

2024年04月18日

## 风险出清面临阻力，多样化趋势加强——2024年一季度债券市场风险分析及处置分析

中证鹏元资信评估股份有限公司  
研究发展部

史晓姝  
[shixsh@cspengyuan.com](mailto:shixsh@cspengyuan.com)

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



### 独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 主要内容：

2024年一季度信用风险事件大幅减少，但已出险债券的出现多次兑付调整情况。当前，控制和化解风险为工作重点，关注后续政策进一步出台和落地情况。

**2024年一季度信用风险分析：**全口径下，2024年一季度新增风险债券22只，同比下降37%，累计金额约224亿元，涉及11家主体；新增风险主体4家，较上年同期增加1家。风险事件仍以展期（含债务重组）为主，占比72.3%。具体来看：新增4家风险主体中，民营企业有2家，占比50%。国有企业2家，其中1家城投公司触发保护性条款，现已解除风险事件；新增风险债券以公募公司债券为主，占比45.5%，其次是资产支持证券，占比27.3%；新增风险主体初始级别AA+及以上以合计占比50%，新增风险债券发行级别以AAA级为主，占比68%；新增风险债券以房地产行业为主，债券数量占比91%，主体数量占比50%。

**市场观察：**（1）**政策回顾。**银行间市场修订持有人会议规程及配套文件，聚焦“召开针对性不强”“召集程序灵活性不够”“决议达成难度较大”三大核心问题。同步对同意征集制度，以及募集说明书投资人保护机制、投资人保护条款和信息披露文件三项示范文本进行修订，保障披露文件与新规的一致性。（2）**维好协议的法律约束力备受关注。**2024年1月，香港上诉法院表示，北大方正集团与债权人就违约美元债券及其维好条款的诉讼将在三个月后作出裁决，维好协议纠纷再次被市场关注。截至目前，香港法院在上海华信案、北大方正案和清华紫光案三宗案件中对维好协议的有效性和可执行性进行了判决，但宣判结果并不相同。（3）**可转换债券退市风险抬升。**2024年3月ST鸿达和鸿达转债在深交所摘牌，成为继蓝盾转债（2023年7月31日摘牌）和搜特转债（2023年8月11日摘牌）后第三只强制退市的可转债。3月，搜特转债未能兑付当期利息。强制退市风险出现以来，可转债的发行与净融资骤减。4月，新国九条、《关于严格执行退市制度的意见》陆续发布，沪深北交易所同步对上市规则发布征求意见稿，进一步严格强制退市标准，打通退出通道。（4）**城投债信仰凸显，久期拉长，区域平台整合提速。**随着地方债务化解工作的推进，城投信仰凸显，市场利率下行，城投债供不应求，长期品种数量大幅增长。2023年9月以来，4年期以下债券数量占比开始下降，从70%下降至2024年3月的48%。同时，低级别主体净融资自2023年三季度开始明显下滑。此外，区域城投整合提速，削减城投数量，尾部城投逐步退出。（5）**信托机构产品逾期，上市公司踩雷。**2024年一季度平安信托多个项目兑

付延期，引发市场关注。随后民生信托（泛海系）发布公告，自4月11日起，公司日常业务由中信信托和华融国际信托管理。在此之前，中融信托、新华信托、四川信托已相继暴雷，其中后两家机构已宣布破产。随着上市公司披露最新年报，多家公司踩雷信托产品，底层资产多为地产行业非标产品。

整体看，当前新增风险持续放缓，但存续风险出清面临一定阻力，且风险呈现多元化。新国九条、《退市意见》以及配套的交易所征求意见稿，都表明未来对于资本市场主体的风险管控趋严，尤其是上市公司。未来，注册制背景下，将加快构建风险防范长效机制，推动完善债务处置和管理机制。债券市场化程度将进一步提升，信用分化将进一步加剧，同时，弱资质主体将加速出清。“先立后破”基调下，2024年整体风险有限，但随着新政策的陆续出台，对存续债券的影响或逐渐显现。

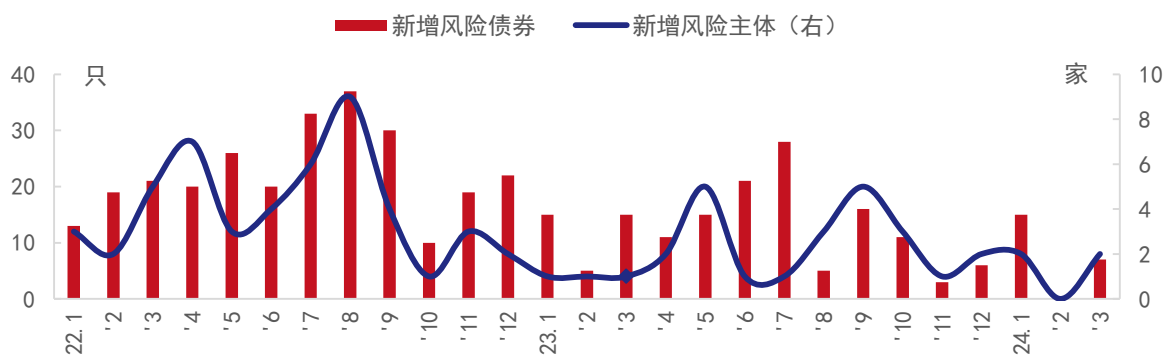
## 一、一季度风险事件分析

整体来看，2024 年一季度债券市场新增信用风险事件大幅减少，主要在前期政策呵护下，地产企业新增风险主体数量大幅下降，风险已逐步暴露，目前大多数出险企业正在推进债务重组，部分主体债务重组推进缓慢。具体来看：

全口径下<sup>1</sup>，2024 年一季度新增风险债券（含已违约主体）22 只，同比下降 37%，累计金额约 224 亿元，涉及 11 家主体；新增风险主体 4 家，较上年同期增加 1 家。2023 年风险底隐现，全口径下风险主体占比由 2022 年的 0.83% 下降至 2023 年末的 0.45%，2024 年一季度进一步下降至 0.07%。

从违约类型看，依然以展期为主。2024 年一季度实质性违约债券 4 只，展期 16 只，违反投资者保护性条款（含触发）2 只。展期（含债务重组）比例 72.3%，维持高位，其中，远洋系对存续 11 只债券达成重组协议。实质性违约债券均为私募发行，除搜特转债（退市）外，均为地产公司债。2023 年 5 月 22 日，由于连续 20 个交易日股票收盘价低于 1 元，触发交易类退市条件，搜特转债（退市）发行人特宣告退市。2023 年 8 月 11 日，搜特转债跟随正股于深交所摘牌退市进入退市板块。由于公司陷入债务危机和经营危机，主要银行账户、资产已被法院冻结/查封，资金严重短缺，应于 2024 年 3 月 12 日支付的第四年可转债利息无法按期兑付，成为第一只实质性违约的可转债。

图 1 2022 年 1 月-2024 年 3 月新增信用风险债券及主体情况



注：新增违约债券包括技术性违约、保护条款触发、实质性违约、展期等情形；  
数据来源：Wind，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 新增违约债券包括技术性违约、保护条款触发、实质性违约、展期等情形。

表 1 2014 年-2024 年 3 月债券市场风险债券统计

风险事件类型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
技术性违约	0	1	2	3	5	7	3	2	3	1	0
实质性违约	7	30	50	24	106	141	115	111	31	16	4
展期（含债务重组）	0	0	2	3	8	24	42	66	194	113	16
违反投资者保护性条款（含触发）	0	0	1	3	24	14	4	14	41	13	2

数据来源：Wind，中证鹏元整理

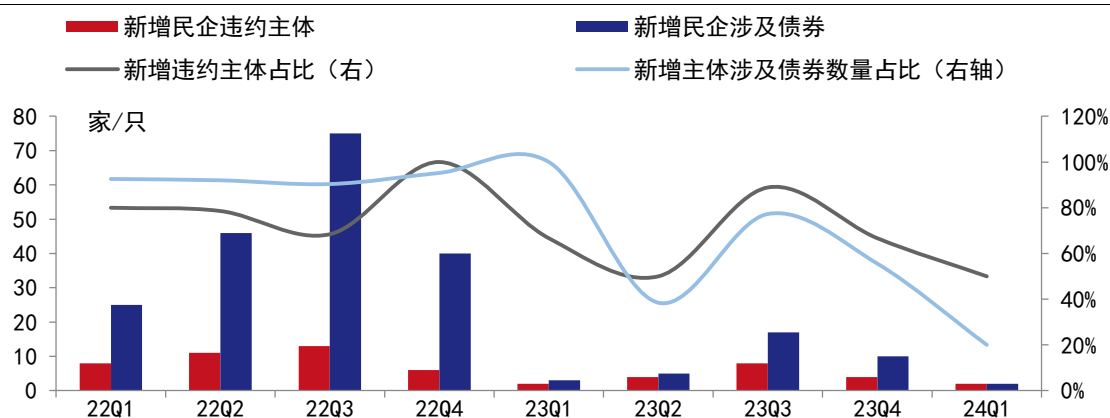
表 2 2023 年-2024 年 3 月信用风险统计

	新增风险主体（家）	已出险主体（家）	新增风险债券（只）
23Q1	3	16	35
23Q2	8	18	47
23Q3	9	10	49
23Q4	6	5	20
24Q1	4	7	22

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从发行人类型看，新增风险主体中有 2 家为民营企业，占比 50%，呈现下降趋势；民营企业风险债券 13 只，占比 59.1%，较上年下降 9.3 个百分点；国有企业新增风险主体 2 家，其中城投公司 1 家，触发保护性条款，现已解除风险事件。另一家国有主体是绿地控股集团有限公司，为混改企业，本年对 2 只债券进行展期。

图 2 2022 年-2024 年 3 月民营企业新增信用风险债券及主体情况



数据来源：Wind，中证鹏元整理

**表 3 2024 年一季度信用风险主体属性分布**

企业性质	风险主体（家）	新增风险主体（家）	新增风险债券（只）
民营企业	8	2	13
国有企业	3	2	9

资料来源：Wind，中证鹏元整理

从地区分布看，2024 年共有 6 个省发生债券风险事件，其中，新增风险主体分布在广东、上海、山东等省份。

**表 4 2024 年一季度信用风险债券地区分布**

省份	风险主体（家）	新增风险主体（家）	新增风险债券（只）
上海	4	1	7
北京	1		6
浙江	1		3
广东	3	2	3
福建	1		2
山东	1	1	1
<b>合计</b>	<b>11</b>	<b>4</b>	<b>22</b>

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从债券类型看，新增风险债券中公募公司债违约数量最多，有 10 只，占比 45.5%；资产支持证券 6 只，占比 27.3%，穿透后看，房地产企业债券 20 只，其中展期（含重组）16 只。

**表 5 2024 年一季度信用风险债券类型分布**

债券类型	新增风险债券（只）	涉及规模（亿元）
公募公司债	10	151.31
资产支持证券	6	33.95
私募公司债	2	2.73
中期票据	2	4.75
可转债	1	0.12
定向工具	1	31.30
<b>合计</b>	<b>22</b>	<b>224.16</b>

注：部分债券违约规模无公开数据或为保护性条款处置阶段，不在统计范围内

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从新增风险主体初始等级看，AAA 级 1 家，AA+级 1 家，AA 级 2 家，中高评级主体数量占比 50%；新增风险债券发行级别中 AAA 级和 AA+级分别有 15 只和 2 只，合计占比 77.3%，同比上升 3 个百分点，占比维持高位，无债项评级的债券 4 只，占比 18.2%，主要是私募发行债券。

表 6 2024 年一季度风险债券初始主体等级分布

主体等级	新增违约主体 (家)	新增违约主体占比 (%)	债项等级	新增违约债券 (只)	新增违约债券占比 (%)
AAA	1	25.0%	AAA	15	68.2%
AA+	1	25.0%	AA+	2	9.1%
AA	2	50.0%	AA	1	4.5%
			无评级	4	18.2%
合计	4	100.0%	合计	22	100.0%

注：部分公司的违约债券涉及评级变动，按靠后发行债券主体级别孰低原则统计；短期融资券和定向工具按主体级别统计  
数据来源：Wind，中证鹏元整理

从上市公司占比看，新增风险主体中包含上市公司 1 家，即搜于特集团股份有限公司，涉及风险债券 1 只；非上市公司 3 家，涉及风险债券 4 只。

表 7 2024 年一季度新增风险债券主体上市情况

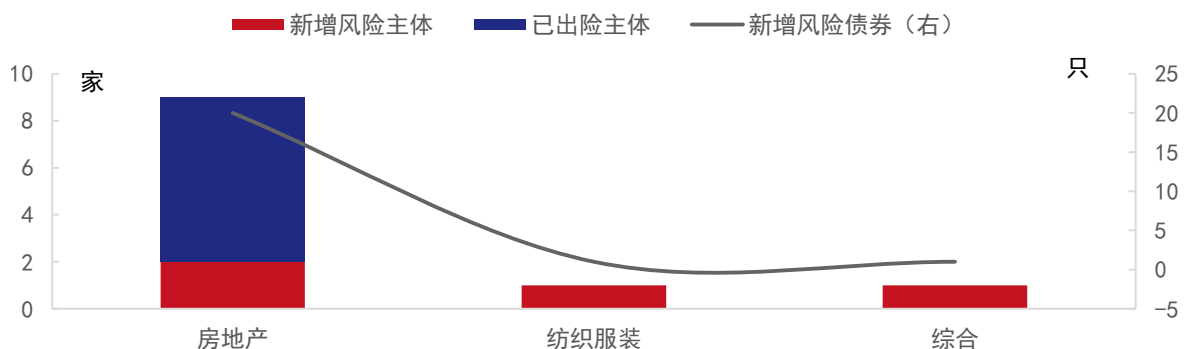
是否上市	风险主体 (家)	风险债券数量 (只)	新增风险主体 (家)	新增风险主体债券 (只)
上市公司	2	2	1	1
非上市公司	9	20	3	4
合计	11	22	4	5

注：包括违约后退市样本数据

数据来源：Wind，中证鹏元整理

从行业看，风险债券主体涉及房地产、纺织服装、综合，其中，地产行业新增风险主体 2 家，占比 50%，涉及债券数量 8 只，为绿地控股和广州天建房地产（系合景泰富境内主体）；地产行业新增风险债券（含已违约主体）20 只，占比 91%。

图 3 2024 年一季度风险债券行业分布



数据来源：Wind，中证鹏元整理

2024 年一季度信用风险债券跟踪事件（含已出险债券）约 47 次。其中，已出险债券 20 次，包括未能

履行展期协议触发的实质性违约事件 4 只，两次及以上展期事件 11 只。此外，部分债券采取措施降低后续兑付风险。例如，“19 中南 03”持有人会议同意豁免《募集说明书》中关于本期债券违约责任及解决措施的约定，来更好推进本期债券本息兑付工作。本期债券于 2023 年 11 月达成展期协议，本期债券的兑付期限调整为自 2023 年 11 月 22 日起 60 个月，2028 年 2 月、5 月、8 月、11 月分别兑付 25% 的本金，利随本清。

从债务重组及债券兑付情况看，碧桂园、龙光、富力、旭辉等相继根据重组协议兑付境内债券当期金额。相比境内债务风险处置工作的逐步推进，境外重组难度依然较大。第一，清盘呈请。碧桂园、大发地产、世茂集团等在 2024 年相继接获清盘呈请，从而对债务重组进一步产生压力。其中，中泛控股和中国恒大进入清盘程序。第二，评级下调。万科、雅居乐、龙湖集团、新城发展等境外评级遭遇下调。第三，存续债券到期未兑付。正荣地产、华南城、金辉控股、旭辉控股等未能如期兑付境外债券。虽然境外债务重组难度大，但中国奥园、中梁控股持续推进境外重组工作，重组计划已生效，此外，宝龙地产、禹州集团、正龙地产等重组工作也取得重大进展。

**表 8 2024 年一季度地产企业清盘呈请情况**

企业	时间	事件概况
碧桂园	2024/02/27	Ever Credit Limited 于 2 月 27 日向香港特别行政区高等法院提出对公司的清盘呈请，内容有关呈请人与碧桂园之间本金约 16 亿港元的未支付定期贷款及应计利息。
大发地产	2024/02/27	因 2022 年到期 12.375 厘优先票据本息未如期偿付，建设银行（亚洲）作为受托人对公司及间接全资子公司向法院提交清盘呈请。
德信中国	2024/03/21	建设银行（亚洲）作为受托人对公司向法院提交清盘呈请。高等法院尚未就呈请举行任何听证会，亦未对德信中国发出清盘令，计划于 2024 年 6 月 5 日就呈请举行听证会。
中泛控股	2024/01/03	公司接获香港高等法院的清盘令， <b>公司由此进入清盘程序。</b>
弘阳地产	2024/02/16	纽约梅隆银行伦敦分行向香港特别行政区高等法院提呈针对公司日期为 2024 年 2 月 14 日的清盘呈请，涉及金额不少于 2.29 亿美元的财务义务。
弘阳集团	2024/01/22	弘阳集团在香港收到清盘呈请，聆讯于 3 月 27 日举行。
佳兆业	2024/03/08	佳兆业集团清盘呈请聆讯押后至 4 月 29 日，原呈请人要求退出聆讯，佳兆业的债券受托人申请替代原呈请人。
世茂集团	2024/04/05	建设银行（亚洲）作为受托人于 2024 年 4 月 5 日向香港特别行政区高等法院提出对本公司的清盘呈请，涉及本公司的财务义务金额约为 15.795 亿港元。
天誉置业	2024/02/04	有关委任联合临时清盘人及呈请，百慕达最高法院商事法庭首席法官将呈请的聆讯押后至 2024 年 6 月 7 日（星期五）（百慕达时间）进行审理。
中国恒大	2024/01/29	中国恒大清盘案在香港高等法院再提讯。法官表示，中国恒大债务重组方案欠缺进展，公司资不抵债， <b>正式颁令恒大清盘。</b>
中梁控股	2024/03/25	离岸债各项重组条件均已达成，重组生效日期于 2024 年 3 月 20 日落实。2024 年 3 月 25 日的聆讯上，高等法院撤销针对公司的清盘呈请。

数据来源：Wind，中证鹏元整理

**表 9 2024 年一季度地产企业海外评级调整情况**

发布日期	发行人	评级变动	展望变动	评级	展望	评级机构	上期评级	上期展望	上期发布日期
2024/1/25	深业集团有限公司	评级下降	展望上升	Baa2	负面	穆迪公司	Baa1	信用观察	2023/12/06
2024/3/12	万科企业股份有限公司	初评	展望下降	Ba1	信用观察	穆迪公司	WR	负面	2024/03/11
2024/3/15		评级持平	展望下降	BBB+	负面观察	标准普尔	BBB+	稳定	2023/06/27
2024/3/22		评级下降	展望下降	BB+	负面观察	惠誉国际	BBB	稳定	2023/10/17
2024/3/15		新湖中宝股份有限公司	评级下降	展望持平	B-	负面	标准普尔	B	负面
2024/3/22	万科地产(香港)有限公司	评级下降	展望下降	BB	无	惠誉国际	BBB	稳定	2023/10/17
2024/3/22	金辉控股(集团)有限公司	评级下降	展望持平	Ca	负面	穆迪公司	Caa1	负面	2023/09/14
2024/3/25	雅居乐集团控股有限公司	评级下降	展望上升	Caa2	稳定	穆迪公司	Caa1	负面	2022/12/02
2024/3/28	龙湖集团控股有限公司	评级下降	展望持平	BB+	负面	惠誉国际	BBB-	负面	2023/09/15

资料来源：DM，中证鹏元整理

**表 10 2024 年一季度地产企业债务重组情况**

	时间	事件概况
宝龙地产	2024/03/22	持有范围内债务约 72.5%的计划债权人已签署重组支持协议。
富力地产	2024/02/27	3 只美元票据交换要约和同意征求已获通过，有效投标保证金总额超 15 亿美元。
花样年	2024/04/01	公司在 2023 年 1 月 13 日签订的重组支持协议的最后截止日期已由重组支持协议各方进一步延长至 2024 年 4 月 14 日。
禹州集团	2024/03/08	截至 3 月 28 日，公司境外整体解决方案得到了现有公开票据未偿还本金总额的 93.16%及其他现有债务工具未偿还本金总额的 91.04%的现有票据持有人的支持，并已加入重组支持协议。
正荣地产	2024/01/24	于同意费用截止期限（即 2024 年 1 月 24 日下午五时正（香港时间）），持有现有债务超过 79%的参与债权人已加入重组支持协议。在债权人的支持下，正荣地产正着手实施境外整体债务管理方案，就计划召开的聆讯预计订于 2024 年 5 月 2 日在法院举行。
中国奥园	2024/01/12	公司的境外债重组计划已获得开曼群岛法院、英属维尔京群岛法院及香港法院批准。中国奥园财务顾问称取得美国法院颁布的破产认可令。
	2024/03/21	宣布公司及 AddHero 根据中国奥园计划及 AddHero 计划达成所有重组条件。这包括支付所有重组支持协议费用（现金部分），以进一步分发给相关不受制裁影响的计划债权人。公司及 AddHero 确定 2024 年 3 月 20 日为重组生效日期。
中梁控股	2024/02/23	中梁控股境外债务重组计划获香港法院批准。
	2024/03/21	各项重组条件均已达成，重组生效日期于 2024 年 3 月 20 日落实。

注：包括违约后退市样本数据

数据来源：Wind，中证鹏元整理

整体来看，随着信用债融资支持政策的落地和持续推进，民企新增风险放缓，国有企业风险仍然以非实质性违约为主。其中，地产企业新增风险放缓，但由于债务规模巨大，债务重组难度高，部分企业的债

请务必阅读正文之后的免责声明



务谈判仍在推进中。此外，购房意愿依然不足，地产企业资金回笼情况仍有待改善，已展期债券的兑付仍有一定压力，部分企业利用宽限期延缓资金压力。境外债务重组工作难度依然较大，部分企业获得金融机构支持，但债券重组仍面临不少阻力，尤其叠加清盘风险的企业，重组压力进一步加大。

## 二、市场观察

### （一）政策回顾

#### 1、银行间市场修订持有人会议规程及配套文件

2024年1月，交易商协会发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具同意征集操作指引》及配套文件。此次修订，结合近年实践，重点对持有人会议规程进行完善，提高会议效率，聚焦“召开针对性不强”“召集程序灵活性不够”“决议达成难度较大”三大核心问题。同步对同意征集制度，以及募集说明书投资人保护机制、投资人保护条款和信息披露文件三项示范文本进行修订，保障披露文件与新规的一致性。具体看，第一，区分了强制召开情况与提议召开情形，同时在提升召集程序灵活性的基础上，强化对关键程序的保护。第二，优化、调整表决机制，强化对所有持有人的权利保护。一般议案需要“超过50%总表决权出席+超过50%出席表决权同意”，特别议案需要“超过50%总表决权出席+2/3及以上出席表决权同意+超过50%总表决权同意”。此次修订进一步规范会议延期变更、缩短、取消等特殊情形的要求，并实行新老划断，鼓励存续债券和过渡期发行债券按照修订后政策约定相关内容。

未来，展期、提前兑付等债券基本条款修订的议案和豁免保护性条款触发的议案，通过率或有所上升。不过，存续债中目前常见的提前偿还、展期等债务管理方式，无法直接应用新的表决机制，需要召开持有人会议对相关约定进行变更，议案能否通过存在一定不确定性。相对来说，风险较低主体或更容易与持有人达成一致。根据《同意征集指引》，发行人实施同意征集，应事先在发行文件中明确约定同意征集相关事项。对此存续债券需先召开持有人会议补充相关约定，才能实施同意征集。同时由于对多个事项的同意征集需要分开进行，对此，境内存续债券发行人选择同意征集的动力不强。

### （二）维好协议的法律约束力备受关注

2024年1月，香港上诉法院表示，北大方正集团与债权人就违约美元债券及其维好条款的诉讼将在三个月后作出裁决，目前尚未最终判决。此次上诉为北大方正三个子公司提起，拟证明北大方正违约时违反请务必阅读正文之后的免责声明

了债券的维好条款。维好协议纠纷再次被市场关注。

维好协议纠纷在境外融资中较为常见，且随着近年境内风险的出清，维好协议纠纷案件备受关注。截至目前，香港法院在上海华信案、北大方正案和清华紫光案三宗案件中对维好协议的有效性和可执行性进行了判决，但宣判结果并不相同。目前，维好协议纠纷处置仍在探索阶段，根据金杜研究院的报告，债权人需要注意以下几个方面，第一，债权人应在维好提供方出现破产重组之前在香港法院获得有利的赔偿判决；第二，将英国法选择作为维好协议的管辖法律，且选择香港法院对争议拥有专属管辖权，可以降低维好提供方的管理人向香港法院提出申请搁置香港诉讼程序的风险；第三，债权人应积极持续监控维好提供方的义务，这对于确定维好义务何时被触发以及何时应要求维好提供方尽最大努力申请相关政府批准有关键作用。

**表 11 维好协议纠纷案例**

	上海华信案	北大方正案	清华紫光案
事件背景	上海华信为其境外子公司发行的债券提供维好协议支持，境外债券持有人起诉上海华信，要求其履行维好协议违约责任，但上海华信没有出庭应诉。	北大方正及两家香港子公司为北大方正两家在英属维尔京群岛注册的子公司的境外债券提供担保以及维好协议。维好协议受英国法律管辖，并含有将争议提交香港法院的专属管辖权条款。	清华紫光，为境外子公司的境外债券签订了一份受英国法律管辖的维好协议，其中包含将争议提交香港法院的专属管辖权条款。
宣判时间	2020.05	2023.05	2022.05
原告	境外债券持有人	维好提供方的境外债务人子公司(清算中)	债券受托管理人
债券违约的时间	在维好提供方重组程序开始之前	维好提供方重组程序开始之后	在维好提供方重组程序开始之前
寻求的救济	金钱赔偿判决	宣布性质的救济判（declaratory relief）	金钱赔偿判决
判决结果	上海金融法院承认香港的缺席判决，但仅限于程序事项，他们并不涉足维好协议中的实体法问题	香港法院驳回了大部分申索，仅宣告北大方正违反了其中一名原告有关的维好协议，并造成原告约 1.67 亿美元的损失（注：原告们索赔总额超过 18 亿美元）。	香港法院认为清华紫光未能使债务人有足够的流动性来偿还主债务，也未尽最大努力获得中国相关政府批准将资金汇出境外，违反了维好协议项下的义务。香港法院判令清华紫光向原告支付约 4.8 亿美元即债券本金、利息及相关费用

数据来源：金杜研究院，中证鹏元整理

### （三）可转换债券退市风险抬升

2024年1月，ST鸿达锁定1元退市，鸿达转债面临同步退市。3月18日，公司股票和鸿达转债在深交所摘牌，成为继蓝盾转债（2023年7月31日摘牌）和搜特转债（2023年8月11日摘牌）后第三只强制退

市的可转债。3月12日，公司未能如期完成付息，搜特转债成为第一只实质性违约的可转换债券。可转债退市有以下几种情形，包括正常到期、强制性赎回、全额回售、全额转股，以及正股退市。而正股不同退市情形下，可转债处置不同。具体包括交易类强制退市，财务类强制退市、规范类强制退市、重大违法类强制退市，其中，交易类强制退市后股票和可转债无整理期。退市后的可转债仍可继续在退市板块交易，仍会面临一定的偿付风险。

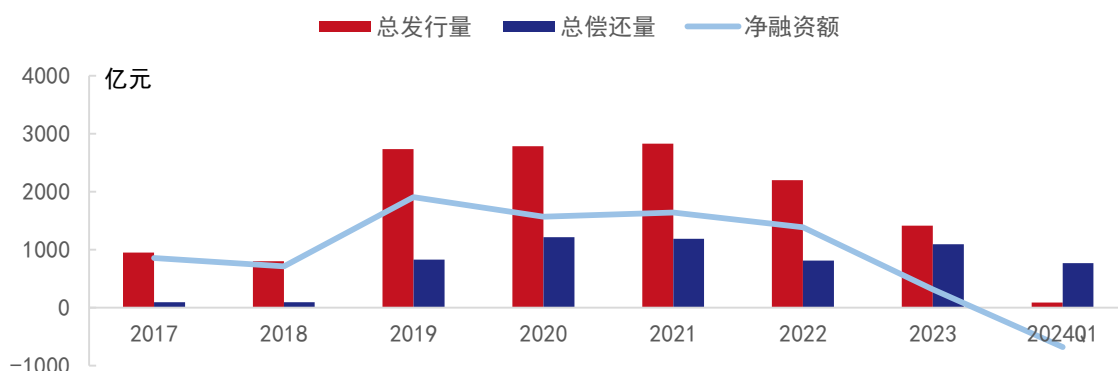
表 12 维好协议纠纷案例

	蓝盾转债	搜特转债	鸿达转债
退市时间	2023.07.31	2023.08.11	2024.03.18
退市原因	发行人*ST 蓝盾连续数年业绩不佳，同时还被出具了无法表示意见的审计报告。根据相关规定以及上市审核委员会的审核意见，深交所决定*ST 蓝盾公司股票及蓝盾转债终止上市。	公司股票收盘价连续二十个交易日低于 1 元/股，触发交易类强制退市规定	公司股票收盘价连续二十个交易日低于 1 元/股，触发交易类强制退市规定
转债处理	公司股票为财务类退市，蓝盾转债正式步入退市整理期（15 个交易日）	公司股票因“面值退市”（交易类退市），股票和可转债不进入退市整理期。	公司股票因“面值退市”（交易类退市），股票和可转债不进入退市整理期。

数据来源：公开资料，中证鹏元整理

可转债，因股债结合，其面临的风险包括债券兑付风险和正股退市风险。强制退市风险出现以来，可转债的发行与净融资骤减。2024 年一季度仅发行 9 只，规模 85.73 亿元，占上年发行规模的 6%，净融资大幅转负。一方面市场风险偏好降低，投资偏谨慎，另一方面，自 2023 年 8 月上市新规发布以来，监管审核时间明显延长，转债预案推进节奏放缓。

图 4 2017-2024 年 3 月可转债发行与净融资情况



数据来源：Wind，中证鹏元整理

4月12日，国务院出台《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称“新国九条”），加强对上市交易环节的管理，强调“加强监管防范风险”，要求完善市场化法治化多元化的债请务必阅读正文之后的免责声明

券违约风险处置机制，坚决打击逃废债行为。同日，证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》（简称《退市意见》）指出，需要进一步严格强制退市标准，打通退出通道，主要包括：新增三项规范类退市情形；科学设置重大违法强制退市适用范围（财务造假相关标准）；收紧财务类退市指标；完善市值标准等交易类退市指标等。同时，沪深北三大交易所发布《股票发行上市审核规则》等配套规则公开征求意见稿，修订后北交所整体退市要求基本与沪深交易所实现取齐，但在交易类和财务类强制退市标准的股票交易连续计算时间、营业收入退市标准等个别指标阈值以及市值退市的适用范围等方面因中小企业定位做了适应性调整。根据沪深交易所征求意见稿，将财务类退市中“最近一个会计年度经审计的净利润为负值且**营业收入低于 1 亿元**，或追溯重述后最近一个会计年度净利润为负值且**营业收入低于 1 亿元**”的营业收入标准提升至**3 亿元**（科创板、创业板仍为 1 亿元），将影响众多公司。此外，征求意见稿提高了上市公司分红的要求，对分红不达标的公司采取强约束措施，其中将多年不分红或者分红比例偏低的公司纳入“实施其他风险警示”（ST）的情形。

截至 4 月 16 日，存量可转换债券 561 只，其中主板市场 338 只，创业板 170 只，科创板和新三板市场分别有 44 只和 9 只。上市新规对可转换债券将产生一定影响，尤其是业绩较差的可转债短期将出现一定波动，其中，交易类强制退市标准将自规则发布实施之日起实施，无过渡期安排。未来市场分化将逐渐加剧。

**表 13 沪深北交易所针对交易类和财务类强制退市的最新征求意见稿内容**

标准	北交所	沪深交易所
交易类强制退市	（一）通过本所交易系统连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 100 万股； （二）连续 <b>60 个交易日</b> 股票每日收盘价均低于 1 元； （三）连续 <b>60 个交易日</b> 股东人数均少于 200 人； （四）按照本规则第 2.1.3 条第一款第四项规定上市的公司，连续 60 个交易日股票交易市值均低于 3 亿元； （五）本所认定的其他情形。	（一）在本所仅发行 A 股股票的上市公司，连续 120 个交易日通过本所交易系统实现的累计股票成交量低于 500 万股，或者连续 <b>20 个交易日</b> 的每日股票收盘价均低于 1 元； （二）在本所仅发行 B 股股票的上市公司，连续 120 个交易日通过本所交易系统实现的累计股票成交量低于 100 万股，或者连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元； （三）在本所既发行 A 股股票又发行 B 股股票的上市公司，其 A、B 股股票的成交量或者收盘价同时触及第（一）项和第（二）项规定的标准； （四）上市公司股东数量连续 <b>20 个交易日</b> （不含公司首次公开发行股票上市之日起 20 个交易日）日均 <b>低于 2000 人</b> ； （五）在本所仅发行 A 股股票的上市公司或者既发行 A 股股票又发行 B 股股票的上市公司连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 5 亿元； （六）在本所仅发行 B 股股票的上市公司连续 20 个交易日在本所的每日股票收盘总市值均低于 3 亿元； （七）本所认定的其他情形。

标准	北交所	沪深交易所
财务类强制退市	(一) 最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值且 <b>营业收入低于 5000 万元</b> ； (二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值； (三) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告； (四) 追溯重述后最近一个会计年度利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值且 <b>营业收入低于 5000 万元</b> ；或者追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值； (五) 中国证监会及其派出机构行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及第一、二项情形的； (六) 本所认定的其他情形。	(一) 最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值且 <b>营业收入低于 3 亿元</b> ，或追溯重述后最近一个会计年度利润总额、净利润或者扣除非经常性损益后的净利润孰低者为负值且 <b>营业收入低于 3 亿元</b> ； (二) 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值，或追溯重述后最近一个会计年度期末净资产为负值； (三) 最近一个会计年度的财务会计报告被出具无法表示意见或否定意见的审计报告； (四) 中国证监会行政处罚决定书表明公司已披露的最近一个会计年度经审计的年度报告存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，导致该年度相关财务指标实际已触及第（一）项、第（二）项情形的； (五) 本所认定的其他情形。

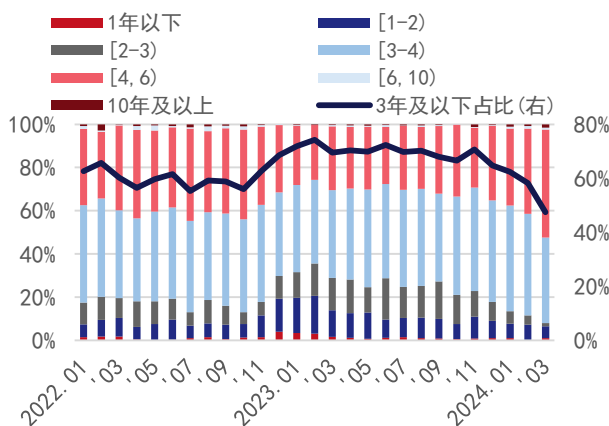
注：北交所 2.1.3 第一款第四项规定为“预计市值不低于 15 亿元，最近两年研发投入合计不低于 5000 万元。”

数据来源：公开资料，中证鹏元整理

#### (四) 城投信仰凸显，久期拉长；区域平台整合提速

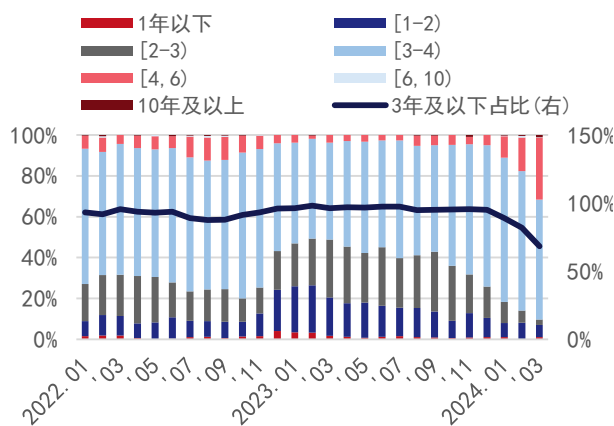
随着地方债务化解工作的推进，城投信仰凸显，市场利率下行，城投债供不应求，长品种数量大幅增长。从发行期限看，2023 年 9 月以来，3 年期及以下债券数量占比开始下降，从 68%下降至 2024 年 3 月的 47%。从除权期限看，上述比例从 95%下降至 68%。期限拉长，一方面，是发行人在低利率环境下对长期资金的融资优势，另一方面，在资产欠配背景下，投资者对优质城投债拉长久期的需求。但同时，城投净融资自 2023 年四季度开始大幅下降，其中 AA 级主体自三季度就明显下降，低级别主体的融资难度迅速攀升，警惕估值波动风险。此外，区域城投整合提速，削减城投数量，尾部城投将逐步退出。

图 5 2022-2024 年 3 月城投债发行期限分布



注：债券品种包括公募公司债、私募公司债、中期票据、定向工具，不包括永续债，下同；

图 6 2022-2024 年 3 月城投债除权期限分布



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 2023 年来城投债各级别主体净融资情况



数据来源：Wind，中证鹏元整理

### （五）信托机构产品逾期，上市公司踩雷

由于信托机构涉及大量地产项目，随着地产风险的显露，信托机构相关产品出现风险。2024 年一季度平安信托多个项目兑付延期，引发市场关注。随后民生信托（泛海系）发布公告，自 4 月 11 日起，公司日常业务由中信信托和华融国际信托管理。在此之前，2023 年 9 月中融信托（中植系）公告将聘请建信信托、中信信托为公司经营管理提供专业服务。“明天系”旗下的新华信托和新时代信托也曾被监管部门接管，并分别委托交银国际信托、中信信托组建托管组。此外，新华信托和四川信托分别于 2023 年 5 月和 2024 年 4 月 1 日宣布破产。以上均表明当前信托行业分化加剧，部分机构面临较大风险。而随着上市公司披露最新年报，多家公司踩雷信托产品，底层资产多为地产行业非标产品。

整体看，当前新增风险持续放缓，但存续风险出清面临一定阻力，且由于众多金融产品底层资产为地产行业，风险向多行业渗透，风险呈现多元化。新国九条、《退市意见》以及配套的交易所征求意见稿，都表明未来对于资本市场主体的风险管控趋严，尤其是上市公司。未来，注册制背景下，将加快构建风险防范长效机制，推动完善债务处置和管理机制。债券市场市场化程度将进一步提升，信用分化将进一步加剧，同时，弱资质主体将加速出清。“先立后破”基调下，2024 年整体风险有限，但随着新政策的陆续出台，对存续债券的影响或逐渐显现，后续风险出清仍有待政策加强对地产行业的支持力度。

## 免责声明

---

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
  - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
  - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
  - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

---

**中证鹏元资信评估股份有限公司**

---

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际） 三楼 电话：0755-82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘 府东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北 段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济 南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室 电话：+852 36158343 传真：+852 35966140