

## ◆ 市场研究

# 2014 年前三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进行了统计和分析。2014 年前三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高，等级迁移仍以向上迁移为主，等级向下迁移的数量与上年同期相比略有减少。

### 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 10 月 8 日，数据时限是 2014 年前三季度（2014.1.1~2014.9.30）。

### 二、2014 年前三季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对 2014 年前三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 年前三季度静态池样本库中满足统计口径<sup>1</sup>的有效样本 2277 个。我们对 2014 年前三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：

---

<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。

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 年前三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”，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 年前三季度债券市场主体信用等级迁移分布

2013 年末 \ 2014 年 9 月末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A	A <sup>-</sup>	合计
AAA	272	2						274
AA <sup>+</sup>	24	385	3	1				413
AA		47	1047	13	1	2		1110
AA <sup>-</sup>			52	349	3	1		405
A <sup>+</sup>			1	7	53	1		62
A						5		5
A <sup>-</sup>							1	1

图表 2. 2014 年前三季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2013 年末 \ 2014 年 9 月末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A	A <sup>-</sup>
AAA	99.27%	0.73%					
AA <sup>+</sup>	5.81%	93.22%	0.73%	0.24%			
AA		4.23%	94.32%	1.17%	0.09%	0.18%	
AA <sup>-</sup>			12.84%	86.17%	0.74%	0.25%	
A <sup>+</sup>			1.61%	11.29%	85.48%	1.61%	
A						100.00%	
A <sup>-</sup>							100.00%

- 注 1. 天能电池主体评级 2013 年 7 月 5 日新世纪给予 A<sup>+</sup>级，2014 年 6 月 28 日鹏元给予 AA 级；
2. 洛阳矿业主体评级由 AA<sup>+</sup>级下调为 AA<sup>-</sup>级，由大公评级；
3. 天威保变主体评级由 AA 级下调为 A<sup>+</sup>级，其股东天威集团主体级别 AA 级下调为 A 级，均由联合信用评级；
4. 华锐风电主体级别继 2014 年 5 月 29 日由 AA 级调降至 AA<sup>-</sup>级后，9 月 19 日调降至 A 级，且展望由稳定调为负面，由联合信用评级；
5. 12 湘鄂债发行主体评级由 AA<sup>-</sup>下调为 A 级，由鹏元评级。
6. 2014 年前三季度内存续债券主体发生风险事件的二重集团、德阳二重、华通路桥、江苏熔盛、江西赛维、超日太阳能，因等级下调至 BBB 级以下级别，未列入上表，在后续相关的表格中亦不再列入。

2014 年前三季度债券市场共发生 131 家主体等级向上迁移，34 家向下迁移，等级迁移仍以上升为主（图表 1 和图表 2）。2014 年前三季度主体信用稳定性较高，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上升而上升的规律。其中，AA<sup>+</sup>级在等级上调压力下，稳定性略低于 AA 级，延续了上半年度的特征；等级向上迁移方面，A<sup>+</sup>级和 AA<sup>-</sup>级向上迁移的概率显著高于 AA 级和 AA<sup>+</sup>级；等级向下迁移方面，AA 级和 A<sup>+</sup>级向下迁移概率相对较高。

与 2013 年同期相比，2014 年前三季度的等级迁移矩阵表现出以下特点：（1）发债主体

信用等级迁移稳定性整体上升 1.32 个百分点至 92.75%，除 AA+级外，其他等级稳定性较上年同期略有提高；（2）等级向上迁移的数量较上年同期增加 6 家，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较上年同期减少 3 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 年前三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 763 家、中期票据 967 家、企业债 1061 家、公司债 314 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 175 家、中期票据 217 家、企业债 148 家、公司债 37 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 年前三季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2014 年 9 月末 2013 年末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	114	99.12%	0.88%			
AA <sup>+</sup>	169	9.47%	90.53%			
AA	265		6.79%	92.83%	0.38%	
AA <sup>-</sup>	167			13.17%	86.23%	0.60%
A <sup>+</sup>	47				8.51%	91.49%

图表 4. 2014 年前三季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2014 年 9 月末 2013 年末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	9	100.00%				
AA <sup>+</sup>	37	5.41%	94.59%			
AA	61		4.92%	95.08%		
AA <sup>-</sup>	55			12.73%	87.27%	
A <sup>+</sup>	13					100.00%

## (二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2014 年前三季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2014 年 9 月末 2013 年末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A
AAA	211	99.53%	0.47%				
AA <sup>+</sup>	245	6.94%	92.24%	0.41%	0.41%		
AA	404		7.18%	92.08%	0.50%		0.25%
AA <sup>-</sup>	97			12.37%	85.57%	2.06%	
A <sup>+</sup>	5				40.00%	60.00%	
A	1						100.00%

图表 6. 2014 年前三季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2014 年 9 月末 2013 年末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A
AAA	25	100.00%					
AA <sup>+</sup>	49	6.12%	93.88%				
AA	116		3.45%	96.55%			
AA <sup>-</sup>	24			16.67%	79.17%	4.17%	
A <sup>+</sup>	1				100.00%		
A	1						100.00%

## (三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2014 年前三季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2014 年 9 月末 2013 年末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A	A <sup>-</sup>
AAA	127	100.00%						
AA <sup>+</sup>	182	4.40%	95.60%					
AA	603		3.65%	96.02%	0.33%			
AA <sup>-</sup>	140			17.86%	82.14%			
A <sup>+</sup>	5			20.00%	20.00%	60.00%		
A	2						100.00%	
A <sup>-</sup>	1							100%

图表 8. 2014 年前三季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2013 年末 \ 2014 年 9 月末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	8	100.00%			
AA <sup>+</sup>	34	5.88%	94.12%		
AA	87		5.75%	94.25%	
AA <sup>-</sup>	19			21.05%	78.95%

#### (四) 公司债迁移矩阵

图表 9. 2014 年前三季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2013 年末 \ 2014 年 9 月末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A
AAA	53	98.11%	1.89%				
AA <sup>+</sup>	61	3.28%	93.44%	3.28%			
AA	150		1.33%	92.00%	5.33%	0.67%	0.67%
AA <sup>-</sup>	42			9.52%	88.10%		2.38%
A <sup>+</sup>	5					80.00%	20.00%
A	2						100.00%

图表 10. 2014 年前三季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2013 年末 \ 2014 年 9 月末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	5	100%				
AA <sup>+</sup>	13		100%			
AA	15			100%		
AA <sup>-</sup>	3			33.33%	66.67%	
A <sup>+</sup>	1					100%

从各类型债券主体 2014 年前三季度的信用等级迁移矩阵来看（图表 3、5、7、9），除 A<sup>+</sup>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<sup>+</sup>级以上等级稳定性表现均较好，AA 级及以上等级稳定性均在 90%以上。2014 年前三季度短券和中票发行主体等级调升的各有 60 家，调降的分别有 4 家和 12 家，其中 33 家为同一主体；企业债和公司债分别有 57 家和 8 家等级调升，其中 57 家等级上调的企业债发行主体中有 11 家同期有短券或中票存续。2014 年前三季度短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为 7.86%、6.20%、5.37%和 2.55%；等级向下迁移的概率分别为 0.52%、1.24%、0.28%和 5.10%。

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 年前三季度新世纪评级各类型债券主体稳定性特征与各类型整体保持了较高的一致性，各券种 AA 级及以上级别稳定性均在 90%以上。其中，新世纪评级短券、中票和公司债的主体稳定性均略高于整体，企业债 AA 级和 AA+级稳定性略低于整体。新世纪评级各券种 AA-级稳定性相对偏低，新世纪样本量偏小是主要原因之一。

#### 四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2014 年前三季度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元五家机构对 2014 年前三季度之前存续债券的跟踪评级的数量分别为 441 个、569 个、540 个、426 个和 496 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 年前三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 9 月末 2013 年末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A
AAA	28	100.00%					
AA <sup>+</sup>	87	6.90%	93.10%				
AA	214		3.74%	96.26%			
AA <sup>-</sup>	93			12.90%	86.02%	1.08%	
A <sup>+</sup>	16				6.25%	93.75%	
A	2						100.00%

##### （二）中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2014 年前三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 9 月末 2013 年末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	129	100.00%				
AA <sup>+</sup>	122	9.84%	90.16%			
AA	230		13.48%	86.09%	0.43%	
AA <sup>-</sup>	77			12.99%	84.42%	2.60%
A <sup>+</sup>	9				22.22%	77.78%

### (三) 大公迁移矩阵

图表 13. 2014 年前三季度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2013 年末 \ 2014 年 9 月末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	72	98.61%	1.39%			
AA <sup>+</sup>	100		99.00%		1.00%	
AA	227		2.20%	97.36%	0.44%	
AA <sup>-</sup>	118			2.54%	97.46%	
A <sup>+</sup>	21				9.52%	90.48%

### (四) 联合资信迁移矩阵

图表 14. 2014 年前三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 年末 \ 2014 年 9 月末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A	A <sup>-</sup>
AAA	72	100.00%						
AA <sup>+</sup>	89	4.49%	94.38%	1.12%				
AA	182		5.49%	92.86%	1.10%		0.55%	
AA <sup>-</sup>	62			22.58%	75.81%	1.61%		
A <sup>+</sup>	15				13.33%	86.67%		
A	3					33.33%	66.67%	
A <sup>-</sup>	1							100.00%

### (五) 鹏元迁移矩阵

图表 15. 2014 年前三季度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2013 年末 \ 2014 年 9 月末	样本数	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A
AAA	4	100.00%					
AA <sup>+</sup>	48	2.08%	97.92%				
AA	334		0.60%	97.01%	2.40%		
AA <sup>-</sup>	106			15.09%	83.96%		0.94%
A <sup>+</sup>	3					66.67%	33.33%

### (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 98.61%外，其他机构全部为 100%；AA+级维持原等级

的比例为：大公 99.00%、鹏元 97.92%、联合资信 94.38%、新世纪 93.10%、中诚信国际 90.16%；AA 级维持原等级的比例为：大公 97.37%、鹏元 97.01%、新世纪 96.26%、联合资信 92.86%、中诚信国际 86.09%；AA-级维持原等级的比例为：大公 97.46%、新世纪 86.02%、中诚信国际为 84.42%、鹏元 83.96%、联合资信 75.81%。

整体上看，2014 年前三季度各评级机构跟踪评级稳定性排名分别为大公 97.59%、鹏元 93.95%、新世纪 93.42%、联合资信 91.08%、中诚信国际 89.46%。

图表 16. 2014 年前三季度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	27	2	412	441	6.12%	0.45%	93.42%
中诚信国际	55	5	509	569	9.67%	0.88%	89.46%
联合资信	31	7	388	426	7.28%	1.64%	91.08%
大公	10	3	527	540	1.85%	0.56%	97.59%
鹏元	19	11	466	496	3.83%	2.22%	93.95%

## 五、总结

基于对 2014 年前三季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2014 年前三季度债券市场等级迁移情况延续了上半年的基本特征：

1. 总体来说，2014 年前三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. 2014 年前三季度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与市场整体较为一致，2014 年前三季度各类型债券均表现出了较高的稳定性；新世纪评级的短券、中票和公司债在 AA 级及以上级别稳定性略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。