2025年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

联合资信 研究中心 |林 青|郝 帅|董欣焱|薛逸竹

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

2025 年上半年中国债券市场违约回顾与下半年展望

联合资信　研究中心

摘要

2025 年上半年，我国经济稳定增长趋势延续，但仍面临有效需求不足与通缩压力的双重挑战。在此背景下，我国债券市场信用风险暴露保持低位。具体来看，2025 年上半年，我国债券市场新增 7 家违约发行人，共涉及到期违约债券 15 期，到期违约金额合计约 140.20 亿元；新增展期发行人 1 家，涉及展期债券 5 期，展期规模 9.17 亿元，展期现象明显缓和。2025 年上半年，评级负面调整有所减少，仍主要集中在可转债发行人。民企违约占比仍然较大，尾部民企加速出清。地方 AMC 信用风险持续发酵，房企信用风险有序暴露。在政策持续发力下城投风险整体趋缓，风险事件大幅收敛。

从全市场债务到期规模来看，考虑超短融的发行与到期，年内信用债回售行权等因素，2025 年下半年主要信用债偿债规模将在 8.32 万亿元左右。从偿债节奏看，8 月的偿债量在 1.3 万亿元以上，偿债压力相对较大。

展望 2025 年下半年，债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控。从重点行业来看，城投企业转型发展提速，信用分化加剧；房企信用风险有望持续收敛，但展期债券转实质性违约的可能性较大；关注资本补充压力较大的中小银行信用风险；此外关注业绩表现不佳可转债的信用风险。

一、2025 年上半年我国债券市场违约情况回顾

（一）债券市场信用风险暴露保持低位，展期现象明显缓和

2025 年上半年，全球经济面临多重挑战，主要经济体通胀压力持续、地缘政治局势复杂多变以及贸易保护主义抬头，我国面临的外部环境急剧变化。同时，我国经济正处于转型升级的关键时期，房地产市场深度调整、地方政府债务压力凸显以及人口结构变化带来的长期影响，都对经济增长构成结构性挑战。在此背景下，我国加紧实施更加积极有为的逆周期调控政策，经济稳定增长趋势延续，但仍面临有效需求不足与通缩压力的双重挑战。具体来看，**货币政策方面，**上半年适度宽松的货币政策持续发力，结构上，进一步扩大科技创新和技术改造再贷款规模，将支农、支小再贷款合并并增加额度 3000 亿元；总量上，5 月央行降准降息落地，下调再贷款利率，加大对实体经济支持，且打破惯例月内二度投放买断式逆回购。同时，央行暂停国债买入，稳汇率稳市场预期，增设各项工具流动性投放情况表，维持市场资金面合理充裕。**财政政策方面，**积极的财政政策加快落地见效，中央金融机构注资特别国债与超长期特别国债启动发行，财政靠前发力，“两重”“两新”政策持续加码，推动促消费，扩内需。**房地产方面，**“白名单”项目扩围增效，5 月降低个人住房公积金贷款利率，“稳楼市”政策落地发力，持续巩固房地产市场稳定态势。在此背景下，2025 年上半年，国内生产总值 66.05 万亿元，不变价同比增长 5.3%，其中一季度 GDP 同比增长 5.4%，二季度 GDP 增速放缓，同比增长 5.2%；全国规模以上工业增加值同比增长 6.4%，全国规模以上工业企业实现利润总额 34365.00 亿元，同比下降 1.80%；社会消费品零售总额同比增长 5.0%。

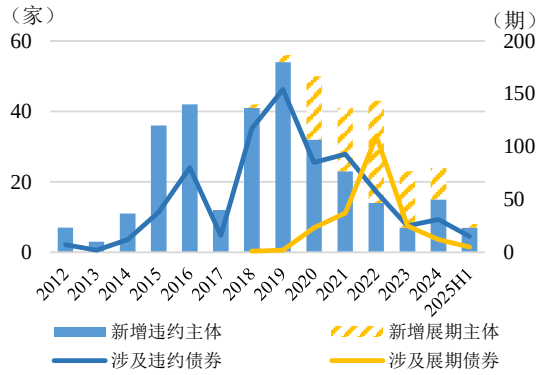
2021 年以来，在国家持续加大房地产领域风险纾解力度等有利因素的影响下，房地产等高风险领域和重点企业信用风险持续出清，同时随着经济逆周期调节措施的推进，房地产市场逐步企稳，信用债违约高发的势头得到进一步遏制。从首次出险主体[1]数量和规模来看，2025 年上半年，受破产重整主体数量较多影响，我国债券市场新增出险主体同比有所增加，但信用风险暴露保持低位。**从实质违约情况看，**2025 年上半年，我国债券市场新增 7 家违约发行人[2]，共涉及到

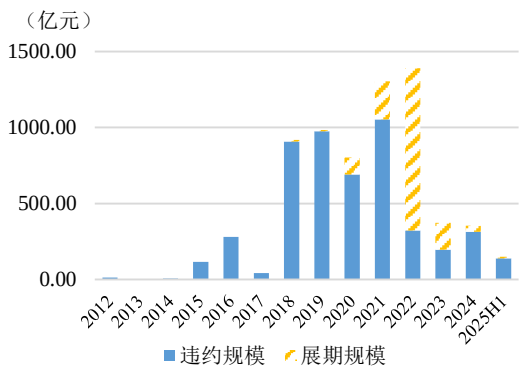
[1] 包括新增违约主体和新增展期主体。

[2] 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券和主体发生违约：债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据转换协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；联合资信认定的其它事件。但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1~2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。新增违约发行人

期违约债券 15 期，到期违约金额合计约 140.20 亿元，新增违约发行人家数、违约债券期数和违约金额较 2024 年上半年（6 家、11 期、138.21 亿元）均有所增加，较 2024 年下半年（9 家、17 期、141.66 亿元）均有所减少。2025 年上半年，我国债券市场重复违约[3]发行人 3 家，涉及到期违约债券 4 期，到期违约规模合计约 5.32 亿元，重复违约发行人家数、到期违约债券期数及到期违约规模同比（11 家、25 期、100.51 亿元）和环比（11 家、22 期、186.90 亿元）均大幅减少。截至 2025 年上半年末，我国债券市场累计有 304 家发行人发生违约，到期违约债券 991 期，到期违约金额合计约 8247.26 亿元。

从展期情况来看，债券市场展期现象继续呈现下降态势，2025 年上半年新增展期发行人 1 家，涉及展期债券 5 期，展期规模 9.17 亿元，创 2018 年上半年以来新低。其中 1 家展期主体为欣捷投资控股集团有限公司，另有 4 期 ABS 发生展期，穿透信用主体分别为苏宁易购集团股份有限公司和世茂集团控股有限公司，均为前期风险主体。随着房地产行业风险逐渐出清，出险企业数量同比明显下降。





注：展期主体不包含已发生实质性违约的企业

资料来源：联合资信

图 1.1　我国债券市场新增违约和展期家数和期数　图 1.2　我国债券市场新增违约和展期规模

（二）评级负面调整有所减少，仍主要集中在可转债发行人

2025 年上半年，我国公募债券市场共有 88 家发行主体信用等级和展望发生调整，调整率 1.67%，较上年同期（1.68%）变化不大。2025 年上半年，等级调升率和调降率分别为 0.76%和 0.91%，延续调降趋势。剔除可转债发行人后，调升 40 家，调降 6 家。此外，评级展望调整的频次相对较少，2025 年上半年仅发生 2 次展望上调和 3 次展望下调。

等级调升方面，2025 年上半年我国公募债券市场信用等级和展望调升数量

是指发行人在统计期之前未发生违约本年度发生违约的发行人，包括公募债券和私募债券违约发行人。

[3] 重复违约是指发行人在统计期之前已发生实质性违约，在统计期内再次未能支付其存续债券本金或利息。

40 家，同比有所增加。调升发行人中 37 家为国企，其中 8 家发行人为城投企业，主要是地级市、区县级平台，随着“一揽子化债政策”和大规模债务置换的推进，城投债的安全性日益增强。上调原因为区域经济财政实力增长，公司地位突出，地方政府支持力度加大（资源注入、财政补贴）等。此外，金融服务行业发行人（7 家）等级上调较多，上调原因主要是股东背景强、拥有垄断性资源、盈利水平提升以及融资渠道畅通等。

等级调降方面，2025 年上半年我国公募债券市场信用等级和展望调降数量 48 家，同比有所减少，主要系城投企业调降数量大幅减少。上半年共 3 家城投企业发生等级或展望下调，同比减少 8 家。调降发行人仍主要集中于转债主体（42 家），占比达到 87.50%。调降转债发行人主要分布于基础化工（5 家）和软件（4 家）行业的民营企业，下调主要源于业绩持续恶化、流动性压力加剧、负面舆情凸显等；地区方面，转债发行人主要分布在广东、江苏等地。

表 1.1　2025 年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

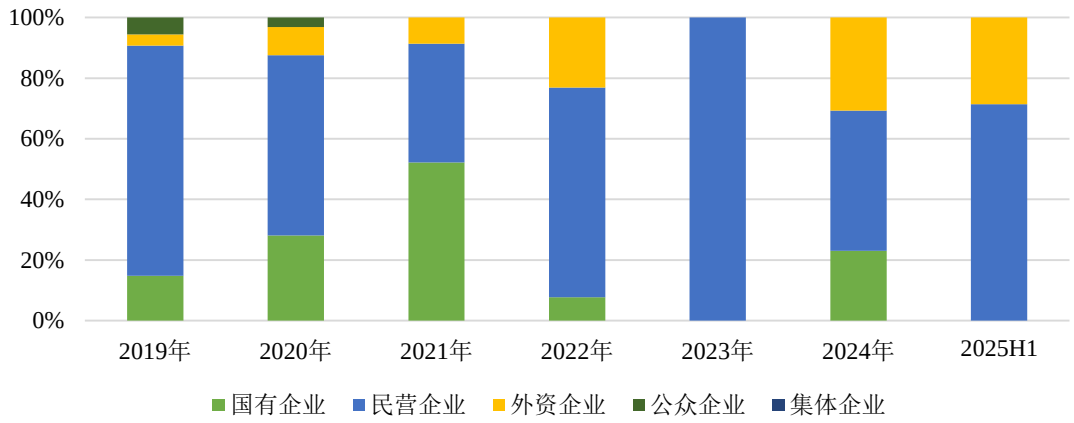
发行人主体	信用等级		评级展望		合计	
	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1	2024H1	2025H1
样本数量（家）	5588	5252	5588	5252	5588	5252
调升数量（家）	31	38	0	2	31	40
调降数量（家）	59	45	4	3	61	48
调升率（%）	0.55	0.72	0.00	0.04	0.55	0.76
调降率（%）	1.06	0.86	0.07	0.06	1.13	0.91

注：1. 等级调整样本包含统计期内存续、到期和新发债券的发行人，涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不包含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行主体；2. 发行人主体信用等级的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限；3. 发行人具有双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；4. 评级展望调升、调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计；评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；5. 调升率或调降率=年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与统计样本数量的比；6. 若发行人被评级机构终止主体信用等级（期末级别失效），则按照终止评级前的最新级别进行等级调整统计

资料来源：Wind，联合资信整理

（三）民企违约占比较大，尾部民企加速出清

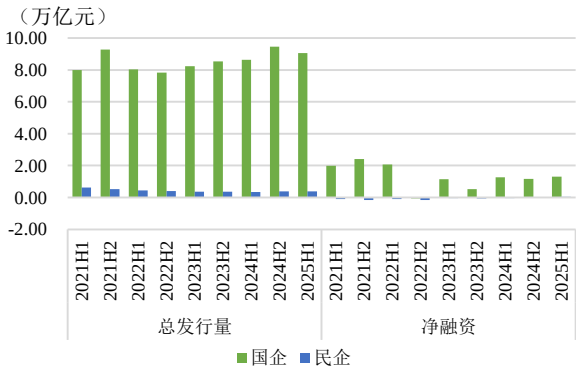
从企业性质看，2025 年上半年新增违约主体中，5 家为民营企业，2 家为外资房企**广州富力地产股份有限公司和奥园集团有限公司，**前期均已出现信用风险暴露，对市场冲击有限。



资料来源：Wind，联合资信整理

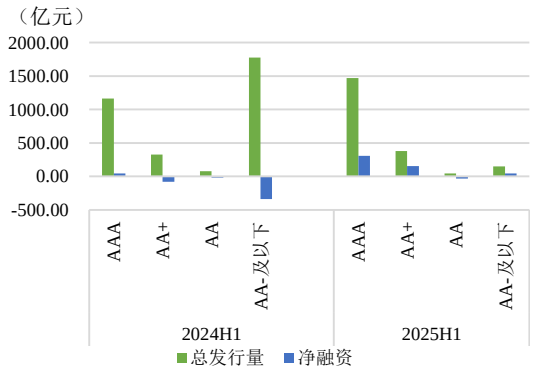
图 1.3　新增违约主体企业性质分布情况

在民营企业违约及房地产行业风险事件频发导致市场风险偏好下降的背景下，近年民营企业债券发行规模整体收缩。2025 年上半年，支持民企融资的政策持续加码。继 2 月民营企业座谈会释放积极信号后，央行等五部门联合召开金融支持民营企业高质量发展推进会，重申落实“金融支持民营经济 25 条”措施。4 月 30 日，《中华人民共和国民营经济促进法》正式出台，首次以法律形式确立民营经济地位，并明确覆盖投融资、科技创新等核心领域。尽管在政策引导及 LPR 下调带动下民营企业融资环境较去年同期有所改善，但结构性分化依然突出，资金仍主要流向高信用等级头部民企，民企整体融资改善有限。2025 年上半年，国有企业信用债发行量达 9.06 万亿元，净融资 1.32 万亿元，分别占据市场总量的 84.29%和 87.13%；民企信用债净融资额 0.05 万亿元，为 2021 年上半年以来首次实现净融资转正，但融资主体进一步集中于 AA+及以上评级的头部企业，资金分布不均问题依旧显著，整体融资状况尚未得到根本性改善。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.4　国企和民企信用债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

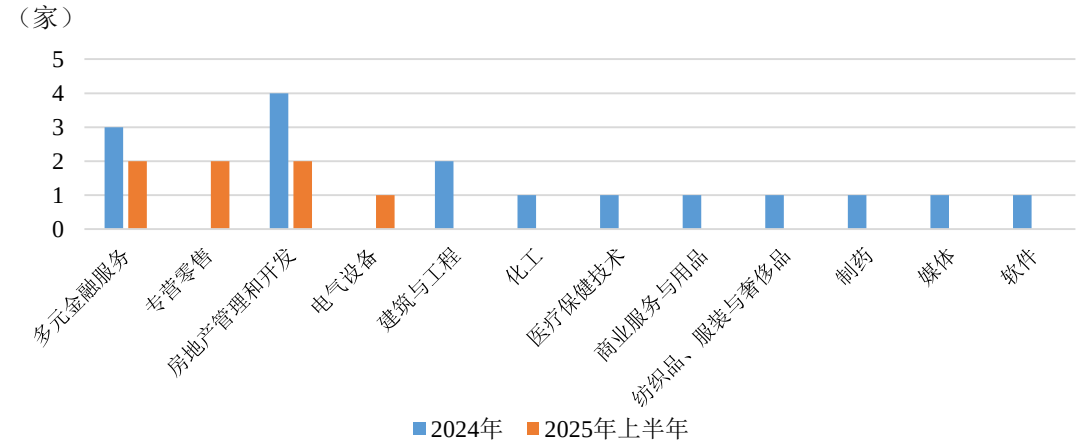
图 1.5　各信用等级民企信用债融资情况

从违约企业自身分析，其违约根源呈现共性特征：行业下行导致主营业务盈利大幅萎缩，叠加激进投资进一步加剧债务压力，而母公司流动性枯竭及治理层面的危机，导致融资环境进一步恶化，最终引发实质性违约。**杉杉集团有限公司**

受行业低迷影响，盈利水平急速下滑；同时，公司在行业低谷期仍逆势扩张投资，推高债务负担；母公司核心资产高比例质押且自身无经营现金流，叠加公司控制权争夺、管理层动荡及大额诉讼等治理问题，进一步削弱融资能力，2024 年 9 月发生公司债券展期，2025 年 2 月被法院裁定受理重整，触发实质违约。**广汇汽车服务有限责任公司**受新能源汽车的渗透和挤占，盈利能力和现金流呈现弱化；公司自 2015 年以来通过高频并购快速扩张，使得债务规模快速攀升；叠加公司因内部治理、信息披露等问题，多次受到监管处罚，在负面舆情扰动下，公司自 2021 年以来融资环境持续紧张，筹资活动净现金流持续为大幅净流出，加剧了公司的流动性压力，公司在 2024 年债券展期后于 2025 年出现债券违约。**苏宁电器集团有限公司**（以下简称“苏宁电器”）于 2012 年起大举跨界投资，业务持续亏损并消耗了大量现金流，尤其是对恒大 200 亿元的投资未能如期回收，加剧了流动性危机。2021 年“苏宁系”债务危机爆发，苏宁电器同年发生债券展期，并丧失核心资产上市子公司控制权。2025 年 1 月，法院裁定对苏宁电器等 38 家公司进行实质合并重整。

（四）地方 AMC 信用风险持续发酵，房企信用风险有序暴露

从行业属性来看，2025 年上半年新增违约主体涉及 4 个行业，其中 2 家多元金融服务行业企业，分别为国厚资产管理股份有限公司（以下简称“国厚资产”）和武汉天盈投资集团有限公司（以下简称“天盈投资”），均为民营资本控股地方 AMC 相关企业，其违约均是多重内外部因素叠加的结果。**国厚资产**是安徽省第一家具有金融不良资产批量收购处置业务资质的地方资产管理公司。受宏观经济下行影响，资产包处置与股权退出未达预期，加之融资环境变化，有息负债被压缩，前期盲目多元化投资白酒、保险消耗了巨额资金，叠加治理缺陷引发监管风险，最终导致债务链条断裂。**天盈投资**旗下核心不良资产经营主体湖北天乾资产管理公司，是湖北省第二家持牌地方 AMC，已于 2023 年发生实质违约，且二者均为前期出险“当代系”企业。受当代集团激进扩张耗尽流动性，叠加天盈投资违规操作等内部治理缺陷摧毁市场信任，致使融资渠道受阻，最终走向违约。

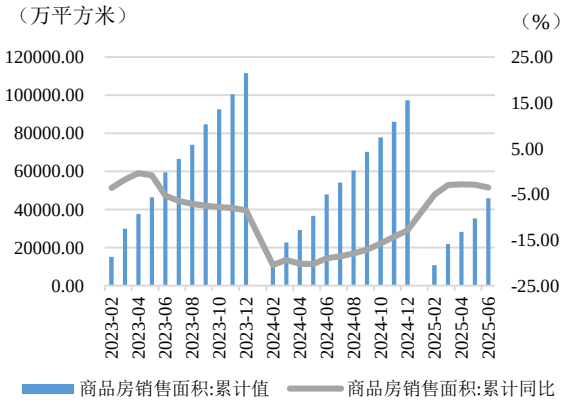


资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.6　新增违约主体行业分布情况

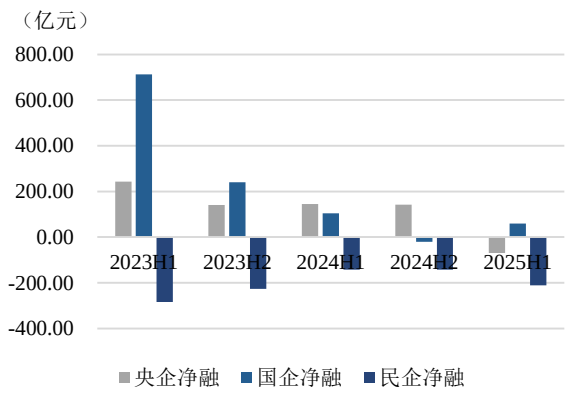
2024 年以来房地产企业展期数量持续下降，新增信用风险事件主要集中于信用状况已经长期恶化的尾部主体。新增违约企业中，房地产相关行业有 2 家，分别是**广州富力地产股份有限公司**和**奥园集团有限公司**，二者均在本轮房地产较早暴露出信用风险，2022 年以来多笔境外债券违约，境内债券也悉数展期。违约原因均为行业景气下行导致销售萎缩、回款锐减，叠加前期高杠杆扩张留下的巨额短期债务，在融资政策收紧及评级下调影响下，再融资通道关闭，内外部综合影响导致最终走向实质违约。

2025 年以来，房地产政策定调持续释放积极信号，但政策效应有待进一步释放，房地产市场仍处于调整转型过程中，上半年房地产行业基本面尚待修复。具体来看，**政策方面**，在去库存与优化供给方面，自然资源部、财政部 3 月印发通知，支持运用专项债开展土地储备工作，调节市场存量土地规模。4 月政治局会议指出“优化存量商品房收购政策”，6 月国常会明确提出“要对全国房地产已供土地和在建项目进行摸底”，加速存量用地盘活。扩需求方面，房贷利率进一步下调。5 月 7 日，央行调整 5 年期以上 LPR 降至 3.50%，5 年以上首套公积金贷款利率降至 2.60%，均达历史最低水平，降低购房者置业成本，刺激住房需求释放。**房企销售方面**，2025 年上半年，房地产行业销售仍低迷，商品房累计销售面积 45850 万平方米，同比下降 3.50%，销售金额 44241.25 亿元，同比下降 5.50%，二者降幅均较 2024 年底大幅收窄。**房企融资方面**，2025 年上半年，房企融资分化依然严重，资金更多地向优质房企归集，上半年境内发债房企以央企国企为主，民营房企发债规模仅占 3.57%，且民营房企发债规模难以覆盖到期偿还规模，仍延续净流出状态。整体来看，2025 年以来房地产供需两端政策持续发力，但政策显效尚不明显，行业基本面改善仍需时间。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.7　我国商品房销售面积情况



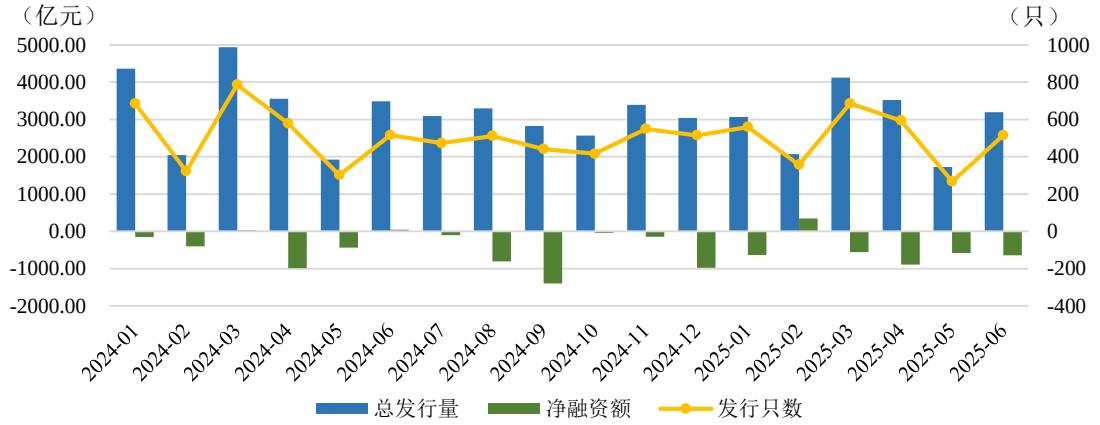
资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.8　我国房地产行业信用债净融情况

2025 年上半年，新增 1 家展期企业欣捷投资控股集团有限公司（以下简称“欣捷集团”），为建筑与工程行业。**欣捷集团**是宁波市建筑业龙头企业，受地产行业拖累，建筑业新签合同额持续下降，欣捷集团业绩承压，短期借款规模较大，其资金链一直吃紧，而应收账款和存货占用大量资金，资产变现能力较差，公司流动性日渐紧张，最终发生债券利息展期。

（五）城投净融连续四个月为负，风险事件数量回落

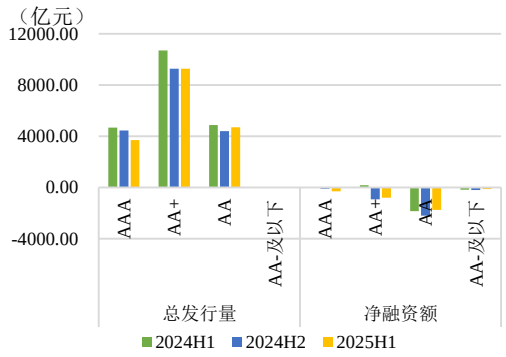
2025 年上半年，政府持续推进一揽子化债政策，“退平台”和城投转型进一步提速，城投债发行环境仍处于严监管态势之下。具体来看，上半年大规模发行特殊再融资债券置换隐性债务，上交所新“3 号指引”推动城投加速向市场化运营转型，城投公司退出政府融资平台的速度显著加快。在此背景下，2025 年上半年，城投债发行及净融资规模大幅下降，全国城投债共发行 2980 只，发行规模 1.77 万亿元，同比分别下降 6.64%和 12.82%，净融资流出规模达 2962.65 亿元，同比扩大 54.70%，其中 3—6 月连续四个月净流出，城投债融资规模持续收缩。



资料来源：Wind，联合资信整理

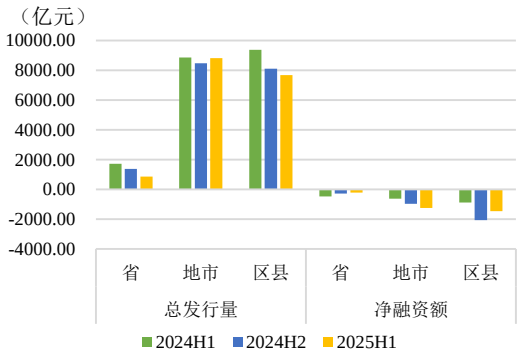
图 1.9　城投债发行及净融资情况

化债持续推进下各类主体的发行量及净融资额同比均有所下降，**评级和行政层级方面**，低层级及低级别发债主体净融资额表现仍较弱，各级别平台均呈现净流出状态。AAA 级和 AA+级主体的发行规模下降幅度相对较大，AA+级主体净融资同比由正转负，AA 级及以下评级的弱资质平台城投债融资规模继续压降且持续呈现净偿还。**区域方面**，江苏、浙江和山东发行额仍大幅领先，但净融资均有不同程度下滑。上半年共 6 个地区实现净融资，23 个地区净偿还，其中江苏、湖南和安徽净流出规模明显扩大，重庆、上海、新疆净融资同比由正转负。



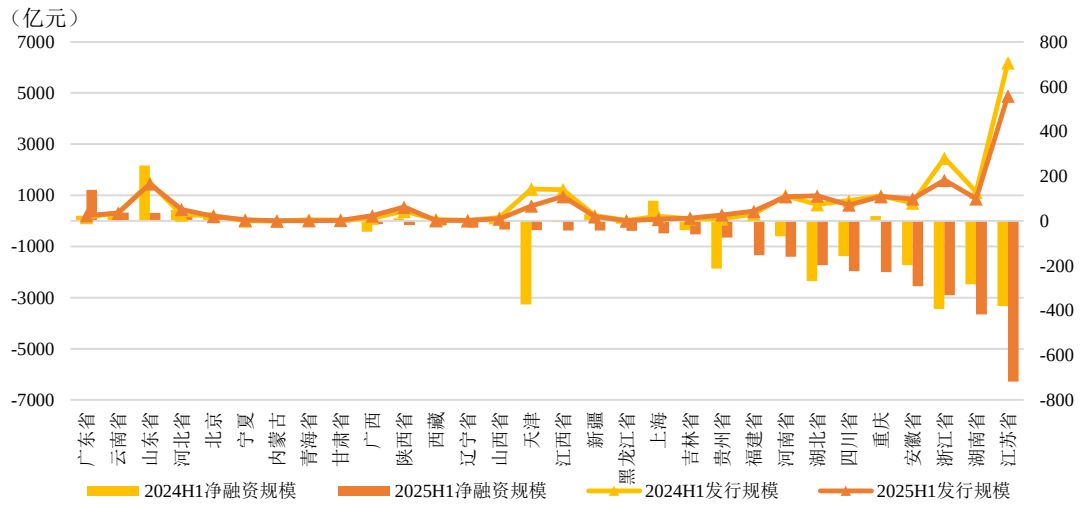
资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.10　各行政级别城投债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.11　各行政级别城投债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.12　各地区城投债融资情况

2025 年上半年，在政策持续发力下城投风险整体趋缓，风险事件大幅收敛。根据公开资料整理，发生风险事件的城投主体多分布在山东、贵州、云南的区县级平台，以 AA 级及以下的弱资质平台为主。具体来看，**非标违约方面**，根据公开资料显示，2025 年上半年，城投企业的非标违约共 17 只，共涉及 16 家主体，同比均大幅下降，其中山东、贵州、云南等省份城投非标风险事件仍较为凸出；从行政层级来看，以区县级平台为主，占比接近六成；从主体级别来看，仍以 AA 级及以下平台为主。**商票逾期方面**，根据上海票据交易所披露的票据逾期名单[4]，2025 年上半年发生商票逾期的城投企业共 19 家，同比减少 18 家，其中山东（9 家）商票逾期仍然最多，其次是四川和河南，分别有 3 家；从行政层级来看，仍

[4] 2025 年 1 月 1 日至 6 月 30 日，发生 3 次以上票据逾期，且月末有逾期余额或当月有票据逾期行为发生的承兑人数量。

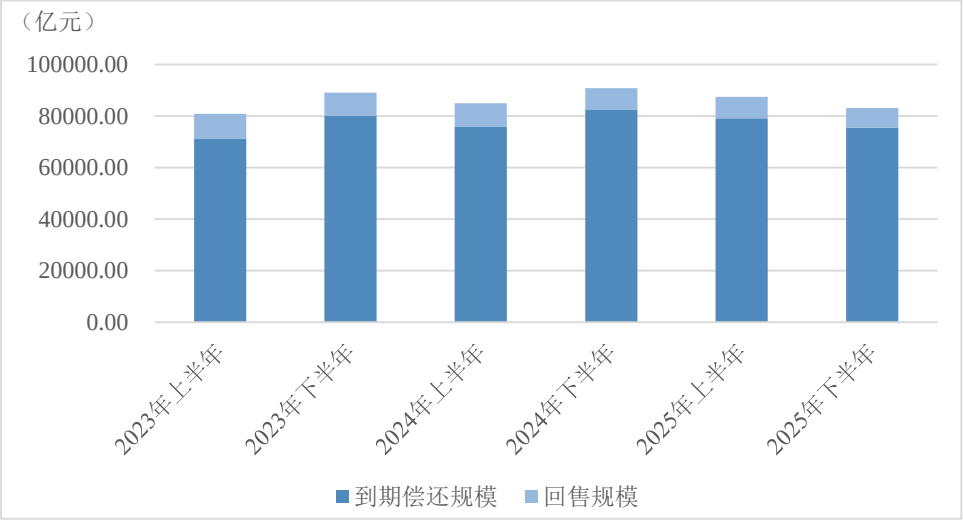
集中于区县级平台，占比超过六成；从主体级别来看，商票逾期以 AA 级及以下弱资质平台为主，占比约 70.00%。此外，城投企业信用等级调降数量大幅减少。上半年共 3 家城投企业发生信用等级或展望下调，同比减少 8 家。整体来看，随着“一揽子化债政策”和大规模债务置换的推进，短期内城投行业公募债券市场违约的可能性很低，但部分区县级、弱资质平台未来经营和资金压力情况仍值得关注。

二、2025 年下半年我国债券市场信用风险展望

（一）全市场信用债到期与发行人信用情况

从全市场债务到期规模来看，2025 年下半年我国债券市场主要信用债[5]到期规模[6]约为 7.15 万亿元，考虑到将于 2025 年下半年发行且于 2025 年内到期的短期债券，按 2024 年下半年同期估算，2025 年下半年主要信用债到期规模可能达到 7.56 万亿元，较 2024 年下半年（9.09 万亿元）和 2025 年上半年（8.75 万亿元）有所下降。

此外，2025 年下半年将有约 1.26 万亿元信用债进入回售期，按 60%的实际回售率估算，2025 年下半年回售债券中约有 0.76 万亿元被行权。合计来看，2025 年下半年主要信用债偿债规模可能在 8.32 万亿元左右。



注：2023－2025 年上半年为实际偿债规模，2025 年下半年为预估偿债规模

资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.1　2023－2025 年我国信用债市场主要信用债偿债情况

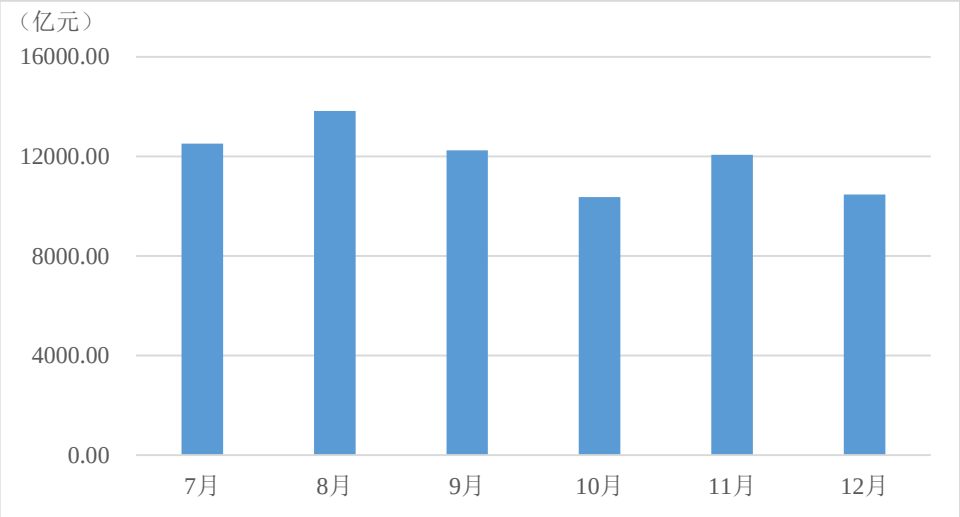
由于 2025 年下半年发行且于 2025 年内到期的债券和回售债券的实际回售

[5] 包含非政策性金融债、企业债、公司债、中期票据、短融、项目收益债、定向工具、资产支持证券、可转债和可交换债。

[6] 包含到期和本金提前兑付。

情况具有不确定性，以下分析仅以 2025 年下半年我国债券市场到期的 7.15 万亿元主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看，8 月单月的偿债量在 1.3 万亿元以上，偿债压力相对较大，后续可能随超短融的发行发生改变。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.2　2025 年下半年我国债券市场主要信用债到期情况

（二）债券市场信用风险展望

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是，下半年豁免期结束后中美经贸谈判、关税政策等仍具有不确定性，会对下半年出口形成扰动；**二是**，从 6 月经济数据来看，消费表现边际放缓，房地产投资加速下行，基建和制造业投资高位回落，且二季度 GDP 平减指数继续下滑，显示当前内需仍相对不足。上半年 GDP 增速超出市场预期，下半年追加特别国债、地方专项债额度的可能性不高，财政对经济支撑可能会有所减弱。**三是**，当前房地产市场仍处于磨底状态，商品房销售自 5 月以来再度回落，在居民收入就业预期下滑和房价预期下滑的背景下，房企短期流动性压力仍存，行业风险或进一步出清。在此背景下，债券债市风险或将持续暴露。

另一方面，债券市场信用风险整体可控。一是，下半年，“适度宽松”的货币政策基调下，LPR 和存款准备金率或进一步下调，流动性将保持充裕，社会融资环境仍将适度宽松。二**是，**做好“五篇大文章”背景下，政策将持续推动科技、绿色等领域债券融资，与之相关的民营、中小企业融资环境将得到显著改善。**三是，**化债背景下，城投企业流动性压力得以缓解，债务增速放缓、融资成本显著下行，公开发行债券违约概率较低。**四是，**前期房企信用风险已大量出清，后续新增风险概率不高，当前房企债务重组正加速进行，行业化债步伐稳健，未来，

在更大力度推动房地产市场“止跌回稳”的政策导向下，行业信用风险有望逐渐趋稳。**总体来看，**2025 年下半年，我国债券市场信用风险仍将持续暴露，但信用风险整体可控。

（三）重点行业信用风险展望

1．城投企业转型发展提速，信用分化加剧

一方面，化债背景下城投企业公开违约风险较低。一是，一揽子增量化债措施出台以来，我国的化债思路由“化债中发展”向“发展中化债”转变，大大减轻了地方的化债压力，城投企业的债务负担明显改善，非标风险及票据逾期事件边际收敛。二**是，**低利率环境下，城投企业积极进行债务置换，债务短期化问题得以改善，债务融资成本持续下降，付息压力明显缓解。

另一方面，弱资质城投企业信用风险仍值得关注。一是，当前城投债融资监管仍较为严格，上半年交易所修订审核业务指引[7]，交易商协会扩大政府出函范围，低层级城投企业新增债务难度进一步加大，在此背景下，下半年城投债供给或继续收缩。二**是，**上半年我国一般公共预算收入有所下滑，土地市场低迷态势尚未扭转，财政支出持续增长，财政收支矛盾进一步加大，对地方可用财力形成制约。**三是，**“99 号文”要求 2025 年底融资平台数量较 2023 年 3 月底累计压降不低于 75%，而 2025 年 3 月的压降目标是 40%，下半年城投企业产业转型及退平台将进一步提速，城投企业退平台后，地方政府与企业间的关系将迎来重构，信用分化将进一步加剧，需警惕城投企业“假转型”和转型后资产空心化等问题，部分弱功能、资产质量较差的城投企业信用风险值得关注。

整体来看，2025 年，随着一揽子化债政策的深入实施，城投公募债券违约的可能性较低，但城投转型加速进行，转型后城投企业信用风险分化将更为突出，需关注弱功能、资产质量不佳主体的信用风险。

2．房企信用风险有望持续收敛，但展期债券转实质性违约可能性仍大

房地产行业方面，一是，当前我国内需仍相对不足，外部环境仍具有较大不确定性，居民收入和就业预期偏弱，且居民对房地产市场的信心尚未恢复，市场基本面或将继续磨底。**二是，**前期政策对房地产需求的拉动已基本释放完毕，6 月，70 城新房和二手房价格环比降幅继续走扩，一、二手房成交动能均不足，土地市场成交热度也有所收敛，未来需要下更大力度推动房地产市场止跌回稳，下

[7] 《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第 3 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》和《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第 2 号——审核重点关注事项（2025 年修订）》。

半年，政策有望围绕去库存、稳市场进一步宽松，但政策力度和政策效果尚待确认。**三是**，虽然前期房地产行业信用风险已大量出清，但行业资金沉淀规模较大，且现阶段行业基本面尚未明显回暖，前期已展期房企或因项目周转变差、销售回款不及预期等原因转为实质性违约。**整体来看**，下半年房地产行业信用风险有望继续收敛，但集中偿债压力大、融资渠道受限，项目资质差的房企信用风险仍值得关注。

3．关注资本补充压力较大的中小银行信用风险

一是，低利率环境下，净息差持续收窄和投资收益下滑导致商业银行盈利能力有所下降，进而导致商业银行资本充足率和偿付能力承压。**二是**，上半年金融监管力度显著加大，银行业法律法规密集发布，下半年，随着多项法规的陆续实施，监管力度有望进一步加强，商业银行内控合规压力仍然较大。**三是**，近年来，银行业内部竞争加剧，大行业务持续下沉，中小银行生存压力明显加大，监管“减量提质”的导向下，弱资质中小银行加速出清。**四是**，化债政策的实施使得城投资产占比相对较高的城商行受到较大影响，城投资产的展期和重组拉长了资产端久期，但缩短了负债端久期，资产负债期限错配导致商业银行流动性管理压力有所上升。**整体来看**，随着各项政策的实施和兼并重组的推进，中小银行信用风险相对可控，部分资产质量明显弱化但资本补充受限的中小银行的信用风险仍值得关注。

4．转债信用风险相对可控，关注业绩表现不佳可转债的信用风险

一是，中美贸易关系缓和以及“反内卷”相关政策预期加强的背景下，下半年权益市场大幅向下的可能性较低，交易性退市风险或显著低于去年。**二是**，在经历 2024 年的风险负反馈及修复反弹后，市场对转债信用风险的担忧有所减弱，当前转债退市风险主要聚焦于个券，对市场整体影响较为有限。**三是**，低利率环境下，投资者增厚投资收益诉求增强，“固收+”需求上升，当前转债新券供给偏弱且银行转债加速退出，供需矛盾或进一步加剧，进而对转债市场表现形成支撑。**四是**，上半年转债主体负面调整较多，下半年信用资质较差的转债主体的信用风险值得关注。**整体来看**，下半年转债发行人基本面或仍存在压力，但信用风险整体可控，需防范业绩表现不佳的可转债信用风险。

联系人

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

相关研究

2024 年我国债券市场信用风险回顾与展望

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，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

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。