

联合资信评估股份有限公司  
2025 年度信用评级业务开展和合规情况报告

二〇二六年四月

## 目录

一、基本情况.....	1
二、独立性内部审核结果.....	2
三、信用评级分析人员轮换政策.....	5
四、联合资信关联公司向受评主体等提供顾问、咨询服务的情况.....	5
五、联合资信为受评主体等提供非评级服务的情况.....	6
六、联合资信评级方法体系、内部控制制度建设情况.....	6
七、评级结果的准确性及稳定性的统计情况.....	8
八、合规检查及整改情况.....	27
九、国际业务拓展情况.....	28
十、研究工作情况.....	30
十一、交流与宣传活动.....	30
十二、信息系统建设.....	32

2025 年以来，信用评级行业在监管部门的持续推动下步入了市场化转型的新发展阶段，全行业积极拥抱变革，不断提升专业能力和服务质量，向高质量发展阶段迈进。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”或“公司”）始终坚持“依法经营、合规作业”的经营理念，2025 年持续贯彻高质量发展要求，以各项法律法规和自律规则为准绳，不断修订和完善各项规章制度，加强利益冲突管理、合规管理，提高信息透明度；进一步强化评级质量控制，增强风险识别能力和揭示能力，提高信用评级的准确性、及时性和区分度，引导金融资源合理配置；持续加强信用研究，加强数字化建设；注重人才队伍建设，持续开展培训工作，提高评级人员的专业技术能力和合规执业水平，更好助力债券市场服务实体经济、服务新质生产力发展。现将联合资信 2025 年度评级业务合规运行情况报告如下：

## 一、基本情况

2025 年，公司经营范围变更，现为：企业信用评级服务；大数据服务；数据处理服务；企业信用调查和评估；信息咨询服务（不含许可类信息咨询服务）；信息技术咨询服务；业务培训（不含教育培训、职业技能培训等需取得许可的培训）；企业信用管理咨询服务。目前开展的主要业务包括对多边机构、国家主权、地方政府、金融企业、非金融企业等各类经济主体的评级，对上述各类经济主体发行的固定收益类证券以及资产支持证券等结构化融资工具的评级。

2025 年，公司股权结构发生变化，原股东 Feline Investment Pte.Ltd. 将其持有的联合资信股权全部转让给联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）。本次转让后，联合信用持有联合资信股权由 71.8454% 增加至 96%，海南联信嘉禾管理咨询合伙企业（有限合伙）更名为天津联信嘉禾管理咨询合伙企业（有限合伙），持有联合资信股权不变，仍为 4%。治理结构和组织架构无变化。

截至上年末在职员工 552 人，硕士及以上学历员工占比 83%，3 年及以上从业年限员工占比 84%，人员结构合理，分析师队伍专业素质与执业能力可以满足作业需求。

评级业务情况方面，2025 年，公司承揽评级项目 5986 个，同比增长 12.54%；出具初始评级报告 4813 个，涉及债项 5823 只，受评主体 1809 家。境内市场所评级的各类

债券发行量(含地方政府债)达到 4257 只、债券发行规模达到 78484.36 亿元人民币, 市场占比超过 30%。出具 2517 份债项定期跟踪评级报告, 涉及存续债项 21145 只, 涉及发行人 1080 家。

2025 年, 联合资信得到监管机构和债券市场参与各方的高度认可, 获得了一系列荣誉, 包括: 荣获《企业财资人》2025 年度“中国大陆地区最佳信用评级机构”称号; 荣获《亚洲金融》2025 年度“中国大陆最佳评级机构”称号; 荣获 CSF 第十一届中国资产证券化论坛“年度杰出机构”嘉勉; 其参与的 50 余个项目分获各分项奖项嘉勉; 荣获《财资》2025 年度 3A 可持续基础设施奖“中国最佳评级机构”。

## 二、独立性内部审核结果

### (一) 独立性管理及内部审核结果

2025 年, 公司进一步优化内部组织结构, 明确市场部门与评级部门的职责边界, 严格执行《评级业务承揽制度》《评级程序》《评级业务利益冲突管理与回避制度》《评级业务防火墙制度》《合规管理制度》等核心制度, 细化评级作业全流程管控细则, 完善内部三级审查机制, 结合外部监督力量, 形成“事前防范、事中管控、事后复盘”的利益冲突审查与执业行为管控闭环, 借助信息化手段实现管控提质增效, 筑牢评级独立性根基。

在评级项目承接环节, 公司进一步严格利益冲突前置审查要求, 已经实现利益冲突审查的自动化, 不存在影响评级独立性的股权关联关系及其他应回避的利益冲突情形后, 方可签订信用评级委托协议。评级委托协议中明确评级收费标准, 且不做出收费标准与评级对象的最终信用等级级别等相联系的约定。

评级作业阶段, 评级人员参与项目前, 检查是否与受评对象存在需回避的情形, 如不存在利益关系, 则签署《无利益关系声明》, 如存在需回避情形则回避。

2025 年, 公司进一步强化董事、监事、高级管理人员(以下简称“董监高人员”)的利益冲突管理, 持续更新高管任职情况, 实现高管利益冲突审查的线上化、常态化管理。公司将董监高人员任职信息、关联关系信息全面嵌入信息系统, 系统可自动校验其与评级项目委托方、受评主体是否存在利益冲突, 实时预警潜在风险, 确保相关人员履职过程中不影响评级独立性。

廉洁从业方面，公司持续开展廉洁从业培训，并对公司及全体评级从业人员的廉洁从业情况进行监督，各部门对本部门及部门人员的廉洁从业情况进行监督、检查。2025 年，全体员工在信息系统中签署《承诺书》《廉洁从业承诺书》《廉洁自律声明》等文件，对上一年度执业行为自查；不断提高廉洁从业意识；并将《廉洁告知书》和《廉洁责任保证书》作为附件嵌入评级委托协议，要求协议双方保持廉洁自律的工作作风，防止各种不正当行为的发生，保持评级工作的客观独立性。从检查情况看，2025 年，公司实际控制人、董监高人员及其他评级从业人员严格遵守监管规定、自律规则及公司相关制度规定，未发现存在与受评经济主体、受评债务融资工具发行人或者相关第三方存在不正当交易或者商业贿赂；谋取不正当利益，索取或接受现金、贵重礼品或其他好处；或者向公职人员、客户、正在洽谈的潜在客户及其他利益关系人输送不正当利益等行为。公司及从业人员不存在因违反监管机构、行业自律组织廉洁从业要求，而被行政处罚、处分的情况。

总体来看，公司已建立起一套较为完善、可落地、可追溯的利益冲突管理制度和独立性管控机制，在信息化水平、流程细化等方面实现了显著升级，相关制度和机制在实际工作中得到有效贯彻实施。经全面内部审核及外部监督检查确认，公司全体评级人员与受评对象之间，未发现存在任何影响评级独立性的利益关系；未发现评级工作受到董监高人员、关联公司的干预，也未发现受到评级项目参与人员以外的任何个人或外部机构的影响。

## （二）对防火墙的审查情况

公司严格执行《评级业务利益冲突管理与回避制度》《评级业务防火墙制度》，进一步修订完善相关管控细则，将隔离要求嵌入评级业务全流程、各环节，实现“业务隔离、人员隔离、利益隔离”的全覆盖管控，确保从事评级业务的部门与市场部门、其他业务部门之间，均建立有效的防火墙隔离机制，杜绝利益交叉与违规干预。

2025年，公司及董监高人员未持有其他存在业务竞争关系的评级机构的出资额或股份；公司的实际控制人、关联机构未影响公司的评级政策、技术及制度的制定、修订和实施，未干涉或参与公司的业务开展及评级决策；公司市场部门、评级业务部门、财务部门、合规部门分开设置；公司信评委主任未在市场部门和评级部门兼任任何职务，市场部门、财务部门、合规部门人员未兼任信评委、技术委委员；评级人员未参

与评级项目商务谈判、合同签订等工作；公司未发现市场拓展人员及其他人员干涉分析师和信评委独立、客观和公正地进行评级分析和决定信用等级的情形，评级工作未受到外部任何机构的影响。

总体看，2025年联合资信防火墙制度得到有效贯彻，防火墙隔离情况良好。

### （三）信评委主任及委员、评级小组成员回避情况

根据公司《评级业务利益冲突管理与回避制度》规定，评级人员在参与项目之前，应自查是否存在回避情形，凡存在上述回避情形的则回避，如不存在上述回避情形则签署无利益关系承诺文件。信用评审会前，信评委主任对本次信评委会议参会人员利益冲突审查，参会人员均须确认不存在法律法规、自律组织及公司制度规定的利益冲突情形后，方可召开会议。在评级报告出具前，公司会对评级作业全流程的利益冲突审查情况进行再次审查。

从检查情况看，2025年，信评委主任及委员、评级小组成员利益冲突回避情况良好，实际不存在利益冲突的情形。

### （四）信评委主任及委员、评级小组成员的离职审查结果

联合资信《评级业务利益冲突管理与回避制度》规定：离职人员应将其受聘单位的真实信息告知评级部门及人力资源部门，并如实填写离职人员审查表，接受评级部门和公司合规部门的离职审查；如果评级人员离职并受聘于其曾参与评级的受评主体或者受评债务融资工具/证券发行人、信用评级委托方或主承销商，公司和评级部门负责人应从获知起检查其离职前两年内参与的与其聘任机构有关的评级工作是否受到利益冲突影响，如存在利益冲突，公司应及时披露检查结果。

2025年，联合资信进一步完善离职人员审查机制，继续强化离职人员审查，审查离职评级人员56名。据公司掌握的情况，未发现离职人员就职于其参与评级或表决级别的受评企业、信用评级委托方或主承销商的情形。

### （五）评级业务开展过程中产生的利益冲突情形、采取的有效措施等信息

联合资信《评级业务利益冲突管理与回避制度》规定：委托协议签订后的任一阶段发现存在利益冲突相关情形的，应对所涉评级流程进行回溯检查，客观评估该利益冲突可能产生的影响；如能消除影响，应及时采取补救措施；如无法消除，应及时终止评级，并向委托方说明情况。

2025年，联合资信未对存在利益冲突的评级对象进行评级，经检查未发现评级人员与受评对象存在利益冲突的情况。

#### （六）财务年度评级收入前 20 名客户名单

已根据监管要求向行业主管部门和业务管理部门备案。

### 三、信用评级分析人员轮换政策

联合资信《评级业务利益冲突管理与回避制度》规定：评级项目组成员不得连续5年为同一受评主体或者受评债务融资工具/证券发行人提供信用评级服务；当部门负责人在利益冲突审查时，如发现拟参与项目成员存在此情形，则评级分析师需轮换。

2025年，联合资信切实实施评级人员轮换机制，从合规自查情况看，未发现同一评级人员连续5年为同一受评企业提供评级服务的情形。

### 四、联合资信关联公司向受评主体等提供顾问、咨询服务的情况

联合资信定期将关联公司（包括公司子公司、控股股东及其控制的其他机构）已开展的顾问、咨询服务的企业名单嵌入信息系统，系统将受评主体与关联公司开展的顾问、咨询服务情况进行自动对比、判断，并作出检索结果提示，提示结果一直跟随项目流程直至报告出具。对于日常评级过程中，信息系统已提示涉及关联公司提供顾问、咨询服务的，由项目人员在评级报告声明中进行披露，合规质量部进行复查；对于评级报告完成后，关联公司对联合资信受评主体提供顾问、咨询服务的，合规专员每季度就关联企业最新提供的顾问、咨询服务开展情况与联合资信承做的已发行存续债券进行比对检查，如发现存在报告声明书中未披露的情形，则按照《信息披露管理制度》进行利益冲突专项披露，同时做好记录和归档工作。

2025年，45家受评主体接受了关联公司提供的咨询服务；51家受评债券的主承销商、发起机构等相关第三方接受了关联公司提供的咨询服务。联合资信已按照监管要求在相关评级报告声明书或公司官网予以披露。

由于联合资信与关联公司之间在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此评级业务并未受到上述关联公司影响，保持了评级的独

立、客观、公正性。

## 五、联合资信为受评主体等提供非评级服务的情况

2025 年，公司进一步完善非评级业务的管理和披露机制，按照非评级业务涉及的参与机构角色、非评级业务的类型等进行分类管理和披露。2025 年，联合资信提供的非评级业务收入合计 165.75 万元。具体情况如下：

联合资信向3家受评主体/债券发行人提供了不良资产批转估值服务，鉴于联合资信提供的不良资产批转估值报告服务属于不良资产支持证券信用评级过程中的阶段性成果，故与信用评级业务不存在利益冲突；联合资信向2家受评主体提供了ESG报告服务，鉴于联合资信承做上述业务的部门在业务、人员、档案管理上与市场部门、信用评级业务部门隔离，故与信用评级业务不存在利益冲突。公司就上述非评级业务，已陆续在相应的评级报告或利益冲突专项报告中进行了披露。另外，联合资信向8家非受评主体提供了ESG报告服务、不良资产批转估值服务等非评级服务，向1家单位提供了课程培训服务。

## 六、联合资信评级方法体系、内部控制制度建设情况

### （一）评级方法及模型建设情况

为了准确评价被评级对象的风险状况，联合资信按评级对象的风险特征对评级对象进行分类，并针对不同类别风险特征的评级对象分别制定评级方法。联合资信评级方法分为各类主体信用评级方法、主要行业评级方法和金融产品评级方法。联合资信主要评级对象包括非金融企业、金融机构、地方政府、主权国家、国际开发机构等，其中非金融企业和金融机构又按照行业进一步细分。债项信用评级是对各类经济主体发行的债务融资工具或金融产品进行评级，主要包括政府债券、非金融企业债务融资工具、公司债、金融机构债券、结构化融资工具等。联合资信始终坚持落实五部委《通知》精神，持续完善公司评级技术体系，并根据市场需求和自身实践及时制订或修订评级方法和模型，提升评级方法和模型的科学性、有效性。2025 年，联合资信制定/修订评级方法、模型共计 13 项，其中，新制定《科技创新债券信用评级方法》《多

元产业投资控股企业信用评级方法》《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》《对公租赁债权资产支持证券评级方法》《持有型不动产资产支持证券投资评级方法》《混合资本工具信用评级方法》6 项；修订《科技创新企业主体信用评级方法与模型》《保险公司信用评级方法》《保险公司主体信用评级模型（打分表）》《资产支持证券评级方法总论》《供应链应收账款资产支持证券评级方法》《未来应收款资产支持证券评级方法》《主权信用评级方法与模型》7 项。具体详见下表。上述评级方法与模型的制定、修订对现有客户的评级结果无重大影响。相关行业或产品的评级方法与模型已在官网进行了披露。

截至 2025 年末，联合资信研究制定的评级方法已基本覆盖银行间和交易所市场的所有产品与行业。

**表 1 联合资信 2025 年度评级方法与模型制定、修订情况**

序号	评级方法名称	适用业务类别或行业	制定或修订时间
1	多元产业投资控股企业信用评级方法、多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）	多元产业投资控股企业	2025 年 5 月 15 日
2	对公租赁债权资产支持证券评级方法	对公租赁债权资产支持证券	2025 年 5 月 30 日
3	保险公司信用评级方法、保险公司主体信用评级模型（打分表）	保险公司	2025 年 5 月 30 日
4	科技创新企业主体信用评级方法与模型	科技创新企业	2025 年 7 月 31 日
5	科技创新债券信用评级方法	科技创新债券	2025 年 7 月 31 日
6	资产支持证券评级方法总论	资产支持证券	2025 年 11 月 14 日
7	持有型不动产资产支持证券投资评级方法	持有型不动产资产支持证券投资	2025 年 11 月 21 日
8	供应链应收账款资产支持证券评级方法	供应链应收账款资产支持证券	2025 年 12 月 17 日
9	未来应收款资产支持证券评级方法	未来应收款资产支持证券	2025 年 12 月 17 日
10	主权信用评级方法与模型	主权政府	2025 年 12 月 30 日
11	混合资本工具信用评级方法	混合资本工具	2025 年 12 月 31 日

## （二）内部控制制度建设情况

截至 2025 年末，公司已制定并在执行的基本制度近 40 项，形成了覆盖信用评级作业全过程管理、质量管理、合规管理、执业行为管理、利益冲突管理、档案管理、数据库管理、信息保密与安全、信息披露管理、财务与人力资源管理等方面的业务及内控

管理机制与制度体系，涵盖了行业监管部门及自律组织的相关规定及要求，满足了日常经营管理需要，主要制度已在联合资信网站披露。

2025 年，为保持与监管新规要求的同步，进一步提升公司运营管理的规范化、系统化、科学化，公司对主要的相关业务制度和内控制度进行了适应性修订。公司共修订了《评级技术委员会制度》《评级方法制定与修订制度》《评级报告内容准则》《薪酬管理制度》4 项基本业务制度，相关制度已按监管规定及时进行了披露。同时，为进一步提升业务与内控管理效果和效率，完善配套机制和具体措施，公司制定或修订了《评级技术委员会工作细则》《评级信息质量管理办法》《合规质量考核评价办法》《信息安全管理办法》《评级报告质量评价细则》《信评委委员考核实施细则》《研究工作管理办法》等办法和细则。

整体上看，联合资信制度体系完善，每年定期对制度进行有效性检查，结合监管规定与公司实际管理需要及时对制度进行修订与完善，保障公司业务及内部管理的有序、合规开展。

## 七、评级结果的准确性及稳定性的统计情况

### （一）平均累积违约率

#### 1. 数据来源和统计范围

期初存续样本包括期初联合资信所评的存续金融债券、非金融企业债务融资工具（不含企业资产支持证券）、企业债券、公司债券的发行主体<sup>1</sup>和担保主体，期初已披露的主动评级主体，以及信贷资产支持证券、企业资产支持证券（不含定向发行）。统计时间范围为 2014 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，数据来源于 Wind。

平均累积违约率的检验对象分以下五个类型：（1）非金融企业；（2）非金融企业债务融资工具（不含企业资产支持证券）发行主体、担保主体；（3）金融企业；（4）企业资产支持证券（不含定向发行）；（5）信贷资产支持证券。

#### 2. 统计方法

联合资信采用静态池法统计平均累积违约率。静态池由每年年初建立的某类等级的全体债券发行人组成，不考虑债券的发行时间。由于发行人信用等级可能发生迁移，所以债券发行人存在属于多个静态池的可能性。当一个债券发行人违约，其违约将被

<sup>1</sup> 即存续债券由本机构评级或引用本机构主体评级的主体，包含联合资信于 2020 年合并后当年开始继承的联合信用评级有限公司评级或引用其主体评级的主体。引用本机构评级，仅包括在发行文件如募集说明书中引用本机构主体委托评级的债券。

记录到其过去所有曾属于的静态池。对于已经出现违约的债券发行人，将被从后续的静态池中剔除。

平均累积违约率计算方法如下：

(1) 计算平均边际违约率。平均边际违约率是指发行人在第  $n$  年之前均未违约，而在第  $n$  年中发生违约的平均历史频率，计算公式可表示为：

$$d_{n,R} = \frac{\sum_{y=Y_0}^{Y-n+1} M_{n,R}^y}{\sum_{y=Y_0}^{Y-n+1} N_{n,R}^y}$$

其中， $d_{n,R}$ ：信用级别为  $R$  的发行人的  $n$  年平均边际违约率；

$Y$  为平均边际违约率计算区间的终点， $Y_0$  为区间起点<sup>2</sup>；

$M_{n,R}^y$ ：在  $y$  年初建立的群组中，信用级别为  $R$  的发行人在  $y+n-1$  年中发生违约的个数；发行人发生违约情形即应纳入“违约企业数量”统计；

$N_{n,R}^y$ ：在  $y$  年初建立的群组中，信用级别为  $R$  的发行人在  $y+n-1$  年初仍存续的个数；

(2) 计算平均边际生存率。由平均边际违约率  $d_{n,R}$ ，可以计算得到平均边际生存率  $S_{n,R}$ ，具体公式为：

$$S_{n,R} = 1 - d_{n,R}$$

(3) 计算平均累积生存率。等级为  $R$  的发行人在  $T$  年的平均累积生存率  $S_{T,R}$  可以由以下公式计算得到：

$$S_{T,R} = \prod_{i=1}^T S_{n,R}^i$$

(4) 计算平均累积违约率。等级为  $R$  的发行人在  $T$  年的平均累积违约率  $ND_{T,R}$ ，计算公式为：

$$ND_{T,R} = 1 - S_{T,R}$$

### 3. 统计结果

#### ① 金融企业平均累积违约率

联合资信所评金融企业未出现违约。

<sup>2</sup> 例如，若计算 2014-2022 年平均边际违约率，则  $Y_0$  为 2014， $Y$  为 2022。

表 2.1 联合资信所评金融企业平均累积违约率（2014—2025）

信用等级	1 年	3 年	5 年
AAA	0.00%	0.00%	0.00%
AA+	0.00%	0.00%	0.00%
AA	0.00%	0.00%	0.00%
AA-	0.00%	0.00%	0.00%
A+	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%
A-	0.00%	--	--
BBB+	0.00%	0.00%	--
BBB	0.00%	--	--
BBB-	--	--	--
BB+	--	--	--
BB	--	--	--
BB-	--	--	--
B+	--	--	--
B	--	--	--
B-	--	--	--
CCC	--	--	--
CC	--	--	--
C	--	--	--

注：“--”表示无相应级别样本，以下同；2.联合资信所评发行人违约数量按照主体违约统计，即对于违约发行人，无论联合资信所评债券是否已发生违约，均计入 1 个违约样本，以下同  
资料来源：Wind，联合资信整理

## ②非金融企业平均累积违约率

剔除未发生违约级别，联合资信所评非金融企业各级别平均累积违约率基本呈现随级别降低而增大的趋势。

表 2.2 联合资信所评非金融企业平均累积违约率（2014—2025）

信用等级	1 年	3 年	5 年
AAA	0.14%	0.53%	0.70%
AA+	0.26%	0.95%	1.53%
AA	0.31%	1.19%	2.43%
AA-	0.76%	2.01%	2.55%
A+	0.62%	0.62%	0.62%
A	2.13%	9.12%	--
A-	0.00%	0.00%	0.00%
BBB+	0.00%	0.00%	--
BBB	5.71%	15.64%	--
BBB-	3.45%	9.48%	--

信用等级	1 年	3 年	5 年
BB+	0.00%	0.00%	--
BB	15.38%	43.59%	--
BB-	0.00%	0.00%	--
B+	0.00%	0.00%	--
B	0.00%	--	--
B-	0.00%	--	--
CCC	0.00%	--	--
CC	25.00%	--	--
C	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

### ③非金融企业债务融资工具<sup>3</sup>发行主体和担保主体平均累积违约率

剔除未发生违约级别，联合资信所评非金融企业债务融资工具发行主体和担保主体各级别平均累积违约率基本呈现随级别降低而增大的趋势。

表 2.3 联合资信所评非金融企业债务融资工具发行主体和担保主体平均累积违约率（2014—2025）

信用等级	1 年	3 年	5 年
AAA	0.16%	0.62%	0.81%
AA+	0.24%	1.01%	1.68%
AA	0.49%	1.89%	3.81%
AA-	0.65%	3.20%	5.56%
A+	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	0.00%	--
A-	0.00%	--	--
BBB+	0.00%	0.00%	--
BBB	4.55%	20.45%	--
BBB-	5.26%	17.11%	--
BB+	0.00%	0.00%	--
BB	25.00%	62.50%	--
BB-	--	--	--
B+	--	--	--
B	--	--	--
B-	--	--	--
CCC	--	--	--
CC	--	--	--
C	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

<sup>3</sup> 不含企业资产支持证券。

#### ④企业资产支持证券（不含定向发行）平均累积违约率

联合资信所评企业资产支持证券（不含定向发行）未出现违约。

#### ⑤信贷资产支持证券平均累积违约率

联合资信所评信贷资产支持证券未出现违约。

### （二）迁移矩阵

#### 1. 数据来源和统计范围

期初存续样本包括期初联合资信所评的存续金融债券、非金融企业债务融资工具（不含企业资产支持证券）、企业债券、公司债券的发行主体和担保主体，期初已披露的主动评级主体。数据来源于 Wind。

信用等级迁移矩阵统计对象分以下三个类型：（1）非金融企业；（2）非金融企业债务融资工具（不含企业资产支持证券）发行主体、担保主体；（3）金融企业。

发行人主体（债项）信用等级期初统计范围包括联合资信所评的期初存续的主体（债项）评级，不包括期初已发生违约的、统计期内新发债券的发行主体（债项）；若发行主体（债项）在时间区间内存在多次评级调整的，以期限内最后一次公布的主体（债项）级别为期末级别。

#### 2. 统计方法

等级迁移矩阵的计算，采用静态池法构建样本池。定义迁移矩阵元素 $P_{i,j}$ 为从状态 $i$ 迁移至状态 $j$ 的比率， $N_i$ 为期初状态 $i$ 的有效样本量， $N_{i,j}$ 为期间从状态 $i$ 迁移至状态 $j$ 的样本数量，则：

$$P_{i,j} = \frac{N_{i,j}}{N_i} * 100\%$$

发行人主体（债项）信用等级迁移统计期初特定级别发行人（债项）至期末所处各信用等级状态分别占期末存续评级数量的比例，若在期末因违约、兑付或终止评级而无信用等级的，则视具体情形将其纳入到违约、兑付或终止评级的统计中。迁移矩阵中等级变动的状态分为“期末级别”和“期间评级情形”两栏，此两栏每一行加总各为 100%。“期末级别”栏目，根据期初各级别发行主体在期末的有效级别和期间内违约、到期兑付、终止评级前的有效评级，计算数量占比。“期间评级情形”包含

“存续<sup>4</sup>”“违约<sup>5</sup>”“到期兑付<sup>6</sup>”“终止评级（其他）<sup>7</sup>”四项，根据四项情形各自数量计算相应占比。

### 3. 统计结果

整体来看，联合资信本年度主体一年期、三年期和五年期迁移矩阵中，数量较多的 AA-级（含）以上级别主体稳定性基本在 90%以上，跨级别调整情况较少，级别稳定性表现良好。

<sup>4</sup> “存续”项统计了期初特定信用级别的发行人，在时间区间内未发生违约且期末仍存在有效评级的占比。

<sup>5</sup> “违约”项统计了期初特定信用级别的发行人在时间区间内发生违约的占比。

<sup>6</sup> “到期兑付”项统计了期初特定信用子级的发行人，在时间区间内已按期足额偿还债项本息且信用评级机构因其债项到期而终止该主体评级情形的占比，包括提前兑付情形。

<sup>7</sup> “终止评级（其他）”项统计了期初特定信用级别的发行人中在时间区间内因除违约和兑付之外的其他因素被终止评级或级别失效等其他情形的占比。

①非金融企业等级迁移率矩阵

表 3.1.1 联合资信所评非金融企业一年期等级迁移率矩阵（2024/12/31—2025/12/31）

期初级别 (2024/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																		期间评级情形 (2024/12/31-2025/12/31)				
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	394	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.32%	0.00%	10.15%	1.52%
AA+	396	2.27%	97.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	72.98%	0.00%	21.72%	5.30%
AA	336	0.00%	0.60%	98.21%	0.89%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.67%	0.00%	25.00%	8.33%
AA-	31	0.00%	0.00%	0.00%	93.55%	6.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	67.74%	0.00%	32.26%	0.00%
A+	21	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	76.19%	19.05%	4.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.67%	0.00%	33.33%	0.00%
A	7	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	57.14%	0.00%	28.57%	14.29%
A-	2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

注：因计算时存在“四舍五入”情况，矩阵中部分级别的等级迁移率加总之和可能不等于 100%，以下同

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3.1.2 联合资信所评非金融企业三年期等级迁移率矩阵 (2022/12/31—2025/12/31)

期初级别 (2022/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																		期间评级情形 (2022/12/31-2025/12/31)				
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	377	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	81.17%	0.27%	16.18%	2.39%
AA+	418	6.46%	92.82%	0.24%	0.00%	0.24%	0.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	60.29%	0.00%	31.34%	8.37%
AA	475	0.42%	2.32%	95.16%	1.05%	0.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.21%	0.00%	0.00%	47.16%	0.00%	44.63%	8.21%
AA-	48	0.00%	2.08%	0.00%	89.58%	0.00%	0.00%	6.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.08%	37.50%	2.08%	58.33%	2.08%
A+	27	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	74.07%	25.93%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	48.15%	0.00%	48.15%	3.70%
A	5	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	80.00%	20.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.00%	0.00%	40.00%	20.00%
A-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
BBB-	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
BB+	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
BB	2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B-	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
CCC	2	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%	50.00%
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: Wind, 联合资信整理

表 3.1.3 联合资信所评非金融企业五年期等级迁移率矩阵 (2020/12/31—2025/12/31)

期初级别 (2020/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																			期间评级情形 (2020/12/31-2025/12/31)			
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	286	98.95%	0.35%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	76.92%	0.70%	19.58%	2.80%
AA+	300	6.67%	91.33%	0.33%	0.00%	0.67%	0.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	54.00%	0.33%	36.00%	9.67%
AA	348	0.00%	3.45%	93.68%	1.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.29%	0.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.86%	37.93%	0.86%	54.02%	7.18%
AA-	23	0.00%	0.00%	0.00%	86.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.70%	17.39%	8.70%	69.57%	4.35%
A+	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
A	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: Wind, 联合资信整理

②非金融企业债务融资工具（不含企业资产支持证券）发行主体和担保主体等级迁移率矩阵

表 3.2.1 联合资信所评非金融企业债务融资工具发行主体和担保主体一年期等级迁移率矩阵（2024/12/31—2025/12/31）

期初级别 (2024/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																			期间评级情形 (2024/12/31-2025/12/31)			
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	332	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.86%	0.00%	9.64%	1.51%
AA+	302	2.32%	97.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.17%	0.00%	18.87%	5.96%
AA	167	0.00%	1.20%	98.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	60.48%	0.00%	27.54%	11.98%
AA-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3.2.2 联合资信所评非金融企业债务融资工具发行主体和担保主体三年期等级迁移率矩阵（2022/12/31—2025/12/31）

期初级别 (2022/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																			期间评级情形 (2022/12/31-2025/12/31)			
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	315	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	82.22%	0.32%	15.87%	1.59%
AA+	336	7.14%	92.26%	0.30%	0.00%	0.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.90%	0.00%	29.76%	8.33%
AA	263	0.76%	3.04%	95.44%	0.38%	0.38%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	44.49%	0.00%	46.39%	9.13%
AA-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3.2.3 联合资信所评非金融企业债务融资工具发行主体和担保主体五年期等级迁移率矩阵 (2020/12/31—2025/12/31)

期初级别 (2020/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																			期间评级情形 (2020/12/31-2025/12/31)			
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	269	98.88%	0.37%	0.37%	0.00%	0.00%	0.00%	0.37%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	76.95%	0.74%	19.33%	2.97%
AA+	283	7.07%	91.17%	0.35%	0.00%	0.71%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	54.06%	0.00%	37.10%	8.83%
AA	262	0.00%	3.44%	94.66%	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.15%	35.50%	1.15%	56.11%	7.25%
AA-	3	0.00%	0.00%	0.00%	66.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	0.00%	33.33%	33.33%	33.33%
A+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
A-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: Wind, 联合资信整理

③金融企业等级迁移率矩阵

表 3.3.1 联合资信所评金融企业一年期等级迁移率矩阵（2024/12/31—2025/12/31）

期初级别 (2024/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																			期间评级情形 (2024/12/31-2025/12/31)			
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	146	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	95.89%	0.00%	4.11%	0.00%
AA+	45	6.67%	93.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	95.56%	0.00%	4.44%	0.00%
AA	18	0.00%	5.56%	94.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	83.33%	0.00%	5.56%	11.11%
AA-	21	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	80.95%	0.00%	19.05%	0.00%
A+	16	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	68.75%	0.00%	18.75%	12.50%
A	7	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	57.14%	0.00%	42.86%	0.00%
A-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB+	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：Wind，联合资信整理

表 3.3.2 联合资信所评金融企业三年期等级迁移率矩阵 (2022/12/31—2025/12/31)

期初级别 (2022/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																		期间评级情形 (2022/12/31-2025/12/31)				
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	126	99.21%	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	80.95%	0.00%	18.25%	0.79%
AA+	49	18.37%	81.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	77.55%	0.00%	20.41%	2.04%
AA	20	0.00%	20.00%	75.00%	5.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.00%	0.00%	20.00%	5.00%
AA-	21	0.00%	0.00%	0.00%	95.24%	4.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	52.38%	0.00%	38.10%	9.52%
A+	24	0.00%	0.00%	0.00%	4.17%	95.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	41.67%	0.00%	45.83%	12.50%
A	8	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	62.50%	0.00%	37.50%	0.00%
A-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB+	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: Wind, 联合资信整理

表 3.3.3 联合资信所评金融企业五年期等级迁移率矩阵 (2020/12/31—2025/12/31)

期初级别 (2020/12/31)		期末级别 (2025/12/31)																			期间评级情形 (2020/12/31-2025/12/31)			
级别	数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C	存续	违约	到期 兑付	终止 评级
AAA	94	98.94%	1.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	81.91%	0.00%	17.02%	1.06%
AA+	33	24.24%	72.73%	0.00%	3.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.76%	0.00%	18.18%	6.06%
AA	22	0.00%	13.64%	68.18%	9.09%	9.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	45.45%	0.00%	50.00%	4.55%
AA-	18	0.00%	0.00%	5.56%	83.33%	5.56%	5.56%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.89%	0.00%	55.56%	5.56%
A+	23	0.00%	0.00%	0.00%	4.35%	78.26%	13.04%	0.00%	0.00%	4.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	43.48%	0.00%	47.83%	8.70%
A	3	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.67%	0.00%	0.00%	33.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.67%	0.00%	33.33%	0.00%
A-	1	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
BBB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B+	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
B-	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CCC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
CC	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
C	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源: Wind, 联合资信整理

### （三）利差分析

#### 1. 数据来源和统计范围

利差分析的样本包括发行起息日在 2025 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间内，联合资信所评或引用本机构主体评级债券及其发行主体，选取非金融企业和金融企业发行量较大的债券品种，并按发行主体/债项统计各主体级别的平均发行利差和交易利差，进行显著性检验。数据来源于 Wind。

**具体债券品种包括：**（1）非金融企业债务融资工具：270 天超短期融资券、1 年期短期融资券、3 年期中期票据、5 年期中期票据；（2）3 年期公开发行公司债；（3）5 年期公开发行公司债和 5 年期企业债；（4）3 年期商业银行债。剔除有增信措施、浮动利率及永续类债券；金融债剔除次级类债券。对于存在选择权的债项，按照选择权之前的期限划入相应类别。

#### 2. 统计方法

利差分析通过分析不同信用等级对债券利差的影响程度来检验信用等级的区分性。利差指发行利差和交易利差，具体来看：

基准利率：中债国债到期收益率

发行利差：票面利率减去起息日同期限基准利率

交易利差：上市后两周内首个交易日收益率减去同日同期限基准利率

检验方法：Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，采用双尾检验，5%显著性水平

统计方法：（1）按债券统计，即按照债券只数进行统计和计算不同券种和主体级别债券的发行利差均值；（2）按主体统计，即按照债券发行主体进行归集得到各主体发行利差均值后，再统计各主体级别的主体发行利差均值。相较于按债券统计，按主体统计方法降低了同一主体发行多只同类型债券的影响，能够更加直观地考察各家机构对主体信用等级的区分程度。

#### 3. 统计结果

按债券统计方面，2025 年，联合资信所评发行主体信用等级与债券发行利率均值、发行利差均值、交易利差均值基本呈现反向关系，即发行主体信用等级越低，发行利率均值、发行利差均值、交易利差均值越高。利差检验方面，在 95%的置信水平下，本年

联合资信共 11 组进行差异显著性检验，通过 9 组，未通过检验组主要系样本数量较少影响。显著性检验结果表明，联合资信所评债券主要相邻信用等级间的发行利差、交易利差基本存在显著性差异，表现出较好的区分度。

**表 4.1 2025 年联合资信所评主要品种利差统计结果（单位：家，bp）**

券种	利差类型	级别	样本数量	最小值	最大值	均值	标准差	变异系数
270 天超短融	发行利差	AAA	65	9.00	228.31	56.75	47.62	0.84
		AA+	29	26.02	481.50	196.97	182.62	0.93
		AA	6	91.69	253.63	195.56	56.29	0.29
	交易利差	AAA	65	9.24	228.39	57.90	47.18	0.81
		AA+	29	26.75	478.85	196.42	181.69	0.93
		AA	6	91.67	253.12	195.75	56.13	0.29
1 年期短融	发行利差	AAA	17	20.79	107.29	51.84	27.25	0.53
		AA+	22	32.35	454.53	161.75	135.85	0.84
		AA	5	59.96	115.75	87.37	24.26	0.28
	交易利差	AAA	17	23.88	105.52	54.40	25.57	0.47
		AA+	22	31.74	452.73	154.53	124.07	0.80
		AA	5	65.70	116.32	88.78	22.97	0.26
3 年期中票	发行利差	AAA	165	13.27	180.77	74.78	39.31	0.53
		AA+	68	53.50	260.30	109.68	50.14	0.46
		AA	12	60.41	331.63	140.05	85.50	0.61
	交易利差	AAA	155	16.68	183.06	78.69	37.75	0.48
		AA+	64	52.52	259.99	106.90	44.19	0.41
		AA	12	60.15	334.98	140.74	86.98	0.62
5 年期中票	发行利差	AAA	89	12.73	202.08	66.19	45.89	0.69
		AA+	28	54.61	228.93	125.62	52.79	0.42
		AA	8	86.59	216.48	118.43	45.13	0.38
	交易利差	AAA	76	12.85	205.84	72.91	46.50	0.64
		AA+	28	53.52	228.42	126.28	52.95	0.42
		AA	8	85.64	218.37	117.31	45.60	0.39
3 年期公开发行公司债	发行利差	AAA	123	15.56	138.17	50.62	20.31	0.40
		AA+	8	49.21	133.87	86.24	33.64	0.39
	交易利差	AAA	73	10.77	129.43	55.01	19.67	0.36
		AA+	1	116.17	116.17	116.17	--	--
5 年期公开发行公司债和企业债	发行利差	AAA	86	13.90	136.51	51.70	21.94	0.42
		AA+	19	65.83	145.67	109.05	27.02	0.25
	交易利差	AAA	46	13.81	85.33	48.67	16.38	0.34
		AA+	5	76.24	145.30	110.61	30.66	0.28
3 年期商业银行债	发行利差	AAA	46	16.03	79.47	38.87	10.38	0.27
		AA+	9	36.64	57.45	45.75	6.76	0.15
		AA	1	63.49	63.49	63.49	--	--
		AA-	2	52.46	53.68	53.07	0.86	0.02
	交易利差	AAA	46	16.42	78.76	39.50	11.05	0.28
		AA+	9	35.99	57.69	46.56	6.45	0.14

券种	利差类型	级别	样本数量	最小值	最大值	均值	标准差	变异系数
		AA	1	64.44	64.44	64.44	--	--

注：变异系数为利差标准差与均值的比；“--”表示不适用  
 资料来源：Wind，联合资信整理

**表 4.2 2025 年联合资信所评主要品种利差检验结果**

券种	检验利差类别	AAA 与 AA+	AA+与 AA	AA 与 AA-
270 天超短融	发行利差	差异显著 (p=0.0000),(65,29)	样本不足 (29,6)	样本不足 (6,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0000),(65,29)	样本不足 (29,6)	样本不足 (6,0)
1 年期短融	发行利差	差异显著 (p=0.0011),(17,22)	样本不足 (22,5)	样本不足 (5,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0028),(17,22)	样本不足 (22,5)	样本不足 (5,0)
3 年期中票	发行利差	差异显著 (p=0.0000),(165,68)	差异不显著 (p=0.1800),(68,12)	样本不足 (12,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0000),(155,64)	差异不显著 (p=0.1606),(64,12)	样本不足 (12,0)
5 年期中票	发行利差	差异显著 (p=0.0000),(89,28)	样本不足 (28,8)	样本不足 (8,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0000),(76,28)	样本不足 (28,8)	样本不足 (8,0)
3 年期公开发行 公司债	发行利差	样本不足 (123,8)	样本不足 (8,0)	样本不足 (0,0)
	交易利差	样本不足 (73,1)	样本不足 (1,0)	样本不足 (0,0)
5 年期公开发行 公司债和企业债	发行利差	差异显著 (p=0.0000),(86,19)	样本不足 (19,0)	样本不足 (0,0)
	交易利差	样本不足 (46,5)	样本不足 (5,0)	样本不足 (0,0)
3 年期商业银行 债	发行利差	样本不足 (46,9)	样本不足 (9,1)	样本不足 (1,2)
	交易利差	样本不足 (46,9)	样本不足 (9,1)	样本不足 (1,0)

注：考虑到检验结果稳定性，当单一级别样本数量小于 10 个时，视为样本不足，不进行显著性检验  
 资料来源：Wind，联合资信整理

按主体统计方面，2025 年，联合资信所评发行主体信用等级与主体发行利差均值、交易利差均值基本呈现反向关系，即信用等级越低，主体平均发行利差均值、交易利差均值越高。AA+级主体发行利差和交易利差均值偏高主要系个别发行主体市场认可度较低影响。分期限来看，除个别期限等级主体样本较少外，联合资信所评发行主体信用等级与主体发行利差均值、交易利差均值基本呈现反向关系，即信用等级越低，主体平均

发行利差均值、交易利差均值越高。利差检验方面，整体来看，在 95%的置信水平下，本年度联合资信所评债券发行主体的发行利差和交易利差在主要级别（AAA 级与 AA+级）通过显著性检验，AA+级与 AA 级未通过检验，主要系 AA 级发行主体样本较少影响。分期限来看，在 95%的置信水平下，本年度联合资信共 10 组进行差异显著性检验，通过 8 组，未通过检验组主要系样本数量较少影响，显著性检验结果表明，联合资信所评债券发行主体主要相邻信用等级间的发行利差、交易利差基本存在显著性差异，表现出较好的区分度。

**表 4.3 2025 年联合资信所评主要品种发行主体利差统计结果（单位：家，bp）**

券种	利差类型	级别	样本数量	最小值	最大值	均值	标准差	变异系数
发行主体 (合计)	发行利差	AAA	223	13.90	200.00	55.36	28.39	0.51
		AA+	87	26.02	441.89	104.90	63.11	0.60
		AA	17	59.96	243.92	108.50	46.62	0.43
	交易利差	AAA	201	13.82	202.02	56.87	27.34	0.48
		AA+	74	26.75	429.07	104.15	64.35	0.62
		AA	17	64.44	245.12	108.88	46.53	0.43
270D 发行主体	发行利差	AAA	29	15.00	200.00	52.42	40.20	0.77
		AA+	14	26.02	441.51	95.06	104.95	1.10
		AA	2	91.69	216.33	154.01	88.14	0.57
	交易利差	AAA	29	18.24	202.02	54.22	39.70	0.73
		AA+	14	26.75	439.88	95.04	104.28	1.10
		AA	2	91.67	216.57	154.12	88.32	0.57
1 年期发行主体	发行利差	AAA	10	20.79	84.97	44.51	21.82	0.49
		AA+	12	32.35	443.15	135.01	127.29	0.94
		AA	4	59.96	110.92	81.48	23.19	0.28
	交易利差	AAA	10	23.88	84.53	48.28	20.45	0.42
		AA+	12	31.74	393.04	130.27	117.23	0.90
		AA	4	65.70	111.38	83.14	21.78	0.26
3 年期发行主体	发行利差	AAA	169	17.16	166.89	55.70	26.34	0.47
		AA+	56	40.92	255.62	97.67	47.14	0.48
		AA	10	63.49	312.91	121.13	72.51	0.60
	交易利差	AAA	149	13.73	168.47	58.01	25.43	0.44
		AA+	49	40.59	255.91	96.53	43.65	0.45
		AA	10	64.44	316.48	121.72	73.65	0.61
5 年期发行主体	发行利差	AAA	96	13.90	202.08	62.69	37.54	0.60
		AA+	33	64.52	216.51	115.79	39.47	0.34
	交易利差	AAA	5	88.71	216.48	134.02	51.65	0.39
		AA+	77	13.82	205.84	66.86	38.79	0.58

注：变异系数为利差标准差与均值的比；“-”表示不适用；本表发行利差和交易利差为相应发行主体平均发行利差和交易利差，相同发行主体发行不同期限债券，按期限统计时分别计入相应期限的主体平均利差，不区分期限统计时该主体发行利差和交易利差由各期限债券发行利差和交易利差平均值计算，因此各期限主体数量加总不等于主体合计，下同  
资料来源：Wind，联合资信整理

**表 4.4 2025 年联合资信所评主要品种发行主体利差检验结果**

券种	检验利差类别	AAA 与 AA+	AA+与 AA	AA 与 AA-
发行主体 (合计)	发行利差	差异显著 (p=0.0000),(223,87)	差异不显著 (p=0.4340),(87,17)	样本不足 (17,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0000),(201,74)	差异不显著 (p=0.3463),(74,17)	样本不足 (17,0)
270 天发行主体	发行利差	差异显著 (p=0.0267),(29,14)	样本不足 (14,2)	样本不足 (2,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0347),(29,14)	样本不足 (14,2)	样本不足 (2,0)
1 年期发行主体	发行利差	差异显著 (p=0.0076),(10,12)	样本不足 (12,4)	样本不足 (4,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0229),(10,12)	样本不足 (12,4)	样本不足 (4,0)
3 年期发行主体	发行利差	差异显著 (p=0.0000),(169,56)	差异不显著 (p=0.2343),(56,10)	样本不足 (10,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0000),(149,49)	差异不显著 (p=0.2537),(49,10)	样本不足 (10,0)
5 年期发行主体	发行利差	差异显著 (p=0.0000),(96,33)	样本不足 (33,5)	样本不足 (5,0)
	交易利差	差异显著 (p=0.0000),(77,23)	样本不足 (23,5)	样本不足 (5,0)

注：考虑到检验结果稳定性，当单一级别样本数量小于 10 个时，视为样本不足，不进行显著性检验  
 资料来源：Wind，联合资信整理

## 八、合规检查及整改情况

### (一) 内部检查

#### 1. 日常合规检查

2025 年，公司将原合规部与原质量管理部人员、业务进行了整合，成立合规质量管理部，日常对评级流程及作业规范、独立性、信息披露、跟踪评级等多方面内容进行合规和作业质量相关的检查工作。

2025 年，公司持续开展合规的日常检查和专项检查。日常检查涉及评级作业全流程，专项检查涉及业务流程的重点领域。从检查结果看，2025 年，公司日常合规运行情况较好，但仍存在个别人员执业行为规范性有待进一步加强、评级作业质量有待进一步提升的问题。合规质量部一方面通过月度定期、专项不定期的检查和沟通机制，向相关部门和人员通报合规和作业质量检查整体情况，披露存在的问题，提出整改意见；另一方面通过

加强合规考核和追责工作，将合规和作业质量考核评价与员工晋升、评优挂钩等措施，强化全员合规责任意识，提升制度执行水平。

## （二）外部检查与检查结果

2025 年，联合资信接受了中国人民银行北京市分行及北京证监局、交易商协会的现场检查。人行北京分行及北京证监局、交易商协会分别针对联合资信业务开展过程的合规性提出了相关意见和建议，对此，联合资信高度重视，组织相关部门及主要人员认真学习并落实整改。

人行北京分行于 2025 年 11 月向联合资信出具《行政处罚决定书》，联合资信根据处罚意见，提交了整改报告，并落实整改。

## 九、国际业务拓展情况

联合资信积极响应并落实党中央及国务院关于“培育国际竞争力的信用评级机构”的相关要求，通过积极开展主权评级、熊猫债评级、离岸债评级等国际业务及加强国际交流与合作等途径持续提升国际影响力，并在 2025 年取得显著成绩。具体如下：

### （一）主权评级持续发声，取得较大市场关注度

2025 年，联合资信加强了主权评级行动的频率及宣传力度，共对 33 个国家和地区开展了主动评级，其中，新增肯尼亚、毛里求斯等国家的主动评级，重新评定俄罗斯和缅甸主权信用等级。主权评级行动的市场关注度持续提升：3 月，联合资信关注到斯里兰卡国际债券的债务重组取得实质性进展，已经正式结束债务违约状态，故上调斯里兰卡的主权信用等级；6 月，联合资信关注到阿根廷实施汇率改革有助于增强资本市场流动性、持续获得来自国际多边机构的大额资金支持有助于增强其债务偿付实力、财政状况出现明显改善且有望延续等因素，故上调阿根廷的主权信用等级，均得到了市场的广泛关注。

### （二）熊猫债评级业务持续取得新突破，债项评级市场占有率位居第一

2025 年，熊猫债发行量再创历史新高，联合资信积极开展熊猫债评级业务并持续取得新突破。2025 年，在有债项评级的 44 期熊猫债中，联合资信为其中 19 期提供了债项评级服务，市场占有率高达 43.2%，在所有评级机构中排名第一。其中包括北京能源国际控股有限公司、香格里拉（亚洲）有限公司、托克集团有限公司等。

2025 年，联合资信为匈牙利和沙迦酋长国提供了债项评级服务，主权熊猫债市场占有率高达 100%。具体来看，7 月匈牙利在中国银行间债券市场成功发行 50 亿元人民币债券，本期债券为截至目前单笔发行规模最大的主权熊猫债券，也是市场上首笔 5 年期主权熊猫债券。此前，匈牙利政府分别于 2017 年、2018 年、2021 年以及 2022 年在中国银行间债券市场发行主权熊猫债券，也均由联合资信提供评级服务。10 月沙迦时隔七年后再度成功发行主权熊猫债券，成为中东地区首个两次发行主权熊猫债的政府主体，且两次发行的熊猫债券均由联合资信提供信用评级服务。

### （三）离岸债评级市场业务拓展亮点不断，持续扩大境外市场影响力

离岸债评级市场业务主要由联合资信下属子公司联合国际开展，2025 年联合国际新增中资离岸债主体评级数量 55 个，经联合国际评级的中资离岸债成功发行 56 只，发行总额 78.96 亿美元。2025 年，联合国际成为首家发布债券基金评级方法的中资评级机构，全年累计为香港市场上的 3 个债券基金提供评级服务，是唯一开展该类评级服务的中资国际评级机构。同时，联合国际还不断探索离岸评级产品的各种新领域，包括授予了首单欧元债债项评级，全国首笔非金融地方国企玉兰债的国际评级，首单境外可交可转债评级（为目前唯一一家在该领域有项目落地和发布的中资评级机构）等一系列具体成果。

### （四）获得国际重要牌照，积极开展国际交流活动，获得多个国际奖项

2025 年，联合资信下属子公司联合国际获得重要牌照。2025 年 3 月，联合国际获得香港强积金管理局（MPFA）“核准信贷评级机构”资质。2025 年 8 月，联合国际获批成为香港合资格债务票据计划（“QDI 计划”）以及绿色和可持续金融资助计划（“GSF 资助计划”）下的受认可信贷评级机构，并将于 9 月初正式生效。这一重要突破，为联合国际进一步拓展跨境与国际业务、提升市场竞争力、更好服务和贡献于香港金融市场发展，奠定坚实基础。

2025 年，联合资信及下属子公司联合国际积极开展国际交流活动，并获得多个国际奖项。具体而言，2025 年 4 月，联合资信荣获《亚洲金融》（FinanceAsia）杂志授予的“中国大陆最佳评级机构”称号；2025 年 5 月，荣获《财资》2025 年度 3A 可持续基础设施奖“中国最佳评级机构”；2025 年 7 月，联合资信再次荣获 Haymarket 媒体集团旗下《企业财资人》（CorporateTreasurer）所评定的“中国大陆地区最佳信用评级机构”

奖。同时，公司持续作为国际资本市场协会（ICMA）及亚洲信用评级协会（ACRAA）会员，积极为协会发展进言献策，为境内外机构互通传递信息，体现出联合资信领先的市场地位，突出的业务亮点，以及出色的投资人服务能力。

2025 年 2 月，联合国际在《华尔街交易员》举办的“第八届（2024 年度）中资离岸债券卓越机构年度评选”中，再度荣获“最佳中资评级机构”奖项，这已是第五次获此殊荣。2025 年 4 月，联合国际在香港商业时报主办的“HKCT 企业大奖 2025”颁奖典礼上中荣获“2025 年度最佳中资国际信用评级机构”奖项。2025 年 11 月，联合国际在由香港中国金融协会主办的“2025 年度跨境金融及金融创新服务大奖”评选中，凭借为珠海华发集团有限公司发行 14 亿元离岸人民币数字原生债提供评级服务的卓越案例，荣获“优秀方案奖”。

## 十、研究工作情况

2025 年，联合资信共计在期刊、报纸、财经网站以及公司网站、微信公众号上公开发表报告和文章 407 篇，研究报告和观点在多家专业媒体和期刊发布和转载，获得专业机构认可。另外，出版专著《债市解构 违约风险分析的理论及预警实践》，发布公司纸质刊物《信用研究》6 期，承担参与或申报了人民银行、证监会、人行征信管理局、交易商协会、证券业协会、中国银行保险资产管理业协会、北京证监局、银登中心等外部监管机构的共计 35 项课题和调研的研究工作。

## 十一、交流与宣传活动

联合资信一直秉承“以专业为投资者尽责，以真诚为委托人服务”的核心价值观，高度重视投资人服务工作。联合资信通过多种途径、多种服务产品和形式，为投资人提供了多类型、信息量丰富的信用风险服务和产品，得到债券市场参与各方的认可。2025 年，联合资信开展了各类投服活动共计 405 场次，包括主办及参与外部论坛 34 场、线上线下投资人交流 285 次、监管交流 49 次，回应投资人 17 次、回应媒体 18 次、回应监管 2 次。

### （一）主办/参办论坛

2025 年主办及参加论坛沙龙活动并发表重要演讲共 34 场。其中，主办了“2025 年公司债市信用风险展望论坛”“复苏蓄势凝威，债市宏变潜蕴——2025 年春季投资人债市

沙龙”“走进上交所”——证券评级双赋能，助力科创新路径”“走进深交所——债券赋能硬科技·资本聚力新未来”等重要活动。参加外部主办论坛“第二届融资租赁资产证券化高质量发展论坛”“朗姿韩亚资管2025投资人峰会”“资产证券化论坛”“长三角地区2025城投高质量发展大会”等并发表主题演讲。

2025年3月21日，由联合资信主办，联合国际、联合评级共同协办的“合舟共济——经济复苏周期中的信用策略破局与机遇——2025年中国债市信用风险展望论坛”在北京金融街威斯汀酒店顺利召开。来自银行、证券公司、基金公司等多家机构的近百位嘉宾现场出席了论坛，线上观看人数突破105万人次。

2025年4月24日，由联合资信携手华创证券、联合咨询及森浦Sumscope共同举办的“复苏蓄势凝威，债市宏变潜蕴”春季投资人债市沙龙活在北京金融街威斯汀酒店圆满举办。此次论坛汇聚了来自银行、保险、证券、资管等金融机构的40余位资深投资人，共同探讨了在当前国内外经济环境复杂严峻的背景下，如何把握结构性机遇、平衡风险收益及构建稳健配置策略等话题。

2025年7月23日，由联合资信与财通证券联合主办的“证券评级双赋能，助力科创新路径”主题沙龙在上海证券交易所圆满落幕。本次活动汇聚金融机构、科创企业等200余位嘉宾，共同探讨科创债市场的发展机遇与创新路径，为推动“科技-产业-金融”良性循环注入新动能。

2025年8月28日，由深圳证券交易所、联合资信、中金公司主办，联合咨询、森浦协办的“债券赋能硬科技·资本聚力新未来”科创主题论坛在深圳证券交易所圆满落幕。本次活动汇聚金融投资机构、产业类企业等百余位嘉宾，围绕科创债发展政策、市场趋势及实践应用展开深度研讨，为科技创新与资本融合注入新动能。

## （二）线上线下交流

2025年，联合资信共举办和参与线上/线下交流285次，主题涵盖行业展望、模型交流、债市解读、评级方法研讨等，通过不断与银行、保险公司、保险资管机构、基金公司、证券公司等领域的投资人深入交流，及时分享联合最新研究成果，深入了解投资人的普遍性及个性化需求，并据此不断升级和创新投资人服务产品。

### （三）信用视频与联合云课堂

2025年全年共发布视频74条，其中：通过联合资信视频号发布《小妍说债市》数字人系列视频19条、《五分钟了解一个行业》系列视频28条、《债市通鉴》系列视频2条；通过qeubee live平台发布信用研究类视频18条；通过云极APP发布云极微课堂音视频课7期。视频主题涉及城投、融资租赁、金融、房地产、资产管理、数据资产等多个领域，最高播放量达五千余人次。通过短视频方式简捷明了地传达专业观点，受到投资者广泛关注与欢迎。

### （四）回复投资人及媒体问询

公司积极响应投资人问询，在收到投资人有关项目问询的第一时间安排相关人员进行回复，并指派专人进行跟踪回访。2025年，公司共回复投资人问询17次。此外，微信投资人服务专号对收到的日常问询均进行及时有效的回复。

2025年，联合资信共接受权威媒体采访59次，全年在各媒体、智库、网络平台公开发表研究报告、公司新闻、资讯信息等共计620篇。其中，重点传播的内容包括：于《上海证券报》发表专访文章《专访联合资信总裁万华伟：信用评级体系加快适应“科技板”推出 多维能力建设亟待推进》《评级机构构建科创企业信用评估体系 多维模型助力融资破局》；于《财联社》发表专访文章《联合资信总裁万华伟：构建统一高效的债券估值监管体系，丰富第三方估值市场供给》；于《新华财经》刊载署名文章《熊猫债二十年：人民币国际化进程中的金融桥梁与创新引擎》等，采访总量较上年提升近100%。

## 十二、信息系统建设

2025年，联合资信持续提升数智化水平，积极开展各项核心系统数字化建设，在智能合规、智能作业领域持续发力，持续推进数据资源管理体系建设，为评级业务的高质量开展提供有力支持。

### （一）数字化建设方面

一是持续打磨核心系统，业务管理方面，完成核稿环节自动分派、信息披露管理、质检管理、人行报备、尽职调查、人员资质管理等功能上新、优化，进一步提高环节流转效率、降低风险；跟踪管理完善方面，完成最新债券跟踪提醒规则梳理并同步至系统

内、完成跟评提醒处理功能优化、完成延迟跟踪管理功能优化。二是完成市场行为管理需求开发工作，为市场行为精细化管理提供技术支持与保障。三是上线非评级业务项目管理系统，实现两类业务的系统隔离。四是评级系统持续迭代，对评级模型版本升级、模型指标预测等功能进行优化。五是积极支持投资人服务体系建设，上线债项投资人信息维护和投资人分布功能。六是持续拓展移动端应用范围，完成小程序消息提醒机制开发、上线，进一步提高相关环节流转效率。七是完成技术委管理工作流程线上化，促进规范管理。

## （二）智能合规及智能作业方面

一是继续推进智能写作功能完善。二是上线合规智能问答机器人，实现对企业规章、流程规范、行业监管规则的基础性问答支持，并持续提升精准性。三是在多方评估和深度调研基础上，完成基于大模型的评级智能化建设方案，并推进基于智能体协作的 AI 报告写作平台建设。

## （三）数据库建设及管理方面

一是落实数据资源管理办法，推进公司数据资源和数据标准的梳理工作，制定了《联合资信数据资源目录设计指南》、《联合资信数据安全分类分级指南》并据此设计公司数据资源目录。二是根据公司最新情况，修订《信息安全管理办法》等管理制度。

## （四）持续推进投服产品建设

持续更新估值算法并上线债券估值模块；优化产品平台行业内排名及相关功能、完善数据权限等；推进投服产品建设，上线 ESG 评级和估值模块，并结合债券募集资金用途分析，形成新增融资数据库。

## （五）夯实基础设施安全保障

结合内外合规管理要求，持续提升数据安全水平，重构网络架构、提高安全监测能力、核心服务器调优，优化基础设施；严格管理应用与访问权限控制；提升跨网段监控能力，保障运行维护的快速响应；组织全体员工学习数据安全相关法律法规，开展网络安全宣传周教育活动，进一步普及和提升员工的警觉性。

以上，联合资信信息系统建设的不断推进及数据的不断积累，有效提升了公司信息技术及数字化应用水平，为评级业务的高质量开展提供有力支持。

## 附件

公司主要制度建设与执行情况					
分类	制度	2025 年建设情况	执行情况	未来规划	
总体情况	截至 2025 年末,公司已制定并在执行的基本制度近 40 项,主要业务制度均已在公司网站披露。公司制度完善,为公司评级业务的合规、有序、高质量地开展创造了条件。	2025 年,公司完成了 4 项基本制度的制定和 7 项工作办法和细则的制定。	2025 年,公司进一步加大制度培训和制度执行情况的检查。总体看,公司制度执行情况整体良好。	结合国家法律法规和监管规定、自律规则的变化、公司经营发展需要,以及制度有效性检查发现的问题,进一步完善相关内控制度及工作机制。	
业务制度	新评级产品评估制度		制度执行情况良好	计划修订	
	项目评级能力评估管理办法		制度执行情况良好	计划废止,并入《评级程序》	
	评级业务承揽制度		制度执行情况良好	计划修订	
	评级项目负责人制度		制度执行情况良好	计划修订	
	评级程序		制度执行情况良好	计划修订	
	地方政府债券信用评级程序		制度执行情况良好	计划废止,并入《评级程序》	
	评级业务调查访谈工作制度		制度执行情况良好	计划修订	
	信用评级委员会制度		制度执行情况良好	计划修订	
	评级技术委员会制度	调整了评级技术委员会的机构职责和人员职责;删除了评级技术委员会委员的任职与退出条件;优化了评级技术委员会议事规则。		制度执行情况良好	计划修订
	信评委会议工作规范		制度执行情况良好	计划修订	

信用等级划分和含义		制度执行情况良好	计划修订
复评制度		制度执行情况良好	计划修订
信用评级报告内容准则	完善了涉及评级结果调整的报告(含公告)的披露要求；删除了《更正说明》相关表述；完善了部分文字表述。	制度执行情况良好	
评级报告更新管理办法		制度执行情况良好	计划修订
跟踪评级管理制度		制度执行情况良好	计划修订
终止评级制度		制度执行情况良好	计划修订
评级结果公布制度		制度执行情况良好	计划修订
评级业务信息保密制度		制度执行情况良好	计划修订
评级项目档案管理制度		制度执行情况良好	计划修订
评级质量管理体系		制度执行情况良好	计划修订
评级信息质量保障制度	原《评级信息质量保障制度》更名为《评级信息质量管理办法》；修订了评级信息质量要求；完善了部分文字表述。	制度执行情况良好	
评级信息质量评估审查制度		制度执行情况良好	计划废止
评级结果质量检验制度		制度执行情况良好	计划调整制度层级，修改为办法，作为评级质量管理体系的下一级
主动评级（公开评级）业务管理办法		制度执行情况良好	计划修订，并修改制度名称为“制度”，升为基本制度
主权国家评级业务管理办法		制度执行情况良好	计划修订

	评级方法制定与修订制度	优化了制度总则；修订了评级方法制定与修订的含义和适用情形；完善了评级方法制定与修订流程。	制度执行情况良好	
利益冲突管理	评级业务利益冲突管理与回避制度		制度执行情况良好	
	评级业务防火墙制度		制度执行情况良好	
其它内控制度	组织机构设置及机构职责		制度执行情况良好	
	总经理办公会议制度		制度执行情况良好	
	财务管理制度		制度执行情况良好	
	薪酬管理制度	划定薪酬结构；增加薪酬保密内容。	制度执行情况良好	
	合规管理制度		制度执行情况良好	
	信息披露管理制度		制度执行情况良好	计划修订
	信息安全管理办法	确定“信息安全管理原则”；确定信息安全领导小组和各部门相关的安全监测职责，第七条款增加了部分信息技术部门的工作内容；对非统一管理的各部门数据安全进行了补充规定；增加员工电脑合规审计的内容；补充了将信息安全加入合规风险管理的内容；对办法外的情形进行规定。	制度执行情况良好	
	数据库管理制度		制度执行情况良好	
	评级业务人员执业规范		制度执行情况良好	
员工培训管理制度		制度执行情况良好		

	廉洁从业管理规定		制度执行情况良好	
	员工服务规范		制度执行情况良好	计划废止，并入《员工手册》
	客户意见反馈制度		制度执行情况良好	
	信用评级投诉处理制度		制度执行情况良好	计划修订
	评级业务制度建设、检查管 理办法		制度执行情况良好	计划修订