

2024 年一季度评级质量检验报告



上海资信有限公司

2024 年 4 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	- 4 -

一、前言

2024 年一季度，国内债券市场保持平稳运行，信用类债券¹共发行 3758 只，同比增长 8.30%；实现发行金额 3.39 万亿元，同比增长 11.21%；净融资额环比实现由负转正，为 7571.79 亿元，较上年同期增长 32.51%。

本期主要信用债品种短期融资券、中期票据、公司债和企业债发行数量分别为 1355 只、1228 只、1131 只和 31 只，发行金额分别为 1.28 万亿元、1.13 万亿元、9377.83 亿元和 246.68 亿元，除中期票据和公司债外，其余品种的发行数量和发行金额均呈现同比下降的态势。

截至 2024 年一季度末，上海资信有限公司无存续的信用债类债券评级业务。本报告主要从违约情况、利差表现及等级迁移三方面阐述债券市场评级表现并对评级质量进行检验，分析所用数据均来源于 Wind，统计期间为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日，数据提取时点为 2024 年 4 月 8 日。

二、违约情况分析

2024 年一季度，信用债市场 11 只债券发生违约，较上年同期减少 2 只；总共违约金额 136.40 亿元，较上年同期下降 0.41 亿元；上述债券涉及违约主体 8 家，同比减少 2 家。从企业性质看，民营企业为违约的高发群体，违约家数占比超一半；按照行业划分，房企信用风险继续出清，除 1 家服装行业企业外，其余违约企业均涉及房地产开发行业，违约债券规模占比 94.15%；当期违约主体地理分布比较分散，涉及广东省、江苏省、湖北省、上海市和北京市等。

首次违约方面，2024 年一季度存在 4 家企业因未按时兑付利息、未按时兑付本息和触发交叉违约发生实质性违约，分别是新力地产集团有限公司、搜于特集团股份有限公司、上海宝龙实业发展（中国）有限公司及远洋控股集团（中国）有限公司。新增违约主体仍集中于民营企业和房地产行业领域，主要是行业环境恶化，销售回款不及预期，进而导致现金流周转困难。

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。

报告期内，房地产行业政策有所放松，国家在供需两端皆出台重磅政策，供给端陆续放开包括一二线城市在内的限购限贷政策，需求端采用降低 5 年期以上 LPR 利息刺激刚需和改善性购房需求，但市场整体处于低迷状态，房地产企业采取展期和借新还旧等方式缓解偿债压力。鉴于中央政治局会议定调房地产正值深度调整期，供需关系面临转变，应切实防范化解重点领域风险，调整优化房地产政策，促进房地产市场平稳健康发展。后续相关政策的落地实施有望缓解房地产行业进一步下行的压力，但受居民收入预期下降压力、改善置换意愿的降低等因素制约，房地产行业仍处于深度筑底期，信用风险处于逐步释放过程中。

图表 1：2024 年一季度债券违约汇总（单位：亿元）

违约债券	发行人	违约类型	违约日债券余额	逾期本金	逾期利息	所属行业
21 远洋控股 PPN001	远洋控股集团(中国)有限公司	未付本息	30.00	30.00	1.38	房地产开发
H1 阳城 01	阳光城集团股份有限公司	未付利息	10.00	0.00	0.69	房地产开发
H21 新力 1	新力地产集团有限公司	未付本息	2.55	2.55	0.18	房地产开发
搜特转债	搜于特集团股份有限公司	未付利息	7.98	0.00	0.12	服装、服饰与奢侈品
HPR01 优	上海世茂股份有限公司	未付本息	24.18	0.10	0.31	房地产开发
19 三盛 02	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	未付本息	21.50	21.50	1.81	房地产开发
19 宝龙 MTN002	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	交叉违约	5.00	-	-	房地产开发
20 宝龙 MTN001		交叉违约	6.48	-	-	
21 宝龙 MTN001		交叉违约	9.00	-	-	
20 荣盛地产 MTN001	荣盛房地产发展股份有限公司	未付利息	9.30	0.00	0.13	房地产开发
20 荣盛地产 MTN002		未付利息	10.42	0.00	0.15	
-	-	合计	136.40	54.15	4.77	-

数据来源：Wind，上海资信整理

综上，2024 年一季度违约主体仍集中于房地产行业及民营企业，上述群体信用风险陆续出清。此外，受益于稳健的货币政策维持灵活适度、精准有效，债券市场流动性充裕，现有发行主体信用风险较小，因此 2024 年一季度债券市场整体信用风险进一步收敛。

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 2024 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 2：2024 年一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	2.15-3.64	2.60	80.80	NR	0.37	81.99	NR	0.36
	AA+	2.29-6.00	2.75	98.49	17.69	0.53	98.91	16.92	0.53
	AA	2.28-3.48	2.74	96.68	-1.81	0.19	97.29	-1.62	0.18
中期票据	AAA	2.27-4.96	2.98	87.92	NR	0.39	87.95	NR	0.38
	AA+	2.45-5.50	3.12	100.46	12.54	0.41	99.93	11.98	0.41
	AA	2.55-6.00	3.31	121.16	20.70	0.48	120.71	20.78	0.49
企业债	AAA	2.52-3.26	2.86	45.59	NR	0.47	44.42	NR	0.56
	AA+	2.98-4.00	3.26	83.02	37.43	0.40	76.43	32.01	0.19
	AA	2.96-4.80	3.41	100.58	17.56	0.54	83.30	6.87	0.28
公司债	AAA	2.40-4.00	2.87	64.50	NR	0.40	107.46	NR	0.92
	AA+	2.45-3.80	3.04	80.26	15.76	0.39	80.24	-27.22	0.38
	AA	2.74-3.45	3.10	87.72	7.46	0.23	87.44	7.20	0.23

数据来源：Wind，上海资信整理

根据统计结果，债券信用等级与信用利差的关系表现出较强的规律性：一是主流债券的信用等级与发行利率均值和发行利差均值基本呈现反向关系，

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。

即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；二是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，企业债 AA+级与 AA 级发行利差及交易利差、公司债 AA+级与 AA 级发行利差及交易利差、公司债 AAA 级与 AA+级交易利差、公司债 AAA 级与 AA 级交易利差差异不显著，信用级别对上述几类债券的利差区分度较弱。其他品种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、二级市场对信用等级的认可度较好。

图表 3：2024 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)	差异显著 (p<0.05)	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)	差异显著 (p<0.05)	差异显著 (p<0.05)	差异不显著 (p=0.657)
企业债交易利差检验结果 (p 值)	差异显著 (p<0.05)	差异显著 (p<0.05)	差异不显著 (p=0.873)
公司债发行利差检验结果 (p 值)	差异非常显著 (p<0.001)	差异显著 (p<0.05)	差异不显著 (p=0.455)
公司债交易利差检验结果 (p 值)	差异不显著 (p=0.232)	差异不显著 (p=0.302)	差异不显著 (p=0.455)

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，2024 年一季度，债券市场主体信用等级变动较小，AA 级发行主体的级别迁移率为 0.08%。从迁移方向来看，AA 级主要呈现调升趋势，比例为 0.08%。从迁徙幅度看，各级别均未有大幅度迁移。

图表 4：2024 年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵（单位：%）

信用等级 (2024 年 1 月 1 日)	信用等级 (2024 年 3 月 31 日)								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	C
AAA	100	-	-	-	-	-	-	-	-
AA	0.08	99.92	-	-	-	-	-	-	-
A	-	-	100	-	-	-	-	-	-
BBB	-	-	-	100	-	-	-	-	-
BB	-	-	-	-	100	-	-	-	-
B	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CCC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CC	-	-	-	-	-	-	-	-	-
C	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind，上海资信整理