



LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

IMPACT PLAN

非标产品发行承压，资产风险有所收敛 ——2025 前三季度非标产品观察

联合资信 公用评级一部

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



报告概要

- 《信托公司管理办法》、中国信托登记有限责任公司信托业务登记指南的实施以及《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》的发布，将促进信托公司回归信托本源和规范发展。国家金融监管总局首次将融资平台业务定位为退出类业务，不适格租赁物类融资租赁业务面临一定置换压力。城投企业为非标产品底层资产的重要组成部分，“35号文”“134号文”和“229号文”为置换城投非标债务提供了政策支持，各地政府积极推进非标债务化解工作。
- 2024年及2025年前三季度，债权投资计划登记数量、规模和发行缴款规模延续下滑趋势，浙江、江苏、广东、湖北仍为登记的主要区域。2025年三季度末，湖北、山东、浙江、四川、江苏和广东存量规模均超1000亿元，区域集中度继续上升。交通、园区基础设施领域为前两大投资领域，2025年前三季度登记规模占比分别为47.12%和22.56%。
- 2024年，资金信托中投向证券市场占比上升，成为第一大投资领域，而投向基础产业、工商企业和房地产业的资金信托占比有所下降；传统非标融资业务进一步压缩，信托产品结构持续调整。
- 2024年，全行业租赁融资财产价值同比有所下降，其中江苏、山东、河南和广东下降较多；主要投放区域为江苏、浙江、山东、广东、四川、河北和安徽，占比达55%以上。2025年1—9月主要省份延续下降趋势。城投及子公司租赁融资财产价值约占全行业的31%，受清退不合规融资租赁业务及各地化债影响，城投及子公司租赁财产价值显著收缩，主要省份均同比下降，浙江和安徽实现逆势增长。
- 2024年和2025年以来，非标风险事件数量显著减少，已违约风险事件数量下降，风险提示事件占比不断上升；风险事件产品类型以信托计划和融资租赁为主，合计占比约60%；非标违约后偿还进程加快，偿还产品类型以信托计划为主。城投企业作为非标产品底层资产的重要组成部分，风险事件区域涉及贵州、山东和陕西，债务压力较大的区域仍为非标风险事件的主要区域，山东省因部分区域债务结构性问题导致非标风险较为突出。

根据中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会¹、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局于 2020 年 7 月联合发布的《标准化债权类资产认定规则》，除了规则所称的债券、资产支持证券等标准化债券以外，均为非标准化债权类资产（以下简称“非标”），非标特指不具备标准化特征、流动性差、信息披露不充分的债权类资产。实践中，常见的非标产品有债权投资计划、信托计划、融资租赁等。本文将从相关政策、市场回顾、非标风险事件展开梳理。

一、政策梳理

《信托公司管理办法》、中国信托登记有限责任公司（以下简称“中信登”）信托业务登记指南的实施以及《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》的发布，将促进信托公司回归信托本源和规范发展。国家金融监管总局首次将融资平台业务定位为退出类业务，不适格租赁物类融资租赁业务面临一定置换压力。城投企业为非标投资底层资产的重要组成部分，“35 号文”“134 号文”和“229 号文”为置换城投非标债务提供了政策支持，各地政府积极推进非标债务化解工作。

2025 年 9 月，国家金融监督管理总局发布《信托公司管理办法》（以下简称“《办法》”），并将于 2026 年 1 月 1 日起施行。《办法》从业务范围、公司治理、风险防控、监管机制四方面进行调整，重构信托公司经营与监管规则。对于旧规下遗留的非标融资类业务，信托公司需制定整改计划进行有序压降，避免产生流动性风险。《办法》对非标融资业务的严格限制，使得信托公司将彻底摆脱“影子银行”功能，回归信托本源、规范发展。

监管对于信托业务的规范持续深化。2023 年 7 月，原银保监会已明确提出信托公司不得为单一融资方募集，要求非标产品须进行组合投资；2024 年，监管部门通过窗口指导、行业会议等方式强调非标类资产管理信托需进行组合投资。中信登向信托公司发布公告，宣布将通过更新后的《信托登记业务指南（V3.0）》，自 2025 年 9 月 1 日起，中信登将不再接受底层为单一融资方的信托预登记，此项新规是自 2018 年“资管新规”以来推动“去杠杆、去通道、破刚兑”系列改革的延续和深化。

2025 年 5 月 27 日，国家金融监督管理总局发布《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”），将资产管理信托、理财产品与保险资管三大类产品纳入统一信息披露框架，实施统一监管标准，对信息披露进行系统性规范，未来非标产品信息透明度将有效提升，有利于行业健康发展

¹ 2023 年 3 月，中共中央、国务院印发了《党和国家机构改革方案》，在中国银行保险监督管理委员会基础上组建国家金融监督管理总局，不再保留中国银行保险监督管理委员会。

展。

2025 年 10 月，国家金融监管总局发布了《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》，产品层面，严禁开展通道类业务和资金池业务，要求信托公司承担主动管理责任，明确不同产品投资的集中度限制条件。管理办法的发布旨在加强监管，防范风险，规范信托公司资产管理信托业务。

融资租赁方面，2024 年 5 月，国家金融监督管理总局发文指出，推动金融租赁公司积极稳妥退出融资平台业务，严禁将不合格租赁物进行重组、续作。这是首次将融资平台业务定位为退出类业务。对于城投公司来说，租赁公司很难将城投公司资产变现，只能通过城投公司回购实现退出，这类资产在后续开展融资租赁业务时将不能作为租赁物，城投公司在融资租赁到期后将无法续作，面临一定置换压力。

城投企业为非标产品底层资产的重要组成部分。近年来，为防范化解地方政府债务风险，一系列政策文件陆续出台，为债务风险化解提供多维度指引。从政策文件看，“35 号文”提出金融机构可通过债务重组、债务置换等方式化解重点省份的非标债务；“134 号文”对置换城投非标债务的范围做了进一步拓展，提出由银行置换存量双非债务，即置换对象从重点省份非标债务延伸至重点省份的非持牌金融机构的债务、非重点省份的非标和非持牌金融机构的债务；“226 号文”提出金融机构要积极参与非标债务的化解，即城投非标债务范围扩大后，鼓励金融机构参与化解工作，以加速城投非标债务化解工作。

区域层面，多个省市在财政预决算报告、巡视整改进展情况通报或者政府相关工作会议中对非标债务做出了要求，如江苏省南通市提出全面消除融资综合成本 6% 以上存量高成本的融资项目；泰州兴化市提出控制非标融资产品、鼓励企业通过低成本的银行产品置换高成本的非标产品，降低非标存量；宿迁市提出严控超上限融资行为，引导利用银行信贷等标准化产品置换存量定融产品；甘肃省提出争取通过组建银团、债务重组、展本降息、非标穿透后置换等方式化解融资平台公司到期债务。

二、市场回顾

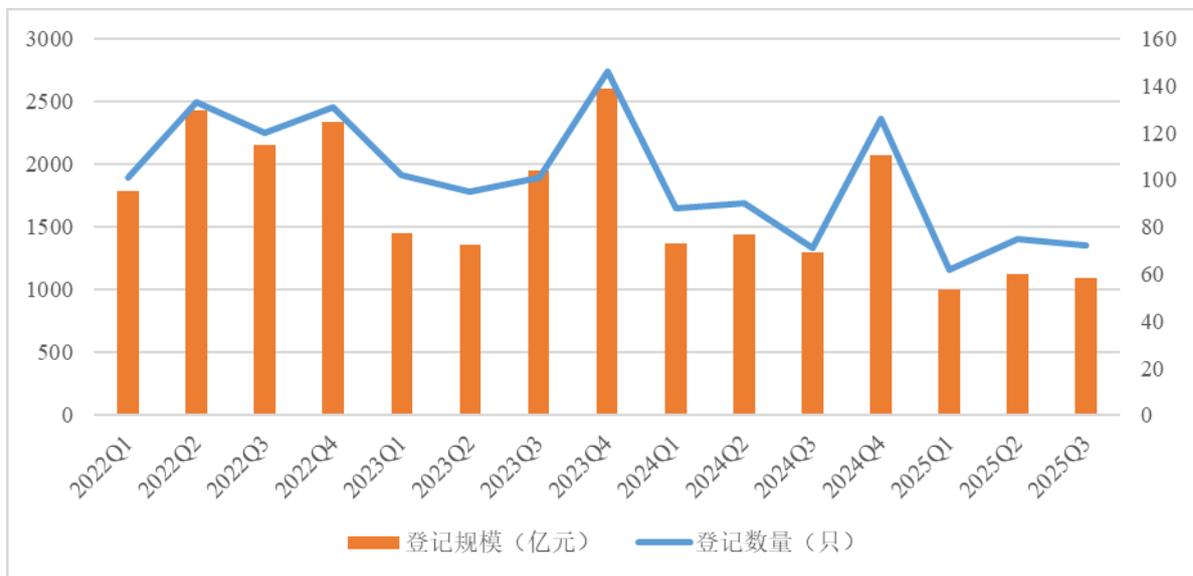
鉴于产品重要性和数据可得性，本报告分别对债权投资计划、信托计划和融资租赁市场进行回顾。

1. 债权投资计划

2024 年及 2025 年前三季度，债权投资计划登记数量、规模和发行缴款规模延续下滑趋势，登记区域中浙江、江苏、广东、湖北仍为热门区域。2025 年三季度末，湖

北、山东、浙江、四川、江苏和广东存量规模均超 1000 亿元，区域集中度继续上升。交通、园区基础设施领域为前两大投资领域，2025 年前三季度登记规模占比分别为 47.12%和 22.56%。

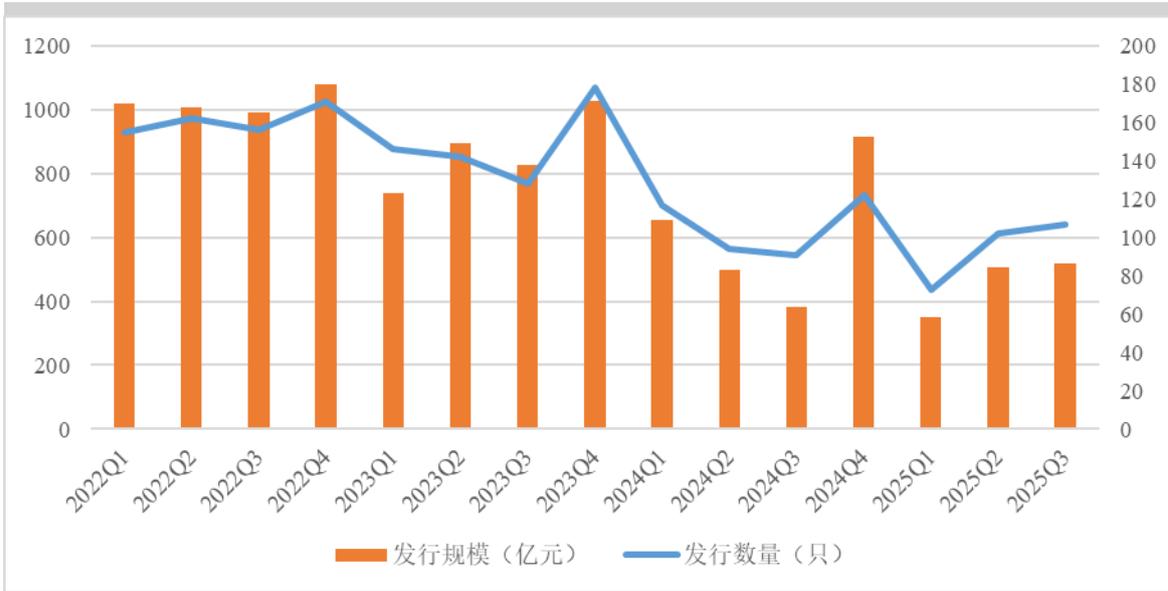
从登记情况看，2024 年，中国保险资产管理业协会（以下简称“协会”）共登记债权投资计划 375 只，登记规模 6177 亿元，延续下滑趋势，分别同比下降 15.54%和 16.03%。2025 年以来，各季度登记规模均同比下降，其中一季度下降幅度最大，同比下降 27.19%。2025 年 1—9 月，协会登记数量和登记规模分别为 209 只和 3211.21 亿元，分别同比下降 16.06%和 21.82%。



资料来源：中国保险资产管理业协会官网及公开资料，联合资信整理

图 1 2022Q1—2025Q3 债权投资计划登记（注册）情况

从发行缴款情况看，2024 年二季度发行缴款规模同比下降约 44%，三季度下降幅度加大，债权投资计划落地难度加大，四季度发行缴款规模明显回升，超过了前两个季度合计发行缴款规模，但并未改变全年下降的趋势，2024 年全年发行缴款规模为 2444.56 亿元，同比下降 29.95%。2025 年 1—9 月，债权投资计划发行缴款 1371.60 亿元，同比下降 10.43%，考虑到银行贷款及债券成本下行对债权投资计划替代影响，预计 2025 年全年仍将延续 2024 年的下降趋势。

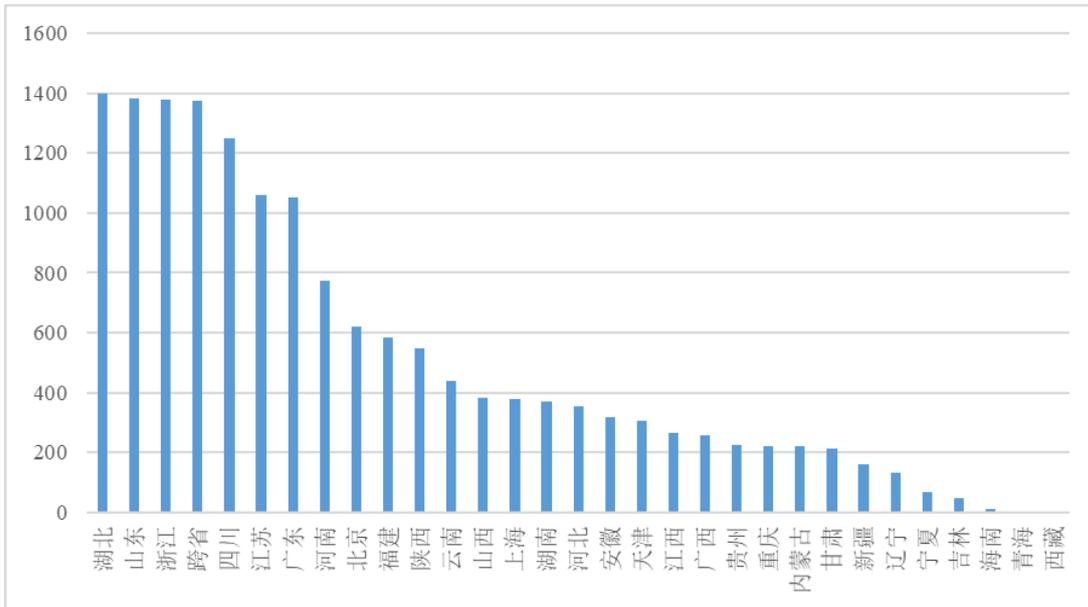


资料来源：中国保险资产管理业协会官网及公开资料，联合资信整理

图2 2022Q1—2025Q3 债权投资计划发行缴款情况

从债权投资计划登记地域情况看，浙江、江苏、广东、湖北为主要登记区域，其中浙江 2022 年和 2024 年登记规模均超过了 1100 亿元，山东、河南登记规模 2024 年明显下降，安徽 2024 年登记规模净增加了 366 亿元至 414 亿元。2025 年 1—9 月，登记规模在 200 亿元以上区域为浙江、安徽、江苏、广东、河南、河北，上述区域合计占比 56.22%。

从债权投资计划存量规模区域分布看，截至 2025 年 9 月底存量规模为 1.58 万亿元，其中湖北、山东、浙江、四川、江苏和广东存量规模均超过了 1000 亿元，上述区域合计占比 56.32%，较 2024 年底（47.93%）集中度继续上升。

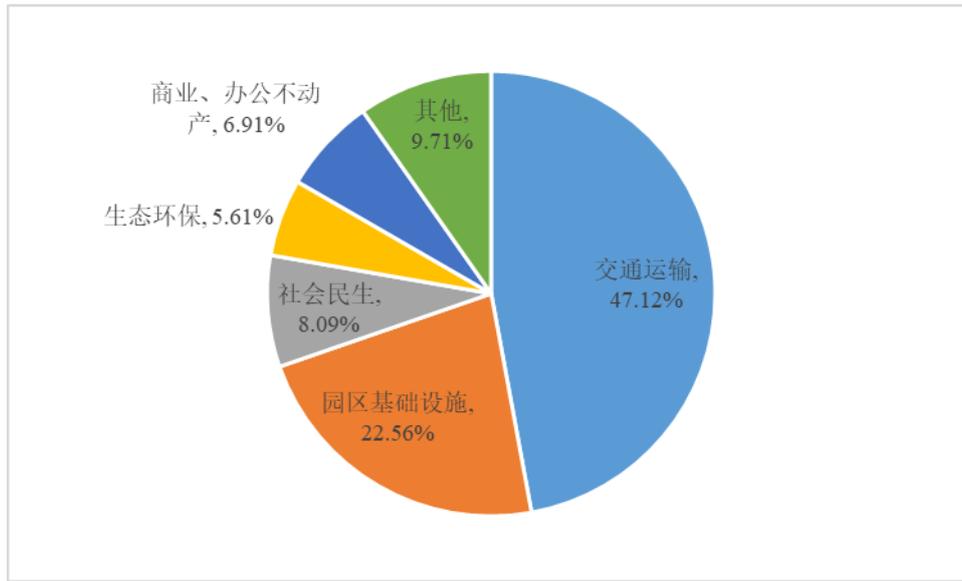


资料来源：中国保险资产管理业协会官网及公开资料，联合资信整理

图3 截至2025年9月底债权投资计划区域分布情况

投资领域方面，交通运输、园区基础设施、社会民生、商业不动产为主要投资领域，2022年以来商业不动产登记规模逐年大幅下降，且下降幅度远高于债权投资计划登记规模下降幅度，交通运输、园区基础设施领域成为前两大投资领域，2025年1—9月，交通运输和园区基础设施领域登记规模分别占比47.12%和22.56%。

投资期限方面，债权投资计划平均投资期限在7年左右，其中交通类投资期间偏长，2025年前三季度债权投资计划和交通类产品平均投资期限均较2024年增加了0.5和0.79年。收益率方面，2024年债权投资计划登记平均收益率较上年下降0.5个百分点至4.13%/年；2015年1—9月，债权投资计划登记平均收益率进一步下降至3.66%/年。



资料来源：中国保险资产管理业协会资料，联合资信整理

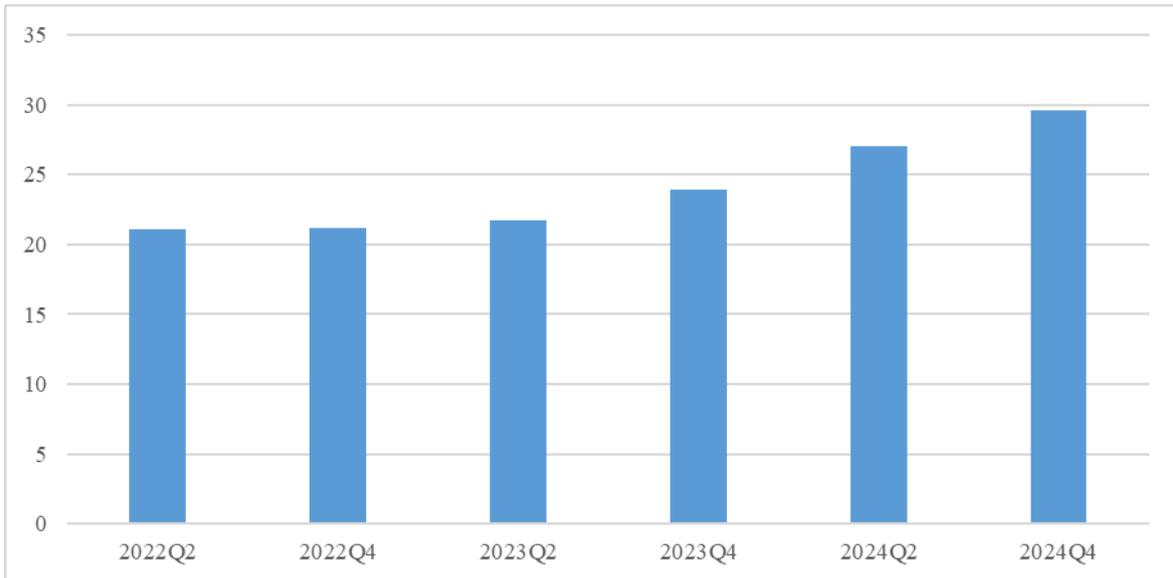
图 4 2025 年 1—9 月债权投资计划按投资领域登记规模情况

2. 信托计划

2024 年，信托资产规模继续增长，新成立资产服务信托产品远超资产管理信托产品；资金信托中投向证券市场占比上升，成为第一大投资领域，而投向基础产业、工商企业和房地产业的资金信托占比有所下降；传统非标融资业务进一步压缩，信托产品结构持续调整。

根据中国信托业协会数据，2024 年新成立信托产品 6.74 万只，新成立产品规模 8.32 万亿元，其中资产服务信托产品 4.73 万只、规模 4.48 万亿元，新成立资产管理信托²1.96 万只、规模 3.83 万亿元，资产服务信托产品远超资产管理信托产品。在三分类格局下，信托公司逐渐从传统非标融资业务向资产管理、资产服务、公益慈善等本源业务方向转型发展。

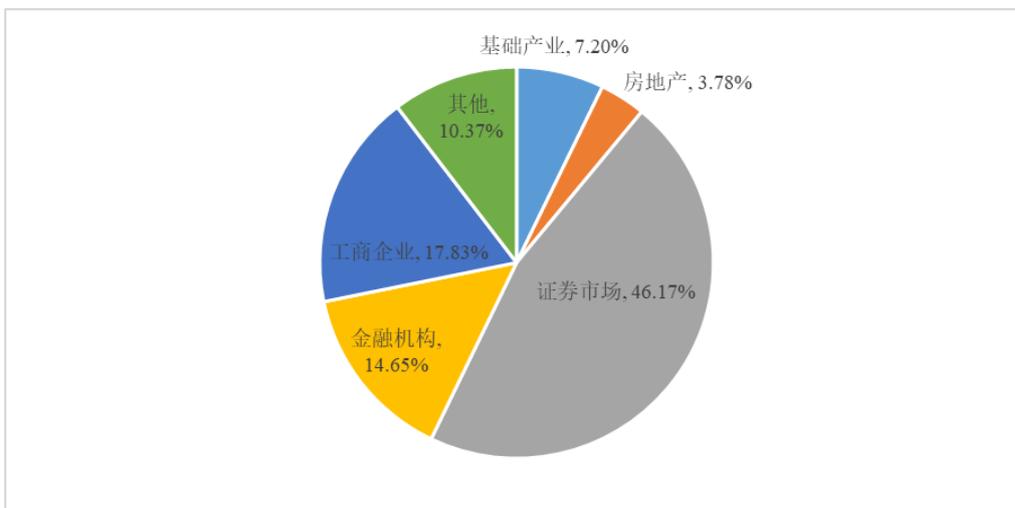
² 根据信托业务具体分类要求，三分类新规明确信托业务分类标准和要求，将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类共 25 个业务品种。资产管理信托共分为 4 个业务品种，即固定收益类信托计划、权益类信托计划、商品及金融衍生品类信托计划和混合类信托计划。



资料来源：中国信托业协会，联合资信整理

图 5 2022—2024 年信托资产规模

截至 2024 年底，资金信托存续规模 22.26 万亿元，较 2023 年底增长 28.02%。按照资金投向来看，投向金融机构占比较稳定，占比 13%~14%；投向基础产业、工商企业和房地产业的资金信托占比逐年下降；投向证券市场(债券为主)占比逐年上升，从 2022 年的 28.99% 上升至 2024 年的 46.17%，成为资金信托第一大投资领域。从资金运用方式来看，受压降融资类信托等因素影响，信托贷款规模占比从历史高点的 40.73% 迅速下降至 2022 年的 23.14%，传统非标融资业务进一步压缩，2024 年下降至 15.88%。



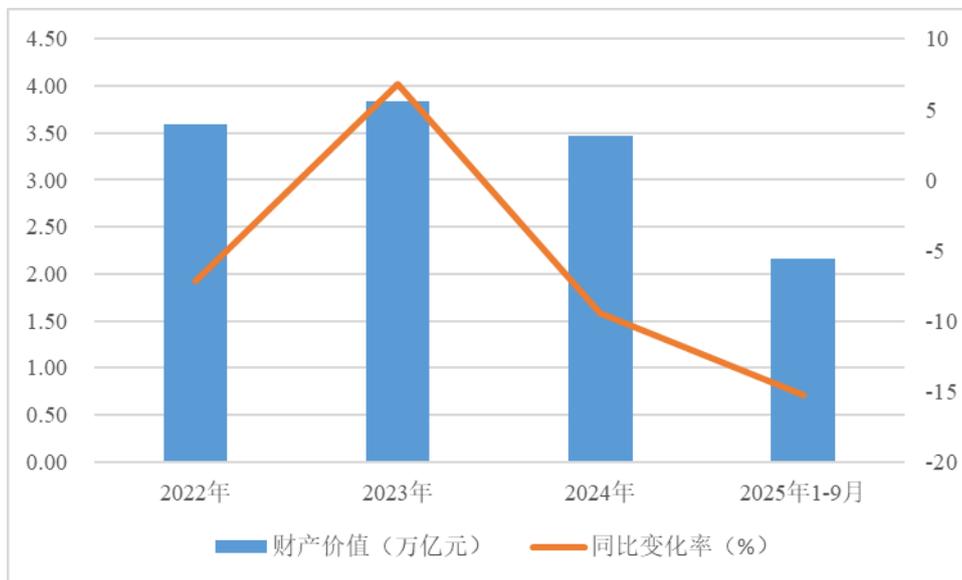
资料来源：中国信托业协会，联合资信整理

图 6 截至 2024 年底资金信托按照资金投向分类情况

3. 融资租赁

2024年，全行业租赁融资财产价值³同比有所下降，其中江苏、山东、河南和广东下降较多；主要投放区域为江苏、浙江、山东、广东、四川、河北和安徽，占比达55%以上。2025年1—9月主要省份延续下降趋势。

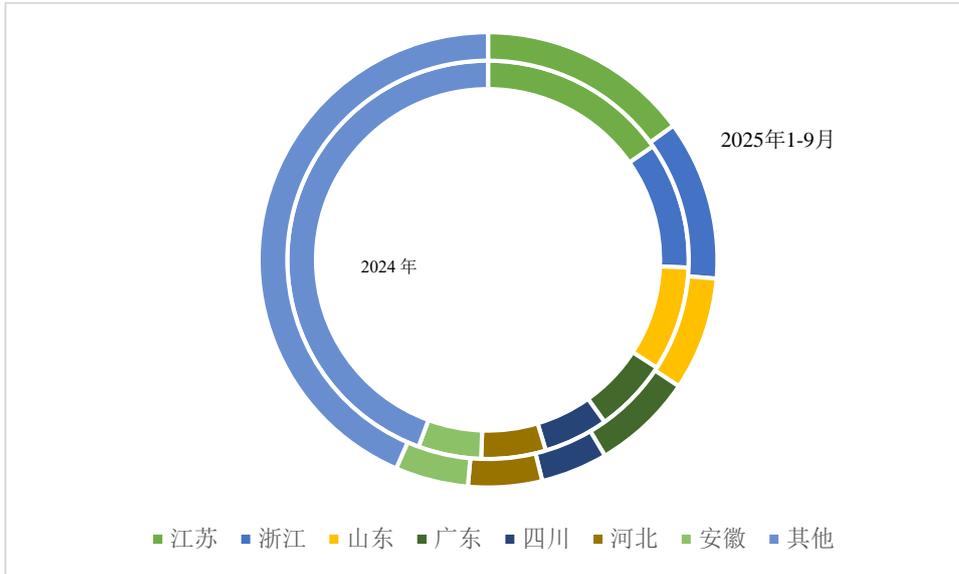
2024年，全行业全年租赁融资财产价值同比下降9.50%。分区域来看，2024年和2025年1—9月，江苏、浙江、山东、广东、四川、河北和安徽七个省份租赁融资财产价值占比为55.63%和56.56%。从财产价值变动来看，2024年，除四川、河北、安徽、福建和青海财产价值有所增长外，其他省份均呈现不同程度的下降，江苏、山东、河南和广东下降较多。



注：数据可能存在不完整
 资料来源：公开资料，联合资信整理

图7 2022—2024年及2025年1—9月全行业租赁登记情况

³ 开展租赁业务中，租赁物需在中信登进行登记，租赁财产价值为租赁公司登记的每笔资产的价值，为发生额概念。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 8 全行业财产价值区域集中度情况

城投及子公司租赁融资财产价值约占全行业的 31%，受清退不合规融资租赁业务及各地化债影响，城投及子公司租赁融资财产价值显著收缩，主要省份均同比下降，浙江和安徽实现逆势增长。

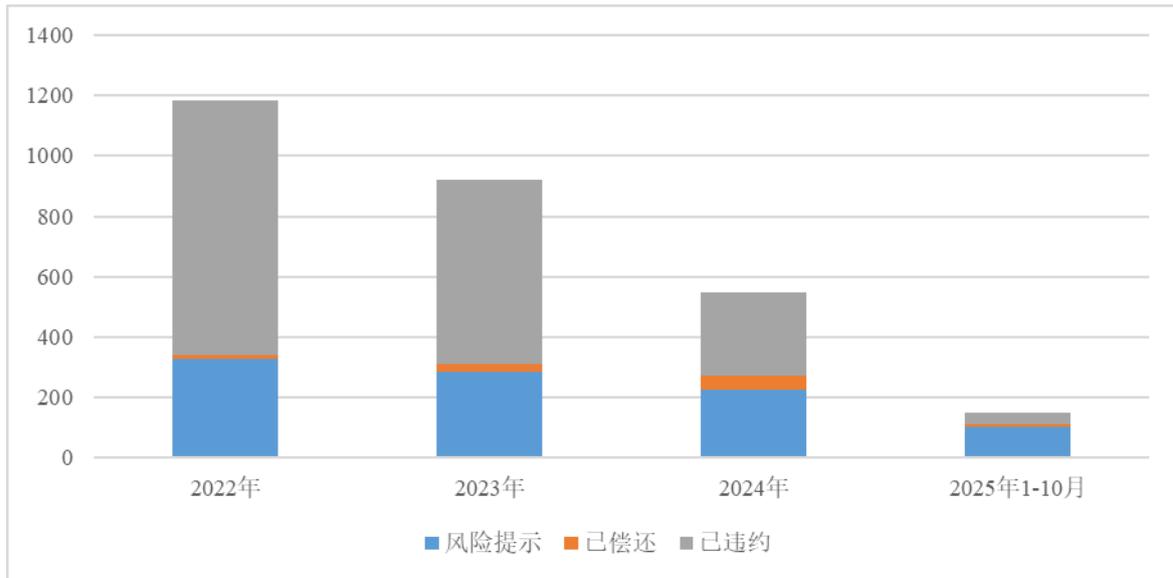
2024 年，城投及子公司租赁融资财产价值占全行业的比例约为 31%。受 2024 年金融监管总局提出严禁将不合规租赁物进行重组、续作以及各地化债影响，2024 年，城投及子公司租赁融资财产价值为 1.05 万亿元，同比下降 18.81%。2025 年 1—9 月，城投及子公司租赁融资财产价值为 6173.9 亿元，同比下降 21.35%。从区域看，城投及子公司新增融资租赁主要集中在江苏、浙江、山东、四川，2024 年和 2025 年四省占比分别为 42.66%和 55.77%。从财产价值变动来看，2024 年，除浙江和安徽财产价值有所增长外，其他区域均呈不同程度的下降，其中山东、广东、重庆、江苏和河南下降较多，分别下降 448.88 亿元、298.63 亿元、232.05 亿元、228.43 亿元和 190.14 亿元。2025 年 1—9 月，整体延续了下降趋势，只有重庆、辽宁等个别省份有数十亿元增幅，其他省份均同比继续下降。

三、非标风险事件

2024 年和 2025 年以来，非标风险事件数量显著减少，已违约风险事件数量下降；风险事件产品类型以信托计划和融资租赁为主，合计占比约 60%；非标违约后偿还进程加快，偿还产品类型以信托计划为主。城投企业作为非标产品底层资产的重要构

成部分，风险事件区域涉及贵州、山东和陕西，债务压力较大的区域仍为非标风险事件的主要区域，山东省因部分区域债务结构性问题导致非标风险较为突出。

根据公开信息，2024年，548只非标产品披露了风险事件，同比下降40.37%，为2019年以来最低点；2025年以来，149只非标产品披露了风险事件，相当于上年全年的27.19%。

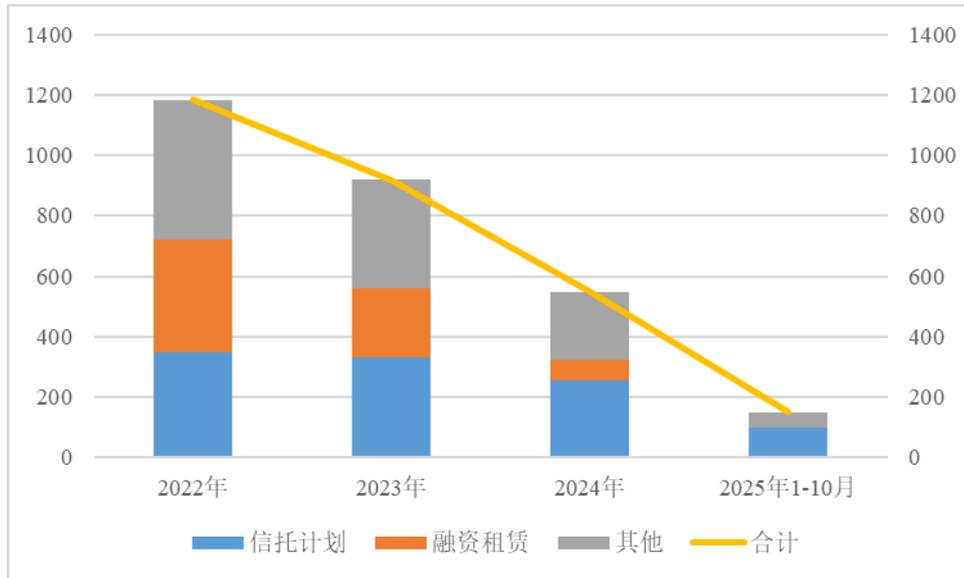


注：数据统计至2025年10月24日

资料来源：公开资料，联合资信整理

图9 非标风险事件类型（单位：只）

从产品类型看，非标产品风险事件产品类型以信托计划和融资租赁为主，上述产品涉及风险事件数量合计占比约60%，2025年1—10月有所上升。具体产品来看，信托计划成为风险事件披露的最主要产品类型，2024年和2025年1—10月占比分别为46.72%和65.77%。融资租赁为城投企业非标融资的重要构成部分，2025年5月，监管部门已发文严禁将不合规租赁物进行重组、续作，未来城投公司融资租赁业务到期后，将面临一定到期置换压力，短期内城投企业融资租赁产品可能面临一定风险。对于债权投资计划，近年来风险事件极少，2022—2024年及2025年1—10月，披露风险事件的产品分别为2只、0只、4只和1只，均为风险提示事件，涉及地产行业，这与债权投资计划投资者均为机构投资者、交易结构标准化、及时监控风险妥善处理以及信息披露不充分等多方面因素相关。

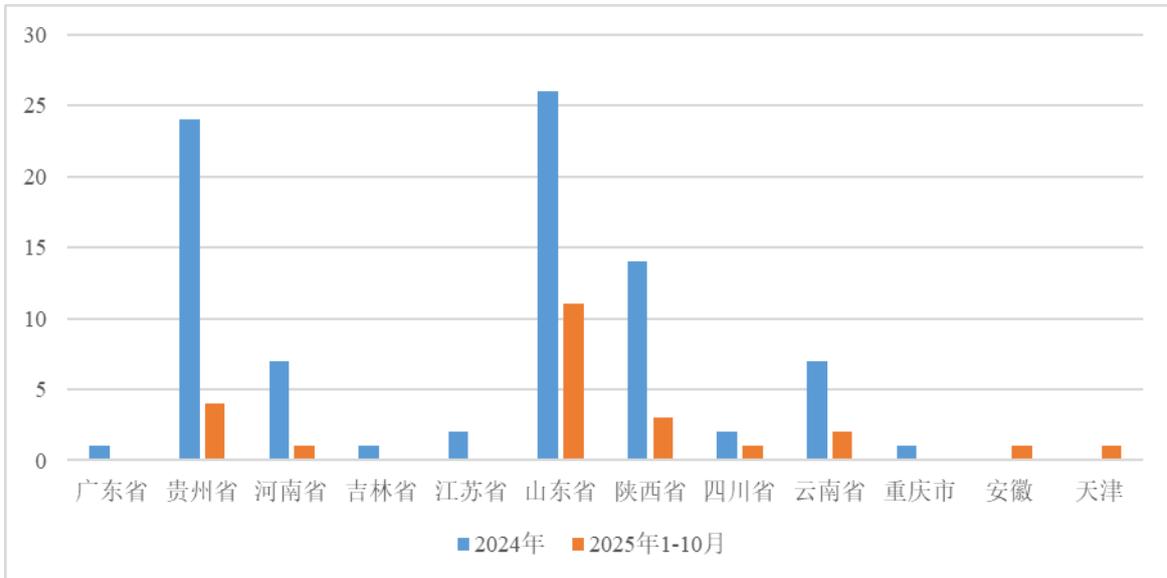


资料来源：公开资料，联合资信整理

图 10 非标风险事件按产品类型分类情况（单位：只）

非标产品违约后偿还方面，从公开数据看，2024 年已偿还产品 59 只，偿还金额合计 119.94 亿元，均同比大幅增长，非标产品偿还进程加快，已偿还产品类型中 86% 为信托计划。非标违约后处置方面，债务人主要通过展期、打折兑付、债务重组等方式进行处置。

城投企业作为非标产品底层资产的重要组成部分，2024 年披露的非标风险事件中，城投类产品为 85 只（占比 15.51%），其中 24 只得以偿还，城投类产品区域涉及主要省份为贵州（24 只；铜仁、遵义、毕节、六盘水、安顺、黔东南和黔南）、山东（26 只；潍坊、青岛李沧、德州等）、陕西（14 只；西安等）。2025 年 1—10 月，城投类产品披露非标风险事件的为 24 只，涉及省份为山东（11 只）、贵州（4 只）、陕西（3 只）等。债务压力较大的区域仍为非标风险事件的主要区域，山东省因部分区域债务结构性问题导致非标风险较为突出，2025 年山东省潍坊市寒亭区较 2024 年新增 2 只非标风险产品。



资料来源：公开资料，联合资信整理

图 11 2024 年城投类非标资产风险事件区域分布情况（单位：只）

四、未来展望

在监管一系列政策引导下，非标市场正在经历深刻转型。信托产品方面，监管层明确严禁通道业务、强制要求组合投资，信托公司逐渐从传统非标融资业务向回归资产管理、资产服务、公益慈善等本源业务方向转型发展；融资租赁产品方面，监管已明确将不合规的融资类业务划为“退出类”，部分业务面临到期置换压力。考虑到银行贷款及债券成本下行对非标产品替代影响，未来非标产品发行和落地难度仍较大。非标资产风险方面，风险事件数量已显著下降，已暴露违约事件有所减少，风险事件仍将以信托计划和融资租赁为主。城投企业作为非标产品底层资产的重要组成部分，受益于“一揽子化债”政策的支持，短期内城投类非标资产风险整体可控。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。