

◆市场研究

2016年一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的统计和分析。研究发现，2016年一季度债券市场主体跟踪评级信用等级保持了较高的稳定性。

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2016年4月5日，数据时限是2016年一季度（2016.1.1~2016.3.31）。

二、2016年一季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2016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，2016年一季度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本491个。我们对2016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：

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。

最后，我们在样本库中剔除2015年或2016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. 2016年一季度债券市场主体信用等级迁移分布

2016年3月末 2015年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A-	合计
AAA	96						96
AA+	12	101	1				114
AA		15	219	1	1		236
AA-			7	26	1	1	35
A+				1	2		3

图表 2. 2016年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A-
AAA	100.00%					
AA+	10.53%	88.60%	0.88%			
AA		6.36%	92.80%	0.42%	0.42%	
AA-			20.00%	74.29%	2.86%	2.86%
A+				33.33%	66.67%	

注1. 黑牛食品从AA级下调两个子级至A+级，由鹏元评级；

2. 中国庆华能源集团有限公司从AA-级下调两个子级至A-级，由联合资信评级；

3. 2016年一季度内存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有东北特钢、谷神生物、舜天船舶、南京雨润、山水水泥、亚邦投资、宏达矿业，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再列入。

2016年一季度主体等级向上迁移的主体35家，向下迁移的主体12家，维持上年等级的主体444家。与上年同期相比，等级向上迁移数量增加12家，向下迁移数量增加6家，整体向上迁移率由6.46%上升至7.13%，向下迁移率由1.69%上升至2.44%，向下迁移趋势显著增强。一季度跟踪评级数量与全年相比，相对较少，但基本保持了年度等级迁移矩阵的基本特征，主体信用稳定性较高，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（图表1和图表2）。与上年度同期等级迁移矩阵相比，2016年一季度AA+级与AA-级稳定性下降较为显著，分别下降7.35个和8.06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，2016年一季度债券市场存续的各类型债券的主体跟踪情况为短期融资券305家、中期票据274家、企业债182家、公司债135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70家、中期票据110家、企业债17家、公司债13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. 2016年一季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	57	100.00%				
AA+	76	5.26%	93.42%	1.32%		
AA	138		5.07%	94.20%	0.72%	
AA-	27			11.11%	88.89%	
A+	2				50.00%	50.00%

图表 4. 2016年一季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	9	100.00%			
AA+	15		100.00%		
AA	36		2.78%	94.44%	2.78%
AA-	8				100.00%

（二）中期票据迁移矩阵

图表 5. 2016年一季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A-
AAA	74	100.00%				
AA+	76	11.84%	86.84%	1.32%		
AA	116		10.34%	89.66%		
AA-	5			40.00%	40.00%	20.00%

图表 6. 2016年一季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	22	95.45%	4.55%		
AA+	28		100.00%		
AA	58		10.34%	89.66%	
AA-	1				100.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 7. 2016年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	43	100.00%				
AA+	42	11.90%	85.71%	2.38%		
AA	91		6.59%	93.41%		
AA-	5			60.00%	40.00%	
A+	1					100.00%

图表 8. 2016年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	4	100.00%			
AA+	5		100.00%		
AA	8		12.50%	87.50%	
AA-	-				-

（四）公司债迁移矩阵

图表 9. 2016年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	40	100.00%				
AA+	36	8.33%	91.67%			
AA	54		5.56%	90.74%	1.85%	1.85%
AA-	4			75.00%	0.00%	25.00%

图表 10. 2016年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	4	100.00%			
AA+	4		100.00%		
AA	5			80.00%	20.00%
AA-	-				-

2016年一季度由于跟踪评级数量较小，AA-级及以下级别的评级数量较小，AA-级以下的稳定性较低，不具有统计意义的可比性；各券种AAA级稳定性均为100%。短券发行主体整体稳定性要高于中票、企业债和公司债，各等级稳定性也表现出较高的稳定性，全部高于市场整体水平（图表3、5、7、9）。2016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4.92%、8.39%、7.69%和6.67%；等级向下迁移的概率分别为2.30%、1.82%、0.55%和2.96%。

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），2016年一季度新世纪评级各品种主体信用等级迁移稳定与市场总体趋同，主体级别主要分布在AAA~AA级，且等级稳定性均较高，AA-级样本量较小，与各券种等级迁移矩阵特征一致。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2016年一季度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信对2016年一季度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为94个、120个、94个、91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. 2016 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

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	13	92.31%	7.69%		
AA+	21		100.00%		
AA	50		6.00%	92.00%	2.00%
AA-	8				100.00%

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2016 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

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	32	100.00%			
AA+	33	21.21%	78.79%		
AA	49		6.12%	93.88%	
AA-	5			20.00%	80.00%

（三）大公迁移矩阵

图表 13. 2016 年一季度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年3月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	17	100.00%				
AA+	19		100.00%			
AA	47		2.13%	97.87%		
AA-	7				100.00%	
A+	1					100.00%

（四）联合资信迁移矩阵

图表 14. 2016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

2015年末 \ 2016年3月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A-
AAA	18	100.00%					
AA+	30	10.00%	90.00%				
AA	37		2.70%	97.30%			
AA-	4				75.00%		25.00%
A+	2				50.00%	50.00%	

（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，各机构分AA-级以下样本量均较小，各等级稳定性有待年度样本量积累的检验。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，中诚信国际、联合资信、大公为100%，新世纪有一家主体调降至AA+，稳定性为92.79%；AA+级，新世纪和大公为100%，中诚信国际有7家主体调升至AAA，稳定性为78.79%，联合资信有3家调升至AAA，稳定性为90.00%；AA级稳定性分别为大公97.87%、联合资信97.30%、中诚信国际93.88%、新世纪92.00%。AA-级主体维持原等级的比例由高到低分别为新世纪和大公100%、中诚信国际80.00%、联合75.00%。

2016年一季度各机构跟踪评级主体整体稳定性均在90%以上，由高到低分别为：大公95.74%、联合资信92.39%、新世纪92.55%、中诚信国际90.00%。

图表 15. 2016年一季度债券市场各机构跟踪评级等级调整情况

机构	上调	下调	维持	合计	上调率	下调率	维持率
新世纪	3	4	87	94	3.19%	4.26%	92.55%
中诚信国际	11	1	108	120	9.17%	0.83%	90.00%
联合资信	5	2	85	92	5.43%	2.17%	92.39%
大公	1	3	90	94	1.06%	3.19%	95.74%

五、总结

基于对2016年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2016年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2016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2015年同期债券市场主体等级迁移矩阵相比，向下迁移趋势显著增强，AA+级与AA-级稳定性下降较为显著，分别下降7.35和8.06个百分点。
3. 债券市场中各类型债券主体，除AA-级及以下级别的评级数量较小，其稳定性不可比外，AAA~AA级信用等级的稳定性均较高。
4. 各评级机构跟踪评级整体稳定性均在90%以上，各机构AAA级~AA级的等级稳定性均较高。