

# 2023 年一季度评级质量检验报告



上海资信有限公司

2023 年 5 月 9 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年一季度,我国信用类债券<sup>1</sup>共发行3.05万亿元,环比增长19.66%,同比小幅缩减1.33%;实现净融资额5738亿元,环比转正但同比大幅下降49.21%。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1538只、706只、1105只及86只,发行金额分别为1.44万亿元、6484亿元、8322亿元及714亿元,各主要信用债券种类的发行数量和规模环比均有所增加。一季度,信用债风险暴露仍以房地产企业为主,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。

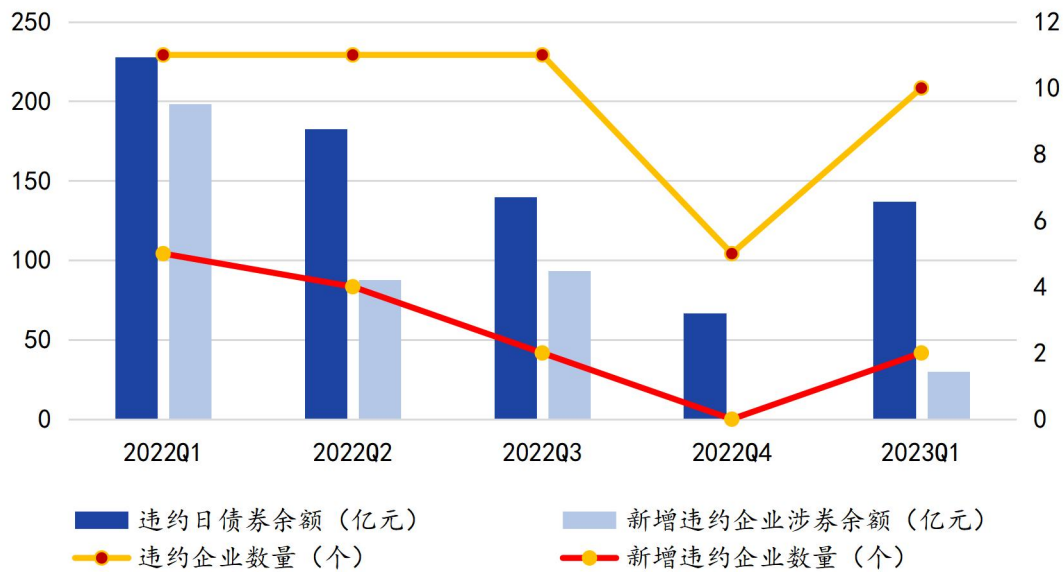
## 二、违约情况分析

2023年一季度,债券市场信用债违约企业共10家,较去年同期减少1家,其中首次违约企业2家,为荣盛房地产发展股份有限公司(以下简称“荣盛地产”)和金科地产集团股份有限公司(以下简称“金科地产”),均属于前期展期主体的风险持续暴露。一季度,债券市场违约规模合计136.81亿元,涉及违约债券13只,风险仍主要集中在房地产行业。一季度,共有6家房地产企业发生违约,涉券规模达108.52亿元,占总规模的79.32%。

一季度,信用债市场新增两家违约企业均因未能履行前期通过的展期或利息延期支付安排而构成实质性违约。具体来看,金科地产未能履行2只中期票据“20金科地产MTN001”和“20金科地产MTN002”的本息分期偿付安排,违约金额为1.03亿元。金科地产为重庆市房地产企业,2021年以来,受行业调控及市场环境低迷的影响,经营开始恶化,2021年末,公司流动性下滑,“三道红线”指标跌入黄档,亏损规模持续扩大。另一家荣盛地产的20荣盛地产MTN001是在应兑付日发布未按期兑付本息的公告,构成实质性违约。两家企业违约前主体及债项评级均为AAA,信用评级对风险的预警能力较弱。

<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。

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

今年以来，有利于房地产企业融资、盘活存量资产的政策推进落实，但部分房企融资环境仍未见好转，反映了地产行业内部持续分化，弱资质企业经营能力不断下降，进一步导致市场对企业认可度的下降，债券展期难度加大，最终走向实质违约，未来展期难度将进一步增大并导致出现更多实质违约案例。

图表 2：2023 年一季度债券违约汇总

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 01	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
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
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	0.01
泛海控股股份有限公司	其他多元金融	20 泛控 01	本息违约	5.73	5.73	0.43

	服务					
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
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
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>136.80</b>	<b>25.70</b>	<b>11.10</b>

数据来源：Wind，上海资信整理

2023 年一季度，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，无违约情况发生；发行主体嵘泰股所属机械制造业行业，非近期风险暴露行业，短期评级展望稳定。

### 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 年一季度债券品种中发行期数占比较大的一年期短期融资券、三年期中期票据、七年期企业债、五年期公司债进行信用利差分析。

图表 3：2023 年一季度各类债券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	2.18-6.65	3.69	157.17	NR	0.73	161.84	NR	0.58
	AA+	2.4-7.8	3.95	182.63	25.46	0.65	178.21	16.37	0.63
	AA	3.05-7.20	4.58	246.71	64.08	0.45	245.06	66.85	0.45
中期票据	AAA	2.55-7.70	3.78	130.45	NR	0.56	196.88	NR	0.66
	AA+	2.98-7.50	4.52	204.35	73.9	0.45	211.52	14.64	0.52
	AA	2.88-7.67	5.01	253.69	49.34	0.41	250.79	39.27	0.44

<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。

企业债	AAA	3.10-5.18	3.72	90.73	NR	0.54	91.92	NR	0.58
	AA+	3.25-7.50	4.76	193.97	103.24	0.59	183.08	91.16	0.52
	AA	3.39-6.80	5.20	238.66	44.69	0.35	220.89	37.81	0.36
公司债	AAA	2.62-7.75	3.69	105.76	NR	0.77	165.24	NR	0.82
	AA+	3.15-7.50	4.44	180.19	74.43	0.55	189.39	24.15	0.56
	AA	3.40-7.70	5.20	256.49	76.3	0.54	264.38	74.99	0.52

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：一是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，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；二是短期融资券、中期票据和公司债的上市首日 AA 级级差大于 AA+级级差，表明在违约风险上升背景下，投资者对 AAA 级以下短期融资券、中期票据和公司债的风险溢价要求有所上升。但从利差波动性看，各级别的短期融资券、中期票据、企业债、公司债利差变异系数同比变化趋势不明显。

为检验债项等级对利差影响的显著性，本报告对债项等级为 AAA 级与 AA+级、AAA 级与 AA 级、AA+级与 AA 级的一年期短期融资券、三年期中期票据、七年期企业债、五年期公司债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，企业债 AA+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。

图表 4：2023 年一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)	差异不显著 (p=0.094)	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=0.37)	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)	差异不显著 (p=0.059)
企业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)	差异不显著 (p=0.15)



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

上海资信所评级的嵘泰转债于 2022 年 8 月 10 日发行，票面利率分别为，第一年 0.30%、第二年 0.50%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 2.00%、第六年 3.00%，到期赎回价为 115 元（含最后一期利息）。由于可转债含有期权价值，发行利率显著低于一般公司债券，故未将其与同期限国债进行比较。

#### 四、等级迁移分析

从级别稳定性来看，2023 年一季度，债券市场主体信用等级变动较小，AAA 级发行主体的级别迁移率为 0.11%；AA 级发行主体的迁移率为 0.16%，其他级别均未发生级别迁移情况。从迁移方向来看，AA 级主要呈现调升趋势，比例为 0.12%。从迁移幅度看，各等级均未大幅度迁移。

图表 5：2023 年一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 1 日)	信用等级 (2023 年 3 月 31 日)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
AAA	99.89	0.11	-	-	-	-	-	-	-
AA	0.12	99.84	0.04	-	-	-	-	-	-
A	-	-	100	-	-	-	-	-	-
BBB	-	-	-	100	-	-	-	-	-
BB	-	-	-	-	100	-	-	-	-
B	-	-	-	-	-	100	-	-	-
CCC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
C	-	-	-	-	-	-	-	-	100

数据来源：Wind，上海资信整理

上海资信所评级的嵘泰转债首次发行主体与债项级别均为 AA-，最近一次跟踪评级结果较前次无变化。2023 年一季度，上海资信所评级债券未发生信用等级迁移。

