



2025 年 5 月 第五期

金融工具与金融基础设施业务

法律资讯

FINANCIAL INSTRUMENT AND FMI LAW
NEWSLETTER



政策法规



专业文章



市场动态



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

金融工具与金融基础设施专业委员会成员

主 任： 张伟华

副主任： 苏 萌 朱 峰 张卫工

委 员： 包俊刚 鲍晓晔 陈健民 段洁琦 韩红彩 金易文 刘春彦 林 剑 刘明昊 刘沁
茹 林 嵘 刘 毅 欧阳群 曲 峰 钱 豪 石彩霞 施天佑 史羽鸿 陶灏婷 王 彬
王 洁 王卓君 杨 冰 张博超 张 弛 张 锴 周明浩 郑伟杰 赵伟喆

干 事： 庞 平 汪 澄 周红节 赵哲楠

本期编辑： 张卫工 周红节



目 录

◎ 政策法规	4
中国证券监督管理委员会关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》 的决定	4
上市公司监管指引第 9 号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管 要求（2025）	12
◎ 专业文章	16
次债务人确认应收账款行为的法律效力	16
——兼论《担保制度司法解释》第 61 条适用范围	16
A 股、港股、美股？面对境外上市热潮，中国企业该如何正确选择	34
◎ 市场动态资讯	41
央行：一季度末金融机构人民币各项贷款余额 265.41 万亿元，同比增 长 7.4%	41
去美元化尚未开始，但全球都在加速多元化配置	44
左手甩卖不良、右手发行 ABS，消金公司加速自救	49



◎ 政策法规

中国证券监督管理委员会关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定

中国证券监督管理委员会关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定

中国证券监督管理委员会令 第 230 号

《[关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定](#)》已经 2025 年 5 月 16 日中国证券监督管理委员会 2025 年第 5 次委务会议审议通过，现予公布，自公布之日起施行。

主席 吴清

2025 年 5 月 16 日

关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定

一、删去第五条、第二十六条、第五十五条中的“监事”。

二、将第十条中的“投资机构”修改为“私募投资基金”。

三、将第十三条第二款第一项修改为：“符合本办法第十一条、第四十三条、第四十四条规定的要求。”

四、第十四条增加一项，作为第五项：“上市公司分期发行股份支付购买资产对价的，在计算本办法第十三条第一款规定的标准时，应当将分期发行的各期股份合并计算。”

五、将第二十条第三款修改为：“前两款情形中，评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值。”

六、将第二十一条修改为：“上市公司进行重大资产重组，应当由董事会依法作出决议，并提交股东会批准。

“重大资产重组构成关联交易的，应当经上市公司全体独立董



事过半数同意后，提交董事会审议。独立董事可以另行聘请独立财务顾问就本次交易对上市公司非关联股东的影响发表意见。上市公司应当积极配合独立董事调阅相关材料，并通过安排实地调查、组织证券服务机构汇报等方式，为独立董事履行职责提供必要的支持和便利。”

七、将第二十二条修改为：“上市公司应当在董事会作出重大资产重组决议后的次一工作日至少披露下列文件：

（一）董事会决议；

（二）上市公司重大资产重组预案或者重大资产重组报告书。

“本次重组构成关联交易的，还应当在披露前款规定的文件时一并披露独立董事专门会议审议情况。

“本次重组的重大资产重组报告书、独立财务顾问报告、法律意见书以及重组涉及的审计报告、资产评估报告或者估值报告至迟应当与召开股东大会的通知同时公告。上市公司自愿披露盈利预测报告的，该报告应当经符合《[证券法](#)》规定的会计师事务所审核，与重大资产重组报告书同时公告。

“第一款第（二）项及第三款规定的信息披露文件的内容与格式另行规定。

“上市公司应当在证券交易所的网站和一家符合中国证监会规定条件的媒体公告董事会决议、重大资产重组报告书及其摘要、相关证券服务机构的报告或者意见等信息披露文件。”

八、将第二十三条、第二十四条、第二十五条、第二十九条、第三十四条、第三十五条、第四十五条中的“股东大会”修改为“股东会”。

九、将第二十四条第四款修改为：“上市公司股东会审议重



大资产重组事宜时，除上市公司的董事、高级管理人员、单独或者合计持有上市公司百分之五以上股份的股东以外，其他股东的投票情况应当单独统计并予以披露。”

十、第二十七条增加一款，作为第四款：“证券交易所采用简易审核程序的，不适用第一款、第二款规定。”

引用文档

十一、将第二十八条第一款修改为：“中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。证券交易所采用简易审核程序审核并报注册的，中国证监会在五个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。”

十二、将第三十二条第二款中的“资产过户事宜”修改为“资产交付或者过户事宜”。

十三、将第三十三条修改为：“自完成相关批准程序之日起六十日内，本次交易资产未交付或者过户完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至本次交易资产交付或者过户完毕。”

“属于本办法第四十五条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册决定失效。”

“上市公司发行股份购买资产，可以申请一次注册，分期发行。申请一次注册、分期发行股份支付购买资产对价的，自收到中国证监会注册文件之日起超过四十八个月未实施完毕的，注册决定失效。募集配套资金申请一次注册、分期发行的，注册决定有效期按照相关规定执行。”



十四、将第三十五条第一款修改为：“采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在完成资产交付或者过户后三年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见。交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议，或者根据相关资产的利润预测数约定分期支付安排，并就分期支付安排无法覆盖的部分签订补偿协议。”第三款修改为：“上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用前两款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿、分期支付和每股收益填补措施及相关具体安排。”

十五、将第三十七条修改为：“独立财务顾问应当按照中国证监会的相关规定，以及证券交易所的相关规则，对实施重大资产重组的上市公司履行持续督导职责。持续督导的期限应当自完成资产交付或者过户之日起不少于一个会计年度。实施本办法第十三条规定的重大资产重组，持续督导的期限应当自完成资产交付或者过户之日起不少于三个会计年度。持续督导期限届满后，仍存在尚未完结的督导事项的，独立财务顾问应当就相关事项继续履行持续督导职责。”

十六、将第三十八条第一款、第二款中的“实施完毕”修改为“完成资产交付或者过户”。

十七、将第四十一条中的“上市公司及其董事、监事、高级管理人员”修改为“上市公司及其董事、高级管理人员”。



十八、将第四十三条修改为：“上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定：

（一）上市公司最近一年及一期财务会计报告被会计师事务所出具无保留意见审计报告；被出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告的，须经会计师事务所专项核查确认，该保留意见、否定意见或者无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者将通过本次交易予以消除；

（二）上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形。但是，涉嫌犯罪或违法违规的行为已经终止满三年，交易方案有助于消除该行为可能造成的不良后果，且不影响对相关行为人追究责任的除外；

（三）中国证监会规定的其他条件。

“分期发行股份支付购买资产对价的，中国证监会作出注册决定后，各期股份发行时均应当符合前款规定。

“特定对象以现金或者资产认购上市公司发行的股份后，上市公司用同一次发行所募集的资金向该特定对象购买资产的，视同上市公司发行股份购买资产。”

十九、增加一条，作为第四十四条：“上市公司发行股份购买资产，应当充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量和增强持续经营能力，不会导致财务状况发生重大不利变化，不会导致新增重大不利影响的同业竞争及严重影响独立性或者显失公平的关联交易；充分说明并披露上市公司发行股份所购买的资产为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续。

“上市公司所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，



上市公司应当充分说明并披露最近十二个月的规范运作情况、本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。

“上市公司分期发行股份支付购买资产对价的，首期发行时上市公司应当披露重组报告书，并在重组报告书中就后期股份不能发行的履约保障措施作出安排。上市公司后续各期发行时应当披露发行安排，并对是否存在影响发行的重大变化作出说明，独立财务顾问和律师事务所应当进行核查，出具专项核查意见。”

二十、将第四十六条改为第四十七条，修改为：“特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，三十六个月内不得转让：

（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；

（二）特定对象通过认购本次重组发行的股份取得上市公司的实际控制权；

（三）特定对象取得本次重组发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足十二个月。

“属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人，以及在交易过程中从该等主体直接或间接受让该上市公司股份的特定对象在本次交易完成后三十六个月内不得转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其控制的关联人以外的特定对象以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起二十四个月内不得转让。

“特定对象为私募投资基金的，适用第一款、第二款的规定，但有下列情形之一的除外：



（一）上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告

时，私募投资基金对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满四十八个月，且不存在第一款第（一）项、第（二）项情形的，以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起六个月内不得转让；

（二）属于本办法第十三条第一款规定的交易情形的，上市公司关于本次重大资产重组的董事会决议公告时，私募投资基金对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间已满四十八个月，且为除收购人及其控制的关联人以外的特定对象的，以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起十二个月内不得转让。

“分期发行股份支付购买资产对价的，特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，锁定期自首期股份发行结束之日起算。”

二十一、将第四十八条改为第四十九条，第一款修改为：“中国证监会对上市公司发行股份购买资产的申请作出予以注册的决定后，上市公司应当及时实施。向特定对象购买的相关资产交付或者过户至上市公司后，上市公司聘请的独立财务顾问和律师事务所应当对资产交付或者过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，并发表明确意见。上市公司应当在相关资产交付或者过户完成后三个工作日内就交付或者过户情况作出公告，公告中应当包括独立财务顾问和律师事务所的结论性意见。”删去第二款中的“报告”。

二十二、将第四十九条改为第五十条，增加一款作为第二款：“上市公司之间换股吸收合并的，被吸收合并公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人换股取得的股份自股份发行结束之日起六个月内不得转让，构成上市公司收购的，应当遵守《[上市公司收购管理办法](#)》第七十四条的规定。”



二十三、将第五十七条改为第五十八条，第一款中的“实施完毕”修改为“完成资产交付或者过户”。

此外，对《[上市公司重大资产重组管理办法](#)》中的条文序号作相应调整。

本决定自公布之日起施行。

《[上市公司重大资产重组管理办法](#)》根据本决定作相应修改，重新公布。



上市公司监管指引第9号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管要求（2025）

中国证券监督管理委员会公告〔2025〕11号

现公布《上市公司监管指引第9号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管要求》，自公布之日起施行。

中国证监会

2025年5月16日

附件1：

上市公司监管指引第9号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管要求

第一条 上市公司拟实施重大资产重组的，全体董事应当严格履行诚信义务，切实做好信息保密等工作。

重大资产重组的首次董事会决议经表决通过后，上市公司应当在决议当日或者次一工作日的非交易时间向证券交易所申请公告。董事会应当按照《上市公司重大资产重组管理办法》及相关的信息披露准则编制重大资产重组预案或者报告书，并将该预案或者报告书作为董事会决议的附件，与董事会决议同时公告。

重大资产重组的交易对方应当承诺，保证其所提供信息的真实性、准确性和完整性，保证不存在虚假记载、误导性陈述或者重大



遗漏，并声明承担相应的法律责任。该等承诺和声明应当与上市公司董事会决议同时公告。

第二条 上市公司首次召开董事会审议重大资产重组事项的，应当在召开董事会的当日或者前一日与相应的交易对方签订附生效条件的交易合同。

重大资产重组涉及发行股份购买资产的，交易合同应当载明本次重大资产重组事项一经上市公司董事会、股东会批准并经中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）注册，交易合同即应生效；交易合同应当载明特定对象拟认购股份的数量或者数量区间、认购价格或者定价原则、限售期，以及目标资产的基本情况、交易价格或者定价原则、资产过户或交付的时间安排和违约责任等条款。

第三条 发行股份购买资产的首次董事会决议公告后，董事会在六个月内未发布召开股东会通知的，上市公司应当重新召开董事会审议发行股份购买资产事项，并以该次董事会决议公告日作为发行股份的定价基准日。

发行股份购买资产事项提交股东会审议未获批准的，上市公司董事会如再次作出发行股份购买资产的决议，应当以该次董事会决议公告日作为发行股份的定价基准日。

第四条 上市公司拟实施重大资产重组的，董事会应当就本次交易是否符合下列规定作出审慎判断，并记载于董事会决议中：

（一）交易标的资产涉及立项、环保、行业准入、用地、规划、建设施工等有关报批事项的，应当在重大资产重组预案和报告书中披露是否已取得相应的许可证书或有关主管部门的批复文件。本次交易行为涉及有关报批事项的，应当在重大资产重组预案和报告书中详细披露已向有关主管部门报批的进展情况和尚需呈报批准的程



序。重大资产重组预案和报告书中应当对报批事项可能无法获得批准的风险作出特别提示；

（二）上市公司拟购买资产的，在本次交易的首次董事会决议公告前，资产出售方必须已经合法拥有标的资产的完整权利，不存在限制或者禁止转让的情形。

上市公司拟购买的资产为企业股权的，该企业应当不存在出资不实或者影响其合法存续的情况；上市公司在交易完成后成为持股型公司的，作为主要标的资产的企业股权应当为控股权。

上市公司拟购买的资产为土地使用权、矿业权等资源类权利的，应当已取得相应的权属证书，并具备相应的开发或者开采条件；

（三）上市公司购买资产应当有利于提高上市公司资产的完整性（包括取得生产经营所需要的商标权、专利权、非专利技术、采矿权、特许经营权等无形资产），有利于上市公司在人员、采购、生产、销售、知识产权等方面保持独立；

（四）本次交易应当有利于上市公司增强持续经营能力，不会导致财务状况发生重大不利变化；有利于上市公司突出主业、增强抗风险能力；有利于上市公司增强独立性，不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易。

第五条 重大资产重组的首次董事会决议公告后，上市公司董事会和交易对方非因充分正当事由，撤销、中止重组方案或者对重组方案作出重大调整（包括但不限于变更主要交易对象、变更主要标的资产等）的，中国证监会将依据有关规定对上市公司、交易对方、证券服务机构等单位和相关人员采取监管措施，并依法追究法律责任。

第六条 上市公司重大资产重组时，标的资产存在被其股东及



其关联方、资产所有人及其关联方非经营性资金占用的，前述有关各方应当在证券交易所受理申请材料前，解决对标的资产的非经营性资金占用问题。

前述重大资产重组无需向证券交易所提出申请的，有关各方应当在重组方案提交上市公司股东会审议前，解决对标的资产的非经营性资金占用问题。

第七条 本指引自公布之日起施行。2023 年 2 月 17 日施行的《上市公司监管指引第 9 号——上市公司筹划和实施重大资产重组的监管要求》（证监会公告〔2023〕40 号）同时废止。



◎ 专业文章

次债务人确认应收账款行为的法律效力

——兼论《担保制度司法解释》第 61 条适用范围

张博超 星瀚律师事务所

一、从一起案件看《担保制度司法解释》第 61 条的适用分歧

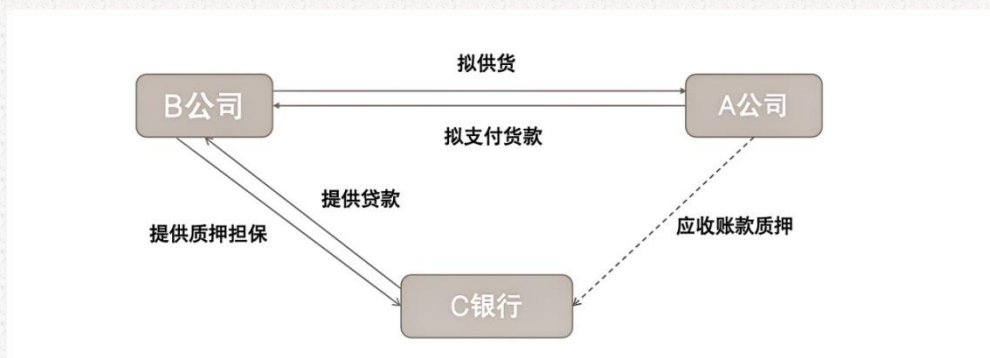
在现代交易中，应收账款质押发挥着重要作用。应收账款质押提高了企业交易的可靠度，使企业能够以现有的应收账款作为担保获取资金，以满足生产经营等方面的资金需求，对于促进经济发展具有积极意义。在实际操作中，围绕应收账款质押产生了一系列复杂的法律问题，其中次债务人确认的法律效力属于法律实务疑难问题之一。本文围绕如何理解和适用《担保制度司法解释》第 61 条，结合一起次债务人确认应收账款后被起诉的案例，探讨次债务人确认应收账款行为的法律效力，为应收账款质押相关法律服务提供参考。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》（法释〔2020〕28 号，以下简称《担保制度司法解释》）第 61 条规定，“以现有的应收账款出质，应收账款债务人向质权人确认应收账款的真实性后，又以应收账款不存在或者已经消



灭为由主张不承担责任的，人民法院不予支持。”对于应收账款债务人确认应收账款真实性的法律效力，司法实践中存在不同理解。

在一起应收账款质押案件中，A公司与B公司签订协议，约定由B公司向A公司供应某种农产品；B公司后向C银行贷款上千万元，并将其对A公司的应收账款进行了质押。后由于B公司无法按期偿还银行贷款，C银行起诉B公司还款。在诉讼过程中，原告C银行出具了盖有A公司的公章《应收账款质押清单》，该《应收账款质押清单》上载有A公司“确认交易真实性，并承诺不行使抵销权”的表述，原告主张基于《担保制度司法解释》第61条规定，要求对A公司的应收账款优先受偿。



A公司提出抗辩，主张A公司与B公司之间的交易安排为“先货后款”，且B公司尚未按照合同约定向A公司进行供货，因而A公司付款条件尚未成就。A公司享有作为次债务人，享有基础交易关系项下的抗辩权，在货物尚未交付的情况下，A公司的付款条件



尚未成就，不应基于《担保制度司法解释》第 61 条的规定要求 A 公司承担责任。

该案涉及对《担保制度司法解释》第 61 条的理解，该案争议焦点在于，在以应受账款出质的情况下，作为次债务人的应收账款债务人确认应受账款真实性之后，是否还能基于其他权利抗辩事由主张其不承担责任？

这个案例具有一定的典型性，提出了如下一般性地法律适用问题：适用《担保制度司法解释》第 61 条的规定是否意味着一旦应收账款债务人向质权人确认应收账款的真实性，人民法院就不予支持其不承担责任的任何主张，换言之，确认应收账款真实性与应收账款债务人承担责任之间，是否可以划等号？**次债务人确认应收账款具有何种法律效力？确认行为是否意味着次债务人放弃其在基础合同中的各项抗辩权？**

应收账款质押涉及多方主体，主要包括出质人（债权人）、质权人以及次债务人（应收账款债务人）。出质人与质权人之间通过签订质押合同建立担保关系，出质人将其对次债务人的应收账款作为质押财产，为自己的债务向质权人提供担保。而次债务人与出质人之间存在基础债权债务关系，基于其与出质人之间的交易合同等



产生应收账款这一债权债务内容。在应收账款质押关系中，《担保制度司法解释》第61条当中的“应收账款债务人”处于应收账款质押法律关系中的次债务人地位，为方便表述，下文将其统称为“次债务人”。

就次债务人确认应收账款行为的法律属性问题，司法实践中存在两种不同截然不同的观点。一种观点认为，次债务人一旦确认应收账款的相关情况，便应当绝对受该确认行为的约束，排除其基于基础合同可能享有的所有抗辩权，质权人可直接依据确认行为要求次债务人履行付款义务。在一些案件中，法院仅因作为应收账款债务人的次债务人对应收账款的存在性进行了初步确认，便直接判决次债务人承担付款责任，而未充分考虑是否存在其他阻却付款义务履行的合法抗辩事由。

另一种观点则认为，应收账款债务人的确认行为仅具有相对效力，即仅在禁止反言的范围内，约束次债务人（应收账款债务人）不得否认应收账款的存在性等方面，但对于基于基础合同产生的付款条件、抗辩权等其他事项，次债务人仍有权依据基础合同进行主张，其抗辩权应得到保留。实践中亦存在认可应收账款债务人有权针对质人行使先履行抗辩权的裁判认定。在一起案件中，法院认为“实现应收账款质权的优先受偿应受到某些法定权利的限制，比如



法定抵销权和抗辩权。即使中石油湖南分公司（即应收账款债务人）对应收账款的出质作出了认可的意思表示，在法律上该质权的设立也并不影响和剥夺中石油湖南分公司对该应收账款行使法定抵销权及相应的抗辩权”。¹

在律师实务中，客户或相对方出具《应收账款质押清单》等确认应收账款行为较为常见，尤其是在应受账款质押法律关系中，对次债务人确认应收账款行为法律效力的认识尤为重要，有必要明晰这一确认行为具有何种法律效力。本文聚焦于应收账款质押法律关系中次债务人确认应收账款行为的法律效力，剖析《担保制度司法解释》第 61 条规定，结合对裁判观点的梳理和法学理论分析，厘清该款的适用范围和适用边界。

二、次债务人确认应收账款行为仅指向应收账款的真实性

（一）确认行为仅是对债权真实存在的确认

正确认识次债务人确认应收账款行为的性质，是理解和适用《担保制度司法解释》第 61 条规定的前提，基于如下理由，本文认为作为应收账款债务人的次债务人的确认应收账款行为仅表明其确认

¹ 参见(2017)湘 01 民终 6773 号判决。



债权真实存在。

首先，次债务人的确认行为本质上是一种单方意思表示，其主要是对质权人关于应收账款相关情况的询问作出的回应。与债务加入需要双方合意不同，确认行为并不具备改变基础债权债务关系和使次债务人主动承担超出原基础合同义务的性质。确认行为通常仅是对现有应收账款状态的确认，从确认行为对基础合同权利义务的影响来看，除非有明确的约定或法律规定，否则确认行为不会直接导致基础合同中的权利义务内容发生实质性变更。

其次，次债务人对应收账款的确认行为，其所确认的是债权的真实性。法院在认定质权人对设立质押的应收账款享有优先受偿权时，均以该应收账款真实有效作为前提。应收账款作为质押的标的物，如果其并非真实存在，则应收账款质权将因质物不存在而无法实现。需明确的是，次债务人的确认行为所确认的对象仅包含应收账款这一债权本身是否真实存在以及是否已经因特定事由而消灭，而不涉及付款条件是否满足、是否存在履行抗辩权等其他可能阻却付款义务履行的事项。

最后，《担保制度司法解释》第 61 条旨在解决应收账款的基础真实性问题。次债务人对应收账款的确认行为主要解决的是应收账



款的真实性等基础性问题，而付款义务的履行还需结合基础合同的具体约定以及履行情况等多种因素进行综合判断，不能仅凭确认为就强制要求次债务人履行付款义务。即使次债务人对应收帐款进行了确认，但次债务人并不丧失其在基础交易关系项下（是否需要履行付款义务）的抗辩权。因此，《担保制度司法解释》第 61 条规定的法院“不予支持”仅仅针对应收账款债务人向质权人确认应收账款的真实性后又以应收账款不存在或者已经消灭为由主张不承担责任的情形，不能对法院不予支持的范围任意地进行扩大解释。

（二）次债务人确认应收账款行为后不得反悔

根据《担保制度司法解释》第 61 条的规定，应收账款债务人向质权人确认应收账款真实性后，即使当事人虚构基础交易导致应收账款实际并不存在，应收账款债务人不能以此为由拒绝承担在其在应收账款确认函中承诺的付款责任，若其再以应收账款不存在或者已经消灭为由主张不承担责任的，人民法院将不予支持。该条规定是对民法帝王条款“诚实信用原则”的贯彻与落实。

《中华人民共和国民法典》第七条规定“民事主体从事民事活动，应当遵循诚信原则，秉持诚实，恪守承诺。”根据民法诚信信用原则的要求，民事主体在从事任何民事活动，包括行使民事权利、



履行民事义务、承担民事责任时，都应都应信守诺言，言行一致，诚实不欺。“禁止反言”规则是诚信原则的具体体现，“禁止反言”通常指禁止当事人通过言语或者行为作出与先前所表述的事实或主张的权利不一致的表示。

从司法解释的设立目的来看，《担保制度司法解释》第 61 条也是针对应收账款债务人的“禁止反言”的规定，是为了打击此前实践中存在的“虚构应收账款”的行为。该条规定根植于诚实信用原则，是“禁止反言”规则的具体体现，该规定旨在防止次债务人在确认应收账款相关情况后反悔，次债务人（应收账款债务人）不得随意否认其此前确认的内容，确保交易的稳定性和可预测性。根据诚实信用原则和禁止反言规则，次债务人在确认应收账款真实性后，不得反悔主张应收账款“不存在或者已经消灭”。

综合前述两点理由，可以得出如下结论：**第一，次债务人确认应收账款行为仅指向应收账款的真实性，第二，《担保制度司法解释》第 61 条是一条禁反言规定，应从诚实信用和禁反言的角度理解次债务人对应收账款的确认行为。**

三、次债务人确认应收账款不必然承担责任

在明确了次债务人确认应收账款行为具有禁反言效力之后，还



需分析这种确认行为是否导致次债务人承担责任。对于这一问题，本文以事实抗辩和权利抗辩的区分为基本分析框架，结合法院的类案审查思路，梳理应受账款质押案件中哪些属于事实抗辩、哪些属于权利抗辩，并分析本文开头提出的案件。

（一）事实抗辩与权利抗辩之别

民事诉讼学中存在“事实抗辩”与“权利抗辩”之分，在法理层面，可在概念体系上将抗辩分为包含权利妨碍的抗辩、权利消灭的抗辩的“事实抗辩”和以权利受制抗辩为核心的“权利抗辩”。事实抗辩包括权利妨碍的抗辩（即权利未发生/不存在）和权利消灭的抗辩（即权利已经消灭）。事实抗辩围绕中诉讼中的事实证明，对于权利的证明而言，某种事实的存否直接决定着原告请求权的有效存在与否，足以使原告请求权归于消灭。相较于事实抗辩，权利抗辩的效力是对已存在的抗辩权的一种对抗权。抗辩权则提供给抗辩权人一种能力，权利人可以据此不需要或者暂时不需要履行义务，并不否定对方的请求权本身存在。

司法实务中也普遍认可并适用此种划分，最高人民法院民事审判第二庭在《最高人民法院关于买卖合同司法解释理解与适用》中援引了德国民法进行释义，“即将抗辩划分为权利妨碍的抗辩、权利



消灭的抗辩和权利受制的抗辩。其中前两种抗辩合称为‘事实抗辩’，第三种为‘权利抗辩’（抗辩权）。事实抗辩包括权利障碍抗辩、权利毁灭抗辩，前者指债务人基于某种特殊事实而主张请求权从来没有发生，后者指债务人基于某种事实主张请求权虽发生，但已经消灭。二者实际上都是以请求权不存在为基础的抗辩。权利抗辩（抗辩权）是阻却权利行使或发生的权利。抗辩权的首要功能是对抗请求权。其仅仅是使请求权的实现受到不同程度的阻碍，但并没有否定请求权的存在。”²

上海市高级人民法院在其《民事诉讼释明指南》、浙江省高级人民法院在其《关于规范民商事案件中法官释明的若干规定(试行)》中也进行了类似的区分，相关规定的表述为，“一方当事人提出诉讼主张和诉讼理由后，应当由另一方当事人自己提出反驳主张和理由，包括权利发生、权利妨碍、权利消灭、权利制约等抗辩”。最高人民法院王朝辉在其《被告抗辩（权）视角下的民事再审审查范围》一文中也阐述了类似划分，即将抗辩（权）划分为权利障碍抗辩（包括合同不成立、当事人无行为能力等）、权利消灭抗辩（包括清偿、提存等）、实体法上的抗辩权（包括同时履行抗辩权等）、程序法

²参见最高人民法院民事审判第二庭编：《最高人民法院关于买卖合同司法解释理解与适用：条文·释义·理由·案例》，人民法院出版社 2016 年版，第 645 页。



上的抗辩（包括无管辖权等），在此种划分中也区分“抗辩”和“抗辩权”的措辞使用，即只有在实体法上的抗辩权中使用“抗辩权”的措辞。³

（二）次债务人确认应收账款之后还可进行权利抗辩

根据事实抗辩与权利抗辩的区分，在质权人行使请求权时，次债务人既可提出相应的事实抗辩，也可提出权利抗辩（又称为“抗辩权”）。《担保制度司法解释》第61条所述的“应收账款不存在或者已经消灭”是围绕应受账款是否存在的事实进行的抗辩，应当归入“事实抗辩”范畴。由于次债务人已经确认应收账款的存在，基于诚实信用原则，司法解释禁止债务人在确认应收账款真实性后，再反言主张权利妨碍的抗辩或权利消灭的抗辩。根据该条规定，次债务人确认应受账款行为存在的行为等同于承认债务成立，禁止其再提出债权存不存在的事实抗辩。若次债务人再反悔以债权不存在或消灭为由提出不承担责任的，基于诚信原则，人民法院不予支持。

值得注意的是，次债务人对应收账款的“真实性确认”仅针对债权存在性，即应收账款是否真实产生、是否已经因如清偿、抵销等

³参见王朝辉：《被告抗辩（权）视角下的民事再审审查范围》，载《人民法院报》2016年10月19日，第7版。



法定或约定事由而消灭等基础性事实。对于这些事项，次债务人不能再以“应收账款不存在或已消灭”为由进行抗辩，以维护确认行为在禁止反言范围内的效力。

与事实抗辩不同，权利抗辩是指权利受制/权利阻却的抗辩，即使请求权的实现受到不同程度的制约/阻却，但并没有否定请求权的存在，如《民法典》第 526 条规定的先履行抗辩权。次债务人对应收账款的确认行为仅仅针对债务存否的事实抗辩本身，而不覆盖可以提出权利抗辩的情形。根据《担保制度司法解释》第 61 条的规定，次债务人虽然不能再提债务不存在或消灭的事实抗辩，却仍然可以提起履行条件未成就、先履行抗辩等权利抗辩主张。

基于前述理由可以得出如下结论：**次债务人确认应收账款之后还可进行权利抗辩，权利抗辩主张并未落入《担保制度司法解释》第 61 条的适用范围。**在应收账款质押法律关系中，即便应收账款质权已经设立，但次债务人仍享有法定的抗辩权。遵循“债的同一性”原则，在应收账款质押法律关系中，基础交易关系债务人对于出质人的抗辩，可以向质权人进行主张。

有司法案例认可应收账款债务人有权针对质权人行使先履行抗辩权，法院认为，“应收帐款质押为权利的质押，实质是一种请求权，



因基础合同的履行具有不确定性，故以请求权作担保确实存在不能实现或不能完全实现的风险，这种风险由质权人自己评估、控制。……关于基础合同项下质保金 2814100.89 元部分，合同约定在货物交付完毕后剩余 10% 的货款应作为质保金，且其支付是附条件的，即需质量保证期满且货物无质量问题，故应收账款债务人就该部分货款的支付享有先履行抗辩权”。⁴

（三）A 公司确认应收账款的法律后果分析

回到本文开头的案件，次债务人 A 公司签订《应收账款质押清单》具有何种法律效力？质权人 C 公司基于《担保制度司法解释》第 61 条的规定要求 A 公司承担责任的主张是否成立？通过区分事实抗辩与权利抗辩，可以更好地理顺相关争议。

首先，根据《民法典》第 548 条规定，“债务人接到债权转让通知后，债务人对让与人的抗辩，可以向受让人主张。”遵循债的同一性，债权转让行为并不脱离基础交易关系，仍应考虑基础交易关系（包括所涉及的抗辩），基础交易关系的债务人仍享有法定的抗辩权。A 公司享有作为次债务人，享有基础交易关系项下的抗辩权。

其次，A 公司的《应收账款质押清单》仅是对应收账款的发票

⁴ 参见(2017)浙 0212 民初 3920 号。



真实性进行了确认，若 A 公司在诉讼中主张应收账款不存在或者已经消灭为由主张不承担责任，法院将不予支持。此外，A 公司确认应收账款存在并不意味着其承认应收账款对应基础法律关系已经履行完毕，A 公司的确认行为不应被解释为其有“放弃权利抗辩”意思。

最后，A 公司对“债务履行的抗辩”属于阻碍应收账款质权实现的权利抗辩。由于 A 公司与 B 公司之间的交易规定为“先货后款”，在 B 公司未按照合同约定向 A 公司供货前，A 公司付款条件尚未成就。由于应收账款付款条件尚未成就，C 公司应收账款质权无法立即实现，因此，不应基于《担保制度司法解释》第 61 条的规定要求 A 公司承担责任。

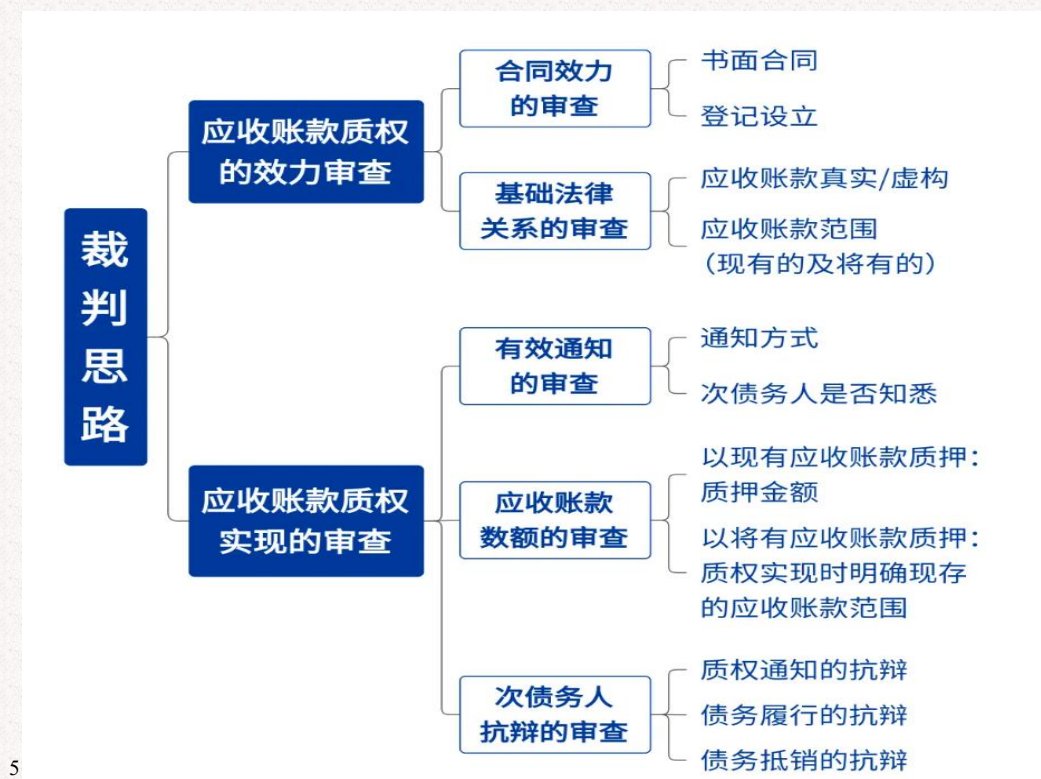
（四）应收账款质押案件中次债务人可采取的权利抗辩类型

如前文所述，次债务人确认应收账款不代表放弃权利抗辩，次债务人在其确认应收账款之后，虽不能再主张应收账款不存在或者已经消灭，但却仍旧可以主张权利抗辩。那么，次债务人还可以进行哪些权利抗辩？由于次债务人权利抗辩不是孤立存在的，应当将其放置在应收账款质权纠纷审查框架的整体中讨论。上海市高院法官基于精品案例归纳提炼了应收账款质押纠纷审查框架，这一框架全面梳理了应收账款质押的审查要点，可为相关司法实践和律师实



务提供参考。

对于质权人要求针对应收账款实现优先受偿权的案件，应当审查的内容包括（1）应收账款质权的效力审查（质权效力审查）和（2）应收账款质权实现的审查（质权实现审查）两个方面。其中，质权效力审查分为合同效力审查与基础法律关系审查，质权实现审查又可细分为有效通知审查（如次债务人是否知悉）、应收账款数额审查和次债务人抗辩审查。而次债务人抗辩审查具体包括质权通知的抗辩、债务履行的抗辩和债务抵销的抗辩。



⁵ 丁娴静、杨雯娟：《以“将有的”应收账款质押，债权人如何实现债权》，



图表来源：“上海高院”微信公众号文章⁶

回到本文聚焦的次债务人确认应收账款法律效力问题，在上图呈现的应收账款质押审查框架中，这一抗辩属于应收账款质权实现的审查的内容，可主张的抗辩类型包括质权通知抗辩、债务履行抗辩和债务抵消抗辩。因此，次债务人在作出签订《应收账款质押清单》等确认应收账款行为之后，仍可以提出质权通知抗辩、债务履行抗辩和债务抵消抗辩。应当允许次债务人主张其他基于基础合同产生的抗辩事由，如付款期限未至、履行地点不符合约定、同时履行抗辩权等，次债务人对应收账款的确认行为不影响其提出付款条件是否满足、是否存在履行瑕疵等履行状态方面的抗辩。

四、代结语：完善应收账款确认行为的合规审查和风险提示

应收账款质押担保为企业拓宽融资渠道提供了有效平台，有助于便利小微企业融资、促进实体经济发展。《担保制度司法解释》第 61 条规定“以现有的应收账款出质，应收账款债务人向质权人确认应收账款的真实性后，又以应收账款不存在或者已经消灭为由主

<https://mp.weixin.qq.com/s/t6LCbnJTtdONLaHuMWSiJw>，最后访问时间：2025 年 5 月 9 日。

⁶ 同前注。



张不承担责任的，人民法院不予支持”。该规定在实践中存在被不当扩大理解的情况，有观点误认为基于该条规定应直接判决确认应收账款真实性的次债务人承担付款责任，而未充分考虑是否存在其他阻却付款义务履行的合法抗辩事由。

本文结合实践案例，通过法解释和理论分析，认为次债务人确认应收账款仅涉及对真实的确认，此等确认行为在性质上应视为事实抗辩，而非权利抗辩。权利抗辩主张并未落入《担保制度司法解释》第61条的适用范围，次债务人在确认应收账款真实性之后，仍可提出付款条件尚未成就的债务履行抗辩、债务抵消抗辩和质权通知抗辩。这样的理解既有法理支撑，又存在司法案例佐证，既维护了诚实信用原则，又起到保护次债务人合法权益、防止其承担过重责任的作用，有助于实现交易各方利益的平衡。

应收账款作为一种金钱付款债权，在质权实现时面临多重风险。就常常作为应收账款质权人的商业银行而言，在银行合规审查过程中，需要明晰应收账款债务人在应收账款清单上签字盖章等确认行为仅具有确认债权真实性的效力，还需审查付款条件是否成就、是否存在真实交付、次债务人有无其他权利抗辩事由等。银行作为质权人在接受应收账款质押时，应当对基础合同的基本情况、合同履行条件和履行情况进行审查，对于明显异常的情况应当进一步核实。



在律师实务中，律师明晰确认行为不能阻却次债务人提出付款条件不满足、存在先履行义务等权利抗辩，了解次债务人确认应收账款行为仅具有禁反言的法律效力，从而对客户进行充分准确地风险提示，为交易安全保驾护航。



A 股、港股、美股？面对境外上市热潮，中国企业该如何正确选择

郑超 北京植德律师事务所

随着 A 股资本市场全面注册制改革的实施以及鼓励符合条件的国内企业赴境外上市有关政策的落地，国内企业在首发上市（IPO）目的地，除传统的 A 股资本市场之外有了更多的选择。虽然国内企业赴港、赴美上市在过去时常发生，但国家和监管部门以明确的政策和配套规则加以推动却是鲜有。

经过二十多年的发展，A 股资本市场、香港资本市场和美国资本市场（以下统称为“三大市场”）已经成为中国内地企业 IPO 的主流选择。但作为有 IPO 计划的企业及企业实控人、创始人、管理者、投资人，应该如何选择呢？我将结合对三大市场的理解以及过去 20 年亲身实操 A 股、港股、美股 IPO 的经验给出一些建议，希望能够对 IPO 市场选择困境的企业有所帮助。

一、三大市场基本特点

对某个资本市场特点的分析，可以有很多不同的维度，能够对某个资本市场的市场表现、风险特征、交易规则、监管方式至关重要并能够起到决定性作用的基本特点包括市场定位、上市公司特色、投资者结构三个方面：

首先，三大市场的定位各有不同。A 股市场是中国大陆的股票市场，主要服务于中国内地企业，以人民币计价。A 股市场是中国经济发展的重要支撑。港股市场是中国香港特别行政区的股票市场，面向全球投资者，以港币计价。港股市场是国际化程度较高的市场，成为连接中国内地与国际市场的桥梁。美股市场是全球最大的资本



市场，汇聚了世界顶级公司，以美元计价。

其次，三大市场的上市公司各具特色。A 股市场包含了几乎所有主要行业的上市公司，像制造业、金融业、房地产、能源、科技等领域都有涵盖；A 股市场企业的盈利、规模等方面有一定要求。港股市场汇聚了内地和全球企业，上市规则较为灵活，对企业的盈利要求相对宽松，更看重企业的市值和发展前景。美股市场以科技股、成长股占比较高而闻名。美股市场更注重企业的未来盈利能力和创新能力，对盈利的硬性要求相对较少，更关注企业的商业模式和发展潜力。

再次，三大市场的投资者结构。A 股市场以国内投资者为主，个人投资者占比较高。港股市场以机构投资者为主，外资机构在港股市场中占据较为重要的作用。美股市场则是以全球机构投资者为主导的市场。

二、三大市场 IPO 路径

A 股市场的 IPO 路径为依照中国法律设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司（有限责任公司整体变更可连续计算）作为 IPO 主体，直接申请在相应证券交易所（沪交所、深交所、北交所）的相应板块（主板、创业板、科创板）IPO。

港股市场的 IPO 路径包括 H 股模式和红筹模式两种。在 H 股模式下，中国内地企业作为 IPO 主体在依照中国法律整体变更设立为股份有限公司后，直接申请在港交所 IPO；在红筹模式下，中国内地企业的股东需在境外（一般为开曼群岛）设立特殊目的公司（SPV），并通过多层架构实现对境内拟 IPO 实体的控制与运营，以 SPV 作为 IPO 主体申请在港交所 IPO。

美股市场的 IPO 路径为红筹模式，与港股 IPO 红筹模式相类似，



中国内地企业的股东也需要在境外设立 SPV，并通过多层架构实现对境内拟 IPO 实体的控制与运营，以 SPV 作为 IPO 主体申请在纽交所或者纳斯达克 IPO。

三、三大市场的主要异同

（一）主要相同点

1. 核心要求一致：申请在三大市场 IPO 的上市主体都需满足主体资格、财务指标、公司治理、合规性等基本条件；

2. 中介机构参与：在三大市场 IPO 都需聘请保荐人/承销商、律师事务所、会计师事务所等专业机构；

3. 信息披露为核心：三大市场均要求上市主体遵循严格的信息披露规则，以确保投资者知情权。

（二）主要区别

1. IPO 主体

A 股的 IPO 主体为依照中国法律设立且持续经营 3 年以上的股份有限公司（有限责任公司整体变更可连续计算）；港股和美股的 IPO 主体须为在境外（一般为开曼群岛）注册设立的特殊目的公司（SPV）。

2. 上市交易所和登陆板块

A 股 IPO 可选择的交易所和登陆板块主要包括上海证券交易所的主板和科创板，深圳证券交易所的主板和创业板以及北京证券交易所（暂未区分板块）；港股 IPO 的交易所为香港联合交易所，可选择的登陆板块为主板和创业板（GEM）；美股 IPO 可选择的交易所和登陆板块主要是纽约证券交易所和纳斯达克证券交易所的全球精选资本市场（NASDAQ Global Select Market）、全球市场（NASDAQ Global Market）、资本市场（NASDAQ Capital Market）。



3. 上市公司特点

A 股市场的上市公司几乎涵盖了国内所有主要行业。例如，主板市场有众多大型国有企业和传统行业企业；科创板聚焦于硬科技企业，如芯片、人工智能、生物医药等；创业板则主要针对成长型创新企业。A 股市场对 IPO 企业的盈利、规模等均有一定要求。港股市场像覆盖了像腾讯、小米这样的内地知名企业。港股市场上市规则较为灵活，对企业的盈利要求相对宽松，更看重企业的市值和发展前景，比如一些尚未盈利但具有高增长潜力的科技企业也能在港股上市。美股市场则以科技股、成长股占比较高而闻名，摩根大通、伯克希尔·哈撒韦、沃尔玛、可口可乐、中国三大运营商等世界顶级公司，以及谷歌、苹果、微软、亚马逊、特斯拉等科技巨头都在美股上市。美股市场注重企业的未来盈利能力和创新能力，关注企业的商业模式和发展潜力。

4. 监管和审核机构

A 股 IPO 的监管机构为中国证券监督管理委员会；港股 IPO 的监管机构为香港证券及期货事务监察委员会；美股 IPO 的监管机构为美国证券交易委员会。国内公司赴港股和美股 IPO 都需要在中国证券监督管理委员会备案。

A 股 IPO 的审核机构根据登陆板块不同而有所区分，具体为沪主板和科创板由上海证券交易所审核，深主板和创业板由深圳证券交易所审核，在全国中小企业股份转让系统连续挂牌满十二个月的创新层挂牌公司申请 IPO 的，则由北京证券交易所审核；港股 IPO 的审核机构为香港联合证券交易所；美股 IPO 的审核机构根据企业所能达到的条件由纽约证券交易所或纳斯达克交易所审核。



5. IPO 审核周期

三大市场的审核周期各不相同。在历史实践中，A 股 IPO 的审核周期较长，一般约为 9-12 个月，如遇特殊情形，审核周期可能超过 12 个月；港股的审核周期适中，一般约为 6-9 个月；美股的审核周期较短，一般约 4-6 个月。相较 A 股的审核周期而言，港股和美股的审核周期在平均时间之外延期的可能性较小。

6. 发行估值

A 股整体估值较高，溢价明显；港股整体估值中等，但因港股国际化的特点，其估值会受国际资金、国际资本市场的影响；美股整体分化明显，新型行业以及科技行业估值相对高、传统行业估值相对低。

7. IPO 成本

A 股 IPO 成本受到企业规模、行业、IPO 板块、业务复杂程度、市场环境、中介机构选择等多种因素的影响，中介费用约占融资额的 10%-20%；港股 IPO 成本受到企业规模、行业特性、市场环境、业务复杂程度以及保荐机构选择等多种因素的影响，中介费用约占融资额的 8%-12%；美股 IPO 成本则受到公司自身估值、规模、行业前景、市场环境和发行定价等多种因素的影响，不同企业的情况差异较大，小型企业该占比可能高达 45%，而大型企业可能低至 10% 左右。

四、企业 IPO 地选择建议

综合以上分析，给出参考建议如下：

1. 可以优先 A 股的情况。建议主营业务在中国内地，依赖国内市场需求（如消费、制造、科技等行业），希望获得更高估值溢价（A 股估值通常高于港股/美股），创始人或核心股东希望保持对企



业的绝对控制权（同股同权架构），持续经营能力和盈利能力较强，并且行业受政策支持（如新能源、半导体、高端制造）的企业首选在 A 股 IPO。在 A 股 IPO 有着平均发行估值相较港股和美股高、股票流动性强、政策支持（如注册制改革、科创板/创业板定位新兴产业、国内投资者认购积极等优势；同时也要面对审核周期长、后续监管严格、外资准入受限（部分行业外资持股比例限制）等挑战。

2. 可以优先港股的情况。建议希望吸引国际资本（如消费、医疗、互联网等行业，已有或计划拓展海外业务（如跨境电商、国际品牌），已经搭建红筹/VIE 架构，创始人或股东需通过同股不同权架构保留控制权（如科技企业）的企业可以首选在港股 IPO。在港股 IPO 拥有国际化程度高（吸引全球投资者）、IPO 流程相对高效（审核周期短于 A 股）等优势，但也要承担发行估值低于 A 股、IPO 后维护成本高等后果。

3. 可以优先美股的情况。建议科技或生物医药等创新型，尚未盈利但增长潜力大，需快速融资且接受高合规成本，创始人团队希望保留绝对控制权（AB 股架构）的企业优先选择美股 IPO。在美股 IPO 意味着进入全球流动性最强、交易作为活跃的市场，能够享受对未盈利企业包容度高、国际品牌效应强（提升全球知名度）的优势，但同时也要面对合规成本高、估值分化明显（非龙头企业可能面临流动性不足）的风险。

五、结语

最后，需要进行特别提示和说明的是，无论最终选择哪个市场实现 IPO 目标，都要在享受该市场所带来的优势、收益、机会的同时，都需要承担所伴随的挑战、成本、风险，建议在专业顾问或者中介机构的帮助和建议下，结合企业行业属性、股东结构、长期战



上海市律师协会

金融工具与金融基础设施专业委员会

金融工具与金融基础设施法律资讯

financial instruments and financial infrastructure newsletter

略目标等综合因素做出审慎选择。



◎ 市场动态资讯

央行：一季度末金融机构人民币各项贷款余额 265.41 万亿元，同比增长 7.4%

据央行，中国人民银行统计，2025 年一季度末，金融机构人民币各项贷款余额 265.41 万亿元，同比增长 7.4%，一季度人民币贷款增加 9.78 万亿元。

一、企事业单位贷款增长平稳

2025 年一季度末，本外币企事业单位贷款余额 179.53 万亿元，同比增长 8.8%，一季度增加 8.56 万亿元。

分期限看，短期贷款及票据融资余额 60.69 万亿元，同比增长 9.3%，一季度增加 2.9 万亿元。中长期贷款余额 115.24 万亿元，同比增长 8.7%，一季度增加 5.53 万亿元。

分用途看，固定资产贷款余额 75.94 万亿元，同比增长 8.5%，一季度增加 3.44 万亿元。经营性贷款余额 73.94 万亿元，同比增长 7.3%，一季度增加 4.66 万亿元。

二、工业和基础设施相关行业中长期贷款保持较快增长

2025 年一季度末，本外币工业中长期贷款余额 26.04 万亿元，同比增长 11.2%，增速比各项贷款高 4.3 个百分点，一季度增加 1.52 万亿元。其中，重工业中长期贷款余额 22.19 万亿元，同比增长 11.1%；轻工业中长期贷款余额 3.86 万亿元，同比增长 11.8%。

2025 年一季度末，本外币服务业中长期贷款余额 70.62 万亿元，同比增长 6.8%，增速比各项贷款低 0.1 个百分点，一季度增加 2.99 万亿元。不含房地产业的服务业中长期贷款余额同比增长 7.5%；房



地产业中长期贷款余额同比增长 4.5%，增速比上年末低 2.5 个百分点。

2025 年一季度末，本外币基础设施相关行业中长期贷款余额 42.66 万亿元，同比增长 8%，增速比各项贷款高 1.1 个百分点，一季度增加 1.72 万亿元。

三、普惠小微贷款增长平稳

2025 年一季度末，人民币普惠小微贷款余额 34.81 万亿元，同比增长 12.2%，增速比各项贷款高 4.8 个百分点，一季度增加 1.9 万亿元。单户授信小于 500 万元的农户经营性贷款余额 9.98 万亿元，一季度增加 4098 亿元。助学贷款余额 2731 亿元，同比增长 28.3%。

四、绿色贷款增加较多

2025 年一季度末，本外币绿色贷款余额 40.61 万亿元，比年初增长 9.6%，一季度增加 3.56 万亿元。

分用途看，基础设施绿色升级贷款、能源绿色低碳转型贷款、生态保护修复和利用贷款余额分别为 18.11 万亿元、8.13 万亿元和 4.81 万亿元，一季度分别增加 1.47 万亿元、4680 亿元和 4269 亿元。分行业看，电力、燃气及水生产和供应业绿色贷款余额 8.45 万亿元，一季度增加 4588 亿元；交通运输、仓储和邮政业绿色贷款余额 7.4 万亿元，一季度增加 3959 亿元。

五、涉农贷款持续增长

2025 年一季度末，本外币涉农贷款余额 52.9 万亿元，同比增长 8.4%，增速比各项贷款高 1.5 个百分点，一季度增加 2.78 万亿元。

2025 年一季度末，农村贷款余额 38.75 万亿元，同比增长 8.3%，一季度增加 1.95 万亿元。农户贷款余额 18.73 万亿元，同比增长 5.7%，一季度增加 5293 亿元。农业贷款余额 6.82 万亿元，同比增



长 8.2%，一季度增加 4602 亿元。

六、房地产贷款增速回升

2025 年一季度末，人民币房地产贷款余额 53.54 万亿元，同比增长 0.04%，增速比上年末高 0.2 个百分点，一季度增加 6197 亿元。

2025 年一季度末，房地产开发贷款余额 13.87 万亿元，同比增长 0.8%，一季度增加 3535 亿元。个人住房贷款余额 37.9 万亿元，同比下降 0.8%，增速比上年末高 0.5 个百分点，一季度增加 2144 亿元。

七、贷款支持科创企业力度较大

2025 年一季度末，获得贷款支持的科技型中小企业 27.18 万家，获贷率 49.6%，比去年同期高 3.6 个百分点。科技型中小企业本外币贷款余额 3.33 万亿元，同比增长 24%，增速比各项贷款高 17.1 个百分点。

获得贷款支持的高新技术企业 26.71 万家，获贷率为 57.7%，比去年同期高 1.3 个百分点。高新技术企业本外币贷款余额 18.45 万亿元，同比增长 8.5%，增速比各项贷款高 1.6 个百分点。

八、住户消费贷款保持增长

2025 年一季度末，本外币住户贷款余额 83.88 万亿元，同比增长 3%，一季度增加 1.04 万亿元。其中，经营性贷款余额 24.97 万亿元，同比增长 6.5%，一季度增加 7965 亿元。不含个人住房贷款的消费性贷款余额 21.02 万亿元，同比增长 6.1%，一季度增加 321 亿元。



去美元化尚未开始，但全球都在加速多元化配置

在关税政策等不确定性下，美国股债汇“三杀”频现，美元信用遭遇动摇。“去美元化”和“多元化配置”成为近期多场国际投资峰会上，投资机构及其客户热议的关键词。

5月29日，瑞银资产管理公司全球主权市场策略与咨询主管马西米利亚诺·卡斯泰利（Massimiliano Castelli）对第一财经表示，以前几乎没有机构会质疑美元信用，但今年开始这成为诸多客户会上被提及的问题。目前主流机构还没有出现明显的“去美元化”趋势，美元作为全球储备货币的地位仍将长期保持，但多元化配置、加大对美元资产持仓的对冲比例是切实在发生的事。

据记者了解，作为多元化配置趋势的体现，近年来除了黄金被多数机构增持，欧洲股票、日元、澳大利亚元等资产近期亦受到追捧，国际投资者对于港股的兴趣同样在回升。

大规模去美元化未启

4月，美国实施“对等关税”政策，一度引发全球金融市场恐慌，美元指数跌破100大关，随后更跌入98区间，创下阶段新低。日元、欧元今年以来对美元升值5%~10%。

在华尔街看来，美元此前被高估了10%~20%。这种高估缘于美国“例外主义”——过去十多年里，美国优异的资产回报率吸引了全球资本流入。然而，关税冲突严重打击了美国企业的利润和家庭的消费能力，这两者正是支撑美国“例外主义”的双引擎。换言之，美国关税政策正在破坏强势美元的核心支柱。

卡斯泰利对记者表示，美元未来在国际支付中的占比可能会缓慢从60%下降至50%，但仍将是主要的储备资产。欧元可能是备选项，



但可供选择的资产有限，以近期受到降息、欧元走强利好提振的德国国债为例，其发行量仍然太小，外加流动性不佳，因此很难真正成为国际性的资产。

值得关注的是，当地时间 5 月 28 日，美国国际贸易法院裁定美国总统特朗普全面关税越权，并阻止相关关税政策生效。消息传出后，标普 500 指数期货上涨约 1.5%，纳斯达克指数期货涨幅更高，美元指数涨超 0.5%。

事实上，特朗普推迟“对等关税”以来，美股已经几乎收复全部跌幅，进入了技术性牛市。记者也从多家外资机构处获悉，其客户并未大幅降低美股资产敞口，美国散户的买入动能也仍强。

前美国总统高级顾问大卫·阿克塞尔罗德（David Axelrod）和前联邦和州检察官埃利·霍尼格（Elie Honig）在一个采访中提及，特朗普政府可能提起上诉，若上诉失败，案件可能提交至美国最高法院审理，结果存在不确定性。

不过，关税暂停执行削弱了美国在国际贸易谈判中的筹码，可能促使其他国家重新评估与美方的合作或对抗策略，增加了国际经贸环境的复杂性。

卡斯泰利则称，就目前来看，似乎市场开始回归平静，去美元化也并未实质性开始，只是投资者都开始认真考虑多元化配置，而非过于集中持仓美元资产。

富兰克林邓普顿（Franklin Templeton）首席市场策略师兼研究院主管多弗（Stephen Dover）此前也对记者称，美国资产市场规模最大、流动性最好，美国金融领域法治体系健全，虽然美元可能“受伤”，但短期内被取代的风险并不大。

美债风暴若隐若现



尽管如此，若隐若现的美债风暴并未平息。由于美债是全球金融市场的基石，若持续遭遇动荡，显然会拖累美股和美元，美元资产或将经历“价值重估”。

“4月以来，作为传统避险资产的美债，似乎成为了风险本身。一方面是今年有巨额美债到期需要进行债务置换，另一方面是美联储一再推迟降息导致举债成本居高不下，这无疑让美债的‘借新还旧’面临巨大压力。”嘉盛集团资深分析师陈杰瑞（Jerry Chen）对记者表示。

其实，美债和财政赤字的问题早就不是“新”闻。在特朗普 2.0 时期，如果说关税战提前触发了美债警报，正在立法阶段的大规模减税法案恐将进一步恶化财政赤字。在此情况下，买家对长期美债的接盘意愿和能力均有所下降，自然也会要求更高的“无风险”收益率。

意识到问题严重性的美国财政部长贝森特（Scott Bessent）亦在采取办法。例如，近期计划通过调整银行的补充杠杆率（SLR），鼓励银行增加对美国国债的持有量。SLR 是衡量银行资本充足性的一项监管指标，当前美国大型银行需维持至少 5% 的 SLR。贝森特希望放宽这一要求，使银行在不增加资本的情况下，能够持有更多国债，从而提升对国债的需求，压低其收益率。此外，美国政府还希望通过加密货币的监管法案，让加密货币市场成为美债的重要买家。

就此，瑞银资产管理全球固定收益负责人德特威勒（Matthias Dettwiler）对第一财经表示，大规模的美债抛售并未开始，此前美债收益率的飙升更多缘于对冲基金平仓等因素。“不过，未来仍存在变数，因为放松 SLR 要求可能会改善美国国内机构对美债的持仓限制，但更主要的买家仍是国际买家。”



美国财政部近期发布的 4 月数据也显示，英国是美债的头号买家，其后是日本和中国。

陈杰瑞分析，未来需要看美联储会否兜底，考虑到目前的高额关税和未来的减税法案，提前降息或宽松将使得美国通胀存在失控的风险。理论上讲，稳定物价和充分就业才是美联储的目标，而改善财政状况不在此范围。而且一旦美联储对美债市场做出兜底的表态，恐引发市场更肆无忌惮的抛售。

多元配置、加大对冲趋势明显

面对不确定性，即使没有明显地“去美元化”，投资者也已开始未雨绸缪，严肃考虑多元化配置。

近年来，各国出口商的贸易顺差大多以美元存款的形式保留，而非换成本币；保险机构也持有大量美元资产（尤其是美债），但对冲的比例极低。多名国际机构策略师对记者称，提升对冲比例是正在发生的事。

瑞银财富管理中国区主管吕子杰对第一财经表示：“客户从原来的集中配置（美元资产）转向更精细化、分散的板块投资。当前美元走弱，尽管不会迅速贬值，但已成为重要警示，促使家族办公室和超高净值客户重新思考持有美元资产的比例。如果美元弱势持续，将对投资组合造成明显影响。目前推荐配置一些强势货币，如澳大利亚元、新加坡元以及其他亚太区货币，作为对冲手段，增强投资组合的稳定性。”

吕子杰称，黄金已成为重要的“去美元化”工具。“金价目前已涨至每盎司 3300 美元，显示其避险与保值功能。不仅是纸黄金，配置实物黄金也是趋势。”此外，她还提及，早年几乎被忽略的欧洲资产开始受到更多关注，尤其是食品、医疗等受益于老龄化趋势



的股票板块存在较好的前景。

在亚洲市场，日本股市和中国香港股市亦受到全球关注。富达国际基金经理乔治·埃夫斯塔霍普洛斯（George Efstathopoulos）对记者表示：“日本经济格局正在经历重大转变，即低增长、低通胀、低利率的长期滞胀现象即将结束。由工资驱动的通胀开始推动内需增长，进而打破数十年来经济停滞的情况，并改变消费行为。日本中盘股具有吸引力，而且因其不受日元波动影响，也是一项较为稳健的投资选择。”

在他看来，中国可能是全球唯一同步保持宽松的货币、财政和监管政策的市场。鉴于中国拥有较高的储蓄率，受益于刺激国内消费政策的，不仅是港股，中国内地的中盘股也应会明显受益。



左手甩卖不良、右手发行 ABS，消金公司加速自救

2025 年，消费金融公司延续 2024 年的趋势，一边加速低价甩卖不良资产，一边通过低利率发行资产证券化（ABS）产品来“补血”自救。

记者注意到，今年以来，已有超过十家消费金融公司加快了不良资产包的处置速度。截至一季度末，消费金融公司已成为个人贷款不良资产市场的第二大出让方。

与此同时，多家消费金融公司也在加速发行 ABS 产品以补充资本。截至 5 月 29 日，消费金融公司累计发行 ABS 产品 15 只，发行总额达到 74.58 亿元，较 2024 年同期呈现增长态势，最低利率跌破 2%。业内人士分析认为，当前消费金融行业竞争加剧，主要受到宏观经济增速放缓、利率持续下降以及资产质量面临压力等多重因素的综合影响，促使消费金融公司不得不加快自救步伐。

不良资产加速出清，低价甩卖成常态

今年以来，消费金融机构处置不良资产的热潮仍在持续，整体呈现出“快速出清、快速转让”的特点。

近日，蚂蚁消金在银登网挂牌转让了今年第 2 期个人不良贷款资产包。该资产包的未偿本息总额为 6 亿元，涉及 12 万户借款人，而其起拍价仅为 7210 万元，折价率低至 1.2 折。

根据公开信息，该资产包的平均逾期天数为 335.8 天。尽管这一逾期时间尚未达到传统意义上的长期逾期标准，但该资产包已被全额计入五级分类中的“损失”类别。

进一步来看，该不良资产包的借款人平均未偿还的本息余额仅为 5000 多元，但人均贷款笔数却达到 2.62 笔。



招联消金在处置不良资产时采取了“核销即卖、全部未诉讼”的方式。日前，在年内转让的 46.47 万笔不良资产中，单笔金额最低为万元级别，平均逾期天数已超过 600 天，但招联消金选择放弃通过司法途径追偿，而是直接将这些资产包进行转让。

公告显示，该资产包共有 464693 笔资产，其中每一笔都已被核销，且全部未进入诉讼程序。这在往年并不常见。

对于上述现象，一位消金人士对记者指出，这反映出线上消费金融业务在长尾客群的风控管理不足。“由于诉讼成本和催收成本过高，而回收效益却难以覆盖这些成本，导致两者严重倒挂。因此，部分机构对短期逾期资产直接全额计提损失，甚至放弃诉讼追偿。”

“相比之下，直接转让不良资产可以快速实现资产变现，从而显著提升资金的使用效率。”博通咨询首席分析师王蓬博认为，消费金融公司选择直接转让不良资产的主要原因是出于成本节约的考虑。催收、诉讼程序不仅复杂，而且耗时漫长，可能需要数月甚至数年才能完成。在此期间，不良资产会持续占用公司资源，严重影响资金的周转效率。

面对资产质量的压力增大以及迫切的资金回笼需求，消费金融公司加速处置风险资产的意愿十分强烈。在这一背景下，年内以低价转让不良资产包，已经成为众多消费金融公司的常规操作。

多家机构频繁通过银登网等平台批量转让不良资产包，转让规模创下历史新高，折扣力度更是低至 1 折以下。据银登中心数据，2025 年 5 月单月，消费金融行业不良资产转让规模接近 80 亿元，创下年内新高。

部分不良资产包的折扣率极低，甚至低至 0.3 折。例如，锦程消金转让的一个本金总额为 4567 万元的资产包，起拍价仅为 275 万元，



相当于本息总额的 0.3 折。此外，南银法巴消金转让的长三角地区个体工商户经营贷资产包（平均逾期 142 天）也以 1.5 折的价格成交。

部分不良资产包在首次挂牌后未能成功成交，遭遇流拍，随后通过降低价格进行“促销”。以中银消金的第 19 期个人不良贷款（个人消费贷款）转让项目为例，该资产包的未偿本息总额为 433.10 万元。首次挂牌时，竞拍起始价为 64 万元，但未能成交。近日重新挂牌时，起始价已下调至 58 万元。

ABS 发行提速，消费金融公司补血路径转型

在加速处置不良资产以回笼资金的同时，消费金融公司通过 ABS 来拓宽融资渠道的行动明显加快。

记者据 Wind 数据统计，截至 5 月 29 日，消费金融公司已累计发行 15 只 ABS 产品，发行总额达到 74.58 亿元，相比 2024 年同期增长了 45%。其中，个人消费贷 ABS 占比高达 72.4%，成为主要的发行类型。

整体来看，消金公司 ABS 发行节奏呈现小而频。同时，ABS 的发行利率也创下了新低。例如，南银法巴消费金融年内规模最大的一笔 ABS 产品“25 南银法巴 1A”，发行金额为 19.58 亿元。该产品的底层资产为长三角地区的线下消费贷款，加权平均利率为 18.7%，优先档票面利率仅为 3.15%，创下自 2023 年以来的新低。

中原消费金融在 2025 年完成了两期 ABS 发行，总规模达到 30 亿元。其中，“25 鼎柚 1A”以“提钱花”产品为基础资产，入池贷款余额为 15.05 亿元，加权平均利率为 18.74%，优先档利率为 2.05%，利差空间高达 16.69 个百分点。而“25 鼎柚 2A”的发行利率更是跌破 2%，降至 1.95%。



马上消费金融和海尔消费金融分别发行了 10 亿元和 15 亿元的 ABS 产品。其中，马上消费金融发行的“25 安逸花 1A”产品票面利率为最低，仅为 1.90%。

素喜智研高级研究员苏筱芮认为，多家持牌消费金融公司积极发行 ABS，其背后既有机构自身的内在需求，也有外部监管的鼓励因素。一方面，有助于显著提升资金的使用效率；另一方面，也有利于消费金融公司获取低成本且稳定的资金来源。

Wind 数据显示，截至一季度末，盛银消金、蒙商消金等 6 家机构的注册资本仍未达到 10 亿元的监管红线。“在这种情况下，通过发行 ABS 实现轻资本运营成为这些机构的必然选择，以满足监管要求并保障自身生存发展。”前述消金人士称。

监管层面的支持成为推动 ABS 发行的重要因素。5 月 9 日，中国人民银行发布的《2025 年第一季度中国货币政策执行报告》明确提出，支持汽车金融公司和消费金融公司发行金融债券，并研究适当提高消费类信贷资产证券化的注册额度。此外，报告还强调推动消费领域可证券化资产范围的适度扩大，以增加信贷资金的供给支持。

王蓬博指出，与其他融资方式相比，ABS 发行在成本方面具有一定优势，已成为消费金融机构重要的融资渠道之一。从机构角度来看，持牌消费金融公司积极开展 ABS 业务，能够优化负债结构，盘活存量资产，提升资产流动性，并增强资本抵御风险的能力。

“2025 年货币政策预计仍将维持稳健偏宽松的基调，这将使得消费贷款 ABS 的发行利率继续保持在较低水平。”展望未来，新世纪评级陈洁认为，随着更多消费领域相关政策的落地实施，消费市场的复苏势头有望延续。预计消费贷款 ABS 的总体发行规模将保持稳定并有所增长，更多符合条件的发起机构将进入市场。