

◆ 市场研究

2015年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲 李育 姚奕彤/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年上半年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7月7日，数据时限是2015年上半年度（2015.1.1~2015.6.30）。

二、2015年上半年债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2015年上半年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年上半年度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本1874个。我们对2015年上半年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2014年或2015年上半年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”，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. 2015年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

2014年末 \ 2015年6月末		2015年6月末						合计
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	
AAA		245						245
AA+		30	330	3				363
AA			51	924	11	1		987
AA-				37	193	6		236
A+					7	19	1	27

图表 2. 2015年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末		2015年6月末					
		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA		100.00%					
AA+		8.26%	90.91%	0.83%			
AA			5.16%	93.52%	1.11%	0.10%	
AA-				15.61%	81.43%	2.53%	
A+					25.93%	70.37%	3.70%

注：级别变动在两个子级以上或等级已下调至BBB+级以下的企业如下：

1. 太原煤气化股份有限公司主体级别从AA级下调至A级，由鹏元评级；江苏飞达控股集团有限公司主体级别从AA级下调为BBB+级，由鹏元评级；江苏舜天船舶股份有限公司主体级别从AA级下调为BBB级，由鹏元评级；广西有色金属集团有限公司主体级别从AA级下调为BB级，由大公评级；

2. 内蒙古奈伦集团股份有限公司主体级别从AA-下调为BBB+级，由联合资信评级；中澳控股集团有限公司主体级别从AA-下调为BB级，由中诚信国际评级；中国中钢股份有限公司主体级别从AA-下调为BB级，由中诚信国际评级；

3. 中国高科集团股份有限公司主体级别从A级上调为AA-级，由联合信用评级；河南银鸽实业投资股份有限公司主体级别从A级下调为BBB+级，由鹏元评级；华锐风电科技(集团)股份有限公司主体级别从BBB级上调为A级，由联合资信评级；

4. 2015年上半年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、珠海中富，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。

2015上半年度债券市场共发生128家主体等级向上迁移，33家向下迁移，等级迁移仍以上升为主（图表1和图表2）。2015年上半年度主体信用稳定性较高，AAA级~AA-级保持在上年末等级的概率均高于80%，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+级在等级上调压力下，稳定性略低于AA级，延续了一季度的特征；等级向上迁

移方面，A+级和AA-级的向上迁移概率显著高于AA级和AA+级；等级向下迁移方面，A+级和AA-级的向下迁移概率也相对高于AA级和AA+级。

与上年同期相比，2015年上半年度除AAA级和AA级稳定性与上年同期相当外，其他等级稳定性均低于上年同期，AA+级、AA-级和A+分别下降了2.42、3.64和17.73个百分点。

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年上半年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655家、中期票据668家、企业债990家、公司债310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145家、中期票据152家、企业债161家、公司债35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. 2015年上半年度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	70	100.00%				
AA+	123	9.76%	89.43%	0.81%		
AA	360		4.99%	93.63%	1.11%	
AA-	87			14.77%	80.68%	3.41%
A+	9				22.22%	77.78%

图表 4. 2015年上半年度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	12	100.00%				
AA+	37	13.51%	86.49%			
AA	62		8.06%	91.49%		
AA-	30			23.33%	76.67%	
A+	4				50.00%	50.00%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2015 年上半年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB
2014年末	AAA	69	100%							
	AA+	140	9.29%	98.11%	0.71%					
	AA	363		4.68%	94.49%	0.83%				
	AA-	84			13.10%	80.95%	5.95%			
	A+	7					100%			
	A	1						-		100%
	A-	1							100%	

图表 6. 2015 年上半年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末	AAA	20	100.00%			
	AA+	42	14.29%	85.71%		
	AA	80		11.25%	88.75%	
	AA-	10			40.00%	60.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2015 年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	107	100.00%				
	AA+	193	8.81%	90.16%	1.04%		
	AA	539		4.64%	94.06%	1.30%	
	AA-	128			14.06%	82.03%	3.13%
	A+	17				23.53%	76.47%

图表 8. 2015 年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年6月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-
2014年末	AAA	11	100.00%			
	AA+	36	11.11%	88.89%		
	AA	101		3.96%	96.04%	
	AA-	13			7.69%	92.31%

（四）公司债迁移矩阵

图表 9. 2015 年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	39	100%				
AA+	65	6.15%	100%	1.54%		
AA	161		4.97%	94.41%		
AA-	37			16.22%	81.08%	2.70%
A+	5				40.00%	60.00%

图表 10. 2015 年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	4	100.00%			
AA+	12	8.33%	91.67%		
AA	17		5.88%	88.24%	5.88%
AA-	1			100.00%	

从各类型债券主体2015年上半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。各券种等级稳定性整体表现均较好，除短期融资券AA+级稳定性为89.43%，其他各券种AAA级、AA+级和AA级稳定性均在90%以上；各券种AA-级稳定性均为略高于80%。2015年上半年度短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为7.02%、6.14%、6.57%和6.77%；等级向下迁移的概率分别为1.83%、1.95%、1.72%和1.61%。

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年上半年新世纪评级债券主体保持了较高的稳定性，除中票和短券的AA-级外，各品种AAA~AA-级稳定性均在85%以上。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2015年上半年度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元对2015年上半年度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为331个、468个、360个、309个、436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。其他机构上半年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年上半年度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末		样本数	2015年6月末			
			AAA	AA+	AA	AA-
AAA	25	100.00%				
AA+	74	12.16%	87.84%			
AA	178		6.74%	92.70%	0.56%	
AA-	49			20.41%	79.59%	
A+	5				40.00%	60.00%

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2015年上半年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年末 \ 2015年6月末		样本数	2015年6月末			
			AAA	AA+	AA	AA-
AAA	121	100.00%				
AA+	120	14.17%	85.83%			
AA	185		7.57%	92.43%		
AA-	35			17.14%	82.86%	
A+	2					100.00%

(三) 大公迁移矩阵

图表 13. 2015年上半年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6月末		样本数	2015年6月末			
			AAA	AA+	AA	AA-
AAA	53	100.00%				
AA+	77	5.19%	93.51%	1.30%		
AA	163		6.13%	92.64%	1.23%	
AA-	58			15.52%	81.03%	3.45%
A+	8				25.00%	75.00%

（四）联合资信迁移矩阵

图表 14. 2015年上半年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6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	52	100.00%				
AA+	73	6.85%	90.41%	2.74%		
AA	148		12.16%	86.49%	1.35%	
AA-	28			28.57%	60.71%	7.14%
A+	5				20.00%	80.00%

（五）鹏元迁移矩阵

图表 14. 2015年上半年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	6	100.00%					
AA+	42	2.38%	97.62%				
AA	309		0.97%	97.10%	0.97%	0.65%	
AA-	73			10.96%	87.67%	1.37%	
A+	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级全部为100%；AA+级维持原等级的比例为：鹏元97.62%、大公93.51%、联合资信90.41%、新世纪87.84%、中诚信国际85.83%；AA级维持原等级的比例为：鹏元97.10%、新世纪92.70%、大公92.64%、中诚信国际92.43%、联合资信86.49%；AA-级维持原等级的比例为：鹏元87.67%、中诚信国际82.86%、大公81.03%、新世纪79.59%、联合资信60.71%。

五、总结

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

1. 总体来说，2015年上半年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年上半年度AA+级、AA-级和A+级等级稳定性均有所下降。
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。
4. 各评级机构跟踪评级AAA级~AA-级稳定性均较高。