

◆ 市场研究

2015年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。2015年度债券市场总体平稳，主体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且等级向上迁移的数量比上年明显增多。

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一般企业债务融资工具（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2016年1月5日，数据时限是2015年度（2015.1.1~2015.12.31）。

二、2015年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2015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年度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本2655个。我们对2015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2014年或2015年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. 2015年度债券市场主体信用等级迁移分布

2015年末		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	合计
2014年末	AAA	289		1						290
	AA+	44	420	5	1					470
	AA		84	1310	15	4	1			1414
	AA-		1	75	323	13	3			415
	A+				10	31	1	1		43
	A					1			1	2
	A-							1		1

图表 2. 2015年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2015年末		AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
2014年末	AAA	99.66%		0.34%					
	AA+	9.36%	89.36%	1.06%	0.21%				
	AA		5.94%	92.64%	1.06%	0.28%	0.07%		
	AA-		0.24%	18.07%	77.83%	3.13%	0.72%		
	A+				23.26%	72.09%	2.33%	2.33%	
	A					50.00%			50.00%
	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、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年度债券市场共发生216家主体等级向上迁移，65家向下迁移，等级迁移仍以上升为主（图表1和图表2）。2015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，延续了前三季度的特征。等级向上迁移方面，A+级和AA-级向上迁移概率显著高于AA级和AA+级；等级向下迁移方面，AA-级和A+级向下迁移概率相对较高。

比较2014年²与2015年等级迁移矩阵，我们可以从以下几点看出2015年债券市场信用风险显著上升：

1. 从整体稳定性上看，2015年等级稳定性略微有所下降，较2014年下降了1.77个百分点（图表3）；
2. 从迁移数量上看，2015年度等级向上迁移和向下迁移的绝对数量均有所上升，分别增加48家和24家，年度向上和向下迁移量分别增长28.57%和58.53%；
3. 从迁移概率上看，随着整体稳定性略微下降，向上迁移概率和向下迁移概率均略有上升，分别为8.14%和2.45%，分别较2014年上升了1.06个百分点和0.72个百分点；
4. 从迁移幅度上来看，迁移幅度在两个子级（含）以上的样本从2014年的13个上升至2015年的32个，其中迁移至BBB+级及以下级别的样本数为19个；
5. 从迁移等级集中度上看，2015年向下迁移一个子级和向上迁移一个子集数量最多的为AA级，但AA级别的样本基数最大，使得2015年AA级的稳定性出现强于AA+和AA-级的情况。

图表 3. 近三年以来债券市场发行主体信用等级迁移整体情况

	2013年	2014年	2015年
上调率	7.64%	7.08%	8.14%
下调率	1.95%	1.73%	2.45%
维持率	90.41%	91.19%	89.42%

²2014年度迁移矩阵详见新世纪评级《2014年债券市场主体信用等级迁移研究》。

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879家、中期票据1141家、企业债1339家、公司债396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190家、中期票据212家、企业债146家、公司债39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4~11。

(一) 短期融资券迁移矩阵

图表 4. 2015年度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	139	100.00%						
AA+	202	12.38%	86.14%	1.49%				
AA	366		8.74%	90.71%	0.27%		0.27%	
AA-	140			26.43%	70.71%	2.14%	0.71%	
A+	30				33.33%	63.33%		3.33%

图表 5. 2015年度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	9	100.00%					
AA+	43	11.63%	88.37%				
AA	89		6.74%	92.13%			1.12%
AA-	41			21.95%	75.61%	2.44%	
A+	8				37.50%	62.50%	

(二) 中期票据迁移矩阵

图表 6. 2015年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	229	99.56%		0.44%			
AA+	293	13.31%	86.01%	0.68%			
AA	510		11.76%	86.86%	0.98%	0.20%	0.20%
AA-	95			21.05%	74.74%	2.11%	2.11%
A+	4					100.00%	

图表 7. 2015年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	19	100.00%					
AA+	50	14.00%	86.00%				
AA	123		11.38%	85.37%	1.63%	0.81%	0.81%
AA-	18			22.22%	77.78%		
A+	1					100%	

(三) 企业债迁移矩阵

图表 8. 2015年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	128	100.00%						
AA+	207	6.28%	92.75%	0.48%	0.48%			
AA	831		3.85%	95.55%	0.36%	0.24%		
AA-	162		0.62%	14.81%	81.48%	3.09%		
A+	3					100.00%		
A	1					100.00%		
A-	1							100.00%

图表 9. 2015年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	4	100.00%				
AA+	29	3.45%	96.55%			
AA	101		4.95%	95.05%		
AA-	12			8.33%	83.33%	8.33%

(四) 公司债迁移矩阵

图表 10. 2015年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	62	100.00%							
AA+	78	8.96%	89.55%	1.49%					
AA	190		4.55%	94.44%	1.01%				
AA-	55			20.37%	72.22%	5.56%	1.85%		
A+	6				66.67%			33.33%	
A	1								100%

图表 11. 2015年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2014年末 \ 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	1	100.00%				
AA+	12	16.67%	83.33%			
AA	25		12.00%	84.00%	4.00%	
AA-	0					
A+	1					100.00%

从各类型债券发行主体2015年度的信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），除A+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，且各类型债券发行主体AA+级稳定性略低于AA级，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，AAA~AA级稳定性表现均较好，等级稳定性均在80%以上。2015年短融、中票、企业债和公司债发行主体等级调升的数量分别为104个、120个、71个和31个，调降的数量分别为12个、23个、18个和18个；等级向上迁移概率分别为7.83%、7.51%、8.42%和7.73%，等级向下迁移概率分别为2.34%、2.14%、1.78%和3.31%（图表12）。

图表 12. 2015年度债券各品种等级迁移情况

	上调数量	下调数量	维持数量	合计	上调率	下调率	维持率
短融	104	12	763	879	11.83%	1.37%	86.80%
中票	120	23	998	1141	10.52%	2.02%	87.47%
企业债	71	18	1250	1339	5.30%	1.34%	93.35%
公司债	31	18	347	396	7.83%	4.55%	87.63%

注：包含BBB+级及以下等级的样本数

从期限上看，短期债券主体信用等级向下迁移概率相对中长期较低，直接反映了短券发行主体信用等级稳定性较高，企业资质较好；但是，不能忽略短期债券存续时间较短，企业发生偿债风险需要较长的时间积累，在风险发生时债券已经安全到期并偿付，而评级机构失去调级机会的可能。中长期债券中，企业债主体信用等级向下迁移率相对中票和公司债较低，而公司债相对较高。这主要与发债企业资质有关，企业债发行主体以城投企业为主，隐性的政府信用背书使得城投企业信用等级调降几乎为零。

从新世纪评级的各债券品种的迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2015年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80%以上。除短融A+级、中票AA+、AA级、企业AA级、公司AA+外，新世纪评级短融、中票、企业债和公司债的主体在各级别上的稳定性均略高于整体。

图表 13 2015年度新世纪评级债券各品种等级迁移情况

	上调数量	下调数量	维持数量	合计	上调率	下调率	维持率
短融	23	2	165	190	12.11%	1.05%	86.84%
中票	25	5	182	212	11.79%	2.36%	85.85%
企业债	7	1	138	146	4.79%	0.68%	94.52%
公司债	5	1	33	39	12.82%	2.56%	84.62%

注：包含BBB+级及以下等级的样本数

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2015年度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元五家机构对2015年度之前存续债券的跟踪评级主体的数量分别为501个、672个、595个、529个和662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 14. 2015年度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015年末 2014年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	37	100.00%					
AA+	98	11.22%	88.78%				
AA	271		7.38%	90.77%	1.11%	0.37%	0.37%
AA-	83			20.48%	77.11%	2.41%	
A+	11				27.27%	72.73%	

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 15. 2015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年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	153	100.00%				
AA+	168	16.07%	83.33%	0.60%		
AA	273		9.89%	89.74%	0.37%	
AA-	65			18.46%	80.00%	1.54%
A+	5					100.00%

（三）大公迁移矩阵

图表 16. 2015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年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	82	98.78%		1.22%				
AA+	114	5.26%	92.98%	1.75%				
AA	263		5.70%	93.54%	0.76%			
AA-	123			17.07%	77.24%	3.25%	2.44%	
A+	11				36.36%	54.55%		9.09%

（四）联合资信迁移矩阵

图表 17. 2015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年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	91	100.00%							
AA+	109	13.76%	83.49%	1.83%	0.92%				
AA	250		12.00%	86.80%	1.20%				
AA-	66			28.79%	66.67%	3.03%			1.52%
A+	10				10.00%	90.00%			
A	1					100.00%			
A-	1							100.00%	

（五）鹏元迁移矩阵

图表 18. 2015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年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	6	100.00%					
AA+	52	1.92%	98.08%				
AA	460		1.09%	97.39%	0.87%	0.65%	
AA-	134			15.67%	82.84%	1.49%	
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14~18），各机构AAA~AA-级维持原等级的比例均很高：AAA级除大公为98.78%外，其他机构全部为100%；AA+级维持原等级的比例为：鹏元98.08%、大公92.98%、新世纪88.78%、联合资信83.49%、中诚信国际83.33%；AA级维持原等级的比例为：鹏元97.39%、大公93.54%、新世纪90.77%、中诚信国际89.74%、联合资信86.80%；AA-级维持原等级的比例为：鹏元82.84%、中诚信国际为80.00%、大公77.24%、新世纪77.11%、联合资信66.67%。

整体上看，2015年度各评级机构跟踪评级稳定性排名分别为鹏元93.20%、大公89.75%、中诚信国际88.54%、新世纪88.22%、联合资信85.63%。各评级机构客户的信用等级稳定性差异，一方面反映了各机构的客户在2015年信用等级的变化情况，如鹏元2015年级别调整总量为45家，在五家机构中最少，稳定性稳居首位。另一方面，稳定性的差异也在一定程度上反映了2015年各机构评级标准以及市场策略的变化，如中诚信国际和联合资信2015年级别上调数同为66个，在市场整体级别上调中占比合计达到49.07%，主要是因为调整了城投类企业的评级标准。

图表 19. 2015年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	51	8	442	501	10.18%	1.60%	88.22%
中诚信国际	66	11	595	672	9.82%	1.64%	88.54%
联合资信	66	10	453	529	12.48%	1.89%	85.63%
大公	46	15	534	595	7.73%	2.52%	89.75%
鹏元	27	18	617	662	4.08%	2.72%	93.20%
中诚信证券	5	2	116	123	4.07%	1.63%	94.31%
联合信用	8	2	88	98	8.16%	2.04%	89.80%

五、总结

基于对2015年度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2015年度债券市场等级迁移情况主要呈现如下特征：

1. 总体来说，2015年度债券市场主体信用等级的稳定性依然保持较高水平，较2014年略有下降；等级向上迁移的数量仍多于向下迁移的数量，向上和向下迁移数量较2014年均有所上升。

2. 从迁移等级集中度上看，2015年向下迁移一个子级和向上迁移一个子集数量最多的为AA级，但AA级别的样本基数最大，使得AA级的稳定性出现强于AA+和AA-级的情况。

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，2015年度各类型债券均表现出了较高的稳定性；等级向上迁移概率最高的为短券，向下迁移概率相对最低的为企业债，整体稳定性最高的为企业债。

4. 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80%以上。除短融A+级、中票AA+、AA级、企业AA级、公司AA+外，新世纪评级短券、中票、企业债和公司债的主体在各级别上的稳定性均略高于整体。

5. 各评级机构跟踪评级AAA级~AA-级稳定性均较高。