

## ◆ 市场研究

# 2014 年上半年债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲/文

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪评级”或“本公司”）近期更新了本公司主体信用等级静态池样本库，同时对静态池中的样本进行信用等级迁移情况的统计和分析。2014 年上半年债券市场总体平稳，主体跟踪评级信用等级整体稳定性较高，等级迁移仍以向上迁移为主，等级向下迁移的数量比上年同期相比有所减少，且主要集中在 AA 级向 AA-级的迁移。

### 一、债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪评级债券主体信用等级迁移的研究对象为非金融企业债务融资工具（短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转换债券、可分离转债存债）发行主体的信用等级。本次研究的基础数据来源于 Wind 资讯金融终端，数据采集时间为 2014 年 7 月 11 日，数据时限是 2014 年上半年（2014.1.1~2014.6.30）。

### 二、2014 年上半年债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对 2014 年上半年静态池样本库中债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，本次更新后，2014 年上半年静态池样本库中满足统计口径<sup>1</sup>的有效样本 1740 个。我们对 2014 年上半年信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵。详见下表：

<sup>1</sup> 在统计主体信用等级迁移矩阵时，为便于统计，我们在静态池样本库中剔除债券因评级机构不同而导致等级波动的债券发行人及其所发行的债券。

鉴于债券发行主体存在一年内可能多次发布评级，为便于统计级别迁移，我们约定以发行人年度内最后一次公布的主体评级级别和评级机构为当年主体级别和评级机构。

本文统计的发债主体级别不包括中国证券监督管理委员会、中国证券业协会的评级。

最后，我们在样本库中剔除 2013 年或 2014 年上半年没有等级记录的样本。

本文中涉及到的评级机构，上海新世纪资信评估有限公司简称“新世纪评级”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，中诚信证券评级有限公司简称“中诚信证券”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，联合信用评级有限公司简称“联合信用”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”，鹏元资信评估有限公司简称“鹏元”。

图表 1. 2014 年上半年债券市场主体信用等级迁移分布

| 2013 年 \ 2014 上半年 | AAA | AA <sup>+</sup> | AA  | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A | A <sup>-</sup> | 合计  |
|-------------------|-----|-----------------|-----|-----------------|----------------|---|----------------|-----|
| AAA               | 228 | 2               |     |                 |                |   |                | 230 |
| AA <sup>+</sup>   | 19  | 308             | 1   | 2               |                |   |                | 330 |
| AA                |     | 44              | 808 | 10              | 1              |   |                | 863 |
| AA <sup>-</sup>   |     |                 | 37  | 228             | 2              | 1 |                | 268 |
| A <sup>+</sup>    |     |                 | 1   | 3               | 37             | 1 |                | 42  |
| A                 |     |                 |     |                 |                | 5 |                | 5   |
| A <sup>-</sup>    |     |                 |     |                 |                |   | 1              | 1   |

图表 2. 2014 年上半年债券市场主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A     | A <sup>-</sup> |
|-------------------|--------|-----------------|--------|-----------------|----------------|-------|----------------|
| AAA               | 99.13% | 0.87%           |        |                 |                |       |                |
| AA <sup>+</sup>   | 5.76%  | 93.33%          | 0.30%  | 0.61%           |                |       |                |
| AA                |        | 5.10%           | 93.63% | 1.16%           | 0.12%          |       |                |
| AA <sup>-</sup>   |        |                 | 13.81% | 85.07%          | 0.75%          | 0.37% |                |
| A <sup>+</sup>    |        |                 | 2.38%  | 7.14%           | 88.10%         | 2.38% |                |
| A                 |        |                 |        |                 |                | 100%  |                |
| A <sup>-</sup>    |        |                 |        |                 |                |       | 100%           |

注：1. 天能电池集团有限公司主体评级 2013 年 7 月 5 日新世纪评级给予 A<sup>+</sup>级，2014 年 6 月 28 日鹏元给予 AA 级；

2. 洛阳矿业集团有限公司主体评级由 AA<sup>+</sup>级下调为 AA<sup>-</sup>级，由大公评级；

3. 中国第二重型机械集团公司主体评级由 AA<sup>+</sup>级下调为 AA<sup>-</sup>级，由中诚信国际评级；

4. 保定天威保变电气股份有限公司主体评级由 AA 级下调为 A<sup>+</sup>级，由联合信用评级；

5. 北京湘鄂情集团股份有限公司主体评级由 AA<sup>-</sup>下调为 A 级，由鹏元评级；

6. 上海超日太阳能科技股份有限公司主体评级继 2013 年 5 月 18 日调降至 CCC 级后，2014 年 5 月 21 日调降为 C 级，由鹏元评级；此记录为列入上表，在后续相关的表格中亦不再列入。

2014 年上半年债券市场的主体信用稳定性较高（图表 1 和图表 2），等级迁移以上升为主，AAA 级~A<sup>+</sup>级保持在上年末等级的概率均高于 85%。等级稳定性整体上保持了随等级下降而下降的规律，其中 AA<sup>+</sup>级在等级上调压力下，稳定性出现了略低于 AA 级的情况，AA<sup>-</sup>级稳定性也稍低于 A<sup>+</sup>级的稳定性；等级向上迁移的概率整体上呈现了以 AA<sup>-</sup>级为中心，中间高两边低的趋势；等级向下迁移的概率则在各等级分布不一。

与 2013 年债券市场主体信用等级迁移矩阵相比，2014 年上半年的等级迁移矩阵表现出以下特点：（1）各等级维持概率较 2013 年各等级的维持概率有所提高；（2）等级向上迁移的数量较上年同期有所上升，但由于跟踪评级基数的扩大，向上迁移概率略有下降；（3）等

级向下迁移的数量比上年同期减少 5 家，等级向下迁移主要集中在 AA 级向 AA-级的迁移。

### 三、按债券类型统计主体信用等级迁移矩阵

通过对各类型债券的分类整理与统计，2014 年上半年债券市场发行各类型债券的主体跟踪情况为短期融资券 617 家、中期票据 619 家、企业债 772 家、公司债 291 家，其中包括一家企业发行多种债券的情况；新世纪评级的各类债券发行主体的跟踪情况分别为短期融资券 129 家、中期票据 122 家、企业债 132 家、公司债 26 家，含一家企业发行多种债券的情况。新世纪评级按债券类型对债券市场主体和本评级机构跟踪对象的信用等级迁移分别进行统计，并计算迁移概率，建立迁移矩阵，见图表 3-10。

#### （一）短期融资券迁移矩阵

图表 3. 2014 年上半年债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> |
|-------------------|-----|--------|-----------------|--------|-----------------|----------------|
| AAA               | 110 | 99.09% | 0.91%           |        |                 |                |
| AA <sup>+</sup>   | 149 | 9.40%  | 90.60%          |        |                 |                |
| AA                | 208 |        | 8.65%           | 91.35% |                 |                |
| AA <sup>-</sup>   | 115 |        |                 | 9.57%  | 90.43%          |                |
| A <sup>+</sup>    | 35  |        |                 |        | 8.57%           | 91.43%         |

图表 4. 2014 年上半年新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 年上半年 | 样本数 | AAA   | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> |
|--------------------|-----|-------|-----------------|--------|-----------------|----------------|
| AAA                | 6   | 100%  |                 |        |                 |                |
| AA <sup>+</sup>    | 32  | 3.13% | 96.88%          |        |                 |                |
| AA                 | 45  |       | 2.22%           | 97.78% |                 |                |
| AA <sup>-</sup>    | 37  |       |                 | 10.81% | 89.19%          |                |
| A <sup>+</sup>     | 9   |       |                 |        |                 | 100%           |

## (二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2014 年上半年债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A    |
|-------------------|-----|--------|-----------------|--------|-----------------|----------------|------|
| AAA               | 165 | 99.39% | 0.61%           |        |                 |                |      |
| AA <sup>+</sup>   | 174 | 8.05%  | 90.80%          |        | 1.15%           |                |      |
| AA                | 242 |        | 9.50%           | 90.50% |                 |                |      |
| AA <sup>-</sup>   | 36  |        |                 | 16.67% | 80.56%          | 2.78%          |      |
| A <sup>+</sup>    | 1   |        |                 |        |                 | 100%           |      |
| A                 | 1   |        |                 |        |                 |                | 100% |

图表 6. 2014 年上半年新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 年上半年 | 样本数 | AAA   | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A    |
|--------------------|-----|-------|-----------------|--------|-----------------|------|
| AAA                | 17  | 100%  |                 |        |                 |      |
| AA <sup>+</sup>    | 32  | 6.25% | 93.75%          |        |                 |      |
| AA                 | 66  |       | 4.55%           | 95.45% |                 |      |
| AA <sup>-</sup>    | 6   |       |                 | 16.67% | 83.33%          |      |
| A                  | 1   |       |                 |        |                 | 100% |

## (三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2014 年上半年债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A     | A <sup>-</sup> |
|-------------------|-----|--------|-----------------|--------|-----------------|----------------|-------|----------------|
| AAA               | 76  | 99.13% | 0.87%           |        |                 |                |       |                |
| AA <sup>+</sup>   | 148 | 5.76%  | 93.33%          | 0.30%  | 0.61%           |                |       |                |
| AA                | 450 |        | 5.10%           | 93.63% | 1.16%           | 0.12%          |       |                |
| AA <sup>-</sup>   | 93  |        |                 | 13.81% | 85.07%          | 0.75%          | 0.37% |                |
| A <sup>+</sup>    | 2   |        |                 | 2.38%  | 7.14%           | 88.10%         | 2.38% |                |
| A                 | 2   |        |                 |        |                 |                | 100%  |                |
| A <sup>-</sup>    | 1   |        |                 |        |                 |                |       | 100%           |

图表 8. 2014 年上半年新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA     | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> |
|-------------------|-----|---------|-----------------|--------|-----------------|
| AAA               | 7   | 100.00% |                 |        |                 |
| AA <sup>+</sup>   | 31  | 3.23%   | 96.77%          |        |                 |
| AA                | 78  |         | 6.41%           | 93.59% |                 |
| AA <sup>-</sup>   | 16  |         |                 | 18.75% | 81.25%          |

#### (四) 公司债迁移矩阵

图表 9. 2014 年上半年债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A      |
|-------------------|-----|--------|-----------------|--------|-----------------|----------------|--------|
| AAA               | 46  | 97.83% | 2.17%           |        |                 |                |        |
| AA <sup>+</sup>   | 59  | 1.69%  | 96.61%          | 1.69%  |                 |                |        |
| AA                | 141 |        | 1.42%           | 91.49% | 6.38%           | 0.71%          |        |
| AA <sup>-</sup>   | 38  |        |                 | 5.26%  | 92.11%          |                | 2.63%  |
| A <sup>+</sup>    | 4   |        |                 |        |                 | 75.00%         | 25.00% |
| A                 | 2   |        |                 |        |                 |                | 100%   |

图表 10. 2014 年上半年新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 年上半年 | 样本数 | AAA  | AA <sup>+</sup> | AA   | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> |
|--------------------|-----|------|-----------------|------|-----------------|----------------|
| AAA                | 3   | 100% |                 |      |                 |                |
| AA <sup>+</sup>    | 9   |      | 100%            |      |                 |                |
| AA                 | 11  |      |                 | 100% |                 |                |
| AA <sup>-</sup>    | 2   |      |                 |      | 100%            |                |
| A <sup>+</sup>     | 1   |      |                 |      |                 | 100%           |

从各类型债券主体 2014 年上半年的信用等级迁移矩阵来看（图表 3、5、7、9），除 A+ 级及以下样本量较小的级别，各类型债券呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移概率越高的特征，与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律一致。在各类型债券中，A+ 级以上等级稳定性表现均较好，除中期票据 AA- 级、企业债 AA- 级及以下级别，等级稳定性均在 90% 以上。2014 年上半年短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为 7.46%、6.95%、5.96% 和 1.72%；等级向下迁移的概率分别为 0.16%、0.65%、0.26% 和 5.15%。

从新世纪评级的各债券品种的迁移矩阵来看（图表 4、6、8、10），2014 年上半年新世纪评级各类型债券主体保持了较高的稳定性，除短期融资券 AA- 级稳定性 89.19%、中期票据

AA-级稳定性 83.33%、企业债 AA-级稳定性 81.25%外，各债券品种等级稳定性均在 90%以上。与各类债券市场总体的稳定性相比，新世纪评级的各品种等级稳定性基本上高于各债券品种市场总体的稳定性。

#### 四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2014 年上半年新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元五家机构对 2014 年上半年之前存续债券的跟踪评级的数量分别为 319 个、394 个、345 个、307 个和 426 个，新世纪评级对各机构跟踪评级的主体信用等级迁移数据进行统计，计算迁移概率，并建立迁移矩阵。

##### （一）新世纪迁移矩阵

图表 11. 2014 年上半年债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA   | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A    |
|-------------------|-----|-------|-----------------|--------|-----------------|----------------|------|
| AAA               | 22  | 100%  |                 |        |                 |                |      |
| AA <sup>+</sup>   | 67  | 4.48% | 95.52%          |        |                 |                |      |
| AA                | 160 |       | 3.75%           | 96.25% |                 |                |      |
| AA <sup>-</sup>   | 59  |       |                 | 11.86% | 88.14%          |                |      |
| A <sup>+</sup>    | 10  |       |                 |        |                 | 100%           |      |
| A                 | 1   |       |                 |        |                 |                | 100% |

##### （二）中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2014 年上半年债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> |
|-------------------|-----|--------|-----------------|--------|-----------------|----------------|
| AAA               | 105 | 100%   |                 |        |                 |                |
| AA <sup>+</sup>   | 90  | 11.11% | 87.78%          |        | 1.11%           |                |
| AA                | 150 |        | 19.33%          | 80.67% |                 |                |
| AA <sup>-</sup>   | 41  |        |                 | 12.20% | 82.93%          | 4.88%          |
| A <sup>+</sup>    | 8   |        |                 |        | 25.00%          | 75.00%         |

### (三) 大公迁移矩阵

图表 13. 2014 年上半年债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA    | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> |
|-------------------|-----|--------|-----------------|--------|-----------------|----------------|
| AAA               | 52  | 98.08% | 1.92%           |        |                 |                |
| AA <sup>+</sup>   | 69  |        | 98.55%          |        | 1.45%           |                |
| AA                | 143 |        | 1.40%           | 98.60% |                 |                |
| AA <sup>-</sup>   | 66  |        |                 | 3.03%  | 96.97%          |                |
| A <sup>+</sup>    | 15  |        |                 |        | 6.67%           | 93.33%         |

### (四) 联合资信迁移矩阵

图表 14. 2014 年上半年债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA   | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A      | A <sup>-</sup> |
|-------------------|-----|-------|-----------------|--------|-----------------|----------------|--------|----------------|
| AAA               | 59  | 100%  |                 |        |                 |                |        |                |
| AA <sup>+</sup>   | 69  | 5.80% | 94.20%          |        |                 |                |        |                |
| AA                | 124 |       | 7.26%           | 91.94% | 0.81%           |                |        |                |
| AA <sup>-</sup>   | 43  |       |                 | 20.93% | 79.07%          |                |        |                |
| A <sup>+</sup>    | 8   |       |                 |        |                 | 100%           |        |                |
| A                 | 3   |       |                 |        |                 | 33.33%         | 66.67% |                |
| A <sup>-</sup>    | 1   |       |                 |        |                 |                |        | 100%           |

### (五) 鹏元迁移矩阵

图表 15. 2014 年上半年债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2013 年 \ 2014 上半年 | 样本数 | AAA     | AA <sup>+</sup> | AA     | AA <sup>-</sup> | A <sup>+</sup> | A      |
|-------------------|-----|---------|-----------------|--------|-----------------|----------------|--------|
| AAA               | 4   | 100.00% |                 |        |                 |                |        |
| AA <sup>+</sup>   | 42  | 2.38%   | 97.62%          |        |                 |                |        |
| AA                | 295 |         | 0.68%           | 96.95% | 2.37%           |                |        |
| AA <sup>-</sup>   | 82  |         |                 | 17.07% | 81.71%          |                |        |
| A <sup>+</sup>    | 2   |         |                 |        |                 | 50.00%         | 50.00% |

### (六) 各机构跟踪评级等级迁移情况的比较

从各机构的客户主体信用等级迁移矩阵来看（图表 11~15），各机构 AAA~AA-级维持原

等级的比例均很高：AAA级除大公为98.08%外，其他机构全部为100%；AA+级维持原等级的比例为：大公98.55%、鹏元97.62%、新世纪95.52%、联合资信94.20%、中诚信国际87.78%；AA级维持原等级的比例为：大公98.60%、鹏元96.95%、新世纪96.25%、联合资信91.94%、中诚信国际80.67%；AA-级维持原等级的比例为：大公96.97%、新世纪88.14%、中诚信国际为82.93%、鹏元81.71%、联合资信79.07%。

整体上看，2014年上半年各评级机构跟踪评级稳定性排名分别为大公97.17%、新世纪94.98%、鹏元93.90%、联合资信92.18%、中诚信国际87.56%。

图表 16. 2014 年上半年各机构等级迁移情况

|       | 上调数量 | 下调数量 | 维持数量 | 合计  | 上调率    | 下调率   | 维持率    |
|-------|------|------|------|-----|--------|-------|--------|
| 新世纪   | 16   | 0    | 303  | 319 | 5.02%  | 0.00% | 94.98% |
| 中诚信国际 | 46   | 3    | 345  | 394 | 11.68% | 0.76% | 87.56% |
| 联合资信  | 23   | 1    | 283  | 307 | 7.49%  | 0.33% | 92.18% |
| 大公    | 5    | 2    | 338  | 345 | 1.45%  | 0.58% | 97.97% |
| 鹏元    | 16   | 10   | 400  | 426 | 3.76%  | 2.35% | 93.90% |

## 五、总结

基于对2014年上半年债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2014年上半年债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2014年上半年债券市场主体信用等级的稳定性较高，等级迁移向上迁移的数量仍多于向下迁移的数量；

2. 2014年上半年等级向上迁移的数量较上年同期有所上升，但由于跟踪评级基数的扩大，向上迁移概率略有下降；

3. 债券市场中各类型债券主体信用等级的迁移规律较为一致，2014年上半年各类型债券均表现出了较高的稳定性，新世纪评级各券种发行主体跟踪评级的等级稳定性基本上高于各债券品种市场总体的稳定性；

4. 各评级机构跟踪评级AAA级~AA-级稳定性均较高。