

# 2023 年上半年评级质量检验报告



上海资信有限公司

2023 年 7 月 30 日



# 目 录

一、 前言 .....	- 1 -
二、 违约情况分析 .....	- 1 -
三、 信用利差分析 .....	- 3 -
四、 等级迁移分析 .....	- 5 -



## 一、前言

2023年上半年,我国共发行信用类债券<sup>1</sup>6995只,发行金额6.16万亿元,分别较上年同期增长13.59%和4.46%,净融资额7625.79亿元,较上年同期大幅下降52.68%。其中,短期融资券、中期票据、公司债及企业债,发行数量分别为2861只、1463只、2420只及180只,发行金额分别为2.69万亿元、1.34万亿元、1.90万亿元及1346.50亿元,各主要信用债券种类的发行数量和规模同比表现不一,公司债发行数量和规模均显著增长,企业债发行数量和规模均大幅缩减,短期融资券和中期票据发行数量和金额较上年同期相对平稳。上半年,信用债风险暴露仍以房地产行业为主,市场整体信用等级调整较小,主要券种不同信用等级利差间存在显著差异。本报告从违约情况、利差表现及等级迁移三方面分析我国债券市场评级表现并对评级质量进行检验。

## 二、违约情况分析

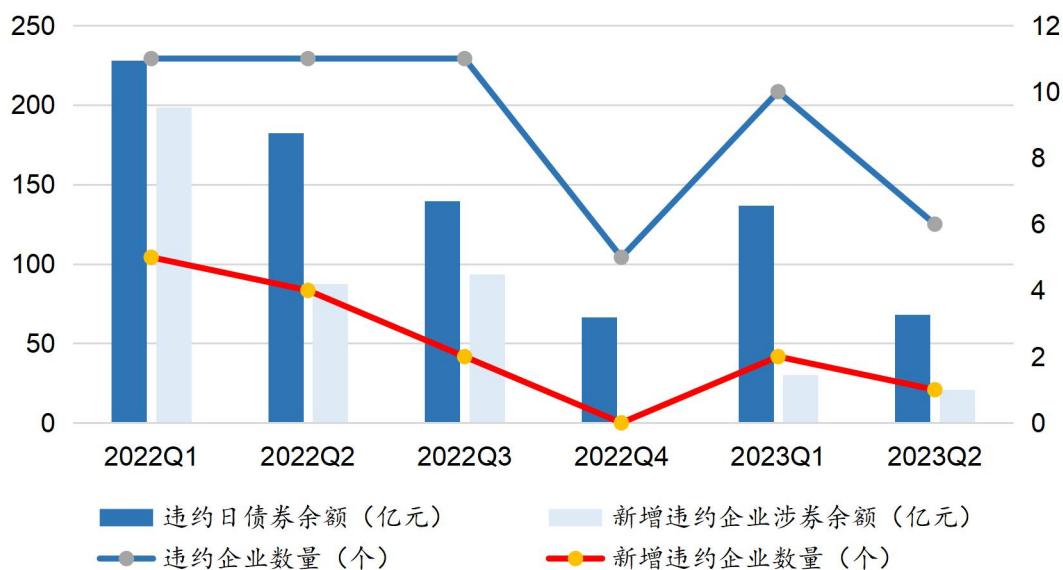
2023年上半年,信用债违约企业共12家,较上年同期减少4家,其中首次违约企业3家,分别为荣盛房地产发展股份有限公司(以下简称“荣盛地产”)、金科地产集团股份有限公司(以下简称“金科地产”)和上海世茂股份有限公司(以下简称“世茂股份”),均属于前期债券展期后出现了风险持续暴露。上半年,信用债违约规模合计196.12亿元,较上年同期明显下降;涉及违约债券22只,风险仍主要集中在房地产行业;发生违约的房地产企业共有8家,涉券规模达156.67亿元,占总规模的79.88%。展期方面,企业积极采取信用风险缓释措施,上半年展期债券80只,涉券规模1389.14亿元,较上年同期的831.02亿元增长67.16%,增幅显著。

上半年,信用债市场新增的3家违约企业均因未能履行前期展期或利息延期支付安排而构成实质性违约。除一季度构成实质性违约的金科地产和荣盛地产外,二季度世茂股份未按期履行3只中期票据“20沪世茂MTN001”、“21沪世茂MTN001”和“21沪世茂MTN002”的本息/利息偿付安排,违

<sup>1</sup> 上海资信定义信用类债券包括短期融资券、中期票据、公司债、企业债、可转债及可交换债券。

约金额合计 3959.04 万元。受行业调控及市场环境低迷影响，世茂股份自 2021 年下半年以来融资渠道收窄、受限，叠加 2022 年销售收入大幅下滑、经营恶化，流动性承压。上半年新增的 3 家企业违约前主体及债项评级均为 AAA，评级结果对风险的预警能力较弱。

图表 1：2022 至 2023 年各季度债券违约情况



数据来源：Wind，上海资信整理

2023 年上半年，我国房地产调控政策有所变动，利于房地产企业融资、盘活存量资产的政策推进落实，但部分房企融资情况未见好转，反映了地产行业内部持续分化，尤其对于经营能力持续恶化、资产质量不佳的企业，市场对其认可度持续下降，企业最终实质违约的概率依然较高。

图表 2：2023 年上半年债券违约汇总（单位：亿元）

发行人	所属行业	违约债券	违约类型	违约日债券余额	违约本金	违约利息
鸿达兴业集团有限公司	基础化工	20 鸿达 01	付息违约	5.30	-	0.67
		20 鸿达 02	付息违约	0.75	-	0.08
华夏幸福基业股份有限公司	房地产开发	16 华夏债	本息违约	0.12	0.12	0.01
		19 华夏 01	回售与付息违约	10.00	0.05	0.55
		18 华夏 02	本息违约	5.25	5.25	0.36
荣盛房地产发展股份有限公司	房地产开发	20 荣盛地产 MTN001	本息违约	9.40	0.50	0.27
阳光城集团股份有限公司	房地产开发	H1 阳城 01	回售与付息违约	10.00	1.80	1.38

发行人	所属行业	违约债券	违约类型	违约日 债券余额	违约 本金	违约 利息
金科地产集团股份 有限公司	房地产 开发	20 金科地产 MTN001	本息违约	8.50	0.50	0.01
		20 金科地产 MTN002	本息违约	9.00	0.50	0.02
		H0 金科 03	本息违约	12.50	8.75	0.44
		21 金科地产 SCP004	本息违约	8.00	8.00	0.80
泛海控股股份有限公 司	其他多 元金融 服务	20 泛控 01	本息违约	5.73	5.73	0.43
		20 泛海 01	本息违约	8.16	8.16	0.53
中融新大集团有限公 司	贸易公 司与工 业品经 销商	18 中融新大 MTN001	本息违约	15.00	15.00	1.13
武汉当代明诚文化体 育集团股份有限公司	电影与 娱乐	H20 明诚 1	本息违约	1.50	1.50	0.11
		20 明诚 02	本息违约	3.00	3.00	0.22
上海三盛宏业投资(集 团)有限责任公司	房地产 开发	19 三盛 02	付息违约	21.50	-	1.81
恒大地产集团有限公 司	房地产 开发	20 恒大 04	付息违约	40.00	-	4.64
上海世茂股份有限公 司	房地产 开发	20 沪世茂 MTN001	本息违约	5.00	0.25	0.01
		21 沪世茂 MTN001	付息违约	9.70	-	0.08
		21 沪世茂 MTN002	付息违约	6.40	-	0.06
华夏幸福基业控股股 份公司	房地产 开发	20 华 EB02	本息违约	1.30	1.30	0.09
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>196.11</b>	<b>60.41</b>	<b>13.70</b>

数据来源：Wind，上海资信整理

### 三、信用利差分析

信用利差分析是通过对比发行利差和上市首日交易利差两类分析方法对信用等级的区分度进行检验。本报告选取了 2023 年上半年信用债发行期数占比较高的一年期短期融资券、三年期中期票据、七年期企业债及五年期公司债

进行信用利差分析。

图表 3：2023 年上半年各类债分级别利差统计分析

债券类型	信用等级 <sup>2</sup>	利率 (%)		发行利差 <sup>3</sup> (BP)			上市首日交易利差 <sup>4</sup> (BP)		
		区间	均值	均值	级差	变异系数	均值	级差	变异系数
短期融资券	AAA	2.08-7.60	3.86	184.69	NR	0.82	183.94	NR	0.74
	AA+	2.35-7.80	3.90	185.52	0.83	0.66	183.78	-0.16	0.65
	AA	2.80-7.20	4.37	236.72	51.20	0.46	235.86	52.08	0.46
中期票据	AAA	2.55-7.95	3.64	125.33	NR	0.59	195.65	NR	0.69
	AA+	2.90-7.50	4.36	196.57	71.24	0.50	206.44	10.79	0.56
	AA	2.88-7.67	4.90	248.42	51.85	0.42	247.26	40.82	0.45
企业债	AAA	3.08-6.95	3.78	100.61	NR	0.70	103.29	NR	0.65
	AA+	3.18-7.50	4.50	174.68	74.07	0.53	163.71	60.42	0.50
	AA	3.35-7.50	5.33	256.61	81.93	0.40	235.20	71.49	0.42
公司债	AAA	2.19-7.80	3.58	104.10	NR	0.77	170.44	NR	0.81
	AA+	2.50-7.50	4.24	165.77	61.67	0.61	182.20	11.76	0.67
	AA	3.10-7.70	5.07	245.81	80.04	0.58	245.25	63.05	0.58

数据来源：Wind，上海资信整理

从分析结果看（图表 3），债券信用等级与信用利差的关系表现出较强的规律性，各类债券的信用等级与发行利率均值和利差均值基本呈反向关系。

为检验债项等级对利差影响的显著性，本报告对上述债券的 AAA 级与 AA+ 级、AAA 级与 AA 级、AA+ 级与 AA 级的发行与交易利差进行了 Mann-Whitney U 检验。在 5% 置信水平下，短期融资券 AAA 级与 AA+ 级发行利差及交易利差差异不显著，信用级别对债券的利差区分度较弱。其他各债项等级对应的发行及交易利差存在显著差异，说明一级市场和二级市场对信用等级的认可度较好。

<sup>2</sup> 企业债、公司债为债项信用等级，中期票据、短期融资券为主体信用等级。

<sup>3</sup> 发行利差为该类型债券的发行利率减去与该债券起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率。

<sup>4</sup> 交易利差为该类型债券的上市首日利率减去与该债券上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率。



图表 4：2023 年上半年各类债券利差显著性检验结果

利差类别	AAA 与 AA+	AAA 与 AA	AA+与 AA
短期融资券发行利差检验结果 (p 值)	差异不显著 (p=0.178)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)
短期融资券交易利差检验结果 (p 值)	差异不显著 (p=0.368)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)
中期票据发行利差检验结果 (p 值)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)
中期票据交易利差检验结果 (p 值)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)
企业债发行利差检验结果 (p 值)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)
企业债交易利差检验结果 (p 值)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)	差异显著 (p<0.05)
公司债发行利差检验结果 (p 值)	差异非常显著 (p<0.001)	差异非常显著 (p<0.001)	差异显著 (p<0.05)
公司债交易利差检验结果 (p 值)	差异显著 (p<0.05)	差异非常显著 (p<0.001)	差异显著 (p<0.05)

数据来源：Wind，上海资信整理

#### 四、等级迁移分析

从级别稳定性来看，2023 年上半年，信用债发行主体整体信用等级变动较小。其中，AAA 级发行主体的级别迁移率为 0.76%；AA 级发行主体的迁移率为 0.78%，其他级别均未发生级别迁移情况。从迁移方向来看，AAA 级变动全部为调降；AA 级变动主要为调升，比例为 0.75%，调升主要因发行主体区域地位重要，通过地方政府资金注入、资产划拨，股东增资或资产重组等方式，资本实力不断增强，同时叠加区域经济增长等有利因素，信用风险有所降低。从迁移幅度看，各级别均未有大幅度迁移。

图表 5：2023 年上半年债券市场主体信用等级迁移矩阵（单位：%）

信用等级 (2023 年 1 月)	信用等级 (2023 年 6 月)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
AAA	99.24	0.76	-	-	-	-	-	-	-
AA	0.75	99.22	0.03	-	-	-	-	-	-
A	-	-	100	-	-	-	-	-	-
BBB	-	-	-	100	-	-	-	-	-
BB	-	-	-	-	100	-	-	-	-
B	-	-	-	-	-	100	-	-	-
CCC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
C	-	-	-	-	-	-	-	-	100

数据来源：Wind，上海资信整理

2023 年 5 月，上海资信有限公司（以下简称“上海资信”）评级的嵘泰股份可转换公司债券（以下简称“嵘泰转债”），证券代码：111006，因触发有条件赎回条款提前赎回，上海资信终止对嵘泰股份主体及嵘泰转债的跟踪评级，终止评级前嵘泰股份主体信用等级为 AA-，经营状况稳定。