

## ◆ 市场研究

# 2015年第一季度债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲 李育/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，2015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2015年4月7日，数据时限是2015年一季度（2015.1.1~2015.3.31）。

### 二、2015年一季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2015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，2015年一季度静态池样本库中满足统计口径<sup>1</sup>的有效样本360个。我们对2015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：

---

<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2014年或2015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. 2015年一季度债券市场主体信用等级迁移分布

2014年末 \ 2015年3月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	合计
AAA	72					72
AA+	3	71				74
AA		10	138	1		149
AA-			7	42	1	50
A+				3	6	9

图表 2. 2015年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年3月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	4.05%	95.95%			
AA		6.71%	92.62%	0.67%	
AA-			13.73%	82.35%	1.96%
A+				33.33%	66.67%

注1. 保定天威集团主体级别从BBB级下调为BB级，由联合资信评级；

2. 内蒙古奈伦集团股份有限公司主体级别从AA-下调为BBB+，由联合资信评级；

3. 2015年一季度内存续债券主体发生风险事件的天威集团、湘鄂债、二重集团、德阳二重、内蒙古奈伦集团，因等级下调至BBB+级以下级别，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再入列。

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。2015年一季度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~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，与上年度同期等级迁移矩阵相比，2015年一季度等级稳定性变化规律更显著。

### 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，2015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277家、中期票据204家、企业债125家、公司债34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65家、中期票据37家、企业债14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~图表10。

### (一) 短期融资券迁移矩阵

图表 3. 2015年一季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	60	100.00%				
AA+	64	4.69%	95.31%			
AA	105		5.71%	94.29%		
AA-	40			12.50%	85.00%	2.50%
A+	8				37.50%	62.50%

图表 4. 2015年一季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	6	100.00%				
AA+	13		100.00%			
AA	30		6.67%	93.33%		
AA-	15			20.00%	80.00%	
A+	1				100.00%	-

### (二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2015年一季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	59	100.00%			
AA+	53	1.89%	98.11%		
AA	84		9.52%	89.29%	1.19%
AA-	6			33.33%	66.67%

图表 6. 2015年一季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年3月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	5	100.00%			
AA+	8	0.00%	100.00%		
AA	21		9.52%	90.48%	
AA-	3			66.67%	33.33%

### (三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2015年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年3月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	35	100.00%			
AA+	31	3.23%	96.77%		
AA	53		5.66%	94.34%	
AA-	4			25.00%	75.00%

图表 8. 2015年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年3月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	2	100.00%			
AA+	5		100.00%		
AA	6		16.67%	83.33%	
AA-	1				100.00%

### (四) 公司债迁移矩阵

图表 9. 2015年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年3月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	10	100%				
AA+	9		100%			
AA	9			100%		
AA-	3				100%	
A+	1					100%

图表 10. 2015年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年3月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	0	-			
AA+	1		100%		
AA	0			-	
AA-	1				100%
A+	1				100.00%

从各类型债券主体2015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。2015年一季度由于跟踪评级量较小，各券种等级稳定性整体表现均较好，等级向上迁移和向下迁移的概率均较低。2015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6.14%、5.39%、4.00%和0.00%；等级向下迁移的概率分别为0.36%、0.98%、0.80%和2.94%。

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），2015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，与市场总体趋同。

#### 四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2015年一季度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信对2015年一季度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为71个、124个、71个、68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. 2015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

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	6	100.00%				
	AA+	13		100.00%			
	AA	34		11.76%	88.24%		
	AA-	17			17.65%	82.35%	
	A+	1				100.00%	-

##### （二）中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2015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

2015年3月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末	AAA	45	100.00%			
	AA+	33	9.09%	90.91%		
	AA	37		5.41%	94.59%	
	AA-	9				100.00%

### （三）大公迁移矩阵

图表 13. 2015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年末 \ 2015年3月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	10	100.00%				
AA+	16		100.00%			
AA	24		4.17%	95.83%		
AA-	18			22.22%	72.22%	5.56%
A+	3					100.00%

### （四）联合资信迁移矩阵

图表 14. 2015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

2014年末 \ 2015年3月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	11	100.00%				
AA+	16	6.25%	87.50%	6.25%		
AA	35		2.86%	94.29%	2.86%	
AA-	3				100.00%	
A+	2					100.00%

### （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+级新世纪和大公为100%，中诚信国际和联合资信分别为90.91%和87.50%；AA级稳定性分别为大公95.83%、中诚信94.59%、联合资信94.29%、新世纪88.24%，与上年度同期等级迁移矩阵相比，各机构AA级稳定性均下降。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100.00%、大公93.75%、新世纪82.35%、联合75.00%、大公72.22%。

## 五、总结

基于对2015年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2015年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2015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2014年同期债券市场主体等级迁移矩阵相比，2015年一季度等级稳定性随等级下降而下降的规律更显著。
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。
4. 各评级机构样本量较小，AAA级~AA级的等级稳定性很高。