



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

2024  
第二季度

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

2024.9

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

助研学生： 陈超越 冯旖婷 冯子朔 刘钰坤 庞宇豪

王可伊 吴思远 徐 婷 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)

2024

第二季度

## 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。

2024

第二季度

## 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。

2024

第二季度

# 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 .....	9
3.1. A股市场 .....	9
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 .....	43
5.1. 消费板块 .....	43
5.1.1 宏观背景 .....	43
5.1.2 A股消费板块信用风险逻辑分析 .....	44
5.1.3 重要风险提示 .....	49



<b>5.2. 信托行业</b> .....	54
<b>5.2.1 近期信托行业风险事件一览</b> .....	54
<b>5.2.2 信托公司信用风险上升的原因探讨</b> .....	55
<b>5.2.3 连锁反应：信托业与房地产、银行业的关联性</b> ....	57
<b>5.2.4 未来风险展望</b> .....	61

## 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

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 居民消费信心指数（左）与社会消费品零售总额同比增速（右） .....	44
图5-2 居民收入及消费支出、CPI走势 .....	44
图5-3 必需消费品、非必需消费品板块日度PD中值 .....	46
图5-4 必需消费品、非必需消费品营业收入与净利润同比增速对比 ..	47
图5-5 必需消费品、非必需消费品应收账款周转率对比 .....	49
图5-6 必需消费品、非必需消费品现金比率与资产负债率对比 .....	50
图5-7 金新农日度PD值 .....	51
图5-8 傲农生物与金新农生猪养殖规模及偿债指标 .....	52
图5-9 牛、羊、猪肉CPI环比 .....	53
图5-10 信托业营业收入与净利润 .....	55
图5-11 房地产行业PD值变动 .....	58
图5-12 建元信托PD变动与房地产行业的关联性 .....	59
图5-13 信托业与银行业的关联机制 .....	60
图5-14 陕国投A与建元信托的PD值 .....	62

## 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12家上市公司发生违约事件，相比上季度增加了7家
- ▶ 本季度我国A股市场整体违约风险有所上升，信用质量较低公司占比下降
- ▶ 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，水利、环境和公共设施管理业，建筑业，住宿和餐饮业
- ▶ 本季度各规模A股上市公司的违约风险均高于近5年历史平均水平，短期内各规模A股上市公司PD中值均呈现上升的趋势
- ▶ 本季度主板、创业板与科创板公司违约风险均有所提高

### 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）<sup>1</sup>，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2024年第二季度<sup>2</sup>，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，当前我国仍处于新旧动能转换阵痛期，国内有效需求不足和经济运行分化矛盾短期难以改变。受国内外多重因素影响，本季度我国GDP增速为4.7%，未达近5年平均水准4.93%；通货膨胀水平（基于CPI）则降至0.2%。我国新旧动能的“二八”分化格局，意味着即使新动能快速发展，

2024

第一季度

也难以解决80%传统旧动能收缩导致的需求不足问题；有效需求不足会反过来强化预期转差和信心不足问题，导致居民、企业微观主体的消费、投资行为收缩，使经济增长内生动能下降。在此基础上，经济增速放缓难以避免。此外，伴随经济结构转型引发的信贷依赖度下降，加之需求乏力和金融数据“挤水分”的影响，当前货币和信贷指标整体偏弱，我国处于金融周期下行阶段，上证综指同样承担下跌压力。截至2024年第二季度末，上证综指为2967.4点，相比上季度末下降了73.77点。同时，得益于中央财政适度扩张和政府积极化解风险、强化经济韧性，本季度仅有12家上市公司发生违约事件，违约数量虽比上季度略有增加，但违约率同比下降0.35%，公司违约情况得到较好控制。不过在经济增速承压、高利率环境和债务高企的大环境下，仍需重点关注全球“超级大选年”的政策走向，防范他国政策的外溢冲击。

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高于近5年的平均水平，近1年来违约风险波动上升。本季度A股市场PD中值为0.54%，相比上季度约上升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和BB评级公司占比上升，B及以下公司占比下降，A及以上公司占比基本不变。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，水利、环境和公共设施管理业，建筑业，住宿和餐饮业。从历史来看，上述五种行业本季度PD中值均已超过近5年的历史平均水平。水利、环境和公共设施管理业依赖政府投资和公共服务收费，受政策调整、财政状况波动影响显著，行业竞争加剧、资金密集且投入周期长，加之城市化进程中的复杂需求变化和环保要求提升，共同作用下增大了行业财务压力与不确定性，需要警惕资金链紧张及债务风险加剧，导致近期违约风险有所上升。住宿和餐饮业呈现新趋势，受收入增长放缓影响，全国社会消费品零售额增长速度趋缓，社会有效需求不足、社会预期偏弱，大城市消费增长承压，消费向周边城市外溢。下一季度预计住宿和餐饮业、卫生和社会工作以及交通运输、仓储和邮政业的违约风险将有小幅上升，房地产业的违约风险会大幅下降。从地区分布来看，中部地区的教育业和房地产业公司违约风险较高，西部地区的教育业和房地产业公司违约风险较高，东北地区的教育业公司，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，房地产业的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高于近5年历史平均水平，短期内各规模A股上市公司PD中值均呈现上升的趋势。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，小微型综合业公司次之。此外，中型水利、环境和公共设施管理业公司，大型房地产业公司以及大型教育业公司违约风险

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A股上市公司的违约风险低于近5年历史平均水平，非国有A股上市公司的违约风险高于近5年历史平均水平。从近1年趋势来看，国有与非国有公司违约风险小幅上升。近年来，国资国企改革进一步深化，不断提升改革的综合效能，完善管理监督体制机制，推动国有经济布局优化和结构调整，推动传统产业强基转型，抓好新兴产业战略布局。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，教育业和采矿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、创业板和科创板A股上市公司的违约风险均高于近5年历史平均水平。从近5年趋势来看，主板、创业板和科创板A股上市公司违约风险有所上升。从近1年趋势来看，主板、创业板和科创板违约风险均震荡收敛。下一季度预计不同板块的公司违约风险均有所下降。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，水利、环境和公共设施管理业公司等具有较高的违约风险；主板市场中，房地产业公司和教育业公司具有较高的违约风险。从PDiR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8.7%，10家非ST公司PD均高于20.7%；在这20家公司中，14家为大型公司，9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2024年第二季度实际发生的12起A股上市公司违约事件，其中包括6起债务重整，3起破产重组，3起贷款违约。预测结果表明，在违约前1季度，12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7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。

<sup>1</sup> 算法、模型、指标介绍以及PD<sub>iR</sub>的映射方法见  
<https://figsm.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。

<sup>2</sup> 本季度的指标基于2024年6月30日的数据。

<sup>3</sup> 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，近两年略显回落趋势。从本季度来看，我国A股上市公司的违约数量较上季度略有增加。

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。得益于宏观政策协同发力和新旧动能平稳转换，2024年上半年，中国经济奋力实现5%的中高速增长，展现出较强发展韧性。在此背景下，2024年第二季度，共有12家上市公司发生违约事件，占全部上市公司的0.27%，违约率环比增加0.07%，同比减少0.35%。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。

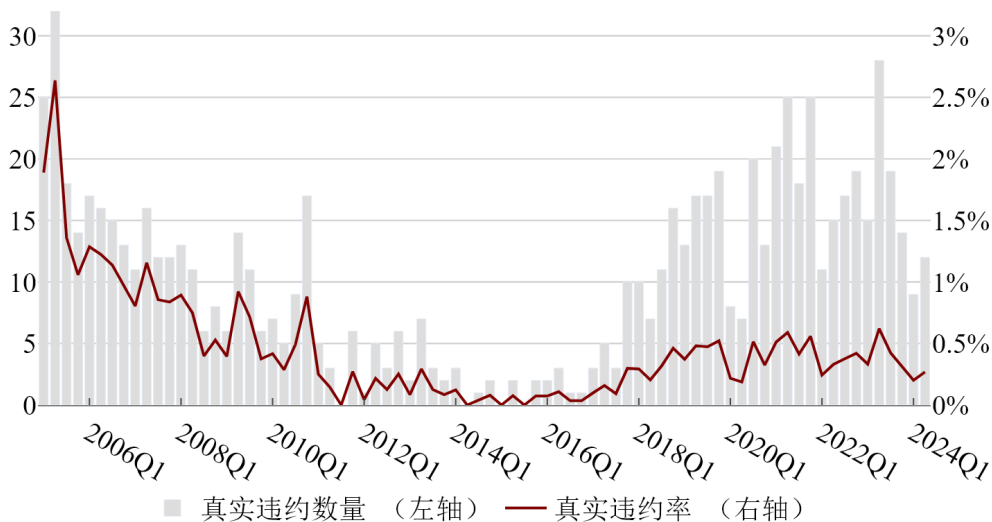


图2-1我国A股上市公司真实违约数量与违约率（当季值）

## 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。

首先，2024年第二季度GDP增速为4.7%，环比下降0.6%，同比下降1.6%。近5年来，我国GDP增速平均约为4.93%，本季度相比近5年平均水平有约0.23%的下滑。本季度公司违约率达0.27%。近5年，各季度公司违约率平均为0.39%，整体震荡收敛；近3年为0.38%；近1年为0.3%。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。

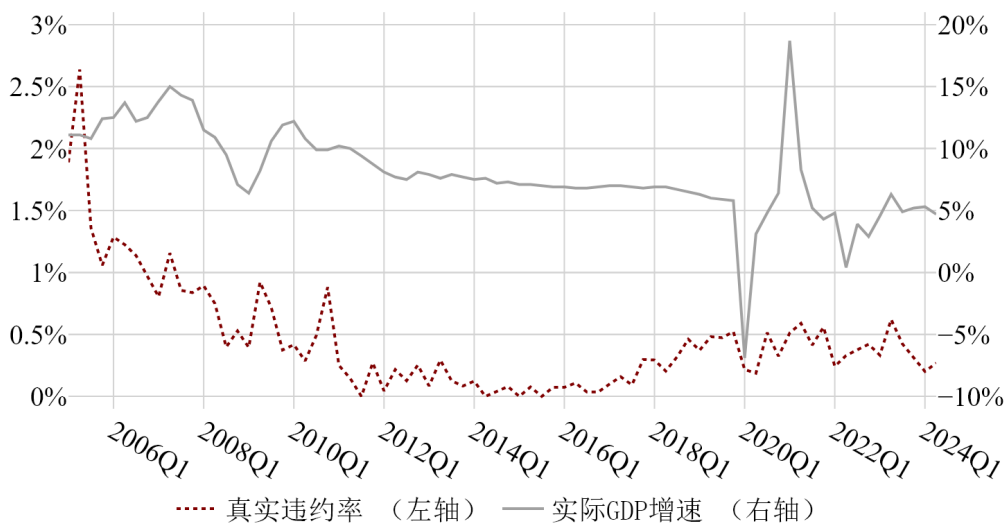


图2-2 实际GDP增速与真实违约率（当季值）

第二，以消费者价格指数（CPI）同比变化幅度作为衡量我国通货膨胀水平的代理变量。本季度CPI同比上涨0.2%。近5年来，我国平均CPI同比增长率约1.46%，本季度相比近5年平均水平约低1.26%。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。

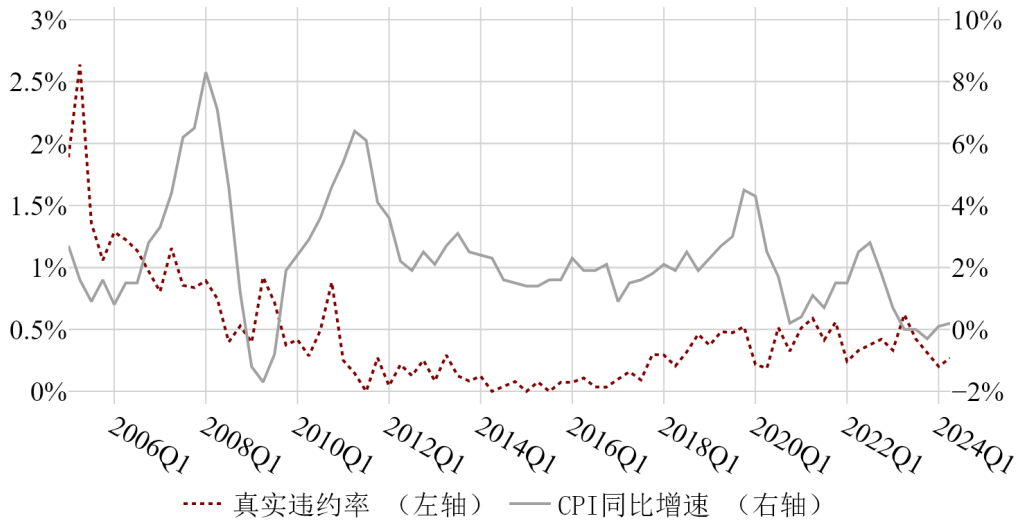


图2-3 通货膨胀率与真实违约率

最后，本季度上证综指承担下跌压力。截至本季度末，上证综指为2967.4点，相比上季度末下降了73.77点。图2-4展示了上证综指与A股上市公司真实违约率。



图2-4 上证综指与真实违约率

## 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衡量违约风险。

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。

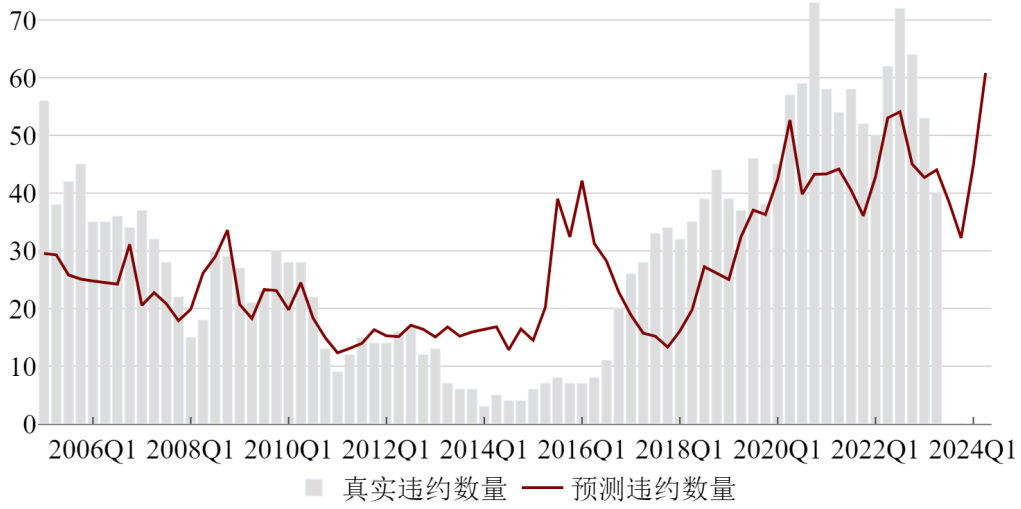


图3-1 我国A股上市公司违约预测能力

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

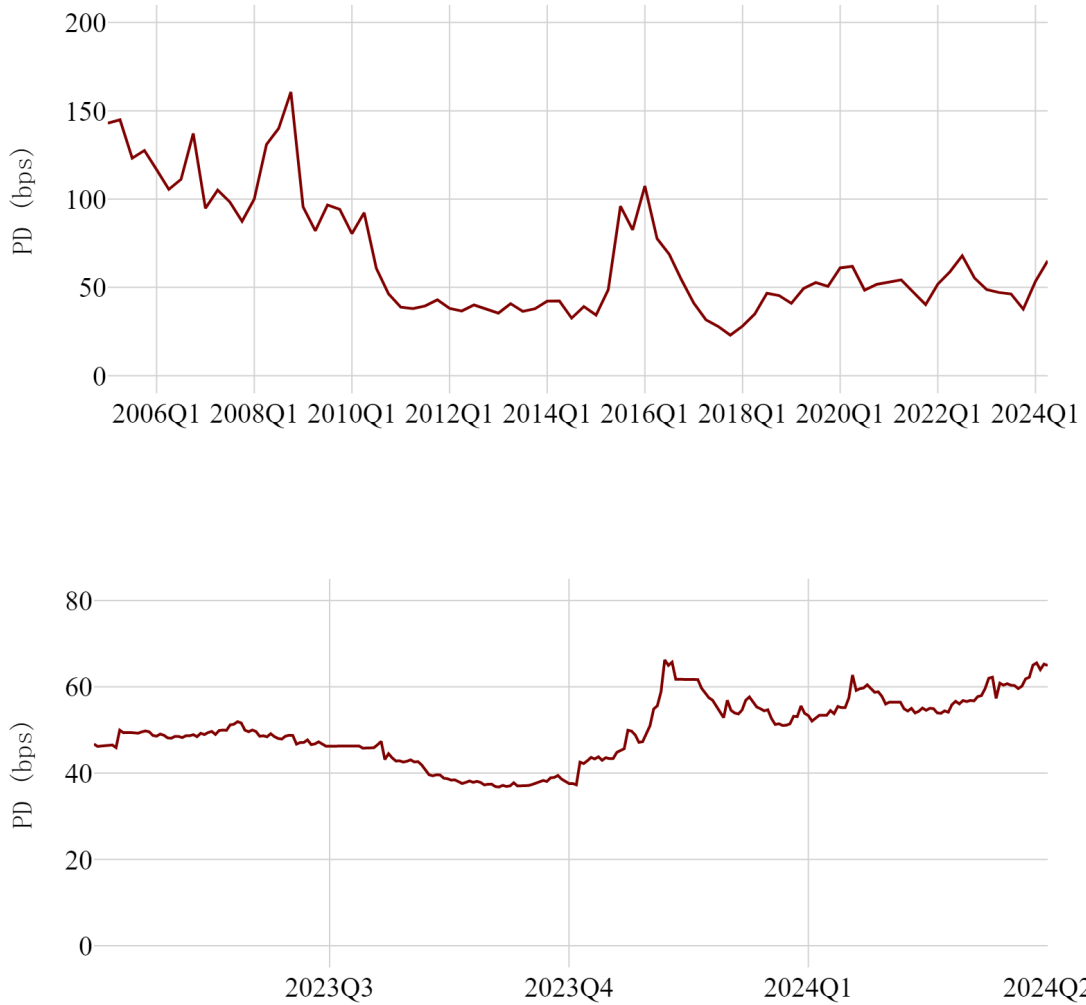


图3-2 我国A股上市公司PD中值

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<sub>iR</sub>，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<sub>iR</sub>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<sub>iR</sub>给出的评级比之国内评级相对较低，标准普尔的评级标准

在我国的适用性有限，因此PD<sub>iR</sub>仅可作为参考，本报告主要关注公司PD<sub>iR</sub>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，呈现出更为集中的趋势，具体而言：A股上市公司中A及以上评级占比增加了0.03%，BBB和BB评级占比增加了2.21%，B及以下评级占比减少了2.23%。预测下一季度A股上市公司中A及以上评级占比将减少0.78%，BBB和BB评级占比将增加0.39%，B及以下评级占比将增加0.38%。

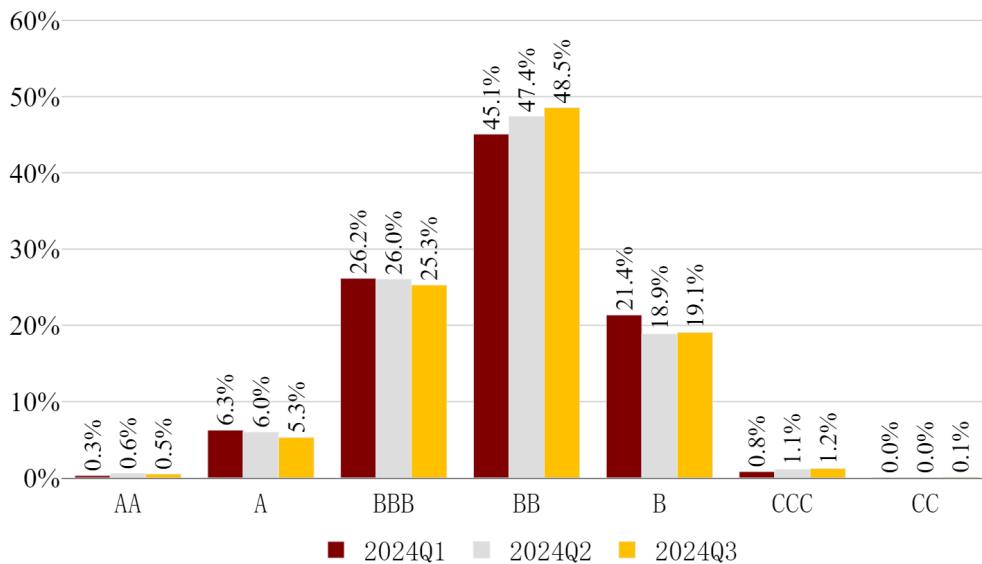


图3-3 我国A股上市公司PD<sub>iR</sub>

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，以及预测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	2024Q2		2024Q1→2024Q2		2024Q2→2024Q3	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
印度	1	89.78	0	6.16	0	11.62
中国	2	53.93	0	5.45	0	9.21
阿根廷	3	40.73	-7	27.58	0	9.24
巴西	4	38.74	1	7.94	0	5.74
法国	5	27.48	1	2.59	0	6.76
德国	6	21.45	0	0.01	0	6.93
意大利	7	19.00	-1	0.57	0	6.52
印尼	8	17.52	-3	5.03	3	2.63
土耳其	9	17.33	2	-2.19	-1	6.93
南非	10	17.15	5	-4.31	0	4.08
加拿大	11	16.38	2	0.97	-2	7.04
澳大利亚	12	10.43	-1	0.61	2	3.41
英国	13	10.03	1	-0.60	0	4.42
美国	14	8.37	0	0.76	-2	10.40
韩国	15	7.35	0	0.31	0	2.18
墨西哥	16	5.69	0	1.23	0	1.98
沙特阿拉伯	17	4.46	0	1.14	0	1.80
日本	18	1.52	0	0.38	0	0.76

2024

第二季度

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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<sup>6</sup>。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	2024Q2		2024Q1→2024Q2		2024Q2→2024Q3	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
房地产业	1	245.62	0	46.90	0.0	-24.66
教育	2	215.22	0	28.66	0.0	-1.63
水利、环境和公共设施管理业	3	174.81	0	45.96	0.0	3.66
建筑业	4	133.89	0	14.64	1.0	3.19
住宿和餐饮业	5	127.70	-3	46.57	-1.0	10.43
租赁和商务服务业	6	115.13	0	25.23	1.0	-5.99
批发和零售业	7	108.88	0	23.68	-1.0	1.80
农、林、牧、渔业	8	107.77	-1	30.51	0.0	-1.10
金融业	9	91.65	4	-7.51	0.0	-0.21
卫生和社会工作	10	70.80	-1	22.91	0.0	12.23
信息传输、软件和信息技术服务业	11	65.20	1	13.86	0.0	4.44
综合业	12	60.45	-1	13.40	-	-
制造业	13	58.25	1	11.19	-1.0	5.93
科学研究和技术服务业	14	56.94	-1	12.24	-1.0	5.78
文化、体育和娱乐业	15	48.25	-1	15.74	0.0	0.05
电力、热力、燃气及水生产和供应业	16	40.86	2	-4.21	-2.0	7.88
居民服务、修理和其他服务业	17	30.20	-2	13.06	1.0	-7.39
采矿业	18	29.88	1	-1.07	-1.0	4.79
交通运输、仓储和邮政业	19	24.40	1	1.28	-3.0	11.05

2024

第二季度

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<sup>7</sup>。从历史来看，上述五种行业的本季度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1.54%；其次是房地产业，近5年PD中值增幅为1.19%。从近1年趋势来看，五种行业的PD中值均有所上升，其中房地产业PD中值上升最为明显，增幅达0.79%。

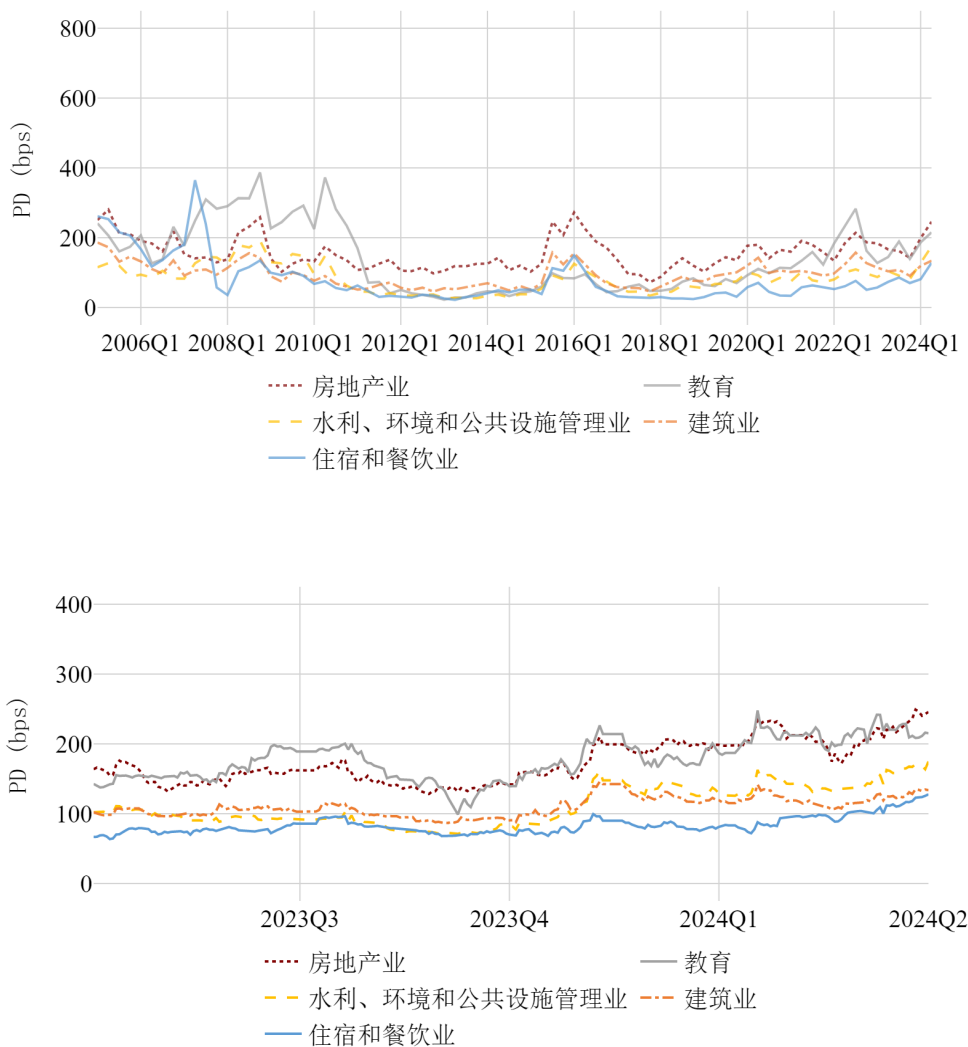


图3-4 我国各行业A股上市公司PD（前5位）<sup>8</sup>

图3-5展示了本季度各行业不同地区上市公司的PD中值<sup>9</sup>。对

比可知，中部地区的教育业公司（14.73%）和房地产业公司（5.56%）具有较高的违约风险；西部地区的教育业公司（3.68%）和房地产业公司（3.38%）具有较高的违约风险；东北地区的教育业公司（18.40%），水利、环境和公共设施管理业公司（3.35%）违约风险较高。

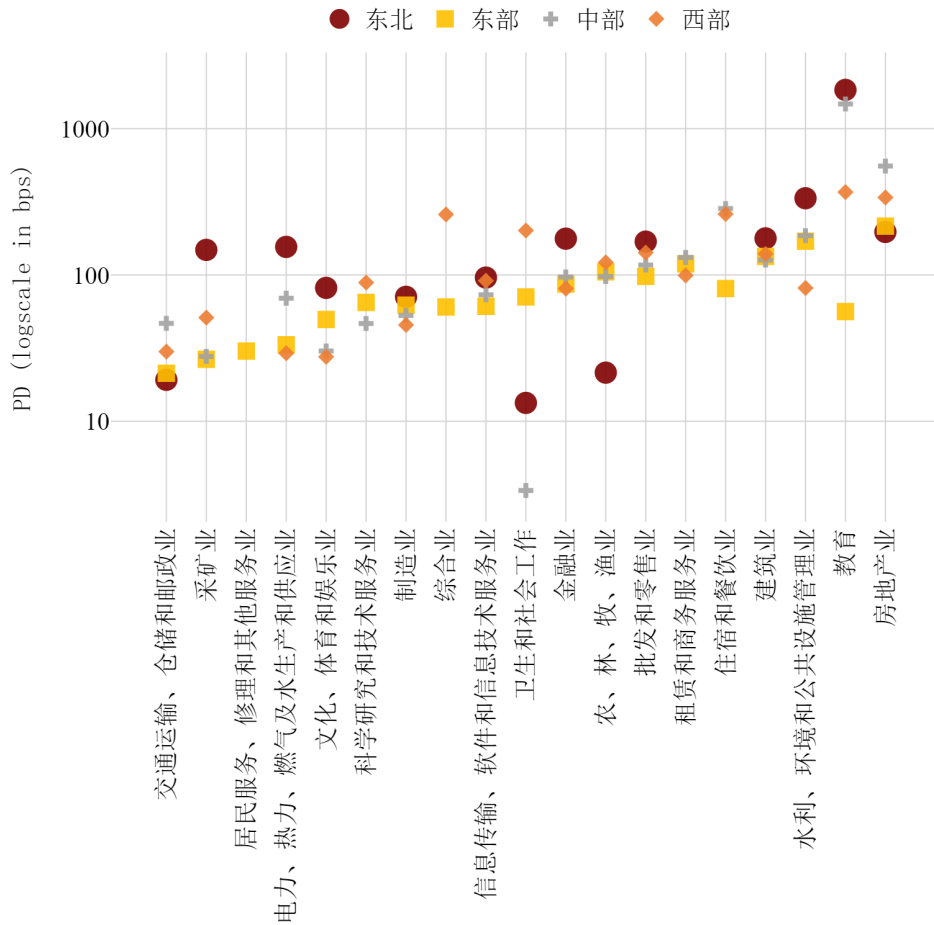


图3-5 我国各行业不同地区A股上市公司PD中值

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<sub>iR</sub><sup>10</sup>，图3-6对我国A股上市公司的PD<sub>iR</sub>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，房地产业以60.6%位居首位，教育业以50.0%居第二位，随后为水利、环境和公共设施管理业（46.3%），建筑业（36.4%）以及租赁和商务服务业（30.6%）。从评级为BBB及以上的公司占比来看，水利环境和公共设施管理业以20.7%位居首位，教育业以20.0%居第二位，随后为租赁和商务服务业（14.5%），建筑业（6.1%）以及房地产业（2.0%）。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。

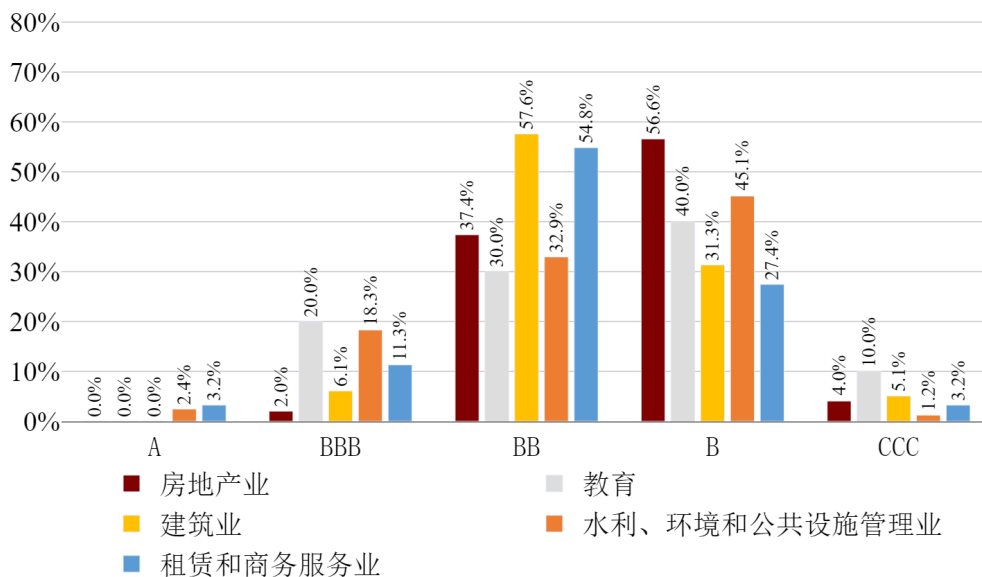


图3-6 我国各行业A股上市公司PD<sub>iR</sub>

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 全部行业的历史PD详见报告后附数据包。

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 全部行业的PD<sub>iR</sub>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）》<sup>11</sup>，将我国上市公司分为了大型、中型和小微型<sup>12</sup>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<sub>iR</sub>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。

短期内各规模A股上市公司PD中值均呈现上升的趋势：本季度大型A股上市公司PD中值约为0.7%，环比上升0.13%，同比上升0.18%，高于近5年历史平均水平0.13%；中型A股上市公司PD中值约为0.62%，环比上升0.12%，同比下降上升0.21%，高于近5年历史平均水平0.17%；小微型A股上市公司PD中值约为0.41%，环比上升0.16%，同比上升0.23%，高于近5年历史平均水平0.1%。图3-7展示了我国不同规模A股上市公司PD中值。

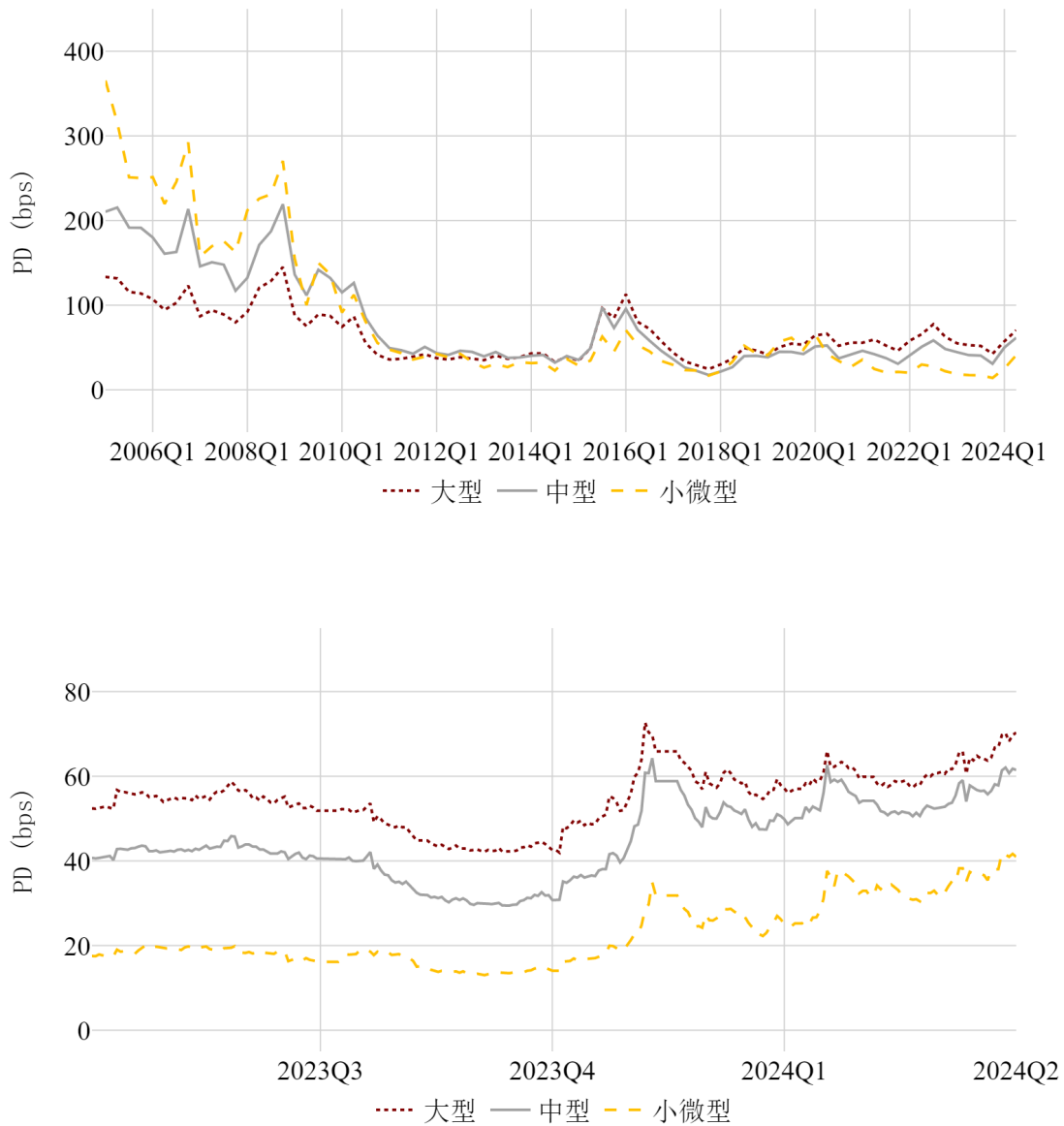


图3-7 我国不同规模A股上市公司PD中值

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（37.33%），小微型综合业公司次之（8.18%）。此外，中型水利、环境和公共设施管理业公司（4.57%），大型房地产业公司（2.52%）以及大型教育业公司（2.15%）违约风险较高。



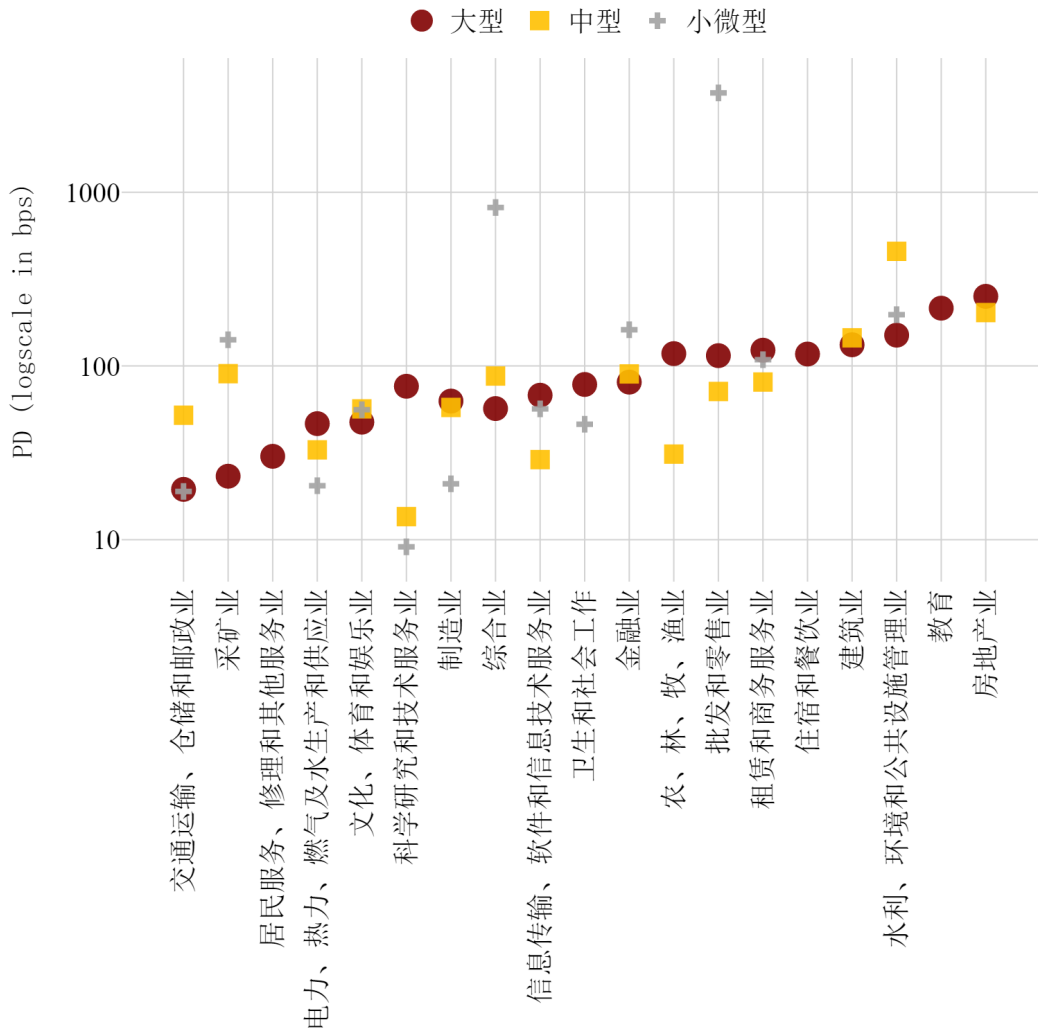


图3-8 我国各行业不同规模A股上市公司PD中值<sup>13</sup>

根据本季度PD我们得到了各公司相应的PD<sub>iR</sub>，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<sub>iR</sub>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，大型公司以20.9%高居首位，小微型公司为20.6%，中型公司为19.9%。从评级为BBB及以上的公司占比来看，小微型公司以49.2%位居首位，中型公司次之（33.7%），大型公司最少（30.6%）。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。

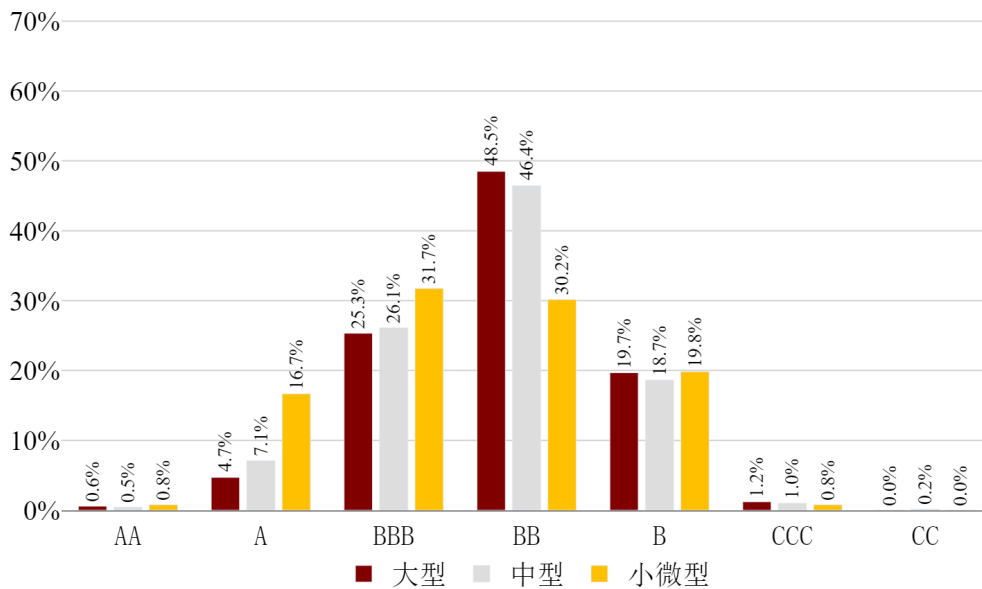


图3-9 我国不同规模A股上市公司PDiR

<sup>11</sup>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。

<sup>12</sup>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。

<sup>13</sup>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<sup>14</sup>。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<sub>iR</sub>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。

本季度A股国有上市公司PD中值约为0.4%，环比上升0.06%，同比上升0.05%，低于近5年历史平均水平0.02%。本季度A股非国有上市公司PD中值约为0.76%，环比上升0.16%，同比上升0.25%，高于近5年历史平均水平0.19%。图3-10展示了我国不同所有制A股上市公司PD中值。

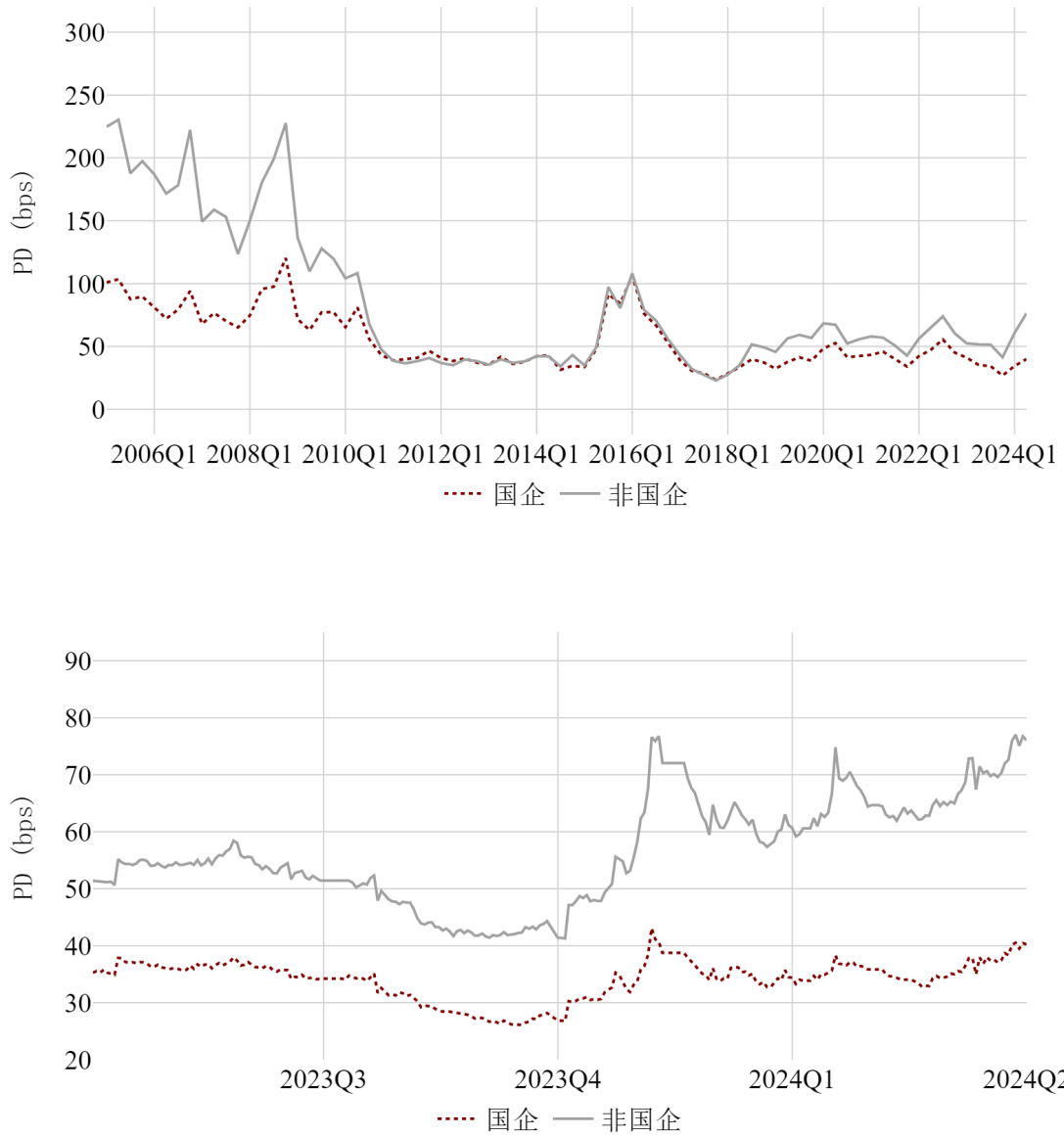


图3-10 我国不同所有制A股上市公司PD中值

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。

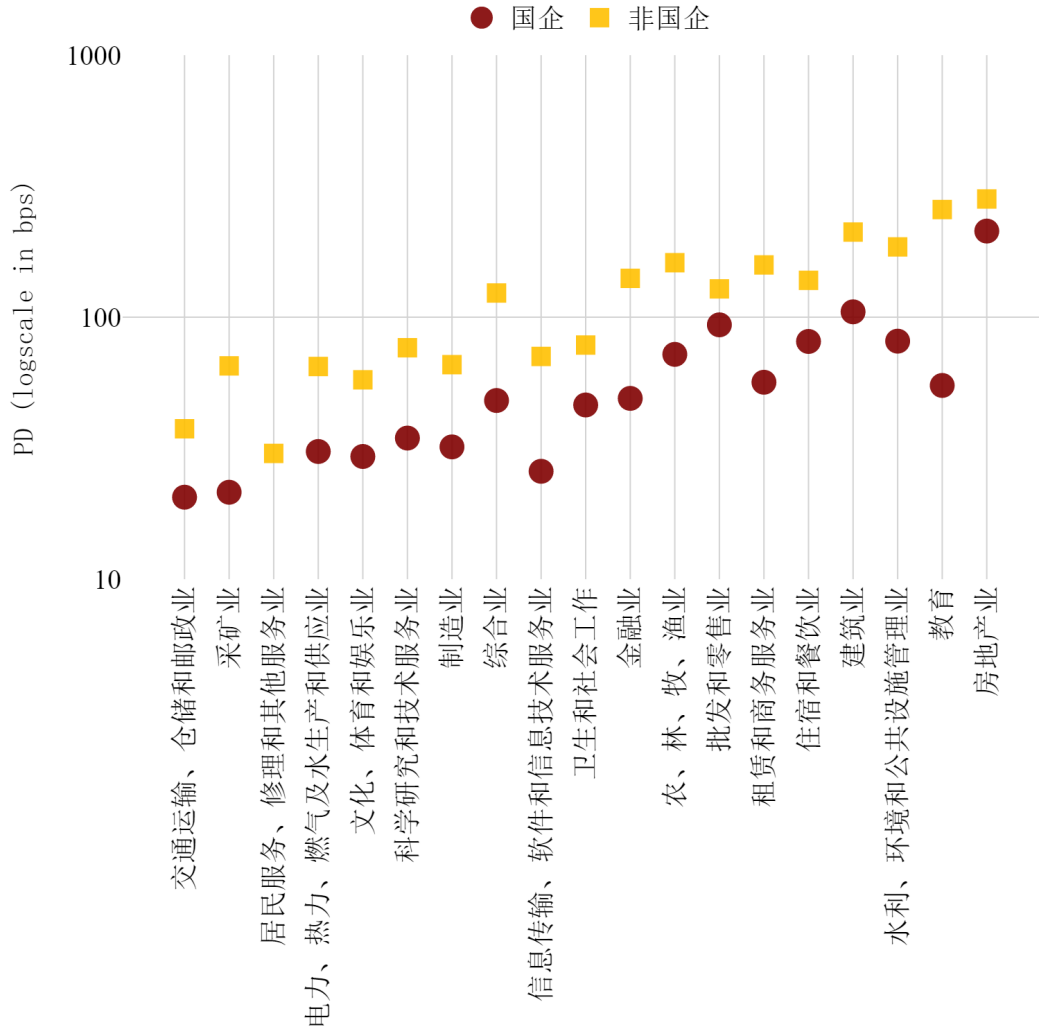


图3-11 我国各行业不同所有制A股上市公司PD中值<sup>15</sup>

根据本季度PD我们得到了各公司相应的PD<sub>iR</sub>，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<sub>iR</sub>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10.4%，非国有公司为23.0%；从评级为BBB及以上的公司占比来看，国有公司

2024

第二季度

为43.1%，非国有公司为29.4%。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。

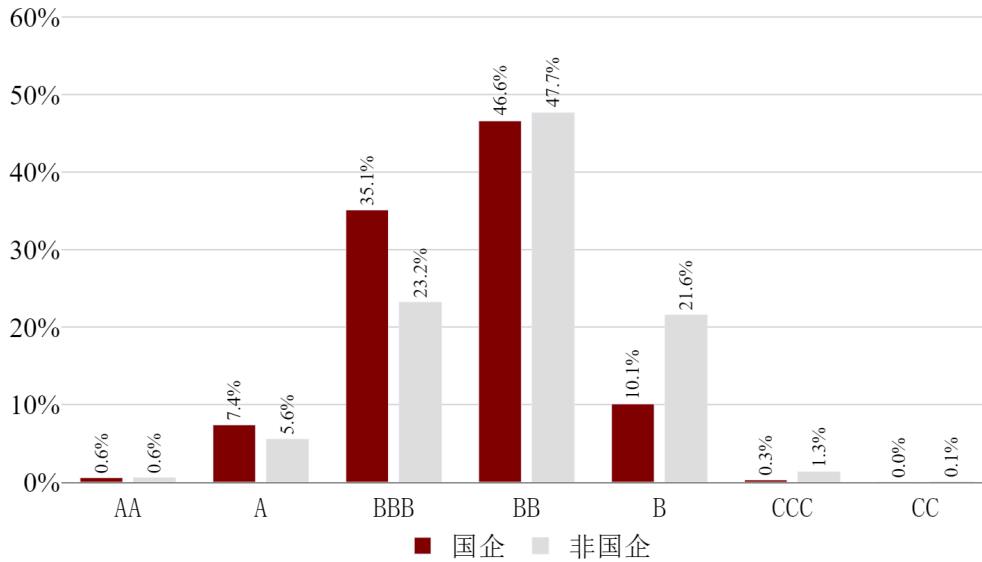


图3-12 我国不同所有制A股上市公司PD*i*R

<sup>14</sup> 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/gsxyyj/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。

<sup>15</sup> 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PD<sub>iR</sub>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。

本季度A股主板上市公司PD中值约为0.66%，环比上升0.12%，同比上升0.14%，高于近5年历史平均水平0.1%。本季度A股创业板上市公司PD中值约为0.71%，环比上升0.14%，同比上升0.3%，高于近5年历史平均水平0.19%。本季度A股科创板上市公司PD中值约为0.43%，环比上升0.08%，同比上升0.2%，高于近2年历史平均水平0.17%。图3-13展示了我国不同板块A股上市公司PD中值。

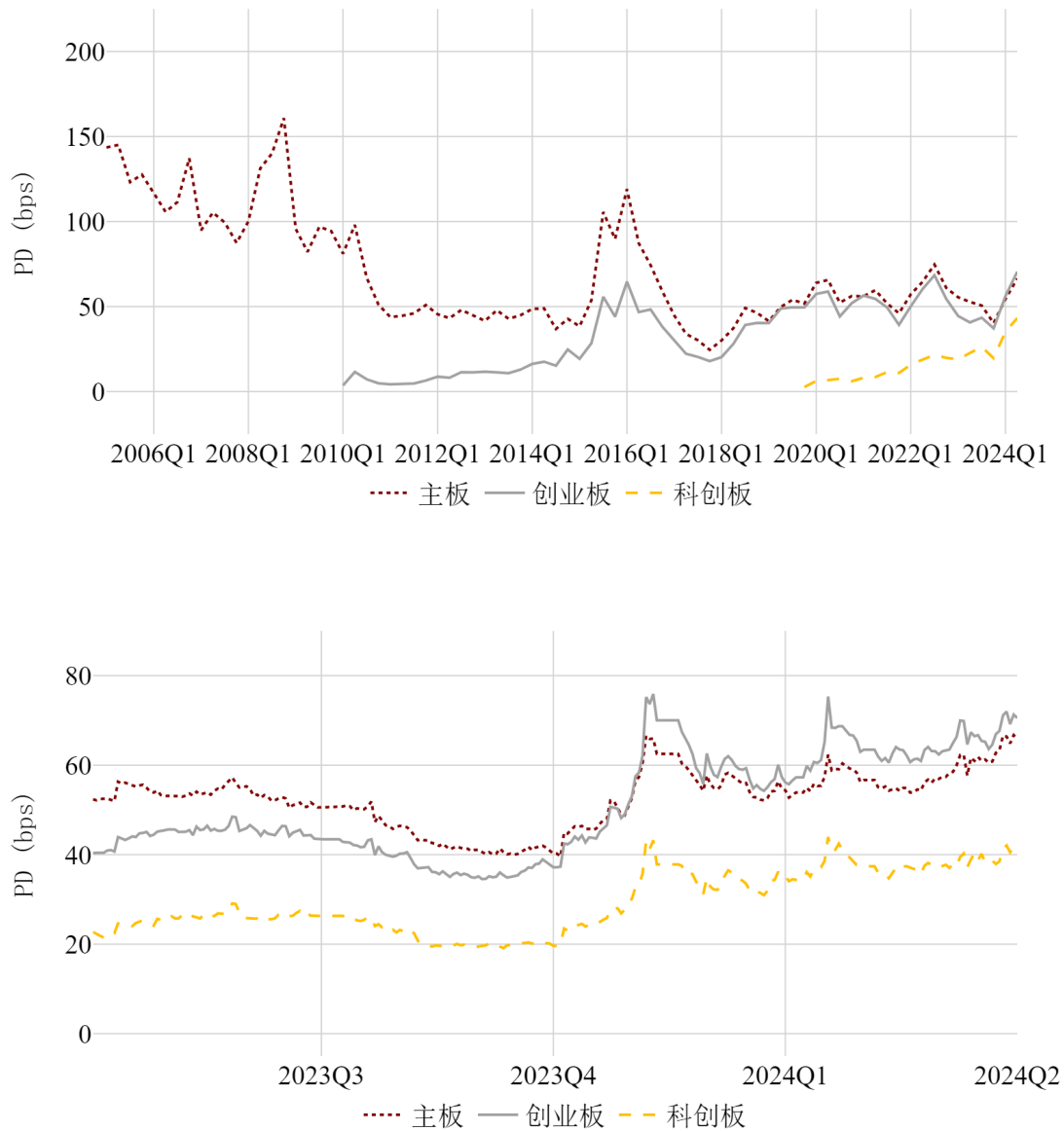


图3-13 我国不同板块A股上市公司PD中值

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（11.71%），交通运输、仓储和邮政业公司（2.58%），水利、环境和公共设施管理业公司（2.05%）等具有较高的违约风险；主板公司中，房地产业公司（2.46%）和教育业公司



(2.15%) 具有较高的违约风险。

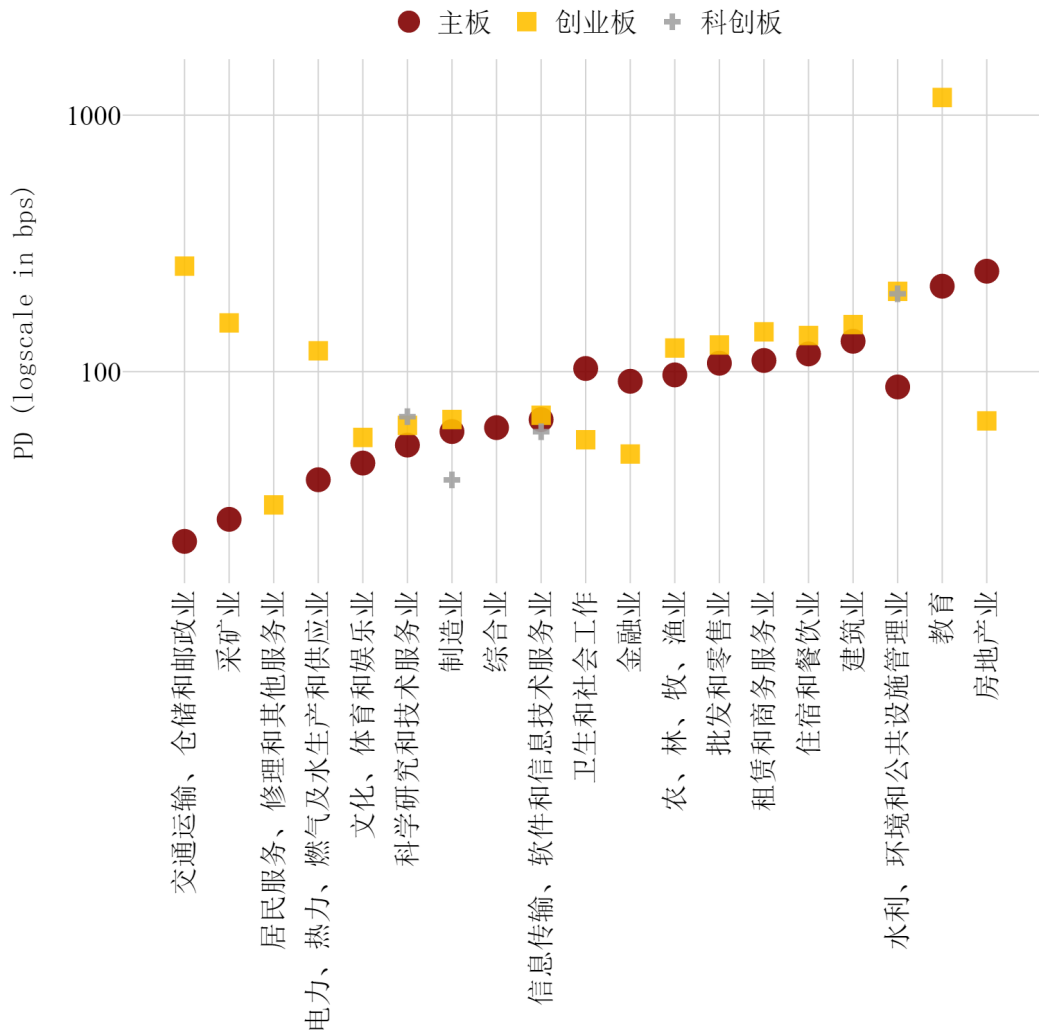


图3-14 我国各行业不同上市板块A股上市公司PD中值<sup>16</sup>

根据本季度的PD我们得到了各公司相应的PD<sub>iR</sub>，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<sub>iR</sub>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13.2%居首位，创业板公司为9.4%，科创板为4.9%；从评级为BBB及以上的公司占比来看，科创板公司以53.9%高居首位，创业

2024

第二季度

板公司为36.3%，主板公司为31.6%。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。

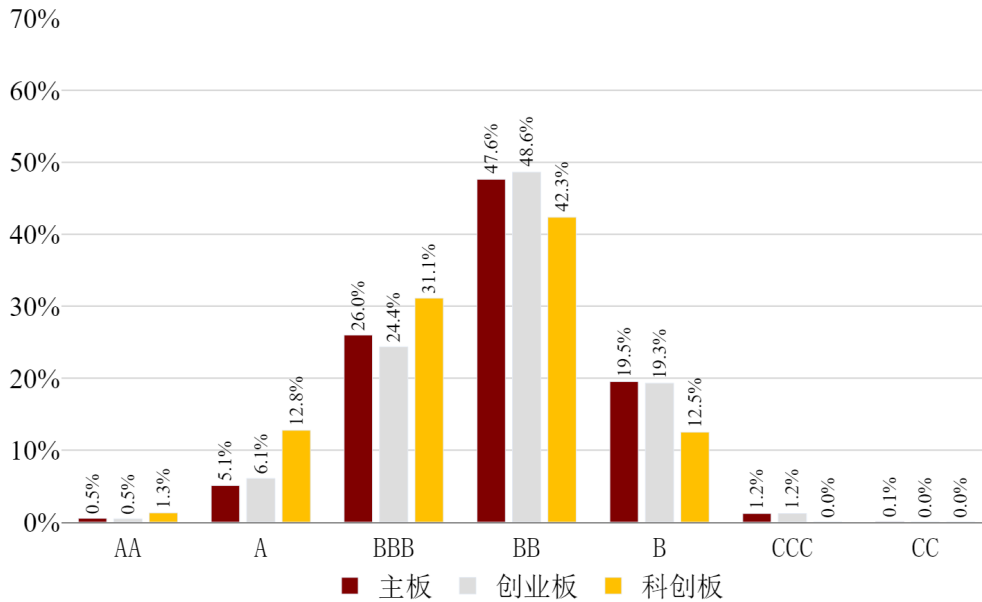


图3-15 我国不同板块A股上市公司PDiR

<sup>16</sup> 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<sup>17</sup>。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<sup>18</sup>。总体来看，10家ST公司本季度PD均高于8.74%，10家非ST公司PD均高于20.72%；在这20家公司中，14家为大型公司，9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<sup>19</sup>。

表 3-3: 我国PD排名前10的A股(ST)上市公司

公司简称	2024Q2		2024Q1→2024Q2		2024Q2→2024Q3	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
*ST 天成	1	5173.57	-5	3312.95	264	-875.92
ST 美讯	4	3489.79	-3	1726.01	264	-508.93
*ST 中迪	5	2729.94	-19	1725.20	267	-538.13
ST 高升	7	2629.27	-237	2311.12	263	-326.57
*ST 博信	23	1664.18	-239	1358.81	268	-249.36
*ST 园城	28	1531.50	-1420	1436.86	264	-179.36
*ST 麦趣	35	1385.57	-7	579.10	264	-169.80
ST 安泰	41	1336.32	2	493.00	263	-166.80
ST 金鸿	44	1258.14	14	345.47	266	-209.18
ST 三五	73	874.24	15	269.89	259	-61.50

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	2024Q2		2024Q1→2024Q2		2024Q2→2024Q3	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
巴安水务	2	4292.49	-9	2860.36	264	-654.06
中国中期	3	3732.65	-31	2837.71	264	-689.38
太安堂	6	2673.53	-48	2057.89	263	-89.80
山东华鹏	8	2599.10	-2	1141.65	263	-378.30
新野纺织	9	2585.96	-38	1909.76	267	-662.20
步步高	10	2341.94	7	221.51	264	-353.22
超华科技	11	2324.12	-422	2099.67	262	-296.20
开元教育	12	2285.02	-23	1409.06	263	-341.97
东易日盛	13	2106.13	-30	1331.55	265	-303.56
天泽信息	14	2072.31	9	129.46	140	-

2024

第二季度

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 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 中迪	1996-10-10	深圳	主板	东部	中型	综合业
ST 高升	2000-04-27	深圳	主板	中部	大型	信息传输、软件和信息技术服务业
*ST 博信	1997-06-06	上海	主板	东部	中型	批发和零售业
*ST 园城	1996-10-28	上海	主板	东部	小微型	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 三五	2010-02-11	深圳	创业板	东部	大型	信息传输、软件和信息技术服务业
*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
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
中国中期	2000-07-18	深圳	主板	东部	小微	批发和零售业
太安堂	2010-06-18	深圳	主板	东部	大型	制造业
山东华鹏	2015-04-23	上海	主板	东部	大型	制造业
新野纺织	2006-11-30	深圳	主板	中部	大型	制造业
步步高	2008-06-19	深圳	主板	中部	大型	批发和零售业
超华科技	2009-09-03	深圳	主板	东部	大型	制造业
开元教育	2012-07-26	深圳	创业板	中部	大型	教育
东易日盛	2014-02-19	深圳	主板	东部	大型	建筑业
天泽信息	2011-04-26	深圳	创业板	中部	大型	批发和零售业

<sup>17</sup> 全部A股上市公司PD详见报告后附数据包。

<sup>18</sup> 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。

<sup>19</sup> 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2024年第二季度发生的12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<sup>20</sup>。

表4-1分别给出了违约事件前1天以及前1年的PD、PD<sub>iR</sub>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，本季度债务重整的A股上市公司有6家，破产重组有3家，贷款违约有3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，12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7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 <sup>23</sup>	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
美晨生态	2024/4/17	贷款违约	2	-	-	-	182.16	BB	87.77%
新日恒力	2024/4/23	破产重整	1	1730.41	CC	99.85%	1213.64	CCC	99.56%
东方园林	2024/5/9	债务重组	2	433.93	B	96.87%	267.09	B	93.61%
仁东控股	2024/5/24	债务重组	3	507.52	B	98.08%	571.94	B	98.72%
联络互动	2024/5/27	破产重整	1	573.01	B	98.66%	-	-	-
洪涛股份	2024/5/28	债务重组	2	308.58	B	94.41%	-	-	-
傲农生物	2024/5/31	贷款违约	2	-	-	-	632.96	B	98.83%
嘉寓股份	2024/6/3	债务重组	2	674.9	B	98.97%	638.98	B	98.92%
新纶新材	2024/6/6	债务重组	6	977.9	CCC	99.45%	570.65	B	98.72%
中装建设	2024/6/12	债务重组	1	306.19	B	94.3%	165.63	B	86.03%
中通国脉	2024/6/18	破产重整	3	540.01	B	98.37%	619.61	B	98.68%
东方集团	2024/6/25	贷款违约	1	192.4	B	87.27%	192.47	B	88.57%

<sup>20</sup> 模型的全部历史预测表现详见报告后附数据包。

<sup>21</sup> 违约与违约类型定义详见报告后附数据包。

2024

第二季度

## 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PD<sup>22</sup>）均以2024年第二季度为起点，2027年第二季度为终点，以季度为间隔单位。

图4-1展示了我国A股上市公司未来3年的远期PD中值。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0.62%（上升0.05%），1年后预计升至0.67%（上升0.1%），3年后预计进一步升至0.7%（上升0.12%）。

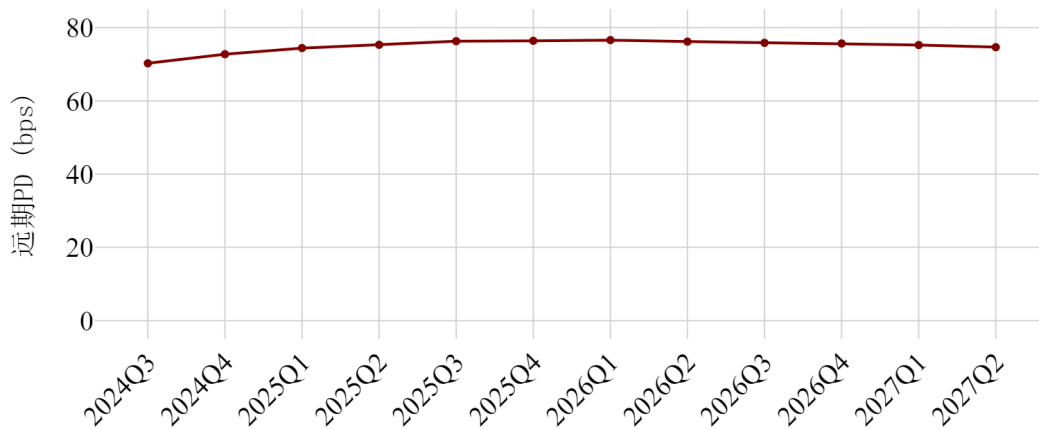


图4-1 我国A股上市公司未来3年的远期PD中值

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年第二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年第二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年第二季度的预计违约风险排名与PD中值的变动情况。

表 4-2: 我国各行业A股上市公司的远期PD中值

行业	2024Q2		2024Q2→2025Q2		2024Q2→2027Q2	
	排名	PD	排名变动	PD变动	排名变动	PD变动
房地产业	1	220.96	1	-53.91	1	-111.45
教育	2	213.60	-1	-35.06	-1	-87.81
水利、环境和公共设施管理业	3	178.48	0	-20.58	0	-70.07
住宿和餐饮业	4	138.13	0	-4.85	4	-45.90
建筑业	5	137.08	0	-13.65	1	-33.28
批发和零售业	6	110.67	1	-3.84	3	-19.20
租赁和商务服务业	7	109.14	-1	5.09	-3	-0.93
农、林、牧、渔业	8	106.67	0	-10.98	4	-23.62
金融业	9	91.43	0	3.05	-4	13.86
卫生和社会工作	10	83.03	0	9.87	-3	10.91
信息传输、软件和信息技术服务业	11	69.64	0	10.43	-1	21.13
综合业	12	66.62	0	12.32	-1	22.17
制造业	13	64.18	1	5.63	0	7.31
科学研究和技术服务业	14	62.72	-1	11.06	0	2.48
电力、热力、燃气及水生产和供应业	15	48.74	0	1.33	3	-6.91
文化、体育和娱乐业	16	48.29	0	-0.22	-1	5.36
交通运输、仓储和邮政业	17	35.45	1	-2.55	2	-2.07
采矿业	18	34.67	-1	5.08	-1	10.36
居民服务、修理和其他服务业	19	22.81	0	8.45	-3	26.03

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中值预计于下季度升至0.74%（上升0.04%），1年后预计升至0.79%（上升0.08%），

2024

第二季度

3年后预计升至0.78%（上升0.07%），中型公司PD中值预计于下季度升至0.65%（上升0.03%），1年后预计升至0.71%（上升0.1%），3年后预计升至0.71%（上升0.1%），小微型公司PD中值预计于下季度升至0.44%（上升0.03%），1年后预计升至0.48%（上升0.07%），3年后预计升至0.48%（上升0.07%）。图4-2展示了我国不同规模A股上市公司的远期PD中值。

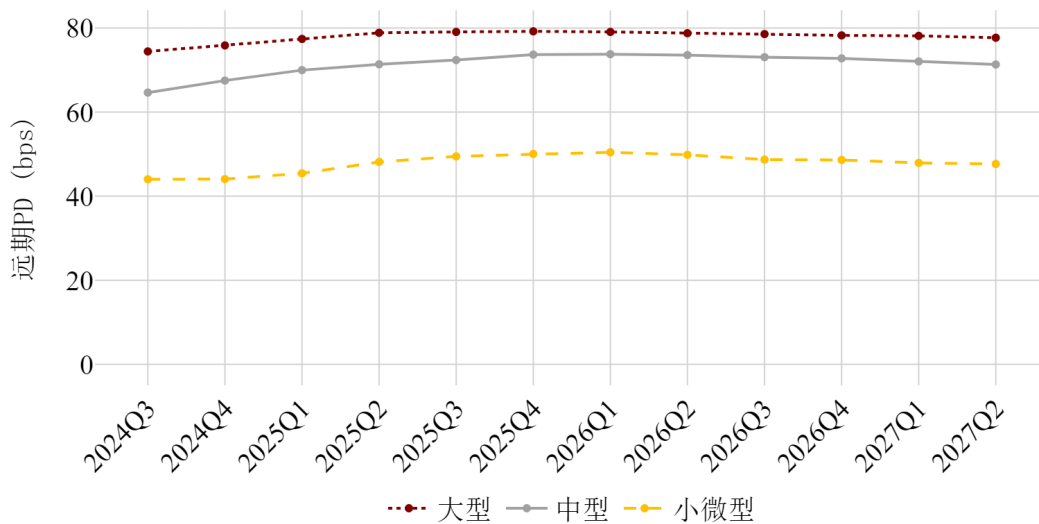


图4-2 我国不同规模A股上市公司的远期PD中值

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中值预计于下季度升至0.41%（上升0.01%），1年后降至0.39%（下降0.01%），3年后降至0.38%（下降0.02%）；非国有公司PD中值预计于下季度升至0.85%（上升0.08%），1年后升至0.92%（上升0.16%），并于3年后升至0.93%（上升0.17%）。图4-3展示了我国不同所有制A股上市公司的远期PD中值。

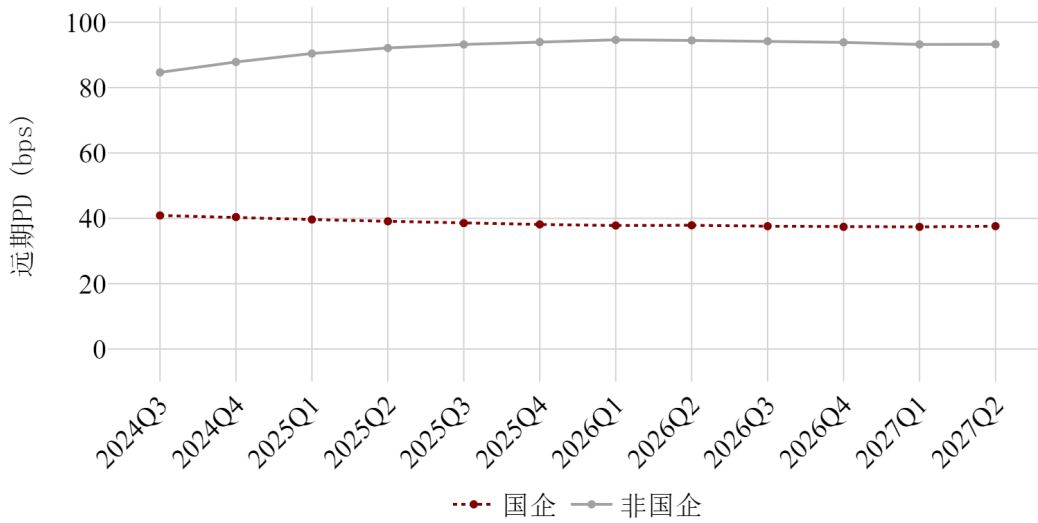


图4-3 我国不同所有制A股上市公司的远期PD中值

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中值预计于下季度升至0.7%（上升0.04%），1年后预计升至0.73%（上升0.06%），3年后升至0.7%（上升0.03%），创业板公司PD中值预计于下季度升至0.78%（上升0.08%），1年后预计升至0.86%（上升0.15%），3年后升至0.89%（上升0.18%），科创板公司PD中值预计于下季度升至0.53%（上升0.1%），1年后预计升至0.63%（上升0.2%），3年后升至0.71%（上升0.28%）。图4-4展示了我国不同板块A股上市公司的远期PD中值。

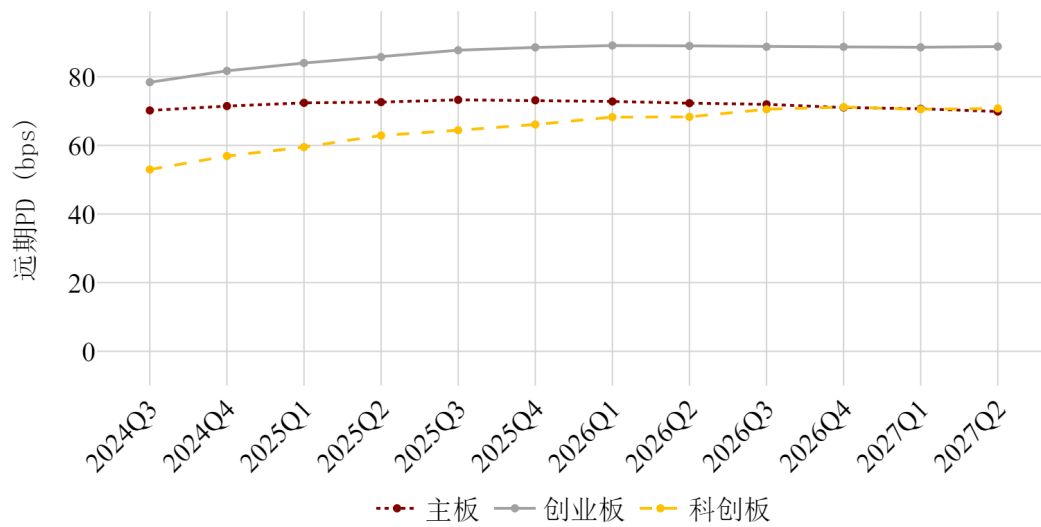


图4-4 我国不同板块A股上市公司的远期PD中值

<sup>22</sup> 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

### 5.1. 消费板块

#### 5.1.1 宏观背景

今年以来，消费市场持续低迷，“异象”频出。五一旅游市场“旺丁不旺财”，出行人数恢复到2019年同期的128.2%，再创历史新高，但人均消费额仅为565.7元，较2019年同期下降6.2%；618综合电商平台取消预售、“折扣力度最大”，销量仍同比下降6.9%；没有疫情和封控，餐饮却集体倒闭，上半年注销吊销的餐厅数量达到去年全年的77%...

根据国家统计局数据，二季度居民收入和消费支出降速，消费信心进一步走弱，6月社会消费品零售总额增速达2023年以来最低水平。此外，上半年新增居民短期贷款2764亿元，同比大幅少增1.05万亿元，侧面反映出终端消费的低迷。但年初以来企业仍在扩大生产，上半年全国固定资产投资24.5万亿，同比增长3.9%，其中消费相关行业增速较高，如食品制造业、家具制造业、汽车制造业的固定资产投资分别同比增长27.0%、10.3%和6.5%。扩产背景下，CPI一季度小幅上涨后二季度又回落，说明投资促进消费需求的动能不足。当前收入增长降速、供强需弱、价格疲软等因素驱动消费板块整体信用风险的抬升。本节聚焦A股消费板块上市公司的运行与信用状况，分析信用风险因素，对比必需消费品板块与非必需消费品板块的违约风险水平，并结合傲农生物（603363.SH）破产违约事件分析金新农（002548.SZ）的信用风险。

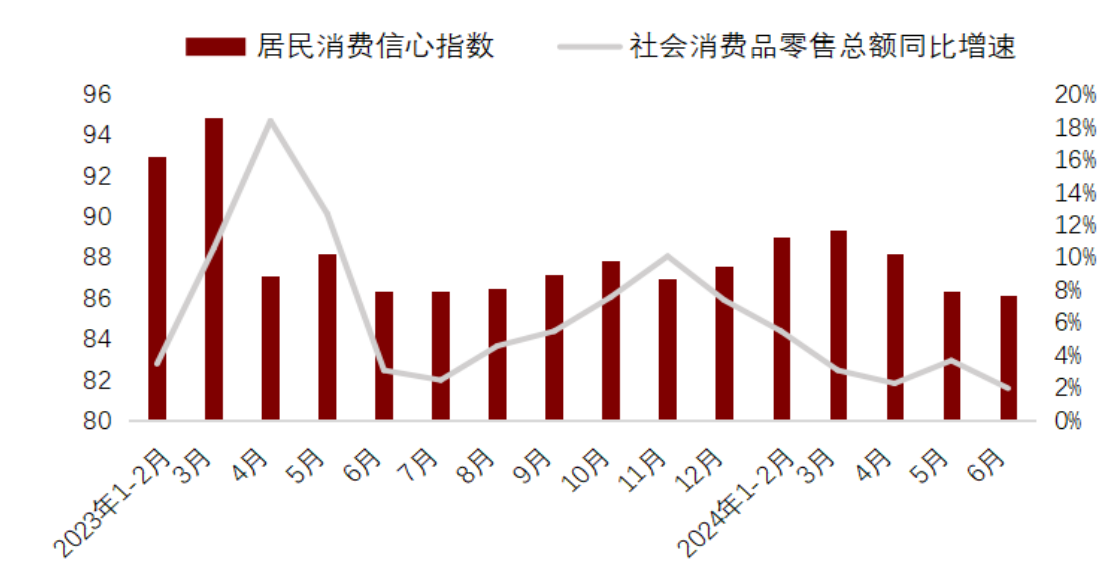


图5-1 居民消费信心指数（左）与社会消费品零售总额同比增速（右）

### 5.1.2 A股消费板块信用风险逻辑分析

根据消费的刚需性，参考GICS行业分类，可将A股消费板块上市公司分为必需消费品板块和非必需消费品板块。根据日度PD数据，今年以来两大板块的违约概率呈现上升趋势，其中非必需消费品板块违约概率更高且波动幅度更大，二者信用风险上升与表现差异的原因分析如下。

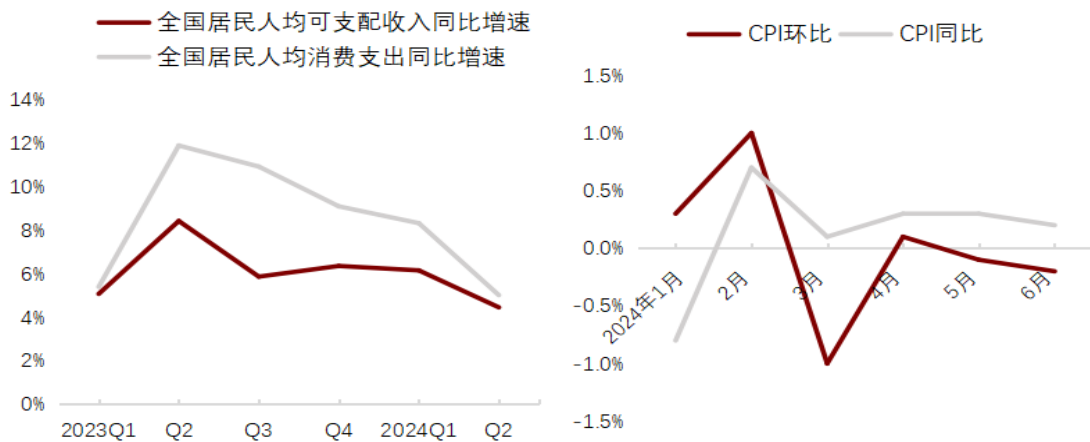


图5-2 居民收入及消费支出、CPI走势



## 1.经营业绩承压叠加回款速度变慢，经营性现金流下滑

一季度居民收入增速与消费信心走弱但尚未触底，两大板块利润端已显颓势，表现为净利润<sup>1</sup>同比增长但增速放缓。2024Q1必需消费品与非必需消费品板块净利润中值分别同比增长4.2%、5.8%，增速较上年同期下降32.7和2.0个百分点。不同于必需消费品板块，非必需消费品板块净利润增速低于营业收入，原因在于汽车、家电家居行业价格战激烈，持续压低企业获利空间。汽车、家电家居是非必需消费品板块的主要组成部分，相关企业数量占比超50%，营业收入占比超75%。从2023年1月特斯拉在中国率先降价，车企价格战至今已延续18个月，6月燃油小汽车和新能源小汽车价格分别下降6.0%和7.4%，降幅继续扩大；今年2月，宜家中国宣布将投入超1亿元用于价格投资，预计2024全财年推出超550款低价产品，打响今年家居价格战的第一枪；春节期间海尔（600690.SH）、美的（000333.SZ）、格力（000652.SZ）等头部厂商均举行了新年促销活动，涉及冰箱、空调、电视等多个品类，如美的某款冰箱的年货节价格从4399降至3699元，套购、换新等折扣进一步拉低了消费者的实际购买金额。二季度受618大促影响，低价氛围加深。3月以来，家庭耐用消费品价格指数同环比双跌，6月家庭耐用消费品价格指数同比下行1.3%，环比下行1.2%。

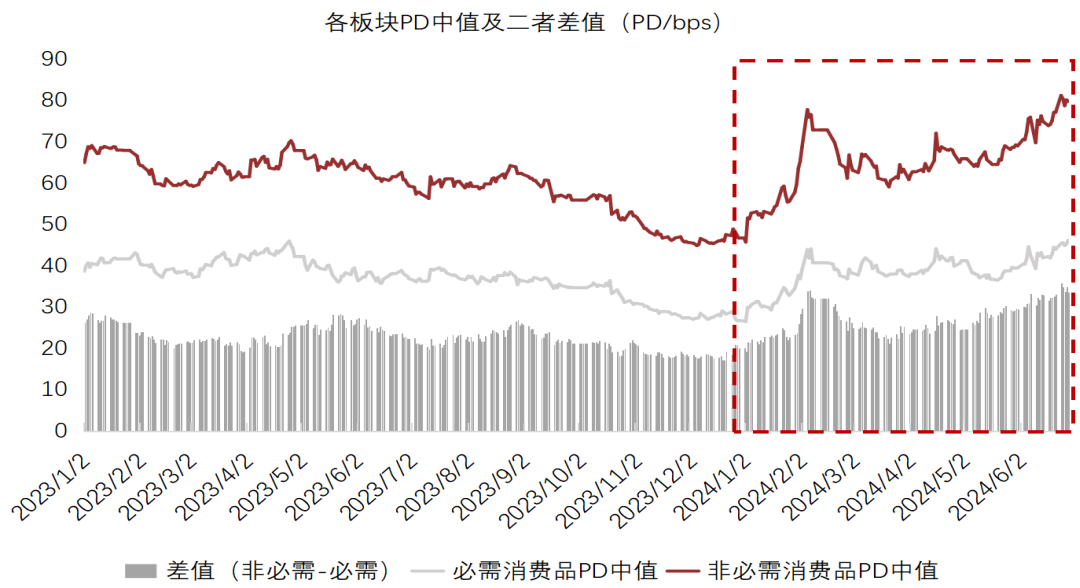


图5-3 必需消费品、非必需消费品板块日度PD中值

净利润增速放缓的同时，利润的含金量也在下降。从净利润现金净含量中值来看，2024Q1必需消费品板块和非必需消费品板块分别为66.5%、53.6%，同比下降1.4、24.3个百分点，获利变现能力下降。主要原因是企业在需求疲软、竞争加剧的市场环境下，为提高销售额，通过放宽销售政策如延长账期的方式吸引客户，应收账款占比增加、应收账款周转率下降，企业回款速度变慢。受获利变现能力下降影响，尽管两大板块净利润同比增长，但经营性现金流却大幅下滑。2024Q1必需消费品板块与非必需消费品板块经营活动现金净流量中值分别同比下降12.7%、41.0%<sup>23</sup>。

<sup>23</sup> 报告中所用各板块财务数据均为行业中值，自CSMAR数据库下载相关数据后取中值得到。

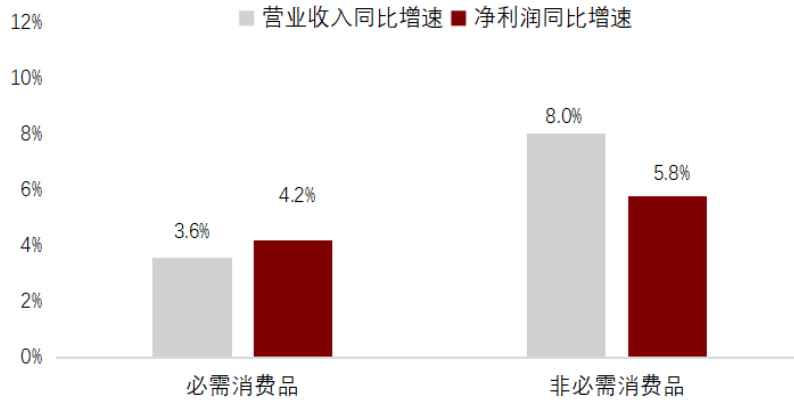


图5-4 必需消费品、非必需消费品营业收入与净利润同比增速对比

考虑到二季度居民收入和消费信心进一步走弱，未来企业营收与利润增长将继续放缓甚至下滑；同时，消费者消费态度将更加谨慎并关注性价比，为抢占市场份额，商家价格战或将持续蔓延升级，进一步压缩利润空间；净利润承压叠加回款速度变慢，经营性现金流将持续下滑。由于非必需消费品不属于刚需且具有周期性，需求收入弹性较大，更易被消费者推迟消费且回款速度低于必需消费品，因此非必需消费品板块净利润与经营性现金流下滑幅度将更大。此外，尽管7月中央出台以旧换新补贴政策，有望恢复非必需消费品板块汽车、家电家居需求，但考虑到供强需弱、行业价格战激烈以及家电家居持续受地产竣工下行影响，行业增长预期并不稳定。如家居卖场领域头部企业美凯龙（601828.SH）在上半年度业绩公告中称，受需求收缩、供给冲击双重压力与房地产行业萎缩的影响，集团预计实现利润总额-12.1亿元至-16.4亿元，由盈转亏。

## 2.筹资性现金流持续流出，再融资获得的外部现金流减少

2022、2023年两大板块筹资活动现金净流量中值均为负，2024Q1仍为净流出状态且规模同比扩大9.7、1.1倍，主要原因在于二者偿债所需现金增加但企业未能及时融资补充。具体来看，两大板

块债务筹资现金净额与股权筹资现金净额中值均下降且债务筹资现金净额下降幅度更大。在消费低迷、企业业绩下滑的前景下，未来消费板块企业融资难度加大，再融资获得的外部现金流将持续减少。如高合汽车因行业“价格战”激烈且自身缺乏核心竞争力，2023年以来销量不振，并因此失去来自沙特的56亿美元投资，随后资金链断裂。4月公司已资不抵债，虽然5月iAUTO计划战略投资10亿美元，但投资去向成谜，目前公司已进入司法预重整。

### 3. 偿债指标分化，非必需消费品板块偿债压力较大

消费板块企业直接面向终端消费者，资产端以货币资金、存货、应收账款等流动资产为主，占比在50%以上；负债端以应付账款、短期债务等流动负债为主，占比在80%以上；相较于资产端，两大板块企业的债务期限结构均偏短期。出于日常运营备付资金需要，企业通常保有较多货币资金。2024年一季度末，必需消费品板块与非必需消费品板块货币资金对短期刚性债务比中值分别为1.8、2.4，整体覆盖程度尚好；由于流动负债中应付账款占比较高，两大板块现金比率一直不高，且非必需消费品板块现金类资产与流动负债之间缺口较大，需要警惕出现应付款项违约。如苏宁易购因营业收入连续四年下滑、亏损幅度较大，2023年末共约329.4亿元应付款项逾期未支付，占总资产的26.9%。从杠杆水平来看，两大板块资产负债率中值均在41%左右，较为平稳且相差不大。由于获利减少，两大板块长期偿债能力指标走弱且非必需消费品板块更差。2024Q1必需消费品板块与非必需消费品板块全部债务/EBITDA中值分别为7.9倍、11.1倍，同比上升0.3%、7.7%。

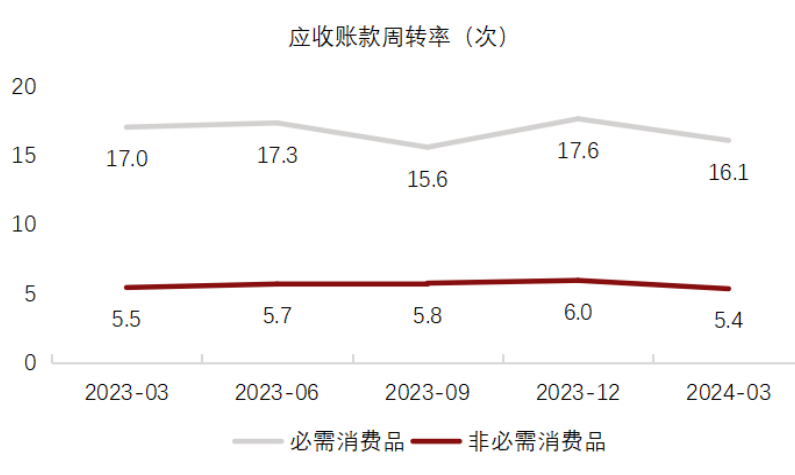


图5-5 必需消费品、非必需消费品应收账款周转率对比

当前两大板块企业偿债指标尚可，但企业利润、经营性现金流承压叠加外部融资获得的现金流下降，未来流动性收紧，可用偿债资金减少，偿债指标极有可能走弱，有一定偿付风险。必需消费品板块由于需求收入弹性较小且销售回款速度与负债水平良好，未来信用风险有望保持平稳；非必需消费品板块由于需求收入弹性大、销售回款速度慢、行业价格战激烈且负债水平较高，未来信用风险或将延续上升趋势。此外，尽管必需消费品板块筹资性现金流下降幅度更大，但由于两大板块企业偿债资金主要来源为经营性现金流，综合来看必需消费品板块信用风险仍将低于非必需消费品板块。

### 5.1.3 重要风险提示

今年1月8日，傲农生物（603363.SH）公告称，由于流动资金紧张，导致公司及部分子公司出现部分债务未能如期偿还的情形。3月7日，公司控股股东傲农投资被债权人申请司法重整。目前傲农生物因激进扩张、生猪养殖业务大幅亏损深陷债务困境，截至6月20日，公司在银行、融资租赁公司等金融机构累计逾期债务本

息合计约 44.2 亿元（扣除已偿还部分），占公司最近一期经审计净资产的 458.8%。根据日度 PD 数据，与傲农生物经历相似的金新农（002548.SZ）2023 年末以来违约概率大幅上升，二季度末已攀升至接近 6%，信用风险值得关注。

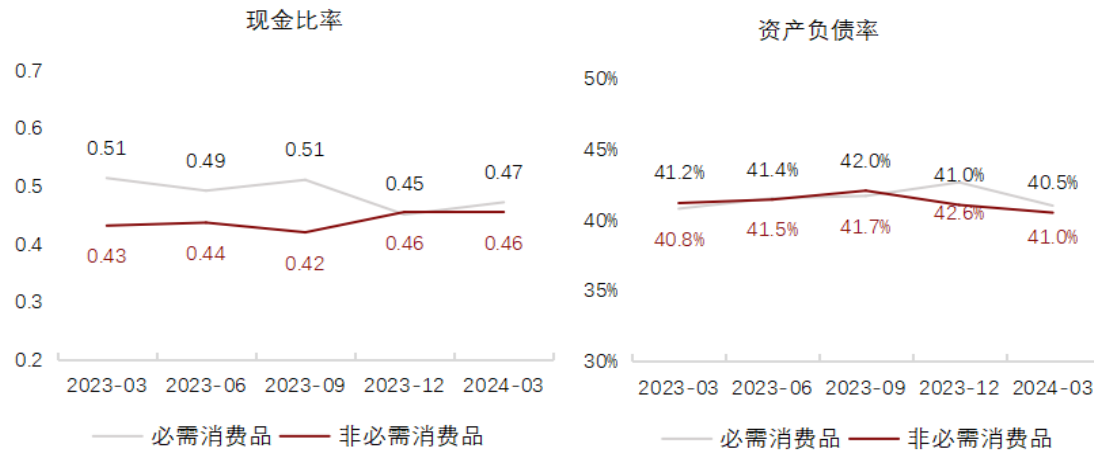


图5-6 必需消费品、非必需消费品现金比率与资产负债率对比

傲农生物和金新农均主营饲料和生猪养殖业务，2019年猪价受非洲猪瘟影响大幅上涨，受此推动，二者都选择以加杠杆的方式扩大生猪养殖业务,生产量大幅上升的同时资产负债率也不断攀升。两家公司以短期负债为主，占比在70%以上；但生猪养殖属于长期资产，存在短债长投、期限错配的问题，公司流动比率均小于1且持续下降。2021年以来，猪价持续下行，傲农生物和金新农连续三年亏损，净利润大幅下滑，累计亏损金额分别为68.5、17.7亿元；偿债压力持续加大，现金比率大幅下降、全部债务/EBITDA比率转负。

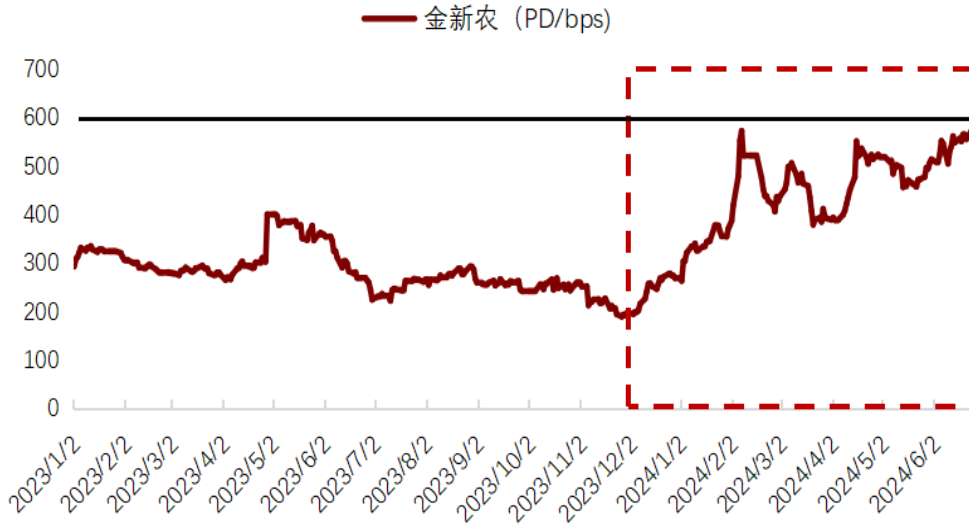


图5-7 金新农日度PD值

2023年末，傲农生物由于负债高企、巨额亏损已资不抵债，出现债务逾期。对比来看，相较于傲农生物，金新农加码生猪养殖业务更为谨慎，因此受到的影响更小，尚未出现违约事件，但违约概率处于高位。根据2023年年报，金新农有息负债为29.6亿元，带息负债比为66.8%。同时，金新农2023年实际担保总额占净资产比例为122.3%，其中直接或间接为资产负债率超过70%的被担保对象提供的担保占比36.4%，存在较大的或有负债风险。此外，根据年度募集资金使用鉴证报告，截止2023年末，公司累计投入募集资金中超过60%用于补充流动资金，且由于计划用于补充流动资金的募集资金已全部投入，公司已计划使用闲置募集资金暂时补充流动性资金，侧面反映出公司偿债压力较大、流动性紧张。

根据2024年半年度业绩预告，2024H1金新农预计实现归属于上市公司股东的净利润为-0.39亿元至-0.43亿元，较去年同期大幅减亏，主要是由于二季度生猪市场价格回暖。根据国家统计局数据，上半年全国生猪出栏量为3.64亿头，同比下降3.1%。二季度末生猪存栏

量为4.15亿头，同比下降4.6%。受供给偏紧和养殖户延迟出栏的影响，4月以来生猪价格快速上涨。但由于居民收入和消费信心走弱且牛羊肉等替代品价格下跌较多，猪肉消费支撑不足；此外，二季度初猪粮比价为6.3，此后持续升高，8月中旬已高于8.5，继续上涨或将进入三级预警阶段<sup>24</sup>且市场恐高情绪增加，养殖户将倾向于增加出栏提前锁定利润。综合以上因素，猪价后续上行空间或将受限并伴有回调风险。

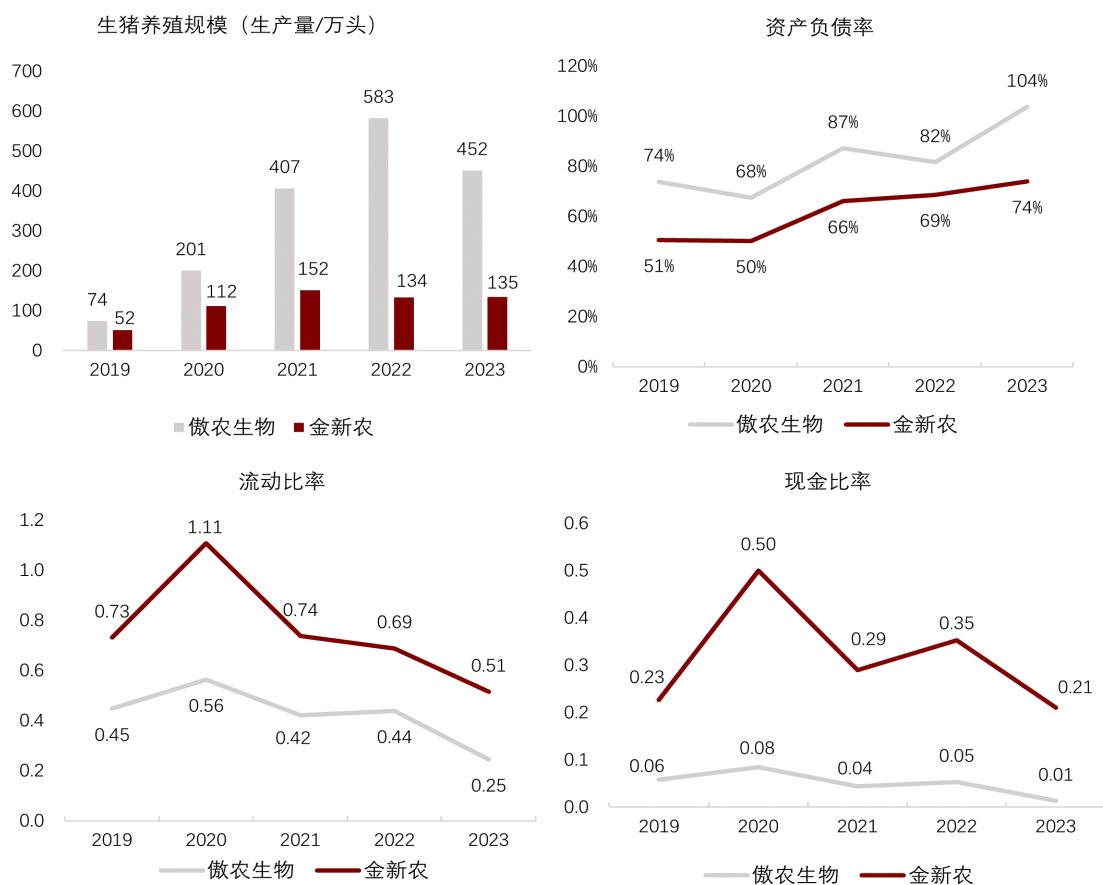


图5-8 傲农生物与金新农生猪养殖规模及偿债指标

<sup>24</sup>当猪粮比价高于9:1时，由国家发展改革委发布三级预警。



短期来看，受益于猪价上涨，公司盈利情况改善，信用风险将有边际改善。长期来看，由于前期激进扩张、负债高企且亏损金额较大，同时消费需求低迷、猪价上涨空间有限，公司营业收入难以维持高速增长，信用风险仍将处于高位。

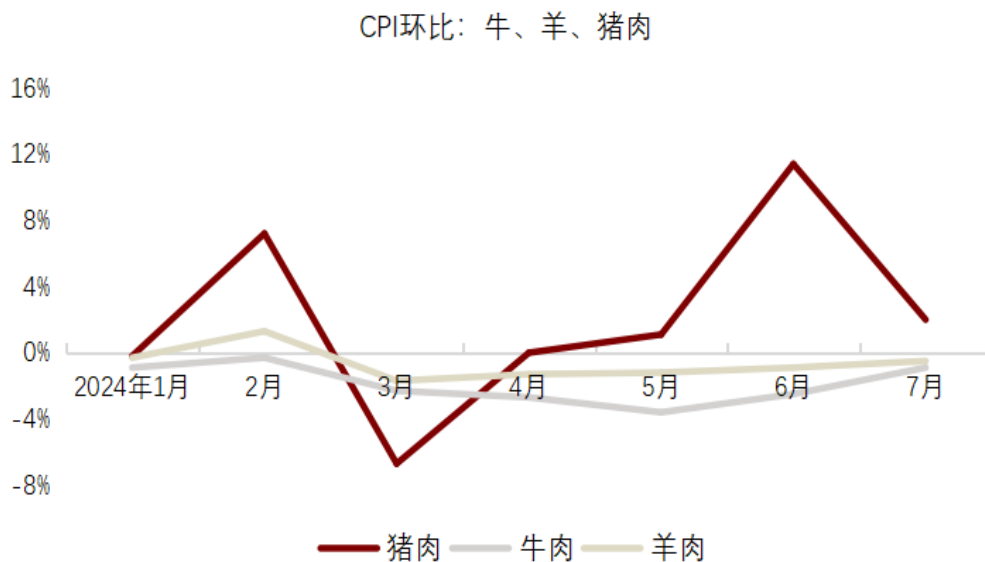


图5-9 牛、羊、猪肉CPI环比

2024

第二季度

## 5.2. 信托行业

本次特别关注将聚焦信托行业的债务违约事件，分析内、外两方面因素对企业信用状况的影响，并探索信托公司的债务逾期所造成的连锁反应。

### 5.2.1 近期信托行业风险事件一览

2024年第二季度，信托行业债务逾期风险密集。4月7日，四川信托以不能清偿到期债务，且资产已不足以清偿全部债务，具备重整原因为由，申请破产重整。该企业自2020年末至今未新增信托业务和固有贷款业务，严重资不抵债状况持续存在，其作为被执行人的案件共计50余件，涉及执行标的金额56亿余元。由于托管机制已无法确保清偿所有债务，四川信托走向破产。

此外，4月10日，光云科技控告中融信托，资金纠纷9000万元；4月17日，二六三向中融信托提起诉讼，请求返还2亿元资金。除了上述提及的中融信托和四川信托外，雪松信托、民生信托、万向信托等多家信托公司都出现了产品逾期，其中，民生信托于4月11日被托管。此外，还波及到平安信托和五矿信托：平安信托福宁615号信托计划延期；五矿信托多款昆明政信项目逾期。

早在2024年新一轮爆雷前，信托公司破产事件便时有发生。2018年起，多家民营信托公司因自融等问题陷入风险漩涡，劣变成为高风险机构，一系列风险事件随之集中爆发。据统计，2020年集合信托产品共发生310多起违约事件，涉及违约项目金额超过1600亿元。新时代信托、四川信托、华信信托、安信信托等公司均出现了大量信托产品集中违约事件，涉及的违约项目金额巨大。信托行

业的暴雷潮早已存在。

## 5.2.2 信托公司信用风险上升的原因探讨

### 1. 内部因素

#### (1)部分信托公司违法违规经营，监管升级加速企业爆雷

部分信托公司存在违法违规经营现象，如四川信托、民生信托涉嫌挪用资金或自融，发行类资金池产品（TOT），资金最终流向关联方，为大股东输血；此外这些信托产品持续掩盖固化风险，背后暗含着借新还旧、期限错配、短募长投等违规操作。而雪松信托涉嫌非法吸收公众存款，底层资产涉嫌虚构。2020年信托行业开始实行强监管政策，多条相关管理办法相继出台，违规输血宏达系的四川信托很快出现爆雷，其TOT规模在300亿元左右。

#### (2)盈利能力下滑，净利润下降

在2018年“资管新规”实施后，信托资产规模和整体利润都出现了大幅下滑，尽管在2023年，信托业经营收入和净利润都实现了止跌回升，但较先前水平仍有较大差距。

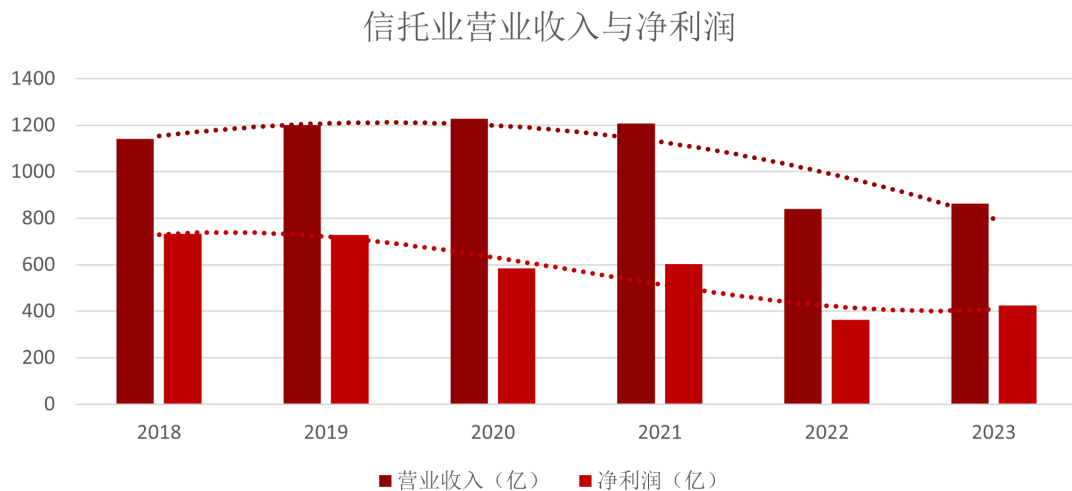


图5-10 信托业营业收入与净利润

## 2. 外部冲击

### (1) 作为融资方的房地产企业信用风险下沉，信托公司资产质量下行，不良率居于高位

目前房地产行业景气度尚未全面恢复，整体仍处于弱复苏态势，地产行业相关数据负增长趋势仍未扭转，相关企业风险仍在出清中。具体而言，以中融信托为例，中融信托的资产端主要是房地产和上市前融资项目，一方面是受到中植系爆雷的牵连，体量巨大的地产项目难以退出变现，另一方面则是巨型资金池产品的兑付压力。此外，受泛海控股债券违约和股票质押逾期的影响，民生信托大量产品暴雷，诉讼缠身。

经梳理，截止2024年7月末，北京信托、长安信托、华信信托、中融信托、四川信托、新时代信托、雪松信托、民生信托8家信托公司未披露年报，中铁信托于官网刊载的年报设置了密码，港股上市公司山东国信没有披露自营业务资产质量分类情况。其余57家信托公司中，不良率为零或者无、正常的共有11家<sup>25</sup>，不良率超50%的共5家，分别为建元信托（600816.SH）、万向信托、昆仑信托、华澳信托和杭州工商信托。

其中，建元信托2023年损失贷款为53.5亿元，占比100%；万向信托、昆仑信托、华澳信托和杭州工商信托的资产不良率分别为78.75%、59.81%、55.34%、52.27%。不良率居于高位部分是由于历史风险资产需要进行计提减值，部分是因为业务结构倚重房地产业务，如万向信托和华澳信托的信托资产分别有53.47%和42.81%的资产分布在房地产业中，均居于资产运用的首位。

### (2) 强监管环境下，信托公司融资渠道收紧

金融强监管下，国家推进金融去杠杆进程，信托公司面临融资渠道收紧的窘境。信托同业业务方面，监管要求禁止开展存在监管套利、空转套利的通道业务，并规定新开展的同业投资业务不得进行多层嵌套，信托公司获得同业机构资金的难度大幅增加。

### (3) “新三分类”落地，信托行业处于转型期

2023年，《中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知》（下称“新三分类”）正式发布，将非标划在信托公司的业务体系之外。新三分类通过回避在此刻依然具备高利差特征的非标业务（如城投公司和消费金融），倒逼信托回归本源。2024年，我国信托行业仍处于转型期，类信贷业务和非标产品的创设及发行仍占大头，当前标品信托<sup>26</sup>数据所呈现信托公司的转型成果仍然有限，而地产信托、通道业务在行业转型背景下均处于快速压降状态，很多信托公司过往最赚钱的业务已经无法创造收入。资管新规引起的信托行业的重塑，即传统行业萎缩，新增长点还未形成规模的行业现状，对信用风险也存在一定冲击。

## 5.2.3 连锁反应：信托业与房地产、银行业的关联性

### 1. 信托业与房地产业

一方面，地产领域是信托产品的主要投资标的之一，即使近年房地产行业整体处于下行周期，2023年信托资金投向房地产的占比仍超过5%，房地产行业的投资风险显现会导致信托行业的信用风险上升；另一方面，信托是房地产企业的融资渠道之一，信托业信用风险上升会导致信托公司对房地产项目的放贷更加谨慎，增加房地产企业的融资难度，进而增加房地产行业的风险。然而，房企融资

渠道广泛，涉及银行直接贷款、信用债融资和ABS融资等，信托融资占比相对较低，信托业风险波动对房地产行业并不显著。

在案件纠纷方面，信托公司与房地产企业相关的诉讼案件中，因偿债能力不足构成的司法案件（即案由为借款合同纠纷和票据追索权纠纷）占据总数的半壁江山。此外，与房地产相关的诉讼案件中，信托公司作为原告出现的有70%，房地产企业无法按期支付信托贷款的本息会对信托公司的运转造成不利影响，进而提高了信托公司的信用风险；另一方面，作为被告出现的30%则说明信托公司因自身兑付危机或法律纠纷无法继续提供资金支持，房地产企业融资难度进一步增加，可能面临资金链断裂的风险，影响项目的正常运作。

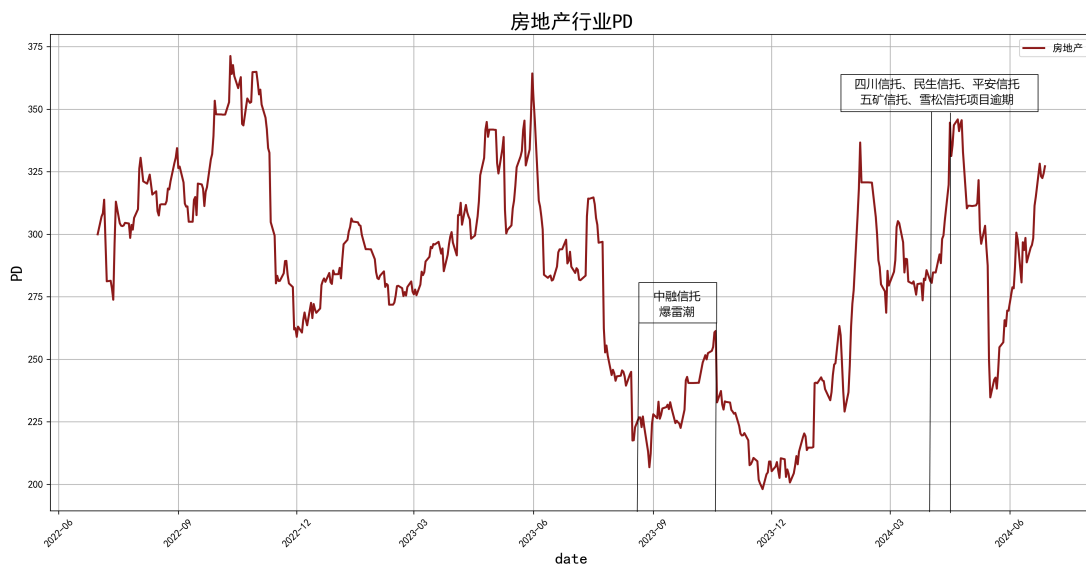


图5-11 房地产行业PD值变动

<sup>25</sup> 分别是国联信托、国民信托、华鑫信托、江苏信托、英大信托、金谷信托、中海信托、中原信托、渤海信托、建信信托和国投泰康信托。

<sup>26</sup> “标品信托”是指信托公司依据信托文件的约定，将信托资金直接或间接投资于公开市场发行交易的金融产品的信托业务。

如图所示，房地产违约事件高发时也会有相应投向暴雷企业的信托公司发生违约，并相应增加信托行业整体违约风险。

具体以建元信托为例，截止2023年末，公司管理的信托资产中投向房地产行业的资产金额占比为40.94%，较2020-2022年房地产信托资产占比的34.37%、37.10%、37.42%又有增加。此外，自2022年至今，建元信托共有11起与房地产公司有关的法律诉讼案件，且案由大部分为合同纠纷。

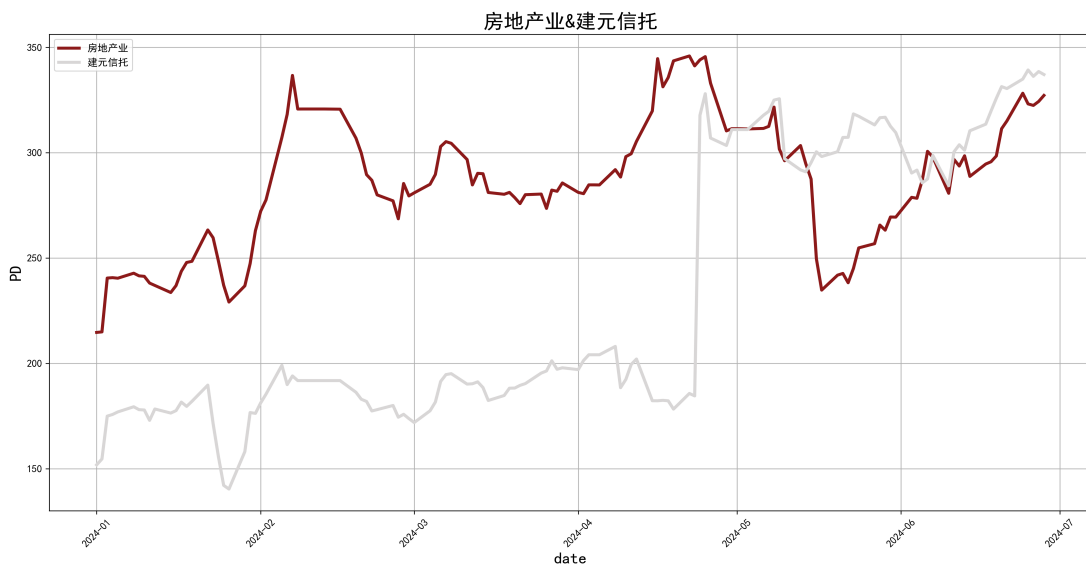


图5-12 建元信托PD变动与房地产行业的关联性

上图显示了2024年上半年房地产业和建元信托的违约风险PD值<sup>27</sup>，如图所示，建元信托的信用风险波动与房地产业有较大相关性，说明建元信托投向房地产的标的违约可能会对公司的信用情况产生影响。

<sup>27</sup> 建元信托的PD值于2024年四月末大幅上升，可能与其在2024.04.25公布了2023年年报，因此所用数据集更换了财务报表有关。

## 2. 信托业与银行业

下图说明了信托业与银行业的相互依赖性：一方面，信托产品的投资金额门槛较高，产品主要销售给上市公司等机构客户及高净值客户，为了更广泛地接触投资者，信托公司付给银行佣金，让其代为销售信托产品。另一方面，为了更好地配置自身资产，银行自身在表外项目的理财投资中会购买信托产品，进而组建理财资金池。

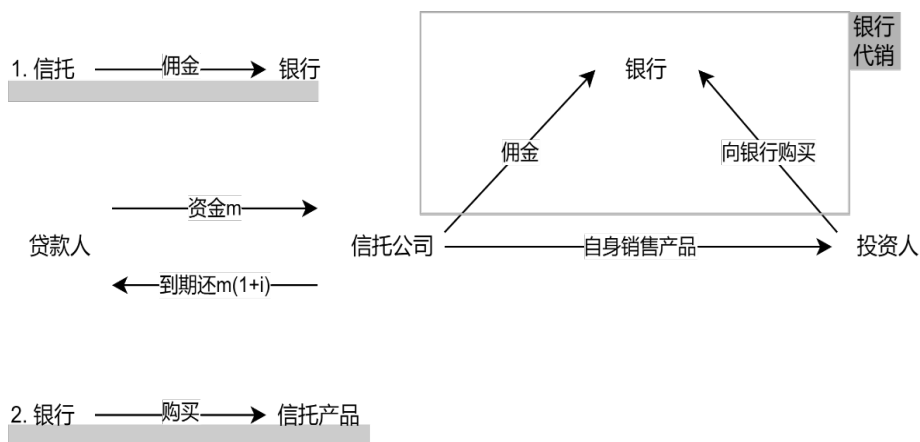


图5-13 信托业与银行业的关联机制

在风险机制传导方面，当银行代销信托产品时，一旦信托公司发生违约事件，作为其接触投资者渠道的银行的承销业务也会面临问题；当银行开展银信合作业务或资金信托计划时，若信托产品违约，银行作为资金委托方可能蒙受资产质量和资本充足率下降的风险。另一方面，当银行发生危机时，信托公司产品的销售端会面临压力，资金流动紧张，进而造成信用风险。



## 5.2.4 未来风险展望

### 1. 资产运用：重点关注房地产业务占比高的信托公司

经统计，2023年年报中披露资产投向的57家信托公司中，有29家信托公司投向房地产业的信托资产在百亿规模以上，万向信托、华澳信托、建元信托、爱建信托、长城新盛信托投向房地产业的比均在三成以上，分别为53.47%、42.81%、40.94%、39.5%、33.16%。

房地产信托是信托业受宏观政策、行业监管和市场环境多重约束最明显的业务领域。部分信托公司房地产信托项目风险处置进展缓慢，受房地产业务拖累，面临着业绩亏损的窘境。如信托资产投入房地产业务占比高达42.81%的华澳信托，在2023年年报发布后因营收大幅下滑、净利润连年亏损等引起关注，自营不良率升至55.34%；爱建信托雅居乐成都东部新区项目也因房产形势严峻、新冠疫情影响，以及主要竞争对手阳光城、融创债务危机而陷入僵局。

### 2. 所有权性质：重点关注无国资背景的信托公司

民营信托公司尽管在业务创新和服务提供方面具有一定的灵活性，但在资本实力和风险评级方面不如国有控股企业，其主要依赖于股东的资本注入和市场化的融资渠道，且由于缺乏国有背景，市场对其信用评级相对保守，融资成本较高。

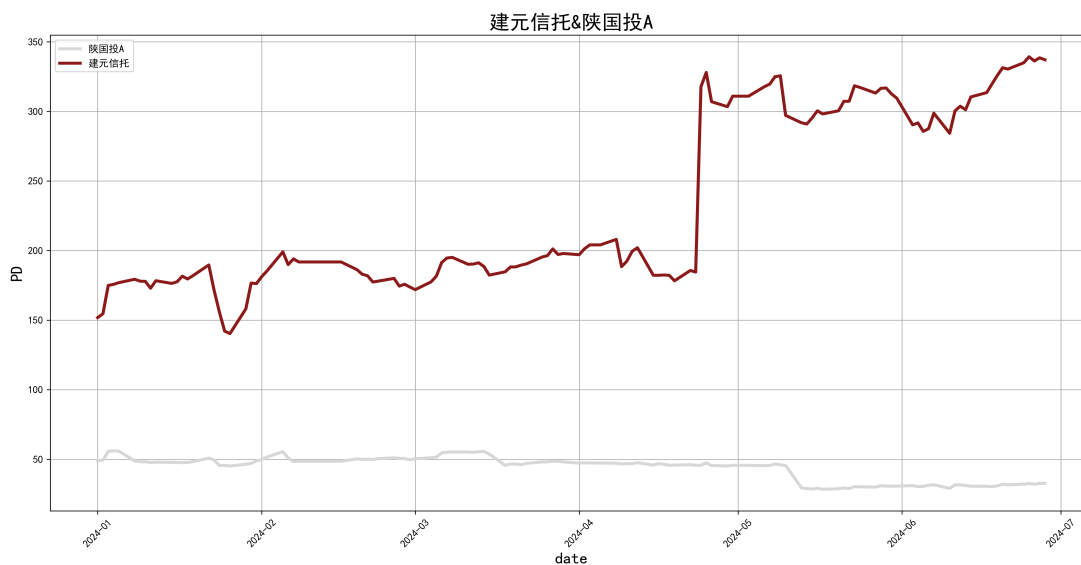


图5-14 陕国投A与建元信托的PD值

以两家A股上市公司建元信托和陕国投A（000563.SZ）为例，其PD图像如图所示，可见建元信托的违约风险远高于陕国投A。建元信托前身为成立于1987年的鞍山市信托投资公司，在2023年破产重组之前，属于民营信托公司，尽管破产重组时由国资收购，成为国有控股的信托公司，但之前遗留的债务项目尚未清除，因而存在较高的违约风险。而陕国投A前身为陕西省金融联合投资公司，一直有省级国资委背景，拥有稳定的客户群体和较多的融资资源，因此PD值相对较低。

综合以上，本次特别关注聚焦消费板块和信托行业的信用风险。消费板块部分从市场“异象”出发，分析企业所处的宏观经济环境；在此基础上，结合必需消费品与非必需消费品的特征差异进一步分析发现，由于偿债资金减少，A股两大板块违约风险均上升且非必需消费品板块风险水平更高；最后结合傲农生物破产违约事件分析金新农的违约风险，指出其违约风险处于高位，值得重点关注。信托部分主要从信托行业新一轮爆雷潮出发，分析企业内部和外部冲

击两方面因素对信托行业信用风险的影响。特别地，基于信托作为“影子银行”的行业特性，分析了信托业和房地产业、银行业间的关联。最后展望未来风险，指出房地产投资占比高及无国资背景的信托公司具有较大的违约风险，可重点关注。

2024

第二季度

## 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](mailto: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