

超万亿债券面临赎回或到期，中小机构资本韧性将迎挑战

——2026 年中小金融机构混合资本工具信用风险分析

2026 年 3 月 11 日

要点：

- 2025 年以来，金融机构混合资本工具继包商银行之后再次发生信用风险事件。2026 年将有约 1.4 万亿元存续混合资本工具面临行权或到期，规模较大，弱资质中小机构发生不赎回甚至违约的风险值得高度警惕。
- 标普信评认为，部分中小银行和保险公司资本韧性不足、经营存在压力。随着中央对中小金融机构改革化险的进一步强调，投资人需审慎评估混合资本工具的潜在风险。

分析师

陈奇伟, CFA, FRM

北京

qiwei.chen@spgchinaratings.cn

栾小琛, CFA, FRM

北京

collins.luan@spgchinaratings.cn

一、2025 年，金融机构混合资本工具再次发生信用风险事件，随着大量混合资本工具陆续到期或面临行权，投资人需要提高风险意识。

（一）“明天系”旗下两家保险公司发行的混合资本工具均发生违约，其中“15 天安财险”是近年来国内保险业首次发生违约的债券。

2025 年，天安财产保险股份有限公司（以下简称“天安财险”）与天安人寿保险股份有限公司（“天安人寿”）均未能在其发行的资本补充债券到期日向债券持有人兑付本息，打破了国内保险公司债券的“零违约”记录。这两家保险公司均由明天控股有限公司实际控制。我们认为，保险公司资本补充债券无法按期兑付说明在目前国内的监管环境下，保险公司资本补充工具能够按照其合同约定发挥损失吸收的功能。

后续处置方面，监管机构同意中汇人寿保险股份有限公司（“中汇人寿”）受让天安人寿的保险业务及相应资产和负债，并要求中汇人寿切实维护保险消费者和债权人的合法权益。天安财险的保险业务由申能财产保险股份有限公司承接，但转让公告中并未提及债权人权益。考虑到天安财险和天安人寿两家保险公司均处于风险处置工作中，我们认为其资本补充债券投资人有可能遭受实际损失。

（二）继包商银行之后，国内某区域性银行混合资本工具投资人或将再次面临损失

2025 年 4 季度，吉林省内某区域性银行于 2017 年发行的两只二级资本债券未能按时公开披露付息公告。如果该行确实没有支付利息，则其将成为近年来国内公开债市场继包商银行之后第一家未按时支付利息的商业银行，本次事件再次体现了商业银行混合资本工具的潜在风险。

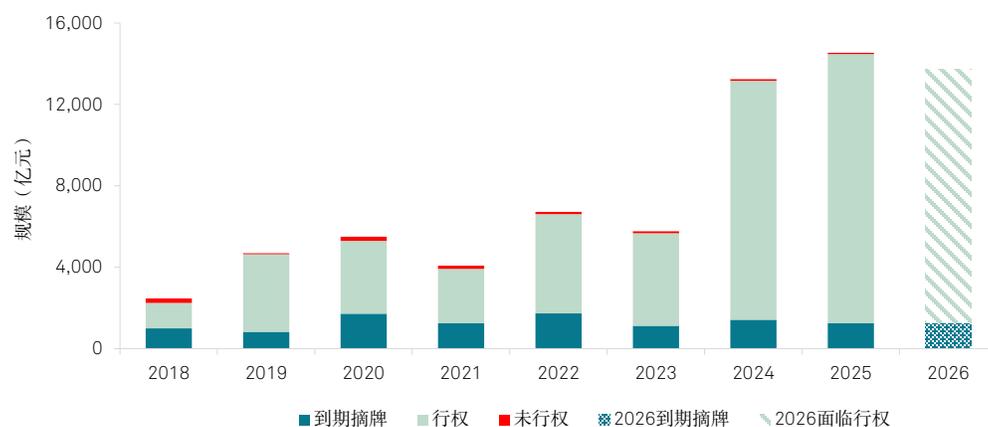
2026 年 1 月，吉林农商银行吸收合并了省内 50 余家农商银行与村镇银行，但其中并未包含上述未能发布付息公告的银行。该行也未曾披露 2024 年年报和 2025 年前三季度的财务信息。基于该行披露的 2023 年及 2024 年前三季度数据，我们认为其在资本韧性、资产质量、业务经营等方面承压，其发行的二级资本债券或将面临损失。

（三）大量混合资本工具将面临行权或到期

2026 年，约 1.4 万亿元金融机构混合资本工具面临行权或到期，规模与 2025 年基本持平。2019 年起，商业银行“二永债”发行规模明显增长，期限以 5+5 年期（第 5 年末附赎回权）为主，2024 年后陆续进入“赎回潮”。在 2025 年到期或进入赎回节点的金融机构混合资本工具中，实际行权的约占 88.8%、未行权的约占 0.4%、到期摘牌的约占 10.9%。

图 1.

2018 年以来金融机构混合资本工具到期及行权情况



注：金融机构混合资本工具包括商业银行发行的二级资本债和永续债、保险公司发行的资本补充债和永续债、以及证券公司发行的次级债和永续次级债。

资料来源：iFind，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

二、金融机构混合资本工具发行概览

近年来，金融机构通过债券发行补充资本的手段有所丰富，但受市场利率走势、监管政策变化等因素影响，混合资本工具的发行量在部分年份波动较为明显。

2018 年之前，商业银行主要通过发行二级资本债券的方式对资本进行补充。2018 年 2 月，央行明确将无固定期限资本债券纳入资本补充债券的范畴；2019 年起，商业银行无固定期限资本债发行规模整体逐步上升。2025 年全年，商业银行无固定期限资本债券发行规模约为 8,200 亿元，二级资本债券发行规模约为 9,300 亿元。

对于保险公司而言，除了资本补充债券以外，央行与原银保监会在 2022 年 8 月明确了保险公司发行无固定期限资本债券的制度依据，2023 年保险公司混合资本工具发行规模首次突破 1,000 亿元，2024 年与 2025 年的发行量也都维持在 1,000 亿元以上。

证券公司公开发行混合资本工具的时间较晚。2012 年 12 月，证监会首次明确证券公司可以通过证券交易所或证监会认可的交易场所以非公开方式发行次级债券；2020 年 5 月，证监会开始允许证券公司公开发行次级债券。证券公司能够在银行间市场发行次级债券，但截至 2025 年末，证券公司存续的次级债券均在上交所或深交所发行。

证券公司与商业银行混合资本工具的发行量在个别年份存在较为明显的波动。2015 年，证券公司次级债发行规模超过 5,000 亿元，发行规模显著高于其他年份，这是由于证券公司在发展两融、资管等业务时对自身资金占用较大，监管鼓励证券公司合理扩充资本，且央行在 2015 年进行了 5 次降准降息，融资成本明显下降。商业银行 2023 年一季度发行量跌至历史最低的 85 亿元，这主要是由于银行理财市场爆发大规模赎回潮，永续债被抛售，导致永续债发行难度提升。

表 1.

2012 年以来支持金融机构发行混合资本工具的主要政策

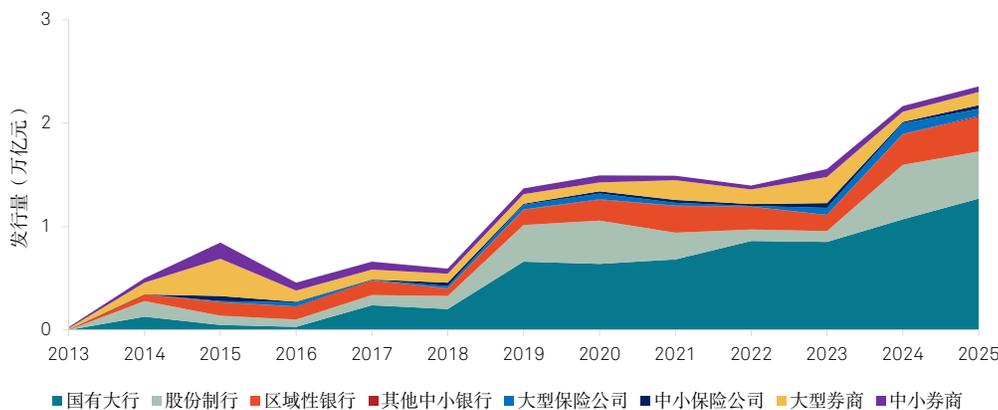
| 时间 | 政策名称 | 发文机构 | 政策概要 | 适用机构 |
|-------------|-----------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|------|
| 2012 年 11 月 | 《关于商业银行资本工具创新的指导意见》 | 原中国银监会 | 明确了合格资本工具的认定标准 | 商业银行 |
| 2012 年 12 月 | 《证券公司次级债管理规定》 | 中国证监会 | 正式允许证券公司非公开发行次级债券，为行业开辟了新的资本补充渠道 | 证券公司 |
| 2015 年 1 月 | 《中国人民银行、中国保险监督管理委员会公告》〔2015〕第 3 号 | 中国人民银行、原中国保监会 | 允许保险公司在全国银行间债券市场发行资本补充债券 | 保险公司 |
| 2018 年 1 月 | 《关于进一步支持商业银行资本工具创新的意见》 | 原中国银监会、中国人民银行、中国证监会、原中国保监会、国家外汇管理局 | 增加资本工具种类。为商业银行发行无固定期限资本债券等资本工具创造有利条件 | 商业银行 |
| 2018 年 2 月 | 《中国人民银行公告》〔2018〕第 3 号 | 中国人民银行 | 对银行业金融机构发行资本补充债券进行规范 | 商业银行 |
| 2020 年 5 月 | 关于修改《证券公司次级债管理规定》的决定 | 中国证监会 | 允许证券公司公开发行次级债券 | 证券公司 |
| 2022 年 8 月 | 《关于保险公司发行无固定期限资本债券有关事项的通知》 | 中国人民银行、原中国银保监会 | 明确保险公司无固定期限资本债券的核心要素、发行管理等规定 | 保险公司 |

资料来源：中国人民银行、原中国银保监会、原中国银监会、原中国保监会、中国证监会、国家外汇管理局，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 2.

2013-2025 年各类型金融机构混合资本工具发行情况



资料来源：iFind，经标普信评收集及整理。

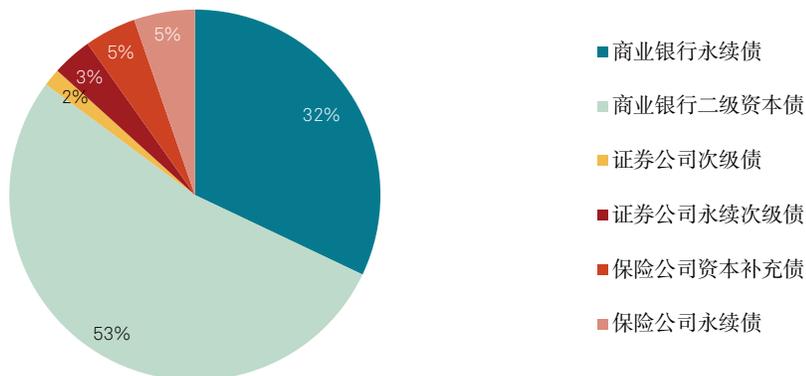
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

由于商业银行体量大、市场认可度相对较高等因素，银行混合资本工具发行及存续规模远大于保险公司与证券公司。截至 2025 年末，商业银行、保险公司与证券公司的存量混合资本工具规模合计超 8 万亿元，其中商业银行占 85%、证券公司占 10%、保险公司占 5%。从混合资本工具细分类

型来看，商业银行二级资本债规模占存量混合资本工具的比重约为 53%、永续债约为 32%；保险公司资本补充债占比约为 3%、永续债约为 2%；证券公司永续次级债与次级债占比均约为 5%。

图 3.

截至 2025 年末国内债券市场存量金融机构混合资本工具构成



资料来源：iFind，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

三、2026 年中小金融机构混合资本工具主要风险趋势

2026 年政府工作任务包括积极稳妥化解金融领域风险，充实地方中小金融机构风险处置资源和手段。坚持市场化、法治化原则，有序推进高风险机构处置。我们认为，随着 2025 年部分机构信用风险逐步显现，结合中央对中小金融机构风险处置市场化、法制化的导向日益明确，投资人有必要更加重视发行主体的真实信用质量和混合资本工具的潜在风险。

（一）商业银行

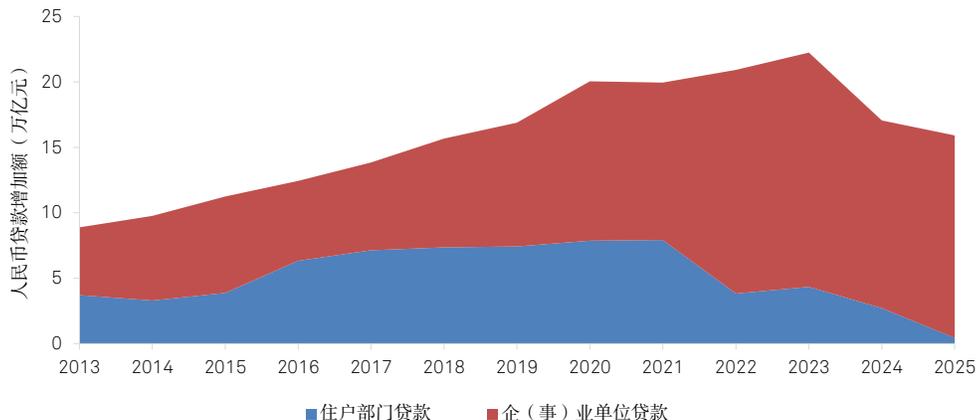
在宏观经济增长承压、部分人群的偿债能力下降等因素影响下，中小银行零售业务信用风险管理压力加大，信贷业务面临转型压力，对资本韧性产生负面影响。

银行信贷业务盈利能力下滑将拖累整体盈利能力，进而对其资本内生和中长期信用质量产生负面影响。近年来，部分中小银行零售板块发生亏损，个别银行零售板块亏损幅度甚至超过对公板块利润总额。举例来说，哈尔滨银行 2024 年个金条线税前利润亏损 5.36 亿元，而对公板块税前利润仅 2.49 亿元，无法覆盖零售板块损失。

中小银行负债成本降幅不足以弥补资产端收益率下行对盈利的负面影响。一方面，贷款的定价水平持续下行，中小银行对信贷业务依赖较高，盈利韧性偏弱。自 2019 年 8 月 LPR 按新的形成机制计算以来，1 年期 LPR 经历了 12 次下调、5 年期以上 LPR 经历了 11 次下调，且均没有上调记录。另一方面，银行收紧了收益率相对较高的个人贷款投放，这主要是出于信用成本方面的考虑。2025 年，国内人民币贷款增加额为 16.27 万亿元，其中住户部门贷款占比 3%，较 2021 年下降约 37 个百分点，企（事）业单位贷款占比 95%，较 2021 年上升约 35 个百分点（详见图 4）。为应对资产端面临的收益压力，中小银行不断调降负债端的存款利率、优化存款期限结构以压降负债端的资金成本，但由于存款的重定价周期较贷款长，且银行业间同业竞争激烈，最终导致了净息差下降。

图 4.

近年来住户部门贷款与企（事）业单位贷款的新增情况



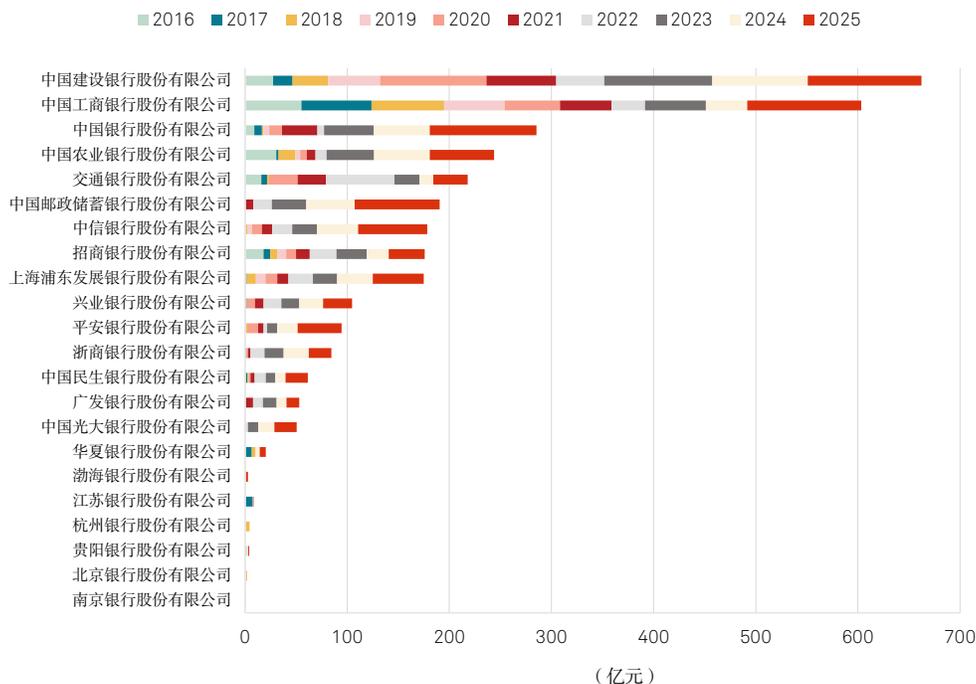
资料来源：中国人民银行，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

零售类不良 ABS 发行规模明显上升，反映出个人信贷资产质量下行压力加大。2025 年，零售类不良 ABS 发行规模为 597 亿元，约为 2016 年的 23 倍，另有 223 亿元对公类不良 ABS，发行人包括国有行、股份行以及少量城商行，中小银行参与度低。

图 5.

商业银行作为发起机构的不良 ABS 历年发行金额

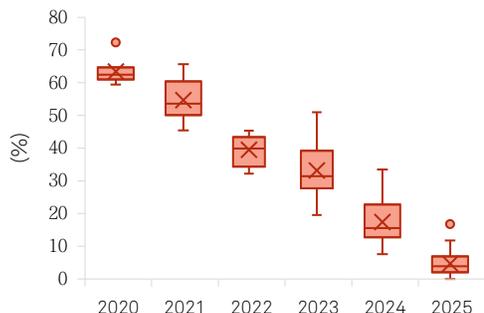


资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

近年来零售类不良 ABS 回收难度加大，进一步说明商业银行零售资产面临资产质量下滑、处置难度上升的挑战。根据抵押物是否涉及房产（主要是住房），零售类不良 ABS 可以进一步细分为涉房零售类和其他零售类不良 ABS 产品（包括信用卡、汽车、个人消费等不良贷款等，其中信用卡不良的发行金额占大多数）。从图 6 和图 7 可以看出，零售类不良 ABS 的累计回收率整体呈下降趋势，其中涉零售类不良 ABS 的累计回收率降幅明显。

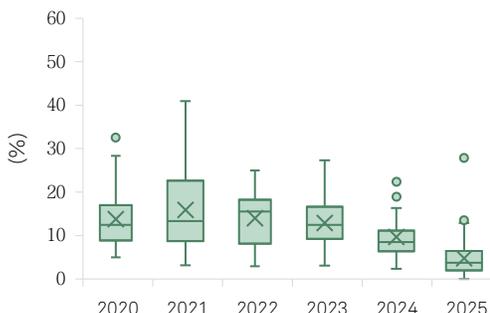
图 6. 历年涉房零售类不良 ABS 产品累计回收率



资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图 7. 历年其他零售类不良 ABS 产品累计回收率

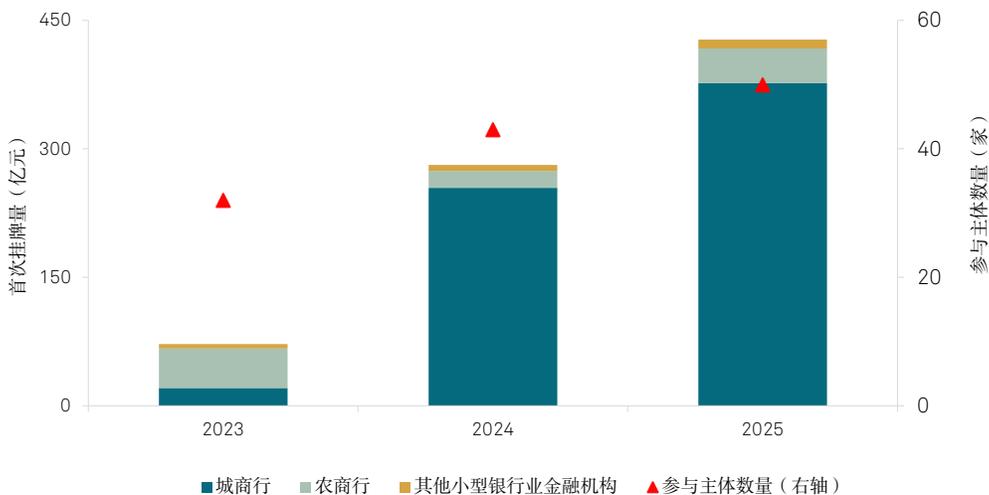


资料来源：公开资料，标普信评整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

对于中小银行而言，银登中心是其转让零售不良资产包的主要渠道。近年来，中小银行零售信贷资产质量承压，相关资产包转让规模快速上升。原银保监会于 2022 年 12 月发布《关于开展第二批不良贷款转让试点工作的通知》，将部分地区的城市商业银行、农村中小银行机构纳入不良贷款转让试点范围内。2025 年，共计 50 家中小银行在银登中心挂牌转让零售不良贷款，挂牌的不良贷款本息合计约为 690 亿元，较 2024 年增长 63%，其中城市商业银行挂牌的不良贷款本息合计约为 615 亿元。

图 8. 中小银行在银登中心转让零售不良贷款包概况



注：其他小型银行业金融机构包括村镇银行、农村信用合作联社与农村合作银行。

资料来源：银登中心，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

个人不良资产包转让效率下降，中小银行对个人不良贷款的处置难度加大。2025 年，中小银行在银登中心挂牌的 690 亿元不良贷款包中，有约 260 亿元为非首次挂牌出售的不良贷款包，占总挂牌量的 38%，占比较 2024 年上升约 4 个百分点，较 2023 年上升约 30 个百分点。这一方面是由于个人不良资产包转让规模逐年上升，市场供给量较高；另一方面是由于各资产包加权平均逾期天数普遍较长，2025 年的均值约为 3.4 年，处置难度较大，受让方接包意愿不强。

表 2.

中小银行个人不良贷款包逾期期限表现与非首次挂牌占比

| 指标 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------|------|-------|-------|
| 非首次挂牌占比 (%) | 7.60 | 33.57 | 37.73 |
| 加权平均逾期期限 (年) | 2.96 | 3.34 | 3.43 |

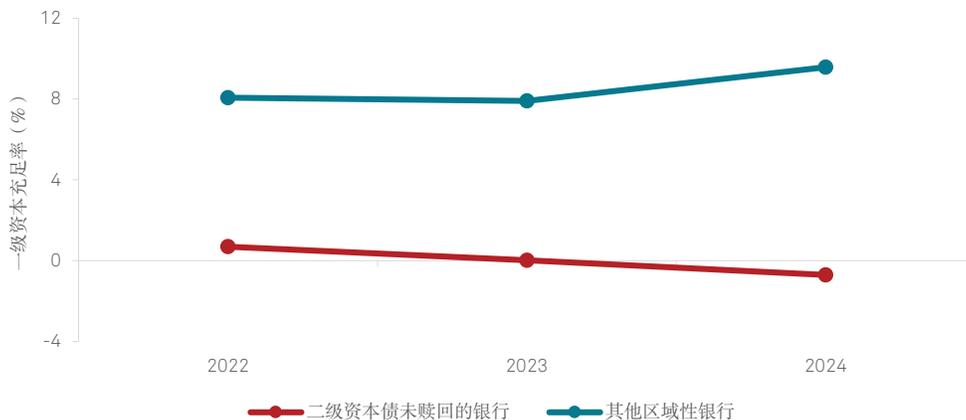
资料来源：银登中心，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，不赎回二级资本债的商业银行通常面临资本韧性挑战。若银行二级资本债券未行使赎回权，其计入资本净额的比例在到期前五年会逐年递减；同时，考虑到市场利率下行，续发新债能够降低负债成本，银行通过续发新的二级资本债券来替换存续债项的意愿较强。因此我们认为，不行使二级资本债券赎回权的银行可能主要是因为面临一定的资本压力所致。基于对商业银行的资本压力测试分析，我们发现当一家商业银行决定不行使二级资本债的赎回权时，其上一财务年度的资本韧性往往已经显著弱于其他正常的区域性商业银行。

图 9.

区域性商业银行重度压力情景下一级资本充足率中位数



注：部分银行在不赎回二级资本债之前已停止披露足够的公开信息，因此上述分析并未包括所有未赎回二级资本债的银行。

资料来源：标普信评。

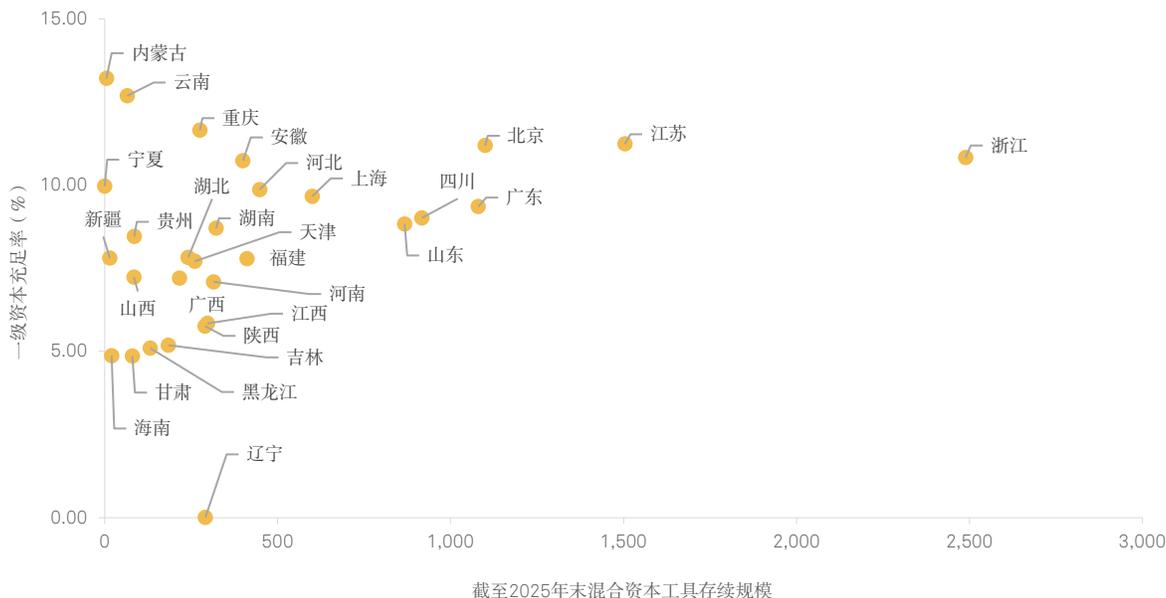
版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

高风险中小银行混合资本工具投资人最终分担风险化解成本的可能性是存在的。监管机构始终强调市场化、法治化的金融机构风险处置。从中长期来看，监管守住不发生系统性金融风险的底线的原则是不变的，但是混合资本工具投资人在风险化解过程中是否需要承担损失、在什么程度上承担损失，还是有合理、动态调整的空间的。自 2021 年以来，银行二级资本债在初始行权日未行使赎回权的数量明显增加。2022 年，有 24 只二级债未行使赎回权，数量达到近年来的顶峰，之后每年的数量开始下降，2025 年仅有 2 只二级债未行使赎回权。商业银行永续债尚未发生不赎回的情况。截至

2025 年末，共有 56 家城商银行或农商银行所发行的 72 只二级资本债券未行使赎回权，其中城商行 11 家、农商行 45 家，地域分布以山东省与辽宁省居多（详见附录 1）。我们认为，部分中小银行资本韧性面临挑战，相关主体在公开市场尚有一定规模的混合资本工具存续，若这些银行的资本韧性在未来继续承压，其发行的二级资本债和永续债发生损失的可能性是存在的。

图 10.

各省及直辖市内区域性商业银行重度压力情景下一级资本充足率中位数



注：上述压力测试主要基于银行 2024 年年报及 2025 年半年报数据进行。

资料来源：iFind，标普信评。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

（二）保险公司

利率持续下行突显保险行业顺周期属性，国内部分中小保险公司面临资产和负债双重影响，偿付能力承压明显。

在资产端，受利率持续低位运行影响，传统固收类资产收益空间受到挤压，保险公司利差持续收窄。其次，部分险企过去深度参与龙头房企的非标融资，如今面临显著的信用风险。2025 年下半年以来，万科事件持续发酵，其通过保险资产管理公司设立的“不动产债权投资计划”已出现多笔展期。房地产债务压力已传导至保险投资端，险资资产可能面临减记、重组或展期。另外，随着城投化债进入深水区，地方政府融资平台新增高息债务受到严格限制。作为保险另类投资主要形式之一的“债权投资计划”，其整体收益率已显著下降。对于负债成本较高的中小保险公司而言，收益率水平难以覆盖其资金成本，进一步加剧了潜在的“利差损”风险。中小保险公司由于资本实力、风险承受能力和资产处置能力较弱，相比头部大型保险公司而言，在资产端出现风险时往往面临更大的减值压力和流动性挑战。

在负债端，保险公司，特别是人身险公司，由于利率敏感负债的久期和规模普遍大于资产端，在利率下行周期会持续受到净资产被侵蚀的影响。此外，保险公司还面临久期缺口与偿付能力难以兼顾的局面。一方面，传统长期保险产品对偿付能力的消耗较低，但通常久期较长，资产端难以找到久期匹配的产品。因此增加此类产品的销售占比可能加大保险公司久期缺口，在利率下行周期拖累公司内生资本。另一方面，中短期储蓄型保险产品虽然久期较短，但对偿付能力的消耗较大，且在当前利率下行环境下容易产生利差损风险。目前，人身险公司平均久期缺口大约在 8-9 年左右，较 2023 年的 6 年左右有所提高，如何平衡久期与偿付能力是现在人身险公司普遍面临的重要挑战。

保险公司资本补充债券不会直接减记，但由于含有次级条款和递延支付条款，其信用风险高于保险公司的一般债务。保险公司只有在确保偿还债券本息后偿付能力充足率不低于 100%的前提下才能偿付本息。我们认为，保险公司混合资本工具的风险主要集中在资本已经严重不足的高风险民营中小保险公司，其最终损失程度取决于公司资本不足的程度以及国内监管和政府的态度。

个别中小保险公司业务稳定性欠佳、财务实力偏弱，偿付能力承压严重，或不再披露资本相关信息，我们认为这些保险公司资本补充工具用来吸收损失的可能性远大于偿付能力充足的保险公司。除天安财险和天安人寿外，以下保险公司未能及时披露偿付能力报告，或存在监管指标不达标的情况，其发行在外的资本补充债券可能面临风险。

表 3.

部分未及时披露偿付能力报告或存在监管指标不达标的保险公司及其发行的资本补充工具情况

| 发行人 | 风险特征 | 债券简称 | 到期日 | 当前余额 (亿元) |
|--------|---|------------|-----------|--------------|
| 珠江人寿 | 截至 2021 年末，公司核心偿付能力充足率 52.02%。自 2022 年一季度起不再披露偿付能力报告。 债券付息正常，但在可赎回日未赎回 | 19 珠江人寿 03 | 9/26/2029 | 5 |
| | | 19 珠江人寿 02 | 6/25/2029 | 8.5 |
| | | 19 珠江人寿 01 | 3/28/2029 | 18 |
| 百年人寿 | 截至 2023 年一季度末，公司核心偿付能力充足率 64.43%，净资产-4.20 亿元。自 2023 年二季度起不再披露偿付能力报告。 2024 年 4 月，大连市国有金融资本管理运营有限公司（实控人为大连市财政局）对公司增资 1.1 亿元，持股比例 1.39%；5 月，变更股东申请获批，转让完成后金运公司将持有公司 11.51% 股份，成为公司第一大股东。 债券付息正常，但在可赎回日未赎回。 | 19 百年人寿 | 3/28/2029 | 20 |
| 长安责任保险 | 截至 2023 年三季度末，公司核心偿付能力充足率-132.48%，净资产-4.46 亿元。 公司暂缓披露 2023 年第四季度偿付能力报告至今。 债券付息正常，但在可赎回日未赎回。 | 16 长安保险 | 12/1/2026 | 5 |
| 合众人寿 | 截至 2024 年二季度末，公司核心偿付能力充足率 102.78%。2024 年一季度风险综合评级为 C 类。 2024 年三季度起不再披露偿付能力充足率报告 债券付息正常。 | 21 合众人寿 | 4/29/2031 | 20 |

资料来源：公司公开信息，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

保险公司发行的永续债信用质量良好，截至目前未发生任何风险事件。其主要原因在于保险公司永续债发行时间尚短，且发行主体主要为信用质量很好的大中型保险公司（详见附录 2）。

（三）证券公司

证券公司发行的混合资本工具整体信用质量较好。截至目前，证券公司发行的混合资本工具尚未发生信用风险事件，整体信用质量较好。我们认为，证券公司经营稳定性易受资本市场波动影响，但目前行业整体杠杆水平较低，资本很充足，利于抵御盈利波动。券商重资本业务对净资本的消耗大，两融、衍生品、做市等业务均受净资本指标刚性约束，而中小券商净资本规模远逊于头部机构，业务扩张空间有限。近年来，券商行业合并重组步伐显著加快，有助于实现规模效应和业务互补。整体而言，证券公司杠杆水平较低，其发行的混合资本工具的信用风险较低。

附录 1：截至 2025 年末，各省内未在初始行权日赎回二级资本债券的区域性银行数量以及涉及的债券数量与余额

| 省份 | 发行人数量（家） | 债券数量（只） | 债券余额（亿元） |
|-----------|-----------|-----------|---------------|
| 山东省 | 13 | 13 | 50.07 |
| 辽宁省 | 9 | 16 | 131 |
| 湖北省 | 7 | 9 | 23 |
| 山西省 | 6 | 7 | 24.5 |
| 安徽省 | 6 | 7 | 3 |
| 吉林省 | 3 | 6 | 12 |
| 河北省 | 2 | 2 | 18 |
| 河南省 | 2 | 2 | 5 |
| 天津市 | 1 | 3 | 40 |
| 江西省 | 1 | 1 | 5 |
| 黑龙江省 | 1 | 1 | 2 |
| 宁夏回族自治区 | 1 | 1 | 0 |
| 广东省 | 1 | 1 | 0 |
| 浙江省 | 1 | 1 | 0 |
| 贵州省 | 1 | 1 | 0 |
| 青海省 | 1 | 1 | 0 |
| 总计 | 56 | 72 | 313.57 |

资料来源：iFind，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录 2：截至 2025 年末，已发行无固定期限债券的保险公司概览

| 保险公司 | 首次发行起始日 | 首次发行规模（亿元） |
|-----------------|------------|------------|
| 泰康人寿保险有限责任公司 | 11/7/2023 | 50 |
| 中国太平洋人寿保险股份有限公司 | 12/1/2023 | 120 |
| 中国人民健康保险股份有限公司 | 12/7/2023 | 25 |
| 农银人寿保险股份有限公司 | 12/12/2023 | 20 |
| 太平人寿保险有限公司 | 12/19/2023 | 110 |
| 建信人寿保险股份有限公司 | 12/26/2023 | 20 |
| 光大永明人寿保险有限公司 | 12/28/2023 | 12.7 |
| 中英人寿保险有限公司 | 6/25/2024 | 15 |
| 中国平安人寿保险股份有限公司 | 12/4/2024 | 150 |
| 中邮人寿保险股份有限公司 | 12/10/2024 | 9 |
| 交银人寿保险有限公司 | 2/21/2025 | 27 |
| 泰康养老保险股份有限公司 | 2/24/2025 | 20 |
| 招商信诺人寿保险有限公司 | 3/21/2025 | 10 |
| 工银安盛人寿保险有限公司 | 3/25/2025 | 70 |
| 阳光人寿保险股份有限公司 | 3/26/2025 | 50 |
| 中银三星人寿保险有限公司 | 9/29/2025 | 30 |
| 同方全球人寿保险有限公司 | 12/12/2025 | 5 |
| 长城人寿保险股份有限公司 | 12/18/2025 | 10 |

资料来源：iFind，经标普信评收集及整理。

版权©2026 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资建议的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。