

标普信评

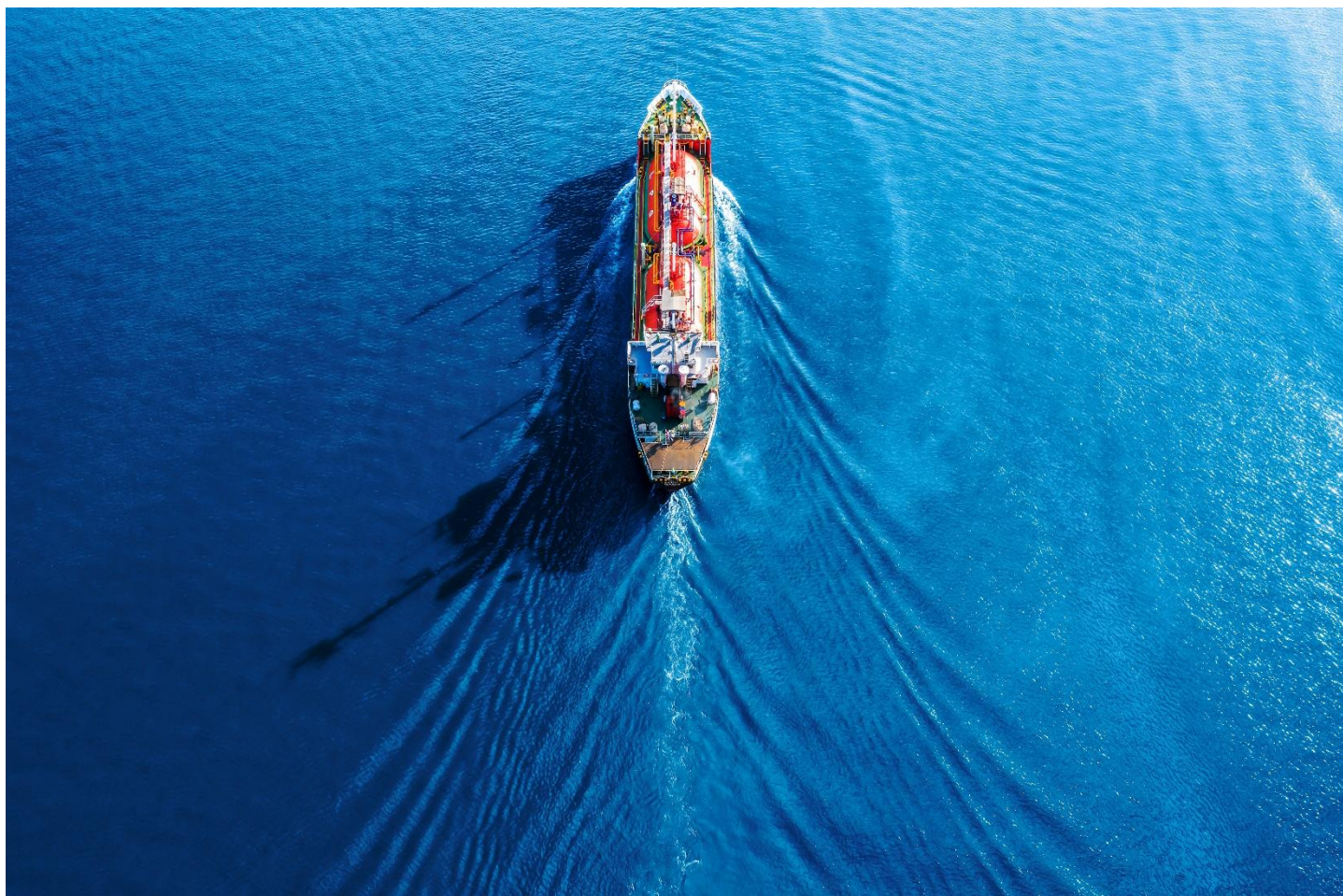
S&P Global

China Ratings

政策护航，破浪启新

标普信评 2025 年中行业信用发展趋势

2025 年 8 月 7 日



目录

卷首语..... 3

行业信用趋势概览 6

城投 9

房地产开发..... 11

交通基础设施 13

钢铁 14

化工 16

煤炭 17

火电 18

清洁能源发电 19

建筑工程施工 21

风电设备 23

整车制造 25

光伏制造 27

日常消费品..... 29

耐用消费品..... 30

商业物业持有运营 32

商业银行 34

证券公司 36

RMBS 38

车贷 ABS..... 39

消费贷 ABS 40

不良资产证券化 42

阅读须知 43

工商企业评级方法论框架..... 44

金融机构评级方法论框架..... 45

结构融资评级方法论框架..... 46

商务团队列表 47

卷首语

要点

- 预计 2025 年全国商品房销售压力仍存。高线城市继续支撑市场，但结构上仍面临二手房分流、库存分化明显的矛盾。稳住楼市仍有赖于政策的持续发力，城中村改造货币化安置及回储政策或将是政策发力的重点。
- 受益于债务置换及专项债券用途扩展，城投企业流动性压力缓解，短期内出现债券信用风险事件的概率较低，但基本面难以显著改善。长期关注中央债务化解新增政策和城投转型成效。
- 与房地产行业紧密相关联的钢铁和建筑工程施工行业将基本延续需求疲软趋势。其中钢铁行业“反内卷”和成本回落或有助于利润修复，但财务杠杆仍将维持高位；建筑工程施工行业利润率将在低位保持稳定。
- 火电、风电设备和光伏制造行业的企业盈利能力或将改善，煤炭、清洁能源发电、整车制造以及商业物业持有及运营行业的企业利润率或将有所下降，杠杆率将有所上升。
- 商业银行净息差继续收窄，信用成本依然承压，行业总体盈利性较 2024 年会有小幅下降，但信用质量仍然能保持稳定，未来 12 个月高风险银行违约风险可控。

分析师

- 李丹**
北京
Dan.li@spgchinaratings.cn
- 张任远**
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn
- 栾小琛**
北京
Collins.Luan@spgchinaratings.cn
- 张恩杰**
北京
Enjie.zhang@spgchinaratings.cn
- 王雷**
北京
Lei.wang@spgchinaratings.cn

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口领域，正面临美国关税政策不确定性和全球贸易格局重塑的冲击，进而影响到投资、消费等方面。

房地产方面，受宏观经济波动和居民收入、就业预期偏弱影响，2025 年下半年楼市仍面临下行压力，我们预计 2025 年全国商品房销售额将下降 5%-10%。高线城市及高品质住宅销售表现相对稳健，二手房交易强于新房，高品质住宅供不应求与滞销库存去化困难形成分化，整体市场呈现结构性“回稳”特征，但低线城市供需失衡问题依旧突出，制约全面企稳。政策方面，2024 年四季度以来的政策刺激效果已趋弱，稳住楼市仍有赖于政策的持续发力。下半年重点关注城中村改造货币化安置、存量房收储和土地回储、白名单等政策的落地力度，其中货币化安置、专项债支持的存量房回购有望成为关键举措，但各地实施进度差异明显，政策效果有待进一步观察。房地产企业在销售业绩和土储质量上的分化加剧，预计未来房企经营将高度依赖核心城市优质资源获取及新项目回款能力。“有效”土储不足的房企销售表现或将长期承压，其再融资能力仍有赖于外部股东支持以及可抵质押资产的充足程度。我们认为，房地产市场稳定还需政策持续发力，关注城中村改造、商品房收储等措施的实际落地进展及其对市场的提振效果。

与房地产行业紧密相关联的建筑工程施工和钢铁等行业仍然面临需求收缩的压力。2025 年，建筑工程施工企业或将继续遭遇工程资金回笼难题及新签订单下滑，利润率低位运行。钢铁行业受益于“反内卷”政策及成本回落，利润或有所修复，但部分企业因债务积累导致财务杠杆维持高位，财务状况承压。对于耐用消费品行业，“以旧换新”政策支撑需求但效果减弱，同时国内家电企业将借助全球化布局缓解中美关税摩擦带来的出口压力。

城投企业方面，2024 年末至 2025 年上半年，“十万亿”隐性债务置换政策实施、专项债券用途扩展以及专项债用于土地回储等措施的推行，有助于城投企业降低债务负担，缓解资金压力，盘活存量资产。城投企业流动性压力将有所缓解，短期内出现债券信用风险事件的概率较低。然而，由于地方政府财政压力持续、融资政策仍将延续偏紧态势，城投企业基本面难以显著改善。长期来看，转型为大势所趋，未来地方政府可能通过整合和注销来精简城投企业数量。需关注地方财力承压与城投企业自身造血能力不足带来的经营性债务化解压力，以及中央对地方及城投债务化解的新政策动态。

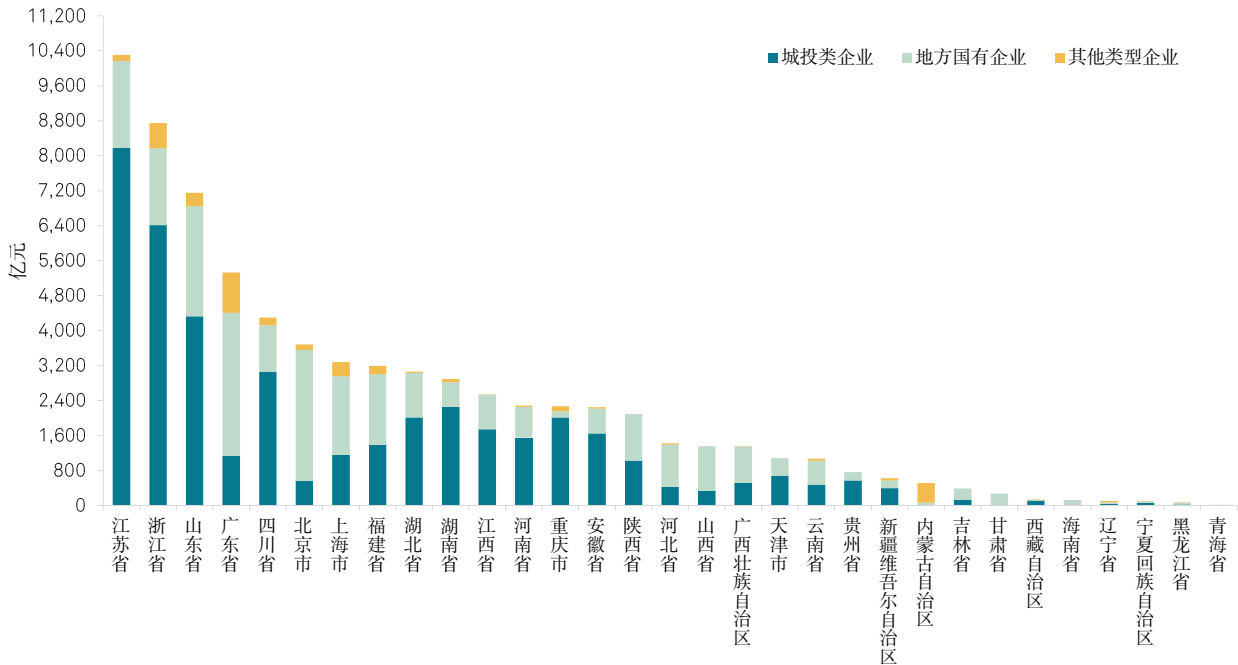
从其他工商企业行业来看，由于供需格局、竞争环境不同，未来行业的盈利前景也不同。火电、风电设备和光伏制造行业的企业盈利能力或将改善。其中，光伏产业预计从 2025 年下半年开始产能加速出清，企业利润率有望好转，但行业高技术投入和外部贸易壁垒或进一步加重债务负担。煤炭、清洁能源发电、整车制造以及商业物业持有及运营行业的企业利润率或将有所下降，杠杆率将有所上升。煤炭行业面临的主要挑战在于，市场煤价中枢仍将下降较大幅度；清洁能源发电行业主要受业内竞争加剧和上网电价下行影响；整车制造、商业物业持有及运营行业的主要压力来源于激烈的市场竞争以及有限的需求增长。化工行业成本端不确定性加大，叠加需求持续承压，行业景气度仍处于低位。交通基础设施和日常消费品行业整体需求平稳，行业内企业的盈利能力和财务风险保持稳定。

金融机构方面，2025 年商业银行业务增长面临压力，证券公司营业收入与盈利稳中有升。预计净息差持续收窄和房地产及城投贷款带来的盈利性压力使商业银行的行业净利润增速处于较低水平，行业盈利性趋弱，但资本充足性能够保持平稳。虽然部分中小银行资本和资产质量恶化，但政府支持态度不变且其存款稳定性并未受到明显影响，整体信用质量稳定。受益于经纪及自营业务收入增加、成本管控有效和低杠杆运行，证券行业信用质量总体稳定，在监管政策支持下，合并重组持续推进。

结构融资产品的信用表现仍将保持稳定，但不同产品面临的压力不同。RMBS 整体资产表现稳定、回收率较高，叠加充足的超额利差和次级增信，足以支撑优先级证券的兑付，需关注政策变动对住房按揭贷款信用质量的影响。车贷 ABS 资产池累计违约率整体可控，但行业竞争加剧、客群下沉或将影响车贷 ABS 基础资产信用表现，此外需关注新设计金融产品和新能源汽车替代效应的影响。消费贷 ABS 信用表现或将进一步分化，同时需关注新发放消费金融对消费贷 ABS 资产池信用质量的影响。

从未来再融资压力来看，不同区域债券到期偿付压力将有所不同。江苏、浙江、山东和广东等发债大省由于债券存量基数庞大，到期境内外债券规模较大。其中，重庆、江苏、湖南、浙江、四川等地城投债券在未来一年到期债券总额中的占比较高（超过 70%），需关注这些区域内弱资质平台债务化解的落实情况；北京、山西等地国有企业债券到期占比较高。中资境外债方面，浙江、江苏、山东一年内到期规模较大，且城投类企业到期债券占比约 70%，应重点关注这些地区境外债发行政策的变化对到期偿付及再融资的影响。

工商企业类发行人不同区域未来一年债券到期情况分布

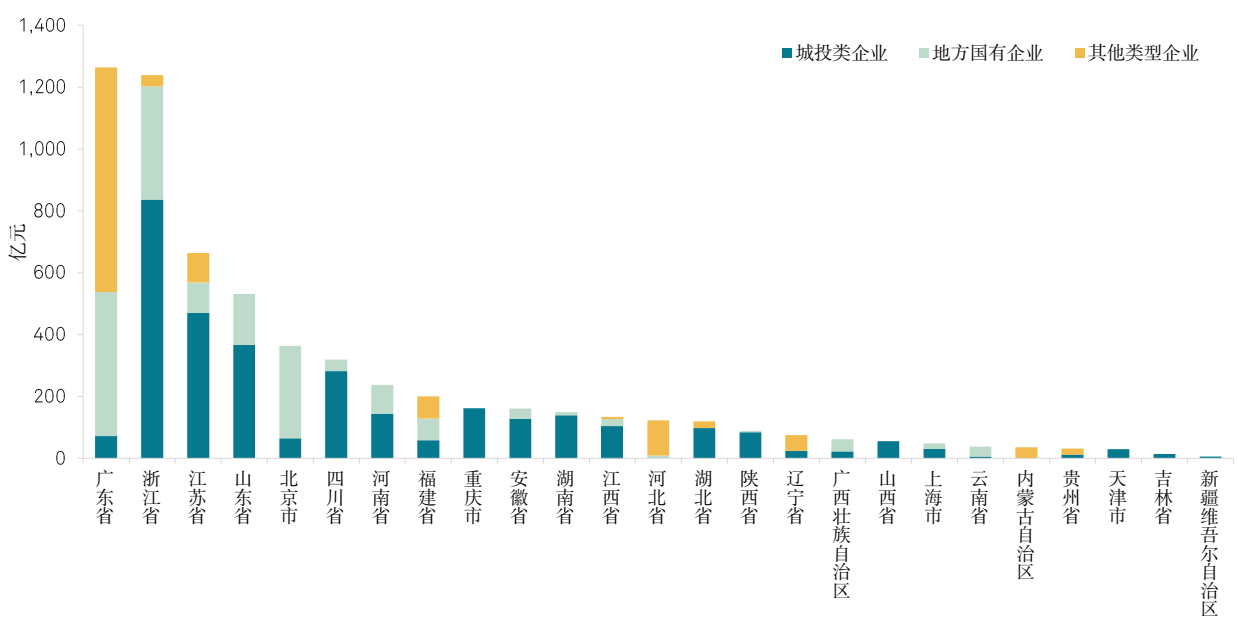


注：行业划分依据标普信评分类标准，部分公开信息不全的企业分类来源于iFinD，剔除中央国有企业和境外企业。债券统计范围以截至2025年8月6日为基准，含企业债、公司债、中期票据、短期融资券、项目收益票据、定向工具、可转债、可交换债的工商企业类发行人，剔除截至统计日已经有公开债券违约的主体发行的未到期债券。对于存在选择权的债项，按照选择权之前的期限统计。

资料来源：iFinD，标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

工商企业类发行人不同区域未来一年中资境外债到期情况分布



注：发行人行业划分依据标普信评分类标准，部分公开信息不全的企业分类来源于iFinD，剔除中央国有企业和境外企业。债券统计范围以截至2025年8月6日为基准，剔除截至统计日已经有公开债券违约的主体发行的未到期债券。外币计价境外债按照2025年8月6日汇率换算为人民币。

资料来源：iFinD，标普信评整理。

版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有

行业信用趋势概览

工商企业			
行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
城投	→	→	我们认为，化债的持续推进和专项债券用途扩容有助于缓解城投企业流动性压力，城投企业短期内出现债券信用风险事件的概率较低，但其基本面难以显著改善，长期看，城投转型为大势所趋，预计未来城投整合注销事件将会增加。
房地产开发	↘	↗	我们维持 2025 年全国商品房销售额将下降 5%-10%的预期。受宏观经济波动和居民收入、就业预期偏弱影响，下半年楼市仍面临下行压力。结构上，高线城市将对全国销售构成支撑，二手房交易继续分流新房需求，高品质住宅供不应求与滞销库存并存，分化持续。稳住楼市仍有赖于政策加力，城中村改造货币化安置及回储政策或将是关键抓手。现阶段房企发生集中违约的风险趋于收敛，但在销售业绩和土储质量方面的分化愈发明显，“有效”土储不足制约了一部分房企销售修复的步调。
交通基础设施	→	→	2025 年下半年，国际形势不确定性的挑战仍存，叠加国内需求偏弱，预计我国交通运输量将延续上半年低速增长态势。一系列经济刺激措施，包括超长期特别国债的持续发行，将为交通基础设施投资提供充分的金融支持和稳健的资金，预计行业仍将保持较大规模的资本开支；地方政府对交通基础设施企业仍将维持较高的支持力度，行业内企业整体盈利能力和信用质量将维持稳定。
钢铁	↗	→	我们预计，2025 年下半年钢铁行业需求仍较为疲软，行业“反内卷”和成本回落或有助于利润修复，但由于债务规模的积累，行业财务杠杆仍将维持高位。部分钢铁企业盈利能力不佳，债务负担较重，财务承压明显。
化工	→	→	我们预计，2025 年下半年化工行业成本端不确定性加大，供需格局仍不乐观，下游需求或持续承压，行业景气度仍将处于低位。
煤炭	↘	↗	我们预计，2025 年下半年季节性需求改善和供给增速回落或在一定程度上支撑煤价，但价格中枢较上半年或仍有下行，煤炭企业利润和现金流收缩，行业财务杠杆进一步攀升，部分高负债煤企的杠杆或明显抬升，增加企业的财务压力。
火电	↗	↘	我们预计，2025 年下半年，火电装机容量将保持小幅度增长，季度性需求改善将对火电发电量形成支撑，但火电在我国发电量中的占比将继续下降。受益于年内煤价中枢的下行，火电企业 2025 年盈利能力将有所提升，杠杆水平进一步下降。
清洁能源发电	↘	↗	我们预计，2025 年下半年，电力企业将继续保持在清洁能源发电领域的大额资本开支。同时，随着电力市场化改革的深入，风光上网电价将继续下行，导致业内企业的盈利能力有所下降。受大额资本开支及上网电价下降的影响，清洁能源发电企业的杠杆水平将在 2025 年进一步上升，但业内企业以央企及地方国企为主，信用质量整体仍能保持平稳。
建筑工程施工	→	↗	我们预计，2025 年下半年建筑工程施工行业将基本延续上半年的收缩趋势，行业内企业整体仍将面临工程资金回笼压力，整体利润率仍将在低位保持稳定，建筑业企业间信用质量将延续分化趋势。
风电设备	↗	↘	我们预计，2025 年下半年中国风电设备行业的需求面仍较好，一方面是海内外需求仍有增长，中国企业出海前景保持良好。另一方面是国内风电经济性提升、退役更新需求增加等因素将持续助推行业需求保持增长。我们预计，2025 年下半年中国风电设备行业投标价格仍将有所回稳，企业盈利能力将保持温和反弹，但高企的融资需求及其形成的债务仍将使得行业中大部分企业杠杆处在相对高的水平。

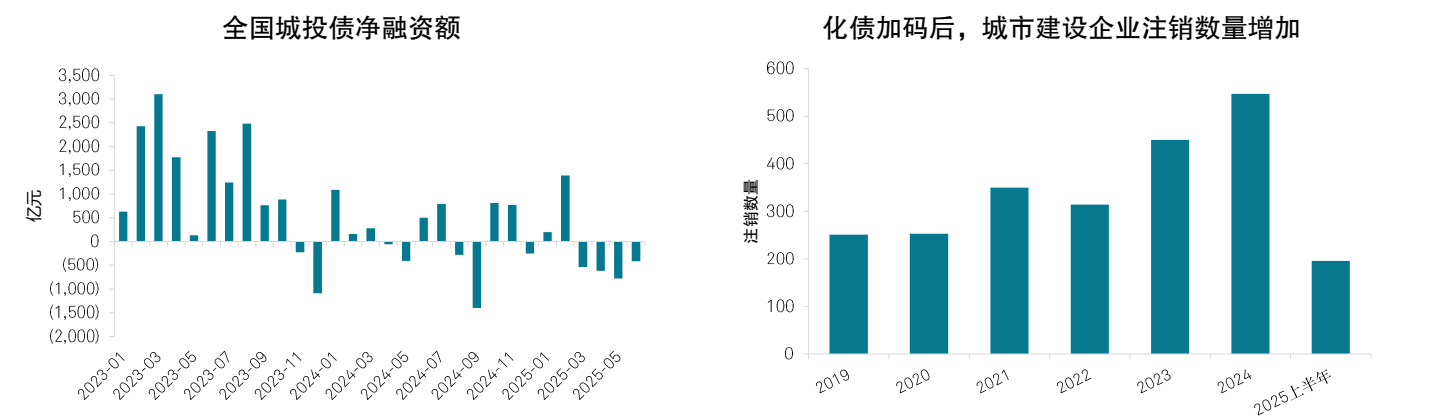
整车制造			我们预计，2025 年下半年中国国内乘用车市场增速将较上半年略有回落，全年实现高个位数增长，新能源渗透率进一步提高。2025 年乘用车出口增速将继续同比回落。国内市场激烈竞争导致的整个行业利润率承压短期内难以缓解。难以形成或保持竞争优势和规模效应的品牌将加速出清，这将有助于行业回归良性竞争，实现健康发展。
光伏制造			我们预计，2025 年下半年，光伏制造行业内企业的信用质量将持续偏弱。从需求端来看，2025 年下半年国内光伏新增装机容量将有所回落，全年预计能够保持增长，国外市场整体需求也较为稳固。从供给端来看，国家层面不断释放“反内卷”信号，淘汰落后产能、治理低价无需竞争决心较强，我们预计 2025 年下半年起，光伏产业链产能将加速出清，企业盈利能力或将改善。在此背景下，光伏制造企业的经营和财务状况均具有较大的波动性和不确定性。
日常消费品			我们预计，2025 年下半年，虽然消费者信心难以出现显著改善，但受益于刚需属性，日常消费品的需求韧性较强，相关行业的零售额将保持增长，这将帮助企业维持稳定的盈利能力和信用质量。然而，紧缩的消费预算和不断增长的储蓄将使得消费者更加追求性价比和差异化产品，中端产品的销量可能承压。拥有高附加值、差异化产品的企业更能保持良好的竞争地位和盈利水平。
耐用消费品			我们预计，2025 年下半年“以旧换新”政策将继续对耐用消费品需求构成关键支撑，但刺激效果可能逐渐递减。中美关税摩擦短期内将对中国家电出口构成压力，但短期内美国难以彻底摆脱对中国家电生产的依赖，深化全球化布局将有助于中国家电企业分散风险。头部家电企业凭借其优秀的品牌和产品竞争力、较强的议价能力、规模效应及成本优势，市场地位将更加稳固，企业间的分化将加剧。
商业物业持有及运营			我们预计，2025 年下半年商业物业持有运营行业将继续承受一定的租金下行压力，租赁市场竞争持续激烈。商业物业市场的租赁需求在短期内仍然承压，随着供应的放量，全国平均空置率将继续上升。大部分商业物业持有运营企业或继续通过“以价换租”来维持收入规模的稳定，行业内企业的利润率将小幅承压，杠杆率将有所上升，但多数企业的财务策略相对保守，预计行业整体财务风险可控，信用质量将保持稳定。

金融机构			
行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
商业银行	↘	→	我们预计 2025 年银行业净息差下降约 5-10 个基点，由于信用成本依然承压，资本市场波动性加大，行业总体盈利性可能较 2024 年会有小幅下降。银行业资本仍然充足，存款业务很稳定，融资与流动性情况良好。对于高风险银行，由于政府支持以及银行自身稳定的融资，未来 12 个月违约风险不高。
证券公司	↗	→	我们预计国内资本市场行情在 2025 年会出现一定的波动，证券公司部分业务有望回暖，整体营收较上年有所上升。我们预计 2025 年行业净资产收益率在 5% 以上。证券公司杠杆低，信用风险敞口可控，虽然盈利性承压，但未来 12 个月信用质量仍然能保持稳定，违约风险不高。
结构融资			
行业	基础资产信用质量 (正面、稳定、负面)	存量证券信用表现 (正面、稳定、负面)	信用要点
RMBS	→	→	新增项目持续暂停，存续项目表现稳定，信用增信持续增加，优先级证券信用质量稳定。
车贷 ABS	→	→	首付比例、贷款期限等方面的产品创新与差异化设置对产品的影响有待时间检验；行业竞争加剧带来的客群下沉考验发起机构的风控能力；低利率环境对车贷 ABS 发行的挤占缩减了市场规模；车贷 ABS 证券的信用表现保持稳定。
消费贷 ABS	→	→	我们预计，2025 年下半年消费贷 ABS 产品的发行规模将继续保持良好势头，未来或将有更多金融机构加入发行队列；存续消费贷 ABS 产品优先级证券的整体信用表现将继续保持稳定，但不同类型发起机构和产品的资产信用表现或将进一步分化。
不良资产证券化	→	→	我们预计，2025 年下半年不良资产证券化产品将延续发行热度，全年发行量有望创新高。得益于优先级证券较短的存续周期和充足的信用增级，存续不良证券化产品优先级证券的信用质量将继续保持稳定，但不同机构、不同产品的回收率分化趋势或将更为显著。

城投

工商企业

短期偿债风险可控，转型是大势所趋



注：右图统计口径为名称中含有“城市建设”的注销企业。
资料来源：iFinD、企业预警通、标普信评。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，化债的持续推进和专项债券用途扩容有助于缓解城投企业流动性压力，城投企业短期内出现债券信用风险事件的概率较低，但其基本面难以显著改善，长期看，转型为大势所趋，预计未来城投整合注销事件将会增加。

我们认为，受益于大规模债务置换及专项债用途扩容，城投企业的流动性压力将有所缓解，2025 年下半年出现重大信用风险事件的可能性较低。2024 年 11 月，中央政府推出了“十万亿”隐性债务置换政策。同年 12 月，国务院办公厅出台《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，扩大专项债券用作项目资本金范围。2025 年 3 月，自然资源部、财政部联合发布《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》，明确了专项债用于土地回储的具体要求。上述政策的实施，有助于降低城投企业债务负担，缓解资金压力，盘活存量资产，城投企业利差自 2024 年 11 月以来持续下行。

我们认为，2025 年下半年，城投融资政策将延续偏紧态势，城投新增融资难度仍然较大。2025 年 3 月，上海证券交易所和深圳证券交易所同时发布《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第 2 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》，此次修订体现出城投融资监管趋严态势，也将倒逼城投市场化转型。随着隐债置换资金到位以及发债监管趋严，2025 年 3 月至 6 月，城投债券融资持续呈现净流出状态。我们认为，城投债务“控增化存”的政策大方向不会改变，城投融资政策仍将延续偏紧态势，对新增融资的限制不会放松，预计 2025 年下半年城投债融资仍将呈净流出状态，新增基建类项目资金将主要来自于专项债和特别国债等显性债务。

我们预计，2025 年下半年地方政府财政压力持续，城投企业基本面难以出现显著改善。2025 年 1-5 月，地方一般公共预算收入同比增长 1.9%，地方一般公共预算支出同比增长 3.4%，地方政府性基金预算收入同比下降 8.3%，地方政府性基金预算支出同比增长 14.9%，地方政府财政平衡压力并未显著缓解。我们认为，持续的财政压力将掣肘地方政府对城投企业的回款，城投基本面难以显著改善。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
北京
Yixin.cao@spgchinaratings.cn

考虑到当前我国城镇化进度放缓，城投类企业同质化程度高，我们认为，未来地方政府通过整合注销精简城投数量的可能性较高。我们观察到，化债加码以后，城市建设类企业注销数量¹增加，2024 年注销数量同比增长 22%。我们认为，未来此类整合注销事件将会增加。

关注

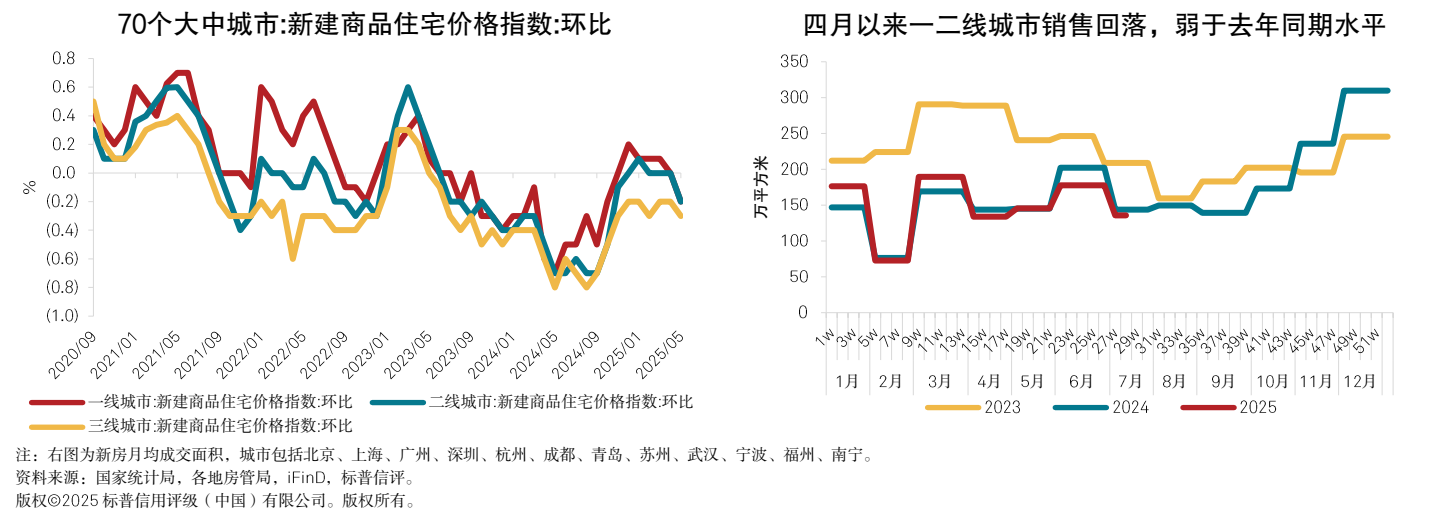
- 地方财力承压叠加自身造血能力较弱，城投经营性债务的化解压力仍大。
- 关注中央对地方和城投债务化解的新增政策。

¹统计口径为名称中含有“城市建设”的注销企业。

房地产开发

工商企业

政策效果减退，不同能级城市需求、房企销售及土储质量分化加剧



展望

我们仍维持 2025 年全国商品房销售额将下降 5%-10%的预期。由于宏观经济及外部环境波动性上升，居民对收入及就业预期仍然偏弱，2025 年下半年商品房销售仍面临下行压力。结构上，高线城市将对全国销售构成支撑，二手房交易继续分流新房需求，高品质住宅供不应求而滞销库存去化压力不减。2024 年四季度以来的政策刺激效果已趋弱，稳住楼市仍有赖于政策的持续发力，城中村改造货币化安置及回储政策或将是政策发力的重点。现阶段房地产行业整体的再融资环境趋于稳定，在“防风险”的政策导向下，房企发生集中违约的风险趋于收敛。然而，房企在销售业绩和土储质量方面的分化愈发明显，“有效”土储不足制约了一部分房企销售修复的步调。值得注意的是，对于销售表现掉队的房企，其再融资能力仍有赖于外部股东支持以及可抵质押资产的充足程度。

我们预计，2025 年下半年楼市将延续结构性“回稳”特征，主要体现在三方面：一是高能级城市销售相对有韧性；二是二手房交易强于新房，二手房继续分流新房需求；三是高品质住宅的供不应求与滞销库存去化困难形成鲜明对比。过往来看，在产业、人口、购买力的支撑下，高能级城市的购房需求对于政策刺激的响应更明显。在城中村改造货币化安置、高品质改善型住宅集中入市等因素催化下，下半年高能级城市的新房需求有望保持一定韧性。然而，宏观经济波动及外部环境压力或将对就业和收入预期构成负面影响，进而加剧购房观望情绪。二手房仍处于“以价换量”的下跌态势，二手房性所展现出的高性价比也有可能持续对高能级城市的新房需求构成挤压。数据显示，3 月小阳春过后，高线城市的新房销售同比已较去年同期回落；1-6 月我们所跟踪的 21 个样本城市，二手房成交面积占比约 61%，较去年同期提升 4 个百分点。此外，上半年入市的高端住宅销售表现总体强劲，我们认为这一现象反映出行业新的需求形势和购买力显著分层的特征，这种点状高热的结构性行情较难带动更大范围的市场情绪。区位不佳、产品定位与当下需求脱节的存量房去化仍将面临较大压力。另一方面，低线城市楼市供需失衡仍是房地产市场全面企稳的重要掣肘。三线及以下城市存在人口外流、出生率下降、库存高企和供过于求的问题，当前政策的刺激很难真正扭转其供需失衡态势。虽然货币化安置政策将拓展到全国 300 个城市，但能满足“地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目”条件的项目更多集中在高能级城市，存量商品房收储的标准仍然较为苛刻，收购落地进展也相对缓慢。

我们认为，2024 年四季度以来的政策刺激效果已趋弱，稳住楼市仍有赖于政策的持续发力，下半年重点关注城中村改造货币化安置及存量房收储的落地力度。城中村改造方面，2025 年城中村改造进度显著加快，2025 年 1-5 月新增专项债发行规模达 1.6 万亿元，同比增长 41%，其中投向棚户区改

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪

北京

Ying xue.ren@spgchinaratings.cn

造和城镇老旧小区改造的资金规模达 1,426 亿元，同比增长 31%；同时，国家发展改革委下达的 800 亿元中央预算内投资城市更新专项资金，预计将惠及约 550 万户居民、1700 万人口。需要指出的是，城中村改造对商品房市场的提振效果不同，采用现金补贴或房票购买存量商品房等货币化安置方式能直接促进商品房销售和库存去化，而老旧小区修缮、原拆原建或建设安置房等实物安置模式则效果有限。本轮改造中，房票安置成为货币化安置的主要特征，但各地实施进度差异明显：广州、郑州等地落地较早，实施范围较大，而北京、上海和深圳试点启动较晚或主要集中在非核心区域，杭州、南京、西安等热点二线城市则于今年上半年陆续开展试点，实施效果有待进一步观察。收储存量房方面，5 月浙江、四川两地率先发行近 20 亿元专项债收购存量商品房，标志着政策进入实质性操作阶段。长期且低息的专项债为存量房回购模式在二、三线城市的推广提供了实现收益平衡的保障。在收储对象方面，浙江省专项债收储项目已涵盖非国有房企开发的楼盘，体现了政策的包容性。如果专项债收储存量房能够打开因城施策的操作空间，在收储条件和范围方面有所突破，将有效助力库存去化和房企债务化解，后续关注政策落地规模以及覆盖广度。

我们认为，房企在销售业绩和土储质量方面的分化愈发明显，“有效”土储不足制约了一部分房企销售修复的步调。我们预计，2025 年下半年行业销售额、盈利能力仍将面临一定的下行压力，房地产开发企业的杠杆水平或继续走高，尽管再融资环境有所改善，但流动性压力仍然存在。当下房企的土储质量是决定其销售走向的核心因素。相当一部分房企存在销售和库存的“错配”的问题，而“有效”土储不足成为制约房企销售企稳的关键掣肘。由于城市布局及产品定位的缺陷，上一轮行业周期中所沉积的大量库存已无法满足当下的市场需求，即使“以价换量”去化难度也很大。而新的市场环境中，高能级城市的高品质住宅依然供不应求，销售火爆。未来一段时间，房企的稳定经营取决于其是否能够把握核心城市的优质项目资源，以新项目的销售回款为去化存量库存争取更充足的缓冲时间，保持现金流的平稳运转。值得注意的是，“有效”土储不足的房企，其销售表现或将长期承压，其再融资能力仍有赖于外部股东支持以及可抵质押资产的充足程度。

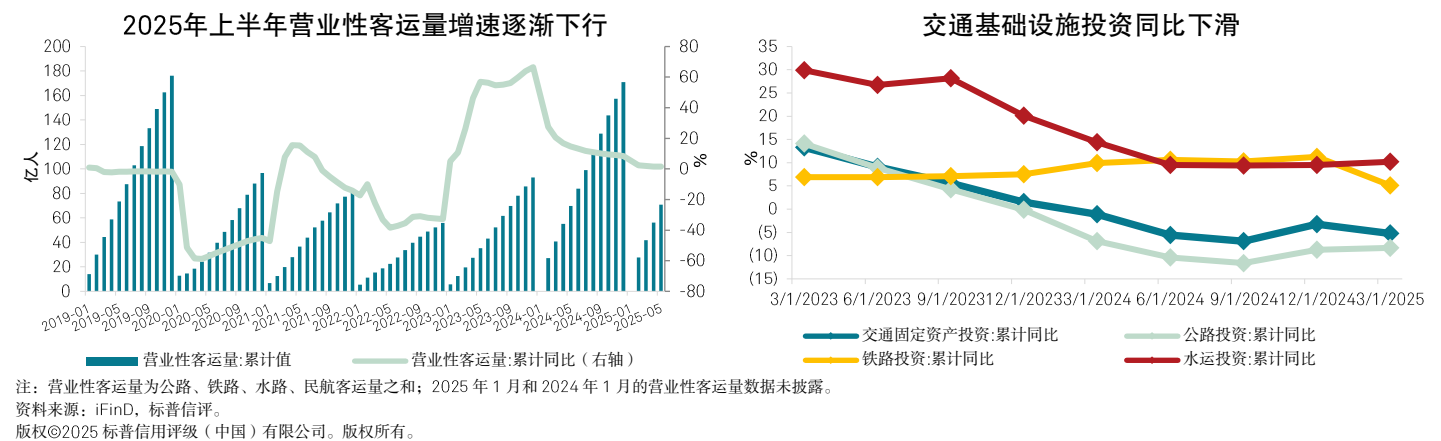
关注

- 房地产刺激政策的落地力度，重点关注城中村改造货币化安置、商品房收储、土地回储、白名单等政策的落地进展。
- 房企销售分化加剧，对于销售表现掉队的房企，其再融资能力仍有赖于外部股东支持以及可抵质押资产的充足程度。

交通基础设施

工商企业

运输量低速增长，地方政府外部支持仍较强



展望

我们预计，2025 年下半年我国交通运输量将延续低速增长态势，需求端受到国际形势不确定性以及国内需求整体偏弱的双重制约，客运增速或进一步放缓，货运增速预计维持低位。固定资产投资方面，我们预计 2025 年下半年铁路、水路投资或有望维持正增长，但交通运输行业整体投资可能延续负增长态势。考虑到交通基础设施投资仍是稳增长的重要抓手，政策导向未发生变化，2025 年拟发行 8,000 亿元超长期特别国债用于“两重”项目建设，各类政策工具将持续为行业提供充裕资金支持，因此预计行业资本开支仍将维持高位。得益于地方政府对交通基础设施企业持续较高的外部支持，行业内企业整体信用质量将维持稳定。

高速公路行业：受宏观经济及其他交通运输方式分流的影响，高速公路车流量增速趋缓，但区域交通一体化深度和汽车保有量提升等将支撑刚性需求，预计 2025 年下半年客货运车流量将小幅增长，高速公路企业收入保持平稳。政策方面，伴随存量路产收费权到期与养护压力上升，我们预计《收费公路管理条例》修订进程于下半年有望加速，通过延长收费周期、鼓励改扩建等方式保障高速公路企业现金流的稳定。此外，2025 年 1-5 月全国公路固定资产累计投资同比下降 9.2%，预计下半年仍将维持负增长态势，反映了高速路网建设逐渐完善，行业的资本开支和债务增速可控，叠加稳定的通行费现金流和地方政府外部支持，行业企业信用质量将维持稳定。

机场行业：国内航线复苏红利逐步释放，国际航线持续修复推动 2025 年 1-5 月机场旅客和货邮吞吐量同比小幅上涨，我们预计下半年客货运需求将维持稳中略增格局。2025 年民航将聚焦“十四五”规划重大工程和“两重”“两新”建设，预计全年民航固定资产投资将保持在千亿水平。机场航空业务受益于流量回升，但非航业务（如商业零售）受消费需求影响在机场间呈现分化，提高运营效率、成本控制能力是机场提升盈利水平的重要因素。

港口行业：我们认为，2025 年下半年全球贸易政策波动或将对港口运营商的业绩增长构成挑战，其杠杆水平维持高位，但股东的稳定支持有助于巩固信用状况。得益于出口抢运窗口期，2025 年 1-5 月全国港口货物吞吐量同比增长 3.8%，集装箱吞吐量同比增长 7.4%。但 2025 年下半年全球商品贸易仍面对复杂多变的关税政策，港口货物和集装箱吞吐量依赖于内需支撑，且不同吞吐量结构的港口运营商受影响程度各异，主要服务于本土市场的港口韧性较强。同时，运河建设、内河港口和智慧码头等新基建将推动港口行业的资本开支，导致港口企业债务规模和杠杆水平难以显著下降。

关注

- 美国关税政策对我国出口贸易和外贸运输需求的影响；
- 国际贸易环境不确定性的挑战。

分析师

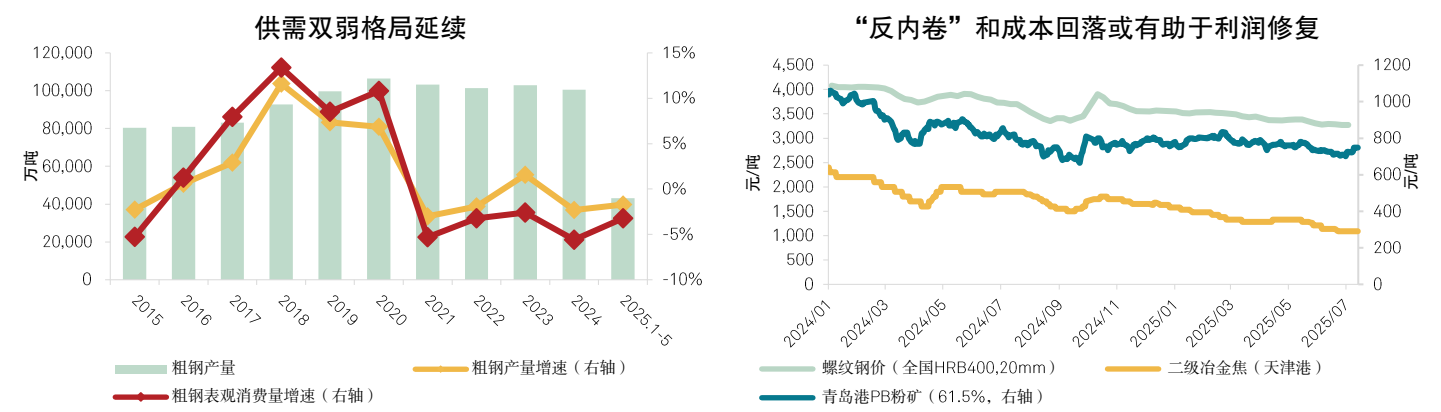
张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

黄臻
北京
Zhen.huang@spgchinaratings.cn

钢铁

工商企业

利润或有所修复，财务杠杆仍高位承压



资料来源：Choice, iFinD, 中国钢铁工业协会, 标普信评。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年下半年钢铁行业需求仍较为疲软，行业“反内卷”和成本回落或有助于利润修复，但由于债务规模的积累，行业财务杠杆仍将维持高位。部分钢铁企业盈利能力不佳，债务负担较重，财务承压明显。

我们预计，2025 年下半年钢铁内需受地产拖累仍然较为疲软，叠加全球经贸摩擦，钢铁总体需求仍在寻求平衡过程中。2025 年 1-5 月，国内钢铁表观需求量延续下滑趋势，行业主要下游表现中，房地产仍然构成主要拖累因素，房地产建筑工程投资和新开工面积保持较大跌幅，分别为-12.6%和-22.8%。我们认为，政策持续加码推动楼市“止跌回稳”对稳定钢材需求具有积极意义，但政策从销售端传导至建设端的链条和周期较长，短期或仍难抑制钢铁内需下滑趋势。另一方面，基建固定资产投资、制造业固定资产投资、汽车、挖掘机产量等实现良好增长，同比增速分别为 10.4%、8.5%、11.1%和 13.9%。在财政政策前置发力的有力支撑下，今年基建投资有望保持较快增长态势，同时制造业需求也将延续稳健表现。由于内需疲软，出口外需增长近年来构成钢铁整体需求的另一重要支撑因素，1-5 月我国钢材出口累计同比增加 8.5%。我们认为，全球经贸摩擦对钢材外需会施加一定的不利影响，美国对中国钢铝产品增加关税对我国钢材出口的直接影响或相对有限，但关税政策间接抑制转口贸易和其他用钢类产品的出口，进而增加了关税对整体钢材需求影响的广泛性。

我们预计，钢铁“反内卷”和成本回落或有利于行业利润修复，但行业财务杠杆仍将维持高位。在当前需求不足、产能过剩、行业利润仍较为低迷的背景下，我们认为钢铁行业或成为“反内卷”的重点领域之一。中央财经委员会 7 月 1 日召开第六次会议，强调要依法依规治理企业低价无序竞争、引导企业提升产品品质、推动落后产能有序退出。同时，今年年初工信部发布《钢铁行业规范条件》，强化分级管理，推动行业向高端化、智能化转型。2025 年 1-5 月，全国粗钢产量同比下降 1.7%。我们认为，钢铁行业的“反内卷”政策核心是控产量、提质量和促整合，未来政策或将围绕产能管控和优化、环保等维度展开。我们预计，在行政和自发等产量调节因素的作用之下，2025 年下半年粗钢产量仍将延续上半年小幅下降的态势。我们预计，钢铁企业下半年成本端的压力仍然相对缓和。2025 年以来，铁矿和双焦价格均回落，尤其是双焦价格下降幅度较大，使得钢铁行业利润较去年实现了扭亏。然而，我们认为在供需双弱的局面下，成本因素导致的利润修复仍较为被动，行业利润全面复苏仍然面临挑战。由于近年钢铁行业利润和现金流收缩严重，行业债务规模呈现上升趋势，我们预计 2025 年下半年即便在利润小幅修复的情况下，行业财务杠杆也仍将维持高位。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
Di.jiao@spgchinaratings.cn

我们认为，未来钢铁企业竞争的着眼点将更多地向技术创新、产品性能等方面转移，能够不断提升产品力的钢铁企业将在行业发展中展现更强的韧性。在本轮下行周期中，缺乏成本和产品优势、设备规模小、环保不达标的中小型钢铁企业将面临被加速淘汰的风险，行业产能进一步出清。更具规模和资金优势的头部企业会开展更多兼并重组动作，行业集中度仍会继续上升，这将有利于提高头部企业的竞争力以及行业整体的议价能力。

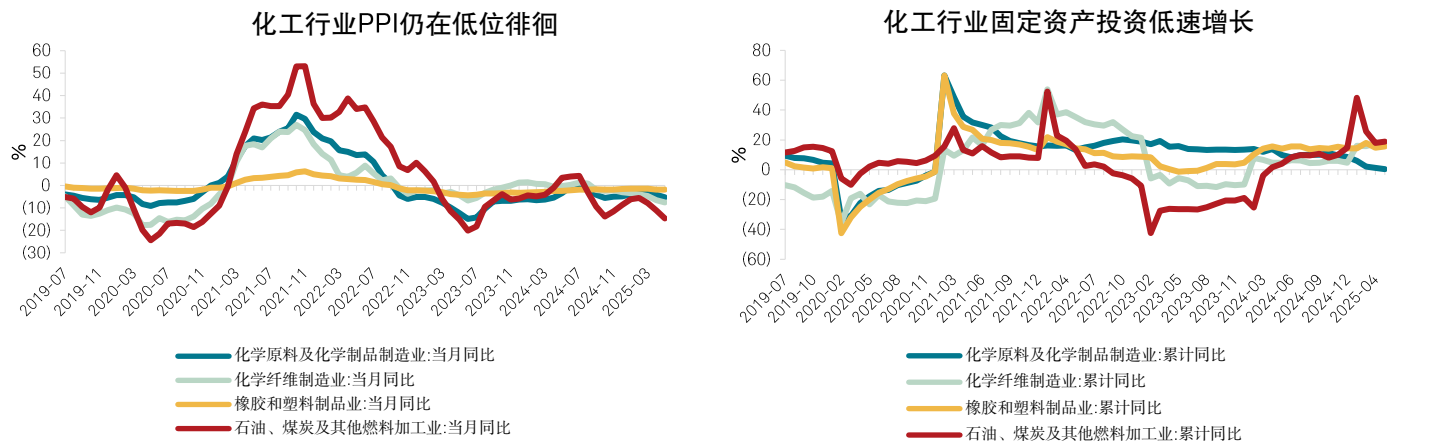
关注

- 若需求超预期下滑，钢价深度下跌，企业利润和现金流将进一步承压。
- 收并购支出大幅增加可能抬升企业杠杆水平，增大财务风险。
- 地缘政治风险加剧对全球大宗商品价格波动的影响。

化工

工商企业

下游需求乏力，上游成本波动增加



资料来源：iFinD、国家统计局。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年下半年下游需求或持续承压，供需格局仍不乐观，而且化工行业成本端油气价格波动性或加剧，行业景气度仍将处于低位。

在成本端，我们预计地缘政治冲突及美国政府能源政策调整将加剧原油、天然气价格的波动性，2025 年下半年价格中枢有望维持在较高水平，能够为化工品价格提供一定支撑。但是终端需求疲弱下，原料涨价难以完全向下游转嫁，石油化工企业盈利可能受到上下游双重挤压，而煤化工将受益于相对较低的煤炭成本和较高的产品价格。未来需要密切关注中东局势及俄乌冲突等地缘政治事件的走向、美国能源政策的重大调整，及其对全球油气市场的影响，我们认为能源价格从高位回落一定程度上有利于化工企业的利润修复。

在需求端，我们预计 2025 年下半年化工行业的下游需求将持续偏弱态势，这是行业景气度低位运行的核心原因。国内房地产、传统纺织、低端制造等下游市场的增长预期仍不乐观，同时美国政府的关税政策也存在较大不确定性，全球贸易摩擦风险上升，或将对我国的海外出口造成负面影响，上述因素在中短期仍将制约行业有效需求。

在供给端，我们预计中长期内行业的产能出清和转型并行。2025 年石化及下游聚烯烃，两碱、化纤等传统领域的细分行业龙头仍将有一定规模的新增产能投放，这虽然有利于提升它们的市场份额，但将令供需格局进一步承压；同时，在行业低迷时仍进行大规模资本开支的企业将面临较大的财务杠杆压力。此外，我们关注到化工企业正逐步加大在新能源、新材料等精细化工赛道的投资，从中长期来看，随着“双碳”政策的持续约束、人工智能行业的发展，绿色化、高端化的化工新材料将成为主流发展方向。

关注

- 下游需求的总体变动，包括内需的修复情况、美国加征关税对海外需求的影响。
- 地缘政治风险对全球油气价格、化工企业利润空间的影响。

分析师

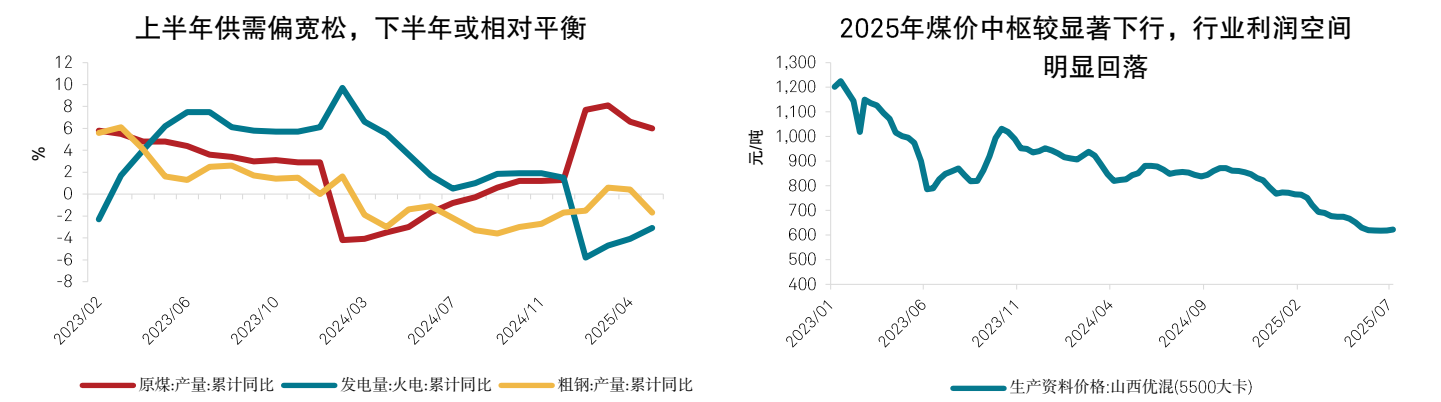
张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
Di.jiao@spgchinaratings.cn

煤炭

工商企业

高负债煤企杠杆面临明显抬升



资料来源：iFinD，标普信评。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年下半年季节性需求改善和供给增速回落或在一定程度上支撑煤价，但价格中枢较上半年或仍有下行，煤炭企业利润和现金流收缩，行业财务杠杆进一步攀升，部分高负债煤企的杠杆或明显抬升，增加企业的财务压力。

我们预计，2025 年下半年迎峰度夏和采暖季等因素或将支撑煤炭需求，供给增速较上半年回落，行业供需格局相对平衡。需求方面，2025 年 1-5 月，受全社会用电量增长较为温和以及新能源发电量快速增长的影响，火电发电量累计同比下降 3.1%；粗钢产量同比下降 1.7%。我们预计 2025 年全社会用电量将保持健康增长，其中下半年火电需求有望在高温天气和采暖季等因素推动下获得一定支撑，从而提振动力煤需求，而焦煤需求仍将受到钢铁行业需求疲软的制约。供给方面，2025 年上半年煤炭供给偏宽松，1-5 月全国原煤产量累计同比增长 6.0%，山西、陕西、内蒙古、新疆四大煤炭产区产量同比增速分别为 13.6%、3.1%、0.9%和 9.8%，其中山西增速较快主要系上年“三超”治理导致的低基数效应。我们认为，在山西产能逐步恢复的基础上，其他主产区的生产仍将保持惯性增长，特别是新疆煤炭在成本优势和政策支持下仍将维持较快增速，但受价格、利润和安监治超等因素影响行业供给增速将较上半年回落，2025 年国内煤炭产量将保持小幅增长。

我们预计，2025 年下半年煤价在需求季节性回升和供给增速回落的支撑下，进一步下降的空间或有限，但亦难以出现明显回升，整体市场煤价中枢仍将较上年下降较大幅度，煤炭企业盈利或明显收缩，行业财务杠杆进一步攀升。我们观察到，多数煤炭发债企业在本轮景气周期中扩张了债务规模，仅有少数保持稳定或进行了债务削减。虽然煤炭企业在近年也留存了一定量的在手资金，但债务规模的上升仍使得煤企财务杠杆在面临周期波动时变得更加敏感。我们认为，面对经营现金流的下滑，部分高负债煤企杠杆明显抬升的趋势将在 2025 年下半年延续，财务压力增强。若煤炭价格大幅回落，融资环境收紧，部分企业的信用质量可能将重新变得脆弱。

关注

- 若需求不足，煤价过快下跌，煤企财务杠杆将显著承压。
- 地缘政治摩擦对全球能源价格的扰动。
- 部分区域煤矿面临安全生产压力。

分析师

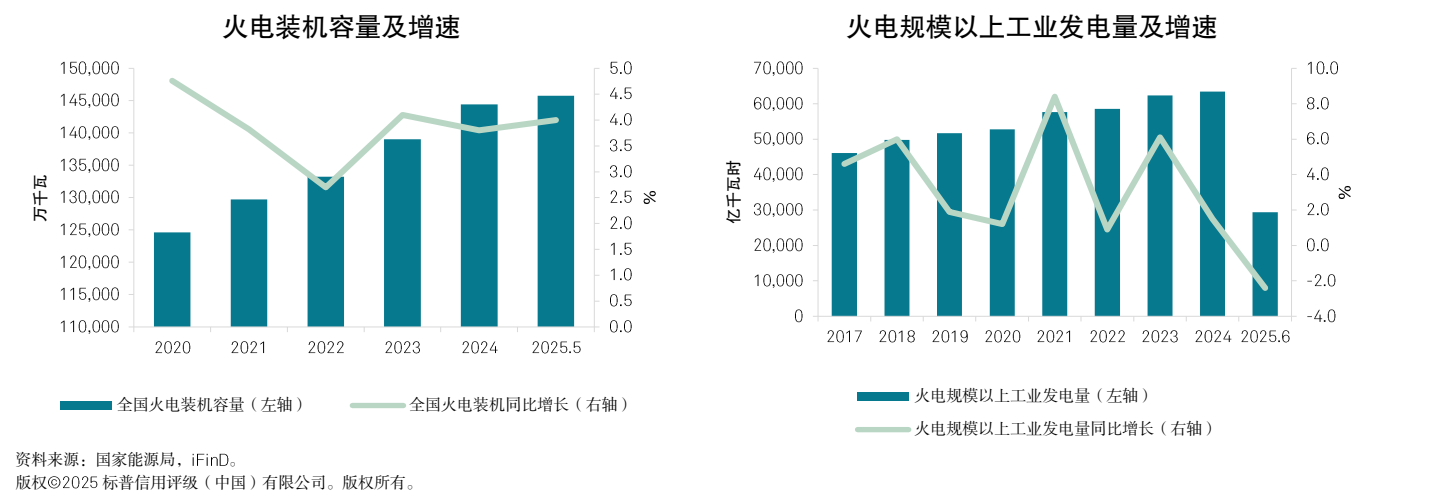
张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

焦迪
北京
Di.jiao@spgchinaratings.cn

火电

工商企业

盈利能力提升，财务杠杆下降，信用质量保持稳定



展望

我们预计，2025 年下半年，火电装机容量将保持小幅度增长，季度性需求改善将对火电发电量形成支撑，但火电在我国发电量中的占比将继续下降，受益于年内煤价中枢的下行，火电企业 2025 年盈利能力将有所提升，杠杆水平进一步下降。

我们预计，2025 年下半年，火电的装机容量仍将保持小幅增长，但其装机增速远远落后于风光发电，迎峰度夏及迎峰度冬将对火电出力形成支撑，但火电在我国发电量中的占比将进一步下降。需求方面，2024 年及 2025 年 1-5 月，我国全社会用电量分别同比增长 6.8%和 3.4%。我们预计，2025 年全社会用电量将保持温和增长，增速约 5%-6%，下半年受季节性需求支撑用电量增幅将较高于上半年。供给方面，2025 年 5 月末，全国发电装机容量同比增长 18.8%，其中火电增速为 4%；上半年，全国规模以上工业发电量同比增长 0.8%，受新能源装机增长挤压，火电规模以上工业发电量同比下降 2.4%。根据国务院印发的《2024-2025 年节能降碳行动方案》，到 2025 年底，全国非化石能源发电量占比将达到 39%左右，这意味着火电的发电量占比将降至 61%左右，2025 年上半年，火电在规模以上工业发电量中的占比为 65%，仍有下降空间。

我们预计，2025 年下半年，煤炭价格出现显著波动的可能性较低，受益于上半年煤炭价格的显著下行，年内煤价中枢将较上年维持较大降幅，助力火电盈利能力提升。

我们预计，2025 年下半年，火电企业仍有一定的资本开支需求，但资本开支出现激增的可能性较小；随着燃料价格下行，2025 年，行业内企业的盈利能力将较上年有所提升，杠杆水平将进一步下降。同时，行业内企业以央企和地方性国企为主，能够获得有力的外部支持，融资渠道较为畅通，信用质量保持稳定。

关注

- 清洁能源消纳对火电机组利用小时数的影响。
- 燃料价格变化对火电企业盈利情况的影响。

分析师

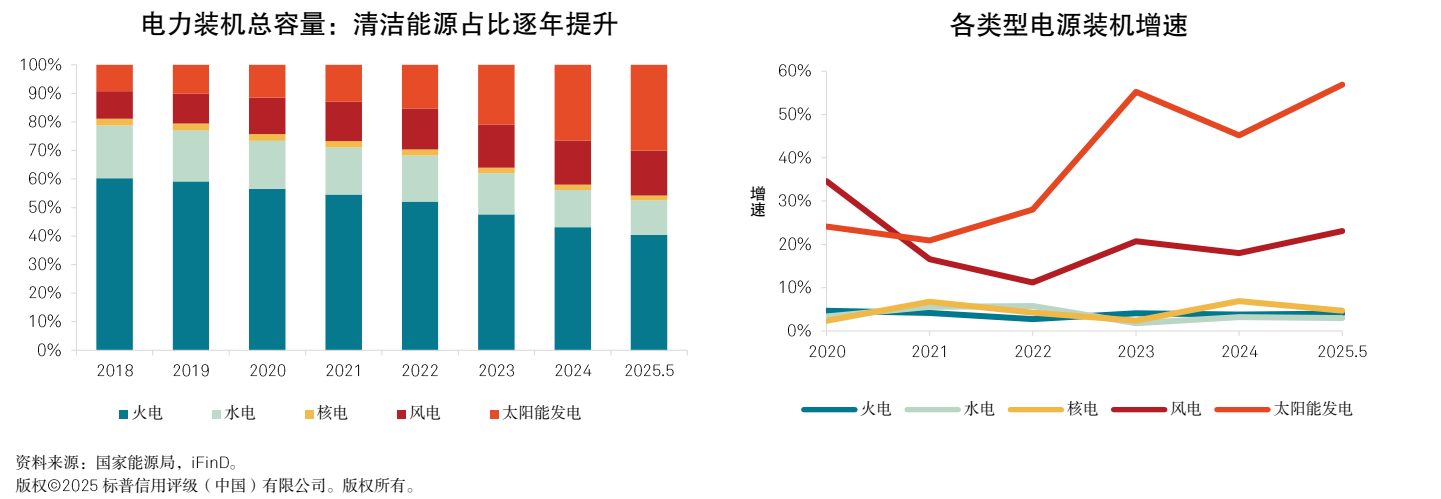
张任远
北京
Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
北京
Yixin.cao@spgchinaratings.cn

清洁能源发电

工商企业

政策推动资本开支旺盛，外部支持有力，信用质量保持平稳



展望

我们预计，2025 年下半年，电力企业将继续保持在清洁能源发电领域的大额资本开支。同时，随着电力市场化改革的深入，风光上网电价将继续下行，导致业内企业的盈利能力有所下降。受大额资本开支及上网电价下降的影响，清洁能源发电企业的杠杆水平将在 2025 年进一步上升，但业内企业以央企及地方国企为主，信用质量整体仍能保持平稳。

我们认为，在能源转型的大背景下，2025 年下半年，我国电力企业将继续保持在清洁能源电源建设方面的高额资本开支，风光发电的装机容量将继续保持高速增长。2020 年以来，清洁能源在我国电源工程建设投资完成额中的占比一直保持在 9 成左右，风光发电装机容量快速增长。2025 年 1-5 月，我国太阳能发电装机同比增长 56.9%，风电装机同比增长 23.1%。

我们预计，136 号文出台后，业内企业面临的竞争压力将会增加，风光上网电价将进一步下行。2025 年 2 月 9 日，国家发改委、国家能源局发布《关于深化新能源上网电价市场化改革，推进新能源高质量发展的通知》（发改价格〔2025〕136 号）。尽管 136 号文仍通过机制内电量给予风光发电企业一定保障，但存量项目的机制电价不得高于当地燃煤基准价，增量项目的机制电价引入竞价机制，价格市场化程度加深，同时，预计政府也将逐步压缩机制内电量比重，最终实现完全市场化交易，在市场竞争的推动下，风光上网电价将继续下行。

我们认为，受益于政策支持和电网配套完善，清洁能源的消纳情况将逐步改善。政策方面，2025 年起实施的《中华人民共和国能源法》明确提及，国家支持优先开发利用可再生能源，完善可再生能源电力消纳保障机制。同时，国家发改委在《电解铝行业节能降碳专项行动计划》中，对于电解铝这类高耗能产业首次设置了强制性绿电消费目标。2025 年，各省份可再生能源消纳责任权重整体较上年提升，预计 2026 年该趋势将会持续。我们还注意到，2024 年以来，电网投资加速，配套持续改善。2025 年 1-5 月，我国电网工程投资完成额同比增长 19.8%。

我们预计，在上网电价下降和高额资本开支的双重压力下，业内企业的杠杆水平将进一步上升。但受益于清洁能源发电较低的现金成本，这些企业的付息能力仍然较强。加之业内企业以央企和地方国企为主，能够获得有力的外部支持，因而我们认为，未来一年，行业整体信用质量将保持相对稳定。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨
北京
Yixin.cao@spgchinaratings.cn

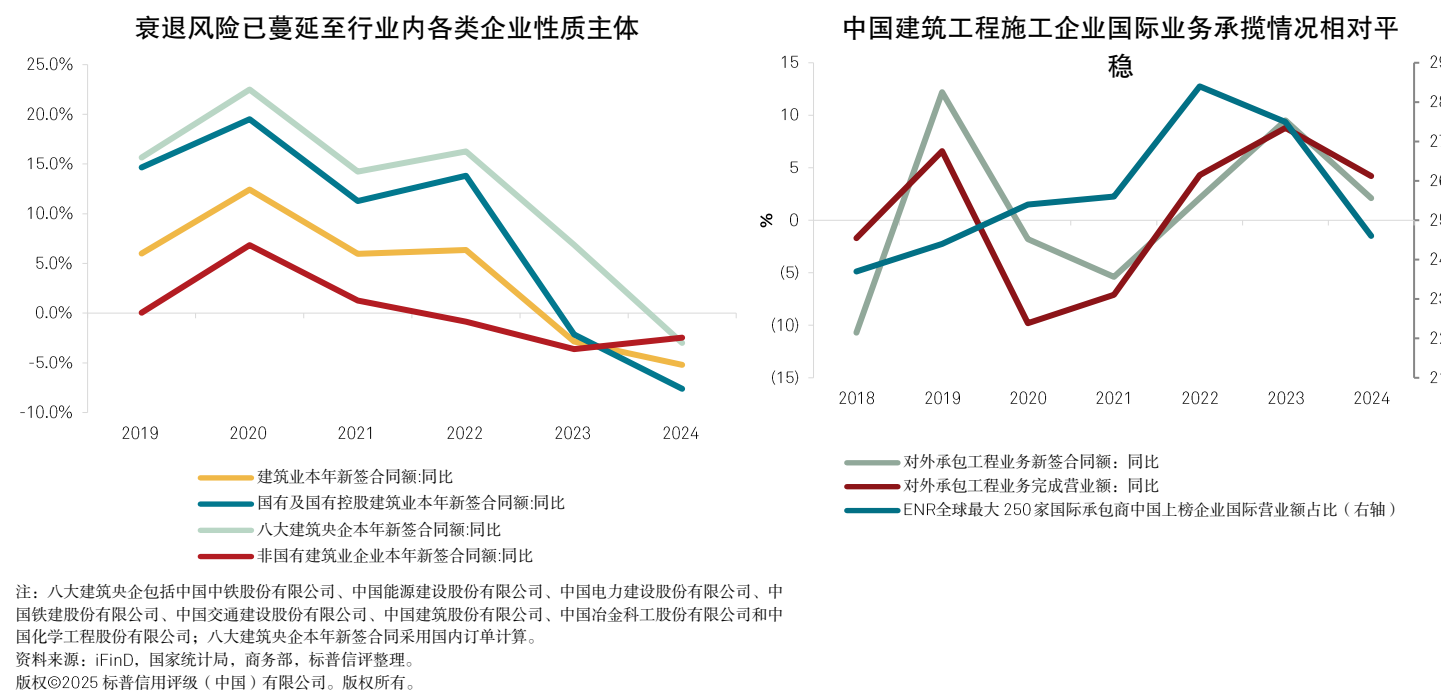
关注

- 高额资本开支推升企业财务杠杆。
- 新能源补贴的到位情况。
- 行业竞争加剧，关注风光发电上网电价的变化情况。

建筑工程施工

工商企业

境内衰退颓势难挽，境外开拓征途多艰，下游资金链好转未现曙光



展望

我们预计，2025 下半年建筑工程施工行业将基本延续上半年的收缩趋势，行业内企业整体仍将面临工程资金回笼压力，整体利润率仍将在低位保持稳定，建筑业企业间信用质量将延续分化趋势。

我们预计，2025 下半年建筑工程施工行业的国内新签订单将继续下滑，面临总量萎缩的风险。我们注意到，具备较强竞争实力的八大建筑央企新签合同合计已于 2024 年出现负增长，至此行业衰退风险已蔓延至行业内各类企业性质主体。2025 年上半年，尽管基础设施建设仍保持发力，但是全国建筑业新签合同额延续前期趋势，同比下降 6.5%，较第一季度降幅进一步扩大，单季同比下降。作为建筑业未来 1-3 年收入的领先指标，新签合同规模萎缩预示着未来行业整体收入将面临收缩。我们预计，面对国内下游需求的弱化，2025 下半年建筑工程施工企业业务规模将被迫进一步压缩，2024 年建筑业直接从事生产经营活动的平均人数同比下降 12%。

我们预计，2025 年下半年国际业务对建筑工程施工企业缓解业务萎缩压力作用有限。我们认为，中国建筑工程施工企业国际业务占比相对很低，近年来新签订单中国际订单占比持续保持在 5%左右。虽然 ENR 全球最大 250 家国际承包商中国上榜企业国际营业额合计及平均值保持增长且 2024 年上榜中国企业由 2019 年的 75 家增加至 81 家，但是国际营业额合计占比已于 2023 和 2024 连续两年下降，快速回退至 2019 年水平，整体反映出中国建筑工程施工企业在国际市场中竞争实力存在边际弱化。所以，较之不具备国际经营能力的建筑工程施工企业，虽然具备国际经营能力的建筑工程施工企业所面临的业务萎缩压力相对更小，但是受限于国际业务占比及国际竞争力无法快速提升，仍然难以凭借国际业务增长扭转整体业务萎缩趋势。

分析师

张任远
北京
Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王宇飞
北京
Fred.wang@spgchinaratings.cn

我们预计，2025 年下半年建筑工程施工行业将因下游资金紧张状况普遍延续，导致“两金”回收周期整体进一步延长。一方面，地方政府财政资金因经济下行和土地出让不佳而进一步承压。另一方面，房地产开发企业资金状况因签约销售情况不佳及由“期房销售”模式向“现房销售”模式过渡中无法避免的回款周期拉长而趋紧。受此影响，建筑工程施工行业整体需要进一步补充营运资金，进而推动融资规模和杠杆率持续上升，融资能力较弱的民营建筑工程施工企业所面临的资金链断裂风险进一步增加。

我们预计，2025 年下半年建筑工程施工行业的整体利润率仍将在低位保持稳定，但不同企业间的分化程度将加大。预计建筑工程施工行业的整体 EBITDA 利润率仍将维持在 4.5%左右，但是房建业务量萎缩将显著增加以此类业务为主的建筑业企业分摊经营成本的难度，亏损企业占比或有所增加。

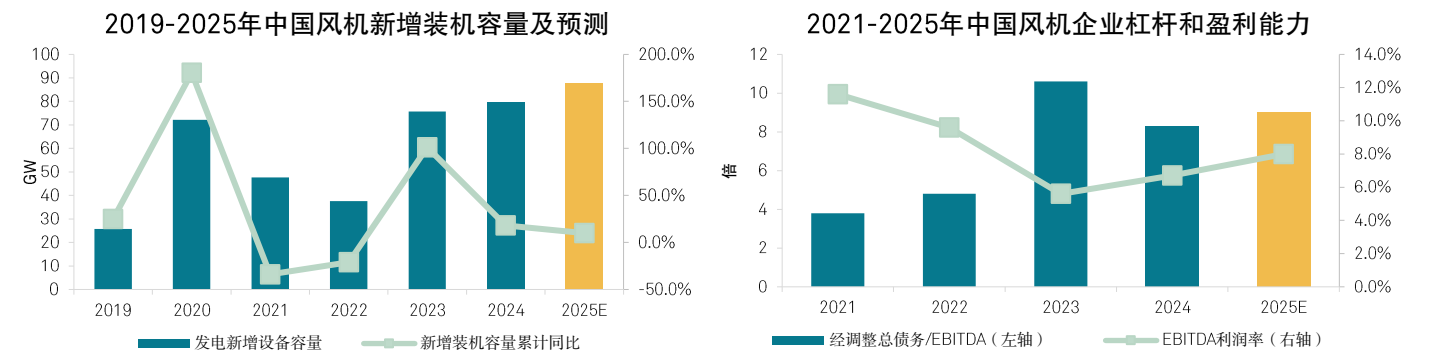
关注

- 行业整体下游需求萎缩，且海外项目增长乏力。
- 行业整体所面临的资金周转压力日趋增加。
- PPP项目运营和回款情况。建筑工程施工企业需提高运营管理能力，确保已投资项目完成项目绩效考核并取得项目回款，尤其是回款政府方信用资质较为下沉的项目。

风电设备

工商企业

价格竞争已近尾声，海内外强劲需求助推信用质量企稳



资料来源：国家能源局，iFinD，公开资料，标普信评整理。
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年下半年中国风电设备行业仍将面临较强的海内外需求。中国积极的政策预期、成本探底带来的风电经济性提升、退役更新需求增加等因素，都将持续助推行业需求增长。与此同时，全球主要经济体都制定了长期且有效的措施来推动可再生能源发展，并做出了相应承诺。在此背景下，考虑到高增长下全球风电供应链可能面临的短缺风险，我们认为中国企业将面对更为广阔、前景良好的出海机遇，这有助于行业企业获得持续发展机会。我们认为，中国风电设备行业的投标价格已经没有继续下探的空间，2025 年中国风电企业盈利能力将触底，并迎来温和反弹。不过，高企的融资需求及其形成的债务仍将使得行业中大部分企业杠杆处在相对高的水平。

我们认为，2025 年下半年中国风电设备行业的吊装规模仍将增长。受政策驱动、技术进步及市场需求增加等多重因素的综合激励，未来几年中国风电投资仍将处在快速增长通道。我们认为，中国将继续为风电投资企业提供融资、电力消纳等方面的政策支持。同时，随着度电成本下降，陆上风电企业成功向平价上网过渡，风电投资企业也将保持投资动力。此外，退役更新需求也是助推行业需求增长的重要原因。随着 21 世纪初运行的风力涡轮机达到使用寿命末期，第一波风电项目将在未来几年加速退役。甘肃、宁夏、福建、河北和浙江等省份正在接受项目升级改造或退役的申请，风电场改造需求仍将是 2025 年风电销售的重要驱动因素之一。

尽管国际贸易局势动荡给行业出口带来不确定性，但我们预计 2025 年下半年中国风电企业的出海前景依然向好，这有助于行业内企业获得持续发展动力。2025 年全球贸易摩擦加剧，特朗普政府的反风机政策及关税措施虽冲击全球新能源企业，但我们预计中国风电企业受影响有限。首先，中资企业在美国风机市场参与度低，美国关税提高对中国风机企业的直接冲击有限。其次全球主要经济体都制定了长期且有效的措施来推动可再生能源发展，并做出了相应承诺。COP28 等历史性公约的达成将使得风电行业在短期和长期保持乐观增长预期。此外，高增长下全球风电供应链或现短缺。据全球风能理事会，若投资滞后，2026 年起中国以外多数区域将面临风电供应链及海上配套设施短缺，这为中国企业出海创造机遇。未来两年欧美供应链短缺将凸显，美国及其盟友大规模规避中国供应商难度较大。

我们预计，2025 年下半年中国风电企业的盈利能力会有温和反弹，杠杆水平将有一定改善，但高企的债务规模和融资需求仍将使得行业中大部分企业的财务风险处在相对高的水平。价格战使得很多风电企业的风电制造板块遭受亏损，这在很大程度上限制了进一步展开价格竞争的空间。部分头部整机商指出，公司的中标量以及在手订单都较为充足，对于那些非理性且风险较高的报价，他们会持更加

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜
北京
Huang.wang@spgchinaratings.cn

谨慎的态度。本轮价格战与机组大型化的快速迭代相伴而生，然而在当前的技术环境下，机组继续实现革命性跃升的空间十分有限，难以支撑价格的持续下降。随着行业盈利空间挤压殆尽，企业开始自发形成联盟并签署自律公约，约束恶性低价竞争。2025 年 3 月，全市场风电整机商风电机组投标均价为 1,590 元/千瓦，较去年底有 5% 左右的增长。受此影响 2025 年一季度头部风机企业毛利率和 EBITDA 利润率水平均有一定改善。我们预计，2025 年下半年行业价格内卷困局将继续缓解，企业盈利能力将有所修复。但风电行业同质化竞争激烈，我们预计未来价格评分仍将在招标过程中占据重要比重。未来一年行业虽然价格将回温，但大部分企业仍将处在微利状态，这样微薄的盈利不足以完全覆盖大规模的资本开支需求，因此行业企业未来一年的融资需求仍将高企，企业杠杆仍将处在相对高的水平。

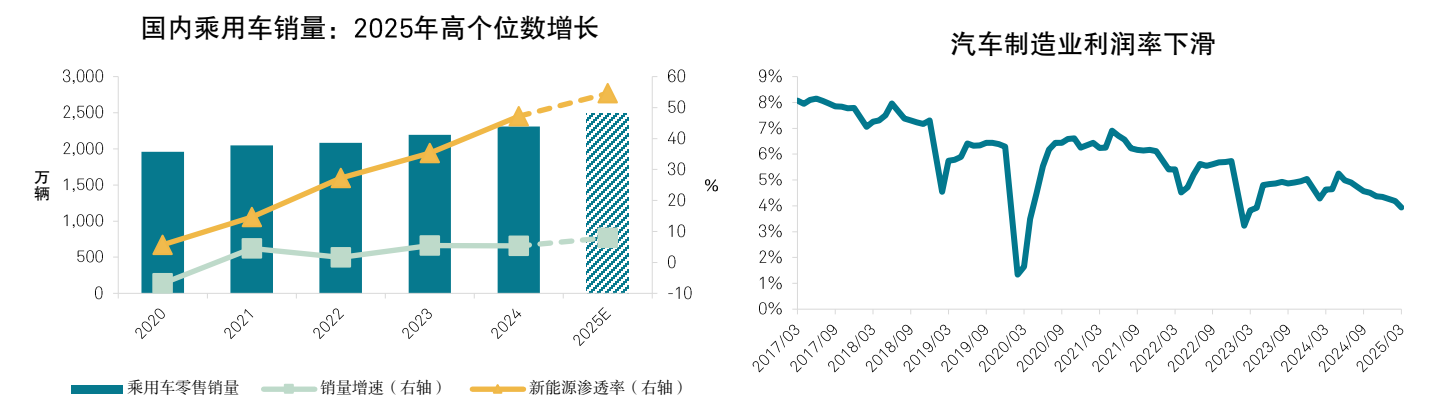
关注

- 过去几年风电机组的迭代速度极快，随着时间推移，这批风电的质量将会面临严峻的考验，赔付事件很可能会显著增多。
- 行业仍将处在微利状态，高企的资本开支仍将使得大部分企业面临相对高的财务风险。

整车制造

国内竞争延续，出口增速承压，行业加速出清

工商企业



注：历史数据为广义乘用车零售销量。E 代表预测值。汽车制造业利润率=汽车制造业规模以上工业企业利润总额/汽车制造业规模以上工业企业营业收入。
资料来源：国家统计局，中国汽车流通协会乘用车市场信息联席分会，标普信评。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2025 年下半年中国国内乘用车市场增速将较上半年略有回落，全年实现高个位数增长，新能源渗透率进一步提高。2025 年乘用车出口增速将继续同比回落。国内市场激烈竞争导致的整个行业利润率承压短期内难以缓解。难以形成或保持竞争优势和规模效应的品牌将加速出清，这将有助于行业回归良性竞争，实现健康发展。

我们预计，2025 年中国国内乘用车销量将实现高个位数增长，新能源渗透率进一步提高。今年以来，在“两新”政策以及促消费政策的推动下，叠加 2026 年新能源汽车购置税预计由全额免征变为减半征收带来的需求前置释放，国内乘用车销量增幅明显扩大。2025 年 1-6 月，国内乘用车零售额 1,105 万辆，同比增长 11.2%。我们预计，2025 年下半年，乘用车销量仍将保持增长，但受到高基数的影响，增速将略有回落。新能源汽车销量的增长仍将是带动整体乘用车销量增长的主要动力，渗透率将突破 50%。

我们预计，2025 年下半年中国乘用车出口增速将继续同比回落。燃油车出口方面，受到俄罗斯市场需求放缓、税费调整等影响，中国对俄汽车出口量大下滑，由于俄罗斯是中国 2024 年汽车出口第一大目的国，对俄出口的下滑将导致 2025 年燃油车出口有所下滑。2025 年 1-5 月，新能源汽车出口增速提升，其中纯电动汽车对中东、东南亚的出口增速实现增长，插电混汽车对欧盟及中东地区的出口增长迅猛，我们预计 2025 年新能源车出口增速的提升将弥补燃油车出口的下滑，成为出口增长的基石。

我们认为，国内市场激烈竞争导致的整个行业利润率承压短期内难以缓解。我们观察到，价格战的蔓延使得汽车行业利润率不断下滑，2025 年一季度中国汽车行业利润率为 3.9%，较 2024 年下滑 0.4 个百分点，低于制造业平均水平。在政府部门和相关机构均明确表示反对行业“内卷式”竞争的背景下，我们预计车价将不会再显著下滑。然而，车企均有维持或增加市场占有率的目标，它们可能会采取维持价格不变的情况下升级配置或退出更优惠的新车型等手段提升其竞争力，因此短期内行业利润率仍将承压。

我们认为，整合将助力行业回归健康发展，车企信用质量将呈现分化。目前，车企一方面承受着利润率的压力，另一方面又需要维持较高的研发和资本开支以保持竞争力，资金压力较大。为了降本增效，比亚迪、吉利、广汽等车企已经开展了内部整合。我们预计，在激烈的市场竞争下，行业的领头羊能

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
Kexin.wang@spgchinaratings.cn

够凭借着规模效应、技术优势和更加畅通的融资渠道获取更高的市占率，而难以形成或保持竞争优势和规模效应的品牌将加速出清，这将有助于行业回归良性竞争，实现健康发展。

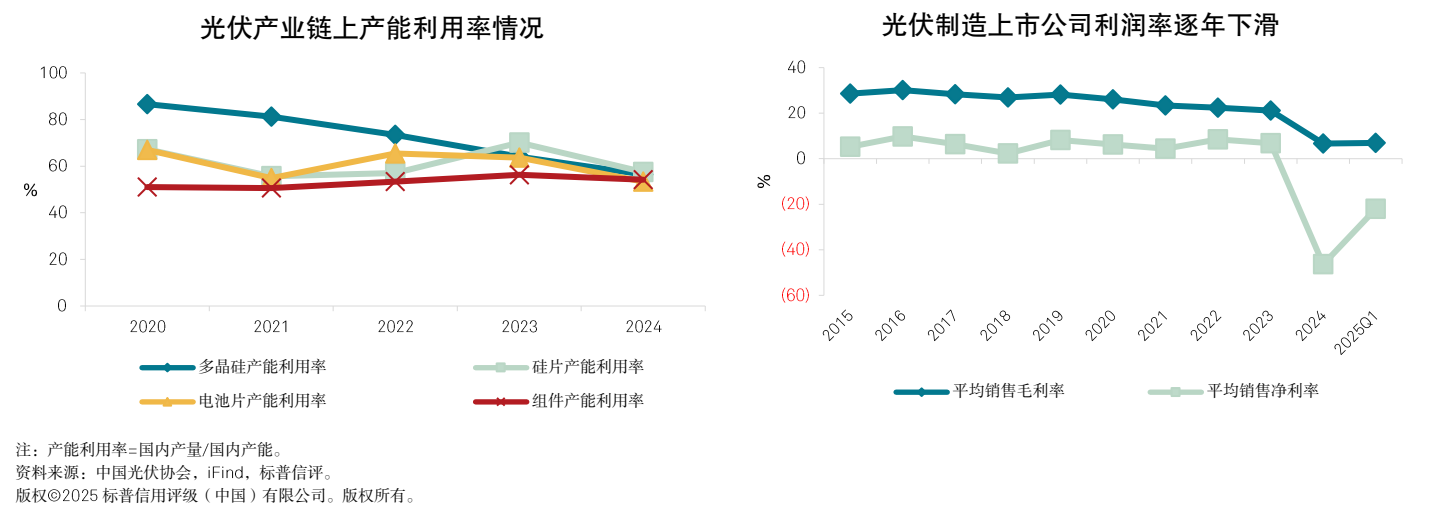
关注

- 宏观经济承压影响消费者的消费意愿，特别是对大宗消费品的需求降低。
- 促销费政策及税收政策使得需求前置，对 2026 年的汽车销量造成负面影响。
- 整车制造企业在激烈的市场竞争中竞争地位和盈利能力的变化。
- 错综复杂的海外环境对车企出口量和出海战略的影响。

光伏制造

工商企业

产能有望加速出清，企业信用质量持续偏弱



展望

我们预计，2025 年下半年，光伏制造行业内企业的信用质量将持续偏弱。从需求端来看，2025 年下半年国内光伏新增装机容量将有所回落，全年预计能够保持增长，国外市场整体需求也较为稳固。从供给端来看，国家层面不断释放“反内卷”信号，淘汰落后产能、治理低价无需竞争决心较强，我们预计 2025 年下半年起，光伏产业链产能将加速出清，企业盈利能力或将改善。在此背景下，光伏制造企业的经营和财务状况均具有较大的波动性和不确定性。

我们预计，2025 年下半年政策影响的消退将使得国内光伏新增装机规模出现回落，但全年仍保持增长态势。2025 年上半年的抢装潮带动国内装机容量显著提升，2025 年 1-5 月国内光伏新增装机容量同比增长约 150%，国外市场方面，欧洲整体新增光伏装机容量放缓，印度、巴西、土耳其等国 2024 年光伏新增装机容量增速亮眼。

我们预计，2025 年下半年起，光伏产业链产能将加速出清，企业盈利能力或将改善。过去几年行业供给快速增加，硅片、电池和组件已经出现产能过剩，且越往产业链下游延伸，行业参与者越多，产能过剩问题越严重。2024 年行业内大部分上市企业均面临亏损，2025 年一季度整体业绩仍未明显改善。从去年以来，国家层面就不断释放“反内卷”信号，2025 年 7 月 1 日，中央财经委员会第六次会议召开，会议强调，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。7 月 3 日，工信部召开光伏行业制造业企业座谈会，强调依法依规、综合治理光伏行业低价无序竞争，展现出了“反内卷”的决心。我们预计，落后产能将加速出清，行业盈利能力有望得到改善。

我们预计，光伏制造行业内企业的信用质量将持续偏弱。整体而言，光伏制造企业中民营企业较多，受到的外部支持较少。光伏制造行业技术更新迭代速度快，研发和产能更新迭代投入在企业利润率承压的情况下进一步增加了其财务脆弱性。贸易壁垒也使得企业全球化布局加速，推升企业债务负担。光伏制造企业的经营和财务状况均具有较大的波动性和不确定性。

关注

- 行业供给侧改革情况及其对产品价格和企业盈利能力的影响。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

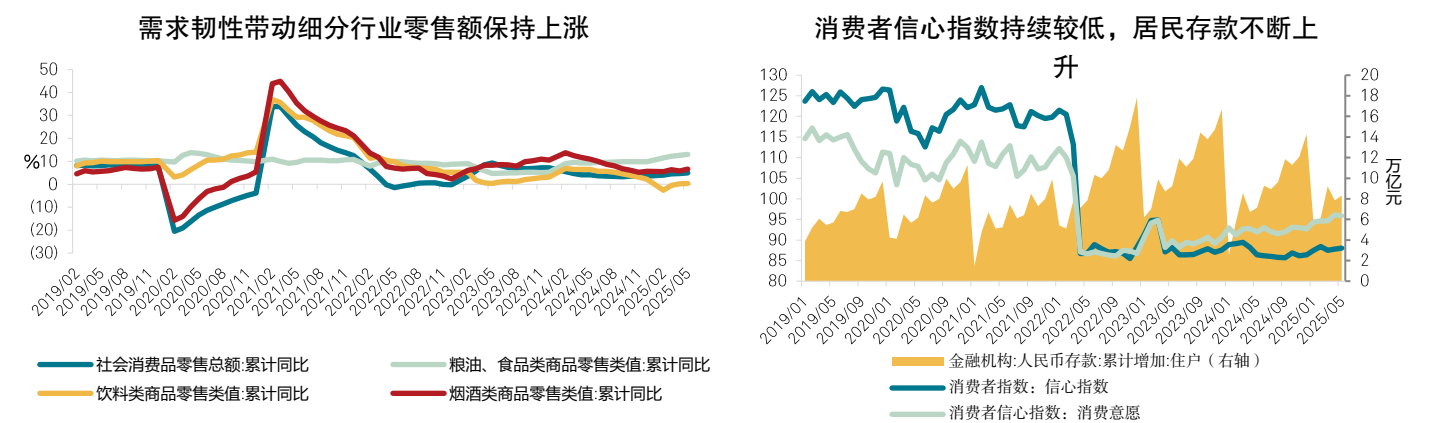
王可欣
北京
Kexin.wang@spgchinaratings.cn

- 海外环境愈发复杂，贸易保护主义的兴起对企业出货量、价格、利润水平和资本开支的影响。
- 行业技术更新迭代迅速，企业能否持续研发出具有竞争力的产品。

日常消费品

工商企业

需求韧性支撑行业增长，企业信用质量保持稳定



展望

我们预计，2025 年下半年，虽然消费者信心难以出现显著改善，但受益于刚需属性，日常消费品的需求韧性较强，相关行业的零售额将保持增长，这将帮助企业维持稳定的盈利能力和信用质量。然而，紧缩的消费预算和不断增长的储蓄将使得消费者更加追求性价比和差异化产品，中端产品的销量可能承压。拥有高附加值、差异化产品的企业更能保持良好的竞争地位和盈利水平。

我们预计，2025 年下半年酒类企业将继续面临存量竞争局面。受商务宴请需求下滑等因素影响，白酒行业量价齐跌的态势短期内难以得到改善，库存仍将高企。头部白酒企业仍具有较强的渠道掌控力和盈利能力，部分区域酒企或面临困境。啤酒方面，高端化是啤酒企业在销量见顶后寻求利润增长点的重要方式之一，然而随着高端化的不断深入，吨价提升或将放缓，企业之间的竞争也将愈发激烈。

我们预计，2025 年下半年食品及饮料行业整体需求将保持增长，但细分行业的分化态势将延续。随着产能的不断出清，原料奶供需失衡问题或将不断改善，价格有望在 2025 年下半年或 2026 年上半年触底反弹。2025 年下半年，软饮行业健康化的趋势仍将继续，低糖饮品和功能饮料增速仍将可观，产品创新将成为拉动增长的关键。

我们预计，行业内企业信用质量将维持稳定。过去几年，虽然消费者信心偏弱，居民储蓄不断增长，但日常消费品细分行业零售额一直稳定增长，体现了行业较强的需求韧性和抵御经济周期波动的能力。然而，消费预算的减少将一方面使得消费者更追求性价比和差异化产品，部分行业竞争将加剧；另一方面，消费者对价格的敏感度提升，这意味着企业通过涨价提高盈利水平的可能性很低。我们认为，拥有高附加值、差异化产品的企业更能保持良好的竞争地位和盈利水平。

关注

- 消费意愿的下降使得消费者更关注性价比，中端产品的销量可能承压。
- 竞争加剧下，企业能否保持竞争力和盈利水平。

分析师

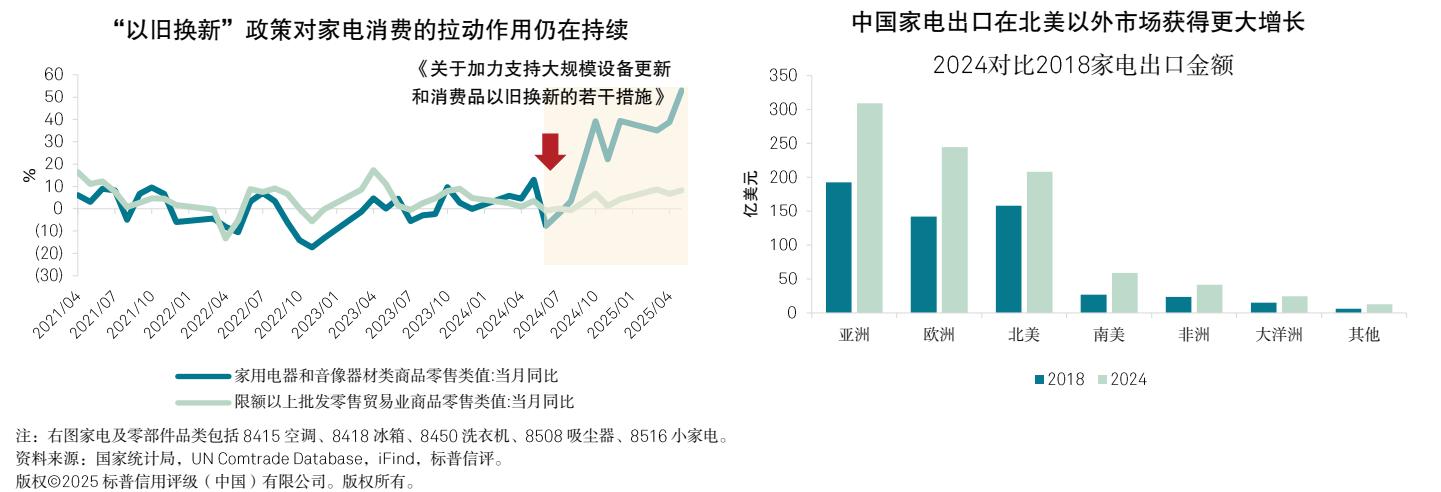
张任远
北京
Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
Kexin.wang@spgchinaratings.cn

耐用消费品

工商企业

“以旧换新” 效应或递减，全球布局抵御关税压力



展望

我们预计，2025 年下半年“以旧换新”政策将继续对耐用消费品需求构成关键支撑，但刺激效果可能逐渐递减。中美关税摩擦短期内将对中国家电出口构成压力，但短期内美国难以彻底摆脱对中国家电生产的依赖，深化全球化布局将有助于中国家电企业分散风险。头部家电企业凭借其优秀的品牌和产品竞争力、较强的议价能力、规模效应及成本优势，市场地位将更加稳固，企业间的分化将加剧。

我们预计，2025 年“以旧换新”政策将支撑耐用消费品需求，但会前置部分消费，下半年刺激效果可能逐步减弱。2024 年 7 月，发改委与财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，安排超长期特别国债支持消费品以旧换新，对八类家电给予单件不低于 15% 的补贴。2025 年政府工作报告首次将“提振消费”列为首要任务，计划安排 3000 亿元特别国债持续支持“以旧换新”。在政策持续推动下，2024 年四季度以来家电零售额保持较高增速，政策拉动效应持续显现。然而我们认为，“以旧换新”政策将部分家电消费需求前置，其刺激效果可能随时间递减，政策的可持续性取决于补贴周期及资金支持力度。

我们预计，中美关税摩擦短期内将对中国家电出口构成压力，但中国作为全球主要家电制造基地拥有成熟供应链，美国难以完全摆脱对中国家电的依赖。关税加征将推高家电价格，抑制美国需求，挤压中国企业利润。然而，中国家电出口市场比美国进口来源更多元化，这种结构性差异赋予中国企业更大的战略灵活性。2024 年美国前十大家电进口来源国占比超 90%（中国占 30%），而中国对美出口仅占其总出口的不到 20%（前十大市场合计占 50%）。“301 条款”关税实施后，中国家电对美出口占比从 2018 年 23%降至 2024 年 17%，但总量仍增长，这得益于中国企业多措并举：深耕欧洲、开拓东南亚和中东市场，并通过海外产能转移优化供应链。我们认为，全球市场空间仍然广阔，拓展美国以外市场将助力中国企业分散风险，增强海外业务的韧性。

我们预计，2025 年下半年中国家电行业信用质量将保持稳定。由于消费者对价格敏感且行业竞争激烈，尽管铜等原材料价格维持高位，成本压力难以完全转嫁给下游，企业将通过渠道优化、产品升级和衍生品对冲等方式维持盈利稳定。同时，凭借良好的现金流和可控的资本开支，家电企业普遍财务风险较低，整体信用质量将保持稳定。

分析师

张任远
北京
Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪
北京
Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

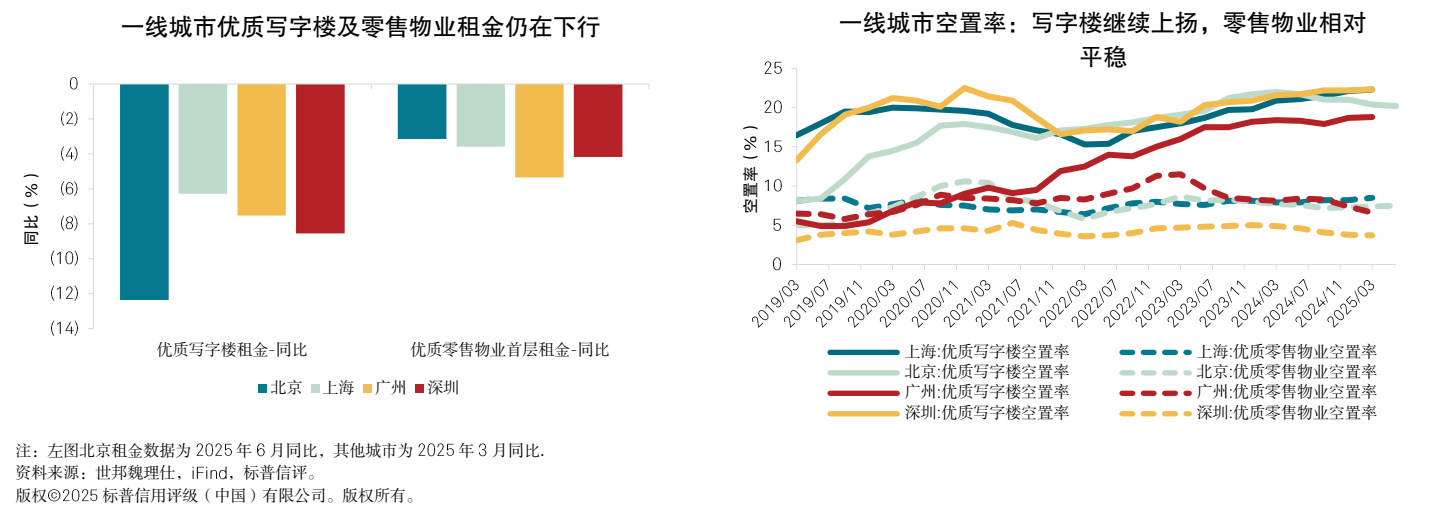
关注

- 海外关税及监管政策变动可能对出口占比较高的家电企业供应链稳定性带来挑战。
- 国内市场存量竞争加剧，头部企业可能进一步挤压中小企业的市场份额，导致行业分化更加显著。
- 铜等原材料价格维持高位，加之同业竞争加剧，令行业内中小企业盈利承压。

商业物业持有运营

工商企业

需求疲软，租金及空置率继续承压



展望

我们预计，2025 年下半年商业物业持有运营行业将继续面临租金下行压力，租赁市场竞争依然激烈。受就业形势和消费预期承压的影响，写字楼和零售物业的租赁需求在短期内仍然承压，高线城市写字楼空置率或维持高位。下半年，商业物业持有运营企业或仍将通过“以价换租”来维持收入规模稳定，行业内企业的利润率将小幅承压，企业杠杆率可能小幅上升。但行业内多数企业财务策略相对保守，预计行业整体财务风险可控，信用质量将保持稳定。

我们预计，2025 年下半年全国大部分城市的商业物业租金仍将延续下行趋势，租赁市场竞争保持激烈。办公楼市场方面，由于宏观经济不确定性增加、就业承压、企业降本增效等因素，新租办公楼的需求或将继续下行，办公楼业主可能将继续提供租金优惠，以维持经营稳定。重点城市核心地段的办公楼在租赁市场中仍将具备较强的竞争力，能够通过小幅降价继续吸引租户续租。零售物业市场方面，受“以旧换新”政策刺激，社零总额有望维持低速增长，但消费者对就业及收入的预期仍然偏弱，内生消费动能承压，这或将使零售地产市场继续面临挑战，租金仍有下行压力。但零售物业整体的空置率和租金表现仍将好于写字楼。

我们预计，由于商业物业市场租赁需求不足，叠加市场新增供应放量，全国平均空置率将上升。我们注意到，近两年国内办公楼市场活跃度主要由企业搬迁需求所驱动，新租需求明显不足，空置压力较大。而零售物业受消费复苏影响，空置率相对抗压。而高线城市的写字楼和零售物业市场供应仍将继续放量，部分城市可能面临供应过剩风险，尤其是非核心商圈项目，新增供应或将加剧空置压力。

我们预计，商业物业持有运营企业的利润率将小幅承压。一方面，行业内较大的新增供应和有限的新增需求使行业整体租金处于下行区间，预计企业将提供更低的租金以吸引、保留客户，维持其经营收入的稳定性。另一方面，行业内企业的营销费用及物业维护等成本较为刚性，难以显著压降。我们预计，随着行业利润率小幅承压，行业内企业杠杆率或将有所上升。但由于国内商业物业持有运营行业融资监管较为严格，融资渠道相对有限，因此行业内企业的财务策略相对保守，预计企业整体财务风险可控，信用质量将保持稳定。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

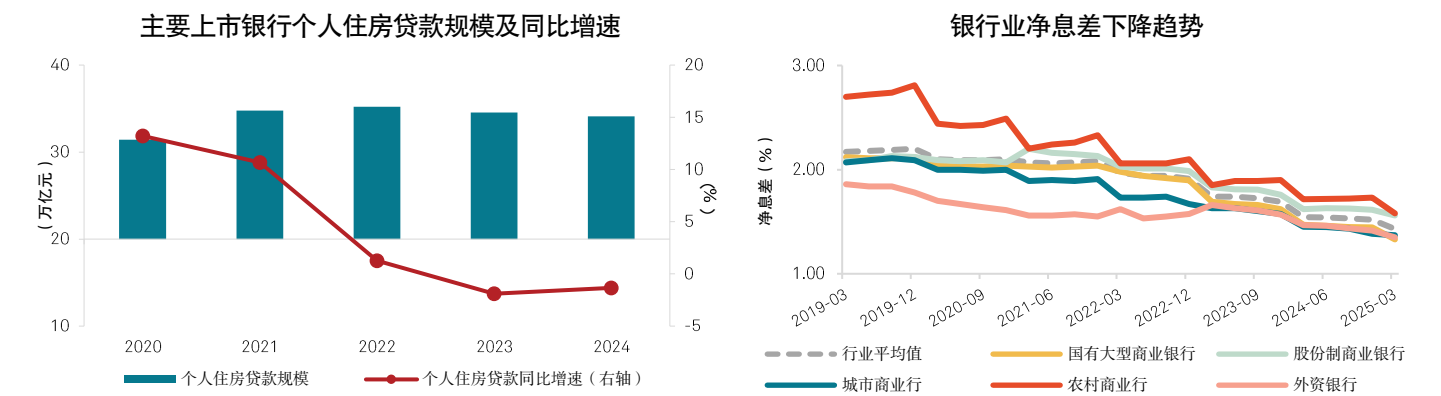
关注

- 宏观经济发展增速、人口增加及就业率改善情况对商业物业市场需求的提振作用。
- 需求复苏缓慢的局面之下，行业供应仍在增加，导致部分城市的商业物业市场出现短周期的供需失衡。

商业银行

金融机构

银行业务增长和盈利性承压，政府支持态度保证高风险银行的正常经营



注：上述银行包含披露上述数据的 6 家国有大行、10 家股份制银行、29 家城商行和 11 家农商行。
资料来源：银行公开信息，国家金融监督管理总局，标普信评。
版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

2025 年商业银行业务增长面临压力。2024 年国内主要上市银行营业收入同比微增 0.08%，2025 年一季度同比下降 1.72%。我们预计，2025 年全年银行业营业收入较上年基本持平。

银行业零售业务对收入的实现产生一定负面影响。作为零售板块信贷资产中最主要的组成部分，按揭贷款规模自 2023 年以来持续下降。截至 2024 年末，国内主要上市银行个人住房贷款合计 34.09 万亿元，同比下降 1.32%。另一方面，近 5 年来市场利率中枢持续下行，商业银行净息差收窄压力继续，加大了收入增长的压力。从 2021 年到 2024 年，国内商业银行的净息差累计下降了 56 个基点至 1.52%，2025 年 1 季度进一步下降至 1.43%。

我们认为目前房地产行业相关敞口不会构成商业银行的系统性风险。根据央行的统计，截至 2025 年 3 月末，金融机构人民币房地产开发贷款余额 13.87 万亿元，占人民币各项贷款余额的比重约为 5%。对于大部分主流银行而言，房地产行业相关风险可能构成短期盈利性压力，但并不影响长期资本充足性。部分中小型银行可能因房地产敞口占比较高而导致资本韧性下降。

随着化债方案的实施，商业银行城投敞口的信用风险可控。我们预计短期内不会发生严重的城投贷款拨备压力，但是化债措施带来城投贷款利率显著下降，加剧了银行的息差压力。

我们预计，2025 年全年银行净利润增速仍将处于较低水平，但资本充足性能够保持平稳。银行净息差收窄、信用成本压力持续，导致银行业盈利性趋弱。但对于大部分资产质量良好、资本充足的银行，盈利性弱化并不会对其资本充足性造成显著负面影响，信用质量仍然能够保持稳定。2025 年 1 季度，国内商业银行实现净利润 0.66 万亿元，同比下降 2.32%；3 月末商业银行一级资本充足率 12.18%，同比小幅下降 0.17 个百分点。

公众认为银行存款的安全性很高，虽然部分中小银行资本和资产质量恶化，但其存款稳定性并未受到明显影响。在房地产投资、股票投资、信托产品投资风险加大，收益率不及预期的背景下，更多的资金转化为存款，尤其是定期存款。

我们认为政府对银行业的支持态度将保持不变。由于净息差下降，高风险银行通过自身盈利化解风险的可能性下降，政府救助是化解风险的主要途径。中央政府非常重视防范化解金融风险，并强调压实地方政府责任。所以我们预计未来会有更多的地方政府救助当地高风险银行。

分析师

陈奇伟
北京
Qiwei.chen@spgchinaratings.cn

栾小琛
北京
Collins.luan@spgchinaratings.cn

我们预计 2025 年全年村镇银行数量缩减速度将进一步加快。我国村镇银行风险化解改革进度加速，地方金融体系保持稳定。为防范区域性金融风险、整合金融资源，2024 年以来村镇银行改革重组工作在多地加速推进，2024 年末我国村镇银行数量较 2023 年末减少 98 家至 1,538 家。2025 年以来，已有超 80 家村镇银行获批解散。

友好的流动性环境、稳定的存款基础和政府的支持态度，为高风险中小银行化解风险争取到了更多的时间。未来 12 个月高风险银行违约风险可控。但是，高风险银行彻底化解资本困境的方式和时间表仍不清晰。根据 2024 年中国金融稳定报告，共有 357 家银行被列为高风险银行，涉及资产规模 7.05 万亿元。

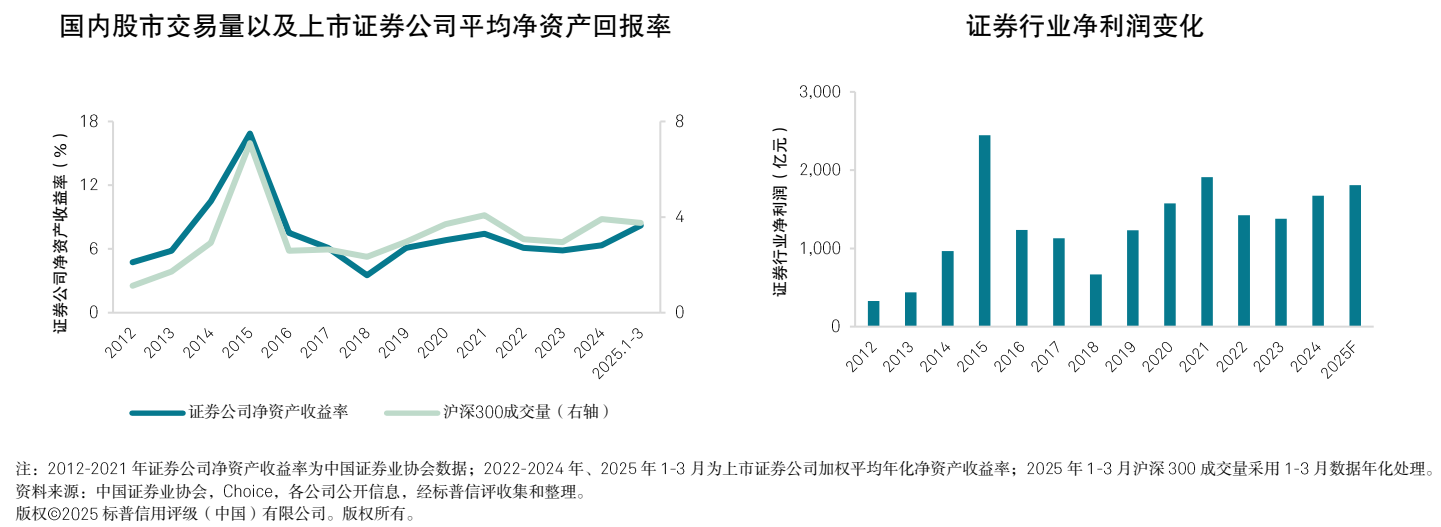
关注

- 需关注零售业务对银行盈利能力及资产质量的影响。
- 盈利走弱使得资本内生能力下降，需关注部分银行的资本补充压力。
- 吸收合并村镇银行对母行资产质量及资本充足性的负面影响。

证券公司

营业收入与盈利性回暖，证券行业信用质量稳定

金融机构



展望

我们预计 2025 年证券行业营业收入稳健增长，行业信用质量保持稳定。2024 年证券行业营业收入 4,512 亿元，同比回升 11%，仅次于 2021 年 5,024 亿元的行业高点。2025 年第一季度，主要 41 家上市证券公司营业收入合计 1,205 亿元，同比增加超过 20%，表现回暖明显。经纪业务和自营投资业务在一季度的良好表现对行业整体的业绩回暖起到了关键作用。

我们预计 2025 年证券行业的盈利表现仍主要取决于经纪业务和自营投资业务的表现。2024 年，证券行业的营业收入中，证券投资收益 1,741 亿元，同比增加 43%，对营业收入的贡献为 39%，占比较上年提升 9 个百分点；代理买卖证券业务净收入 1,151 亿元，同比增长 17%，对营收的贡献为 26%，占比较上年提升 1 个百分点；利息净收入、证券承销与保荐业务净收入、资产管理业务净收入对营收的贡献分别为 11%、7%和 5%，占比较上年均有不同程度的下降。2025 年 1 季度，主要上市证券公司投资收益和公允价值变动收益合计约 477 亿元，同比增长约 50%；经纪业务手续费净收入同比增加 44%至 315 亿元，仍保持了良好的增长。考虑到资本市场波动，我们预计，2025 年行业全年的营收增幅将较 1 季度回落，但仍能保持回暖增长态势。

证券公司保持了管控运营成本的力度。我们预计 2025 年全年行业业务及管理费占营业收入的比例仍会保持下降趋势。2024 年，主要上市证券公司的业务及管理费合计 2,290 亿元，同比微增 2%。业务及管理费占营业收入的比例为 47.3%，同比下降 2.2 个百分点；2025 年 1 季度，该比例进一步下降至 47.1%。

2024 年证券公司盈利表现回升，我们预计 2025 年行业盈利情况稳中有升。2024 年，证券行业净利润 1,673 亿元，同比增加 21%；主要上市证券公司平均净资产收益率 6.33%，较上年 5.86%增加。2025 年 1 季度，主要 41 家上市证券公司净利润合计 512 亿元，同比大幅增长近 80%，该增长一方面受到上年同期基数较低的影响，另一方面得益于 2024 年下半年以来的债券牛市以及较为活跃的资本市场表现推动自营投资和经纪业务收入增加。

低杠杆依然是证券行业在市场波动中保持良好信用质量的核心因素。我们预计 2025 年大部分证券公司仍将保持低杠杆经营。2024 年，主要上市证券公司经调整杠杆倍数约为 3.1 倍，与上年末变化不大。截至 2025 年 1 季度末，公司经调整杠杆倍数略有下降至 3.0 倍，基本保持稳定。

分析师

王燕愚
北京
Stephanie.wang@spgchinaratings.cn

栾小琛
北京
Collins.luan@spgchinaratings.cn

我们预计 2025 年证券公司的风险状况仍将总体保持稳定。证券公司股票质押式回购业务规模普遍较小，信用类业务表现平稳。合规风险是近年来券商面临的主要风险之一。在强监管环境下，合规事件仍可能继续出现，对券商展业可能造成负面影响，但不会直接导致券商违约。

我们认为，政府继续保持了对证券行业的支持态度。近期，证券行业合并重组事宜持续推进，符合政策预期，也是践行“提升竞争力、培育一流投资银行”的重要举措。在监管政策支持下，2023 年 12 月以来，已有浙商证券收购国都证券、国联证券收购民生证券、西部证券收购国融证券、国信证券收购万和证券、国泰君安吸收合并海通证券等多个证券公司之间的合并重组案例。此前，推进的合并重组事宜还包括华创证券收购太平洋证券，以及因同一实控人而须开展整合的平安证券和方正证券等。

我们预计证券行业的营收和盈利将保持稳健增长，加之行业杠杆低且资本韧性好，证券公司未来 12 个月的主体信用质量将保持稳定。

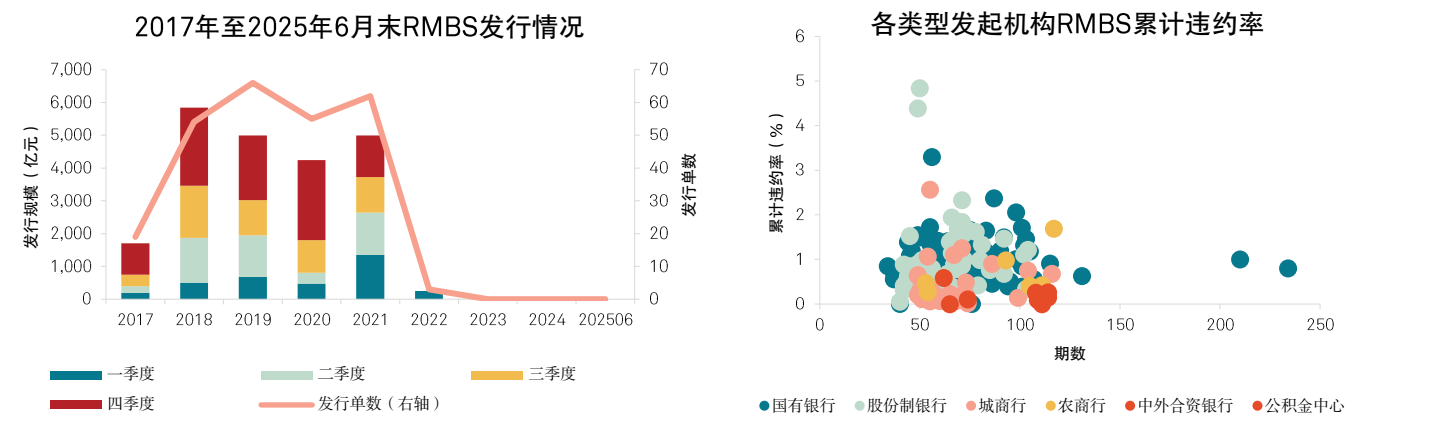
关注

- 保持低杠杆是证券行业保持信用质量稳定的关键因素；如果杠杆大幅上升，会导致证券公司的信用质量显著下滑。
- 出现重大合规风险的券商业务竞争力是否会受到严重损害。
- 合并重组对证券公司信用质量提升正面作用的影响程度。

RMBS

结构融资

新增项目持续暂停，存量项目表现稳定



展望

2025 年以来，RMBS 市场延续之前几年的零发行态势，我们认为这与当下的“资产荒”背景相符。相较其他信贷资产，个人住房按揭贷款信用质量高，属于银行的优质资产。当前房地产市场整体处于下行周期，虽然高线城市销售有所回暖，但是低线城市低迷的市场反应依然使得市场对住房按揭贷款的需求疲软，出于对优质资产的“惜售”及保资产规模的心理，各家银行近年来对于发行 RMBS 产品的需求一直处于历史低位。

2025 年以来清算的 RMBS 共有 7 单，涉及的发起人有四家，类型则为国有银行和股份制银行。对于存续的项目而言，我们认为过往 RMBS 表现符合我们对中国个人住房按揭抵押贷款的表现预期，项目在存续过程中超额利差逐渐累积，为项目的优先级证券提供了日益丰厚的保护。

我们预计，RMBS 的发行受到整体经济环境的影响较大，考虑当前的经济环境和居民信心，我们认为短期内依然不会出现爆发性的增长。信用质量方面，RMBS 整体资产表现稳定，虽然个别项目的累计违约率超过 3%，但是整体而言累计违约率均处于较低水平，加之 RMBS 相对其他项目较高的回收率，我们认为项目积累的超额利差和发行时的次级增信足够支撑目前逐渐摊还的优先级证券，因此我们对 RMBS 项目的优先级证券信用质量表现依然充满信心。

关注

- 房地产市场的政策变动对新增和存续住房按揭贷款信用质量的影响。

分析师

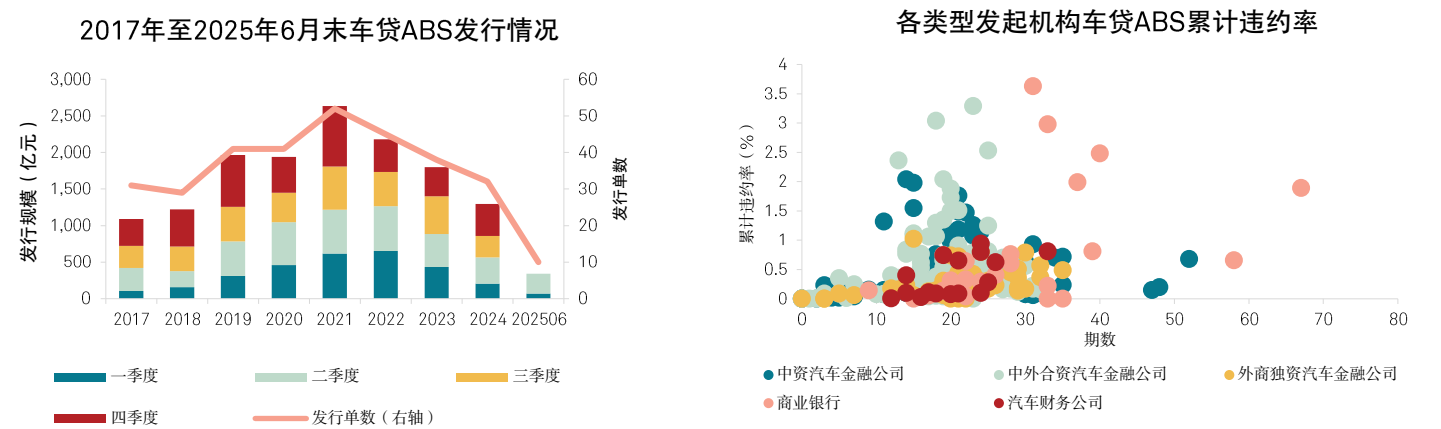
李佳蓉
北京
Jiarong.li@spgchinaratings.cn

张恩杰
北京
Enjie.zhang@spgchinaratings.cn

车贷 ABS

结构融资

发行量持续下滑，底层资产新特点有待观察



展望

2025 年以来，中国汽车市场销售情况品牌分化显著，中资品牌头部企业如比亚迪、吉利、奇瑞等新能源车型销售贡献较大，市场份额显著提升，中外合资品牌、外资品牌整体销量下滑。受整车销售的市场影响，各车企对汽车抵押贷款的发放亦存在较大分化。

一方面，个人汽车抵押贷款 ABS 的发行方主要在银行间市场融资，受市场整体利率下行影响，这些发起机构的其他融资渠道，例如同业资金、金融债等，由于资金成本较低，亦挤占了个人汽车抵押贷款 ABS 的发行需求。

2025 年一、二季度发行规模为自 2017 年以来历史最低，这也反映了上述两个原因的综合结果。另一方面，我们认为随着中国新能源市场的发展和壮大，基于新能源汽车的贷款基本盘亦在增加，从而为其对应的 ABS 产品提供了越来越多的基础资产，我们认为这将为未来绿色车贷 ABS 的增量发行提供动力。

信用表现方面，随着各大车企竞争加剧，对于下沉客户的争夺也逐渐加剧，各发起机构也陆续推出了降低首付、延长还款期等吸引客户的金融产品。这些金融产品不可避免地将会增加资产的信用风险，这也对各家发起机构在压力环境下的风控提出了考验。在 ABS 产品层面，我们观察到市场上的资产池累计违约率基本都在 5%以内，加之压力情况下交易结构提供的次级和超额抵押增信，优先级证券的逐期摊还机制都使得优先级证券得到了充足的保护，我们认为当前市场上的车贷 ABS 产品优先级证券信用质量依然稳定。

关注

- 行业竞争日趋激烈，促使金融机构将业务拓展至低线城市及农村地区，客户群体下沉可能会对车贷 ABS 基础资产的信用表现造成影响。
- 新设计的金融产品的信用表现有待进一步观察。
- 新能源汽车对传统能源汽车金融产品形成的替代效应，以及新能源汽车贷款入池占比上升对资产池特征及表现产生的作用。

分析师

李佳蓉
北京
Jiarong.li@spgchinaratings.cn

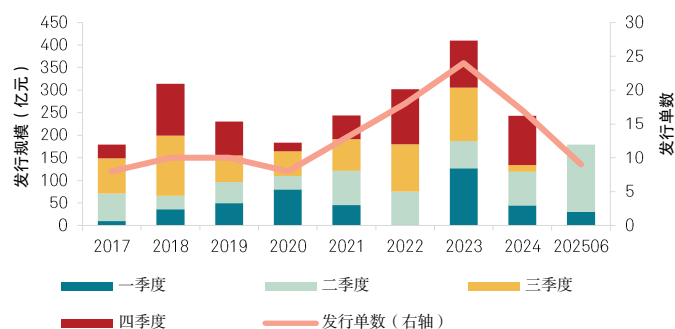
张恩杰
北京
Enjie.zhang@spgchinaratings.cn

消费贷 ABS²

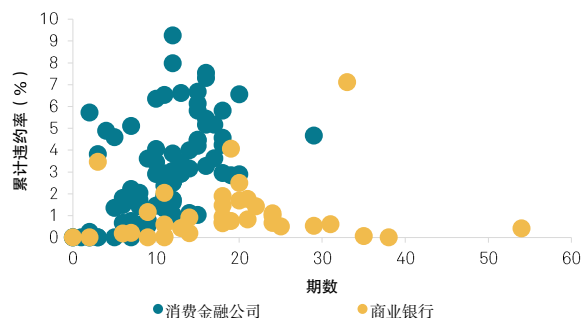
结构融资

发行规模有所复苏，信用质量分化明显

2017年至2025年6月末消费贷ABS发行情况



各类型发起机构消费贷ABS累计违约率



注：上图数据截至 2025 年 6 月末。

资料来源：公开资料，经标普信评整理。

版权©2025 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

受益于 2024 年下半年以及 2025 年出台的一系列鼓励消费信贷的措施，包括《一揽子金融政策支持稳市场稳预期》、《关于发展消费金融助力提振消费的通知》等，金融机构的个人消费贷款发放规模和出表需求有所恢复。2025 年以来，消费款 ABS 发行明显复苏，二季度发行量创历史同期新高，上半年发行规模同比增长 51%。我们预计，2025 年下半年银行间消费贷 ABS 产品将继续保持良好的发行势头。

目前消费贷 ABS 项目的发起机构类型仍以消费金融公司和商业银行为主。2024 年，中信消费金融也成为了时隔两年首个获批开展信贷资产证券化业务的持牌消费金融公司，至此，行业内已有 19 家消费金融机构具备发行 ABS 的资格，其中已有 14 家完成发行。同时，2024 年以来，温州银行、萧山农商银行、宁银消金等多家机构首次加入了发行队列。我们预计，未来将有更多金融机构将消费贷 ABS 产品纳入多元化的融资模式中。由于消费金融产品的多样化，不同类型的发起机构之间分化明显，消费贷款 ABS 的资产池累计违约率分布较广。这与不同发起机构的风险偏好、客群定位及融资成本等均有一定关系。整体来看，商业银行发行的消费贷 ABS 资产池累计违约率明显低于消费金融公司发行的产品。

我们预计，2025 年消费贷 ABS 产品的整体信用表现将继续保持稳定，但不同类型发起机构和产品的资产信用表现或将进一步分化，不同产品之间的可比性也较弱。此外，2024 年发布的《消费金融公司管理办法》及《进一步规范股份制银行等三类银行互联网贷款业务的通知》对行业参与者在自主展业、风险控制及贷后管理等方面提供了明确指导；2025 年发布的《关于发展消费金融助力提振消费的通知》将个人消费贷款自主支付的金额上限可阶段性从 30 万元提高至 50 万元，个人互联网消费贷款金额上限可阶段性从 20 万元提高至 30 万元，贷款期限可阶段性由不超过 5 年延长至不超过 7 年；以上新规的实施可能会对消费贷 ABS 的基础资产信用质量及逾期资产的管理产生一定影响。

关注

- 关注在经济环境承压下，不同发起机构之间信用表现的差异性，以及各类发起机构不同产品的信用表现及其波动性。

分析师

朱偲玥

北京

April.zhu@spgchinaratings.cn

施蓓蓓

北京

Beibei.shi@spgchinaratings.cn

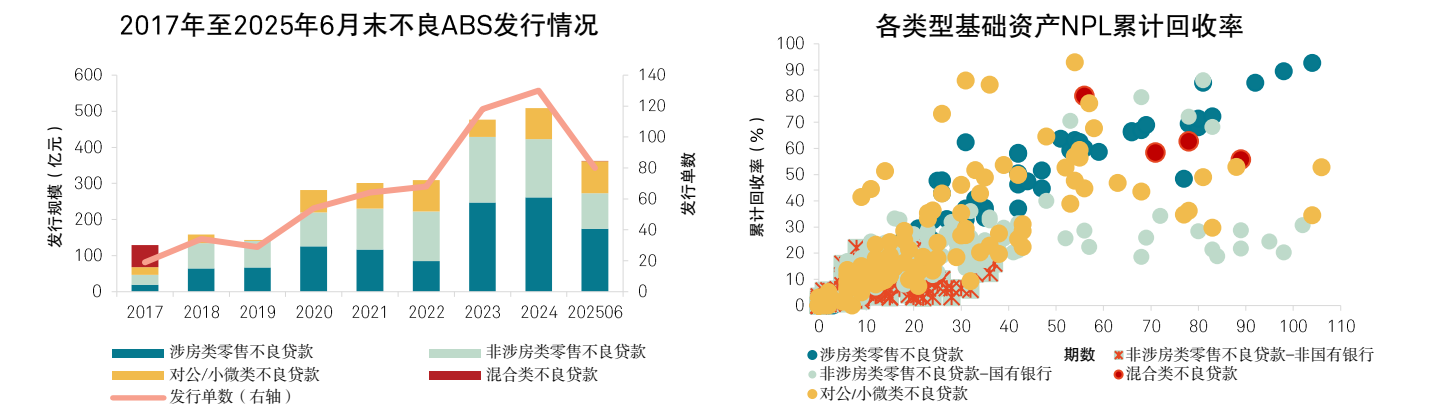
² 本文中的消费贷 ABS 系指在银行间市场发行的个人消费贷款资产支持证券，不包括信用卡分期 ABS。

- 关注在提振消费的各类政策影响下，新发放的消费金融产品的特征变化以及对消费贷 ABS 资产池信用质量的影响。

不良资产证券化

结构融资

发行持续增长，回收分化显著



展望

整体来看，在当前宏观经济承压的大环境下，不良资产证券化的关键地位愈发突出，银行压降不良、处置不良资产的需求强烈，预计今年不良资产证券化产品发行有望创新高。近年来，在整体信贷资产证券化市场规模收缩的背景下，不良资产证券化产品发行量逆势增长，2025 年上半年发行规模 362.37 亿元，同比增长约 54%，并首次成为信贷资产证券化市场最大的资产类型（发行规模占比约 38%）；其中，涉房类零售、非涉房类零售和对公/小微类不良贷款证券化产品分别占 48%、27%和 25%。虽然不良资产证券化产品整体发行水平较去年同期增长较快，但不同资产类型的产品之间存在差异；其中，在国家政策的扶持下，小微贷款市场蓬勃发展，与此同时，问题贷款也逐渐累积，对公/小微类不良证券化产品的发行量较去年同期上升约 118%，涉房类零售不良证券化产品发行规模同比增长约 50%，而非涉房类零售不良证券化产品发行热度则弱于整体市场，同比增长约 27%。

资产回收情况方面，受宏观经济及房地产市场波动的影响，各类不良资产证券化产品的累计回收率均呈下降趋势。受抵押房产价格下跌和处置难度增大的影响，2024 年以来发行的涉房类零售不良证券化项目的预期回收率相较于去年同期所发行的项目相比有所下降，且实际累计回收率也逐年下滑；但其依旧在各类不良资产证券化产品中保持着相对较好的回收表现。我们预计，不同机构、不同产品的回收率分化趋势或将更为显著。

交易结构方面，相比于正常资产的证券化，不良资产证券化通常有着较多的增信以吸收原本已被纳入不良的基础资产损失的现金流。2024 年，涉房类零售不良证券化产品优先级的超额抵押仍然远低于非涉房类零售不良证券化产品，但有逐年上升趋势，我们认为这一趋势与其回收率下降有关。同时，已发行不良资产证券化项目的优先级证券整体兑付比例相对较高、平均存续期较短，尤其是非涉房类零售不良资产证券化产品优先级证券的到期期限通常短于一年；随着证券本金的兑付，优先级证券的信用增级及证券的超额抵押比例逐渐提高。得益于较短的存续周期和充足的信用增级，我们认为，不良资产证券化产品将继续维持良好的信用表现。

关注

- 关注房价下跌和处置难度增大对住房抵押类不良资产回收的影响。
- 关注当前宏观经济及催收环境对信用类不良资产回收的影响。

分析师

朱偲玥
北京
April.zhu@spgchinaratings.cn

施蓓蓓
北京
Beibei.shi@spgchinaratings.cn

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

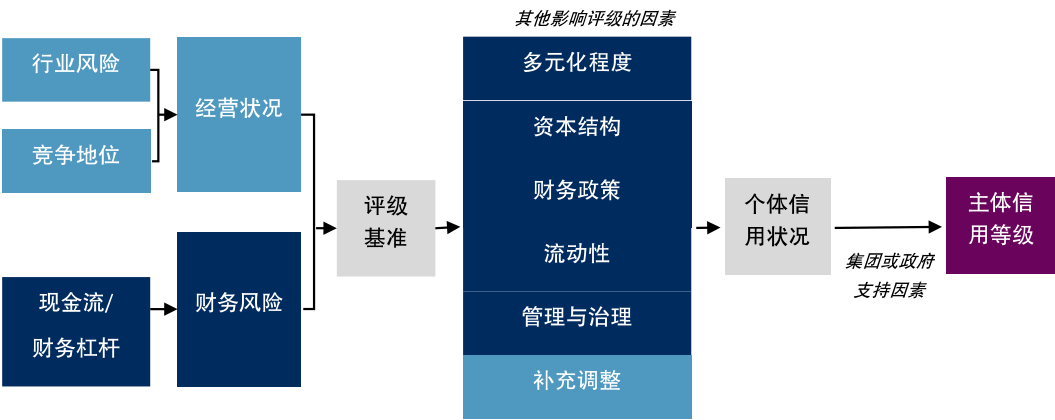
本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量得出的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据 and 表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能够说明相关情况的指标。

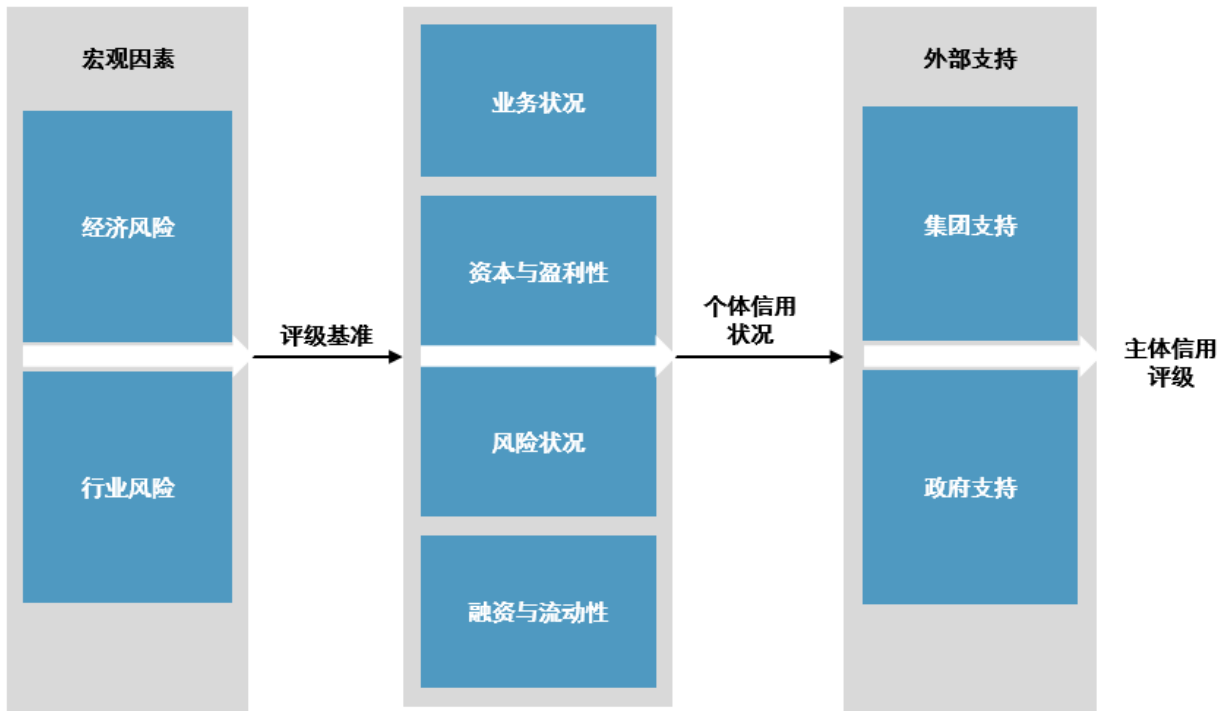
由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

工商企业评级方法论框架

根据标普信评工商企业评级方法论框架，在分析非金融企业信用质量的时候，我们通常会对企业的行业风险和竞争地位进行分析得到企业的经营状况，进而分析企业的财务风险和其他影响因素，以得出企业的个体信用状况（SACP），然后分析企业可能获得的外部支持，包括集团或政府支持，得出主体信用等级（ICR）。

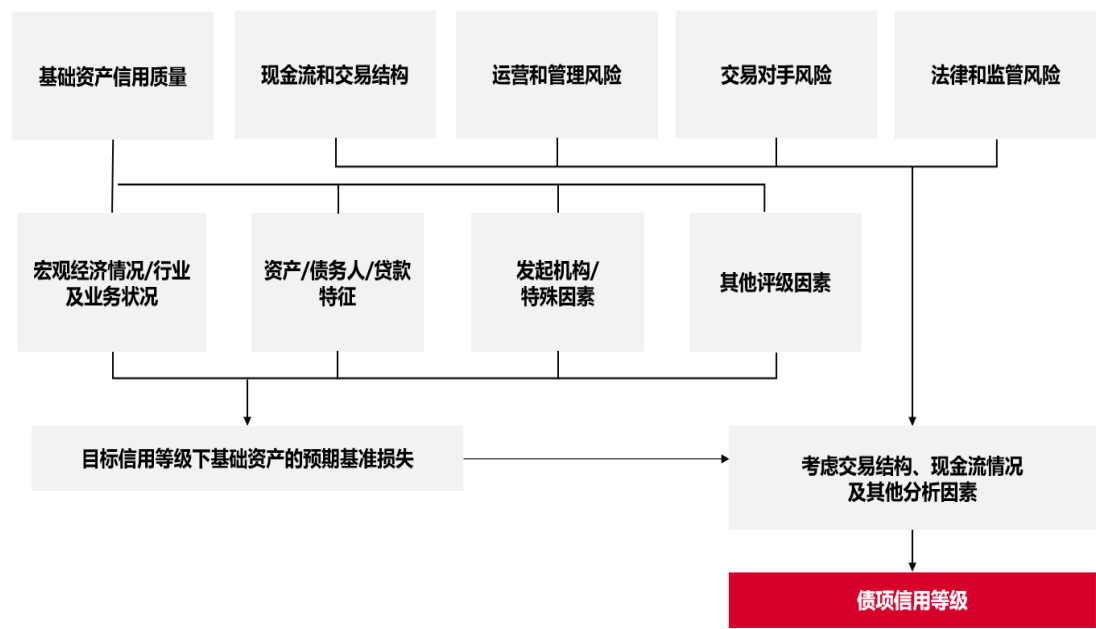


金融机构评级方法论框架



注：在分析受评主体的个体特征后，我们还会将其信用质量做一个整体的评估，并与同业进行对比分析，以此判断是否需要对其级别做出补充调整，从而得出最终的个体信用状况。

结构融资评级方法论框架



商务团队列表

首席商务官

宋汝君

Icing Song

商务负责人

icing.song@spgchinaratings.cn

销售 – 发行人端

刘军

Leo Liu

评级业务市场总监

jun.liu@spgchinaratings.cn

销售 – 投资人端

王一钢

Yigang Wang

投资机构业务部负责人

yigang.wang@spgchinaratings.cn

市场推广及投资人服务

王雨潇

Rachel Wang

市场推广部/投资者服务部负责人

rachel.wang@spgchinaratings.cn

杨怀飞

Huaifei Yang

评级业务市场副总监

Huaifei.yang@spgchinaratings.cn

张一

Michael Zhang

投资机构业务副总监

michael.zhang@spgchinaratings.cn

马思洋

Sylvia Ma

市场推广专员

sylvia.ma@spgchinaratings.cn

聂安庭

Anting Nie

评级业务市场高级经理

Anting.nie@spgchinaratings.cn

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能 (AI) 工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。