

# 2024 年上半年评级质量检验报告



上海资信有限公司

2024 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

2024 年上半年，国内债券市场保持平稳运行，信用类债券<sup>1</sup>共发行 7068 只，同比增长 1.06%；实现发行金额 6.57 万亿元，同比增长 5.75%；净融资额 1.22 万亿元，较上年同期增长 57.20%。

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 2346 只、2409 只、2239 只和 52 只，对应发行金额分别为 2.29 万亿元、2.33 万亿元、1.87 万亿元和 391.32 亿元，其中中期票据发行规模增幅较大，其余品种的发行数量和发行金额均呈现同比下降的态势，尤其企业债发行数量及规模降幅最为显著。

截至 2024 年二季度末，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，数据期间为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 6 月 30 日，数据提取时点为 2024 年 7 月 17 日。

## 二、违约情况分析

2024 年上半年，信用债市场 21 只债券发生违约，较上年同期减少 1 只；总共违约金额 159.23 亿元，较上年同期下降 25.89 亿元；上述债券涉及违约主体 13 家，同比增加 1 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 75%；按照行业划分，违约企业涉及房地产开发、服装、服饰与奢侈品、建筑与工程、基础化工、医药以及家用电器行业，其中涉及房地产开发企业 8 家，违约债券规模占比 79.15%；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、福建省、上海市、北京市和重庆市等。

首次违约方面，除 2024 年一季度的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、远洋控股集团（中国）有限公司<sup>2</sup>以及江苏南通三建集团股份有限公司外，二季度新增重庆市迪马实业股份有限公司（以下简称“迪马实业”）和鸿达兴业股份有限公司（以下简称“鸿达兴业”）2 家企业，分别因未按时兑付本息和未按时兑付回售款

<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。

<sup>2</sup> 远洋控股未履行“21 远洋控股 PPN001”本息偿付构成违约。因该债券类型为定向工具，故上海资信不统计该债券。

构成实质性违约。迪马实业系外资房地产企业，主要受行业环境影响，销售及回款下降、流动性紧张等综合因素导致 3.57 亿元债券及利息未兑付。鸿达兴业系民营基础化工企业，因公司经营困难、部分资产被冻结/查封等，导致流动资金紧缺。违约前 1 个月迪马实业和鸿达兴业主体评级分别为 AA+ 和 CC，评级结果对风险的预警能力一般。

报告期内，房地产行业宽松政策持续加码，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。4 月 30 日，中央政治局会议提出“持续防范化解重点领域风险”“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施”重点工作部署，叠加房地产融资协调机制落地，预计后期市场信心、供求关系有望随着政策优化逐步修复。但是，受居民收入预期压力、改善置换意愿降低等因素制约，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 年上半年债券违约汇总（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 沪世茂 MTN001	上海世茂股份有限公司	未付本息	9.70	0.08	0.0032	房地产开发
21 沪世茂 MTN002		未付本息	6.40	0.06	0.0023	
20 沪世茂 MTN001		未付本息	5.00	4.50	0.19	
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
H0 阳城 01		未付本息	12.00	12.00	0.83	
20 宝龙 MTN001	上海宝龙实业发展(集团)有限公司	交叉违约	6.48	0.00	0.00	房地产开发
21 宝龙 MTN001		未付本息	9.00	1.00	0.52	
19 宝龙 MTN002		交叉违约	5.00	0.00	0.00	
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	0.00	
搜特退债	搜于特集团股份有限公司	未付	7.84	4.95	0.0154	服装、服饰

	司	回售 款和 利息				与奢侈品
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 南通三建 MTN001	江苏南通三建集团股份有限公司	未付本息	5.00	5.00	1.18	建筑与工程
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
21 金科地产 MTN001	金科地产集团股份有限公司	未付本息	5.00	5.00	0.65	房地产开发
21 金科地产 SCP003		未付本息	10.42	10.42	0.86	
21 迪马 01	重庆市迪马实业股份有限公司	未付本息	3.26	3.26	0.32	房地产开发
H17 当代 1	武汉当代科技产业集团股份有限公司	未付本息	5.00	5.00	1.02	西药
H18 当代 2		未付本息	10.00	10.00	2.27	
20 国美 01	国美电器有限公司	未付利息	2.00	0.00	0.14	家用电器
鸿达退债	鸿达兴业股份有限公司	未付回售款	3.37	1.83	0.00	基础化工
-	-	合计	159.23	87.15	10.80	-

数据来源：Wind，上海资信整理

综上，2024 年上半年违约主体仍集中于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，新增风险有限，因此 2024 年上半年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 年上半年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 年上半年各类债分级别利差统计分析

债券类型	信用等级 <sup>3</sup>	利率 (%)		发行利差 <sup>4</sup> (BP)			上市首日交易利差 <sup>5</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	1.82-3.64	2.40	72.93	NR	0.53	73.01	NR	0.53
	AA+	1.96-6.00	2.61	93.45	20.52	0.59	93.42	20.41	0.59
	AA	2.13-3.70	2.61	93.14	-0.31	0.26	93.11	-0.31	0.26
中期票据	AAA	2.01-4.96	2.81	80.60	NR	0.43	120.37	NR	0.81
	AA+	2.18-6.50	2.97	94.35	13.75	0.48	109.10	-11.27	0.69
	AA	2.30-6.00	3.09	108.85	14.50	0.50	112.31	3.21	0.54
企业债	AAA	2.30-3.26	2.79	43.30	NR	0.50	43.13	NR	0.51
	AA+	2.53-4.00	3.12	75.12	31.82	0.42	75.10	31.97	0.42
	AA	2.59-4.80	3.22	88.79	13.67	0.61	88.78	13.68	0.61
公司债	AAA	1.71-4.00	2.70	57.87	NR	0.48	105.91	NR	0.95
	AA+	2.25-4.50	2.85	72.73	14.86	0.47	81.64	-24.27	0.74
	AA	2.47-3.80	2.95	85.76	13.03	0.45	85.53	3.89	0.45

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以下特征：一是除短期融资券外，其余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，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越小；二是各品种各等级债券对应的利率及发行利差均值较上年同期明显下行；三是所有级别的中期票据、AA 级的企业债、AAA 级和 AA+ 级的公司债债券上市首日交易利差变异系数较上年同期明显上升，即样本交易利差离散程度较上年同期有所提升，说明市场对上述债券部分信用主体级别判断与评级机构给出的级别存在分歧。

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

<sup>3</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>4</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>5</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。

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)
短期融资券交易利差检验结果 (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)
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)	差异显著 (p<0.05)	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=0.852)
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=0.852)
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=0.255)
公司债交易利差检验结果 (p 值)	差异不显著 (p=0.440)	差异不显著 (p=0.319)	差异不显著 (p=0.350)

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 年上半年，债券市场主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 0.67%，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 0.58%，调升主要因发行主体区域地位重要，可获得地方政府或控股股东资金、资产、资源及业务等方面大力支持，资本实力不断夯实，同时叠加经营业绩提升、区域经济良好等有利因素，信用风险有所降低。从迁徙幅度看，各级别均未有大幅度迁移。

图表 4：2024 年上半年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 6 月 30 日)							CCC	CC	C
	AAA	AA	A	BBB	BB	B				

<b>AAA</b>	99.24	0.76	-	-	-	-	-	-	-
<b>AA</b>	0.58	99.33	0.06	0.03	-	-	-	-	-
<b>A</b>	-	-	100	-	-	-	-	-	-
<b>BBB</b>	-	-	-	100	-	-	-	-	-
<b>BB</b>	-	-	-	-	100	-	-	-	-
<b>B</b>	-	-	-	-	-	100	-	-	-
<b>CCC</b>	-	-	-	-	-	-	100	-	-
<b>CC</b>	-	-	-	-	-	-	-	100	-
<b>C</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	100

数据来源：Wind, 上海资信整理