

◆ 市场研究

2014年一季度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。研究发现，2014年一季度债券市场总体平稳，主体跟踪评级信用等级整体稳定性较强。

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4月8日，数据时限是2014年一季度（2014.1.1~2014.3.31）。

二、2014年一季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2014年一季度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年一季度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本347个。我们对2014年一季度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：

¹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从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。

最后，我们在样本库中剔除2013年或2014年一季度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”，中诚信国际信用评级有限公司简称“中诚信国际”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”。

图表1. 2014年一季度债券市场主体信用等级迁移分布²

2014年一季度		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
2013年	AAA	69						69
	AA+	1	78		1			80
	AA		1	114	1	1		117
	AA-			11	48	1	1	61
	A+			1	3	16		20

图表2. 2014年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
2013年	AAA	100%						100%
	AA+	1.25%	97.50%		1.25%			100%
	AA		0.85%	97.44%	0.85%	0.85%		100%
	AA-			18.03%	78.69%	1.64%	1.64%	100%
	A+			5.00%	15.00%	80.00%		100%

2014年一季度债券市场的主体信用等级稳定性较高（图表1和图表2），等级迁移以上升为主，AAA级~AA级保持在上年末等级的概率较高。等级稳定性基本上呈现随等级下降而下降的规律，虽然一季度跟踪评级数量较少，但基本保持了年度等级迁移矩阵的基本特征。与上年度等级迁移矩阵相比，2014年一季度等级稳定性显著高于2013年全年，主要受信用评级跟踪时间的季节性因素影响有效样本量偏小。

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年一季度债券市场发行各类型债券的主体跟踪情况为短期融资券273家、中期票据171家、企业债120家、公司债24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47家、中期票据17家、企业债6家、公司债2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。

²2014年3月4日起日太阳能公告称无力偿付11起日债本期利息，已造成实质性违约，因暂无跟踪评级记录，故暂未能在等级迁移矩阵中体现。

(一) 短期融资券迁移矩阵

图表3. 2014年一季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
2013年								
	AAA	59	100%					100%
	AA+	68	1.47%	98.53%				100%
	AA	77			100%			100%
	AA-	50			8.00%	90.00%	2.00%	100%
	A+	19				15.79%	84.21%	100%

图表4. 2014年一季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
2013年								
	AAA	2	100%					100%
	AA+	11	9.09%	90.91%				100%
	AA	15			100%			100%
	AA-	15			13.33%	86.67%		100%
	A+	4					100%	100%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表5. 2014年一季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2013年							
	AAA	54	100%				100%
	AA+	47	2.13%	95.74%		2.13%	100%
	AA	62		1.61%	98.39%		100%
	AA-	8			25.00%	75.00%	100%

图表6. 2014年一季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	合计
2013年						
	AAA	2	100%			100%
	AA+	4	25.00%	75.00%		100%
	AA	10			100%	100%
	AA-	1			100%	100%

(三) 企业债迁移矩阵

图表7. 2014年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2013年							
AAA	35	100%					100%
AA+	31		100%				100%
AA	46			2.17%	95.65%	2.17%	100%
AA-	7				71.43%	28.57%	100%
A+	1				100%		100%

图表 8. 2014年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	合计
2013年						
AAA	1	100%				100%
AA+	2		100%			100%
AA	3				100%	100%

(四) 公司债迁移矩阵

图表9. 2014年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
2013年									
AAA	7	100%							100%
AA+	9		100%						100%
AA	5			80.00%			20.00%		100%
AA-	3			33.33%	33.33%			33.33%	100%

图表 10. 2014年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	合计
2013年							
AAA	0	-					-
AA+	1		100%				100%
AA	0				-		-
AA-	1					100%	100%

从各类型债券主体2014年一季度的信用等级迁移矩阵来看（图表3、5、7、9），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，短期融资券发行主体等级稳定性表现好于其他类型债券，体现了市场上短期融资券和中票发行主体资质稳定性要好于其他债券品种，需要注意的是由于低等级样本量较小，等级迁移概率有待检验。2014年一季度短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为2.93%、2.34%、5.83%和4.17%；等级向下迁移的概率分别为0.37%、0.58%、0.83%和8.33%。

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年一季度新世纪评级的样本量较小，各品种主体信用等级迁移稳定，与市场总体走势趋同。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2014年一季度新世纪、中诚信国际、大公和联合资信对2014年一季度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为49个、137个、68个和74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。其他机构一季度跟踪评级样本量较小，本期暂不统计。

（一）新世纪迁移矩阵

图表11. 2014年一季度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
2013年	AAA	3	100%					100%
	AA+	12	8.33%	91.67%				100%
	AA	15			100%			100%
	AA-	15			13.33%	86.67%		100%
	A+	4					100%	100%

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表12. 2014年一季度债券市场中诚信国际跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
2013年	AAA	37	100%					100%
	AA+	35		97.14%		2.86%		100%
	AA	46		2.17%	95.65%	2.17%		100%
	AA-	16				93.75%	6.25%	100%
	A+	3				33.33%	66.67%	100%

（三）大公迁移矩阵

图表13. 2014年一季度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年一季度		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
2013年	AAA	13	100%					100%
	AA+	15		100%				100%
	AA	17			100%			100%
	AA-	16			6.25%	93.75%		100%
	A+	7				14.29%	85.71%	100%

（四）联合资信迁移矩阵

图表14. 2014年一季度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年一季度						合计
	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	
AAA	18	100%					100%
AA+	19		100%				100%
AA	24			100%			100%
AA-	7			28.57%	71.43%		100%
A+	5					100%	100%
A	1					100%	100%

（五）各机构跟踪评级等级迁移情况的比较

由于一季度样本总量有限，分布于各机构分各等级的样本量均较小，各机构评级的等级稳定性有待样本量积累的检验。从各机构的客户主体信用等级迁移矩阵来看（图表11~14），各机构AAA~AA级维持原等级的比例均很高：AAA级全部为100%；AA+级联合资信和大公为100%，中诚信国际和新世纪分别为97.14%和91.67%；AA级除中诚信国际为95.65%，其他均为100%。另外，AA-级主体维持原等级的比例由高到低分别为中诚信国际93.75%、大公93.75%、新世纪86.67%、联合71.43%。

五、总结

基于对2014年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2014年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2014年一季度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. 与2013年债券市场主体等级迁移矩阵相比，2014年一季度等级稳定性偏高，主要原因为有效样本总量较小；
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年一季度短期融资券和中票发行主体等级稳定较高，公司债等级向下迁移趋势仍位居各类债券之首。
4. 各评级机构样本量较小，AAA级~AA级的等级稳定性很高。