



# 经济韧性支撑风险出清，信用风险展望分化 ——2025 年我国债券市场信用风险回顾与展望

联合资信 研究中心 | 郝 帅|刘晓光|何苗苗

2025 年，我国债券市场信用风险暴露处于历史低位，重点领域信用风险有序释放。具体来看，全年新增实质性违约发行人 13 家，新增首次展期发行人 5 家，为 2018 年以来最低水平。公募债券市场违约率保持低位，高等级违约和展期情况略有改善。民营企业违约风险持续暴露，可转债违约仍处高位。保险行业“零违约”纪录被打破，房地产行业风险持续出清。展望 2026 年，债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控；化债背景下城投企业偿债风险整体缓释，市场化转型加速，短期内城投企业信用风险较小，关注弱资质城投企业商票或非标信用风险；仍需关注房地产产业链相关行业企业信用风险；谨慎关注非系统重要性中小金融机构债券；关注低评级、小市值、正股濒临退市的弱资质主体。



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



# 经济韧性支撑风险出清，信用风险展望分化

## ——2025 年我国债券市场信用风险回顾与展望

联合资信 研究中心

### 摘要

2025 年，在全球经贸环境不确定性上升、地缘政治冲突加剧以及国内新旧动能转换深入推进的复杂背景下，我国实施更加积极有为的财政政策与适度宽松的货币政策，经济顶住下行压力、向新向优发展，展现出强劲韧性与活力，在此背景下，信用风险暴露处于历史低位，重点领域信用风险有序释放。其中，全年新增实质性违约发行人 13 家，新增首次展期发行人 5 家，为 2018 年以来最低水平，信用风险暴露处于低位。公募债券市场违约率保持低位，高等级违约和展期情况略有改善。2025 年评级调整由调降趋势转为调升趋势。民营企业违约风险持续暴露，可转债违约仍处高位。保险行业“零违约”纪录被打破，房地产行业风险持续出清。城投企业中部分区县级、弱资质平台商票逾期、非标违约等风险事件持续发生。

违约回收处置情况方面，2025 年，债券市场违约处置制度不断健全，公募债券处置数量同比减少，回收率维持低位。具体看，2024 年我国公募债券市场发生违约处置的有 12 家违约发行人，与上年持平。截至 2024 年末，公募债券市场整体回收率继续下降。

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，2026 年主要信用债偿债规模将在 13.85 万亿元左右。从偿债节奏看，2 月、5 月和 9 月单月的偿债量在 1.0 万亿元以上，偿债压力相对较大。

展望 2026 年，债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控；化债背景下城投企业偿债风险整体缓释，市场化转型加速，短期内城投企业信用风险较小，关注弱资质城投企业商票或非标信用风险；仍需关注房地产产业链相关行业企业信用风险；谨慎关注非系统重要性中小金融机构债券；关注低评级、小市值、正股濒临退市的弱资质主体。

## 一、2025 年我国债券市场违约情况回顾

### （一）信用风险暴露处于历史低位，重点领域信用风险有序释放

2025 年，在全球经贸环境不确定性上升、地缘政治冲突加剧以及国内新旧动能转换深入推进的复杂背景下，我国实施更加积极有为的财政政策与适度宽松的货币政策协同发力，经济顶住下行压力、向新向优发展，展现出强劲韧性与活力，但房地产市场企稳进程缓慢、总需求不足以及部分行业转型阵痛等因素仍对经济增长形成一定制约。我国经济全年呈“前稳、中缓、后固”走势，全年 GDP 同比增长 5.0%，成功跃上 140 万亿元新台阶。信用环境方面，2025 年央行实施适度宽松货币政策，运用多元工具保持流动性充裕，通过降准、引导利率下行降低综合融资成本。重点优化信贷结构，精准加大对科技创新、服务消费、养老等重点领域的支持力度，新增科技创新与技术升级专项央行贷款，依托科创债风险分担工具赋能新质生产力，同步优化房地产信贷环境。截至 2025 年末，我国广义货币同比增长 8.5%，社融存量同比增长 8.3%，金融对实体经济支持质效提升。财政政策方面，2025 年我国财政政策持续加力提效，进一步扩大支出规模，全国一般公共预算支出达 29.7 万亿元，财政赤字率提高至 4% 左右，为政策实施提供坚实财力支撑。同时新增地方政府专项债务限额 4.4 万亿元，发行 1.3 万亿元超长期特别国债精准投向“两重”项目与消费品以旧换新，撬动大宗消费和有效投资超 7000 亿元，同时深化地方政府债务化解工作。总体看，2025 年中国经济在多重压力下实现“顶压前行、向新向优”，为“十五五”开局奠定基础，然而，总需求不足尤其是居民消费复苏偏弱，房地产深度调整与风险出清以及地方债务压力等仍是需持续应对的核心挑战。

在此背景下，债券市场信用风险持续收敛，信用债违约及展期多发的势头得到遏制。从首次出险主体<sup>1</sup>数量和规模来看，2025 年，我国债券市场新增违约和展期主体共 18 家，涉及债券期数和规模分别为 45 期和 329.40 亿元，为 2018 年同期以来最低水平，信用风险暴露处于低位。从实质性违约情况来看，2025 年，我国债券市场新增 13 家<sup>2</sup>违约发行人<sup>3</sup>，到期违约债券 23 期，到期违约金额合计

<sup>1</sup> 包括新增违约主体和新增展期主体。

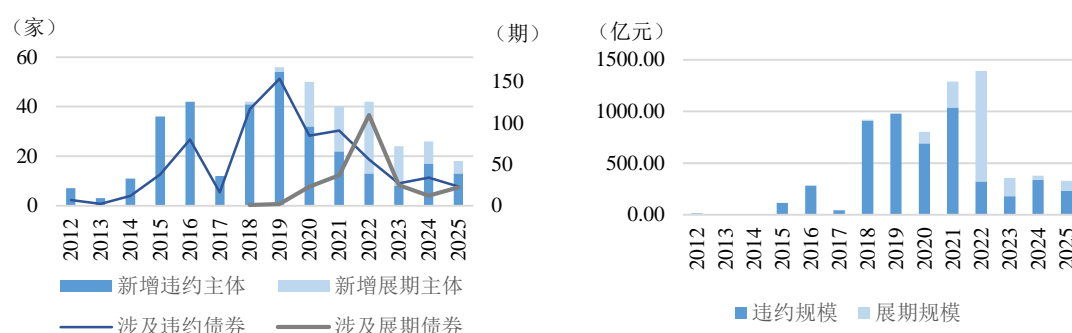
<sup>2</sup> 结构化产品发生的本息违约，其原始权益人不计入新增违约主体，仅将违约债券计入新增到期违约债券，其到期违约规模计入总到期违约规模中，以下统计同。

<sup>3</sup> 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



约 233.63 亿元，新增违约发行人家数和到期违约金额以及债券期数较 2024 年（17 家、34 期、336.61 亿元）均有所减少。2025 年，我国债券市场重复违约<sup>4</sup>发行人 5 家，涉及到期违约债券 10 期，到期违约规模合计约 41.67 亿元，均较 2024 年（14 家、38 期和 278.25 亿元）均有所减少。截至 2025 年末，我国债券市场累计有 309 家发行人发生违约，共涉及到期违约债券 987 期，到期违约金额合计约 8057.12 亿元。

从展期情况来看，2025 年首次展期发行人 5 家，展期家数较上年（9 家）有所减少，展期债券 22 期，展期规模 95.77 亿元，较上年同期（12 期和 41.04 亿元）均大幅增加。



注：展期主体不包含已发生实质性违约的企业

资料来源：联合资信整理

图 1.1 2012—2025 年我国债券市场新增违约和展期情况

## （二）违约率保持低位，高等级违约和展期情况略有改善

从违约率来看，根据公开市场披露数据，2025 年公募债券市场新增 9 家违约发行人（含违约前无评级主体 8 家），发行人主体违约率为 0.02%，较 2024 年有所下降。公募债券市场信用风险有序出清，违约率继续维持低位。

具体来看，2025 年我国信用债市场高等级违约情况明显改善，多数违约主体的信用评级在违约前已被终止。新增展期主体中，期初级别主要分布在 AAA 级和 AA 级，AA 级占比约为 60%，高等级主体展期情况略有改善。

表 1.1 2024—2025 年我国公募债券市场发行主体年度违约率（单位：家、%）

主体级别	2024 年			2025 年		
	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率
AAA	1649	1	0.06%	1691	0	0.00%

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。

<sup>4</sup> 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。

主体 级别	2024 年			2025 年		
	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率
AA+	1366	1	0.07%	1187	0	0.00%
AA	1490	0	0.00%	1243	0	0.00%
AA-	364	0	0.00%	306	0	0.00%
A+	167	0	0.00%	155	0	0.00%
A	34	1	2.94%	38	0	0.00%
A-	4	0	0.00%	9	0	0.00%
BBB+	1	0	0.00%	3	0	0.00%
BBB	1	0	0.00%	1	0	0.00%
BBB-	2	0	0.00%	0	0	--
BB+	0	0	--	2	0	0.00%
BB	1	0	0.00%	2	1	50.00%
BB-	0	0	--	0	0	--
B+	0	0	--	0	0	--
B	0	0	--	0	0	--
B-	2	0	0.00%	1	0	0.00%
CCC	0	0	--	2	0	0.00%
CC	2	2	100.00%	0	0	--
C	0	0	--	0	0	--
合计	5083	5	0.10%	4640	1	0.02%

注：1.发行人样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、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人主体；违约率计算采用静态池法，即样本家数为年初建立的群组中的发行人数量，不考虑年内债券到期、终止评级等导致信用等级失效的情形；发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，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；2.若评级机构所评发行人期初存续债券均为私募债，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；3.发行人主体违约率=当年发生违约的发行人家数/发行人样本家数；4.当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人，违约信息以公开市场披露的公告内容为准，下同；5.历史数据有追溯调整

资料来源：联合资信整理

### （三）评级调整由调降趋势转为调升趋势

2025 年，我国公募债券市场共有 129 家发行人主体信用等级或展望发生调整，调整率 2.51%，较上年（2.10%）小幅增加。2025 年，等级或展望调升率和调降率分别为 1.40%和 1.11%，由上年的调降趋势转为调升趋势。

**调升方面**，2025 年我国公募债券市场主体信用等级或展望上调数量 72 家，同比有所增加。具体看，调升发行人主要集中于地方国有企业，占比约 83.33%，其中城投企业 14 家，较上年同期（12 家）小幅上升，评级上调主要得益于区域经济与财政实力增强、平台在地方基建体系中的地位巩固，平台整合以及地方政

府通过资源注入、财政补贴等方式加大支持力度。

**调降方面**，2025 年我国公募债券市场主体信用等级或展望调降数量 57 家，同比有所减少。调降发行人仍主要集中于民营企业，占比 91.22%，其中 39 家为可转债发行人。信用级别下调的民营转债主体主要分布在化工、软件和建筑与工程行业，下调原因主要集中在企业经营持续承压、流动性状况恶化，以及负面舆情因素等方面。信用级别下调的主体中仅 3 家为城投企业，较上年（9 家）大幅下降。

表 1.2 2023—2025 年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

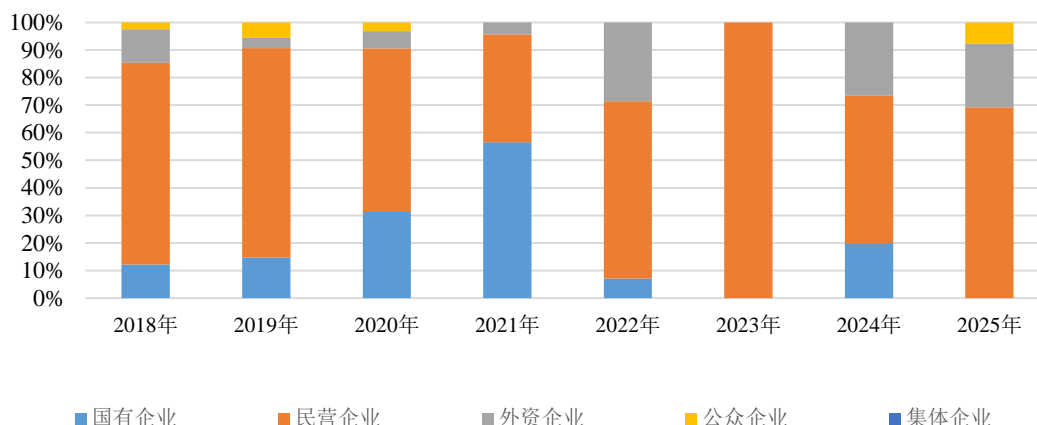
发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
样本数量(家)	5932	6056	5150	5932	6056	5150	5932	6056	5150
调升数量(家)	86	55	69	7	2	3	93	57	72
调降数量(家)	37	60	52	26	10	5	63	70	57
调升率(%)	1.45	0.91	1.34	0.12	0.03	0.06	1.57	0.94	1.40
调降率(%)	0.62	0.99	1.01	0.44	0.17	0.10	1.06	1.16	1.11
调整率(%)	2.07	1.90	2.35	0.56	0.20	0.16	2.63	2.10	2.51

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：联合资信整理

#### （四）民营企业违约风险持续暴露，可转债违约仍处高位

从违约主体企业性质看，2025 年违约主体中 9 家为民营企业，占比达 69.23%，其中 3 家为可转债发行人。本年度其他违约企业主要为外资企业和公众企业，无国有企业违约。从展期主体企业性质看，民营企业 and 外资企业各有 2 家，分别占比 40%。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.2 新增违约主体企业性质分布情况

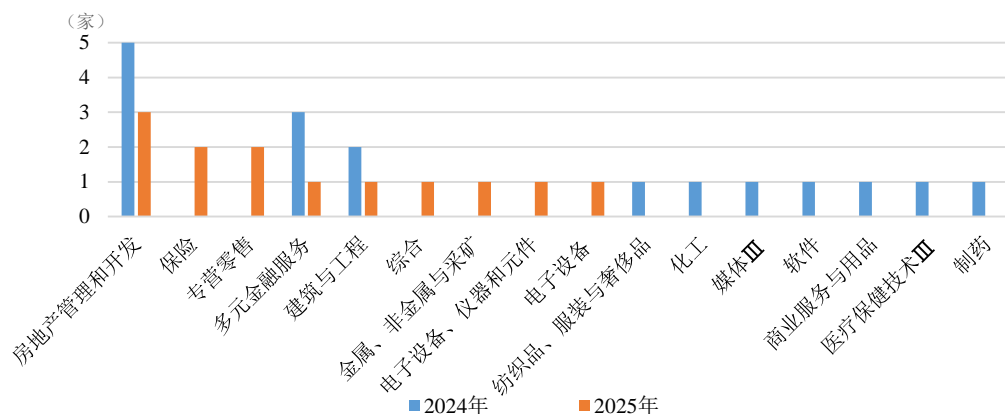
2025 年，在我国宏观经济弱复苏的背景下，消费与投资需求不足，民营中小企业盈利能力承压，叠加债券市场融资分层加剧，市场信心低迷，导致民企再融资困难，信用风险持续承压。具体来看，广汇汽车服务有限责任公司、苏宁电器集团有限公司和杉杉集团有限公司，在汽车、零售和电气设备多个行业周期性下行背景下主营业务盈利大幅萎缩，叠加激进投资加剧债务压力，融资环境恶化，引发流动性危机。2025 年有两家民营资本控股的地方 AMC 风险暴露，分别是湖北天乾资产管理有限公司和武汉天盈投资集团有限公司，二者均为前期出险“当代系”企业。

2024 年以来民营可转债违约发行人持续高位，2025 年有 3 家可转债发行主体违约，其违约根源呈现共性特征：所属行业下行导致业绩持续亏损，叠加公司或控股公司被实施 ST 融资渠道冻结，最终流动性枯竭触发可转债违约。具体来看，上海华铭智能终端设备股份有限公司于 2019 年高溢价并购子公司北京聚利科技公司，但随后所属 ETC 行业政策红利消退，市场竞争加剧，产品价格与毛利率持续承压，子公司业绩持续亏损，并引发履约纠纷。同时，公司 2020-2021 年因财务造假被监管立案并被实施 ST，融资通道冻结。此外，母公司轨交项目回款缓慢、应收账款高企，经营现金流持续恶化，最终无法足额兑付 2025 年末到期的 1.049 亿元可转债，构成实质性违约。深圳市中装建设集团股份有限公司作为地产链深度绑定企业，受下游房企暴雷影响，项目回款停滞、应收账款与合同资产高企且减值压力剧增，叠加建筑装饰行业需求放缓，主业持续萎缩。同时，公司 2017-2021 年通过内部承包项目按自营核算虚增利润超亿元，信息披露违规遭监管重罚并被实施 ST，市场信任崩塌致融资渠道全面冻结。此外，公司主要银行账户被冻结、涉诉及被执行案件较多，2024 年至 2025 年持续亏损，经营现

金流持续失血，2025 年 8 月“中装转 2”可转债违约，最终进入破产重整程序。**鄱阳县众汇照明材料股份有限公司**所属 LED 照明行业竞争加剧、产品价格下滑叠加原材料成本上升，使公司营收和利润持续萎缩，应收账款高企且回款困难，经营现金流长期为负。同时，公司资产负债率攀升至 114%，货币资金枯竭，短期债务压力巨大。此外，母公司被 ST 后市场信心崩塌，银行授信收紧、债券融资停滞，公司只能依赖高成本短期资金维持运营，最终因流动性彻底断裂而无法兑付 480 万元私募可转债本息，形成实质性违约。

#### （五）保险行业“零违约”纪录被打破，房地产行业风险持续出清

从违约主体行业属性来看，2025 年违约主体分散于 9 个行业，首次出现保险行业企业违约，此外，房地产管理和开发行业仍然最多（3 家），占比 23.08%，占比较去年（28.57%）继续下降。从展期主体的行业属性看，房地产行业有 2 家，较上年减少 1 家，另有 2 家建筑与工程行业企业违约。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.3 新增违约主体行业分布情况

中国保险业“零违约”纪录被打破，天安财产保险股份有限公司（以下简称“天安财险”）和天安人寿保险股份有限公司（以下简称“天安人寿”）分别于 2025 年 9 月 30 日和 12 月 29 日公告，无法按期兑付其 2015 年发行的次级资本补充债券本息，我国债券市场首次出现保险行业实质性违约。其违约是多重内外部因素叠加的结果，一方面，天安财险和天安人寿作为“明天系”核心成员，大股东通过关联交易长期占用资金、违规干预经营，治理结构严重失灵；同时公司理财型业务盲目扩张、资产负债期限错配，叠加高风险资产投资亏损，持续侵蚀资本，形成巨额隐性风险。另一方面，在宏观经济持续处于低利率环境下，资产端收益持续下滑，而负债端高预定利率保单成本刚性，导致利差损不断恶化。此外，“偿二代二期工程”等监管政策趋严，大幅收紧资本认定标准，使原本被掩盖的资本



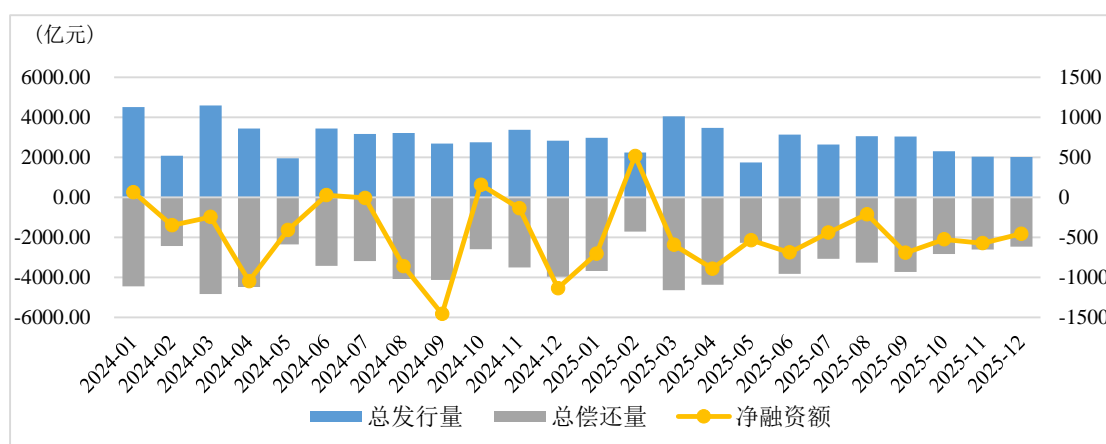
缺口暴露无遗，加之 2020 年被监管接管后业务停滞、2025 年牌照被吊销，公司彻底丧失持续经营能力和现金流来源，最终触发违约。

从房地产行业来看，2025 年，国内房地产市场延续深度调整，整体处于筑底阶段，销售、投资及新开工等指标继续下滑，商品住宅广义库存虽在政策推动下有所去化，但仍处高位，尤其三四线城市去化压力突出。中央以“系统性去库存”和“构建发展新模式”为核心导向，通过全面取消限购限贷、降低购房成本、扩大保障房“收储”、推进“三大工程”及设立纾困基金等多维度政策托底，但政策效果结构性分化明显，核心城市阶段性企稳，非核心区域持续承压。行业融资环境边际改善但信用分层加剧，投资者风险偏好下降。在此背景下，房地产行业信用风险持续释放，本年度新增 3 家违约房企，分别是**广州富力地产股份有限公司**、**奥园集团有限公司**和**正荣地产控股股份有限公司**，三家均早在 2022 年出现境外违约或境内展期等信用风险暴露，整体来看对市场冲击有限。此外，2025 年新增 2 家展期房企分别为**万科企业股份有限公司**（以下简称**万科**）和**正兴隆房地产（深圳）有限公司**，其中万科作为行业龙头企业，其展期备受市场关注。在行业深度调整下，万科销售回款疲软、经营性现金流恶化，叠加偿债高峰集中与再融资渠道收窄，大股东深圳地铁持续输血后支持能力接近上限，短期流动性缺口难以通过自身经营或外部融资弥补，而宏观层面房地产政策托底效果不及预期、市场信心脆弱进一步加剧资金压力，最终迫使万科启动展期以争取现金流缓冲。2025 年 11 月 26 日万科首次就 20 亿元中票发起展期流程，12 月 10 日、12 月 22 日两轮核心展期方案因无首付、增信不足遭债权人否决，仅宽限期延长至 30 个交易日（2026 年 1 月 28 日）获通过，随后万科在 2026 年 1 月推出第三版方案，增加 40%本金首付、10 万元固定兑付与项目应收账款质押等增信条款，与债权人持续拉锯博弈，1 月 20 日，万科发布公告称，“21 万科 02”2026 年第一次债券持有人会议决议议案四“关于调整‘21 万科 02’回售部分债券本息兑付安排、增加固定兑付安排、提供增信措施的议案”通过。另有两家建筑与工程行业企业展期，分别为**欣捷投资控股集团有限公司**和**腾越建筑科技集团有限公司**，其中腾越建筑科技集团有限公司为碧桂园地产集团有限公司的全资附属公司，其财务状况与碧桂园集团深度绑定。2025 年，碧桂园启动境内外债务重组，腾越建筑作为境内 9 笔债券发行人之一，同步纳入整体纾困框架。

#### （六）城投净融创历史新低，非标、商票风险事件持续发生

2025 年，城投行业延续化债与发展并重的政策思路，在高压监管基调保持不变的同时，通过多工具协同支持与系统改革推动债务风险从被动处置向主动化解转变。具体来看，一是全力化解存量风险。2025 年，财政支持力度持续加码，

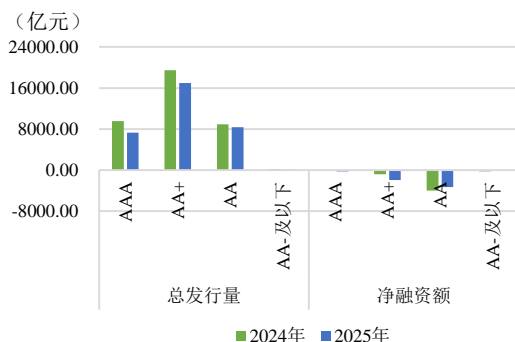
靠前使用化债额度、两个“5000 亿”（新型政策性金融工具、债务结存限额）等多政策工具协同发力，为化解存量债务提供多维度支持；二是监管严格控制新增。中央及地方持续健全全链条债务风险管控机制，通过监测体系升级与审核标准收紧严防新增；2025 年 11 月财政部成立债务管理司，整合债务管理链条，进一步推动债务的全过程监管。此外，财政部年内两次公开通报隐性债务问责案例，持续强化“终身问责、倒查责任”的纪律高压。三是推动融资平台退出和市场化转型。年初“99 号文”明确重点省份退出标准，加速推动城投企业退平台进程，在平台数量与债务规模压降的基础上，着力引导其开展市场化经营，系统构建可持续发展的新模式。在此背景下，城投债供给持续收紧，净融资缺口进一步扩大。2025 年，全国城投债发行规模 3.65 万亿元，同比下降 4.04%，净融资流出规模达 6167.24 亿元，同比扩大 14.24%，除 2 月外，其余月份均为净流出状态。



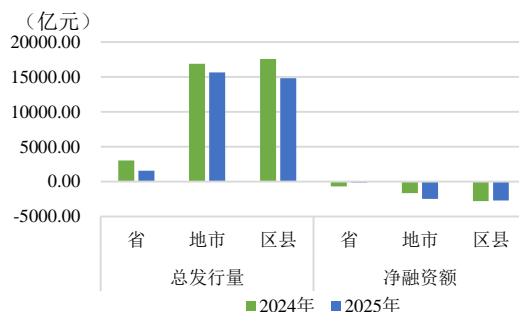
资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.4 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整体进一步压降。具体来看，**信用等级方面**，城投债发行主体仍以高等级主体为主，各级别平台均呈现净流出状态，中、低等级主体净偿还体量较大。**行政层级方面**，各层级城投债净融资均为负，其中区县级净流出规模较大。**区域方面**，全国各省市债券融资整体呈进一步压降态势，区域之间的城投分化趋势持续。其中共 6 个地区实现净融资，除广东、上海净融资规模超 80 亿元外，其余地区城投债融资均表现为净偿还或紧平衡，江苏、安徽和福建净流出规模明显扩大，天津、陕西、贵州的净流出规模边际明显收敛。



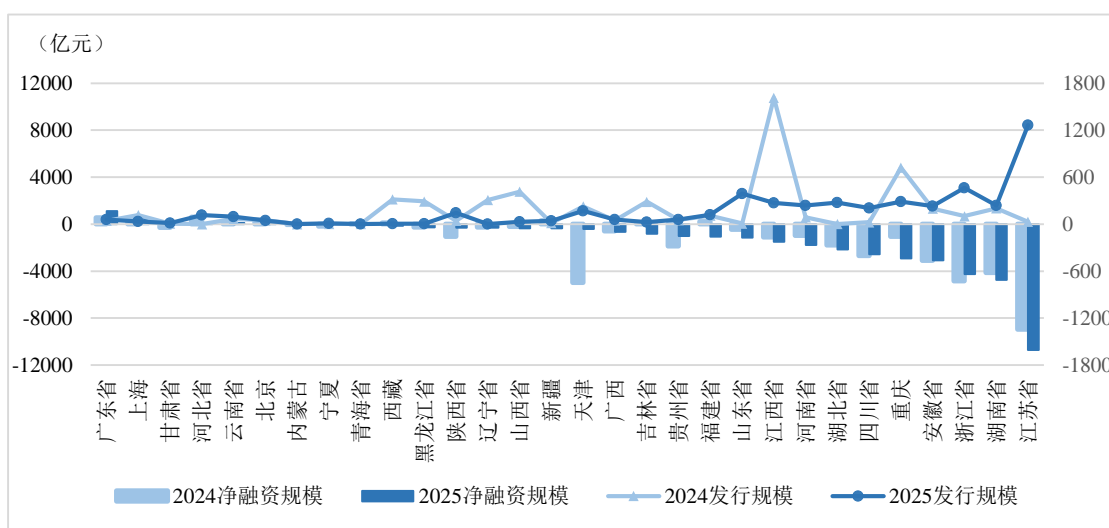
资料来源：Wind，联合资信整理



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.5 各行政级别城投债融资情况

图 1.6 各行政级别城投债融资情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 1.7 各地区城投债融资情况

2025 年，在政策持续发力下城投风险整体趋缓，非标风险事件明显收敛。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、河南的区县级平台，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，城投企业的非标违约共 7 只，共涉及 5 家主体，同比均大幅下降，违约主体均分布于山东、贵州；从行政层级来看，以区县级平台为主；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<sup>5</sup>，2025 年发生商票逾期的城投企业共 39 家，与上年持平，其中山东（22 家）商票逾期仍然最多，其次是河南和四川，分别有 6 家和 3 家；从行政层级来看，仍集中于区县级平台，占比超过八成；从主体级别来看，

<sup>5</sup> 2025 年 1 月 1 日至 12 月 31 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。

商票逾期以 AA 级及以下弱资质平台为主，占比约 70.00%。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，但部分经济欠发达、财政困难地区的低层级、弱资质平台未来经营和资金压力情况仍值得关注。

## 二、2025 年公募债券市场违约回收处置情况回顾

### （一）债券市场违约处置制度不断健全

2025 年，我国监管部门继续出台相关制度文件及指导政策，进一步完善违约处置机制体制，具体来看：

一是规范债务重组类债券置换。2025 年 3 月，沪深交易所发布《关于开展债务重组类债券置换业务有关事项的通知》，明确债务重组类债券置换业务的概念、流程和要求。指出发行人应当为债务重组类置换债券聘请受托管理人并签订受托管理协议，置换债券受托管理人原则上应当在标的债券受托管理人范围内选定，发行人开展债务重组类债券置换业务，应当向标的债券全体持有人发出置换要约邀请，并在要约申报起始日前披露置换方案、置换协议等。二是优化债券购回业务机制。2025 年 9 月，上、深、北交易所发布《关于进一步优化债券购回业务有关事项的通知》。明确了债券购回业务定义、业务参与人及二级市场购回情形，同时，对标的债券持有人权利受限情形、购回方禁止开展业务的期间、购回方案编制与报送、信息披露、受托管理人职责、购回债券处理、转让安排以及违规处理等方面做出了详细规定。三是健全多元化纠纷化解机制。2025 年 5 月，证监会、最高法发布《关于严格公正执法司法 服务保障资本市场高质量发展的指导意见》，指出健全证券期货纠纷多元化解机制；鼓励通过调解等非诉讼方式化解证券纠纷，总结以保全促进调解等地方经验，优化诉调对接机制，加大立案后委托证券行业专业调解组织调解力度，完善“示范判决+批量调解”机制；强化债券违约处置中的沟通协调，提高违约债券法治化处置出清效率等。

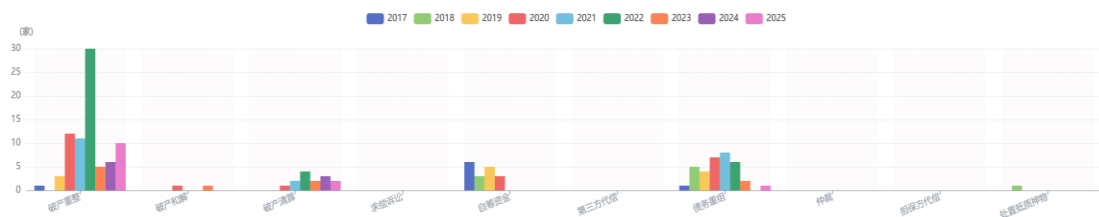
### （二）公募债券处置数量与上年持平，回收率维持低位

根据公开数据整理，2025 年我国公募债券市场发生违约处置<sup>6</sup>的有 12 家违约发行人，与上年持平。违约处置方式<sup>7</sup>涉及破产重整 10 家、破产清算 2 家。整体来看，2025 年进行违约处置的案例中，破产重整仍然为主要处置方式。

<sup>6</sup> 年度违约处置统计口径为：截至 2025 年末我国公募违约发行人中，统计年份内发生实质违约处置进程的发行人和统计年份内确定违约处置方式但尚未有实质回收进展的发行人。

<sup>7</sup> 债券违约处置方式内容详见《我国债券违约处置方式和回收情况研究》  
<http://www.lhratings.com/lock/research/16955fb67de>。





注：1.破产重整、破产和解和破产清算的数据统计以当年发生的最新进展为准，不重复统计；2.其他违约处置方式根据发生实际回收金额的实际偿还年份分别统计；3.根据最新的信息披露情况，本报告对往年数据进行追溯调整，以下同

资料来源：联合资信债市信用风险投研平台

图 2.1 2017—2025 年我国公募债券违约处置方式违约发行人分布情况

根据现阶段可获取的回收规模数据简单估算，截至 2025 年末，我国公募债券市场整体回收率约为 6.90%<sup>8</sup>。受我国违约回收处置进展缓慢、历时较长，回收处置的信息披露不完整等因素影响，回收率的简单统计准确性较低。此外，近年来我国破产重整案例不断增多，重整计划中多将债券与其他债权进行合并处置，因此债券的回收金额无法准确计算，也在一定程度上影响回收率统计的准确性。

从不同处置方式的回收情况看，截至 2025 年末样本较多的处置方式中，自筹资金方式回收率最高，其次是债务重组，破产清算和破产重整方式回收率较低。

表 2.1 截至 2025 年末公募违约债券主要处置方式回收率情况

违约处置方式			回收率（%）
司法诉讼	破产诉讼	破产重整	1.78
		破产清算	0.06
自主协商	自筹资金		79.12
	债务重组		28.26

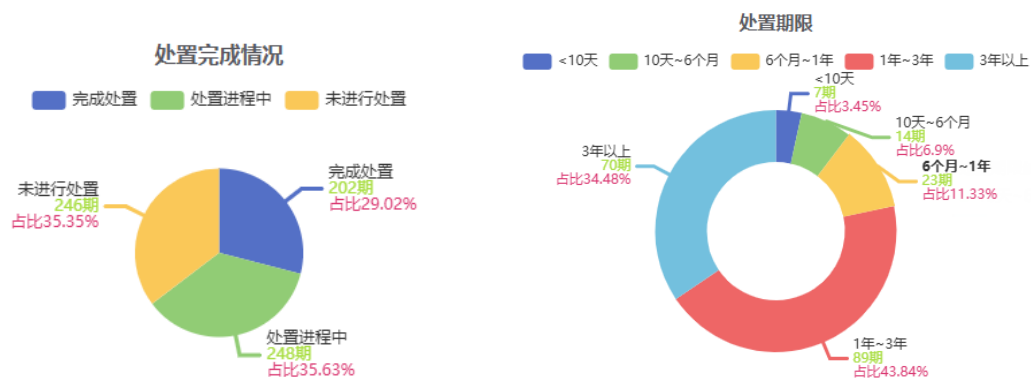
注：仅统计涉及发行人样本数量大于 5 家的处置方式

资料来源：联合资信债市信用风险投研平台

从处置进程看，202 期违约债券已完成处置<sup>9</sup>，占全部违约债券的比例为 29.02%，248 期正在处置进程中，246 期违约债券尚未有公开处置信息。从回收期限来看，已完成处置的债券中，回收期限为 1~3 年的债券数量最多，其次为 3 年以上和 6 个月~1 年。

<sup>8</sup> 回收率为公募债券回收规模与公募债券违约规模的比值，剔除无法获悉回收规模的违约债券，以下同。

<sup>9</sup> 违约处置完成的认定标准为：破产重整方式处置完成，以法院公告宣布终结破产重整程序为准；其他方式处置完成，以 Wind 或官方渠道公告处置完成为准。



资料来源：联合资信债市信用风险投研平台

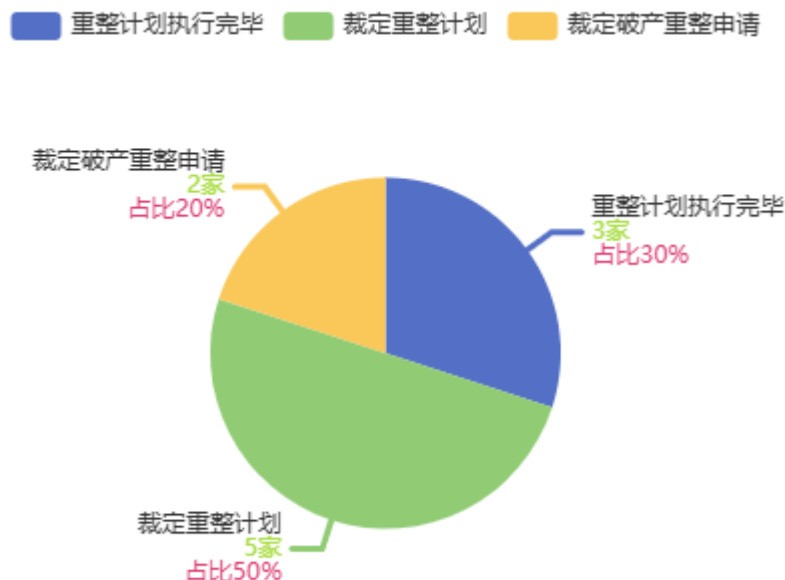
图 2.3 截至 2025 年末我国公募违约债券处置进程及处置期限情况

### （三）违约处置主要特征与案例

#### 1. 破产重整违约处置的发行人与上年持平

2025 年我国公募债券市场采用破产重整方式进行处置的主体中，10 家有实质性进展<sup>10</sup>，与上年持平。从处置进程情况来看，在 10 家重整主体中，有 2 家发行人被法院裁定破产重整，5 家发行人正在执行重整计划，3 家发行人重整计划执行完毕并被法院裁定终结破产程序。此外，有 1 家发行人拟进行破产重整，已被法院裁定启动预重整程序，但尚未进入破产重整程序，为华夏幸福基业股份有限公司。

<sup>10</sup> 破产程序有实质性进展指企业在当年出现被法院裁定破产重整、裁定重整计划或裁定重整计划执行完毕的情况。



资料来源：联合资信债市信用风险投研平台

图 2.4 2025 年破产重整的违约发行人的处置进展情况

## 2. 金科地产构建多维重整方案化解千亿危机，为困境房企债务化解与处置提供借鉴

金科地产集团股份有限公司（简称“金科地产”）成立于 1988 年，是中国大型综合性房地产开发商之一。受房地产行业周期性下行、融资环境收紧及过往投资激进等因素影响，公司陷入流动性危机。2024 年 4 月金科地产因不能清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，被法院裁定重整。2025 年 5 月，法院裁定批准重整计划，进入执行阶段。同年 12 月，金科地产正式公告重整计划执行完毕。

根据重整计划，金科地产通过构建其“府院联动+多元战投+综合偿债”的多维解决方案，有效化解了大型复杂企业集团的重整难题。该方案的核心实施路径体现在三个维度：首先，在运行机制层面，构建权责清晰、多层级协同的“府院联动”机制，由重庆市委、市政府牵头成立专班，与重庆市第五中级人民法院深度协同，在确保“保交楼”社会大局稳定的前提下，严格按法治化程序推进，为方案顺利落地提供了坚实基础。其次，在资本层面，创新性地组成了“战略资本共同体”，联合上海品器联合体、中国长城资产及四川发展证券基金，形成“优质资本+央企 AMC+地方国企”的优势互补格局，从资金、资源与管理等多维度为企业的战略转型赋能。最后，在债务清偿方面，采用多元化、组合式清偿方案，通过“现金清偿、以股抵债与信托受益权分配”相结合的方式，在显著提升普通债权整体清偿率的同时，最大限度地保全企业的核心运营价值，实现了

各方利益的平衡。房地产行业企业受限于债权人众多且构成复杂、在建工程或土地处置和估值难度大、“保交楼”对资金和管理要求极高等诸多因素，行业内能够成功完成司法重整的案例极为有限。金科地产重整案以其完整的系统性设计和可操作性，为困境房地产企业实现危机化解与重生提供了可复制的完整路径，对防范化解系统性金融风险具有重要的示范意义。

### 3. 我国公募债券市场破产清算案例有所增加

2025 年我国公募债券市场采用破产清算方式进行处置的主体中，2 家有实质性进展<sup>11</sup>。其中**同济堂医药有限公司**作为新疆同济堂健康产业股份有限公司（原上市公司）的全资子公司与核心业务运营主体，因母公司爆发长期系统性财务造假事件并退市，随之陷入全面债务与经营危机。最终公司因不能清偿到期债务且资产不足以清偿全部债务，于 2025 年 1 月被法院裁定破产清算。**鸿达兴业集团有限公司**（简称“鸿达兴业”）于 2023 年被法院裁定破产清算，2025 年破产财产分配完毕被法院裁定终结公司破产程序。鸿达兴业作为大型化工资源产业集团，受核心主业收缩与战略转型失败影响，自 2020 年底起爆发严重债务危机。因其不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务，也不具备重整、和解的条件，2023 年 2 月被法院裁定破产清算。2025 年 12 月 23 日，法院裁定其破产财产分配方案，并于同年 12 月 26 日裁定破产程序终结。

## 三、2026 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，2026 年我国债券市场主要信用债<sup>12</sup>到期规模<sup>13</sup>约为 9.79 万亿元，考虑到将于 2026 年发行且 2026 年内到期的短期债券，按 2025 年同期估算，2025 主要信用债到期规模可能达到 13.85 万亿元，较 2025 年（13.34 万亿元）和 2024（13.56 万亿元）有所上升。

此外，2026 年将有约 2.11 万亿元信用债进入回售期，按 60%的实际回售率估算，2026 年回售债券中约有 1.26 万亿元被行权。合计来看，2026 年主要信用债偿债规模可能在 15.11 万亿元左右。

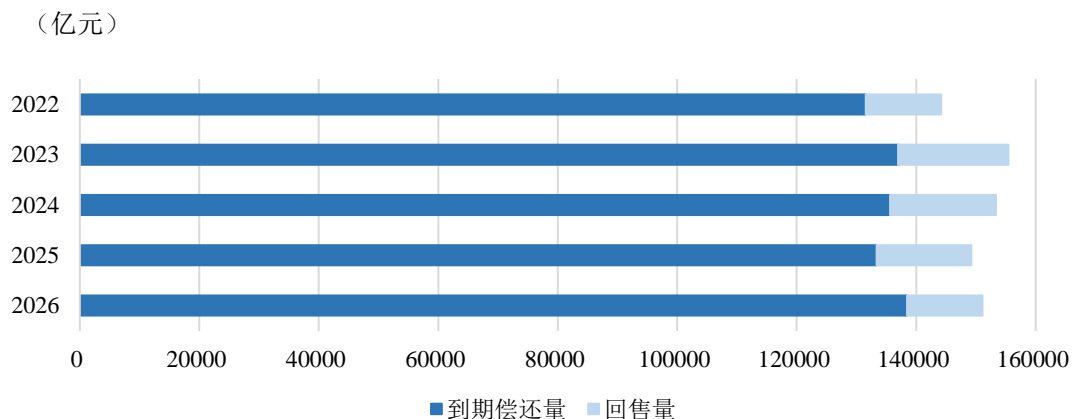
---

<sup>11</sup> 破产程序有实质性进展指企业在当年出现被法院裁定破产重整、裁定重整计划或裁定重整计划执行完毕的情况。

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 包含到期和本金提前兑付。





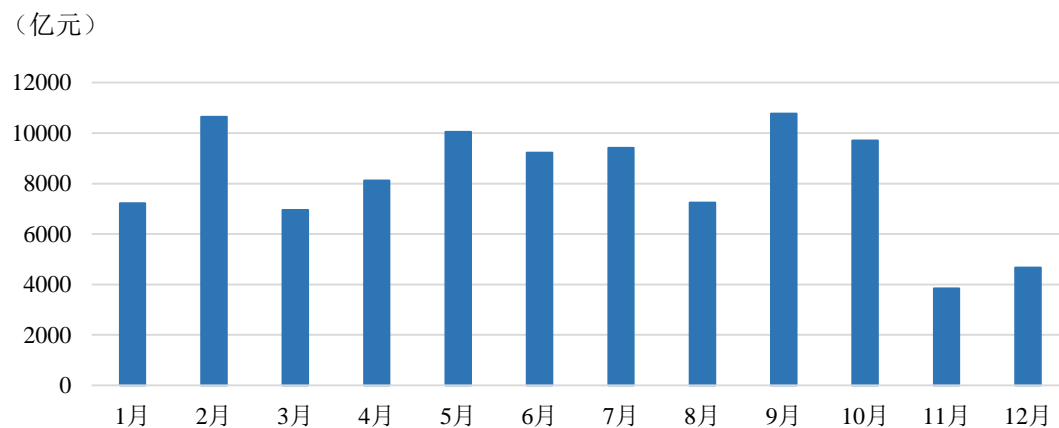
注：2021—2024 年为实际偿债规模，2025 年为预估偿债规模

资料来源：Wind，联合资信整理

图 3.1 2022—2026 年我国信用债市场主要信用债偿债情况

由于 2026 年发行且于 2026 年内到期的债券和回售债券的实际回售情况具有不确定性，以下分析仅以 2026 年我国债券市场到期的 9.79 万亿元主要信用债为分析样本。

从偿债节奏看，2 月、5 月、9 月单月的偿债量在 1.0 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 3.2 2026 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

### 1. 债券市场信用风险仍将持续暴露，但整体可控

债券市场信用风险仍将持续暴露。一是，全球经济可能面临长期低增长风险。

随着美国关税政策影响逐渐显现，2026 年全球贸易增长或将放缓，地缘政治风险抑制投资意愿，叠加财政空间有限和金融脆弱性，全球经济增长仍面临下行风险；二是，国内经济增长依旧承压。我国经济运行总体平稳，但仍面临部分行业产能过剩、有效需求不足、社会预期偏弱等问题，经济内生修复动能仍需加强；三是，房地产行业仍为信用风险高发领域。2025 年以来房地产行业调控政策已进入常态化宽松状态，并通过“控增量、去库存、优供给”方式持续调整市场结构，但是整体市场修复回稳尚需时日，集中偿债压力大的民营和弱资质国有房企仍面临较大风险。在此背景下，债券市场仍面临诸多不确定因素，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，经济增长具备坚实基础。2026 年是“十五五”开局之年，尽管面临内外部复杂不利因素挑战，但中国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。宏观政策将更加积极有为，国内稳信心、扩投资、促消费、稳市场等一系列政策有望持续发力，存量配套政策将加快落实，经济稳定增长具备坚实的基础、有利的条件和强大的支撑。二是，积极的财政政策提振经济发展。2025 年 12 月，中央经济工作会议明确继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量；发挥存量与增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，上述将对我国经济持续发展具有积极的提振作用；三是适度宽松的货币政策有利于经济环境修复。央行明确 2026 年将继续实施适度宽松的货币政策，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，重点提升对扩大内需、科技创新等领域的金融支持质效。货币政策工具响应将更敏捷、前置，有望为经济修复创造充裕且成本合宜的流动性环境。总体来看，2026 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。

## 2. 城投企业风险整体缓释，需关注弱区域、弱资质城投企业非标信用风险

化债背景下城投企业偿债风险整体缓释。一是，债务管控已取得明显成效。2025 年城投公司债务增速有所放缓，重点省市城投公司债务规模普遍呈低增长或压降态势，债务期限结构有所改善，流动性压力缓解。二是，城投企业经营性债务有望获得管控化解。2025 年 12 月，中央经济会议中提出，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。上述是首次从最高政策层面提出化解经营性债务风险，为政策接续释放了积极的信号。三是，财政政策持续推动存量债务风险化解。根据财政部规划，2026 年将继续发行 2 万亿元特殊再融资债，用于置换存量高息隐性债务，以“时间换空间”降低利息负担，以及从新增专项债中安排 8000 亿元专门用于化债。四是，平台化债获得金融机构持续支持。2026 年央行工作会议提出继续做好金融支持融资平台债务风险化解工作，稳妥有序推进融资平台退出，多项政策鼓励政策性金融机构和国有银行

帮助城投企业应对再融资风险。五是，财税体制改革的有序开展有利于缓解地方财政压力。二十届四中全会明确提出要“坚决破除阻碍全国统一大市场建设卡点堵点”，在此基础上，2026年1月，财政部明确表示持续深化财税体制改革，明确中央与地方在财政事权和支出责任，增加地方自主财力，预计2026年财税体制改革将加快推进。

**城投企业信用分化加剧，需关注弱区域、弱资质城投企业非标信用风险。**一是，城投企业再融资环境依旧偏紧。2026年，中央遏制化债不实和新增隐债的监管思路未变，将延续对地方债务高压监管态势，城投企业偏紧的融资政策或将延续，城投债发行与净融资规模依旧承压。二是，转型加速导致城投企业信用分化加剧。经济发达地区、行政层级更高的城投企业，可通过成功转型实现信用提升和良性发展。财力薄弱、资源匮乏地区的城投企业，转型空间受限，部分边缘平台可能逐步退出或重组。此间高负债率地区或将有部分非标等债务作为力保债券兑付的缓冲垫而被放弃。

**整体来看**，随着一揽子化债政策的深入实施，2026年城投转型将进一步加速，转型方向选择差异和资源获取能力成为主导未来企业信用分化的核心因素。新增融资将进一步向经济较发达地区的优质主体倾斜，需关注化债资源欠缺、债务管控水平有限的弱区域、弱资质主体的非标信用风险。

### 3. 关注房地产产业链相关行业企业的信用风险

**房地产行业方面**，一是，深度调整带动市场容量继续收缩。2025年以来房地产行业调控政策已进入常态化宽松状态，并通过“控增量、去库存、优供给”方式持续调整市场结构，目前房地产行业深度调整仍在持续。随着出生人口减少、老龄化加速、城镇化率增速下降以及保障房及租赁住房市场的逐步完善，房地产市场容量收缩仍是长期趋势。二是，央国企房企和民营房企信用基本面或将继续分化。2025年，全国新建商品房销售面积及销售额均同比下降，但部分核心城市的高端改善类项目仍可支撑房企销售回款。具备天然融资优势的央国企房企能够较为稳定的维持融资能力，而民营房企融资则依赖担保及资产抵押，需关注其资产质量以及金融机构和增信机构的支持意愿。三是，2026年房企债务到期偿还压力仍较大。2025年房地产行业虽已度过偿债最高峰，部分出险房企在风险化解方面有所突破，为行业信心恢复释放积极信号，但未来1~2年到期债券规模仍较为集中，需关注销售回款及再融资与到期债务的匹配情况。四是，万科作为龙头企业，其展期事件对未来房地产市场走势有一定扰动，但展期方案避免了公开市场违约、稳定了市场情绪，同时在深铁持续输血与保交付推进下，短期流动性压力得到有效缓解，未引发行业性信心崩塌与风险传染。**整体来看**，目前房地产行业基本面复苏态势尚不明朗，市场销售价格和房企盈利水平仍呈下降态势，未

来 1~2 年内行业整体仍面临较大到期偿付压力，集中偿债压力大、融资渠道狭窄、项目资质差未出险的民营房企和弱资质国有房企信用风险仍值得关注。

**建筑行业方面，一是，行业需求继续承压。**2026 年，地产新开工和施工情况仍将处于低位；基建投资有望在“十五五”开局之年温和回升，预计发力领域仍聚焦于“两重”项目、城市更新、水利环保等领域，传统市政、交通等基建领域受制于地方化债压力增长有限。**二是，行业整体仍面临较大短期偿债压力。**需求下滑对建筑施工企业增长性与盈利水平带来不利影响，行业杠杆整体预计延续上升态势，现金管理压力仍大，特别是民营企业、地方国有建筑企业面临更为严峻的经营与回款环境。**三是，关注民营企业、弱资质国企信用风险。**目前建筑企业发债主体主要为中高信用等级央国企，2026 年整体信用风险较为可控，但仍需关注个别低信用等级民营发债建筑企业和具有房建业务占比高、布局经济财政实力偏弱区域以及回款差、高杠杆等风险特征的弱资质国企。**整体来看**，建筑行业呈现“总量承压、结构分化”的格局，头部央企集聚效应强化，中小民企加速分化，需关注下游需求疲弱、回款承压以及流动性指标下降等因素对建筑施工企业偿债能力的影响。

#### 4. 关注经营压力大、资本补充受限的中小金融机构信用风险

本年度天安财险和天安人寿资本补充债违约，打破了保险行业零违约记录，金融行业信用风险从“隐性”走向“显性”，非系统重要性中小金融机构债券需谨慎对待。**一是业务增长面临压力。**化债背景下，市场需求挖掘围绕存量信贷资源的转出或盘活来展开，叠加零售端个人住房贷款市场需求疲软、消费类贷款审慎展业使得业务增速放缓或收缩，导致中小金融机构业务增长面临压力。**二是盈利能力实质性改善难度较大。**存款利率联动调整机制完善和存款重定价带动负债端成本下降，使得金融机构息差收窄趋势得以缓解，但实际贷款利率下降带动净息差水平处在低位，低息差背景下中小金融机构盈利能力面临挑战。**三是资产质量面临下行风险。**在房地产市场低迷以及外部贸易环境不确定性增加等不利因素影响下，部分企业及个人偿债能力有所弱化，中小金融机构信贷资产质量仍面临一定下行压力。**四是资本充足率分化或将加剧。**中小金融机构外源性资本补充渠道较为有限，资本内生能力普遍不足，资本充足水平的分化程度或将加剧。虽然“村改支”以及农村金融机构合并重组进程的持续推进将会降低中小金融机构经营风险，但需对具体的转型思路、转型进程以及实际成效保持关注。**整体来看**，中小金融机构普遍规模有限、盈利能力薄弱，易受外部经济波动影响，需持续关注业务增长缓慢、盈利能力不佳、资产质量弱化明显、资本补充受限较大的机构信用风险。



## 5. 关注低评级、小市值、正股濒临退市的弱资质转债主体

2025 年可转债信用风险事件和主体评级下调数量仍处高位，2025 年下半年以来股市回暖一定程度上缓解了转债兑付压力，但信用分层依旧存在。**一是，转债发行人基本面持续承压。**大量可转债发行人集中于中小市值民营企业，分布在电子、化工、机械设备、轻工制造等周期性或竞争激烈行业；在内需修复缓慢、出口承压、成本高企背景下，部分民营企业盈利下滑甚至亏损，偿债能力恶化，尤其是资产负债率高、经营性现金流为负、依赖再融资滚动债务的主体，抗风险能力极弱；**二是，低评级转债占比高放大信用风险。**2026 年退市及待到期的主板转债中，AAA 与 AA+级高评级转债 22 只，占比低于 30%。低评级转债对应发行主体多为中小规模企业，在宏观经济承压背景下，其经营稳定性与现金流储备较弱，若到期无法通过转股退出，实质性违约风险远高于高评级转债。**三是，2026 年可转债面临集中到期压力。**2026 年约有 972 亿元可转债自然到期（不含强赎），叠加可能被强赎的 500 亿元，总兑付压力超千亿元；虽然优质主体可通过转股或现金兑付化解，但弱资质发行人缺乏有效退出路径，违约风险仍然较大。

## 联系人

投资人服务    010-85172818-8088    [investorservice@lhratings.com](mailto: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。