

2023 年三季度评级质量检验报告



上海资信有限公司

2023 年 10 月 23 日

目 录

一、 前言	- 1 -
二、 违约情况分析	- 1 -
三、 信用利差分析	- 4 -
四、 等级迁移分析	- 6 -

一、前言

2023 年前三季度，国内信用债市场平稳运行，累计发行信用类债券¹110804 只，发行金额 9.40 万亿元，分别实现同比增长 15.35%和 5.32%；由于 9 月城投债发行遇冷，净融资额降至 2.05 万亿元，较上年同期下降 23.77%。按照品种划分，短期融资券、中期票据、公司债及企业债，当期发行数量分别为 4178 只、2447 只、3797 只及 251 只，发行金额分别为 3.85 万亿元、2.23 万亿元、2.99 万亿元及 1858.80 亿元。整体来看，信用债市场主要品种发行情况呈现分化，公司债发行数量和规模保持较快增长，企业债发行数量和规模显著下滑，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。前三季度，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。2023 年 9 月末，本公司无存续的信用类债券评级业务，故本报告从违约情况、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

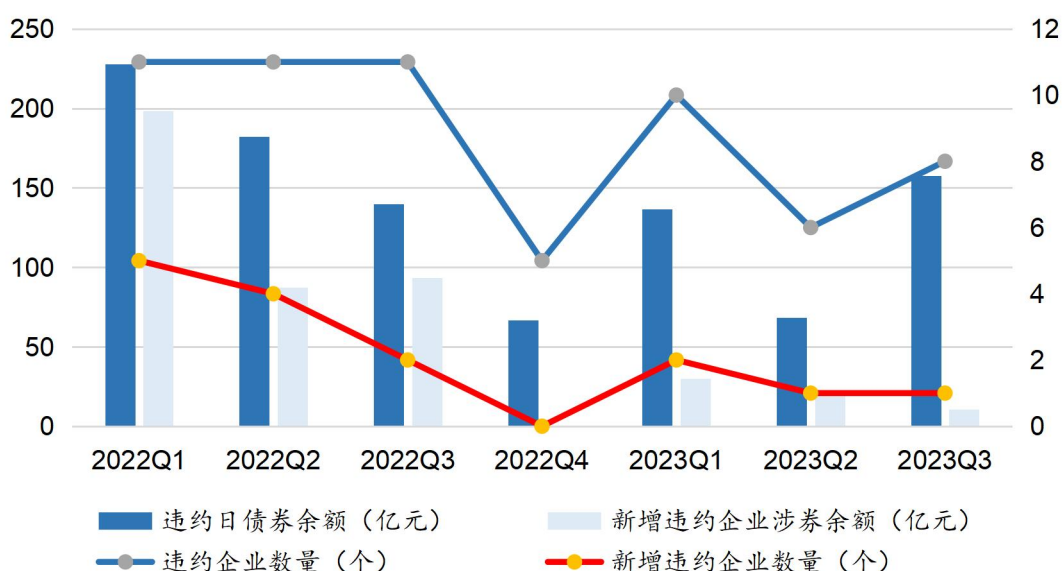
2023 年前三季度，信用债违约企业共 15 家，较上年同期减少 7 家，其中首次违约企业 1 家，主体名称为佳源创盛控股集团有限公司（以下简称“佳源创盛”），属于到期债券未能偿付本息引发信用风险。前三季度，信用债违约规模合计 277.57 亿元，较上年同期下降 44.88%；涉及违约债券 36 只，风险高度集中于房地产行业，违约房地产企业债券只数占比 63.89%，涉及房地产企业 9 家，债券规模 205.82 亿元，占总规模的 74.15%；从企业性质来看，民营企业信用风险亦陆续出清。展期方面，发行人积极与金融机构协商债务展期，前三季度展期债券 116 只，合计规模 1616.98 亿元，较上年同期增长 31.33%，增速较快。

除上半年发生违约的 3 家房地产企业外，三季度，信用债市场新增的 1 家违约企业佳源创盛因未按时兑付本息而构成实质性违约，违约债券包括中

¹ 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。

期票据“20 佳源创盛 MTN004”、公司债券“22 佳源 02”，违约本息金额 15.07 亿元。自三季度以来，宏观经济处于修复阶段，叠加行业持续低迷及融资渠道受限等多重影响，佳源创盛的销售不及预期，盈利能力和现金回款速度明显恶化，公司流动性趋紧；至 2023 年 7 月，佳源创盛经多方面筹措资金失败，无法按期足额偿还本期中期票据，因而宣布违约，并触发多只存续债券的交叉违约条款。佳源创盛违约前主体及债项评级均为 AA+，评级结果对风险的预警能力较弱。

图表 1：2022 至 2023 年三季度各季度债券违约情况



数据来源：Wind，上海资信整理

2023 年 7 月，中共中央政治局会议提出“我国房地产市场供求关系发生重大变化，应适时调整优化房地产政策”的最新判断，随后住建部、人民银行、国家发改委多部门联合推出政策组合拳，意在提振刚需和改善型居民的购房需求；同时，房地产行业风险仍在出清，个别房企风险暴露，多家房企接近退市，进一步增加缓释房地产行业风险的难度；同年 8 月，监管机构适当放宽融资限制，鼓励金融机构加大对房企的支持力度。截至 9 月末，房地产供求两端多项政策已落地执行，一线城市已陆续推出政策优化，其他核心城市销售情况有所复苏，国内房地产市场有望回归平稳。

图表 2：2023 年前三季度债券违约汇总（单位：亿元）

发行人	违约债券	违约类型	违约日 债券余额	逾期本金	逾期利息	所属行业
泛海控股股份有限公司	20 泛海 02	本息违约	6.00	6.00	0.45	其他多元金融 融服务
	20 泛海 01	本息违约	8.16	8.16	0.53	
	20 泛控 01	本息违约	5.73	5.73	0.43	
恒大地产集团有限公司	20 恒大 04	本息违约	40.00	40.00	2.32	房地产开发
鸿达兴业集团有限公司	20 鸿达 02	付息违约	0.75	0.00	0.08	基础化工
	20 鸿达 01	付息违约	5.30	0.00	0.67	
华夏幸福基业股份有限公司	18 华夏 02	本息违约	5.25	5.25	0.36	房地产开发
	19 华夏 01	回售与付息 违约	10.00	0.05	0.55	
	16 华夏债	本息违约	0.12	0.12	0.01	
华夏幸福基业控股股份公司	20 幸福 01	本息违约	12.50	12.60	1.77	房地产开发
	20 华 EB02	本息违约	1.30	1.30	0.09	
佳源创盛控股集团有限公司	19 佳源 03	本息违约	6.45	6.45	0.52	房地产开发
	20 佳源创盛 MTN001	本息违约	4.00	4.00	0.32	
	20 佳源创盛 MTN003	本息违约	5.00	5.00	0.40	
	20 佳源创盛 MTN002	本息违约	5.00	5.00	0.40	
	20 佳源 02	本息违约	5.40	5.40	0.43	
	20 佳源创盛 MTN004	本息违约	10.00	10.00	0.75	
	22 佳源 02	本息违约	4.00	4.00	0.32	
金科地产集团股份有限公司	20 金科地产 MTN002	本息违约	9.00	7.00	0.38	房地产开发
	21 金科地产 SCP004	本息违约	8.00	8.00	0.80	
	20 金科地产 MTN001	本息违约	8.50	0.50	0.01	
荣盛房地产发展股份有限公司	20 荣盛地产 MTN001	本息违约	9.40	0.50	0.27	房地产开发
山东如意科技集团有限公司	18 如意 01	本息违约	15.00	--	2.37	纺织品
上海三盛宏业投资(集团)有限公司	19 三盛 02	付息违约	21.50	0.00	1.81	房地产开发

发行人	违约债券	违约类型	违约日 债券余额	逾期本金	逾期利息	所属行业
上海世茂股份有限公司	21 沪世茂 MTN001	付息违约	9.70	0.00	0.08	房地产开发
	21 沪世茂 MTN002	本息违约	6.40	0.06	0.06	
	19 沪世茂 MTN001	本息违约	9.30	0.50	0.02	
	20 沪世茂 MTN001	本息违约	5.00	0.25	0.00	
武汉当代科技产业集团股份有 限公司	21 当代 02	付息违约	2.00	0.00	0.26	西药
	19 当代 F1	回售与付息 违约	6.00	4.67	0.88	
	20 当代 01	回售与付息 违约	1.80	0.25	0.22	
武汉当代明诚文化体育集团股 份有限公司	20 明诚 03	本息违约	1.50	1.50	0.20	电影与娱 乐
	20 明诚 02	本息违约	3.00	3.00	0.22	
	H20 明诚 1	本息违约	1.50	1.50	0.11	
阳光城集团股份有限公司	H1 阳城 01	回售与付息 违约	10.00	1.80	1.38	房地产开发
中融新大集团有限公司	18 中融新大 MTN001	本息违约	15.00	15.00	1.13	贸易公司 与工业品 经销商
合计	-	-	277.57	163.60	20.59	-

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发行利差和上市首日交易利差两类分析方法对信用等级区分度进行检验。本报告选取了 2023 年三季度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 年三季度各类债分级别利差统计分析

债券类型	信用等级 ²	利率 (%)		发行利差 ³ (BP)			上市首日交易利差 ⁴ (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	3.67	176.05	NR	0.80	176.44	NR	0.74
	AA+	2.28-7.80	3.81	186.49	10.44	0.66	184.42	7.98	0.64
	AA	2.55-7.20	4.10	220.04	33.55	0.47	219.95	35.53	0.48
中期票据	AAA	2.53-7.95	3.55	123.93	NR	0.60	171.38	NR	0.72
	AA+	2.37-7.80	4.18	185.92	61.99	0.52	189.99	18.61	0.56
	AA	2.75-7.67	4.76	240.88	54.96	0.45	234.60	44.61	0.46
企业债	AAA	2.70-6.95	3.69	95.29	NR	0.70	95.29	NR	0.67
	AA+	3.18-7.50	4.47	174.78	79.49	0.54	166.34	71.05	0.51
	AA	3.28-7.50	5.11	241.84	67.06	0.43	217.85	51.51	0.45
公司债	AAA	2.18-8.03	3.48	99.24	NR	0.76	167.50	NR	0.81
	AA+	2.50-7.50	4.04	153.29	54.05	0.61	172.03	4.53	0.68
	AA	3.07-7.70	4.71	215.61	62.32	0.63	221.18	49.15	0.63

数据来源：Wind，上海资信整理

上表统计结果显示，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，仅短期融资券 AAA 级与 AA+ 级交易利差检验结果为不显著，表明信用级别对其利差区分度较弱；其他各类债券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。

² 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。

³ 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。

⁴ 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 年三季度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)	差异显著 (p<0.05)	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=0.082)	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)	差异非常显著 (p<0.001)	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 年三季度，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 0.44%；AA 级发行主体的迁移率为 1.04%；A 级发行主体的迁移率为 5%，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 级和 A 级变动主要为调升，比例分别为 1.01%和 5%，调升主要原因可能为发行主体区域地位突出、主业有较强专营性；获得股东及其他利益相关方大力支持；地方政府提供注资或资产划拨，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，除 A 级发行主体外，其他各等级别均未有较大幅度迁移。

图表 5：2023 年三季度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 9 月)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
AAA	99.56	0.44	-	-	-	-	-	-	-
AA	1.01	98.95	0.03	-	-	-	-	-	-
A	-	5.00	95.00	-	-	-	-	-	-
BBB	-	-	-	100	-	-	-	-	-
BB	-	-	-	-	100	-	-	-	-
B	-	-	-	-	-	100	-	-	-
CCC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
C	-	-	-	-	-	-	-	-	100

注：AA 级发行主体迁移变动率各分项加总不等于 1，主要系尾差所致
数据来源：Wind，上海资信整理