

◆ 市场研究

2015年前三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10月11日，数据时限是2015年前三季度（2015.1.1~2015.9.30）。

二、2015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2015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，2015年前三季度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本2620个。我们对2015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：

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”，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年前三季度债券市场主体信用等级迁移分布

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	316	316							
AA+	479	41	433	5					
AA	1369		78	1275	14	2			
AA-	397			63	320	10	3		1
A+	41				9	30	1	1	
A	3				1	1			1
A-	1							1	

图表 2. 2015年前三季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	100.00%							
AA+	8.56%	90.40%	1.04%					
AA		5.70%	93.13%	1.02%	0.15%			
AA-			15.87%	80.60%	2.52%	0.76%		0.25%
A+				21.95%	73.17%	2.44%	2.44%	
A				33.33%	33.33%			33.33%
A-							100.00%	

- 注：1. 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. 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；
 3. 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；
 4. 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；
 5. 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；
 6. 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；
 7. 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；
 8. 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；
 9. 滁州市交通基础设施开发建设有限公司主体级别从A级上调为A+级，由联合资信评级；
 10. 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；
 11. 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；
 12. 2015年第三季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列入。

2015第三季度债券市场共发生193家主体等级向上迁移，38家向下迁移，等级迁移仍以上升为主（图表1和图表2）。2015年前三季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，延续了上半年的特征；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。

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856家、中期票据1119家、企业债1295家、公司债362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151家、中期票据193家、企业债254家、公司债64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年前三季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	85	100.00%						
AA+	160	8.13%	91.25%	0.63%				
AA	472		5.93%	92.58%	1.27%	0.21%		
AA-	116			18.10%	77.59%	3.45%	0.86%	
A+	14				21.43%	71.43%		7.14%
A	1					100.00%		
A-	1							100.00%

图表 4. 2015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

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	3	100.00%				
AA+	27	3.70%	96.30%			
AA	95		8.42%	88.42%	2.11%	1.05%
AA-	22			22.73%	72.73%	4.55%
A+	3				66.67%	33.33%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表 5. 2015年前三季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	93	100.00%							
AA+	198	8.08%	91.41%	0.51%					
AA	632		5.54%	93.20%	1.27%				
AA-	171			16.37%	80.12%	2.92%	0.58%		
A+	14				21.43%	71.43%		7.14%	
A	2					50.00%			50.00%
A-	1							100.00%	

图表 6. 2015年前三季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	3	100.00%				
AA+	28	7.14%	92.86%			
AA	123		6.50%	91.06%	2.44%	
AA-	34			11.76%	85.29%	2.94%
A+	4				50.00%	50.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2015年前三季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	134	100.00%						
AA+	255	9.41%	89.41%	1.18%				
AA	681		6.17%	92.51%	1.17%	0.15%		
AA-	200			19.00%	79.00%	2.00%		
A+	15				20.00%	80.00%		
A	1					100.00%		
A-	1							100.00%

图表 8. 2015年前三季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	21	100.00%				
AA+	54	7.41%	92.59%			
AA	135		7.41%	89.63%	2.22%	0.74%
AA-	40			25.00%	72.50%	2.50%
A+	3				66.67%	33.33%

(四) 公司债迁移矩阵

图表 9. 2015年前三季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	36	100.00%						
AA+	67	8.96%	89.55%	1.49%				
AA	198		4.55%	94.44%	1.01%			
AA-	54			20.37%	72.22%	5.56%	1.85%	
A+	3				66.67%			33.33%

图表 10. 2015年前三季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	2	100.00%				
AA+	8		100.00%			
AA	41		2.44%	95.12%	2.44%	
AA-	10			30.00%	60.00%	10.00%
A+	2				100.00%	

从各类型债券主体2015年前三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年前三季度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7.83%、7.51%、8.42%和7.73%；等级向下迁移的概率分别为2.34%、2.14%、1.78%和3.31%。

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年前三季度新世纪评级短期融资券、中票、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为10.60%、8.29%、10.24%和9.38%；等级向下迁移的概率分别为3.31%、2.59%、2.36%和4.69%。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2015年前三季度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元对2015年前三季度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为489个、655个、571个、493个、614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。其他机构前三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

2015年9月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
2014年末	AAA	37	100.00%				
AA+	94	10.64%	89.36%				
AA	268		7.46%	91.04%	1.12%	0.37%	
AA-	79			21.52%	77.22%	1.27%	
A+	10				20.00%	80.00%	

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2015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

2015年9月末		样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
2014年末	AAA	150	100.00%					
AA+	166	13.86%	85.54%	0.60%				
AA	266		8.65%	91.35%				
AA-	63			15.87%	80.95%	1.59%	1.59%	
A+	5					100.00%		

(三) 大公迁移矩阵

图表 13. 2015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

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	76	100.00%						
AA+	112	5.36%	92.86%	1.79%				
AA	257		5.45%	93.77%	0.78%			
AA-	113			14.16%	80.53%	3.54%	1.77%	
A+	11				36.36%	54.55%		9.09%

(四) 联合资信迁移矩阵

图表 14. 2015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

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	85	100.00%							
AA+	107	13.08%	85.05%	1.87%					
AA	231		11.69%	87.01%	1.30%				
AA-	58			25.86%	68.97%	3.45%			1.72%
A+	9				11.11%	88.89%			
A	1					100.00%			
A-	1							100.00%	

(五) 鹏元迁移矩阵

图表 15. 2015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

2015年9月末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+	BBB+
AAA	6	100.00%							
AA+	52	1.92%	98.08%						
AA	432		1.16%	97.45%	0.93%	0.46%			
AA-	117			14.53%	83.76%	0.85%		0.85%	1.72%
A+	2					50.00%	50.00%		
A	1							100%	

（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98.08%、大公92.86%、新世纪89.36%、中诚信国际85.54%、联合资信85.05%；AA级维持原等级的比例为：鹏元97.45%、大公93.77%、中诚信国际91.35%、新世纪91.04%、联合资信87.01%；AA-级维持原等级的比例为：鹏元83.76%、中诚信国际80.95%、大公80.53%、新世纪77.22%、联合资信68.79%。

五、总结

基于对2015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，2015年前三季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2015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概率仍大于向下迁移的概率；
2. 与2014年同期债券市场主体等级迁移矩阵相比，2015年前三季度等级稳定性整体弱于上年同期，且AA+级、AA-级和A+级稳定性显著弱于上年同期。
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。