

标普信评

S&P Global

China Ratings

稳势不改 暗涌犹存

标普信评 2026 年中行业信用发展趋势

2026 年 7 月 30 日

目录

信用要点 3

行业信用趋势概览 4

城投 8

房地产开发 10

交通基础设施 12

火电 14

清洁能源发电 16

钢铁 18

煤炭 20

化工 22

整车制造 24

光伏制造 26

生猪养殖 28

环境服务 30

商业物业持有运营 32

建筑工程施工 34

科技软件及硬件 36

商业银行 38

保险公司 40

车贷 ABS 42

不良资产证券化 44

消费贷 ABS 46

信用要点

- 我们认为，2026 年下半年，城投企业的信用基本面难以明显改善，行业面临的融资政策持续偏紧，非标风险或有持续暴露，但城投企业出现债券信用风险事件的概率低。
- 我们仍维持 2026 年全国商品房销售额下降约 10% 左右的预期。我们预计，下半年房企的现金流和盈利能力还将继续承压。由于销售缩量叠加资金监管趋严，企业的流动性压力还将上升。需关注标债和非标债务的差异化信用表现，以及基本面偏弱的国有房企所获外部支持情况。
- 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。其中钢铁行业成本端也将有所抬升，下半年盈利仍将承压，行业财务杠杆仍将维持高位；建筑工程施工企业整体利润率仍将在低位保持稳定，建筑业企业的信用质量将延续分化趋势。
- 煤炭、化工行业的企业盈利能力或将改善，火电、清洁能源发电、整车制造、生猪养殖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。
- 2026 年下半年，商业银行息差企稳的态势有望延续，但零售板块资产质量压力仍存，区域中小银行风险化解工作将持续推进。保险行业保费增长承压，头部集中格局延续，中小机构债券兑付风险值得关注。
- 受商业银行压降不良诉求的增强，我们预计不良 ABS 产品 2026 年全年发行量将同比高速增长，参与主体持续扩容。回收评估需根据具体情况考虑是否加入年龄、收入等维度以体现不同发起机构的精耕和分化。

分析师

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

栾小琛

北京

Collins.Luan@spgchinaratings.cn

张恩杰

北京

Enjie.zhang@spgchinaratings.cn

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，2026 年下半年，城投企业的信用基本面难以明显改善，行业面临的融资政策仍然偏紧，非标风险或有持续暴露，但城投企业出现债券信用风险事件的概率低。
房地产开发	↘	↗	我们维持 2026 年全国商品房销售额将下降 10% 的预期，下半年销售额降幅与上半年基本一致。当前市场并未出现“失速”风险，预计不会出现大规模新增刺激政策。广义库存去化周期虽已见顶，但难以回落，销售结构性分化突出，低能级城市去库存尚无有效办法。下半年房企的现金流和盈利能力还将继续承压。企业的流动性压力还将上升。需关注标债和非标债务的差异化信用表现，以及基本面偏弱的国有房企所获外部支持情况。
交通基础设施	→	→	2026 年下半年，我国客运量将维持稳定，货运量也将维持低个位数的增速。固定资产投资方面，传统基建升级与新基建布局并行，投资重心从大规模新建转向存量提质与关键通道补强。投资项目的资金来源保持充裕。我们预计，行业内企业整体信用质量将维持稳定。
火电	↘	↗	我们认为，2026 年下半年，火电企业的装机容量将保持小幅增长，燃料成本上升将压制盈利，业内企业盈利能力分化将有所扩大，但整体信用质量保持平稳。
清洁能源发电	↘	↗	我们认为，2026 年下半年，风光发电企业盈利仍然面临下行压力，资本开支维持较高，杠杆水平或进一步上升，水电企业盈利能力稳中向好，杠杆水平将保持稳定。清洁能源发电企业以央企和地方国企为主，再融资能力强，行业整体信用质量将维持稳定。
钢铁	↘	↗	我们预计，2026 年下半年，钢铁行业成本端难以缓和，行业利润收缩，同时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。
煤炭	↗	↘	我们预计，2026 年下半年火电煤炭需求维持平稳，化工用煤维持高位，同时供给端受限，煤炭供需整体将维持在紧平衡状态，煤炭价格中枢有望抬升，行业利润将较 2025 年有所修复，信用质量稳定。
化工	↗	↘	我们预计，2026 年下半年需求将呈现结构性复苏。中小地炼企业加速退出，行业供给收缩，成

			本端油气价格仍将维持在相对高位，煤化工企业受益于产品价格上涨，利润或有所改善，带动财务杠杆回落。
整车制造	↘	↘	我们预计，2026 年下半年中国国内乘用车销量的跌幅将较上半年有所收窄，但全年销量仍将较 2025 年回落，新能源渗透率将持续上升。2026 年乘用车出口将保持强势增长。受国内市场激烈竞争短期内难以缓解的影响，车企利润率和现金流继续承压，企业海外市场拓展也面临诸多挑战，信用质量将持续分化。
光伏制造	→	↗	我们认为，2026 年光伏制造行业仍处于深度调整期，信用质量显著分化。中国市场的新增装机增长趋于饱和，海外市场将贡献更多增量。2026 年光伏行业整体产能仍处于过剩状态，价格仍未明显修复，政策将推动光伏产业链上产能的出清与升级。我们预计，2026 年光伏企业整体财务状况承压，现金流韧性成为企业生存的关键，资本开支谨慎、再融资压力小、债务率低的企业抗风险能力更强。
生猪养殖	↘	↗	我们认为，生猪养殖行业产能去化程度仍显不足，叠加龙头抗亏损能力加强等因素，2026 年下半年生猪供给仍将过剩，抑制猪价反弹势头。我们预计，下半年猪价仍将低于行业平均养殖成本，行业普遍亏损将持续，养殖企业经营性现金流承压、杠杆抬升。
环境服务	→	→	我们认为，2026 年下半年环境服务行业整体将延续当前的存量竞争格局。污水处理与固废处理子行业现已进入以运营效率和服务质量为核心的存量竞争期。行业内企业的资本开支趋于理性，企业战略重点从规模扩张逐步转向存量资产精细化运营，我们预计，大部分企业的债务规模和杠杆率水平预计将保持稳定。
商业物业持有及运营	↘	↗	我们预计，2026 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。写字楼的租赁需求仍然承压，空置率将维持高位；产业园物业的租赁形势更加严峻；优质零售物业的出租率和租金有望保持一定韧性。企业或仍将通过“以价换租”来维持出租率，收入和利润将承压，杠杆率存在上行压力。多数商业物业开发企业的财务策略相对保守，园区开发企业的资本开支也已度过高峰期，预计行业整体财务风险可控，企业信用质量将保持稳定。
建筑工程施工	→	↗	我们预计，2026 年下半年建筑工程施工行业将较上半年有所改善，新签订单降幅将有所收敛，但全年仍将出现负增长；同时，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，建筑业企业的信用质量将延续分化趋势。

科技软件及硬件	→	↗	我们预计，受益于AI算力设施的部署及国产替代进程，2026 下半年科技软件及硬件行业整体将延续上半年的高景气度，但是硬件端相对软件端仍将受益更大。
---------	---	---	---

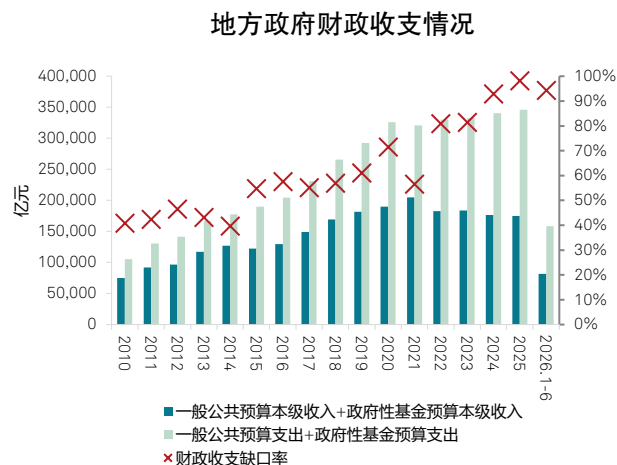
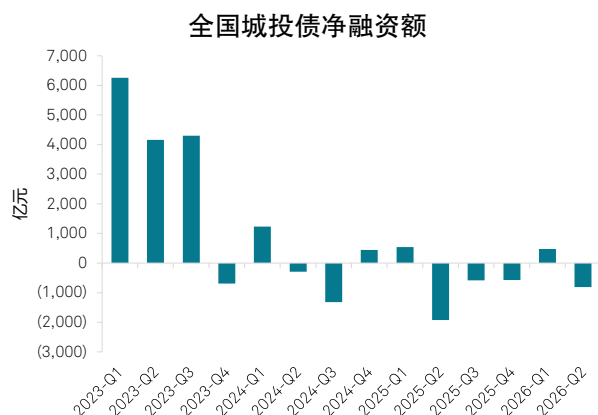
金融机构			
行业	盈利能力变化趋势 (增强、稳定、减弱)	财务杠杆变化趋势 (上升、稳定、下降)	信用要点
商业银行	↘	→	我们预计，2026 年下半年，国内商业银行息差企稳的态势有望延续，存款重定价将进一步缓解银行息差压力。信贷结构分化格局预计持续，对公贷款仍将是信贷增量核心支撑，零售信贷疲软的态势延续。行业整体资本、流动性保持稳健，但盈利承压、零售资产质量偏弱的问题仍存，银行或将持续依托不良核销、资产处置等方式稳定表内资产质量。下半年行业核心风险关注点为区域中小银行风险化解。
保险公司	↘	→	我们认为，2026 年下半年，保险行业保费收入增长继续承压。人身险受产品预定利率下调、报行合一政策影响，新单增长乏力，中小保险公司承压更为显著；财产险受制于车险市场饱和、保费下行，增速持续偏弱。行业马太效应将延续，业务资源持续向头部险企集中。结构经营层面，人身险公司偿付能力趋紧，在利率下行周期面临久期匹配与偿付能力管控的平衡难题，财产险公司偿付能力则有望保持稳健平稳。此外，中小险企部分资本补充债兑付风险值得警惕，头部机构永续债信用质量保持良好。

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
车贷 ABS	→	→	我们预计，2026 年下半年车贷 ABS 的发行有望继续保持良好势头，发起机构仍将以汽车金融公司为主。存续车贷 ABS 产品优先级证券的整体信用表现将继续保持稳定，但不同发起机构、不同类型入池资产的信用表现或将进一步分化。需关注行业竞争、发起机构信贷政策和风控能力、基础资产风险特征变化等可能对车贷 ABS 资产的信用质量产生的影响。
不良资产证券化	→	→	我们预计，银行压降不良的迫切需求将推动今年不良资产证券化产品发行在去年高增速基础上延续增长，市场参与机构将不断扩容。得益于较短的存续周期和/或充足的信用增级，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，但不同机构、不同产品的回收率分化趋势或将更为显著，同时证券存续期或将进一步拉长。
消费贷 ABS	→	→	我们预计，2026 年下半年消费贷 ABS 产品发行有望重启并小幅恢复；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。关注监管新规的实施对未来消费贷 ABS 的发行、资产特征和信用表现的影响。

城投

工商企业

地方财政依然承压，融资政策维持偏紧，非标风险或持续暴露



注：1、右图数据口径均为地方政府层面的收支。2、右图中，财政收支缺口率=（一般公共预算支出+政府性基金预算支出-一般公共预算本级收入-政府性基金预算本级收入）/（一般公共预算本级收入+政府性基金预算本级收入）

资料来源：中国财政部官网，iFinD，企业预警通

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2026 年下半年，城投企业的信用基本面难以明显改善，行业面临的融资政策仍然偏紧，非标风险或有持续暴露，但城投企业出现债券信用风险事件的概率低。

我们认为，2026 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。2026 年 1-6 月，地方政府一般公共预算及政府性基金预算合计收支缺口为 76,923 亿元，仅较上年同期收窄 153 亿元，改善幅度不足 0.2%，边际改善极为有限。结构上，地方政府一般公共预算收入同比增长 2.7%至 68,807 亿元，支出同比微增 0.6%至 122,111 亿元；而地方政府性基金预算本级收入同比大幅下降 25.6%，其中土地出让收入同比下降 31.5%，降幅较上年同期的 6.5%显著扩大，政府性基金收支缺口反而扩大 923 亿元。土地财政的持续低迷不仅直接削减地方可用财力，还制约了地方政府对城投企业的回款能力。

我们认为，2026 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，且审核标准进一步趋严。2025 年及 2026 年上半年，随着隐债置换资金到位以及发债监管趋严，城投债均呈现净偿还趋势。2026 年 5 月以来，交易所及银行间交易商协会密集出台多项窗口指导：一是确立城投“三道红线”，将监管重心从“结构合规”转向“实质经营”；二是暂停两年期以内短期城投债发行，以优化债务期限结构、降低短债滚续风险；三是将城投发行人的债务融资工具余额上限锁定在 2023 年 3 月末水平，并明确名单内城投及其产投子公司不得新增发债，以防止“边化边增”和通过其他主体规避新增融资管控。与此同时，国家发改委亦要求部分中资投行不得承销收益率高于 4%的离岸人民币债券及高于 5%的美元债券，旨在遏制城投平台境外高息举债。我们认为，以上政策组合拳的核心意图在于严控新增隐债、优化债务期限、压降综合融资成本，并倒逼城投企业进行实质性转型。我们预计，2026 年下半年，城投融资政策仍将延续偏紧基调，对新增融资的限制不会放松，城投债融资仍将呈净流出态势，弱资质平台的再融资压力或将进一步凸显。

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨

北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

我们认为，2026 年下半年，城投企业发生债券信用风险事件的概率低，但非标风险或持续暴露。债券违约的市场影响面大，地方政府出于维护区域融资环境和防范系统性风险的考虑，在化债资源有限的情况下，优先确保公开市场债券按期兑付。从山东、陕西等非标风险频发区域债券仍能正常兑付来看，这一优先次序已得到充分印证。叠加中央层面持续强调“牢牢守住不发生系统性风险的底线”，城投债在短期内具有较强安全边际，预计存量城投债违约风险低。然而，尾部平台的非标风险或持续暴露。2026 年以来，山东、陕西等地仍不时非标逾期事件发生，主要涉及低层级平台。我们预计，本轮监管政策收紧后，自身造血能力薄弱、支付利息依赖融资滚动的尾部城投，将面临融资渠道收窄与债务到期的双重挤压，非标类债务或将作为力保债券兑付的“缓冲垫”被优先放弃。

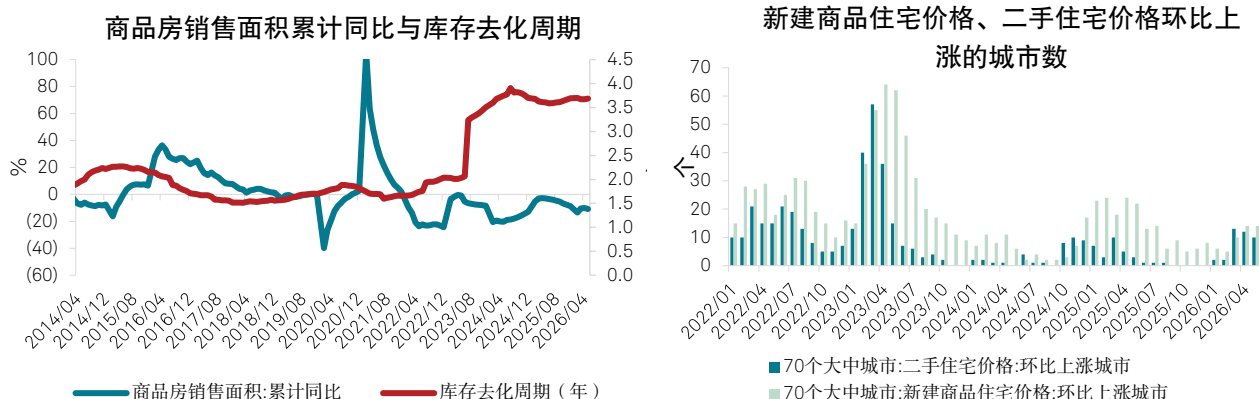
关注

- 地方财力承压叠加自身造血能力薄弱，尾部平台非标风险或进一步暴露。
- 2027 年中旬原 150 号文提及的时间基本到期，关注下半年中央对地方和城投债务化解的政策导向。

房地产开发

工商企业

存量去化时代下的深度分化



注：左图全国库存计算假设 1999 年 2 月初库存为 0，商品房库存=当月新开工面积*0.9-当月销售面积+上月库存，库存去化周期=当月库存/过往 12 个月单月销售面积之和
资料来源：国家统计局，ifind，标普信评整理。
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们仍维持 2026 年全国商品房销售额下降约 10%左右的预期。在人均住房面积已满足基本住房需求、市场进入存量房主导的新阶段的背景下，新房销售规模自然回落已成为行业发展的客观趋势。2026 年的新房销售走势将反映这一趋势，下半年销售额降幅与上半年基本一致。当前市场并未出现“失速”风险，预计政策施展将保持相当的战略定力，不会出现大规模新增刺激政策。广义库存去化周期虽已见顶，但难以回落，销售结构性分化突出，低能级城市去库存尚无有效办法。我们预计，下半年房企的现金流和盈利能力还将继续承压。由于销售缩量叠加资金监管趋严，企业的流动性压力还将上升。需关注标债和非标债务的差异化信用表现，以及基本面偏弱的国有房企所获外部支持情况。

我们认为，当前政策基调已从“用力推动市场止跌回稳”转为“努力稳定市场”，反映出行业供需格局、市场预期与运行模式均已进入“新常态”。政府肯定房地产行业对国民经济和消费预期的重要性，但对市场自发调整保持相当定力与容忍度。2026 年上半年市场总体运行未现“失速”风险，仍在政策容忍范围内。下一阶段，供需调节的重点政策将聚焦城市更新与存量房盘活，我们认为这两项政策属于长期机制性安排，而并非短期刺激，落地实施将注重经济性与可持续性。2026 年 5 月，国务院出台首部国家级《城市更新“十五五”规划》，明确“十五五”时期城市更新的主要目标和配套支持机制。2026 年将安排中央预算内投资 970 亿元、超长期特别国债 1,600 亿元用于城市更新，并允许地方专项债券支持符合条件的城市更新项目，可用作项目资本金。存量资产盘活方面，存量房收储、以旧换新、房票置换等多种模式已在多地逐步落地。其共同特征表现为：围绕增加保障性住房来源展开，严格筛选房源，以市场化方式运作，收储规模总体克制。据中指研究院不完全统计，截至 2026 年 6 月末，各省市已发行或拟发行相关专项债券超 124 亿元，收购存量商品房超 2 万套，建筑面积超 168 万平方米；2026 年以来，全国各地已有超 60 条住房“以旧换新”政策落地，上海、广州等多地明确收购二手房，房源用途不断扩大。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

我们认为，城市更新是催化中长期需求的“慢变量”，项目征迁复杂、运作周期长、长期资金平衡模式仍需探索，部分释放的购房需求也将被二手房或安置房分流，短期对新房销售提振效果有限。存量房收储等政策将继续在具备实际需求的城市推进，随着机制日趋完善，成功案例有望逐步增加。在低能级城市通过地方国企或专项债大规模收储商品房，既缺乏社会价值，也无经济性，难以大范围推广。

我们观察到，2024 年“924”刺激以来，市场广义库存去化周期已见顶，当前处于漫长的库存消化阶段，但去化压力依然严峻。市场结构性割裂特征愈发凸显，多维度分化加深。

- 价格方面，上半年热点城市二手房价格明显回暖，我们认为这主要是核心资产价格超跌后的自然回稳，外溢效应有限。一线城市二手房交易面积占比已超 70%，定价充分反映所处区域真实供需博弈，具有区域性和周期性的特征。上半年多数二线城市的二手房挂牌量仍在上升；截至 5 月末，国家统计局口径的 70 个大中城市中有 49 个城市二手房价格仍连续三个月环比下跌，说明很多地区供需尚未达到均衡，仍处于“以价换量”的阶段。
- 销售方面，“好房子”销售火爆的同时，全国广义库存周期仍徘徊在 3.7 年的高位，难以向下突破，说明低能级城市库存的去化并没有明显改善。微观层面，我们以模拟测算的“待售库存去化周期”（即（存货×（1+毛利率）-合同负债）/销售商品收到的现金）观察房企的去化情况。2025 年 26 家主流房企中有 24 家该项指标持续拉长，说明企业层面库存去化压力依然较大。
- 土地方面，上半年成交土地量价继续下探，城市深度分化。据克而瑞数据，2026 年上半年重点 50 城涉宅用地成交金额约 3,931 亿元，同比下降约 38%。其中，TOP5 城市（上海、杭州、北京、广州、深圳）贡献了约 50% 的土地出让金。这预示着未来新房供应总量还将下行，高品质新增供应集中于热点城市，城市间销售分化还会加剧。

我们预计，下半年房地产开发企业现金流与盈利能力或将继续下滑，主要受新房销售下行及企业加力降价去库存的影响。同时，房企流动性压力仍然较大。一方面，房企库存供需错配矛盾加剧，老旧库存去化艰难，新房市场空间趋势性收缩，“有效”资产对偿债能力的支撑弱化；另一方面，项目资金监管趋严，叠加现房销售推进，房企本部可调配资金更趋紧张。此外，房地产项目端债务的首要偿债来源为销售回款，销售不畅将直接引发偿债缺口，债务兑付取决于房企集团是否愿意为项目提供额外资金支持。当前，央国企公开市场债券的安全边际依然较强，但在流动性极端紧张的情况下，需关注房企对非标债务的偿付意愿。得益于国资背景和股东支持，大部分国有开发商能够凭借稳定的再融资渡过行业低谷期，但其经营基本面早已发生深刻分化。部分区域性国企和央企子公司深陷存量去化困境，债务负担沉重。行业再融资环境虽然改善，但需求收缩还在延续，导致这些经营短板反而更显突出，化解难度不减，因此外部支持仍然非常关键。后续关注基本面偏弱国企的重组及外部支持动向。

关注

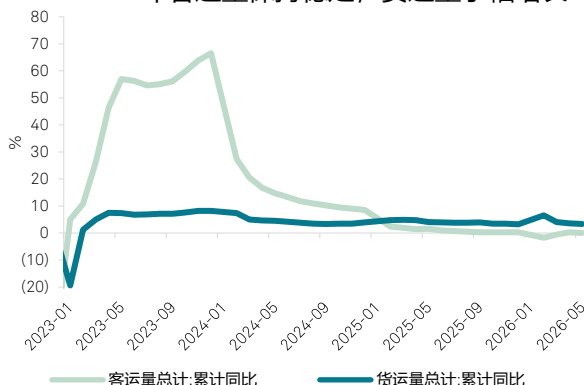
- 广义库存去化周期虽已见顶，但难以回落，低能级城市去库存尚无有效办法。关注城市更新及各地存量资产盘活政策的落地效果。
- 房企流动性依然承压。央国企公开市场债券的安全边际依然较强，但在流动性极端紧张的情况下，需关注房企对非标债务的偿付意愿。
- 国有房企经营基本面早已发生深刻分化，部分区域性国企和央企子公司深陷存量去化困境，债务负担沉重，需关注基本面偏弱国企的重组及外部支持动向。

交通基础设施

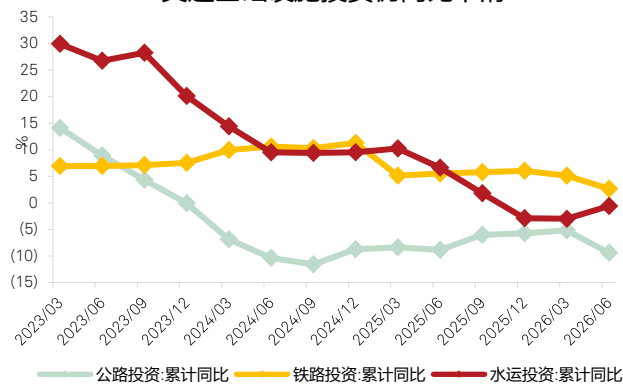
工商企业

外部支持仍稳固，信用质量维持稳定

2026年客运量保持稳定，货运量小幅增长



交通基础设施投资仍同比下滑



资料来源: Choice, 标普信评整理。
版权©2026 标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2026 年下半年，我国客运量将维持稳定，货运量也将维持低个位数的增速。固定资产投资方面，传统基建升级与新基建布局并行，投资重心从大规模新建转向存量提质与关键通道补强。投资项目的资金来源保持充裕，包括超长期特别国债、中央预算内投资、政策性金融工具等。我们预计，行业内企业的业务状况和财务风险将整体维持稳定，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：我们认为，随着高速路网建设的逐渐完善，我国高速公路里程仍将保持增长，但增速将有所放缓。虽然高铁的大量投运对公路运输带来一定冲击，但从客货运输量来看，公路仍在中国的综合交通运输体系中占据主导地位。在高速路网不断完善不断发展的影响下，高速公路车流量将保持增长，通行费收入的增长则将根据各地区产业景气度、同行车辆结构的不同有所分化。我们认为，行业政策的修订将鼓励延长高速公路收费权回报周期，这对高速公路行业形成利好，但最新版《收费公路管理条例》落地时间存在不确定性。我们预计，2026 年下半年公路投资将延续上半年负增长的态势，行业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：我们预计，2026 年下半年，油价下滑对需求形成支撑，全国旅客可吞吐量将延续上半年的温和增长，国际货运有望继续支撑全国货运保持高个位数增速。投资方面，全年固定资产投资有望上升至 2 千亿元左右，智慧化升级与绿色化转型成为两大抓手，行业内企业债务规模将继续扩张。机场航空业务受益于吞吐量的增长，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，2026 年下半年全球贸易政策波动及地缘政治仍将是港口运营商面临的重大挑战。2026 年上半年，我国港口货物和集装箱吞吐量分别同比增长 2.2% 和 6.3%，我们预计 2026 年下半年吞吐量仍将保持低增速。2026 年 1-5 月水运固定资产投资 865 亿元，我们预计全年水运固定资产投资将与 2025 年持平，规模约 2,000 亿元，主要用于产能扩充、智慧化升级、绿色化改造等，资金来源充裕，港口企业的债务规模和杠杆率水平难以显著下降。

分析师

张任远
北京
Renyan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣
北京
Kexin.wang@spgchinaratings.cn

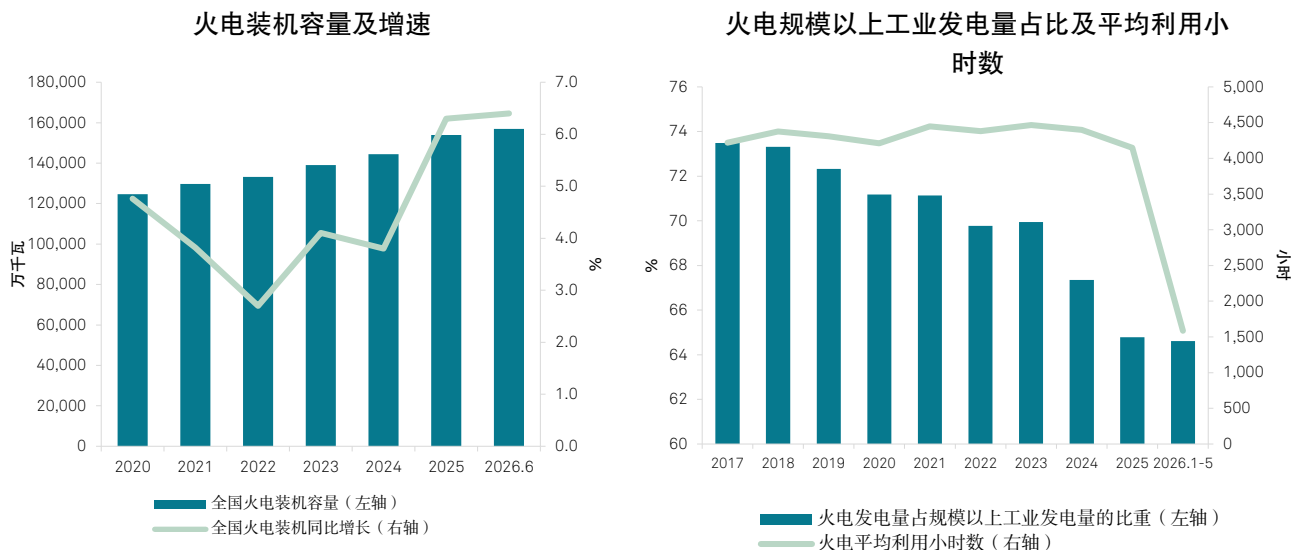
关注

- 全球贸易政策波动及地缘政治对我国进出口贸易和外贸运输需求的影响。
- 个别地区或个别项目流量不足给企业带来盈利压力。

火电

工商企业

装机小幅增长，燃料成本上升压制盈利，但信用质量仍保持平稳



资料来源：国家能源局，国家统计局，中国电力企业联合会，iFinD
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2026 年下半年，火电企业的装机容量将保持小幅增长，燃料成本上升将压制盈利，业内企业盈利能力分化将有所扩大，但整体信用质量保持平稳。

我们预计，2026 年下半年，火电装机容量将保持小幅增长，迎峰度夏及迎峰度冬将对火电出力形成阶段性支撑，但受新能源装机持续扩张及水电来水偏丰挤压，火电在我国发电量中的占比将继续下降。用电需求方面，2026 年 1-6 月全社会用电量累计 50,999 亿千瓦时，同比增长 5.3%。根据中电联预测，2026 全年，我国全社会用电量将增长 5%-6%，达到 10.9-11 万亿千瓦时。装机方面，截至 2026 年 6 月末，全国发电装机容量超过 40 亿千瓦，同比增长 10.8%。1-6 月，火电新增装机 3,836 万千瓦，“十四五”期间保供政策下核准项目进入集中投产期，带动火电装机容量达到 15.7 亿千瓦，同比增长 6.4%。我们认为，2026 年下半年，火电企业仍有一定的新建高效机组和升级改造需求，资本开支保持平稳，装机容量有望小幅增长，但在新能源装机和期内来水偏丰的挤压下，火电利用小时数面临持续下行压力，火电在我国发电量中的占比将进一步下降。

我们预计，2026 年下半年，煤炭价格中枢的抬升将增加火电企业的燃料成本压力，火电盈利能力面临一定下行压力，业内企业之间盈利能力分化有所扩大。2026 年上半年，动力煤价格整体呈增长趋势，进入二季度，煤价涨势进一步加快，以山西优混（5500 大卡）为例，6 月下旬价格达 854.6 元/吨，同比增长 38.1%。展望下半年，在供需紧平衡格局下，煤炭价格中枢有望抬升，这将直接侵蚀火电企业的盈利空间，不同企业之间因燃料采购成本控制能力、机组效率、所在区域电价走势及容量电价回收比例等方面的差异，盈利分化或有所扩大。

我们预计，2026 年下半年，容量电价机制的完善将为火电企业提供一定的收入缓冲，业内企业整体信用质量保持稳定。政策层面，2026 年 1 月，国家发展改革委、

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨

北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

国家能源局联合印发《关于完善发电侧容量电价机制的通知》（发改价格〔2026〕114 号），要求各地将通过容量电价回收煤电机组固定成本的比例提升至不低于 50%，即每年每千瓦 165 元。容量电价的提升有助于部分缓解燃料成本上涨对火电企业盈利的冲击，增强火电企业收入的稳定性。在信用质量方面，尽管盈利分化程度增加，但火电企业以央企和地方国企为主，融资渠道畅通，外部支持有力，整体信用质量有望维持稳定。

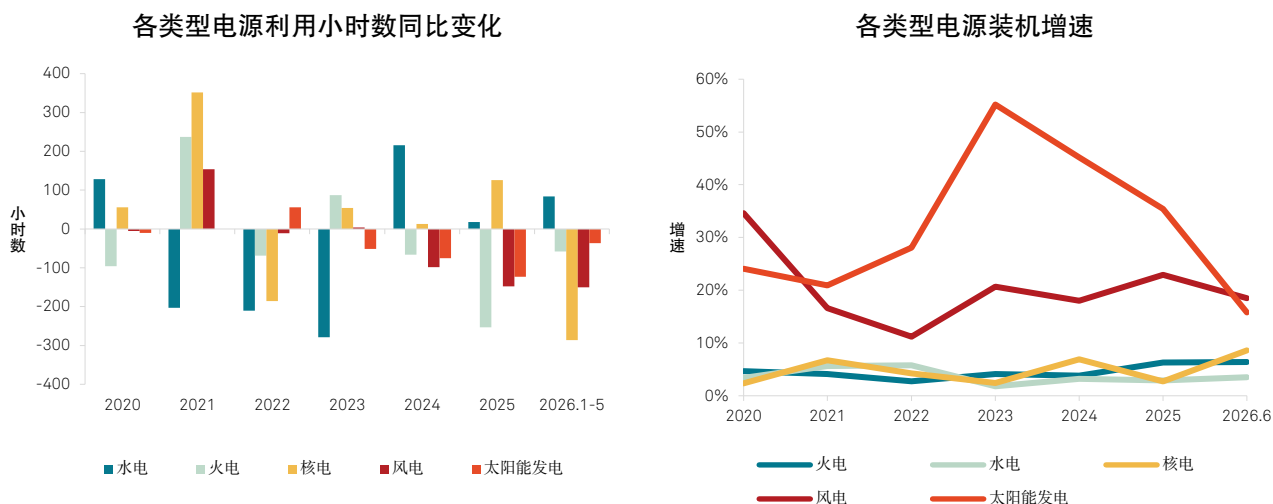
关注

- 煤价中枢持续抬升对火电企业盈利的挤压程度，以及冬季供暖季期间煤价的进一步波动。
- 新能源装机持续扩张及水电来水改善（厄尔尼诺影响下汛期来水偏丰）对火电机组利用小时数和发电量的影响。

清洁能源发电

工商企业

风光发电盈利下行压力仍存，杠杆或进一步上升，水电盈利稳中向好，行业整体信用质量稳定



资料来源：国家能源局，中国电力企业联合会，iFinD
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2026 年下半年，风光发电企业盈利仍然面临下行压力，资本开支维持较高，杠杆水平或进一步上升，水电企业盈利能力稳中向好，杠杆水平将保持稳定。清洁能源发电企业以央企和地方国企为主，再融资能力强，行业整体信用质量将维持稳定。

我们预计，136 号文全面落地后，风光上网电价将进一步下行，市场竞争加剧，风光发电企业在 2026 年下半年仍将面临盈利下行压力。136 号文明确新能源项目上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成。从各省增量项目机制电价竞价结果来看，多数省份竞得价格已低于当地燃煤标杆电价。2026 年山东省新能源机制电价竞价结果为风电 0.310 元/千瓦时、光伏 0.261 元/千瓦时；北京市风光机制电价均为 0.3598 元/千瓦时；甘肃省风电机制电价低至 0.1954 元/千瓦时。全国大多数省份竞出的风电机制电价已低于燃煤标杆电价，大多数区域的代理购电价格较 2025 年同期也有明显下降。综合来看，风光发电全面入市后，上网电价的市场化下行趋势已经确立，风光发电企业的盈利能力预计将持续承压。

我们认为，受益于政策支持和电网配套持续完善，风光发电消纳情况将逐步改善，但短期内消纳压力仍然突出，这也给清洁能源发电企业盈利带来了第二重压力。政策层面，《可再生能源消费最低比重目标和可再生能源电力消纳责任权重制度实施办法》（国家发改委 2026 年第 42 号令）已于 2026 年 8 月 1 日起施行，进一步强化了各省可再生能源消纳责任。2026 年各省份可再生能源消纳责任权重整体较上年提升，预计未来该趋势将持续。电网配套方面，2025 年及 2026 年 1-5 月，电网工程投资完成额分别为 6,395 亿元和 2,309 亿元，分别同比增长 5.1% 和 13.2%。国家电网预计“十五五”期间固定资产投资额达 4 万亿元，较“十四五”投资增长 40%。尽管如此，风光发电短期内消纳压力仍然突出。2026 年一季度，全国风电平均利用率 91.4%，全国光伏发电利用率 90.6%，较 2025 年水平进一步

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

曹艺馨

北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

下降。2026 年 1-5 月，风电设备平均利用小时数仅 802 小时，同比下滑 15.7%，光伏发电设备平均利用小时数 423 小时，同比下滑 8%。2026 年以来，风光装机扩张速度又明显快于电量兑现，短期消纳压力不减。1-6 月，风光装机合计同比增长 16.8%，而全社会用电量仅同比增长 5.3%。我们预计，2026 年下半年，风光发电企业仍将面临较大的消纳压力。

我们预计，2026 年下半年，水电企业的盈利能力将保持稳中向好，核电企业面临的电价压力在政策支持下有所缓解。受益于偏丰的来水量，2026 年 1-6 月，规上工业水电发电量同比增长 9.3%。受厄尔尼诺现象影响，2026 年下半年，我国整体来水量有望维持偏丰，利好水电企业发电量。电价方面，由于水电的市场化交易程度低于火电及风光发电，其电价稳定性也较前述电源品种更好。偏丰的来水量和相对稳定的电价将助力水电企业盈利保持稳中向好。核电方面，2026 年，广西、辽宁推出了核电差价结算机制，有助于缓解核电企业面临的电价下行压力。

我们预计，2026 年下半年，清洁能源发电装机仍将保持增长态势，其中，风光核装机增长较快，水电增长平稳，风电、太阳能发电装机占总装机比重将继续提升。截至 2026 年 6 月底，全国累计发电装机容量 40.4 亿千瓦，同比增长 10.8%，其中，水电 4.5 亿千瓦，同比增长 3.5%，核电 0.7 亿千瓦，同比增长 8.6%，太阳能发电装机容量 12.7 亿千瓦，同比增长 15.8%，风电装机容量 6.8 亿千瓦，同比增长 18.5%，风光合计 19.53 亿千瓦，占全国总装机比重约 48.3%。期内风光装机增速回落明显，主要系 2025 年同期受“136 号文”影响，运营商集中抢装拉高基数所致。根据国家发展改革委、国家能源局《新型能源体系建设“十五五”规划》（发改能源〔2026〕884 号），2030 年，我国电力总装机目标 54 亿千瓦，风光发电装机目标比重超过 50%，在运核电装机达到 1.1 亿千瓦左右。我们认为，2026 年下半年，风光核装机仍将保持较快增长，水电装机则保持平稳增长，较高的资本开支或推高风光核发电企业债务规模和杠杆水平，但业内企业以央企和地方国企为主，融资渠道畅通，能够获得有力的外部支持，预计行业整体信用质量将保持相对稳定。

关注

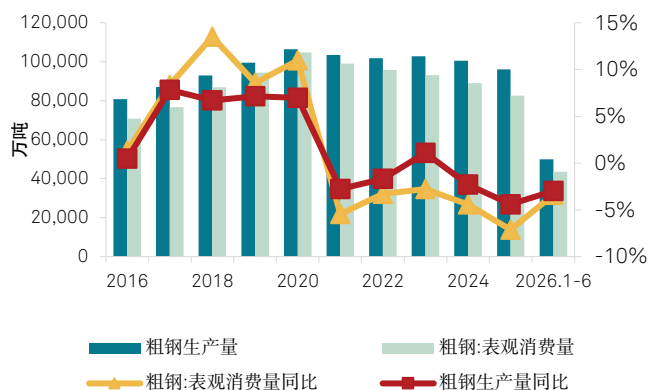
- 各省机制电价竞价结果及市场化交易电价的下行幅度对风光发电企业收入的影响。
- 新能源装机持续扩张背景下，局部地区弃风弃光率反弹对发电企业利用小时数和盈利的挤压。

钢铁

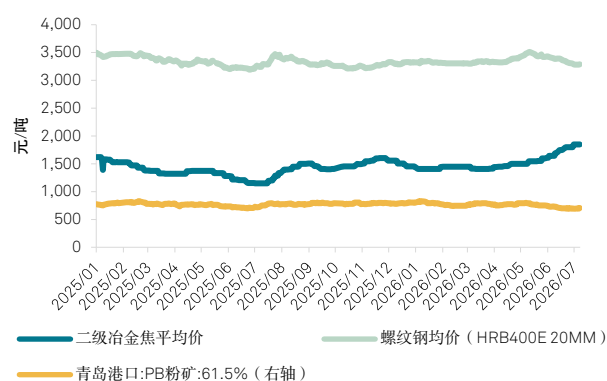
工商企业

下游需求支撑不足，行业财务杠杆将维持高位

供需双弱格局延续，降幅有所收窄



成本抬升挤压利润



资料来源：iFinD、Choice、标普信评整理。
 版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2026 年下半年钢铁行业需求仍较为疲软，同时成本端将有所抬升，钢铁行业下半年盈利仍将承压，同时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，2026 年下半年，钢铁行业需求仍然承压，这主要受房地产投资不足、传统基建投资饱和、制造业投资和出口需求面临高位回落等多重压力所致。2026 年 1-6 月，国内粗钢表观需求延续下滑趋势，主要下游行业中，房地产是最大拖累，房地产开发投资完成额累计同比下降 18.4%，房屋新开工面积累计同比下降 23.4%。我们认为，房地产短期内仍将延续下滑趋势，新开工面积年内难言筑底，下半年仍将构成钢铁内需的主要拖累，但由于房地产用钢需求已连续多年下滑，其在用钢结构中的占比较 2020 年前明显下降，对钢铁需求的拖累将放缓。另一方面，国内传统基建投资趋于饱和，1-6 月，基建固定资产投资累计同比下降 2.4%；制造业投资更多转向新质生产力，制造业固定资产投资额累计同比下降 1.2%。制造业方面，由于高基数影响，汽车和集装箱产量同比分别下降 3.9%和 1.7%，但造船和挖掘机产量分别增长 51.2%和 25.4%，是当前制造业用钢的重要支撑。出口方面，2026 年以来全球贸易摩擦加剧，叠加欧盟碳关税（CBAM）于 2026 年 1 月 1 日正式实施以及中国对部分钢铁产品实施出口许可证管理，1-6 月，我国钢材出口累计同比下降 5.6%。我们预计下半年钢铁出口仍将延续下滑趋势。

在供给端，我们预计在“反内卷”政策逐步落地和产能置换新规的双重作用下，钢铁行业供给端将迎来渐进式优化，但产能出清仍需时间。2026 年“十五五”规划再提综合整治“内卷式”竞争。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。同时，2026 年 5 月，工信部新的《钢铁行业产能置换实施办法》规定产能置换的比例统一提高至不低于 1.5:1，同时设置 2 年后禁止买卖产能指标以及产能置换 24 个月有效期等举措，构建产能供给长效约束机制。我们认为，这种政策引导下的供给收缩将是渐进

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

杨哲

北京

Zhe.yang@spgchinaratings.cn

式的，而非立竿见影的一刀切。当前钢厂为了不失去市场份额，钢厂在亏损边缘被动生产，产能自发出清的积极性不高。

我们认为钢铁行业成本端压力难以缓和，行业利润收缩，杠杆水平仍将维持高位。钢铁行业的盈利水平在成本和价格的双重夹击下 2026 年将同比下降，一方面，2026 年 5 月以来铁矿石价格走弱，但双焦价格受山西安全事故影响有所上涨，成本端压力难以缓解；另一方面成材端由于需求支撑不足，价格无力跟涨。2026 年 1-6 月，粗钢产量同比下降 3.0%，我们预计下半年，在需求承压不足以及反内卷背景下，粗钢产量仍将延续下降趋势。同时，我们认为在钢价相对稳定、成本有所抬升的情况下，钢铁行业下半年盈利仍将承压。随着钢厂盈利能力下滑，停产检修的范围扩大，双焦需求见顶，但山西安全事故后的煤炭复产不确定性较大，预计焦煤供给受限，双焦价格将在高位震荡；同时铁矿石价格将保持在低位。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，行业财务杠杆也仍将维持高位。

我们认为，未来钢铁企业竞争的着眼点将更多地向产品差异化、高端化等方面转移，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。

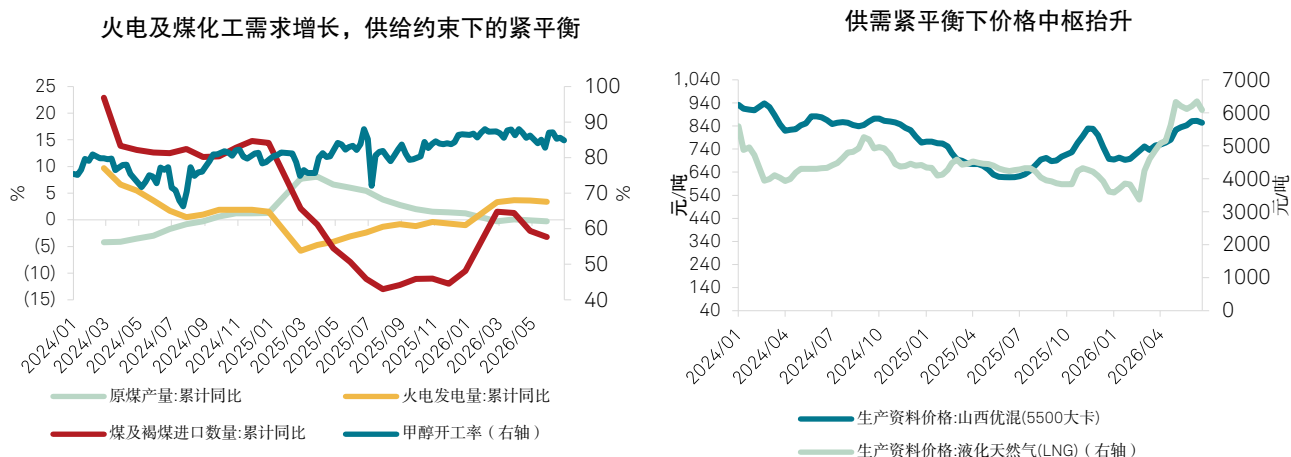
关注

- 行业利润收缩下，企业现金流持续难以覆盖利息支出，警惕高杠杆企业的再融资稳定性风险。
- 地缘政治风险加剧对铁矿石等大宗商品价格波动和出口的影响。

煤炭

工商企业

煤炭价格中枢抬升，行业盈利有所回升



展望

我们预计，2026 年下半年火电煤炭需求维持平稳，化工用煤维持高位，同时供给端受限，煤炭供需整体将维持在紧平衡状态，煤炭价格中枢有望抬升，行业利润将较 2025 年有所修复，信用质量稳定。

我们预计，2026 年下半年火电需求仍将对煤炭需求形成支撑，同时国际油价处于高位，煤化工成本优势凸显，对煤炭的需求有望保持，同时供给受约束较大，预计供需将维持紧平衡状态。需求方面，AI 算力、新能源等新基建持续拉动电力需求，1-6 月，全社会用电量累计同比增长 5.3%，火电发电量累计同比增长 2.9%；化工用煤维持高位，同时房地产景气度仍处于低位，下游冶金及建材用煤需求延续偏弱。此外，我们预计下半年火电需求将维持平稳，煤炭需求总体需求仍具有韧性。

我们预计，煤炭供给方面受约束较大，主要由于山西矿难后安监逐步升级，部分煤矿复产不及预期，同时重点区域超产能力受限。2026 年 1-6 月，全国原煤产量累计同比下降 1.7%，其中山西原煤产量同比下降 5.5%。同时印尼煤炭出口管制政策自 6 月起实施，1-6 月动力煤进口同比下降 6.2%，下半年进口成本抬升，进口量难以反弹。

我们预计，2026 年下半年煤价在供需紧平衡格局下价格中枢预计上移。当前美伊冲突尚未结束，原油价格大幅波动，预计下半年原油价格仍将处于高位，煤化工用煤需求仍较为旺盛，且冬夏为传统用电旺季，电厂用煤需求增长将支撑煤价反弹，在供给端受约束情况下，预计下半年煤炭价格中枢有望抬升。我们认为，行业利润较 2025 年将有所改善，行业主要煤炭企业财务杠杆随盈利的修复将有所回落，多数煤企的流动性风险可控，信用质量稳定；但如果煤炭价格超预期下跌、融资环境收紧，部分债务负担重、盈利能力弱的企业的信用质量可能重新变得脆弱。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

杨哲

北京

Zhe.yang@spgchinaratings.cn

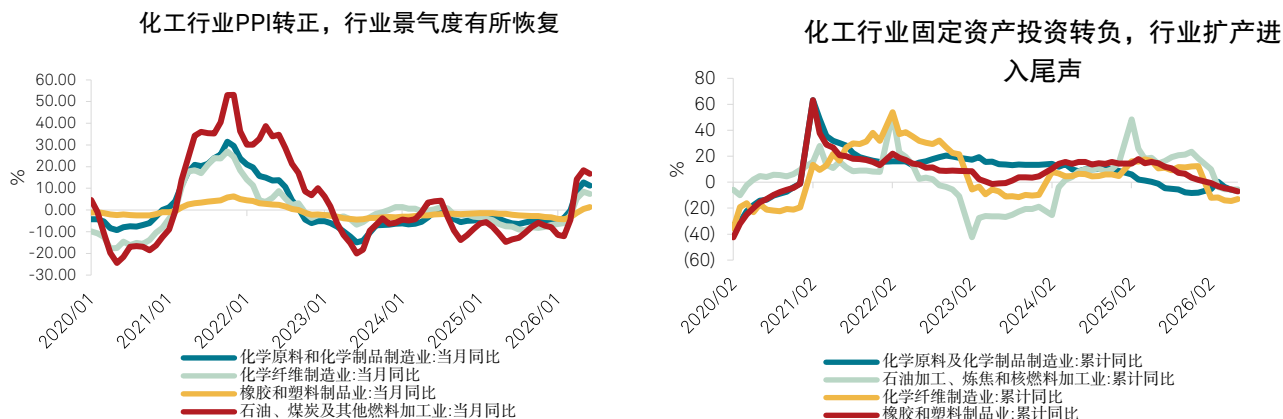
关注

- 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。

化工

工商企业

地炼加速淘汰，煤化工受益，行业景气度有所恢复



展望

我们预计，2026 年下半年需求将呈现结构性复苏。中小地炼企业加速退出，行业供给收缩，成本端油气价格仍将维持在相对高位，煤化工企业受益于产品价格上涨，利润或有所改善。

在需求端，我们预计新材料及化工产品出口需求将有效对冲传统化工产品的需求缺口，化工行业需求将呈现结构性复苏。传统领域方面，国内房地产依然偏弱，但汽车和家电的需求保持平稳；新材料方面，AI 算力与新能源需求带动电子化学品、高端氟材料等快速增长。出口方面，2026 年 1-6 月，中国化学工业及相关工业产品出口累计同比增长 22.6%。我们认为，受美伊冲突影响，霍尔木兹海峡封锁导致其他国家化工产能受到冲击，同时海外化工企业受能源成本高企以及环保压力加大影响，产能退出加快。得益于中国供应链的稳定性，化工产品出口表现强劲。

在供给端，我们预计化工行业扩产接近尾声，同时中小地炼企业加速退出。2026 年 1-6 月，化工行业固定资产投资转负，行业扩产接近尾声。同时美伊冲突持续期间，山东地炼炼油业务陷入全面亏损，即便 6 月以来冲突缓和，油价大幅回落，但仍高于冲突前水平，本年内或处于较高位震荡。我们认为，利润的大面积亏损叠加原料获取不确定性的提升将加速中小型地炼企业的淘汰出清。国家政策已对年产能力不足 200 万吨的小型炼厂设定了明确的淘汰目标，对 200-500 万吨炼厂通过产能减量置换、兼并重组方式优化升级，不允许新增独立中小产能。在油价高位震荡和原料供应收紧环境下，处于边缘地带的中小地炼面临“政策+市场”的双重淘汰压力。

在成本端，我们预计 2026 年下半年国际油价下行空间有限，仍将保持在相对高位震荡。美伊冲突尚未结束，国际油价大幅波动，但即便美伊停战或冲突大幅缓和，中东地区主要产油国油田修复仍需时间，短期产量难以恢复至战前水平。同时全球化工品供应缺口仍需时间修复，煤化工企业有望继续维持较好的利润空间，进而带动财务杠杆回落，但长期景气度的改善仍有赖于需求端的复苏以及供给格局的优化。

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

杨哲

北京

Zhe.yang@spgchinaratings.cn

关注

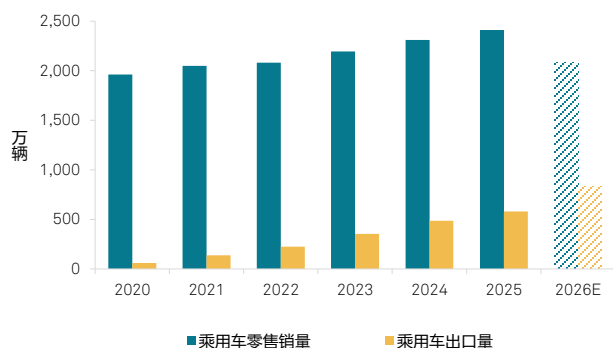
- 反内卷及地炼产能出清情况影响行业整体供给。
- 下游需求的总体变动，包括内需的修复情况、国际贸易摩擦对海外需求的影响。
- 地缘政治风险对全球油气价格、化工企业利润空间的影响。

整车制造

工商企业

补贴透支国内需求，出口持续发力，行业信用分化

2026年内需面临挑战，出口保持增长



汽车制造业利润率仍未显著修复



注：历史数据为广义乘用车销量。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，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2026 年下半年中国国内乘用车销量的跌幅将上半年有所收窄，但全年销量仍将较 2025 年回落，新能源渗透率将持续上升。2026 年乘用车出口将保持强势增长。受国内市场激烈竞争短期内难以缓解的影响，车企利润率和现金流继续承压，企业海外市场拓展也面临诸多挑战，信用质量将持续分化。

我们预计，2026 年中国国内乘用车销量同比下滑幅度或达到 10%-15%。今年以来，需求提前释放、新能源汽车购置税优惠政策退坡及油价高企都对需求造成了冲击。2026 年 1-6 月，国内乘用车零售销量 879.6 万辆，同比下降 20.4%，其中新能源乘用车和燃油车销量分别同比下滑 14.0%和 26.7%。我们预计，在促销费政策发力、新能源供给端的更新以及油价的下降的共同作用下，2026 年下半年，销量的降幅有望收窄。2026 年，新能源渗透率将超过 55%。

我们预计，2026 年下半年中国乘用车出口将延续增长态势，新能源乘用车是主要的驱动力。2026 年 1-6 月，广义乘用车出口增速 70.6%，其中新能源乘用车和燃油车分别增长 124.3%和 35.2%。我们预计，依托中国车企及产业链上企业在技术、规模等方面的优势，2026 年乘用车出口增速有望超过 30%，新能源乘用车占比持续提升。我们观察到，加征关税短期内会对出口形成一定冲击，但中国车企也能够通过价格承诺、产品线调整、海外建厂等方式持续拓展海外市场。例如，欧盟加征反补贴税后，车企通过价格承诺方案豁免反补贴税、向欧盟市场推广插电混车型以及构建海外产能，中国品牌在欧洲市场仍保持增长。近期有外媒报道，欧盟计划对中国制造的插电混也征收额外关税，我们认为，贸易保护主义的抬头增加车企出海的不确定性，但这种影响会随着车企海外本土化生产能力的提升而得到缓解。

我们预计，车价显著下滑的可能性下降，但 2026 年车企之间激烈的竞争态势仍将维持，短期内行业利润率仍将承压。在政府部门和相关机构均明确表示反对行业“内卷式”竞争背景下，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推出更优惠的新车型等手段提升其产品吸引力，因此短期内行业利润率仍将承压。我们认为，落后产能的淘汰是缓解竞争、修复企业利润水平的主要路径，短期内这种产

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn

能出清将以产线调整作为主要路径。我们认为，当下部分车企的利润率较低，长期来看，难以形成规模效应、持续亏损的品牌或将最终退出市场，彻底出清产能。

我们认为，在持续激烈的市场竞争下，信用质量将分化。业务层面，国内的市场需求的不足考验着企业的产品力，海外市场虽然利润率较高，但海外业务的拓展也给企业运营带来诸多挑战。财务风险方面，车企持续面临较大的盈利能力与资金压力，除了国内激烈的竞争带来的利润率的收缩外，车企大多需要维持较高的研发支出，部分车企还需要进行产线的升级以及海外产能的建设，投资支出压力较大。若自身的经营性现金流无法满足投资开支，就需要增加债务。因此，我们预计，中国车企整体的财务风险将呈上升趋势。我们认为，行业的领头羊能够凭借着规模效应、技术优势、较强的海外市场开拓能力保持良好的竞争优势，而难以在国内市场保持竞争力、海外开拓困难、规模持续收缩的车企将加速出清。

关注

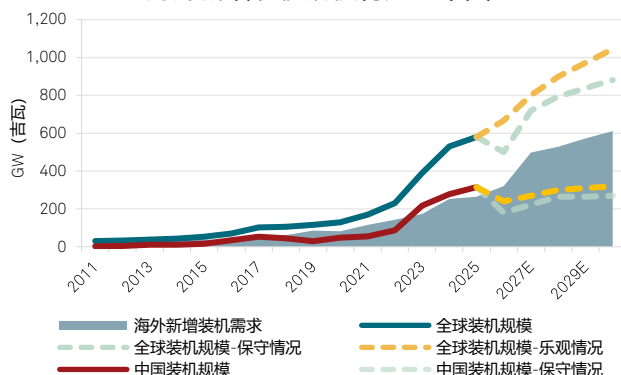
- 宏观经济承压影响消费者的消费意愿，特别是对大宗消费品的需求降低。
- 促销费政策及税收政策使得需求前置，对 2026 年的汽车销量造成负面影响。
- 整车制造企业在激烈的市场竞争中竞争地位和盈利能力的变化。
- 错综复杂的海外环境对车企出口量和出海战略的影响。

光伏制造

工商企业

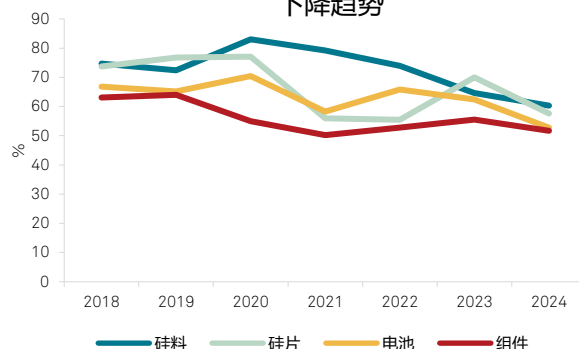
行业深度调整，企业信用风险显著分化

海外新增装机规模将超过中国



光伏制造产业链各产品产能利用率总体呈

下降趋势



注：2026 年至 2030 年预测装机规模参照中国光伏行业协会预测情况；海外新增装机需求按照保守情况估算。全球产能利用率=当年产量/当年产能。

资料来源：中国光伏行业协会（CPIA），IEA，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2026 年光伏制造行业仍处于深度调整期，信用质量显著分化。中国市场的新增装机增长趋于饱和，海外市场将贡献更多增量。2026 年光伏行业整体产能仍处于过剩状态，价格仍未明显修复，政策将推动光伏产业链上产能的出清与升级。我们预计，2026 年光伏企业整体财务状况承压，现金流韧性成为企业生存的关键，资本开支谨慎、再融资压力小、债务率低的企业抗风险能力更强。

我们预计，在全球碳减排共识推动下，光伏作为可再生能源的核心，长期需求前景向好，但中国市场已经趋于饱和，增速受限，2026 年起海外新增装机规模将超过中国。为应对愈发严重的贸易壁垒，中国企业的海外产能布局正从东南亚四国向其他地区转移，全球化布局加速推进。然而，海外生产和销售面临着诸多不确定性和多重挑战，考验企业的管理能力。

我们认为，供给端的产能过剩在 2026 年仍将延续。由于行业进入门槛低，产能持续快速增长，结构性过剩问题显著，产能利用率持续走低，产品价格显著下滑，企业陷入亏损。我们认为，目前制造端和下游应用侧的联合发力将推动行业结构性转型，缺乏技术优势、成本管控能力弱的低效产能将最终退出市场。2026 年 7 月，工业和信息化部联合国家发展改革委、国家市场监督管理总局发布了三项光伏能效强制性国家标准，旨在严控各环节高能耗低效产能，规范光伏行业竞争秩序，推动产业升级。然而，虽然政策在持续推动光伏产业链上产能的出清与升级，但供给端的刚性及需求端增速放缓限制了行业去产能的进程。

我们预计，光伏制造企业的信用质量分化将加剧。头部企业凭借深度一体化布局、领先技术研发、高效全球化运营及稳健现金流管理，展现出一定的抗周期能力。但在低价竞争的市场环境下，企业均面临利润率收缩的压力，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，现金流韧性是目前企业生存的核心。财务稳健企业普遍具备以下特征：杠杆率低（经调整债务/EBITDA 处于行业低位）、EBITDA 稳定、维持正向经营现金流、资本开支审慎。

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn

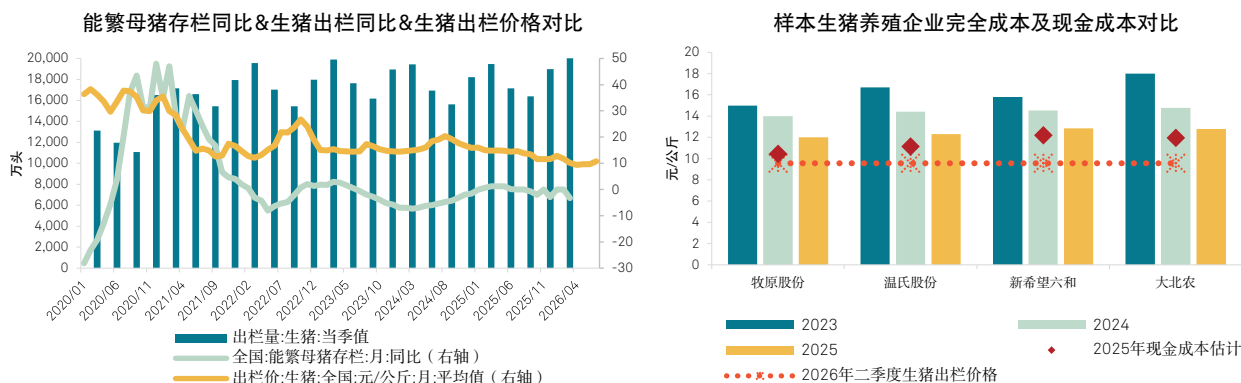
关注

- 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。
- 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。

生猪养殖

工商企业

行业企业亏损将在下半年持续，关注行业尾部出清风险



注：1、现金成本为根据企业披露的营业成本与折旧摊销估算值。2、牧原股份指牧原食品集团股份有限公司；温氏股份指温氏食品集团股份有限公司；新希望六和指新希望六和股份有限公司；大北农指北京大北农科技集团股份有限公司。
资料来源：iFinD，公开资料，标普信评整理。
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，市场产能去化程度仍显不足，叠加龙头抗亏能力加强等因素，2026 下半年生猪供给仍将过剩，抑制猪价反弹势头。我们预计，下半年猪价仍将低于行业平均养殖成本，行业普遍亏损将持续，养殖企业经营性现金流承压、杠杆抬升。

我们认为，多部门去产能调控将为猪价拖底，但当前行业供需失衡未能明显改善，2026 年下半年生猪价格难突破行业平均成本。2026 年二季度生猪出栏均价已跌至 9.6 元/公斤，低于行业平均的现金养殖成本。7 月以来价格出现了一定反弹，我们认为多部门去产能的严格调控将为猪价带来一定的提振，能为当前猪价托底。但行业供需失衡未能明显改善，2026 年下半年低价趋势可能将持续。2026 年一季度末全国能繁母猪存栏 3,904 万头，虽已连续 9 个月环比下行，较 2025 年 2 月高点 4,066 万头累计仅下降 4.0%。但对比农业农村部《生猪产能综合调控实施方案（2026 年修订）》的新版调控方案（3,750 万头）保有量目标，仍存在超 100 万头的去化缺口。我们预计产能收缩传导至商品猪供给存在 10 个月左右繁育周期滞后，下半年生猪出栏总量仍将维持高位，供给相对过剩的情况将持续存在。仔猪数据同步印证产能尚未见底，仔猪价格持续低位震荡，短期难以看到供给端实质性收缩。我们认为，当前行业格局中，龙头上市猪企依托成本、资金与融资三重壁垒显著提升抗亏损能力，延缓产能整体出清节奏，整体供给的去化节奏可能会偏缓。

我们预计 2026 年下半年生猪出栏价将低于行业平均养殖成本，部分生猪养殖企业经营性现金流将呈外流趋势，尾部企业可能面临淘汰出清。2026 年以来生猪出栏价格持续处在 9-10 元每公斤，而行业现金成本最低的牧原股份，在 2026 年 3 月也仅能将成本压至 10.4 元/公斤左右。低于现金成本的猪价，将使行业承受普遍的亏损及现金流外流。我们预计 2026 年下半年养殖企业杠杆将持续走高，行业整体经营性现金流将面临净流出的压力。我们认为，当前行业企业的核心信用驱动因素将是资金储备以及融资能力。头部企业凭借成本优势、资金积累以及融资能力，在行业深度亏损期具备比较强的存续能力，能够持续优化产能、保留优质繁育产能。中小养殖主体现金流及流动性压力较为突出，深度的现金亏损以及更少的现金缓冲

分析师

张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

王璜

北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn

会使其流动性情况更为脆弱。行业尾部的中小养殖场、高成本散户及高杠杆中型猪场，可能面临淘汰与出清。

龙头企业融资能力维持稳定，但企业杠杆差异较大，财务风险存在较大差距。牧原股份、温氏股份、新希望六和三家龙头企业历经多轮猪周期，已积累周期应对经验和承压能力。2026 年一季度行业亏损期内，三家企业未使用授信仍维持住了稳定。牧原食品、新希望六和及新希望集团在 2026 年也均有债券的发行，直接融资渠道仍得到维持。我们认为，即使是在行业周期低谷，三家龙头企业都将继续获得金融机构的支持。但需要注意的是龙头企业杠杆水平、财务风险存在较大差异。新希望集团债务基数大，导致其现金流对债务的覆盖程度低，总债务/EBITDA 规模在行业景气的年份仍然超过了 10 倍。尽管公司现金流规模可观，过去两年 DCF（可支配现金流）维持在 40-50 亿元，但公司短期借款及一年内到期的非流动负债超 400 亿元，即便假设 120 亿元现金及现金等价物能灵活使用，其偿债来源对于到期债务的覆盖能力仍较弱。这将使公司在行业周期与融资环境波动时处于相对被动的地位。温氏集团虽杠杆呈现较大波动性，但债务总额相对可控，整体与其现金流创造能力相匹配。牧原股份杠杆水平尚可，但需要注意其与关联方的关联交易以及股东对其股份的质押，可能需要进一步综合考虑其控股股东牧原实业集团有限公司的财务状况。

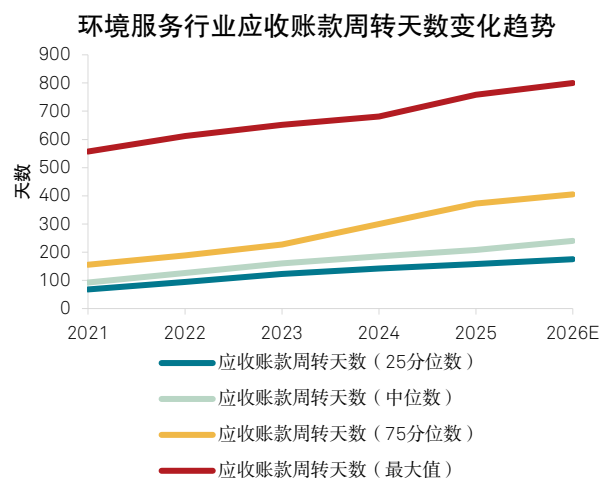
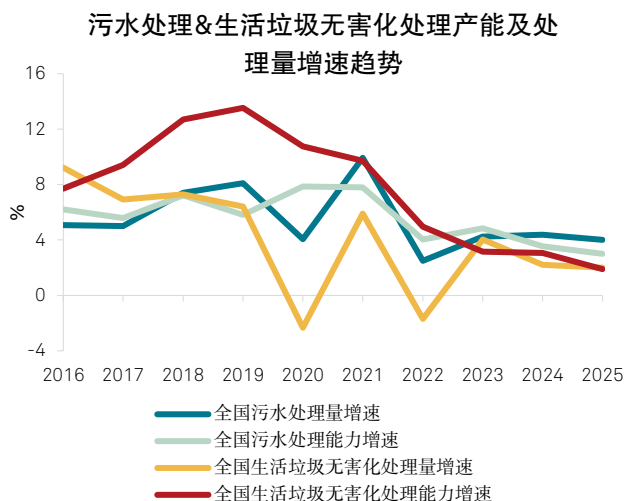
关注

- 2026 年下半年行业承受普遍的亏损及现金流外流，尾部企业可能面临淘汰出清风险。
- 龙头猪企财务风险存在较大差距，关注高杠杆企业再融资情况。

环境服务

工商企业

地方财政承压，行业内企业回款压力持续上升



注：1、因《2025 年中国生态环境统计年报》暂未公布，因此 2025 年污水处理相关数据为估计值。生活垃圾无害化处理相关数据为《2025 中国生态环境状况公报》中公布的初步核算值。
2、2026 年行业应收账款周转天数为预测值
资料来源：iFinD，住建部，标普信评整理。
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们认为，2026 年下半年环境服务行业整体将延续当前的存量竞争格局。污水处理与固废处理两大核心子行业均已经走过大规模基建扩张阶段，现已进入以运营效率和服务质量为核心的存量竞争期。行业内企业的资本开支趋于理性，企业战略重点从规模扩张逐步转向存量资产精细化运营，我们预计，大部分企业的债务规模和杠杆率水平预计将保持稳定。

我们注意到，环境服务行业下两大子行业面临的核心矛盾各有不同：污水处理企业的主要症结在于地方政府结算拖欠导致的回款困局，而固废处理企业则还需面临国补退坡与产能过剩的双重挤压。我们预计，下半年行业信用基本面将继续分化，运营效率高、在财政实力较强地区开展业务的企业竞争优势将进一步巩固，而业务集中于财力相对薄弱地区的企业的信用质量则将承压。

我们预计，2026 年下半年污水处理行业仍将面临地方政府结算拖欠带来的回款压力。污水处理行业普遍实行政府付费模式，企业并不直接面向终端用户收费，即政府向用户征收污水处理费后定期与污水处理企业按实际处理量和约定单价进行结算。当前主要城市污水处理顺价机制总体运行良好，污水处理费价格足以覆盖成本，行业毛利率维持在 30%-50% 的合理区间。但受地方财政压力影响，污水处理费结算拖延现象较为普遍，近五年行业应收账款周转天数持续攀升，企业面临的核心矛盾主要为回款周期的持续拉长。我们发现，环境服务行业企业的应收账款周转天数中位数已从 2021 年的 92 天上升至 2025 年的 217 天，年均复合增长率约 24%，其中污水处理行业的回款周期延长尤为明显。我们预计，供水和污水处理业务一体化经营的企业因供水业务现金流相对稳定，抗风险能力较强；而业务单一、仅从事污水处理业务的企业回款压力更大，信用质量承压更重。

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王子天

北京

Zi tian.wang@spgchinaratings.cn

我们预计，2026 年下半年固废处理行业除垃圾处理费回款周期趋长外，还将面临产能过剩与国补退坡的双重压力。固废处理企业主营业务主要以垃圾焚烧发电为主，营业收入通常包含地方政府支付的垃圾处理费和发电收入。其中垃圾处理费回款与污水处理费类似，主要依赖项目所在地的地方财政结算，发电收入中标杆电价部分结算通常较为及时，但可再生能源国家补贴部分可能存在延期支付的现象。我们注意到，全国垃圾无害化日处理能力已达约 120 万吨，但产能利用率仅约 6 成，部分地区垃圾焚烧项目“吃不饱”问题突出，部分企业甚至需自行跨区域争夺垃圾来源。与此同时，未来垃圾发电国补政策趋严，存量项目国补预计将于 2028 年起陆续退出，电价收入下降将对行业内企业的收入规模和利润水平形成一定冲击。我们预计，具备规模优势、多元化收益能力（如热电联产、绿证交易）的企业抗压能力更强，而对补贴依赖较高、低负荷率运营项目的企业面临经营困境的可能性会有所上升。

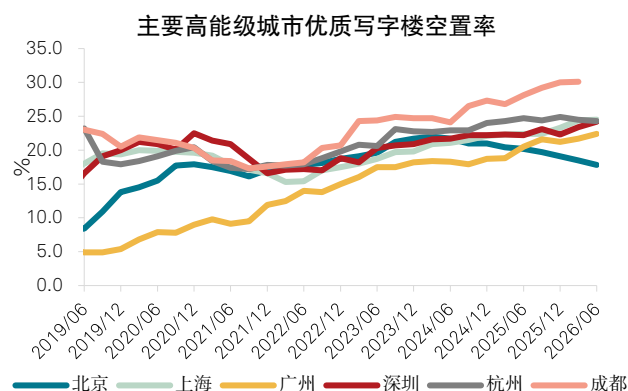
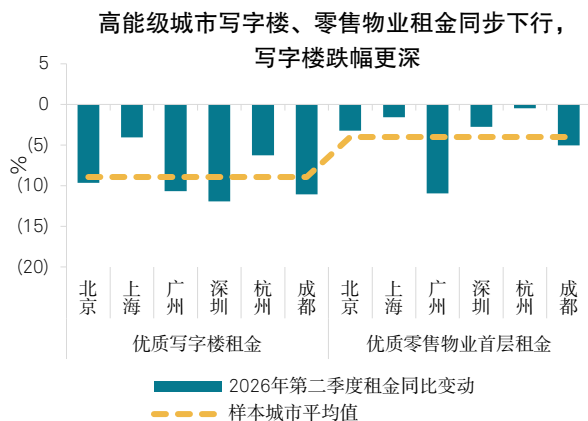
关注

- 地方财力承压，环境服务企业回款压力预计将进一步上升。
- 固废处理产能过剩，部分固废处理企业可能需跨区域争夺垃圾来源。
- 可再生能源补贴政策持续收紧，固废处理企业收入规模和利润水平预计将承受一定压力。

商业物业持有运营

工商企业

供需失衡，租金及空置率继续承压



注：左图成都租金同比变动采用 2026 年一季度数据，其余城市为 2026 年二季度数据。
资料来源：世邦魏理仕，ifind，标普信评整理。
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2026 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。受企业投资意愿偏弱、供给持续投放的影响，写字楼的租赁需求仍然承压，下半年高能级城市优质写字楼空置率将维持高位。受供需失衡影响，产业园类物业的租赁形势更加严峻。当前消费预期仍然偏弱，但在服务类消费和新兴消费主题的支撑下，优质零售物业的出租率和租金有望保持一定韧性。下半年，商业物业持有运营企业或仍将通过“以价换租”来维持出租率，企业的收入和利润将承压，杠杆率存在上行压力。多数商业物业开发企业的财务策略相对保守，园区开发企业的资本开支也度过高峰期，预计行业整体财务风险可控，企业信用质量将保持稳定。

我们预计，2026 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。由于宏观经济趋缓、就业预期承压、企业投资意愿疲软等因素，新租办公楼的需求或将继续下行。业主可能将继续提供租金优惠，以维持经营稳定。相较优质写字楼，产业园类物业的租赁形势更加严峻，租金降价压力更大。产业园开发受产业周期与政策导向影响更为显著。2019-2022 年，各地基于对产业发展、招商引资的乐观预期，规划新建了大量产业园；这些园区历经三年建设，集中在 2023-2025 年间投产运营，向市场释放巨量供给。但彼时宏观经济与产业景气度同步走弱，园区市场供需失衡问题凸显。我们预计，当前产业园物业的新增供给已经度过高峰，总体进入存量消化阶段，但供需失衡的状况将持续多年，租金水平还会下行。我们认为，零售物业整体的租金表现将好于写字楼和产业物业。当前消费预期总体仍然偏弱，不同消费品类的分化明显。上半年受以旧换新政策力度减弱影响，汽车、家电等大宗消费品消费明显下滑，拖累社会消费品零售总额走势。但是餐饮、教育、体育、文化等服务类消费的增速保持了相当的韧性。下半年“服务强，商品弱”的消费趋势仍将延续，零售物业的压力和机遇并存。与此同时，潮玩、悦己经济、银发经济、宠物经济等新兴消费主题持续发展，也将对零售地产市场需求构成支撑。我们预计，优质零售物业的租金水平虽然承压，但下降趋势弱于写字楼物业，保持相对稳定。

分析师

张任远

北京

Renxuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪

北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

我们预计，由于租赁需求不足，叠加市场新增供应放量，全国写字楼平均空置率将维持高位，高能级城市的办公楼市场整体仍将处于供过于求的状态。在政策大力鼓励科技创新的背景下，未来一段时期的新增需求或主要来自于新质生产力相关行业的企业。产业园方面，整体空置率仍将上升；缺少区域产业支撑、配套服务薄弱、政策资源不足且产品完全同质化的园区，空置压力更为突出。受到服务类、体验性消费活跃的提振，零售物业的空置率相对抗压，预计总体保持平稳。

我们预计，商业物业持有运营企业的利润率将承压，写字楼物业和园区运营企业的压力相对更大。企业或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，但管销费用及物业维护等成本较为刚性，难以显著压降，因此利润率会呈下行趋势。随着行业利润率下降，行业内企业杠杆率存在上升压力。不过，多数写字楼和零售物业开发企业的财务策略相对保守，园区开发企业的资本开支也普遍度过高峰期。因此，我们预计行业整体财务风险可控，企业信用质量将保持稳定。

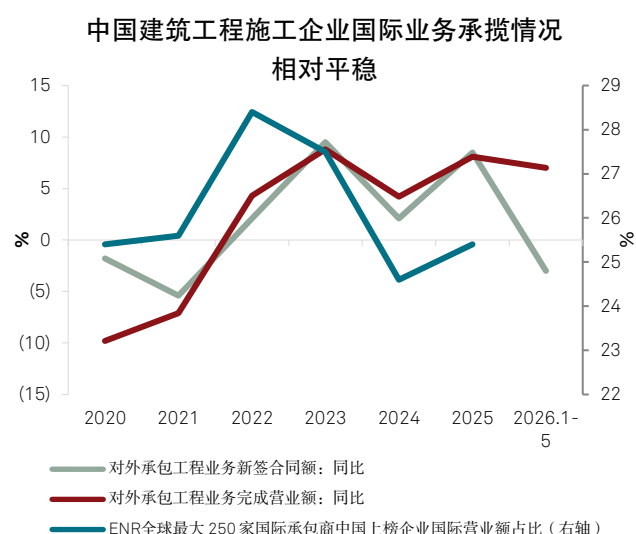
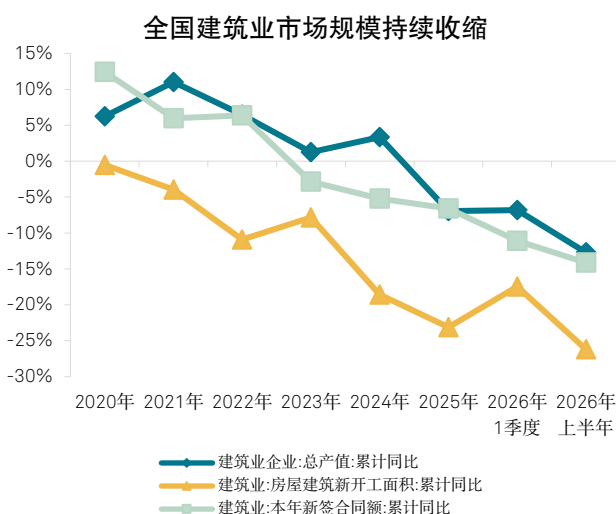
关注

- 写字楼和产业园物业整体处于供过于求的状况，空置率或长期维持高位，租金水平持续下行。
- 企业将继续通过“以价换租”来维持出租率，令收入和利润水平承压。

建筑工程施工

工商企业

境内展业或现阶段拐点，境外展业难有突破，下游资金链好转未现曙光



展望

我们预计，2026 下半年建筑工程施工行业将较上半年有所改善，新签订单降幅将有所收敛，但全年仍将出现负增长；同时，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，建筑业企业的信用质量将延续分化趋势。

我们预计，受益于“十五五”新政策和规划出台，2026 下半年建筑工程施工行业将较上半年有所改善，新签订单降幅将有所收敛，但全年仍将出现负增长。2026 年一季度，建筑工程施工行业基本仍处于深度调整状态，全行业新签订单和产值均处于负增长状态。我们认为，前期新签订单同比大幅下降的原因主要为房地产景气度下行导致新开工需求不足，以及政府于“十四五”期间的重大投资逐步收尾导致建筑市场存在阶段性的失速。不过，随着“十五五”期间相关政策和规划的出台，包括水网、新型电网、算力网、新一代通信网、城市地下管网、物流网的“六张网”相关建设将得到加速推进，符合条件的重大工程项目可实现尽早开工建设。我们预计，受限于项目立项审批、规划许可、专项评估、招标等流程需要一定周期，2026 年上半年整体状态将与一季度变化不大，但是政策效果将在下半年得到体现，这一点或已从建筑业新订单指数等先行指标有所反映，2026 年 1-2 月指数均弱于 2025 年同期，但 3 月指数已与 2025 年同期持平，4-6 月均已高于 2025 年同期。我们预计，由于上半年数据存在拖累且房地产市场景气度仍将较为低迷，2026 年全年新签订单同比仍将有所下滑。

我们预计，2026 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，但是国际营业额合计占比一直难有进一步突破，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处于瓶颈。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

分析师

张任远

北京

Renyan.zhang@spgchinaratings.cn

王宇飞

北京

Fred.wang@spgchinaratings.cn

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。

我们预计，2026 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，2026 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，尤其是竞争力较弱的中央及地方国有企业，一方面面临建工业务的大幅下滑，另一方面自身灵活控制人员等成本费用的能力弱于民营企业。

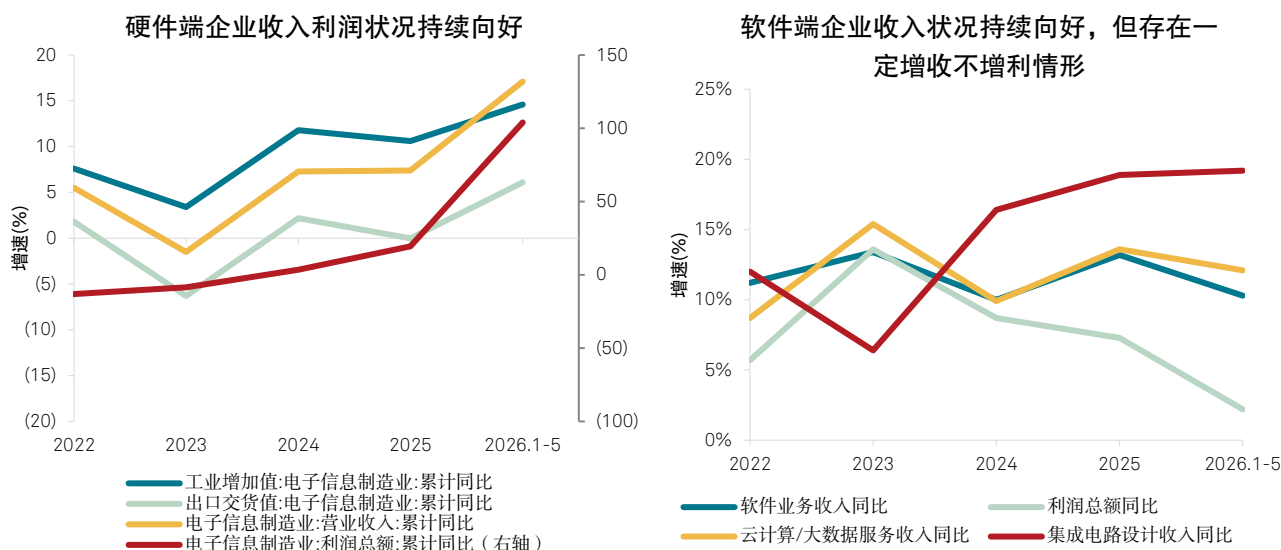
关注

- 关注不同企业在面临境内业务下游需求萎缩和海外项目增长乏力状况下的经营策略调整效果。
- 关注行业整体所面临的资金周转压力变动情况。
- 关注 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。
- 关注建筑央企根据国务院国资委要求全面组建自有产业工人队伍的执行进展和对自身成本费用的影响，以及对其他市场主体的挤出效应。

科技软件及硬件

工商企业

AI 驱动行业景气度持续提升，硬件端与软件端略有分化



资料来源：工业和信息化部，标普信评整理。
 版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，受益于 AI 算力设施的部署及国产替代进程，2026 年下半年科技软件及硬件行业整体将延续上半年的高景气度，但是硬件端相对软件端仍将受益更大。

我们预计，硬件端于 2026 年下半年整体仍将保持高景气度，主要体现于 AI 服务器相关设备及其上游产业链。根据市场调研机构统计，2026 年全球九大云计算服务商（谷歌、AWS、Meta、微软、甲骨文、字节跳动、腾讯、阿里巴巴、百度）合计资本支出约 8300 亿美元，同比增长 79%。国内三大运营商虽然资本开支整体有所下降，但是在算力相关投资方面仍保持两位数增长。上述需求将激发上游供应商持续扩产，相关产品制造商将因此受益，并进而传导至更上游的设备制造商及材料商，其中最为显著的就是存储芯片领域。存储芯片受 HBM、服务器 DRAM、企业级 SSD 需求拉动，供需持续偏紧，存储器价格下半年有望维持高位。不过，受制于海力士、美光、三星产能向 HBM 倾斜，存储芯片市场出现结构性供需失衡，LPDDR4/5 价格持续走高，智能手机品牌商为缓解成本上涨压力被迫涨价，对于销量已产生一定负面影响，降本增效压力凸显。根据 IDC 统计，2026 年第一季度全球智能手机出货量同比下降 4.1%。

我们预计，外部地缘政治封锁导致的供应链断裂风险，国产替代进程仍将持续推进，下半年将迎来良好时间窗口。2026 年上半年，美国及日本等国家以技术封锁与出口管制方式保持对中国高科技领域的遏制态度，美国陆续又提出《芯片安全法案》《硬件技术控制多边协调法案》等多项法案及措施意图切断对中国的光刻机及低温蚀刻设备等设备销售及后续维保，并要求包括日本、荷兰在内的盟友跟进，中国也根据《中华人民共和国出口管制法》《中华人民共和国两用物项出口管制条例》采取多项针对性反制措施，外部地缘政治封锁导致的供应链断裂风险未见明显缓和迹

分析师

张任远

北京

Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

王宇飞

北京

Fred.wang@spgchinaratings.cn

象。我们预计，由于上述国家相关政策仍将持续，外部地缘政治风险难以显著改善。上述环境下，国家战略安全及产业自主可控需求仍极为强烈，国产替代仍将在半导体领域等持续推进。我们认为，这种环境下更加有利于具备相关技术实力的企业进入供应链进而扩大市场份额。通常，半导体领域变更设备和材料供应的成本包括验证失败风险、产线停机损失及良率爬坡损耗等，高昂的成本导致晶圆厂更换供应商的意愿很低。不过，在目前国内供应链中 EUV 光刻机、薄膜沉积设备等设备和高端光刻胶、电子特气等材料已经断供的情况下，国内相应设备和材料商产品研制成功后可较以往更快的获得认证排期，尤其是 2026 年下半年国内新建 12 英寸晶圆厂集中投产的阶段，相应设备和材料将迎来良好的认证机遇。

我们预计，软件端景气度于 2026 年下半年整体得到保持，云计算/大数据服务和集成电路设计领域将持续向好，但呈现增收不增利的情形。软件业收入中软件产品相关收入仅占约 20%，信息技术服务收入占比约 70%，信息技术服务收入中云计算/大数据服务和集成电路设计占比约 20%。近年，软件业收入增速整体保持稳定，但利润总额增速持续低于收入增速且逐年下滑。我们认为，出现上述情况的主要原因为生成式 AI 降低了代码生成门槛，导致软件业的业务结构中定制化比重提高，而该类业务需要匹配大量的人力，盈利空间相对更小。此外，宏观经济弱势运行导致服务采购方的采购价格下降等因素也不容忽视。与硬件端类似，软件领域 AI 应用渗透率提升及国产替代进程也造成细分行业冷热不均。近年来，云计算/大数据服务和集成电路设计业务收入增速高于行业整体增速，反映出上述领域的需求非常旺盛且持续性高。伴随使用门槛的降低与嵌入工作流的顺畅，应用智能体将变得更为便捷，市场渗透率将进一步提升，相关服务的订阅收入或 token 收入将进一步增加。随着国产替代进程的推进及 ASIC 芯片的百花齐放，集成电路设计业务需求将进一步增加。

我们预计，科技软件及硬件行业下半年融资仍将较为便利。宏观层面，下半年国内资金面仍将维持较为宽松的状态，融资成本保持在低位。政策方面，2026 年 4 月中国证监会发布《关于深化创业板改革更好服务新质生产力发展的意见》，IPO 标准得到再次优化，对于未盈利门槛进一步降低且允许首次公开发行在审企业面向老股东开展增资扩股等活动。同时，交易商协会和中国证监会分别发布《关于进一步优化科技创新债券机制的通知》和《推动科技创新公司债券高质量发展工作方案》，扩大科技创新债券的发行主体范围并优化审核流程。我们认为，科技软件及硬件企业融资便利度将持续受益于上述因素。

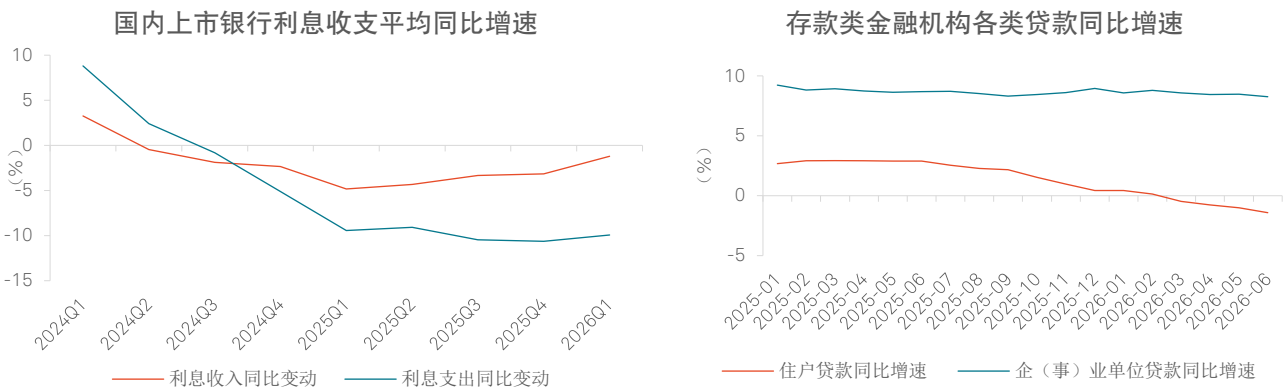
关注

- 关注 AI 云服务商盈利性变化情况及对 AI 服务器等资本开支后续意愿的影响。
- 关注外部地缘政治对供应链稳定性的影响。
- 关注具身机器人、智能体等终端软硬件渗透进程。
- 关注金刚石散热、先进封装领域新技术导入进程。

商业银行

金融机构

负债端重定价有助于释放商业银行息差压力，零售贷款投放持续缩量



资料来源：中国人民银行、银行公开信息，标普信评整理。
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

2026 年上半年，在负债端成本得到有效控制，息差企稳的背景下，银行业的营业收入有所修复。国内 42 家上市银行在 2026 年一季度营业收入平均同比增幅为 7.29%，较 2025 年一季度的同比下降 0.05% 有显著改善。

随着商业银行存款重定价的持续推进，商业银行的息差压力将得到缓解。2024 年以来随着市场利率的不断下探，商业银行的利息收入持续呈现下降趋势，由于负债端的重定价周期比资产端整体更晚，因此负债端的利息支出在 2025 年才出现较为明显的大幅下降。随着资产收益率和负债成本率的逐步匹配，商业银行的息差亦逐步稳定，2026 年一季度，商业银行平均净息差为 1.40%，同比仅小幅下降 0.02 个百分点，我们预计 2026 年全年的净息差将稳定在 1.40% 附近小幅波动。

在信贷投放上，目前商业银行主要依赖对公贷款保持信贷增量，零售信贷需求持续偏弱。根据人民银行披露数据，截至 2026 年 6 月末，企（事）业单位贷款同比增速 8.26%，住户贷款同比则减少 1.42%，零售类贷款近四个月持续负增长。这一宏观趋势也使得部分侧重零售业务的商业银行信贷投放更加困难。这一宏观趋势也使得部分侧重零售业务的商业银行信贷投放更加困难。

国内银行业资本充足水平整体表现稳健，信用成本上升主要体现为对盈利性的影响。截至 2026 年一季度末，商业银行平均一级资本充足率为 12.05%，同比下降了 0.13 个百分点，总体表现平稳。2026 年一季度，商业银行平均净资产收益率 7.97%，同比下降了 0.85 个百分点。近年来银行的盈利性能力下降一方面是来自息差下降的压力；另一方面，信用成本消耗增加也使得盈利能力受到挑战，2026 年一季度 42 家上市银行信用减值损失平均同比上升 33.67%。

零售贷款资产质量面临较大压力，银行通过核销和不良资产处置等策略维持不良贷款率指标保持稳定。截至 2026 年一季度末，商业银行平均贷款不良率为 1.51%，较 2025 年末略微增长 0.01 个百分点，整体维持稳定，在实践调查中我们看到更多的商业银行在零售贷款端面临更大的资产质量压力。同时，我们也看到银行更多

分析师

邹雪飞
北京
Eric.zou@spgchinaratings.cn

栾小琛
北京
Collins.luan@spgchinaratings.cn

地通过贷款核销来维持当前资产质量，2026 年一季度存款类金融机构贷款核销增加 3,272 亿元，同比多增 367 亿元。

商业银行融资结构稳定，流动性保持健康水平。过去一年银行业整体贷款投放偏弱，吸收存款大于发放贷款，2026 年一季度末，商业银行平均存贷比为 79.74%，同比下降 0.27 个百分点；流动性覆盖率 151.65%，同比上升 5.45 个百分点。

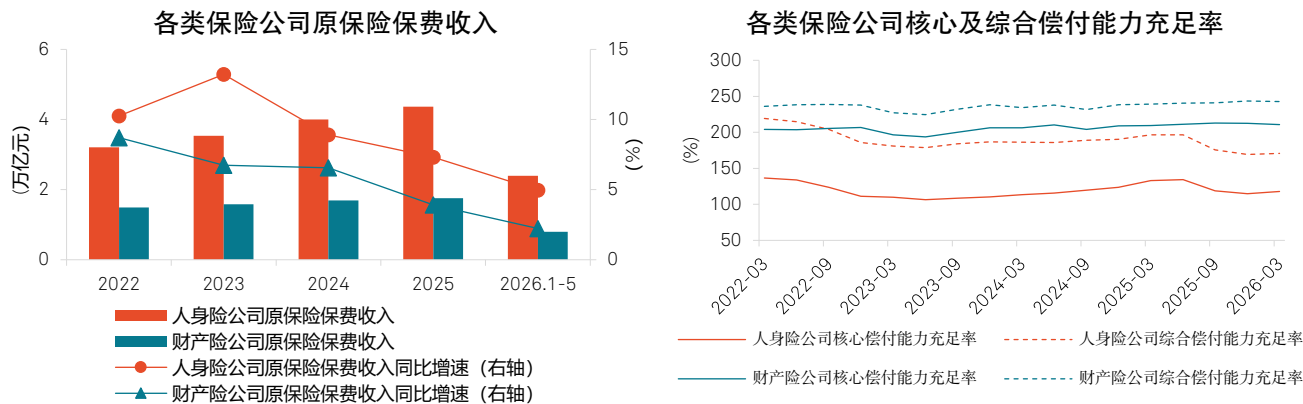
2026 年以来，个别民营银行因严重信用风险被监管实施接管处置，部分区域中小银行风险化解紧迫性上升，混合资本工具风险显现。展望 2026 全年，区域经济修复节奏分化、零售经营贷与地方地产存量风险仍将持续暴露，地方经济较弱地区的中小银行出险概率更高。区域性银行不良资产处置、资本补充、负债成本管控将是未来 12 个月风险化解核心议题。

关注

- 需关注零售业务对银行盈利能力及资产质量的影响。
- 部分信用质量较弱的区域性银行风险化解情况。

保险公司

保险公司偿付能力整体充足，但业务增长承压，部分人身险公司久期缺口有待优化



资料来源：国家金融监督管理总局，标普信评整理。
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

我们预计，2026 年下半年保险公司的保费收入增长仍将面临较大压力。2025 年，人身险公司的原保险保费收入 4.36 万亿元，同比增长 7.31%，增速进一步放缓。这主要是由于当年预定利率与市场利率的挂钩使得部分保险产品预定利率下降，新单增长略有乏力，且在“报行合一”的影响下，渠道销售积极性有所下降。对于财产险公司而言，在国内机动车总量趋于饱和、车均保费下降的影响下，车险保费收入增速放缓，进而导致财产险公司 2025 年原保险保费收入 1.76 万亿元，同比仅增长 3.92%。

保险公司业务资源向头部集中的竞争格局将保持不变。截至 2025 年末，在国内 91 家人身险保险公司中，中国人寿、平安人寿、太保人寿、新华人寿、泰康人寿与太平人寿 6 家保险公司的原保险保费收入市场份额约 50%。财产险公司的马太效应更加明显，仅人保财险、平安财险与太保财险 3 家保险公司的原保险保费收入就占到了 89 家财产险公司的 63%。头部保险公司凭借雄厚的资本实力、丰富的渠道资源以及领先的品牌认可度等优势，在可预见的未来仍将保持很强的竞争力，头部集中格局将长期维持。

人身险公司的偿付能力相对趋紧，财产险公司则继续保持平稳。人身险公司近期的偿付能力指标整体有所下行，这主要是由于偿二代二期过渡期的结束、750 日平滑曲线持续下行、储蓄型保险业务量上升等因素影响所致，但仍满足监管底线要求。截至 2026 年 3 月末，人身险公司的核心和综合偿付能力充足率分别为 118.1%和 170.7%。财产险公司近年来偿付能力充足、指标表现稳定，相关指标的表现整体优于人身险公司。2026 年 3 月末，财产险公司的核心和综合偿付能力充足率分别为 210.6%和 242.6%。

人身险公司普遍面临久期匹配与偿付能力间的平衡挑战。人身险公司的传统长期保险产品对偿付能力的消耗较低，但通常久期较长，资产端难以找到久期匹配的产品。因此增加此类产品的销售占比可能加大保险公司久期缺口，在利率下行周期会持续拖累公司内生资本。另一方面，中短期储蓄型保险产品虽然久期较短，但对偿付能

分析师

陈奇伟
北京
Qiwei.chen@spgchinaratings.cn

栾小琛
北京
Collins.luan@spgchinaratings.cn

力的消耗较大，且在当前利率下行环境下容易产生利差损风险。目前，人身险公司平均久期缺口大约在 8 年左右，较 2023 年的 6 年左右有所提高。另一方面，财产险公司的保险产品期限很短，以低偿付能力消耗的一年期车险为主，资产久期普遍大于负债端。

个别资本补充债券未来的兑付情况值得关注。“15 天安财险”在 2025 年的违约打破了国内保险业公司债券的“零违约”记录。我们认为，对于业务稳定性欠佳、财务实力偏弱、偿付能力承压严重的个别中小保险公司，其所发行的资本补充债用来吸收损失的可能性远大于偿付能力充足的保险公司。目前，我们观察到个别有存续资本补充债券的保险公司偿付能力报告未及时披露或监管指标未达标，相关债券的兑付情况值得关注。另一方面，保险公司发行的永续债信用质量良好，截至目前未发生任何风险事件，主要也是因为发行永续债的保险公司均为头部大型机构，自身信用质量很高。

关注

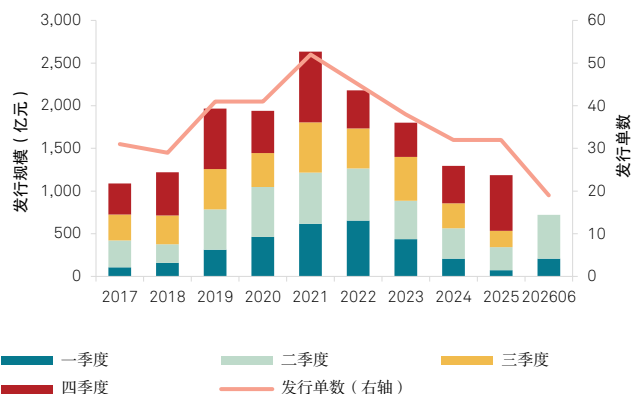
- 需关注未来保险公司保费收入的增长情况。
- 人身险公司资产负债期限错配较为明显，需关注利率下行环境下的利差损风险。
- 个别保险公司发行的资本补充债券到期兑付情况。

车贷 ABS

结构融资

发行有所回暖，信用分化延续

2017年至2026年6月末车贷ABS发行情况

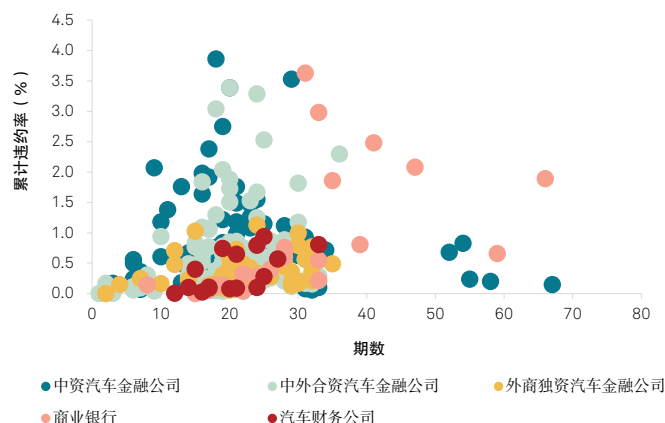


注：上图数据截至 2026 年 6 月末。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各类型发起机构车贷ABS累计违约率



展望

发行方面，2026 年上半年个人汽车抵押贷款资产支持证券（以下简称“车贷 ABS”）发行有所回暖，合计发行 19 单，发行规模约 721.48 亿元，同比增长约 110%；其中，绿色车贷 ABS 共发行 5 单，发行规模约 164.90 亿元，占比约 23%；发起机构主要为中资汽车金融公司和中外合资汽车金融公司，二者合计发行规模占比超 85%。我们预计，2026 下半年车贷 ABS 的发行有望继续保持良好势头，发起机构仍将以汽车金融公司为主；同时，国内新能源市场的发展亦为基础资产中绿色资产占比的提升提供了坚实基础。

信用表现方面，已发行车贷 ABS 的累计违约率大部分在 2% 以内。发起机构间的资产表现呈分化态势，汽车财务公司和外商独资汽车金融公司的表现较优；同时，部分发起机构近年发行的车贷 ABS 累计违约率较前期上升明显。尽管近年来车贷 ABS 的资产逾期率有所攀升和波动，但车贷 ABS 整体的累计违约率仍处于较低水平。我们预计，2026 下半年，受宏观经济影响，叠加行业竞争形势、基础资产特征变化等因素，车贷 ABS 的资产表现或仍将有所承压，但存续车贷 ABS 产品表现将继续保持稳定。同时，不同机构间风险偏好、风控能力、客群定位存在差异，叠加行业竞争、客群下沉、首付比例限制取消、合同期限拉长等因素，我们预计不同发起机构、不同类型入池资产的信用表现或将进一步分化。

关注

- 国内汽车产业转型升级持续深化以及行业竞争形势延续，进一步考验发起机构的风险偏好和风控能力。

分析师

朱偲玥

北京

April.Zhu@spgchinaratings.cn

张恩杰

北京

Enjie.Zhang@spgchinaratings.cn

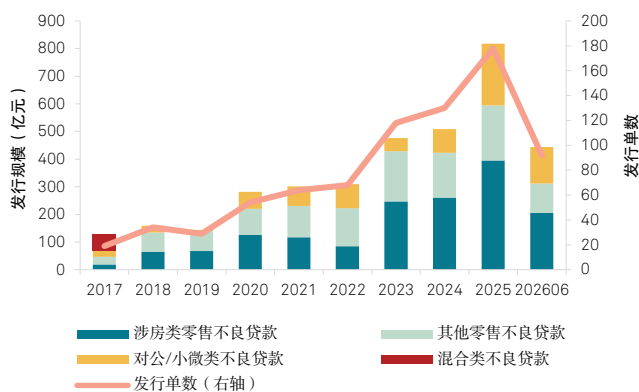
- 零首付、长期限等灵活多元的汽车贷款产品以及新能源汽车贷款入池占比上升带来的资产池特征变化及其对资产池信用表现的影响。

不良资产证券化

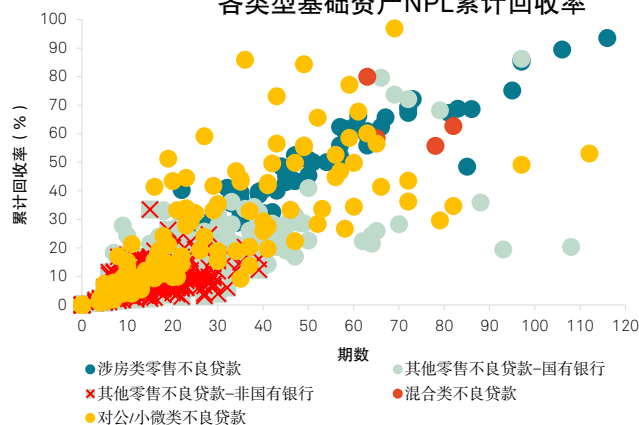
发行延续放量，回收承压分化

结构融资

2017年至2026年6月末不良ABS发行情况



各类型基础资产NPL累计回收率



注：上图数据截至 2026 年 6 月末。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

展望

整体来看，在宏观经济承压的背景下，不良资产证券化的重要性持续凸显。2026年上半年不良资产证券化产品合计发行 92 单产品，发行规模约 444.01 亿元，同比增长约 23%；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 46%、24%和 30%。近年来，不良资产证券化产品发行量在信贷资产证券化市场中占比持续上升，2026 年上半年占比约 32%。不良资产证券化产品整体发行持续放量的同时，不同资产类型的产品之间存在差异，这与各类贷款风险暴露周期的不同密切相关；其中，对公/小微类不良证券化产品的发行量较去年同期上升约 49%，涉房类零售不良证券化产品发行规模同比增长约 17%，城商行也首次参与其中；而非涉房类零售不良证券化产品发行规模相对稳定，同比增长约 8%。我们预计，银行压降不良的迫切需求将推动今年不良资产证券化产品发行在去年高增速基础上延续增长，市场参与机构将不断扩容。

资产回收情况方面，受宏观经济波动及房地产市场调整的影响，各类不良资产证券化产品的预期回收率与实际累计回收率均呈下降趋势。其中，因抵押房产价格走低及处置难度上升，涉房类零售不良证券化项目及对公/小微类不良证券化项目的回收压力尤为突出。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，回收期限亦会有所拉长。

交易结构方面，相比于正常资产的证券化，由于基础资产的特性，不良资产证券化会有较大规模的超额抵押。其中，涉房类零售不良证券化产品超额抵押占比上升趋势明显，这可能与房产处置效率及回收率下降有关。同时，已发行不良资产证券化项目的平均存续期普遍较短，尤其是非涉房类零售不良资产证券化产品优先级证券存续期普遍不足一年。得益于较短的存续周期和/或充足的信用增级，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，但证券存续期或将进一步拉长。

分析师

李开颜

北京

Kaye.Li@spgchinaratings.cn

施蓓蓓

北京

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

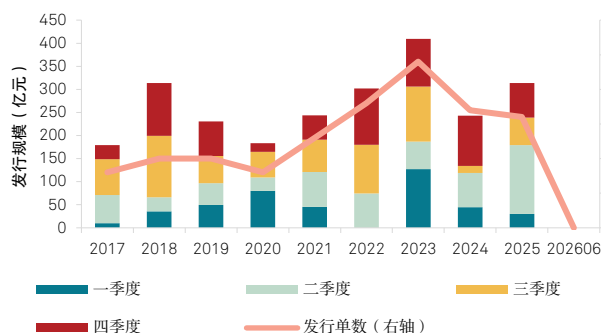
关注

- 房价下行叠加处置难度增大对住房抵押类不良资产回收的影响。
- 当前宏观经济及催收环境对信用类不良资产回收的影响。

消费贷 ABS¹

发行静待修复，信用分化显著

2017年至2026年6月末消费贷ABS发行情况

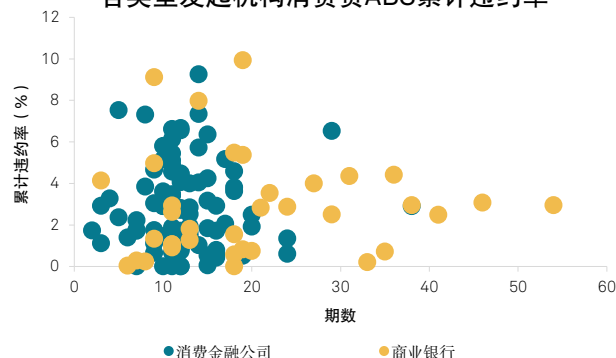


注：上图数据截至 2026 年 6 月末。

资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

各类型发起机构消费贷ABS累计违约率



展望

受益于 2024 年及 2025 年出台的鼓励消费信贷的措施，2025 年消费款 ABS 发行规模达 313 亿元，同比增长 29%；但 2026 年上半年，消费贷 ABS 产品未有发行。2025 年 10 月，金融监管总局颁布《关于加强商业银行互联网助贷业务管理提升金融服务质效的通知》，要求银行强化自主风控、规范合作平台定价；2026 年 3 月，金融监管总局、中国人民银行联合发布《个人贷款业务明示综合融资成本规定》，要求金融机构在贷前环节向借款人完整列明全部息费项目；2026 年 4 月，八部门联合发布《金融产品网络营销管理办法》，旨在规范金融产品线上营销方式，压实持牌金融机构营销主体责任；以上新规的颁布和实施有助于消费金融行业的有序长远发展，但短期对于持牌金融机构的消费贷款新增、盈利能力及 ABS 发行造成一定压力。我们预计，2026 年下半年消费贷 ABS 产品发行有望重启并小幅恢复，但难以回到此前的发行水平。

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。截至 2026 年 6 月末，共有 11 家商业银行和 14 家消费金融公司参与了银行间信贷 ABS 市场消费贷 ABS 产品的发行。2025 年，温州银行和杭州联合农村商业银行都发行了其首单银行间市场消费贷 ABS 产品。我们预计，虽然参与消费贷 ABS 发行的机构越发多样化，但受近期逐渐收紧的消费金融监管政策影响，ABS 发行将逐渐向头部机构集中。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，2026 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。近期监管新规的颁布，对消费贷 ABS 的发起机构的风控能力提出了更严格的要求，未来消费贷 ABS 的资产表现有待持续关注。

分析师

李佳蓉

北京

Jiarong.Li@spgchinaratings.cn

施蓓蓓

北京

Beibei.Shi@spgchinaratings.cn

¹ 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

- 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。
- 关注监管新规的实施对未来消费贷 ABS 的发行、资产特征和信用表现的影响。

©版权所有 2026 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、特殊或后续的损失、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，除非其注册为该类机构。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。