



清华大学全球证券市场研究院
Institute for Global Securities Market, Tsinghua University



Asian Institute of
Digital Finance

2023
第四季度

中国A股上市公司信用研究
季度报告



清华大学全球证券市场研究院

新加坡国立大学亚洲数字金融研究所

2024.3

中国 北京

免责声明

本研究报告基于公开客观的数据分析结果，谨作为研究参考使用，不代表研究单位、清华大学以及新加坡国立大学观点。

本报告观点仅供参考，不作为任何投资建议。研究团队对任何因使用本报告而致投资损失等相关问题概不负法律责任。

声明单位：

清华大学全球证券市场研究院

成

员



课题负责人： 郇金梁 教授

课题组成员： 黄克威 副教授

李昊然 博士

姚璇 博士

助研学生： 陈超越 邓嘉宁 冯旖婷 冯子朔 刘钰坤

庞宇豪 王可伊 许宸铭 余子霖

协助团队： 新加坡国立大学信用研究行动计划团队

协助团队成员： 胡俊敏 王安奕 王辰烨 王苏珊 张意航

(按照姓氏拼音首字母排序)

2023

第四季度

公司信用研究部简介

研究内容

清华大学全球证券市场研究院成立公司信用研究部，与新加坡国立大学亚洲数字金融研究所开展合作，针对中国A股上市公司信用违约风险进行了全面的分析，并将研究成果定期对外发布。成果将以定期发布季度研究报告的形式呈现，研究报告内容包括：我国A股上市公司信用概览、信用评估、历史回顾与未来展望以及案例分析等。

报告立足于本季度，从历史、当前以及未来视角对公司信用违约风险的时间维度进行了全面评估，从A股市场、行业、规模、所有制、上市板块等视角对公司信用违约风险的结构特征进行了剖析。此外，本报告附录中详细汇报了算法、模型以及信用指标结果等。

公司信用研究部简介

研究目标

在我国公司违约事件频发的背景下，如何测度和预测我国公司的信用违约风险成为了学者、监管者、金融机构与投资者所共同关注的重要问题。

公司信用研究部依托于清华大学全球证券市场研究院与新加坡国立大学亚洲数字金融研究所，依据新加坡国立大学信用研究行动计划（NUS-CRI）的权威信用指标体系，旨在为广大证券市场监管者、金融机构与投资者提供科学、专业的公司信用违约风险指引，为我国公司的信用风险管理与监管提供相应的学术支持和监控机制。

研究成果除透过论坛发布，也会上传到研究院的官方网站上供社会各界参考。我们也会同时将研究报告寄送给监管部门，希望能使相关单位更广泛更深入的了解我国A股上市公司信用风险的整体情况及其在行业等维度的分布情况。

2023

第四季度

主要指标简介

违约概率 (Probability of Default, PD) 是新加坡国立大学信用研究行动计划 (NUS-CRI) 的核心信用指标, 由该机构研发的公司违约预测模型计算。该模型衍生于由段锦泉教授团队所构建的远期密度模型 (Forward Intensity Model), 能够对宏观金融和公司微观数据进行动态学习, 从而生成具有前瞻性的违约概率期限结构。本报告中PD默认为1年期违约概率, 即未来一年内的违约概率。

该模型的输入变量包括了宏观金融变量和公司微观变量, 并且充分考虑了金融与非金融公司之间的差异, 以及国有公司与非国有公司之间的差异。该模型对于预测我国A股上市公司信用风险具有良好的适用性。

主要指标简介

远期违约概率（Forward Probability of Default, 远期PD）

由NUS-CRI开发，表示未来某个时间点的1年期违约概率，用于估计公司在未来一段时间内的信用风险。例如，第二年远期违约概率即未来1年末至2年末期间的预测累计违约概率，其中假设公司在未来1年内存活。

违约概率隐含评级（Probability of Default implied Rating, PDiR）

由NUS-CRI于2011年提出，是一个方便、直观的信用评级。该方法将公司信用质量通过PD指标映射到了标准普尔信用评级。本报告使用2020年更新的PDiR2.0。

2023

第四季度

目录

一、引言	1
二、概览	6
2.1. 信用违约风险概览	6
2.2. 经济金融环境概览	7
三、信用评估	10
3.1. A股市场	10
3.2. 行业	14
3.3. 规模	19
3.4. 所有制	23
3.5. 上市板块	27
3.6. 高风险警示	31
四、历史回顾与未来展望	36
4.1. 历史违约回顾	36
4.2. 远期信用评估	38
五、特别关注：穆迪下调评级展望事件	43
5.1. 事件概述	43
5.2. 主权评级展望下调原因及影响分析	44
5.3. 行业及公司层面评级展望下调原因及影响分析	47

插图目录

图2-1 我国A股上市公司真实违约数量与违约率（当季值）	6
图2-2 实际GDP增速与真实违约率（当季值）	7
图2-3 通货膨胀率与真实违约率	8
图2-4 上证综指与真实违约率	8
图3-1 我国A股上市公司违约预测能力	10
图3-2 我国A股上市公司PD中值	11
图3-3 我国A股上市公司PDiR	12
图3-4 我国各行业A股上市公司PD（前5位）	16
图3-5 我国各行业不同地区A股上市公司PD中值	17
图3-6 我国各行业A股上市公司PDiR	18
图3-7 我国不同规模A股上市公司PD中值	20
图3-8 我国各行业不同规模A股上市公司PD中值	21
图3-9 我国不同规模A股上市公司PDiR	22
图3-10 我国不同所有制A股上市公司PD中值	24
图3-11 我国各行业不同所有制A股上市公司PD中值	25
图3-12 我国不同所有制A股上市公司PDiR	26
图3-13 我国不同板块A股上市公司PD中值	28
图3-14 我国各行业不同上市板块A股上市公司PD中值	29
图3-15 我国不同板块A股上市公司PDiR	30
图4-1 我国A股上市公司未来3年的远期PD中值	38
图4-2 我国不同规模A股上市公司的远期PD中值	40
图4-3 我国不同所有制A股上市公司的远期PD中值	41

2023

第四季度

图4-4 我国不同板块A股上市公司的远期PD中值	42
图5-1 穆迪下调评级展望时间轴值	44
图5-2 近十年我国通货膨胀与GDP增速	45
图5-3 老龄人群占比与民间投资情况	46
图5-4 2023年第四季度我国A股上市公司PD中值	48
图5-5 被下调评级组与未下调组PD值走势	49
图5-6 部分企业PD值走势	51

表格目录

表3-1 我国A股上市公司PD中值的国际对比	13
表3-2 我国各行业A股上市公司PD中值	15
表3-3 我国PD排名前10的A股（ST）上市公司	32
表3-4 我国PD排名前10的A股非（ST）上市公司	33
表3-5 我国PD排名前10的A股（ST）上市公司信息	34
表3-6 我国PD排名前10的A股（非ST）上市公司信息	35
表4-1 本季度A股上市公司违约事件与违约前PD	37
表4-2 我国各行业A股上市公司的远期PD中值	39

重要结论

- ▶ 本季度共有9家上市公司发生违约事件，相比上季度减少了8家
- ▶ 本季度我国A股市场整体违约风险有小幅下降，信用质量较高公司占比上升
- ▶ 本季度我国A股上市公司中违约风险最高的5个行业依次为房地产业，教育业，建筑业，水利、环境和公共设施管理业，住宿和餐饮业
- ▶ 本季度各规模公司的违约风险均处于历史低位，短期内各规模A股上市公司PD中值均呈现下降的趋势
- ▶ 本季度不同所有制的公司违约风险均呈现下降趋势，主板和创业板公司违约风险持续下降，科创板公司违约风险趋稳

2023

第四季度

一、引言

我国上市公司数量不断增加，违约事件频发，如何测度和预测我国上市公司的信用违约风险成为了学者、监管者、金融机构与投资者与所共同关注的重要问题。本报告基于新加坡国立大学信用研究行动计划（NUS-CRI）开发的违约概率（PD）指标以及违约概率隐含信用评级（PDiR）¹，对我国A股上市公司信用违约风险水平进行了评估。本报告立足于2023年第四季度²，从时间维度和结构特征对公司信用违约风险进行了全面评估和剖析。

首先，本报告对我国宏观经济金融环境和A股上市公司真实违约数量进行了概述。从我国的宏观经济金融环境来看，2023年中国的宏观经济呈现出疫后各行业分化复苏的特征，总体延续回升向好的趋势，但在房地产疲软与需求动能不足的影响下，经济修复过程仍然充满波折；即便如此，中国经济下行压力最大的阶段已经过去，

货币政策的逆周期调节与财政政策的特别国债项目混合发力，在年度GDP增长率5%的目标顺利实现的基础上，中期经济增长的中枢有望维持在4.0% 4.5%附近。在曲折的经济修复中，本季度发生的违约事件较上季度有所减少，共有9家上市公司发生违约事件，相比上季度减少了8家，且所有违约公司PD排名的百分位均处于90%以上（前10%），报告认为本季度较少的违约事件与较高的预测成功率，说明目前的违约事件是前期积压问题得到释放的结果，但面对长期有所抬头的全球债务问题和地缘政治危机，需要更加仔细甄别隐蔽却更致命的违约风险事件。

其次，本报告依据违约风险测度指标PD以及PDiR评级，对我国A股上市公司进行了全面的信用评估。具体包括A股市场、行业、规模、所有制、上市板块和高风险警示6个部分。

A股市场：本季度我国A股上市公司违约风险低于近5年的平均水平，近1年来违约风险继续收敛。本季度A股市场PD中值为0.48%，相比上季度下降约0.05%。从PDiR评级的整体分布来看，相比上季度，A股上市公司中BBB级以上公司占比上升，B级以下公司占比下降。在国际范围内，我国A股市场的违约风险也处于较高水平。相比其他G20经济体（欧盟除外），我国A股市场的违约风险排在第二位，仅次于印度。总体来看，我国A股市场整体的违约风险仍处于较高水平，因此如何有效缓解A股市场的整体违约风险仍是亟待解决的重要问题。

行业：本季度我国A股上市公司中违约风险最高的5个行业依次为房地产业，教育业，建筑业，水利、环境和公共设施管理业，住宿和餐饮业。从历史来看，教育业、水利、环境和公共设施管理业以

及住宿和餐饮业本季度PD中值均已超过近5年的历史平均水平，建筑业低于近5年的历史平均水平。相比上季度，本季度教育业违约风险有明显的下降，房地产业与建筑业延续下降趋势。另外，相比上季度PD有明显下降的行业还包括综合业，住宿和餐饮业以及金融业。下一季度预计卫生和社会工作业的违约风险将有小幅上升。从地区分布来看，中部地区的房地产业和教育业公司违约风险较高，西部地区的房地产业和综合业公司违约风险较高，东北地区的教育业与水利、环境和公共设施管理业公司违约风险较高。从PDiR评级分布来看，教育业的B级以下公司最多，水利环境和公共设施管理业以及租赁和商务服务业的不同A股上市公司之间呈现较大的评级差异。

规模：从历史来看，本季度各规模A股上市公司的违约风险均低于近5年历史平均水平，短期内各规模A股上市公司PD中值均呈现下降的趋势。从行业分布来看，小微型批发和零售业公司具有最高的违约风险，小微型金融业公司次之。此外，大型房地产业公司，中型水利、环境和公共设施管理业公司以及大型教育公司违约风险较高。从PDiR评级分布来看，大中型公司个体之间具有较大的共性，而小微型公司个体间差异较大。

所有制：从历史来看，本季度国有与非国有A股上市公司的违约风险均低于近5年历史平均水平。近1年趋势来看，国有与非国有公司违约风险均下降明显。结合行业来看，各行业下国有公司均具有较低的违约风险，非国有公司中房地产业公司违约风险最高，教育业和金融业的非国有公司违约风险显著高于国有公司；从PDiR评级分布来看，国有公司中投资级上市公司明显多于非国有公司。

上市板块：从历史来看，本季度主板和创业板A股上市公司的违约风险低于近5年历史平均水平，科创板的违约风险略高于近2年历史平均水平。从近5年趋势来看，主板和创业板A股上市公司违约风险逐步降低，科创板违约风险保持平稳。从近1年趋势来看，主板和创业板违约风险下降明显，而科创板违约风险震荡收敛。下一季度预计不同板块的公司违约风险均有所上升。结合行业来看，各行业下科创板公司均具有最低的违约风险。创业板市场中，教育业公司，交通运输、仓储和邮政业公司，建筑业公司等具有较高的违约风险；主板市场中，房地产业公司和房教育业公司具有较高的违约风险。从PD_{iR}评级分布来看，本季度科创板公司中低违约风险的公司占比最多，高违约风险的公司占比最小，在整体分布上与主板和创业板存在明显差异。

高风险警示：考虑到ST上市公司风险更容易被投资者识别，而非ST上市公司的违约风险相对更加不透明，本报告分别展示PD最高的10家ST上市公司和非ST上市公司以达到充分揭露违约风险、完善风险预警的目的。总体来看，10家ST公司当季度PD均高于5.7%，10家非ST公司PD均高于10.76%；在这20家公司中，13家为大型公司，10家属于制造业。

接下来，我们回顾本季度已发生的真实违约事件，并展望未来3年的远期违约风险变化。

回顾历史：我们较好地预测了2023年第四季度实际发生的9起A股上市公司违约事件，其中包括8起破产重整，1起利息违约。预测结果表明，在违约前1季度，9家公司中有9家公司的PD排名的百分位处于90%以上（前10%）；违约前1年，有6家公司PD排名的百

分位处于90%以上（前10%）。因此，我国A股上市公司PD的排序对于公司的信用违约风险具有良好的预测作用，能够作为有效的早期预警指标。

展望未来：我们基于远期PD对未来3年A股上市公司的信用违约风险走势进行了预测。总体来看，我国A股上市公司未来3年的信用违约风险水平呈先上升后平稳趋势。我们建议关注未来3年内仍有重大违约风险的以下类别公司：行业属于教育业和房地产业、规模属于大型、所有制为非国企、上市板块为创业板的公司。

¹ 算法、模型、指标介绍以及PD_{iR}的映射方法见

<https://igsm.tsinghua.edu.cn/yjxm/gsxxyj/gspbm/index.htm>。

其中，PD默认为1年期，即未来1年的违约概率。

² 本季度的指标基于2023年12月31日的数据。

³ 本季度上市公司违约事件的统计截至本报告撰写前。另外，如果某家上市公司发生违约，则自发生违约事件起半年内该公司的其他违约事件均不会被统计。

二、概览

2.1. 信用违约风险概览

从历史来看，我国A股上市公司的违约数量自2017年开始逐年攀升。从本季度来看，我国A股上市公司的违约数量较上季度有所上升。图2-1展示了我国A股上市公司真实的每季违约数量与违约率，违约率即违约数量占全部公司数量的比率。

当前我国仍然处在经济复苏的轨道上，处于内需逐步企稳阶段，较上一季度宏观经济数据小幅好转，但背后仍然存在一些隐患和需要长期关注的问题。具体而言，上证综指承担下跌压力，相比上季度下降135.55点。在此背景下，2023年第四季度，共有9家上市公司发生违约事件，占全部上市公司的0.21%，违约数量下降。与上季度相比，违约率减少了0.18%；与去年同季度相比，违约率减少了0.22%。

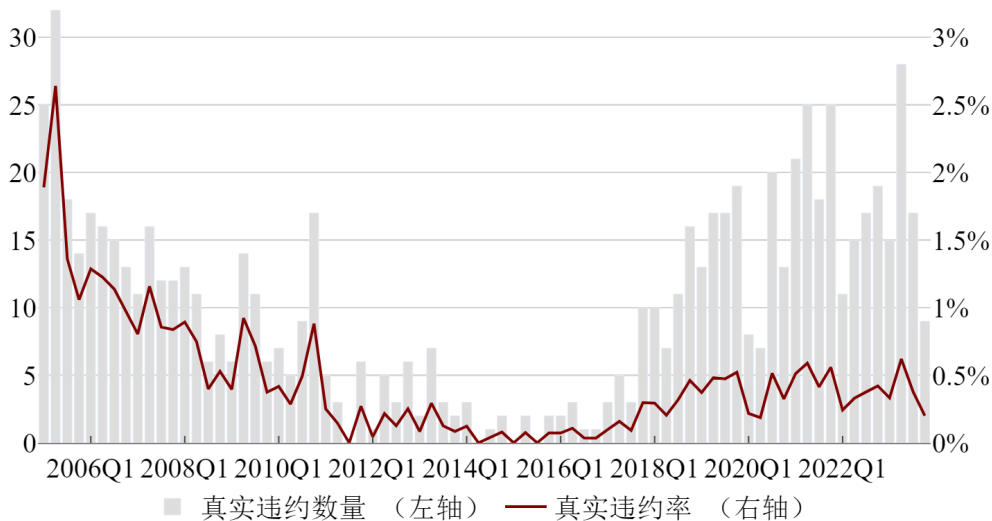


图2-1 我国A股上市公司真实违约数量与违约率（当季值）

2.2. 经济金融环境概览

接下来，我们结合我国的宏观经济金融环境来观察和分析我国A股上市公司真实违约率的变化。

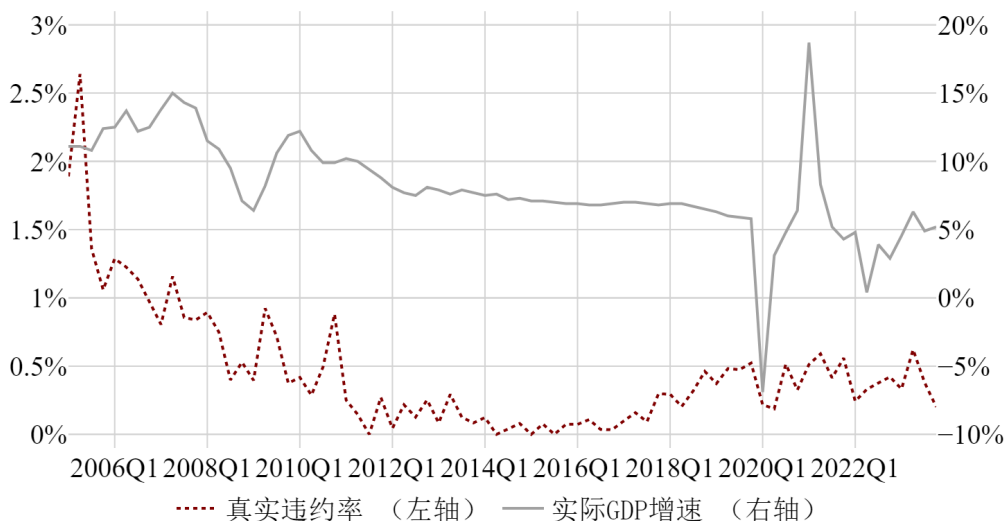


图2-2 实际GDP增速与真实违约率（当季值）

首先，图2-2展示了我国实际国内生产总值（GDP）同比增速与A股上市公司真实违约率。2023年第四季度GDP增速为5.2%，环比上升0.3%，同比上升2.3%。近5年来，我国GDP增速平均约5.04%，本季度相比近5年平均水平有约0.16%的上升。本季度公司违约率达0.2%。近5年，各季度公司违约率平均为0.4%，整体呈曲折上升趋势；近3年为0.41%；近1年为0.38%。

2023

第四季度

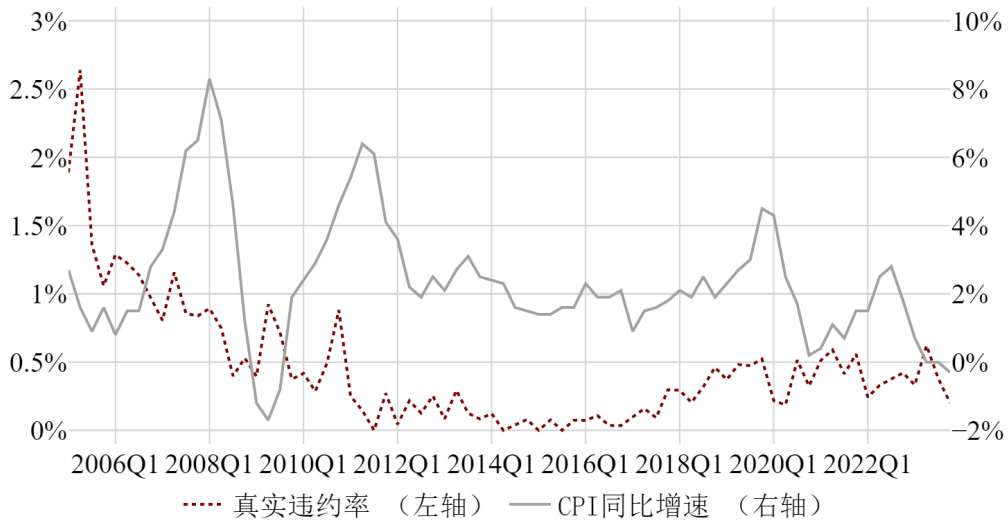


图2-3 通货膨胀率与真实违约率

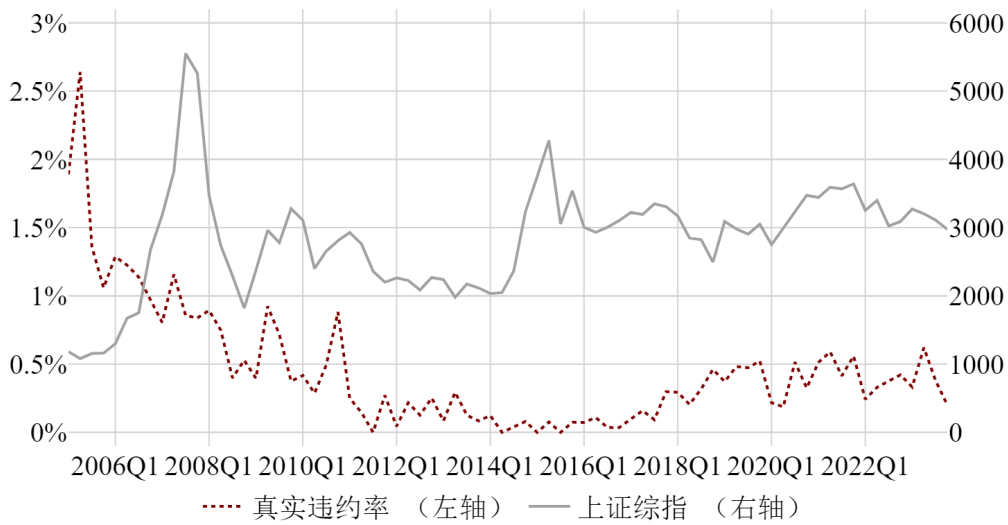


图2-4 上证综指与真实违约率

第二，图2-3展示了我国通货膨胀率与A股上市公司真实违约率，以消费者价格指数（CPI）同比增速作为衡量我国通货膨胀水平的代理变量。本季度CPI同比增速为-0.3%。近5年来，我国CPI同比增速平均约1.7%，本季度相比近5年平均水平约低 1.99%。

最后，图2-4展示了上证综指与A股上市公司真实违约率。本季度上证综指承担下跌压力。截至本季度末，上证综指为2974.93点，相比上季度末下降了135.55点。

三、信用评估

3.1. A股市场

2017年开始，我国A股上市公司违约事件频发。上市公司的违约不仅会对投资者造成直接损失，还可能会导致系统性金融风险，对我国资本市场和金融体系稳定运行有重大负面影响。因此对我国A股上市公司进行信用评估以提供事前的预警和管理就尤为重要。NUS-CRI公布的PD指标，在公司信用评估领域具有高度的权威性，本报告的后续分析均依据该指标。

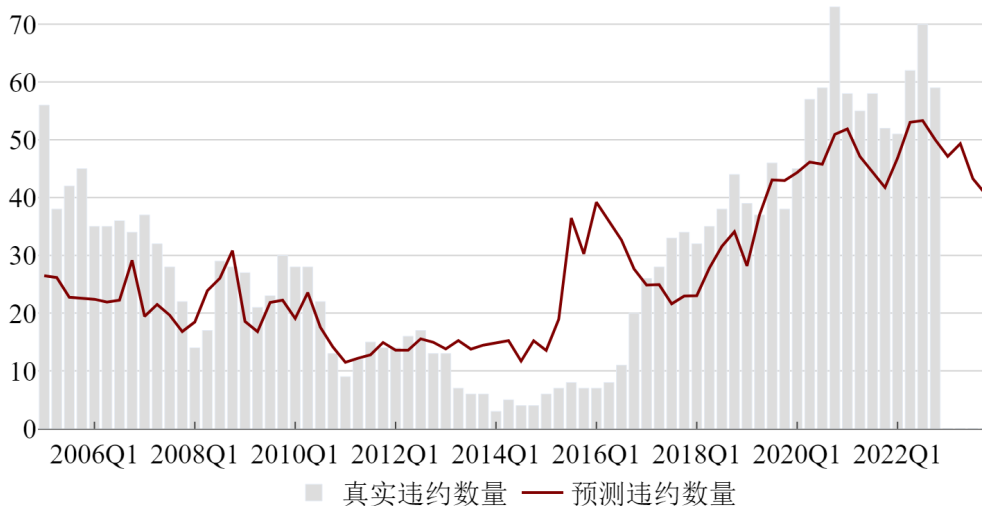


图3-1 我国A股上市公司违约预测能力

图3-1基于PD计算的预测违约数量与真实违约情况进行了对比，以证实PD在A股上市公司违约风险预测上的有效性。图中使用柱状图表示以某一季度为起点，未来1年内A股上市公司的真实违约事件数量；使用折线图表示以某一季度为起点，未来1年内A股上市公司的预测违约数量，即A股上市公司PD之和。总体来看，预测的违

约数量与历史真实的违约数量具有较高的拟合程度。在几个重要时期，预测的违约数量与真实违约数量存在较强的一致性，如1997年亚洲金融危机、2003年非典、2008年金融危机以及2019年新冠疫情期间等。因此，PD指标能很好地反映我国A股上市公司的信用违约风险。

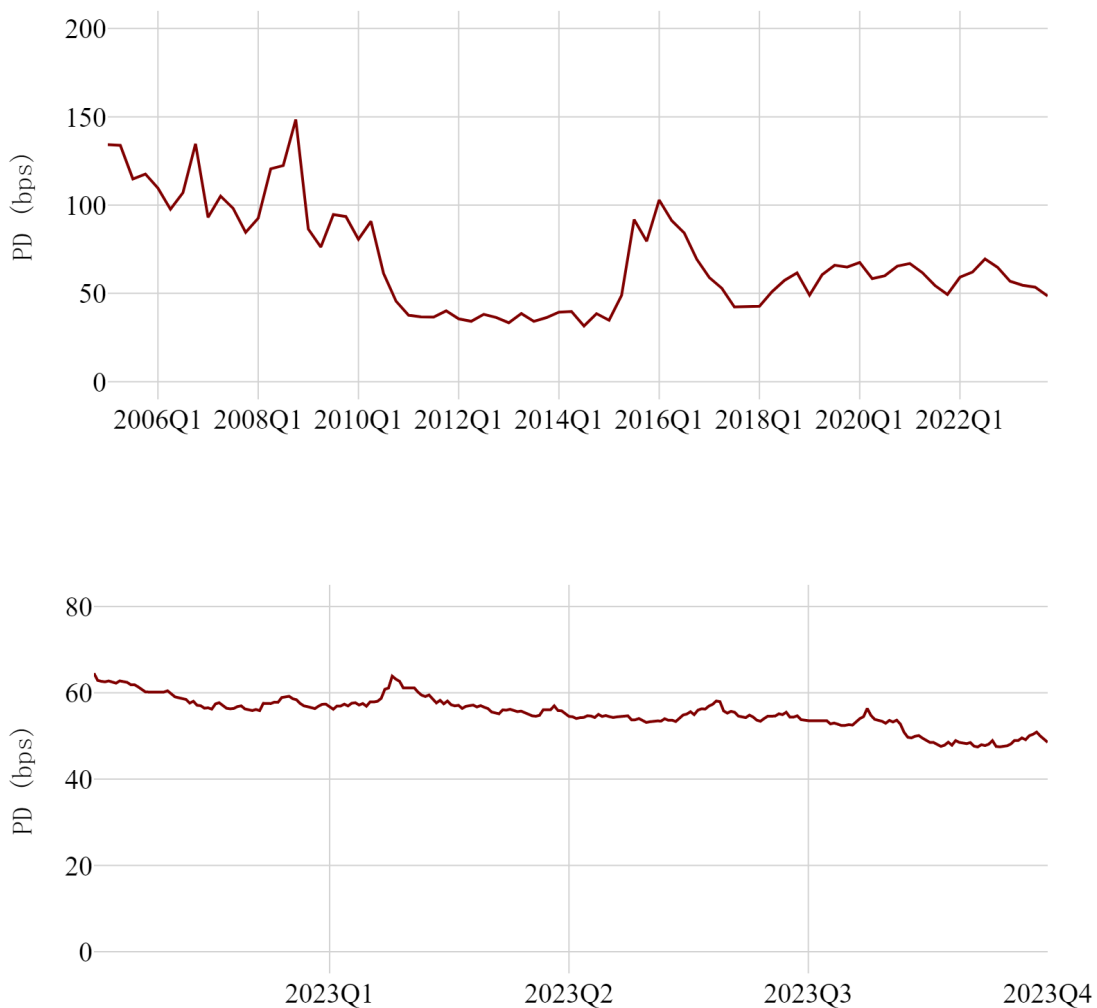


图3-2 我国A股上市公司PD中值

图3-2展示了我国A股上市公司2005年⁴至今PD（季度）的中值⁵，以及近1年PD（日度）的中值。

2023

第四季度

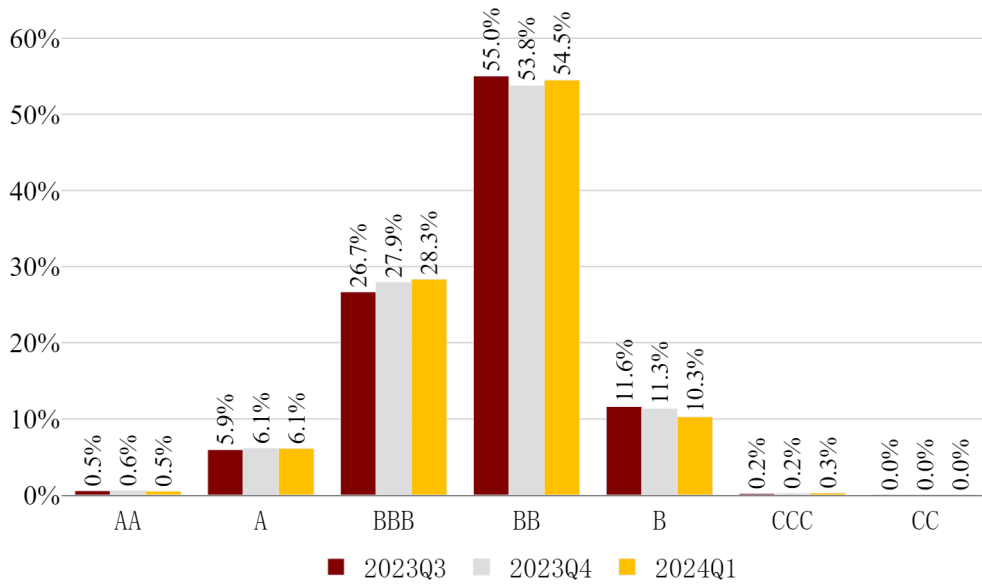


图3-3 我国A股上市公司PDiR

我们得到了各公司上季度、本季度以及下一季度的PD相应的PD_iR，该评级对应于标准普尔的信用评级。图3-3对我国A股上市公司的PD_iR的分布情况进行了展示，每一个评级对应的数值代表当季度处于该评级下的A股上市公司数量占总数的比例。总体来看，PD_iR给出的评级与国内评级相比较低，标准普尔的评级标准在我国的适用性有限，因此PD_iR仅可作为参考，本报告主要关注公司PD_iR的相对水平。相比上季度，A股市场上上市公司信用评级整体变化不大，具体而言：A股上市公司中A及以上评级占比增加了0.24%，BBB和BB评级占比增加了0.0%，B及以下评级占比减少了0.24%。下一季度，A股上市公司中A及以上评级占比将减少0.12%，BBB和BB评级占比将增加1.13%，B及以下评级占比将减少1.01%。

表3-1给出了G20经济体（欧盟除外）的主要股票市场违约风险

(PD中值)。表中分别展示了本季度各市场所属国家的PD中值排名以及数值，本季度相比上季度的PD中值排名变动和数值变动，以及下一季度相比本季度的PD中值排名变动和数值变动。

表 3-1: 我国A股上市公司PD中值的国际对比

市场所属国家	2023Q4		2023Q3→2023Q4		2023Q4→2024Q1	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
印度	1	103.46	0	4.34	0	9.19
中国	2	40.66	0	-3.79	0	4.98
俄罗斯	3	33.41	-1	4.63	0	9.26
土耳其	4	33.33	-6	19.09	0	2.94
巴西	5	26.75	2	-4.55	1	4.78
法国	6	25.30	0	1.88	-1	7.63
德国	7	23.03	-1	1.25	0	6.65
意大利	8	20.63	1	-1.17	0	6.76
南非	9	19.17	4	-4.51	1	5.29
加拿大	10	16.40	1	-0.21	-1	8.10
印尼	11	11.62	0	0.03	2	2.39
英国	12	11.14	0	0.00	0	3.72
澳大利亚	13	9.00	-2	0.08	1	3.07
阿根廷	14	8.39	1	-1.47	2	0.47
韩国	15	7.12	-1	-0.30	0	2.42
美国	16	6.98	2	-2.84	-5	9.29
墨西哥	17	5.26	0	0.55	0	2.01
沙特阿拉伯	18	3.70	0	-0.36	0	1.37
日本	19	0.87	0	0.07	0	0.52

2023

第四季度

⁴ 鉴于2005年的股权分置改革，2005年前后PD的估计存在较大差异，因此报告中仅汇报了2005年之后的PD。

⁵ 后文中各类别下的PD均由中位数计算。

3.2. 行业

本节我们基于证监会《上市公司行业分类指引（2012年修订）》对19个行业门类的上市公司信用违约风险进行分析⁶。首先，我们根据本季度、上季度以及下一季度各行业A股上市公司PD中位数进行分析；其次，我们对本季度PD中位数排名前5位的行业进行了具体分析；最后，我们结合不同行业下PDiR的分布情况来分析行业内部的公司信用风险差异。

表3-2展示了本季度各行业的PD中值排名以及数值，本季度相比上季度的PD中值排名变动和数值变动，以及下一季度相比本季度的PD中值排名变动和数值变动。

表 3-2: 我国各行业A股上市公司PD中值

行业代码	2023Q4		2023Q3→2023Q4		2023Q4→2024Q1	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
房地产业	1	185.42	-1	-6.43	1.0	-20.11
教育	2	175.16	1	-31.07	-1.0	-7.33
建筑业	3	109.99	0	-20.40	0.0	2.33
水利、环境和公共设施管理业	4	104.88	0	0.25	0.0	1.10
住宿和餐饮业	5	85.52	0	-14.47	3.0	-4.34
金融业	6	82.19	0	-13.46	-1.0	5.45
租赁和商务服务业	7	81.75	0	-11.73	0.0	0.97
批发和零售业	8	81.10	0	-8.86	-2.0	3.22
农、林、牧、渔业	9	69.05	0	-5.76	0.0	2.10
电力、热力、燃气及水生产和供应业	10	47.04	-1	-6.07	2.0	-1.28
信息传输、软件和信息技术服务业	11	44.56	-5	1.38	0.0	4.36
制造业	12	41.35	-3	-5.99	1.0	3.80
采矿业	13	40.85	1	-10.50	1.0	1.34
卫生和社会工作	14	39.66	1	-11.37	-4.0	14.90
文化、体育和娱乐业	15	36.96	-2	-1.26	1.0	3.65
居民服务、修理和其他服务业	16	36.28	2	-11.30	1.0	2.77
综合业	17	35.56	7	-34.95	-	-
科学研究和技术服务业	18	34.68	0	-2.59	-3.0	7.09
交通运输、仓储和邮政业	19	30.76	0	-4.70	-1.0	0.75

2023

第四季度

图3-4进一步展示了本季度PD中值排名前5位行业的全部历史时期和近1年的PD走势⁷。从历史来看，上述行业除房地产业外，本季度PD中值均已超过近5年的历史平均水平。近5年教育业PD中值上升最为明显，增幅达1.06%；其次是住宿和餐饮业，近5年PD中值增幅为0.69%。从近1年趋势来看，住宿和餐饮业PD中值属于唯一上升的行业，增幅达0.21%；其他四个行业的PD中值均有下降，其中教育业下降明显，降幅为0.78%。

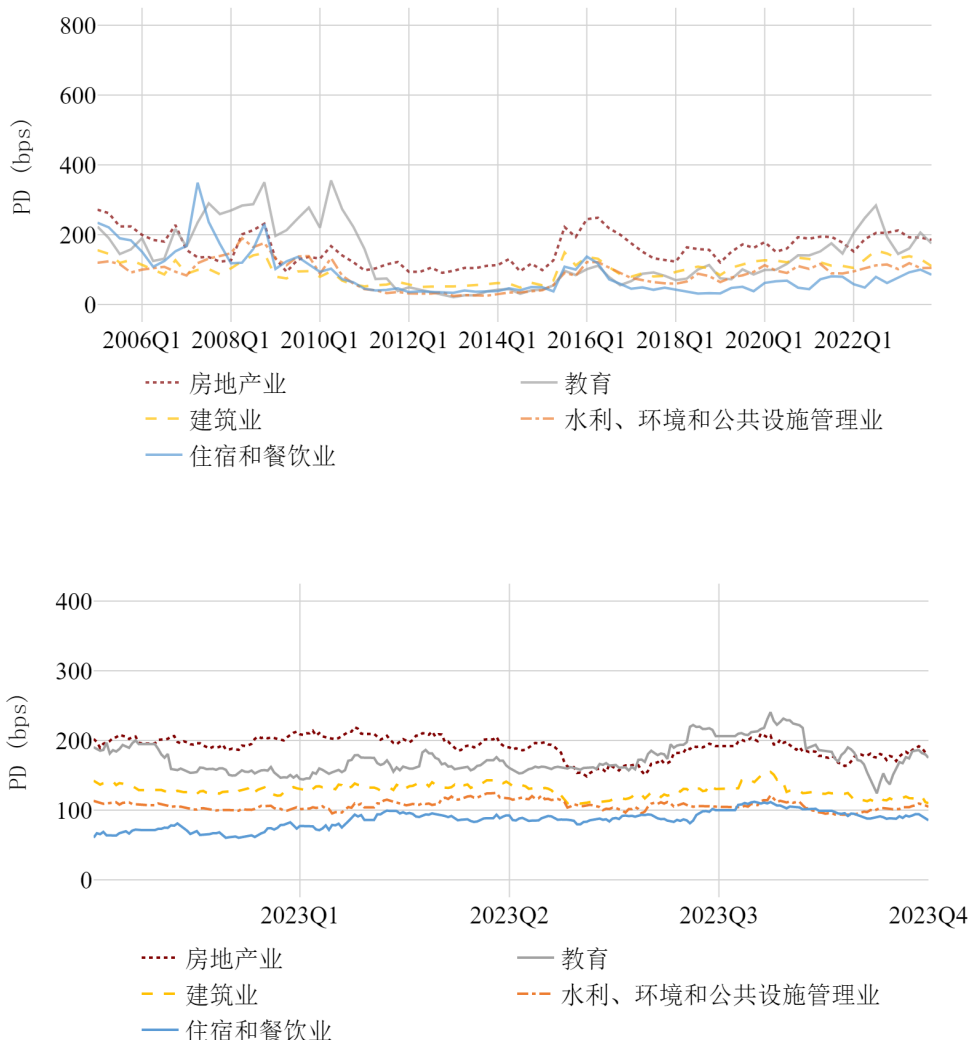


图3-4 我国各行业A股上市公司PD（前5位）⁸

图3-5展示了本季度各行业不同地区上市公司的PD中值⁹。对比可知，中部地区的房地产业公司（6.07%）和教育业公司（4.43%）具有较高的违约风险；西部地区的综合业公司（3.54%）和房地产业公司（3.01%）具有较高的违约风险；东北地区的教育业公司（3.72%），电力、热力、燃气及水生产和供应业公司（2.13%）违约风险较高。

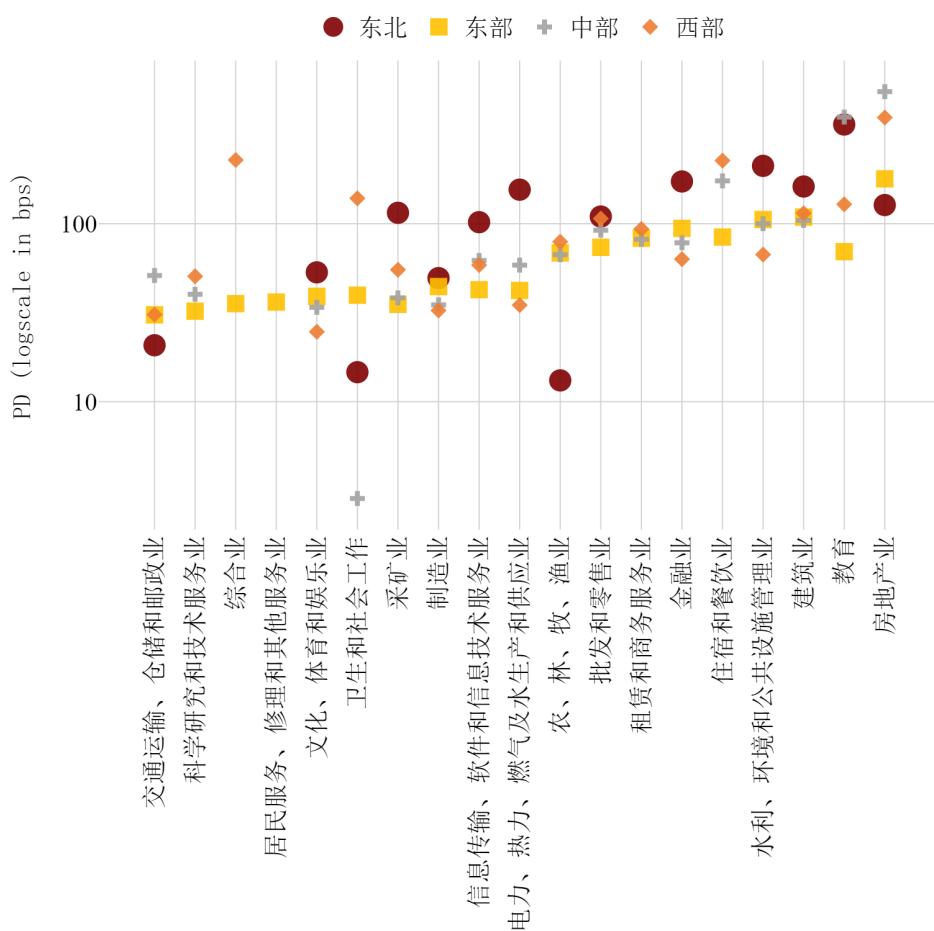


图3-5 我国各行业不同地区A股上市公司PD中值

根据本季度末的PD我们得到了各行业的A股上市公司相应的PD_{iR}¹⁰，图3-6对我国A股上市公司的PD_{iR}在上述5个行业间的分布情况进行了展示，每一个评级与行业对应的数值代表当日处于该

2023

第四季度

行业与评级组别下的A股上市公司数量占该行业A股上市公司总数的比例。从评级为B及以下的公司占比来看，教育业以58.3%位居首位，房地产业以39.4%居第二位，随后为水利、环境和公共设施管理业（27.1%），建筑业（25.8%）以及租赁和商务服务业（22.0%）。从评级为BBB及以上的公司占比来看，租赁和商务服务业以25.4%位居首位，水利环境和公共设施管理业以16.5%居第二位，随后为教育业（8.3%），建筑业（6.2%）以及房地产业（1.0%）。可以看出，房地产业的高违约风险具有一定的共性，而水利环境和公共设施管理业以及租赁和商务服务业A股上市公司之间的违约风险差异较大。

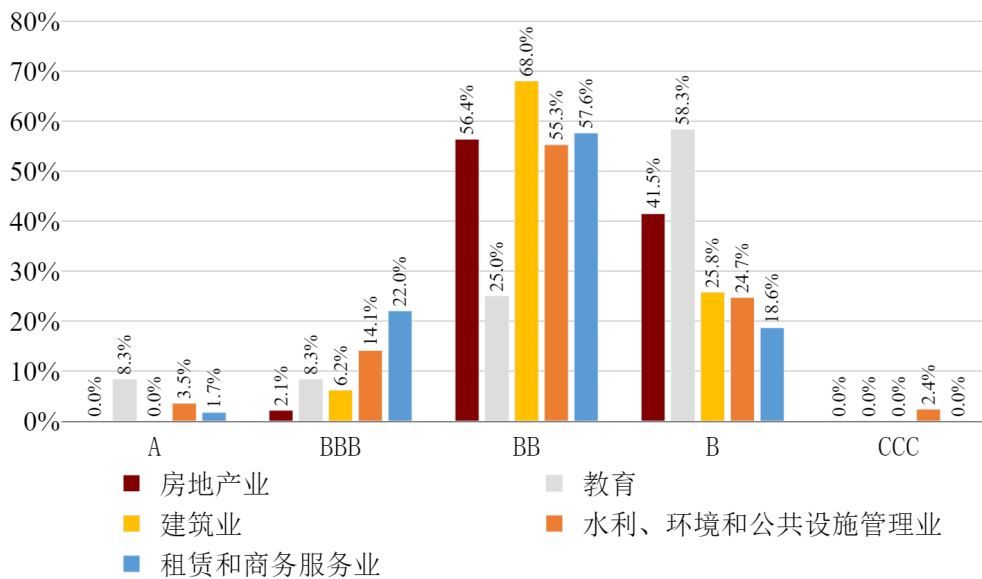


图3-6 我国各行业A股上市公司PD_{iR}

⁶ 本报告以去年年末的A股上市公司所属行业作为当年的所属行业。

⁷ 全部行业的历史PD详见报告后附数据包。

⁸ 上图为全部历史的季度频率数据，下图为近1年的日度频率数据，下同。

⁹ 由于不同地区及行业下的公司PD中值大多较为集中，而少数偏离较多，为了更加清晰的展示相对水平，本图纵轴使用了对数刻度。

¹⁰ 全部行业的PD_{iR}分布详见报告后附数据包。

3.3. 规模

我国A股上市公司的PD还与公司规模息息相关。本节根据《大类统计上大中小微型企业划分办法（2017）》¹¹，将我国上市公司分为了大型、中型和小微型¹²三类。首先，我们展示了2006年至今以及近1年不同规模A股上市公司的PD中值；其次，我们进一步分析了本季度A股上市公司的PD中值在公司规模与所属行业之间的分布情况；最后，我们结合PD_{iR}的分布情况分析不同规模A股上市公司的信用违约风险差异。

从历史来看，近5年大型A股上市公司PD中值的历史平均水平约为0.65%，中型约为0.51%，小微型约为0.4%。本季度大型A股上市公司PD中值约为0.55%，低于近5年历史平均水平0.1%；中型A股上市公司PD中值约为0.39%，低于近5年历史平均水平0.11%；小微型A股上市公司PD中值约为0.18%，低于近5年历史平均水平0.21%。

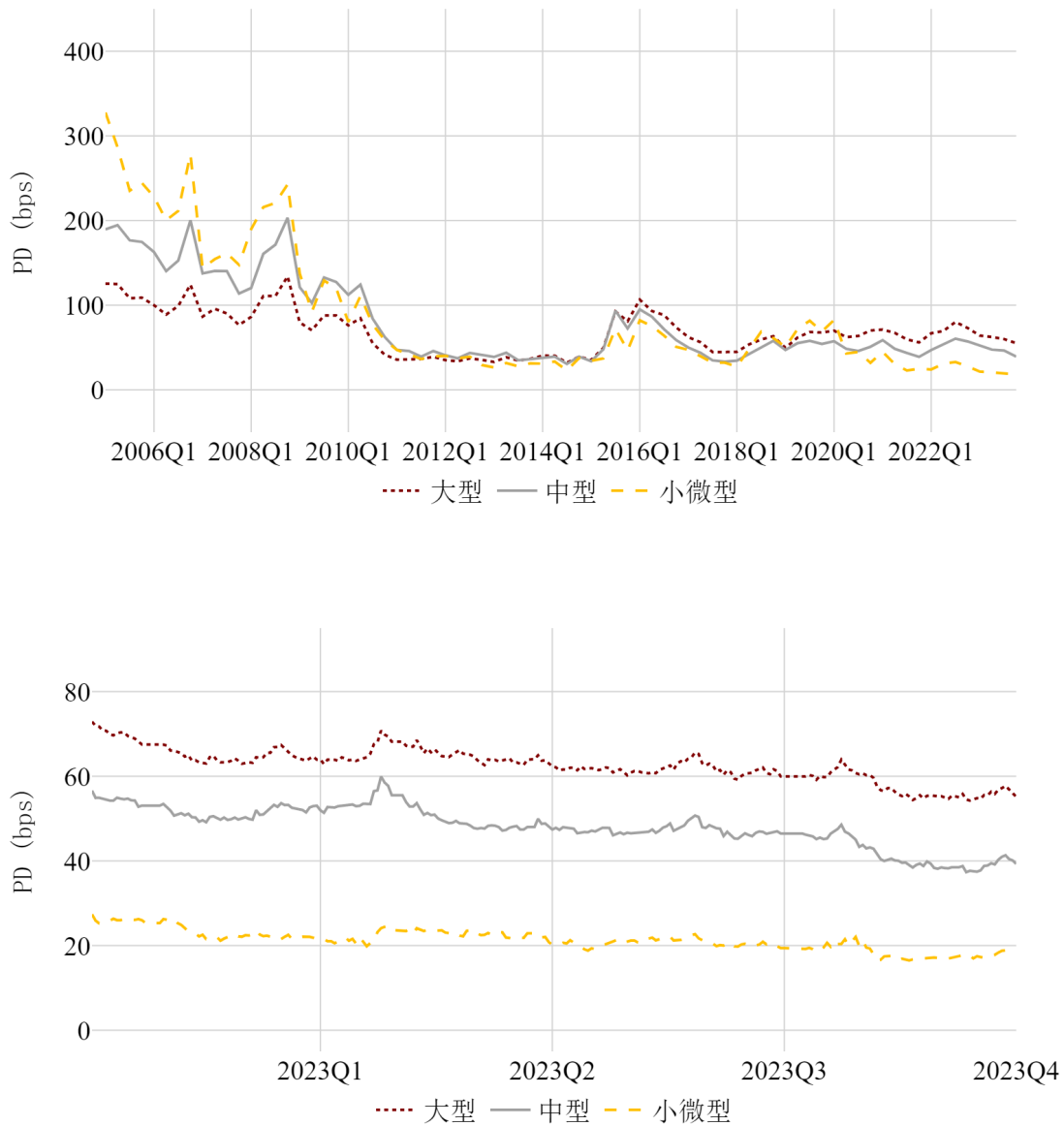


图3-7 我国不同规模A股上市公司PD中值

短期内各规模A股上市公司PD中值均呈现下降的趋势：大型公司相比上季度下降0.05%，近1年下降0.18%；中型公司相比上季度下降0.07%，近1年下降0.18%；小微型公司相比上季度下降0.01%，近1年下降0.09%。

图3-8展示了本季度各行业不同规模上市公司的PD中值。对比可

知，小微型批发和零售业公司具有最高的违约风险（4.12%），大型房地产业公司次之（2.14%）。此外，小微型金融业公司（2.07%），大型教育公司（2.06%）以及中型水利、环境和公共设施管理业公司（1.98%）违约风险较高。

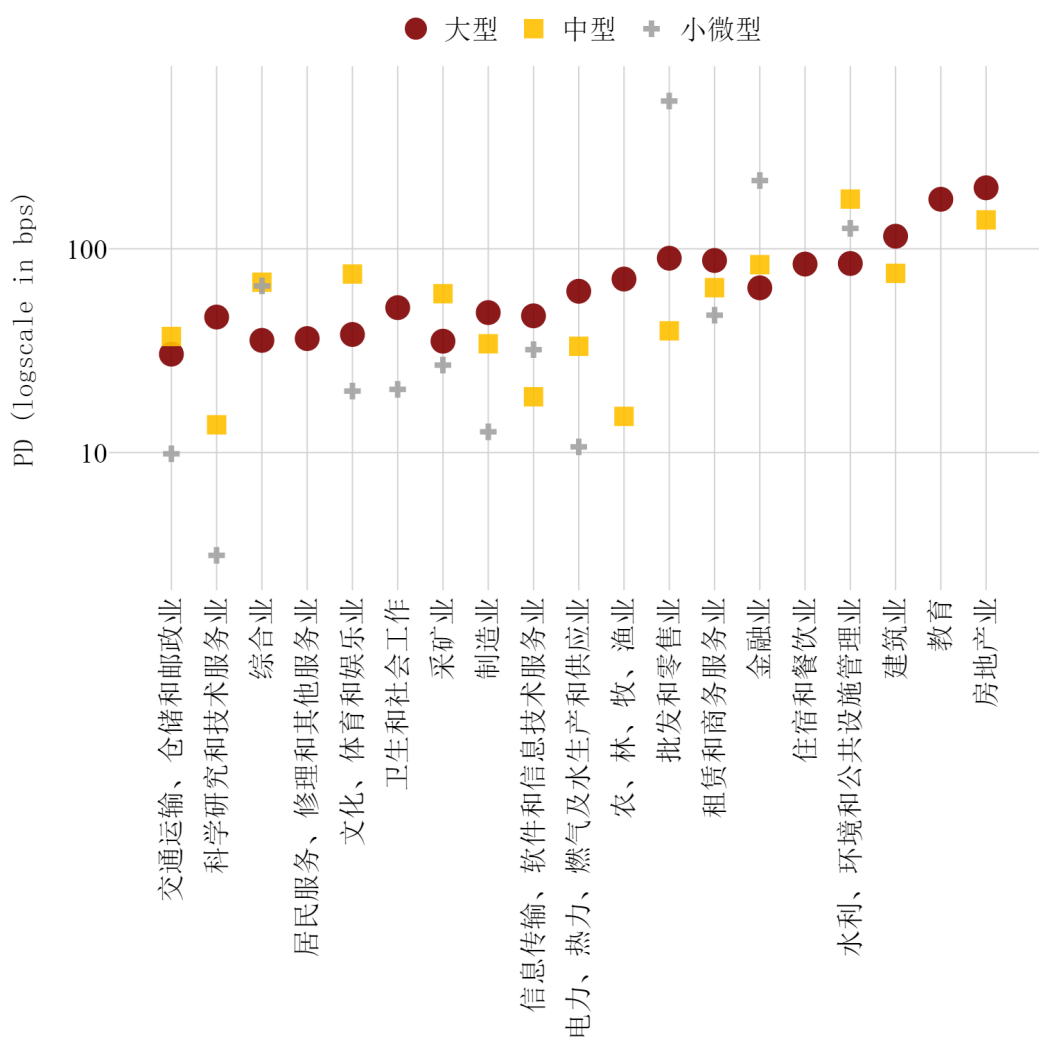


图3-8 我国各行业不同规模A股上市公司PD中值¹³

根据本季度PD我们得到了各公司相应的PD_{iR}，并进一步根据公司规模分组。图3-9对我国A股上市公司的PD_{iR}在不同公司规模分布情况进行了展示，每一种公司规模与评级对应的数值代表当日处于该公司规模与评级组别下的A股上市公司数量占该规模A股上市

公司总量的比例。从评级为B及以下的公司占比来看，小微型公司以17.3%高居首位，大型公司为12.5%，中型公司为10.3%。从评级为BBB及以上的公司占比来看，小微型公司以56.0%同样位居首位，中型公司次之（38.1%），大型公司最少（27.8%）。可以看出，大中型公司个体之间具有较大的共性，而小微型公司个体间差异较大。

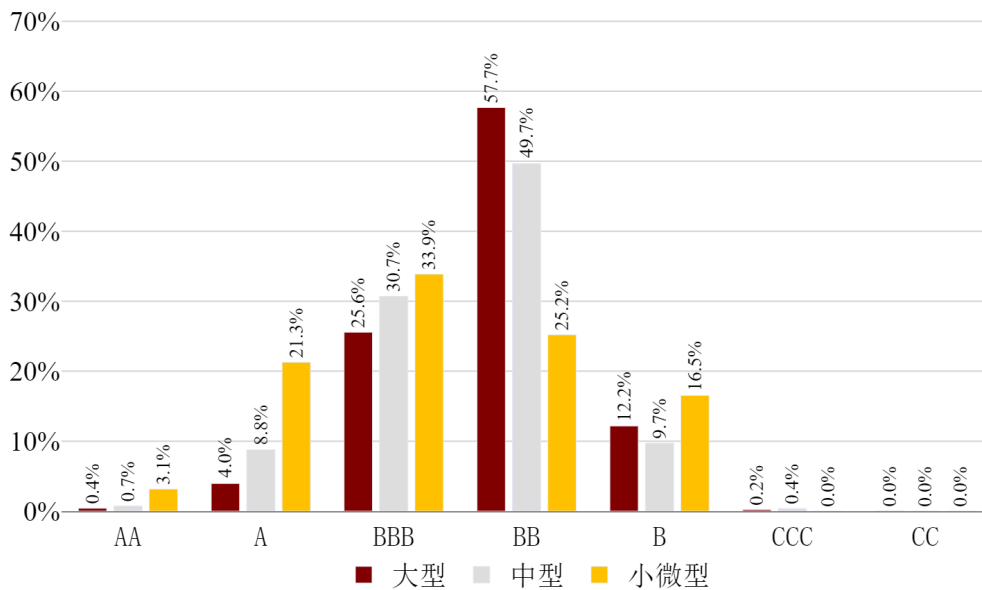


图3-9 我国不同规模A股上市公司PD_iR

¹¹按照行业门类、大类、中类和组合类别，依据从业人员、营业收入、资产总额等指标或替代指标，将我国的企业划分为大型、中型、小型和微型四种类型。

¹²由于我国A股上市公司之中，微型规模公司数量非常少，因此将微型与小型公司合并为小微型公司。

¹³由于不同规模及行业下的公司PD中值大多较为集中，而少数偏离较多，为了更加清晰的展示相对水平，本图纵轴使用了对数刻度。

3.4. 所有制

在我国以公有制为主体的经济制度环境下，我国上市公司的所有制具有重要的经济意义。当公司陷入困境时，我国政府倾向于救助国有企业，这种隐性担保使得国有企业具有更低的融资成本，投资者也会认为国有企业的违约风险相对较低¹⁴。首先，我们展示了2006年至今以及近1年国有与非国有A股上市公司的PD中值；其次，我们结合PD_{iR}的分布情况分析不同所有制A股上市公司的信用违约风险差异。

从历史来看，近5年国有A股上市公司PD中值的历史平均水平约为0.46%，非国有A股上市公司约为0.67%。本季度国有A股上市公司PD中值约为0.34%，低于近5年历史平均水平0.12%；非国有A股上市公司PD中值约为0.54%，低于近5年历史平均水平0.13%。

从近期趋势来看，不同所有制的A股上市公司PD中值近1季度和近1年均呈现出下降趋势：国有公司相比上季度下降0.06%，近1年下降0.17%；非国有公司相比上季度下降0.05%，近1年下降0.18%。

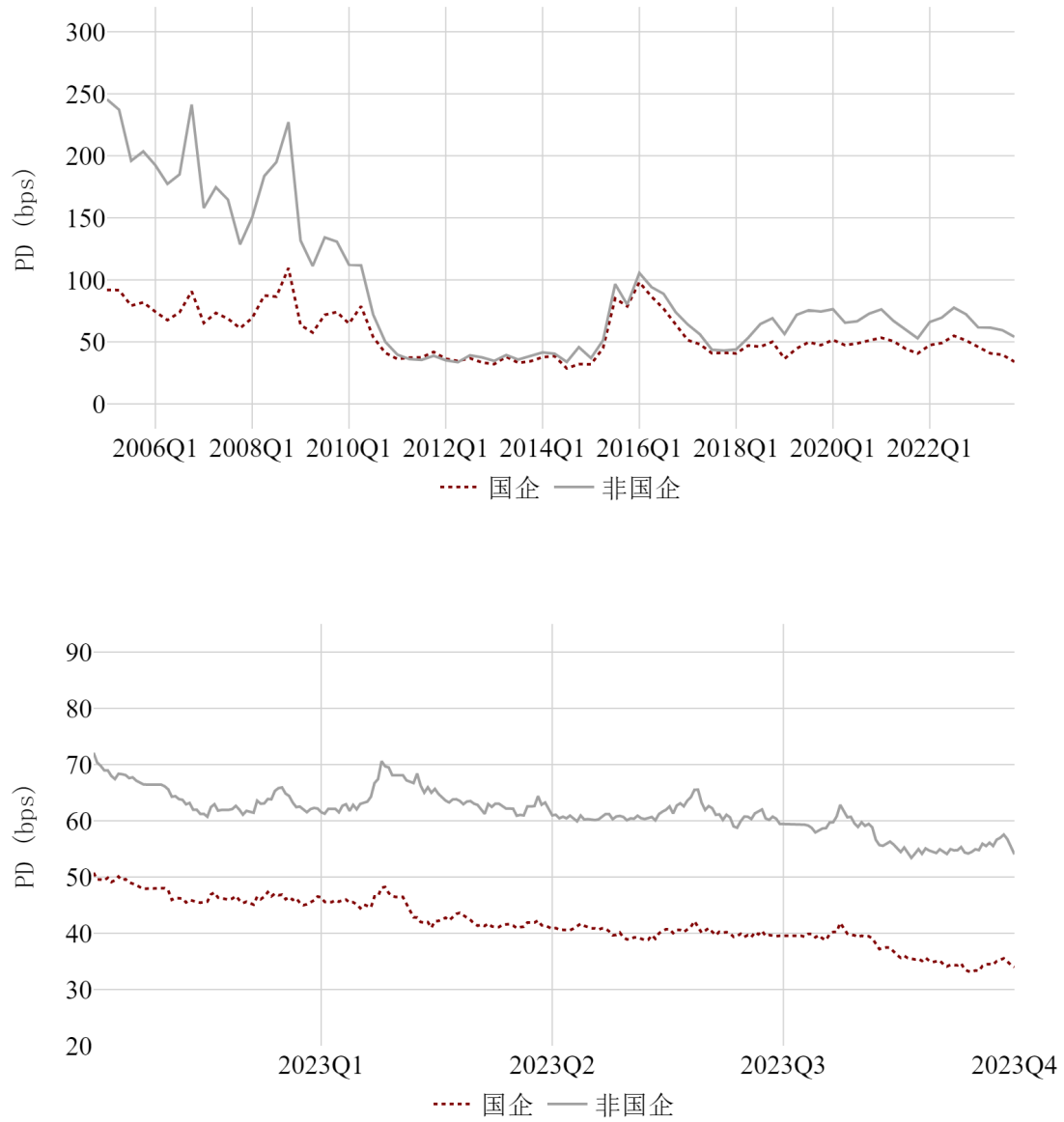


图3-10 我国不同所有制A股上市公司PD中值

图3-11展示了本季度各行业不同所有制上市公司的PD中值，总体来看，各行业下国有公司均具有较低的违约风险。

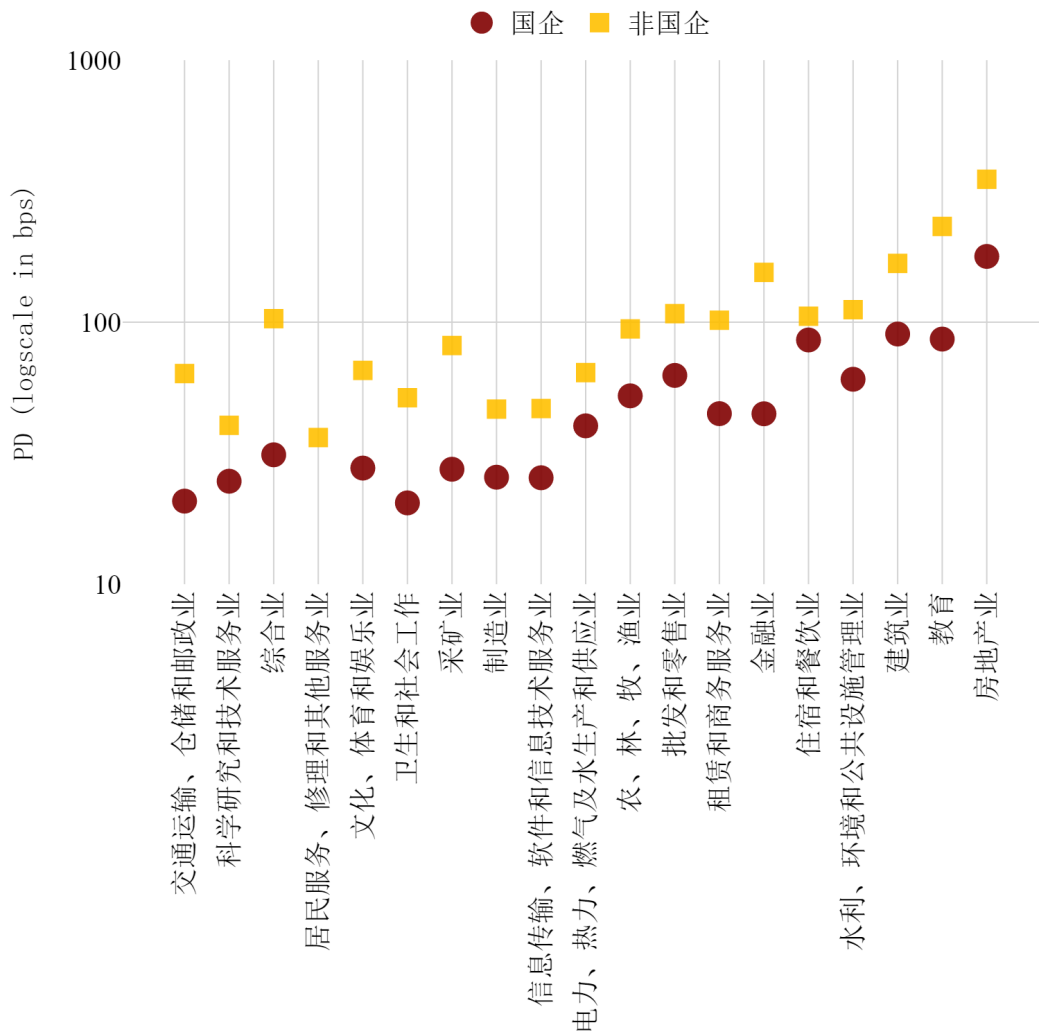


图3-11 我国各行业不同所有制A股上市公司PD中值¹⁵

根据本季度PD我们得到了各公司相应的PD_{iR}，并进一步根据所有制分组。图3-12对我国A股上市公司的PD_{iR}在不同所有制下的分布情况进行了展示，所有制与评级对应的数值代表当日处于该所有制与评级组别下的A股上市公司数量占该所有制A股上市公司总量的比例。从评级为B及以下的公司占比来看，国有公司为4.5%，非国有公司为14.1%；从评级为BBB及以上的公司占比来看，国有公司

为39.3%，非国有公司为30.5%。可以看出，国有公司普遍具有较低的信用违约风险，投资级上市公司明显多于非国有公司。

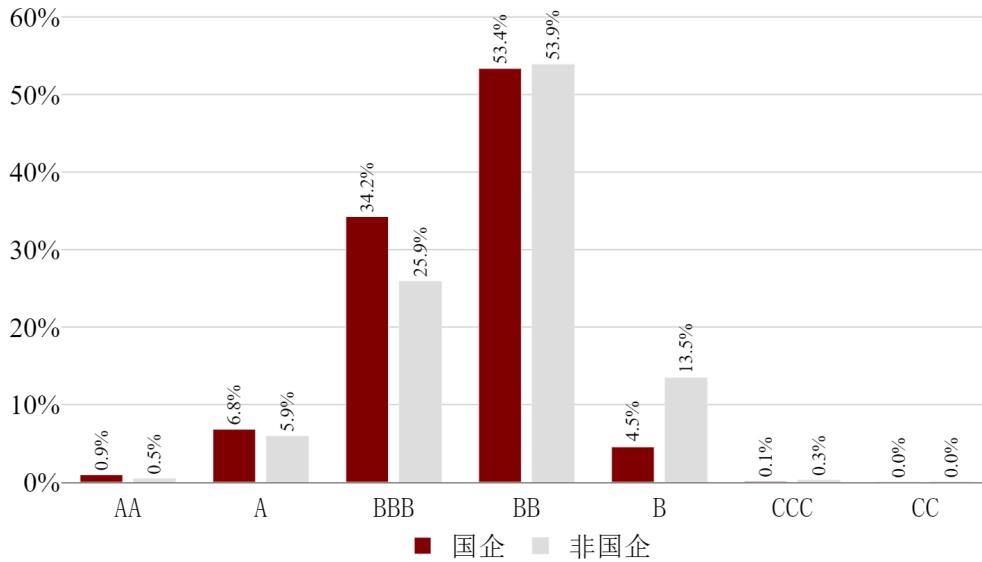


图3-12 我国不同所有制A股上市公司PD*i*R

¹⁴ NUS-CRI针对我国国企特征在模型中加入了国企虚拟变量，具体参见附录 <https://igsm.tsinghua.edu.cn/yjxm/gsxxyj/gspbm/index.htm>。关于国有企业的辨别，NUS-CRI根据中国政府公开的企业官方信息获取一家公司的国有企业信息，并且对国企名单进行定期更新。

¹⁵ 由于不同所有制及行业下的公司PD中值大多较为集中，而少数偏离较多，为了更加清晰的展示相对水平，本图纵轴使用了对数刻度。

3.5. 上市板块

我国A股市场发展至今，已发展出三个板块，分别为主板、创业板和科创板。主板市场也称为一板市场，是我国证券发行、上市及交易的主要场所，是资本市场中最重要的组成部分。创业板市场始于2009年10月30日，又被称为二板市场，是为具有高成长性的中小企业和高科技企业融资服务的资本市场。科创板于2019年6月13日正式开板，是我国首个实行注册制的场内市场，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。首先，我们展示了2006年至今以及近1年各板块A股上市公司的PD中值；其次，我们结合PDiR的分布情况分析各板块A股上市公司的信用违约风险差异。

从历史来看，近5年主板A股上市公司PD中值的历史平均水平约为0.64%，创业板约为0.59%；近2年科创板A股上市公司PD中值的历史平均水平约为0.25%。本季度主板A股上市公司PD中值约为0.52%，低于近5年历史平均水平0.12%；创业板A股上市公司PD中值约为0.48%，低于近5年历史平均水平0.11%；科创板A股上市公司PD中值约为0.26%，高于近2年历史平均水平0.02%。近5年主板A股上市公司违约风险下降了0.12%，创业板违约风险下降了0.09%，科创板近2年违约风险上升了0.11%。

从近期趋势来看，主板公司相比上季度下降0.07%，近1年下降0.19%；创业板公司相比上季度下降0.02%，近1年下降0.17%；科创板公司相比上季度下降0.04%，而近1年上升0.02%。下一季度预计不同板块的公司违约风险均有所上升，主板公司PD中值上升0.02%，创业板上升0.05%，科创板上升0.06%。

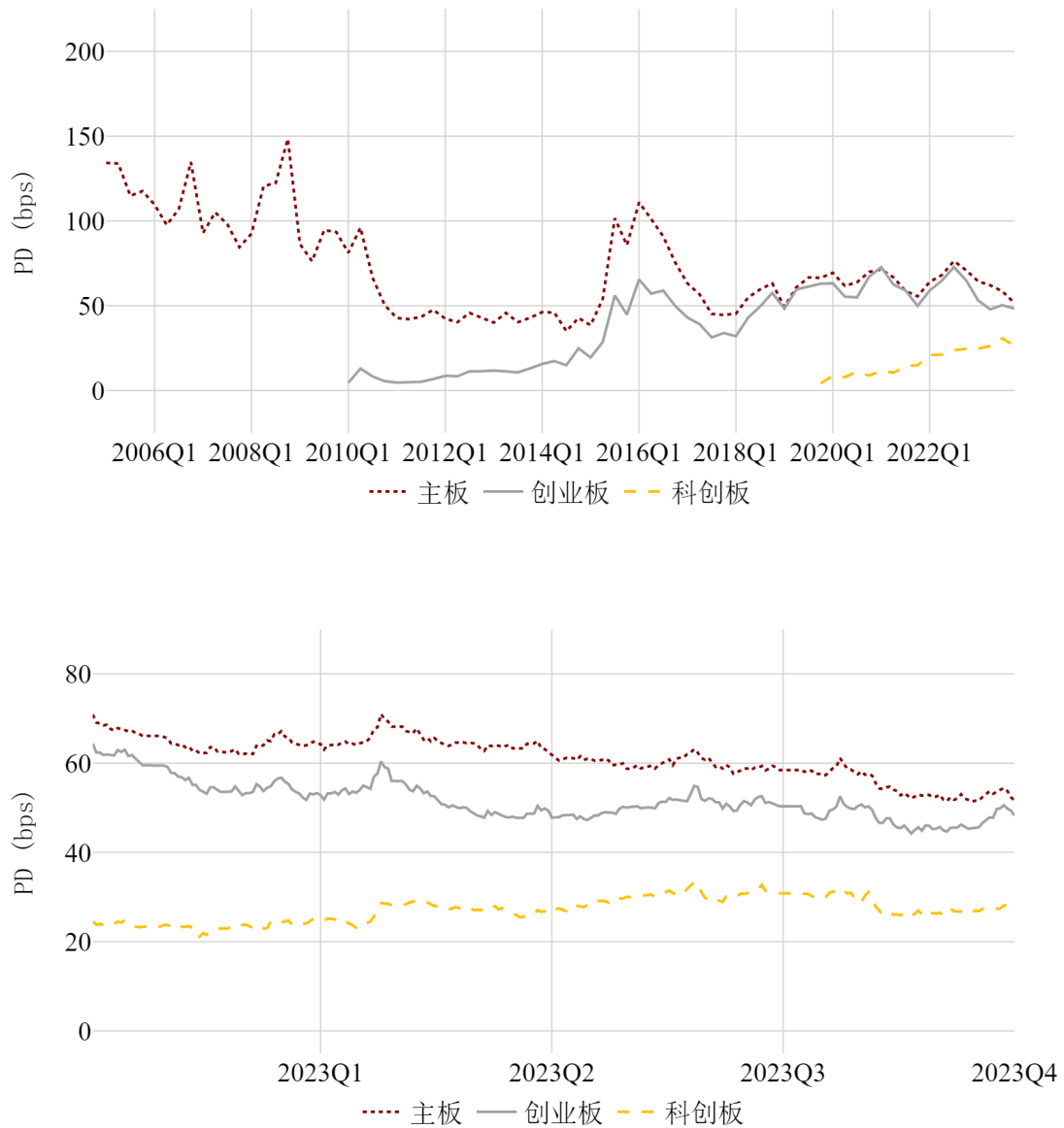


图3-13 我国不同板块A股上市公司PD中值

图3-14展示了本季度各行业不同板块上市公司的PD中值，总体来看，各行业下科创板公司均具有最低的违约风险。具体来说，创业板公司中，教育公司（2.82%），交通运输、仓储和邮政业公司（2.07%），建筑业公司（1.66%）等具有较高的违约风险；主板公司中，教育业公司（2.06%）和房地产业公司（1.93%）具有较高的违

约风险。

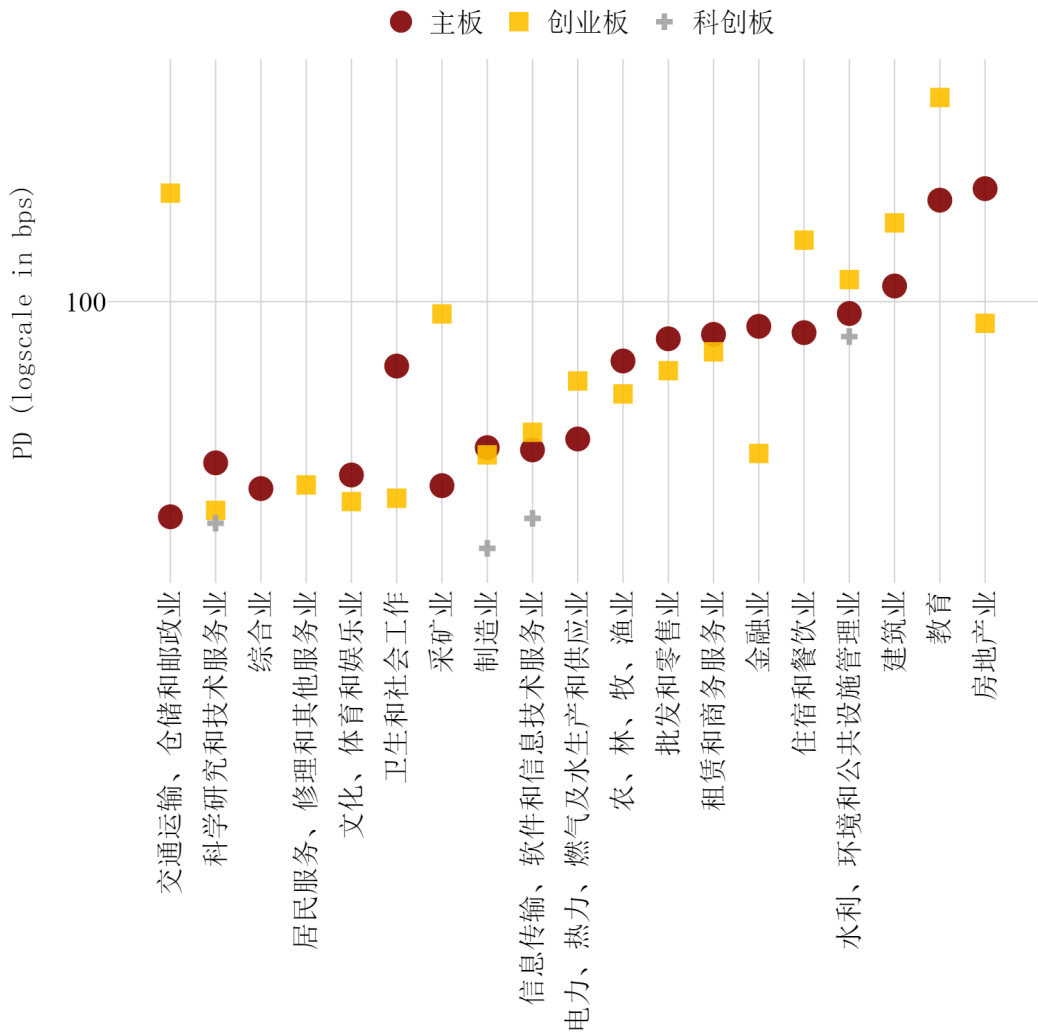


图3-14 我国各行业不同上市板块A股上市公司PD中值¹⁶

根据本季度的PD我们得到了各公司相应的PD_{iR}，并进一步根据上市板块分组。图3-15对我国A股上市公司的PD_{iR}在不同上市板块下的分布情况进行了展示，上市板块与评级对应的数值代表当日处于该上市板块与评级组别下的A股上市公司数量占该上市板块A股上市公司总量的比例。从评级为B及以下的公司占比来看，主板公司以13.4%居首位，创业板公司为10.0%，科创板为4.7%；从评级为BBB及以上的公司占比来看，科创板公司以53%高居首位，创业

2023

第四季度

板公司为35.7%，主板公司为28.8%。可以看出，本季度科创板公司中低违约风险的公司占比最多，高违约风险的公司占比最小，在整体分布上与主板和创业板存在明显差异。

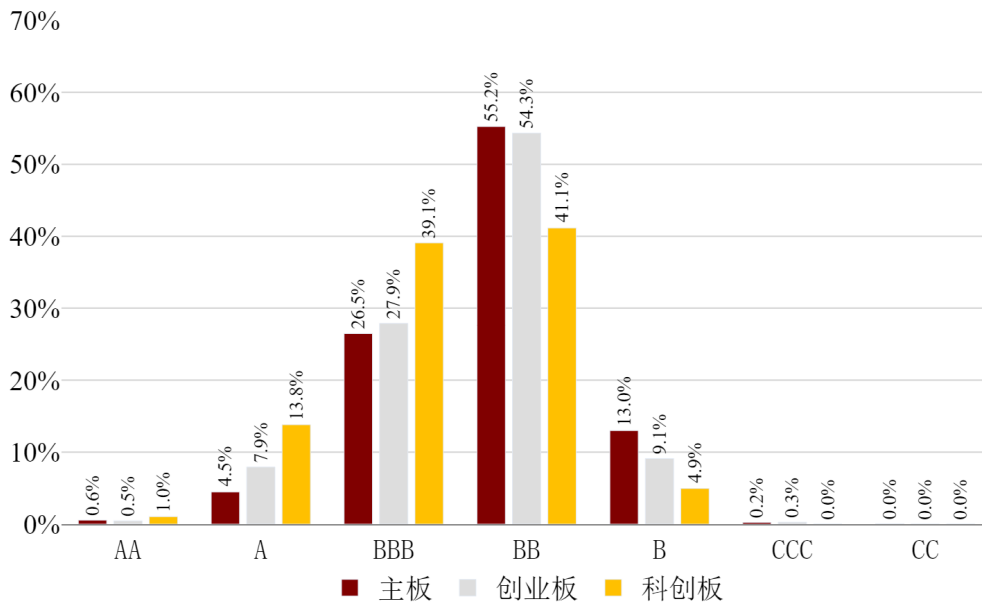


图3-15 我国不同板块A股上市公司PDiR

¹⁶ 由于不同上市板块及行业下的公司PD中值大多较为集中，而少数偏离较多，为了更加清晰的展示相对水平，本图纵轴使用了对数刻度。

3.6. 高风险警示

我国A股上市公司众多，为了给广大证券市场监管者、金融机构与投资者提供更加具体的风险警示，我们根据本季度的PD对所有公司进行了排序¹⁷。由于具有较高违约风险的A股上市公司许多已被标示了特别处理（ST），这些公司已经引起了公众的注意，而未被标示的高违约风险公司更需要引起人们的关注。因此，下面我们区分展示了PD最高的10家ST上市公司和非ST上市公司¹⁸。总体来看，10家ST公司本季度PD均高于5.70%，10家非ST公司PD均高于10.76%；在这20家公司中，12家为大型公司，8家属于制造业。

表3-3展示了本季度PD最高的10家ST上市公司的PD值以及总排名，相比上季度的PD与排名的变动值，以及下季度相比本季度的PD与排名的变动值¹⁹。

表 3-3: 我国PD排名前10的A股（ST）上市公司

公司简称	2023Q4		2023Q3→2023Q4		2023Q4→2024Q1	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
ST 柏龙	1	7089.75	-	-	84	-1603.90
ST 华仪	4	2854.00	-15	1898.19	84	-457.40
*ST 美尚	7	1868.96	-2	505.59	84	-226.93
*ST 天成	10	1569.25	5	20.05	85	-285.67
ST 美讯	14	1107.95	-24	358.69	86	-105.54
ST 榕泰	22	982.36	-	-	72	376.25
*ST 中迪	28	858.44	17	-489.08	91	-164.48
*ST 麦趣	35	767.18	14	-147.74	79	-33.37
ST 安泰	41	663.95	-12	91.70	85	-64.72
ST 金鸿	48	570.30	9	-110.43	85	-37.02

表3-4展示了本季度PD最高的10家非ST上市公司的PD值以及总排名，相比上季度的PD与排名的变动值，以及下季度相比本季度的PD与排名的变动值。

表 3-4: 我国PD排名前10的A股非（ST）上市公司

公司简称	2023Q4		2023Q3→2023Q4		2023Q4→2024Q1	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
爱迪尔	2	3528.85	-11	2339.11	84	-488.39
泛海控股	3	3354.95	-42	2726.42	84	-515.65
当代文体	5	2805.38	4	-5052.71	84	-446.89
新日恒力	6	1976.96	3	121.59	84	-273.20
步步高	8	1861.81	-	-	84	-239.60
越博动力	9	1576.50	7	-302.32	84	-151.99
华夏幸福	11	1477.48	-4	300.32	85	-204.23
长方集团	12	1368.91	-2	187.04	85	-126.54
世茂股份	13	1300.57	-13	438.83	85	-143.93
巴安水务	15	1075.62	5	-271.95	86	-114.78

2023

第四季度

表3-5详细给出了10家（ST）高违约风险公司的基本信息，包括证券简称、上市日期、上市交易所、上市板块、注册地所在省份、公司规模以及行业分类。

表 3-5: 我国PD排名前10的A股（ST）上市公司信息

证券简称	上市日期	交易所	板块	区域	规模	行业
ST 柏龙	2015-06-26	深圳	主板	东部	大型	科学研究和技术服务业
ST 华仪	2000-11-06	上海	主板	东部	大型	制造业
*ST 美尚	2015-12-22	深圳	创业板	东部	大型	水利、环境和公共设施管理业
*ST 天成	1997-11-27	上海	主板	西部	中型	制造业
ST 美讯	1996-04-18	上海	主板	东部	中型	制造业
ST 榕泰	2001-06-12	上海	主板	东部	中型	制造业
*ST 中迪	1996-10-10	深圳	主板	东部	中型	综合业
ST 安泰	2003-02-12	上海	主板	中部	大型	制造业
ST 金鸿	1996-12-10	深圳	主板	东北	大型	电力、热力、燃气及水生产和供应业
*ST 麦趣	-	深圳	主板	西部	大型	制造业

表3-6详细给出了10家（非ST）高违约风险公司的基本信息。

表 3-6: 我国PD排名前10的A股（非ST）上市公司信息

证券简称	上市日期	交易所	板块	区域	规模	行业
爱迪尔	2015-01-22	深圳	主板	东部	中型	制造业
泛海控股	1994-09-12	深圳	主板	东部	大型	金融业
当代文体	1998-03-03	上海	主板	中部	大型	文化、体育和娱乐业
新日恒力	1998-05-29	上海	主板	西部	中型	制造业
步步高	2008-06-19	深圳	主板	中部	大型	批发和零售业
越博动力	2018-05-08	深圳	创业板	东部	中型	制造业
华夏幸福	2003-12-30	上海	主板	东部	大型	房地产业
长方集团	2012-03-21	深圳	创业板	东部	大型	制造业
世茂股份	1994-02-04	上海	主板	东部	大型	房地产业
巴安水务	2011-09-16	深圳	创业板	东部	大型	水利、环境和公共设施管理业

¹⁷ 全部A股上市公司PD详见报告后附数据包。

¹⁸ ST即“特别处理（Special treatment）”，表示该上市公司财务状况或其它状况出现异常，存在退市风险。

¹⁹ PD单位表示为bps；上季度排名变动中“+”表示本季度相比上季度排名上升，“-”表示本季度相比上季度排名下降，数字为变动排名位次；下季度排名变动“+”表示本季度相比上季度排名上升，反之为下降，数字为变动排名位次；排名变动为0，表示排名无变动；排名变动为-，表示该季度无有效PD值。

四、历史回顾与未来展望

4.1. 历史违约回顾

接下来，我们对2023年第四季度发生的9起A股上市公司违约事件进行预测分析，以通过真实违约事件来检验本模型对于近期公司违约事件的预测能力²⁰。

表4-1分别给出了违约事件前1天以及前1年的PD、PD_{iR}以及该公司PD在所有公司中所处的百分位水平。此外，表中展示了违约公司的证券简称、违约日期、违约类型以及该公司的违约次数。若违约次数为1，则意味着该次违约是该公司的首次违约。从违约类型来看，本季度破产重整的A股上市公司有8家，利息违约的有1家。

可以看出，违约前1季度以及前1年的PD对大部分公司的违约行为具有较强的警示作用。在违约前1季度，9家公司中有9家公司的PD排名的百分位处于90%以上（前10%）；违约前1年，有6家公司PD排名的百分位处于90%以上（前10%）。因此，我国A股上市公司PD的排序对于公司的信用违约风险具有良好的预测作用，能够作为有效的早期预警指标。

表 4-1: 本季度A股上市公司违约事件与违约前PD

证券简称	违约日期	违约类型 ²¹	违约次数	违约前1季度			违约前1年		
				PD	PDiR	百分位	PD	PDiR	百分位
ST 起步	2023/10/23	利息违约	2	514.07	B	98.35%	191.04	BB	85.54%
景峰医药	2023/11/1	破产重整	2	284.66	B	93.89%	247.11	B	90.53%
西宁特钢	2023/11/6	破产重整	2	532.39	B	98.47%	408.74	B	96.53%
*ST 商城	2023/11/10	破产重整	4	1625.18	CCC	99.93%	-	-	-
新华联	2023/11/14	破产重整	8	1395.36	CCC	99.84%	815.75	B	99.34%
洲际油气	2023/11/21	破产重整	2	482.65	B	98.15%	928.65	B	99.5%
*ST 东洋	2023/11/24	破产重整	3	956.07	B	99.61%	-	-	-
京蓝科技	2023/11/27	破产重整	2	1484.69	B	99.89%	836.81	B	99.28%
吉药控股	2023/11/27	破产重整	4	839.64	B	99.38%	2049.03	CCC	99.95%

²⁰ 模型的全部历史预测表现详见报告后附数据包。

²¹ 违约与违约类型定义详见报告后附数据包。

2023

第四季度

4.2. 远期信用评估

本节展示了违约概率模型对公司信用违约概率未来3年走势的预测，包括A股市场整体、行业、规模、所有制以及上市板块6个部分。下述分析基于我国A股上市公司的远期违约概率（远期PD²²）均以2024年第一季度为起点，2026年第四季度为终点，以季度为间隔单位。

从A股市场整体来看，我国A股上市公司未来3年的信用违约风险水平呈先上升后逐步平稳趋势：A股市场PD中值预计于下季度升至0.52%（上升0.03%），1年后预计升至0.58%（上升0.09%），3年后预计进一步升至0.63%（上升0.15%）。

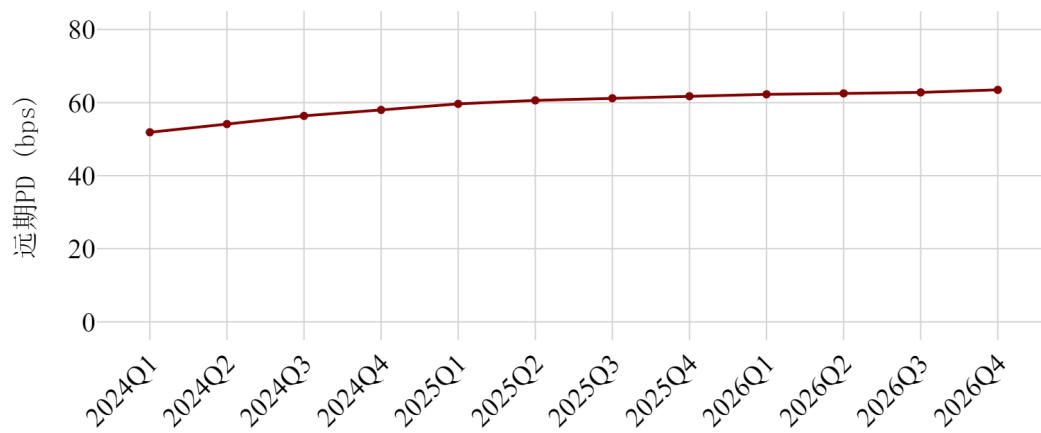


图4-1 我国A股上市公司未来3年的远期PD中值

表 4-2: 我国各行业A股上市公司的远期PD中值

行业	2024Q1		2024Q1→2024Q4		2021Q1→2026Q4	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
教育	1	167.83	0	-17.94	0	-36.18
房地产业	2	165.31	0	-28.57	1	-63.52
建筑业	3	112.32	0	-1.04	2	-21.36
水利、环境和公共设施管理业	4	105.97	0	-4.75	4	-24.30
金融业	5	87.64	0	13.33	-3	21.77
批发和零售业	6	84.32	2	-0.89	3	-4.68
租赁和商务服务业	7	82.72	0	2.71	-1	2.97
住宿和餐饮业	8	81.18	-2	5.07	-4	10.32
农、林、牧、渔业	9	71.15	0	2.87	3	0.19
卫生和社会工作	10	54.57	0	8.82	0	22.00
信息传输、软件和信息技术服务业	11	48.92	0	11.68	0	-
电力、热力、燃气及水生产和供应业	12	45.75	4	0.06	6	-0.43
制造业	13	45.15	0	6.63	0	13.33
采矿业	14	42.18	0	5.42	2	4.35
科学研究和技术服务业	15	41.77	2	2.16	0	5.98
文化、体育和娱乐业	16	40.61	2	1.21	1	5.55
综合业	17	39.17	-5	14.92	-10	42.86
居民服务、修理和其他服务业	18	39.05	-3	7.53	-4	14.11
交通运输、仓储和邮政业	19	31.50	0	1.64	0	6.65

表4-2展示了未来1季度、1年以及3年各行业违约风险变化情况，第2、3列展示了2024年一季度的预计违约风险排名与PD中值，第4、5列展示了1年后相比2024年一季度的预计违约风险排名与PD中值的变动情况，第6、7列展示了3年后相比2024年一季度的预计违约风险排名与PD中值的变动情况。

从规模来看，未来3年各规模公司违约风险均呈上升趋势，小微型公司违约风险的上升趋势最为明显：大型公司PD中值预计于3年后升至0.69%（上升0.14%），中型公司PD中值预计于3年后升至0.55%（上升0.15%），小微型公司PD中值预计于3年后升至0.33%（上升0.15%）。

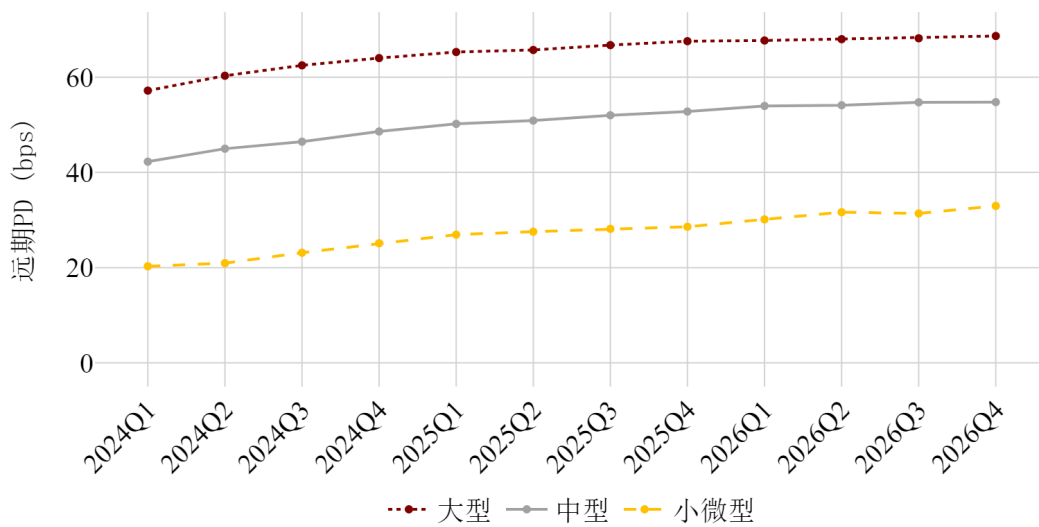


图4-2 我国不同规模A股上市公司的远期PD中值

从所有制来看，未来3年非国有公司仍具有较高的违约风险，并且其违约风险将进一步上升，而国有公司违约风险有小幅下降：国有公司PD中值预计1年后升至0.35%（上升0.01%），3年后升至0.35%（上升0.01%）；非国有公司PD中值预计于1年后升至0.69%（上升0.15%），并于3年后升至0.78%（上升0.24%）。

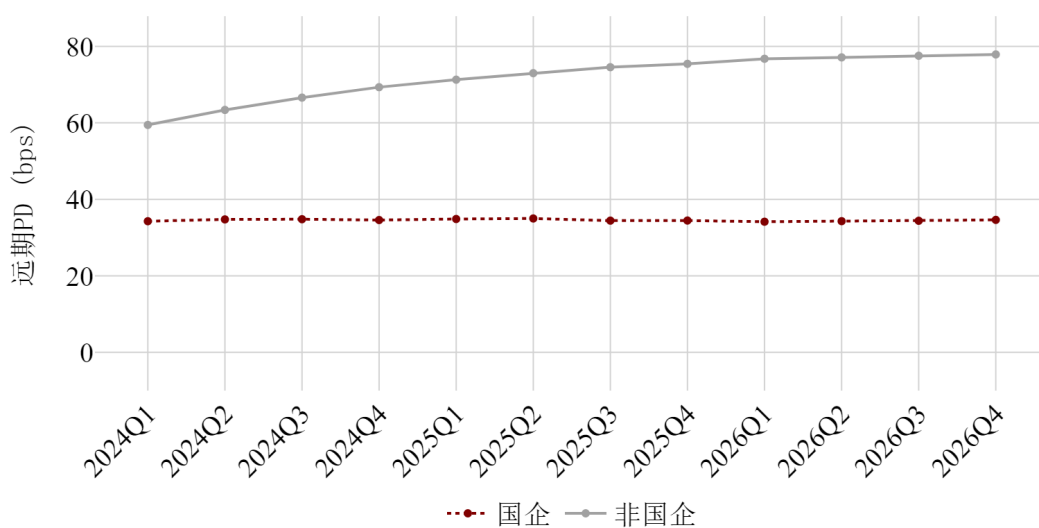


图4-3 我国不同所有制A股上市公司的远期PD中值

从上市板块来看，未来3年创业板公司的违约风险将超过主板居于首位，创业板和科创板公司的违约风险均呈上升趋势，主板公司的违约风险上升趋势不明显：主板公司PD中值预计于3年后升至0.62%（上升0.11%），创业板公司PD中值预计于3年后升至0.69%（上升0.21%），科创板公司PD中值预计于3年后升至0.54%（上升0.28%）。

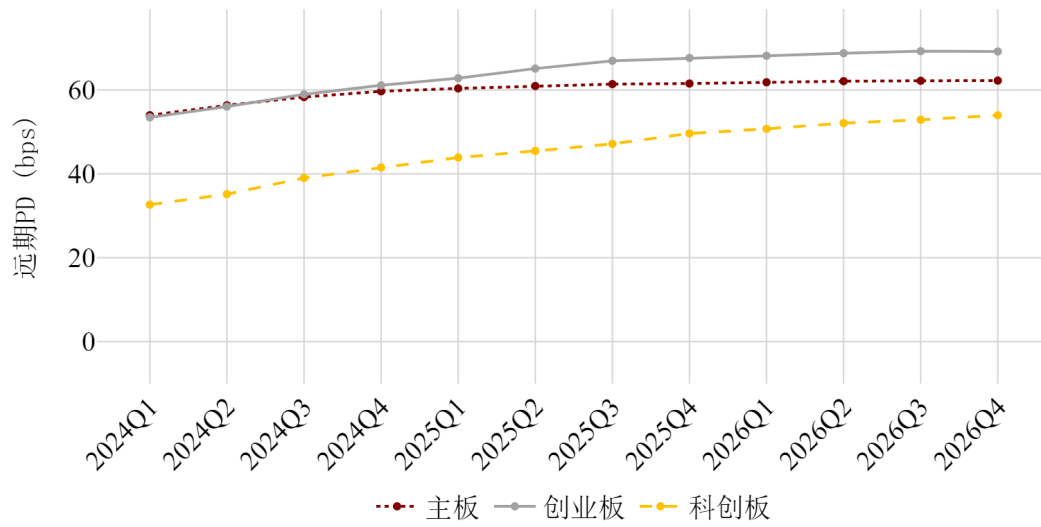


图4-4 我国不同板块A股上市公司的远期PD中值

²² 后称远期PD。远期PD由CRI计算，用于估计公司在未来某一段时间内的信用风险，默认为未来某一时点的一年期PD。例如，2022年第4季度的远期PD即2022年第4季度至2023年第4季度期间的违约概率，并假设公司在2022年第4季度前存活。

五、特别关注：穆迪下调评级展望事件

5.1. 事件概述

2023年12月5日，美国三大信贷评级机构之一的穆迪将中国主权信用评级展望由“稳定”下调至“负面”。根据穆迪的报告，下调评级有以下三点原因：房地产下行对中国中期经济增长形成拖累，融资平台债务影响国家财政情况，以及由于人口结构等因素的不利变化，经济增长有下行的可能性。

在下调评级展望的同时，穆迪依然维持中国主权长期本外币发行人评级为A1。穆迪认为中国的改革将持续促进GDP增长和生活水平提高，因此相比于其他A评级的经济体，中国的经济增长势头依旧是强劲的。

12月6日，穆迪又下调了一批中资企业的评级或其展望，约115家企业在列，分属于电力、交通运输、采矿、房地产等行业。此次调整涉及企业十分广泛，包括中国移动、中石油等国有企业，阿里巴巴、腾讯控股等民营企业，以及部分城投及地方国企。

12月7日，穆迪再将8家中资银行的评级展望降低，其中包括了国家开发银行等3家政策性银行以及中国农业银行等5家国有大行。同时，穆迪还公布了10家被调整的保险公司，中国出口信用保险公司、中国人寿保险股份有限公司等均在其列。由此事件出发，特别关注部分将进行违约风险分析，梳理此次事件的原因并考察其对A股企业信用状况的影响。

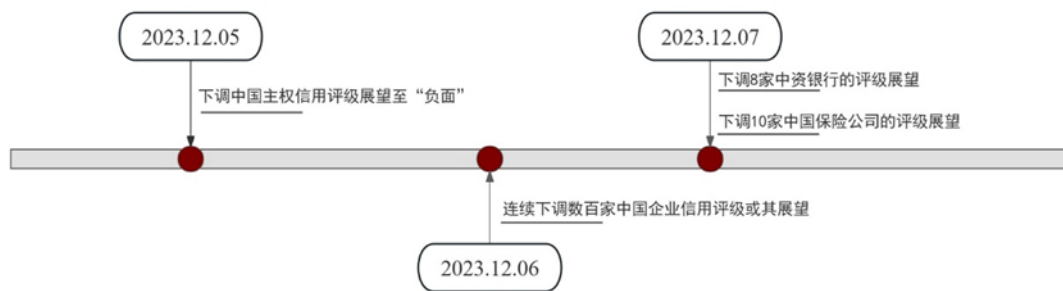


图5-1 穆迪下调评级展望时间轴值

5.2. 主权评级展望下调原因及影响分析

基于穆迪报告所列我国主权评级展望下调的原因，首先对我国经济基本面的风险做宏观分析。近年来我国经济正处于深刻的转型之中，叠加3年疫情影响，经济增长率下降，一些深层次的矛盾问题逐步凸显。2023年经济总体呈现修复趋势，第四季度GDP增速为5.2%，经济回归稳定；但CPI和PPI同比负增长，显示内需偏低。从拉动经济增长的各大因素看，消费对经济支持明显增加，成为经济“弱复苏”中的主要动力；而投资与外贸则是年内拖累经济的两大因素。总体来看，我国经济存在“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多”的困难和挑战。这种经济增长的乏力会显著影响财政收入，同时通过各种渠道扩大财政赤字，影响政府部门去杠杆的能力，加大主权信用风险。

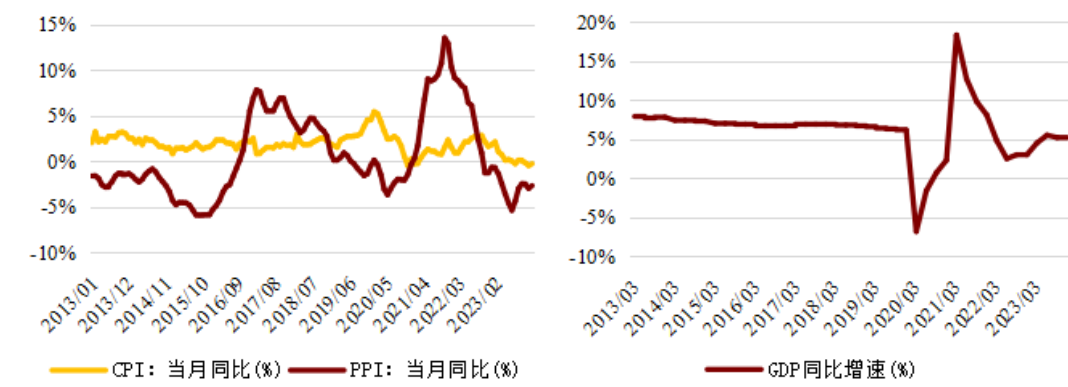


图5-2 近十年我国通货膨胀与GDP增速

具体看财政支出层面，由于预期不稳，居民部门和企业部门投资意愿不足，民间投资增速持续为负，民间投资占比回落至低位，因此只能由政府进行投资以拉动需求。另外，地方城投平台隐性债务是长久存在的问题，而由于房地产行业的下行，土地财政的运转模式难以为继，化解债务问题的重担也只能由政府承担，对我国财政状况产生负面影响。

穆迪在报告中还提到我国目前存在的社会风险也是评级下调的原因之一，这反映出我国经济在长期增长过程中积累的深层矛盾。目前我国人口老龄化程度持续加深，从两方面影响着我国主权信用状况。一方面，老龄化直接导致未来劳动力数量减少和创新能力的不足，影响生产力进步；同时由于消费人群减少和储蓄比例提高，我国可能持续面临有效需求不足和利率下行的状况。这就会导致我国经济在长期内缺乏增长动能，政府无法创造足够财政收入来支持债务偿还。另一方面，更为直接的影响则是政府在养老、社会服务、医疗等相关资源的投入必将加大，为公共财政带来压力。

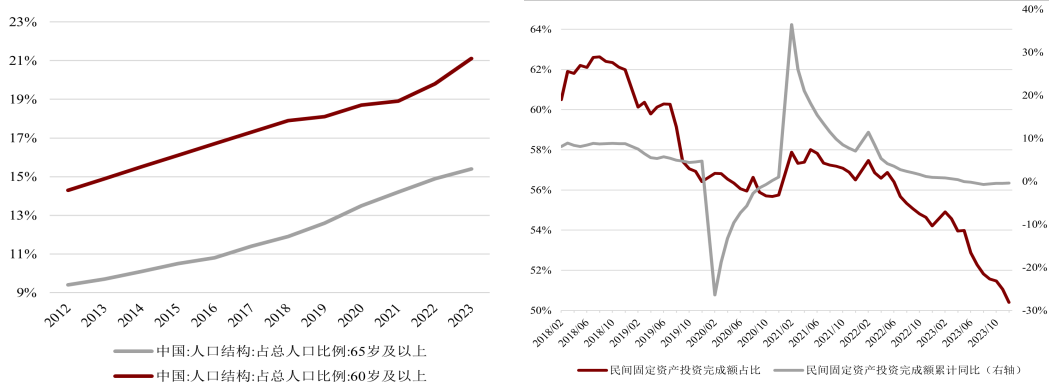


图5-3 老龄人群占比与民间投资情况

尽管存在经济下行的长期压力，但2023年第三季度后积极信号正在不断增加，明后年经济有望继续复苏并实现更加稳定的增长，未来中国仍将是全球经济增长的重要引擎。然而，穆迪在我国经济进行深刻转型之际下调中国主权信用评级展望，可能对我国未来主权及公司层面信用风险造成不利影响：主权评级可能降低会影响外国投资者对我国资产质量的信心，不利于外资进入，中国投资者也会倾向于选择其他国家利率更高且信用状况更良好的资产，加剧资本外流。投资者需求的减少会抬高国内资产融资成本，影响我国投资端修复速度，只能继续维持政府加杠杆的现状，加大财政压力。同时债务融资成本的增加使得政府不得不在其他渠道获得更多财政收入，这部分需求往往通过增加对企业的税收来实现，使得企业现金流状况恶化，违约风险上升。此外，对于部分依赖国际金融市场筹集资金的大型企业而言，该企业在国际市场的融资成本会相应增加，财务成本以及信用风险均会上升。

5.3. 行业及公司层面评级展望下调原因及影响分析

观察穆迪下调评级展望的公司所处的行业，根据证监会一级行业分类标准，集中于电力、热力、燃气及水生产和供应业；采矿业；房地产业；交通运输、仓储和邮政业；金融业这五大行业。对几大行业下调评级展望的原因进行分析，穆迪下调评级展望的房地产行业公司多为地方城投企业，这种负面预期来源于房地产行业的低迷（此前穆迪已大范围下调房企评级展望），使得依赖土地财政收入的地方政府面临财政压力，从而降低政府融资平台和其他地方国有企业的支持能力，城投公司的债务风险普遍增大。同时，由于国家财政支持力度的不足，电力、石油等能源供应行业以及地铁等交通运输行业的违约风险也会受此影响有所上升。而对金融行业而言，各大商业银行作为政府推动的一揽子地方政府融资平台债务解决措施的一部分，被要求通过延长重组贷款期限等方式来帮助企业缓解财务危机，但在也承担了更大的风险，带来自身资产质量下滑、资产负债期限错配等后果。

从PD中值来看，2023年12月5日穆迪评级公司将我国评级展望由“稳定”调整为“负面”后，我国A股上市公司PD中值整体上呈现小幅上升，说明我国A股上市公司信用违约风险受此影响略有抬高但并不明显。究其原因，由于A股上市公司的财务信息大多在10月中下旬披露三季报或提前披露业绩快报时被投资者得知，市场已在当期有所反应，PD值相应也在当期有所上升，则不会在评级下调时再做出额外反应。此外，三季报披露后PD值小幅上升又迅速回落，证明A股市场整体信用风险受此影响不大；具体到各行业所受影响是否存在异质性，将在以下进行分组分析。

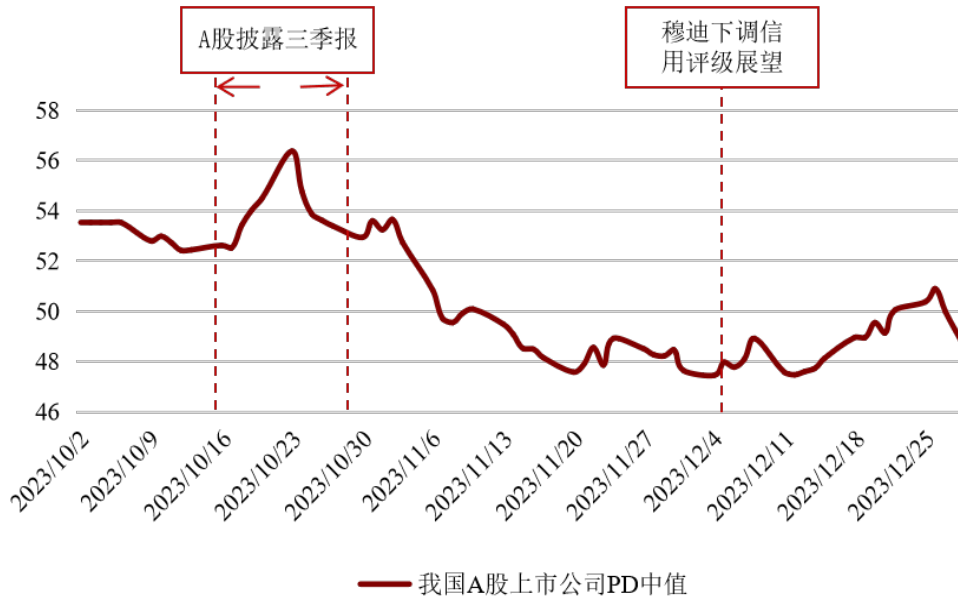


图5-4 2023年第四季度我国A股上市公司PD中值

我们将集中发生评级展望下调的五个行业分为一组，未下调评级展望的五个行业分为一组，取PD日度数据的平均值画图并分析异同。从图中可以看出，下调组的平均违约风险在评级展望下调前后普遍高于未下调组。在A股集中披露三季报的十月中下旬，两组PD值均有较为明显的上升。11月，在国家着力防范化解地方政府债务风险、拓宽企业融资渠道等措施的支持下，两组PD值均有明显降低，但下调组和未下调组的PD差距持续扩大，说明下调组的信用风险有所好转但整体情况不如未下调组。

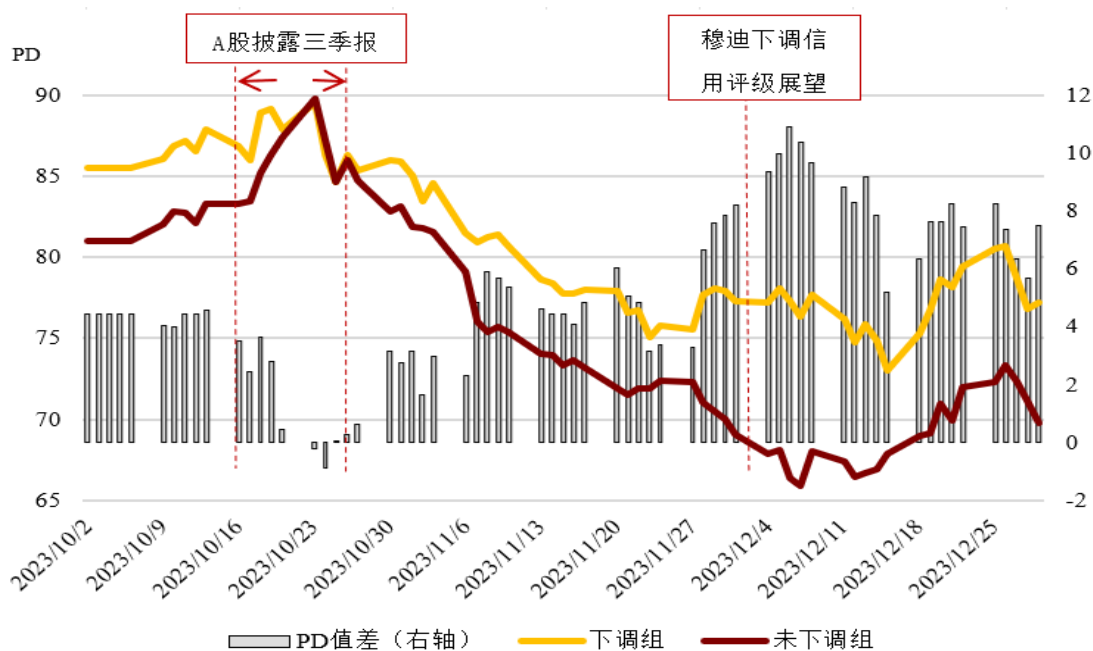


图5-5 被下调评级组与未下调组PD值走势

评级展望的下调一方面反映了行业违约风险的增大，另一方面也作为一个冲击事件，影响行业未来风险。历史上海外三大评级机构有四次均不同程度下调过中国主权评级或展望，虽然沪深指数显示下调与股票市场的走势并无相关性，但评级展望下调的影响更体现在信用方面，各企业可能面临由于信用风险上升带来的融资约束以及税收成本提高的困境。对比部分房企此前在被下调评级前后的发债情况，普遍呈现出新发行公司债利率上升、期限缩短的现象；从上图也可知穆迪下调我国主权评级展望后，各行业均受到一定冲击，在23年末PD值又有所抬升，且被下调评级展望的行业组上升略幅度大于未被下调行业组。因此可以预期此轮被下调评级展望的一百余企业将会在未来面临更严格的流动性管理要求，企业长期资本投入受限，进而影响到未来扩张需求。

在考察行业PD值基础上，选取穆迪下调评级展望企业中部分上

市公司绘制PD图。分别在电力、采矿、金融业中选取长江电力、海油工程、长城证券三家公司²³，发现其PD值的大幅变动同样发生在财报披露日（10月30日）前后，而评级展望调降后PD值有所增大但幅度较小。长江电力作为以往信用风险状况良好的企业，PD持续走高，主要由于2023年上半年营业收入和净利润同比均出现负增长，且连续五年货币资金与有息负债差额为负并持续扩大，存在一定违约风险；但长江电力拥有大量未使用银行授信额度与流动性强的公用事业国企股票投资组合，后续融资渠道畅通，且受到母公司三峡集团的支持，因此综合来看受到评级展望下调事件的影响不大。海油工程是中海油集团子公司，容易受到中海油评级展望下调的影响。海油工程的PD值在评级展望下调前振荡变化，下调后PD值明显提高，体现出事件冲击。长城证券在23年三季度报中显示业绩大幅增长，且后续陆续发行大规模公司债进行融资，缓解了短期内流动性不足的问题，违约风险大幅下降；但穆迪下调其母公司华能集团的评级展望后，大幅下降的PD值又有小幅抬升。考虑到长城证券自身财务状况不稳定，业绩增长主要依靠投资股票收益，且受到头部券商的挤压，PD值上升是对信用风险的客观反映²⁴。

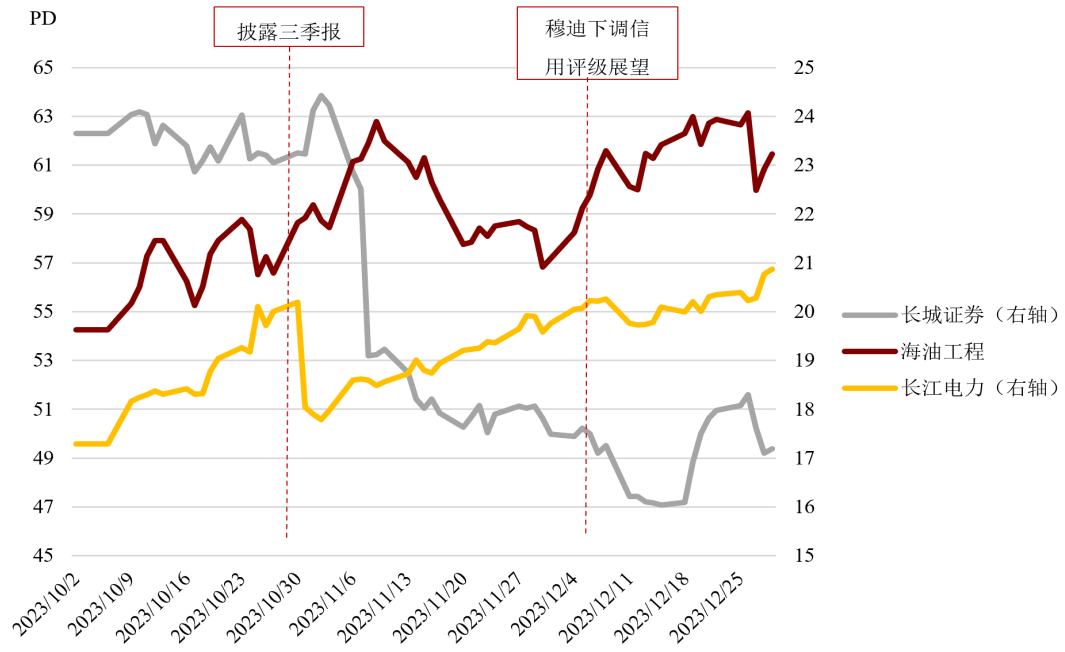


图5-6 部分企业PD值走势

²³ 选择标准为PD值可得且有较为明显变动的企业

²⁴ 以上公司层面数据均来自于公开披露的财报

清华大学全球证券市场研究院



地址：北京市海淀区清华大学经济管理学院伟伦楼

邮编：100084

邮箱：igsm@sem.tsinghua.edu.cn

网址：<http://igsm.tsinghua.edu.cn>



清华大学全球证券市场研究院

Institute for Global Securities Market, Tsinghua University