方法与模型	2025 年 6 月
中证鹏元资信评估有限公司	中证鹏元	科技创新企业评级方法与模型	2025 年 6 月
联合资信评估有限公司	联合资信	科技创新企业主体信用评级方法与模型	2025 年 2 月
上海新世纪资信评估投资服务有限公司	上海新世纪	工商企业评级方法与模型（科技创新企业）	2024 年 5 月
中债资信评估有限责任公司	中债资信	中国科技创新企业主体信用评级方法体系	2025 年 3 月
东方金诚国际信用评估有限公司	东方金诚	东方金诚科技创新型企业信用评级方法与模型	2025 年 4 月
大公国际资信评估有限公司	大公国际	科技创新企业信用评级方法与模型	2025 年 6 月

表 1：国内外评级机构与科技型企业评级方法与模型相关的文件
资料来源：各机构官网，远东资信整理

科技行业的商业和金融风险》，2009 年 10 月修订为《关键信用因素：全球高科技行业风险评估方法与假设》，2013 年 11 月将其拆分为《科技软件和服务行业的关键信贷因素》和《技术硬件和半导体行业的关键信贷因素》，2019 年 7 月，该部分内容纳入《指引：企业方法论》中，此后标普在评估高科技企业时使用的是基本评级方法与细分行业特征相结合的模式，2024 年 1 月发布《特定行业企业方法论》，介绍了各行业在信用分析时采用的信用要素和假设。

标普的信用评级使用的是矩阵法，从业务风险和财务风险两个维度进行分析。其中，业务风险包括国家风险、行业风险和竞争地位，财务风险主要通过财务指标来进行衡量。具体看，高科技行业由多个子行业组成，可分为硬件制造商（通讯设备、计算机硬件、消费电子、半导体设备等）和软件及服务公司（应用软件、资本密集型 IT 外包、数据处理和外包服务、互联网软件和服务等），这两个细分领域的业务动态和风险特征截然不同，其中，硬件公司的周期性、资本密集度、运营杠杆以及研发成本和风险通常远高于软件公司，这导致硬件子行业的业务和信用状况比软件及服务公司具有更高的风险，在进行信用分析时也通常将这两类分开讨论。

在分析行业风险时，标普对高科技企业采用与一般工商企业相同的评估方法，即通过周期性、竞争风险和增长这两个指标进行衡量，通过对不同风险等级的指标进行分档赋分来得出行业风险评估的矩阵。其中，周期性指标主要基于历史数据进行分析、竞争风险和增长指标则是一种前瞻性分析，所以标普对竞争风险和增长指标的权重高于对周期性的权重。周期性方面，标普使用 K 均值聚类统计方法（将数据观测值划分为 k 个聚类，最大化聚类均值之间的距离，从而使每个观测值属于均值最接近的聚类）对 1952-2021 年行业收入和 EBITDA 利润率的峰谷值（peak-to-trough，PTT）数据采用 K 均值聚类法，由于技术硬件和半导体、技术软件和服务行业的收入和 EBITDA 利润率的 PTT 数据处于中等水平，因此其周期性指标为中等风险。竞争风险和增长方面，主要从进入壁垒的有效性，行业利润率水平及趋势，产品、服务和技术长期变化与替代的风险以及增长趋势中的风险这四个方面来进行评估，技术硬件和半导体行业的这几类评估分别为中等风险、高风险、高风险和低风险，技术软件和服务行业分别为中等风险、中等风险、低风险和低风险，因此技术硬件和半导体、技术软件和服务行业的竞争风险和增长指标评价分别为中高风险和中等风险。综上，技术硬件和半导体、技术软件和服务行业的行业风险分别为中高风险和中等风险。

指标		风险评估	
		技术硬件和半导体	技术软件和服务
周期性	收入和 EBITDA 利润率峰谷值	中等风险	中等风险
竞争风险和增长	进入壁垒的有效性	中等风险	中等风险
	行业利润率水平及趋势	高风险	中等风险
	产品、服务和技术长期变化与替代的风险	高风险	低风险
	增长趋势中的风险	低风险	低风险
行业风险		**中高风险**	**中等风险**

表 2：技术硬件和半导体、技术软件和服务行业的行业风险评估
资料来源：标普官网《方法论：行业风险》，远东资信整理

在分析竞争地位时，需要考虑初步竞争地位评估以及盈利能力。（1）标普通过为每个要素赋予特定权重来确定公司的初步竞争地位，竞争的性质和关键成功因素通常由行业特征决定：如果服务、产品质量或品牌资产是重要的竞争因素，则会在整体评估中给予竞争优势更高的权重；相反的，如果公司生产商品，差异化不那么重要，则在评估中会更加重视规模、业务范围、多样性以及运营效率。参考《特定行业企业方法论》，技术硬件和半导体行业的企业多为“重视资本或资产积累”，技术软件和服务行业的企业多为“重视服务和产品”，因此这两类企业在进行竞争地位分析时，对“竞争优势，规模、范围和多样性，运营效率”指标赋予的权重分别为“30%:30%:40%”和“45%:30%:25%”。

指标	重视服务和产品	重视产品/规模驱动	重视资本或资产积累	重视产品/成本驱动	重视商品/规模驱动	国家公用事业
竞争优势	**45**	35	**30**	15	10	60
规模、范围和多样性	**30**	50	**30**	35	55	20
运营效率	**25**	15	**40**	50	35	20
合计	**100**	100	**100**	100	100	100

表 3：竞争地位组的简介和类别权重 (CPGPs)（单位：%）
资料来源：标普官网，远东资信整理

一级指标	二级指标	
	技术硬件和半导体	技术软件和服务
竞争优势	知识产权（IP）的范围	知识产权（IP）的范围
	技术定位、运营业绩和分销能力	行业竞争水平
	制造或工艺技术优势	声誉和品牌认知度
	与客户的关系以及提高价格的能力	经常性收入的比例
	声誉和品牌认知度	客户保留率和转换成本
	-	经营业绩记录
规模范围及多样性	收入、EBITDA 和自由现金流等指标	收入、EBITDA 和自由现金流等指标
	市场份额及其变化情况	市场份额及其变化情况
	供应商和客户集中度	供应商和客户集中度
	终端市场、产品和地域方面的多样性	终端市场、产品和地域方面的多样性
运营效率	在经济低迷时期保持盈利的能力	规模经济
	与同行相比的产能利用率	毛利率和 EBITDA 利润率
	资本密集度	用于销售、一般及行政费用和研发的费用占收入的百分比
	-	成本结构的灵活性
	-	重组频率

表 4：标普的技术硬件和半导体、技术软件和服务行业评级方法中竞争地位板块下的考虑因素
资料来源：标普官网，远东资信整理

（2）通过盈利能力评估，可以确认对竞争地位的初步评估情况，也可以对其进行正面或负面的修正。盈利能力评估子要素包括盈利水平和盈利波动性，其中盈利水平采用三级量表评估（高于均值、均值和低于均值）、盈利波动性采用六点制量表评估（1-6 代表波动性从低到高），标普通常使用 EBITDA 利润率来评估技术硬件和半导体及技术软件和服务行业的盈利能力波动情况。

盈利水平评估							
行业	子行业	EBITDA 利润率门槛			资本回报率门槛		
		低于均值	均值	高于均值	低于均值	均值	高于均值
技术硬件和半导体	半导体设备制造商	<15	15-25	>25	<8	8-12	>12
	半导体	<20	20-30	>30			
	消费电子产品	<7	7-12	>12			
	技术分销商	<3	3-6	>6			
	通讯设备	<10	10-20	>20			
	电子制造服务	<4	4-8	>8			
	计算机硬件、存储及外围设备、电子元件及设备、办公电子产品	<12	12-18	>18			
技术软件和服务	商业 IT 服务	<10	10-15	>15	<9	9-15	>15
	交易处理器	<20	20-30	>30	<15	15-20	>20
	企业和消费者软件	<25	25-30	>30	<10	10-15	>15

表 5：标普的技术硬件和半导体、技术软件和服务行业评级方法中盈利水平评估门槛（单位：%）
资料来源：标普官网，远东资信整理

盈利波动性评估							
类别	行业	1	2	3	4	5	6
EBITDA 回归标准误差	技术硬件和半导体	=<10%	>10%-14%	>14%-19%	>19%-26%	>26%-47%	>47%
	技术软件和服务	=<6%	>6%-11%	>11%-16%	>16%-23%	>23%-43%	>43%
EBITDA 利润率回归标准误差	技术硬件和半导体	=<6%	>6%-8%	>8%-12%	>12%-17%	>17%-32%	>32%
	技术软件和服务	=<5%	>5%-8%	>8%-12%	>12%-18%	>18%-42%	>42%
资本回报率回归标准误差	技术硬件和半导体	=<14%	>14%-27%	>27%-38%	>38%-63%	>63%-153%	>153%
	技术软件和服务	=<10%	>10%-32%	>32%-64%	>64%-134%	>134%-372%	>372%

表 6：标普的技术硬件和半导体、技术软件和服务行业评级方法中盈利波动性评估标准
资料来源：标普官网，远东资信整理

在分析财务风险时，标普对高科技企业评估采用“核心指标 + 补充指标”。其中，核心指标是对现金流和杠杆率的评估，包括营运资金 (FFO)/ 债务和债务 / EBITDA 等，硬件和半导体的补充指标为自由现金流 / 债务和 EBITDA/ 利息，技术软件和服务行业的补充指标为 FOCF/ 债务、CFO/ 债务、EBITDA/ 利息。

2. 穆迪的评级指标体系

穆迪没有针对科技型企业单独制定评级方法，不同类型科技型企业适用于不同行业的评级方法，本节选取与科技型企业相关的 4 个行业评级方法进行对比分析，包括半导体、软件、多样化的技术、航空航天与国防等。

穆迪的信用评级使用线性加权评分法，先根据行业的风险特征构建合适的指标体系（规模、业务状况、盈利能力、杠杆率与覆盖率、财务政策），并对不同的指标赋予权重，将各指标得分进行线性加总可以得到基本信用评分。

定量指标包括规模、盈利能力、杠杆率和覆盖率，穆迪在对科技型企业进行评价时采用的指标不尽相同。具体看，规模板块指标以营业收入为主，4 个样本行业均选取营业指标作为规模指标的二级指标，而航空航天与国防行业还选取营业利润、多元化的技术行业则选取 EBIT、软件行业选取自由现金流作为规模指标之一；盈利能力板块没有完全共有的二级指标，其中 EBITDA 利润率与总资产报酬率是选取频率较高的二级指标，前者衡量企业每一元的销售收入为企业所带来的税息折旧及摊销前利润，后者衡量的是企业每单位资产创造的营业收入；杠杆率与覆盖率板块指标以总债务 /EBITDA 为主，4 个样本行业均选取该指标作为杠杆率与覆盖率的二级指标，其次是 FCF/ 总债务，有 3 个样本行业选取该指标。

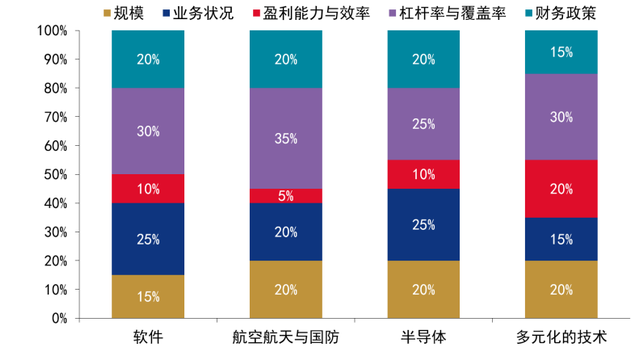


图 9：穆迪各类科技型企业一级指标权重分布情况
资料来源：穆迪官网，远东资信整理

指标类别	一级指标	二级指标	航空航天与国防	半导体	多元化的技术	软件
定量指标	规模	营业收入	10%	20%	10%	10%
		EBIT			10%	
		营业利润	10%			
		自由现金流				5%
	盈利能力	营业利润率	5%			
		EBITDA 利润率		10%	10%	
		总资产报酬率			10%	10%
	杠杆率与覆盖率	总债务/EBITDA	15%	10%	10%	10%
		留存现金流/净债务	10%			
		EBIT/利息支出	10%		10%	
		FCF/总债务		10%	10%	10%
		（FFO+利息支出）/利息支出		5%		
		（EBITDA-资本支出）/利息支出				5%
		现金及等价物/总债务				5%
定性指标	业务状况	竞争地位	10%			
		预期收入稳定性	10%			
		产品线多样性				5%
		地理多样性				5%
		终端市场多样性				5%
		市场份额				10%
		业务状况		25%	15%	
	财务政策	财务政策	20%	20%	15%	20%

表 7：穆迪的科技相关企业评级方法指标汇总
资料来源：穆迪官网，远东资信整理

定性指标包括业务状况和财务政策，穆迪在主要根据科技型企业的行业特性来设置相关的定性指标。其中，业务状况指标主要用来衡量企业的市场地位等，具体的，航空航天与国防行业主要衡量竞争地位与预期收入的稳定性，软件行业主要衡量多样性与市场份额，半导体和多元化技术行业没有设置业务状况的二级指标，主要从收入稳定性、多样性、市场地位、进入壁垒等方面进行评估。

3. 惠誉的评级指标体系

惠誉在《行业指引—企业评级标准附录》里有对技术型企业制定的行业指引，对定性和定量指标均设置了关键评级驱动因素。在实操过程中，由于技术行业涉及领域众多，惠誉在确定技术型企业的行业风险概况时采取逐案处理的方式。

在评级关键要素选取上，惠誉针对技术型企业的业务特点选取关键定性和定量指标。业务状况方面，惠誉对技术型企业的行业竞争强度主要考察产业结构、进入 / 退出壁垒、价值链中的话语权；对行业概况主要考察长期增长潜力、需求波动小、替代品威胁；对市场地位主要考察市场份额和竞争优势；对多样化主要考察终端市场多样化、客户集中度。财务状况方面，与其他行业大致相同，从盈利能力、财务结构、财务灵活性这 3 个方面进行评估。

类别	关键要素	指标
业务状况	行业竞争强度	产业结构
		进入/退出壁垒
		价值链中的相对话语权
	行业概况	长期增长潜力
		需求波动性
		替代品威胁
	市场地位	市场份额
		竞争优势
	多样化	终端市场多样化
		客户集中度
财务状况	盈利能力	EBITDA 利润率
		EBIT 利润率
		FCF 利润率
		盈利波动性
	财务结构	EBITDA 利润杠杆
		EBITDA 利润净杠杆
		（CFO-资本支出）/总债务
	财务灵活性	财务纪律
		流动性（流动比率）
		外汇敞口
		EBITDA 利息保障倍数

表 8：惠誉技术企业评级关键因素
资料来源：惠誉官网，远东资信整理

（二）国内评级机构对科技型企业的信用评级要素与指标

中诚信国际评级要素与指标主要覆盖了科技创新竞争力和财务风险两个方面。科技创新竞争力包括科技创新价值、科技创新能力、企业经营实力三个方面，具体的评价要素与指标包括创新驱动发展战略情况、核心产品影响力、资本认可度、创新管理体系、研发投入和研发人员情况、科技创新成果转化情况、竞争实力成长质量和资本实力等。财务风险包括盈利能力、资本结构和流动性。在实操中，科技创新竞争力指标中的成长质量和资本实力以及财务风险指标均引入了对企业未来一至两年的财务状况预测。

一级指标	二级指标	三级指标
科技创新竞争力	科技创新价值	战略发展
		产业及社会影响力
		资本和政府认可度
	科技创新能力	科技创新管理体系
		研发实力
		科技创新成果转化
	企业经营实力	竞争实力
		成长质量
		资本实力
财务风险	盈利能力	EBIT 利润率
	资本结构	总资本化比率
	流动性	流动性比例

表 9：中诚信科技创新企业评级指标
资料来源：公司官网，远东资信整理

中证鹏元评级要素与指标主要覆盖了业务状况和财务状况两个方面。业务状况包括行业前景、科技创新能力、经营实力，具体评价指标包括行业发展前景、市场需求、竞争格局、国家支持力度、研发团队实力、研发投入、专利数量和质量、资本实力、产品竞争力与技术壁垒等。财务状况包括杠杆状况、盈利状况和流动性。中证鹏元考虑到科创企业涉及细分领域众多，通过行业前景指标对细分领域进行评估，同时考虑到科创企业盈利长期趋势，中证鹏元在进行财务评估时，不是使用简单加权平均，而是将财务状况作为分析起点，盈利状况作为补充评估要素，通过矩阵进行初步财务状况评估，然后再考虑流动性影响。

一级指标	二级指标	三级指标
业务状况	行业前景	行业发展前景
		市场需求
		竞争格局
		国家支持力度
	科技创新能力	发展战略与创新管理机制
		研发团队实力
		研发投入
		研发产出效率
		专利数量与质量
	经营实力	资本实力
		产品竞争力与技术壁垒
财务状况	杠杆状况	净债务/EBITDA
		EBITDA 利息保障倍数
		总债务/总资本
	盈利状况	EBITDA 利润率
		盈利趋势
	流动性	速动比率
		现金短期债务比
		获取流动性资源的能力

表 10：中证鹏元科技创新企业评级指标
资料来源：公司官网，远东资信整理

联合资信评级要素与指标主要覆盖了经营能力和财务能力两个方面。经营能力包括科技创新能力、成长性和市场竞争力，具体的评价指标包括技术水平、研发能力、科技创新管理、研发团队、发展前景、融资能力、发展战略、市场地位产业链协同、商业模式等方面。财务能力包括盈利能力、资本结构和偿债能力。在财务指标的使用上，联合资信提出可使用两年历史数据和一年预测数据的加权数据进行评估，引入了对企业未来经营情况的预测。

上海新世纪评级要素与指标主要覆盖了业务风险和财务风险。业务风险包括竞争地位、经营效率、盈利能力，具体评价指标包括科技创新能力、科技创新成果与应用、业务专注度、业务成长性、营业周期、开发支出消化周期、毛利率、净资产收益率和盈利前景。财务风险包括财务杠杆和偿债能力。新世纪同样考虑到初创或成长期企业盈利波动大，通过定性的方式关注企业盈利前景，并且使用开发支出 /EBITDA 来衡量科创企业的资本化研发支出消化周期，对初创企业引入次年预测指标进行加权计算。

中债资信评级要素与指标主要覆盖资源配置和债务政策两个方面。资源配置包括市场前景、资源质量与获取能力、配置能力，具体指标包括成长前景、市场地位、市场空间、研发成果与转化、技术管理能力、产品竞争力等。债务政策包括资本结构和偿债表现。中债资信考虑到科创企业相对传统产业具有更高的成长弹性，重点关注其未来成长前景，因此使用定性指标来评估企业成长前景。

东方金诚评级要素与指标主要覆盖资本实力、科技竞争力、盈利能力和成长性、债务负担和保障程度，整体上是分业务状况和财务状况这两个方面。在科技竞争力的评价上，东方金诚在科技战略地位、科技竞争壁垒、科技创新能力和科技成果转化能力这几个方面进行评估。为匹配科创企业的高成长性，东方金诚选取成长性作为评价指标之一，且提出使用历史数据与未来预测值数据进行加权计算相应的指标。

对比各家评级机构的评级要素与指标，可以发现尽管各家在具体实操中存在差异，但是在评级要素选取方面有很多相似之处：在指标选取上贴合科技型企业的特征，强调轻资产、波动性强、经营不确定性高等特征作为评级要素与指标选取的标准；不再过度依赖规模等财务指标，为更全面刻画科技企业的特征，在指标选取上均考虑了对科技创新能力进行评估，更加关注对企业产品竞争力、研发投入以及技术成果转化能力的全面评估；针对科创企业技术迭代快、成长弹性高的特点，为提高评级的前瞻性，增设预测性指标，着重评估企业的技术发展前景和成长空间，有的设置定性指标、有的设置定量指标，在权重上一般采取“历史三年或两年 + 一年预测”作平均；盈利指标方面，国内评级机构选取的指标包括毛利率、EBITDA 利润率、EBIT 利润率等。杠杆率和流动性方面，国内评级机构选取的指标相对较多，包括资产负债率、净债务 /EBITDA、总债务 / 总资本、权益资本 / 刚性债务、EBITDA/ 负债总额、流动性比例、EBITDA 利息保障倍数等。

（三）评级要素指标选取

基于科技型企业特点，并结合国内外评级机构对科技型企业相关的评级方法模型的研究，本文认为对科技型企业的评级需要关注以下指标：

1. 业务状况方面

行业概况：科技型企业所处行业众多，不同细分领域的环境变化和稳定性对科技型企业的影响较大。对科技型企业行业风险的考察可以从行业长期增长潜力、行业的波动性以及行业竞争格局等方面进行考察。长期增长潜力不仅受市场需求与潜在规模的影响，还与细分领域的战略地位、政策支持以及市场的技术进步水平有关。行业的波动性可以衡量科技型企业细分领域的稳定性情况，进而评估行业的稳定性以及潜在获利的情况。行业竞争格局可以衡量行业的进入壁垒、行业本身的技术特性、行业内竞争的激烈程度以及行业在产业链上下游的资源获取能力和地位等，进而衡量对行业的可持续性。衡量的指标包括销售量 / 营收的历史复合增速或者未来潜在增速，营收 / 毛利 /EBITDA 等波动和最大回撤，行业利润率等。

科技创新实力：科技型企业的科技创新实力是反映企业的长期竞争力的重要方面。对科技型企业科技创新实力的考察包括研发投入、研发人员、研发成果数量和质量等方面进行考察。其中研发投入包括对绝对规模以及占比等指标来进行评价，具体可包括研发支出、研发支出占营业收入的比重、研发支出占经常性业务成本的比重。研发人员也可以从规模和占比等方面进行衡量，此外研发团队的稳定性对于科技型企业来说较为重要，具体的衡量指标包括研发人员数量、研发人员占比以及研发团队的稳定性等。研发成果数量和质量的衡量可以通过知识产权数量、企业资质荣誉、研发成果转化情况、研发成果的重要性程度、研发成果的应用状况和应用前景等。

业务经营状况：业务经营情况主要反映企业的经营风险，可以从市场前景、市场地位多样性等方面进行评价。其中市场前景较好的企业未来拥有更大的增长空间，信用风险相对较小，可以结合产品和服务的发展前景、销售的持续性等方面进行衡量。市场地位高的企业在行业内的竞争地位通常较高，在市场上拥有更大的影响力，可以结合市场份额、客户质量、上下游溢价能力、在手订单等情况进行分析。多样性可以在一定程度上分散风险，可以从产品和服务、客户类型、区域分布等方面进行区分。

2. 财务状况方面

盈利能力：由于较高的盈利能力意味着更有能力抵御外部环境的不利因素，且有能力创造更多价值，所以可以考虑增加盈利能力指标，包括盈利性和盈利波动情况。可以用毛利率、EBITDA 利润率等指标进行衡量。

财务杠杆：可以用资产负债率、总债务资本化比率以及总债务 /EBITDA 来进行衡量。

偿债能力：可以用 EBITDA 利息保障倍数、经营活动现金流净额 / 总债务、流动比率、速动比率、现金短债比进行衡量。

一级指标	二级指标	三级指标	具体备选指标
业务状况	科技创新实力	研发投入	研发支出
			研发支出/营业收入
			研发支出/（营业成本+销售费用+管理费用+研发费用）
		研发人员	研发人员数量
			研发人员占比
			研发团队稳定性
		研发成果数量和质量	知识产权数量/企业资质荣誉
			研发成果转化
			研发成果的重要性程度
			研发成果的应用状况和应用前景
	行业概况	长期增长潜力	细分行业的战略重要性/政策支持情况
			销量/营收未来潜在增速
		行业波动性	营业收入/毛利/EBITDA 波动性
			历史上营业收入/毛利/EBITDA 最大回撤
		行业竞争格局	行业利润率等指标
		市场前景	产品和服务的发展前景、销售的持续性
	业务经营实力	市场地位	市场份额、客户质量、上下游溢价能力、在手订单、替代品情况、产业链协同等情况
		多样性	产品或服务、客户、区域分布等方面的多样性
财务状况	盈利能力	盈利性	毛利率
			EBITDA 利润率
		盈利波动情况	盈利趋势和波动性情况
	财务杠杆	财务杠杆	资产负债率
			总债务/（总债务+所有者权益）
			总债务/EBITDA
	偿债能力	偿债能力	EBITDA 利息保障倍数
			经营活动现金流净额/总债务
			流动比率
			速动比率
			现金短债比

表 11：科技型企业评价要素备选指标情况
资料来源：公开信息整理，远东资信整理

四、发债企业案例分析

本部分选取有存续债的主体——天马微电子股份有限公司（以下简称“天马电子”）、上海数据港股份有限公司（以下简称“沪数据港”）和浙江菲达环保科技股份有限公司（以下简称“菲达环保”），结合上述评级指标进行分析。科技型企业行业众多，本文选取的案例分布在半导体、数据中心、节能环保等领域，在对其进行业务概况分析时，不同细分领域的行业战略地位、行业壁垒等不同，对业务发展潜力进行分析时，不同企业的供需格局、竞争格局、产业链上下游情况等均存在较大差异，因此对科技型企业的信用评级在实操中也需要一案一议。

根据主体利差 的变动情况，可以看到各主体利差整体变动趋势基本一致，主体利差从小到大依次为天马电子、达菲环保和沪数据港，天马电子整体的信用风险要小于其他两家企业。

下面，我们将对所选的案例的主要评级要素进行对比分析。

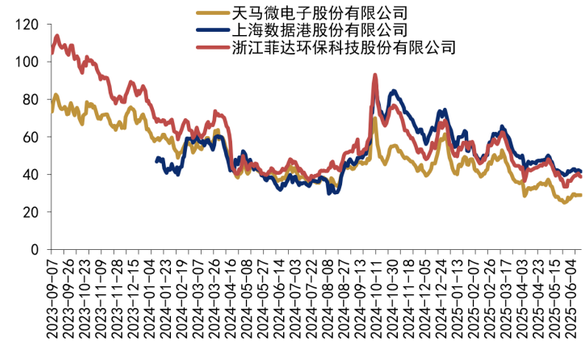


图 10：样本企业主体利差（2023.09-2025.06，单位：BP）
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

（一）行业概况

天马电子专注于中小尺寸的显示器件研发、生产和销售，主营产品包括显示屏及显示模组，属于中小尺寸显示行业，行业发展良好，一方面受益于显示技术持续升级和新技术渗透率提升，另一方面随着日韩等国外产线策略转变，产能或将进一步向国内集中。未来随着 5G 以及 ALOT 技术普及以及生成式 AI 终端增多等因素驱动，中小尺寸显示市场仍存在结构性机会。半导体显示行业呈现行业周期性特征，2024 年中小尺寸显示领域需求端经历温和复苏、价格止跌回稳。行业因涉及的工艺复杂且关键技术点较多、难度高、资本需求量大，因此存在较高的技术和资本壁垒。

沪数据港主营业务为 IDC 服务业务，属于数据服务行业。数据中心是数字经济的重要基础设施，对产业数字化转型和提升公共服务数字化水平有重要作用，未来随着新一代信息技术发展等不断深化，叠加“东数西算”工程推进以及碳达峰碳中和等绿色化发展要求，IDC 行业将向高效集约、绿色低碳方向发展，未来国内数据中心市场规模或将继续加大。从市场参与者看，数据中心行业包括基础电信运营商、第三方 IDC 服务商和企业自建三种，其中基础电信运营商具有资源、品牌等优势，第三方 IDC 服务商更能适应企业个性化需求，在建设速度、定制设计、成本节约等方面具有优势。

菲达环保主要业务为环保设备、环保运营、PPP 项目等，主要产品为除尘器、烟气脱硫设备、总成套、垃圾焚烧烟气处理设备、气力输送设备等，属于环保行业。节能环保产业是国家战略新兴产业，随着“双碳”和“两山”理念持续，节能环保产业成为推动经济社会全面绿色转型的核心引擎。从环保产业细分领域看，菲达环保主要从事的业务属于环境污染专用设备制造业中的除尘行业、烟气脱硫行业等，由于我国能源结构仍以煤炭为主，除尘行业发展仍有较大空间，但是面临盈利空间被挤压的风险，烟气脱硫行业中小企业逐渐被淘汰、集中度不断提升。大气污染治理设备属于技术、资金密集型行业，且属于非标准化设备，存在市场进入壁垒。

按照申万一级行业分类，天马电子、沪数据港和菲达环保分别为电子、通信和环保行业。根据 Wind 数据，上述三个行业近三年的营收增速分别为 15.5%、59.7%、-12.2%；过去三年营收增速峰谷值分别为 14.1%、32%、19.8%；行业毛利率均值分别为 29.1%、40.6%、28.4%。可以看到，沪数据港所在行业增速更快但也面临营收波动更大的风险。

指标		单位	天马电子	沪数据港	菲达环保
科技创新实力	研发投入规模	亿元	33.5	0.9	1.8
	研发投入占比	%	10.0	5.1	4.1
	研发人员数量	人	6346	176	395
	研发人员占比	%	28.1	28.7	18.8
行业概况	所属申万行业	-	电子	通信	环保
	所属战略新兴产业	-	新一代信息技术	新一代信息技术	节能环保
	行业近三年营收增速	%	15.5	59.7	-12.2
	行业过去三年营收增速峰谷值	%	14.1	32.0	19.8
	行业毛利率均值	%	29.1	40.6	28.4
	行业 ROA 均值	%	10.4	47.2	-12.2
业务经营实力	市场地位	-	骨干龙头企业	行业第一梯队，中国算力中心服务商十强	技术引领者，在国内除尘设备上市公司中营收排名第 3
	多样性情况	-	前五大供应商占比：17.3% 前五大客户占比：36.3%	前五大供应商占比：64.1% 前五大客户占比：90%以上	前五大供应商占比：25% 前五大客户占比：27.3%
盈利能力	过去三年营收增速	%	6.5	18.2	0.1
	毛利率	%	13.3	31.0	23.4
	EBITDA 利润率	%	19.3	58.2	14.9
杠杆与偿债能力	资产负债率	%	64.1	56.2	60.3
	总债务资本化比率	%	55.6	48.0	37.8
	EBITDA 利息保障倍数	倍	6.2	9.4	8.5
	经营活动现金流净额/总债务	-	0.2	0.4	0.4

表 12：案例企业主要指标对比情况
资料来源：Wind 资讯，远东资信整理

注：1. 以上时点数据均为 2024 年；2. 行业数据均按申万行业分类，与本文第二章选取的样本相同。

（二）科技创新实力

2022-2024 年，天马电子研发投入分别为 29.8 亿元、33.4 亿元、33.5 亿元，占营业收入的比重分别为 9.5%、10.4%、10%；研发人员数量分别为 6414 人、

6259 人、6346 人，占公司总人数比重分别为 24.9%、25.7%、28.1%。公司设有研发中心，并承担国家发改委、科技部等部门的多个重大国家级专题项目，坚持前瞻性技术研究，研发的 U9 器材开发材料体系、四曲技术、OLED 高画质技术、OLED 中尺寸车载技术、柔性穿戴技术等多项技术实现量产和导入。

2022-2024 年，沪数据港研发投入分别为 0.68 亿元、0.74 亿元、0.88 亿元，占营业收入的比重分别为 4.7%、4.8%、5.1%；研发人员数量分别为 141 人、120 人、176 人，占公司总人数比重分别为 33.4%、29.1%、28.7 %。截至 2024 年末，公司累计获得专利技术和软件著作权 732 项，并参与起草 2 项行业标准，公司已先后获得高新技术企业、专精特新中小企业等称号。

2022-2024 年，菲达环保研发投入分别为 1.4 亿元、1.6 亿元、1.8 亿元，占营业收入的比重分别为 3.2%、3.7%、4.1%；研发人员数量分别为 337 人、371 人、395 人，占公司总人数比重分别为 15.4%、17.6%、18.8%。截至 2024 年末，公司拥有有效的授权专利 463 项，软件著作 29 件，参与起草国家、行业、团体标准 221 项，先后承担实施国家 863 计划课题 2 项、国家重点研发计划课题 4 项、其他国家级项目 30 多项，获国家科学技术二等奖 1 项、省部级科学技术一等奖 17 项。

（三）业务经营实力

天马电子是新型显示产业骨干龙头企业，在中小尺寸面板领域，公司与三星、京东方等企业排名全球前列。根据第三方咨询机构数据，2024 年公司在车规 TFT-LCD 和车载仪表显示、车载抬头显示、LTPS 智能手机显示等显示应用市场出货量全球第一，柔性 AMOLED 手机主屏幕出货量全球第三。从上下游情况看，公司上游供应商集中度较低，2024 年前五大占比 17.3%，应用于 LCD 产品的原材料的国产化替代程度高、价格有优势，但是应用于 AMOLED 等产品的原材料尚未完成国产化替代，相关产品的议价能力有限。公司与主要下游客户的合作关系稳定，前五大客户销售占比 36.3%，公司对下游客户信用账期在 2-3 个月，销售回款率高。

沪数据港是国内领先的第三方 IDC 厂商，具有较强的规模优势，截至 2024 年末，公司累计已建成及运营数据中心 35 个，IT 负载达 371.1MW，且公司能耗管控能力较为突出，全国运营数据中心的最低 PUE 可达 1.09，达到国际领先水平。区域分布方面，公司的业务主要分布在京津冀、长三角、珠三角等“东数西算”重要枢纽区域。上下游客户方面，公司主营的批发型数据中心业务一般为个性化定制，合同期限较长，一般在 8-10 年，2022-2024 年公司前五大客户销售额占比均超过 90%，对单一大客户依赖度高，另外公司 2022-2024 年前五大供应商采购金额占比在 50% 左右，对单一供应商依赖度较高，在产业链上下游具有集中度较高的风险。

菲达环保为燃煤电站烟气污染物“超低排放”技术引领者，在国内除尘设备上市公司中营收排名第 3。公司是国内最大的大气污染防治设备专业制造企业之一，在我国大气污染防治设备制造业中具有较强的竞争优势，凭借优质质量和性能在众多行业树立品牌形象，与国内 1000 多家大型电厂和国外几十家公司建立长期稳定的合作关系。2024 年公司前五大客户销售额占比为 27.3%、前五大供应商占比 27.3%，风险集中度不高。

（四）财务状况

盈利方面，近三年天马电子、沪数据港、菲达环保营业收入复合增速分别为 6.5%、18.2% 和 0.1%，天马电子主要受益于专业显示类（车载、医疗、工业品等）业务规模的提升，沪数据港受益于数据中心项目逐渐交付，菲达环保近年营收相对稳定。净利润方面，受产品价格波动及新产线折旧增加的影响，天马电子净利润呈现较大波动，2023 年公司规模净利润由正转负，2024 年在产品价格恢复及公司运营效率提升的作用下，亏损有所收窄；沪数据港净利润稳步增长，2022-2024 年净利润从 1.2 亿元增至 1.3 亿元；随着菲达环保加强资金管理、优化融资环境，财务费用明显下降，净利润持续提升，从 1.5 亿元增至 2.4 亿元。毛利率方面，2024 年 3 个案例企业毛利率分别为 13.3%、31%、23.4%；EBITDA 利润率分别为 19.3%、58.2%、14.9%。

杠杆方面，2024 年天马电子、沪数据港、菲达环保资产负债率分别为 64.1%、56.2%、60.3%；总债务资本化比率分别为 55.6%、48%、37.8%，基本处于合理水平。偿债能力方面，2022 年以来，3 个公司的经营活动产生的现金流量净额均不能有效覆盖相应年份的总债务和短期债务，2024 年经营活动现金流净额 / 总债务分别为 0.16、0.42、0.37。2024 年，3 个公司的 EBITDA 利息保障倍数分别为 6.2、9.4、8.5，支付利息能力较好。

此外，从各公司负债情况看，2022-2024 年天马电子有息债务规模维持稳定且以长期债务为主，近年短期债务占比小幅提升，有息债务占总负债比重有所下降，2022-2024 年从 73.6% 降至 70.2%；沪数据港公司有息负债规模有所减少，且有息负债占总负债的比重从 2022 年的 74.9% 降至 71.9%，短期债务占比波动下降，偿债压力减轻；菲达环保 2024 年有息负债规模有所增加，主要系短期有息负债规模增加，2024 年短期债务占比 72.4%、同比提升 26.6 个百分点，短期债务偿付压力提升但整体有息负债占比不高，2024 年为 40.1%，负债以应付票据和应付账款等经营性负债为主。

（五）小结

总的来看，天马电子为细分领域的龙头企业，研发能力强，是推进细分领域前沿面的领跑企业，行业地位较为稳固，近年收入规模超过 300 亿元。其所在的中小尺寸显示面板领域是国家重点支持的领域之一，且随着“两新”政策加力扩围，中小尺寸显示面板需求有所提升。公司负债以有息债务为主，近年面临债券大量到期的压力，且随着产线折旧拖累盈利水平，但是考虑到政策支持以及公司的龙头地位，天马电子获得再融资的能力较强，信用风险相对较低，主体利差处于低位。

菲达环保在细分领域具备一定的行业地位、客户群体较为稳定、研发投入持续，收入总体增长，营业收入规模在 40 亿以上，其所在的节能环保产业是国家战略新兴产业。公司近年盈利能力小幅增长、杠杆率稳定，有息负债占比不高，负债以经营性负债为主，偿债压力不大。

沪数据港从事行业是数字经济发展的重要组成部分，行业增长快但波动性较大，公司有持续的研发投入，依托技术优势在细分行业占据领先地位，近年营收逐渐提升、已超过 15 亿元，但是存在上下游客户集中度相对较高的风险，公司近年盈利能力有所提升且短期债务负担减轻，整体信用风险不高。

此外，还有很多未发债科技型企业作为各自细分领域的技术领先者，由于市场发展尚处前期阶段，企业整体收入规模相对较小且易受外部环境变化的影响，市场地位尚不稳固、盈利模式尚未成熟，暂未实现持续盈利能力，未来现金流的不确定性较大，通过债权方式筹资较为困难，这些企业筹资方式以股权融资为主。

五、总结与展望

通过梳理科技部、工信部等的相关政策文件，分析科技型企业的要素应当包含研发活动、研发人员、知识产权、科技型产品 / 服务及其创收，因此科技型企业可定义为从事国家高新技术产业或战略新兴产业等符合国家战略发展方向的产业，依托一定数量的科技人员从事科学技术研究开发活动，取得自主知识产权并将其转化为高新技术产品或服务，且高新技术产品或服务创收在营业收入总额占比较高的企业。具体特征如下：1. 行业分类众多，聚焦高新技术产业、战略性新兴产业等国家重点支持产业；2. 盈利模式多样化，但受技术迭代等影响而波动显著；3. 高成长与高波动并存；4. 高研发投入与高研发风险并存；5. 债务融资渠道一定程度受限；6. 受产业政策影响大。

科技型企业信用评级方法与模型需要根据科技型企业特征制定，结合国内外评级机构对科技型企业评级方法的研究，本文认为我国科技型企业信用评级模型构建过程中需要考虑跨行业适用性、模型的合理性以及指标的前瞻性，应该重点关注以下内容：

（一）分层分类设立信用评价模型。科技型企业涉及行业众多，不同行业或细分领域的战略地位、生命周期、竞争格局、盈利模式、科技含量等方面有所不同，且不同的指标阈值在不同领域的企业中也会有不同，因此在实操过程中需要考虑模型在不同行业中的适用性，为保证信用评级结果的一致性，可以考虑细化评级方法模型，分层分类设立科技型企业的信用评价要素与指标。

（二）平衡“质”和“量”。由于科技型企业经营不确定性较强、波动性较大，传统以定量的财务数据为主的评级模型难以全面反映其信用水平，在选择科技型企业的评级指标时，需要综合考虑企业的科技创新实力、行业概况、企业的市场竞争力以及财务状况等方面的指标。

（三）注重科技创新能力的全链条评估。科技型企的发展往往伴随着较高的研发投入，特别是生物医药等领域，但是前期的研发投入是否能带来后续的收益存在较高的不确定性，一旦研发成功，就能够获得较高的收益，如果研发失败或者技术被颠覆，那么前期的投入无法落地，很可能会面临经营业务滑坡风险。在评估科技型企业科技创新能力的时候既要考虑前期的投入、技术的先进性，也需要考虑技术转化成果、研发成果质量、高新技术产品与服务在营收中的占比等方面。

（四）重视前瞻性判断。考虑到科技型产业的更迭速度快，产业竞争格局容易发生变化，成长弹性高等特点，对科技型企业进行信用评级时需要提高前瞻性判断，考虑增设预测性指标，提高预测权重，但是科技型企业的成长并非线形，前瞻性的预判难度较高，可引入动态监测模型，提高模型的风险警示能力。

此外，本文在进行案例分析时发现，由于科技型企业行业众多，在对其进行业务概况分析时，不同细分领域的行业战略地位、行业壁垒等不同，对业务发展潜力进行分析时，不同企业的供需格局、竞争格局、产业链上下游情况等均存在较大差异，因此对科技型企业的信用评级在实操中也需要一案一议。

评级技术研究 08
Rating Technology Research

服务金融市场　助力信用中国

www.sfecr.com.cn

官方公众号

公司介绍

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号
中汇广场B座11层
电话：010-5727 7666
邮编：100007

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号
海上海新城9层
电话：021-6510 0651
邮编：200092