

◆ 市场研究

2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究

周美玲 郭文渊/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年上半年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债券数据库，数据采集时间为2016年7月12日，数据时限是2016年上半年度（2016.1.1~2016.6.30）。

二、2016年上半年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2016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，2016年上半年度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本2014个。我们对2016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”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，鹏元资信评估有限公司简称“鹏元”。

2016年二季度开始，新世纪评级信用等级迁移分析启用购买的Wind债券数据库，由于数据信息量比Wind客户端全面，故数据结果与前期存在一定差异，同期比较分析时，我们采用Wind债券数据库的分析结果。

图表 1. 2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

2016年6月末 2015年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
AAA	298	3	1				302
AA+	33	363	12	6			414
AA		63	1001	15	1	2	1082
AA-			36	137	7	1	181
A+				4	7	2	13

图表 2. 2016年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.68%	0.99%	0.33%			
AA+	7.95%	87.47%	2.89%	1.45%		
AA		5.81%	92.34%	1.38%	0.09%	0.18%
AA-			19.46%	74.05%	3.78%	0.54%
A+				25.00%	43.75%	12.50%

注： 1. 山西煤炭进出口集团有限公司从AAA级下调两个子级至AA级，由新世纪评级；

2. 国投新集能源股份有限公司、中国铁路物资股份有限公司和郑州煤炭工业（集团）有限公司从AA+级下调两个子级至AA-级，由大公评级；沈阳煤业（集团）有限责任公司、义马煤业集团股份有限公司和中国城市建设控股集团有限公司由AA+级下调两个子级至AA-级，由联合资信评级；

3. 内蒙古北方重工业集团有限公司从AA级下调两个子级至A+级，由中诚信国际评级；

4. 黑牛食品股份有限公司和山东新查庄矿业有限责任公司从AA级下调三个子级至A级，由鹏元评级；

5. 国奥投资发展有限公司从AA-级下调两个子级至A级，由鹏元评级；中国庆华能源集团有限公司从AA-级下调三个子级至A-级，由联合资信评级；

6. 2016年上半年内存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有四川煤炭、东北特钢、中煤集团山西华昱能源、武汉国裕物流、内蒙古霍林河煤业、亚邦投资、柳州化工、太原煤气、云南云维、肥城矿业、淄博宏达矿业、南京雨润和谷神生物，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再入列。

2016年上半年度主体等级向上迁移的主体136家，向下迁移的主体69家，等级迁移仍以上升为主。与上年同期相比，等级向上迁移数量增加5家，向下迁移数量增加38家，整体向上迁移率由7.06%下降至6.75%，向下迁移率由1.67%上升至3.43%，向下迁移趋势显著增强，且AA+级下调至AA-级的数量显著增多，2015年上半年为0家，2016年上半年为

6家。2016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较高（图表1和图表2），等级稳定性整体上保持了随等级上升而上升的规律。与上年度同期等级迁移矩阵相比，2016年上半年度AA-级与A+级稳定性下降较为显著，分别下降6.38个和20.54个百分点。

新世纪评级根据Wind债券数据库，整理近五年以来债券市场等级迁移调整情况。从整体来看，2011~2016年上半年度债券市场主体信用等级的稳定性较高，等级向上迁移的数量多于向下迁移的数量。从迁移数量上来看，等级向上迁移数量和向下迁移数量均呈逐年上升趋势，市场跟踪评级总量也保持了逐年增长的态势。从上调率来看，虽然每年的向上迁移绝对数量呈增长趋势，但整体的向上迁移率在2011~2014年呈现下降趋势，2015年有所反弹。下调率方面，近五年基本呈现逐年上升的趋势，且2016年将会有大幅上升的可能。

图表 3. 2011~2016年上半年债券市场等级迁移调整情况

年份	上调	下调	维持	合计	上调率	下调率	维持率
2011年	124	3	700	827	14.99%	0.36%	84.64%
2012年	160	8	1086	1254	12.76%	0.64%	86.60%
2013年	168	40	1755	1963	8.56%	2.04%	89.40%
2014年	186	41	2109	2336	7.96%	1.76%	90.28%
2015年	259	64	2367	2690	9.63%	2.38%	87.99%
2016年上半年	136	69	1809	2014	6.75%	3.43%	89.92%
2015年上半年	131	31	1694	1856	7.06%	1.67%	91.27%

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年上半年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649家、中期票据831家、企业债1016家、公司债699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148家、中期票据166家、企业债169家、公司债108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. 2016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年末 \ 2016年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	124	99.19%	0.81%			
AA+	166	5.42%	89.76%	3.01%	1.20%	
AA	304		6.91%	90.46%	1.97%	
AA-	49			16.33%	77.55%	2.04%
A+	3				66.67%	33.33%

图表 5. 2016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年末 \ 2016年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	15	100.00%			
AA+	38		100.00%		
AA	79		5.06%	91.14%	3.80%
AA-	14			14.29%	85.71%

（二）中期票据迁移矩阵

图表 6. 2016年上半年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015年末 \ 2016年6月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	233	98.71%	0.86%	0.43%		
AA+	232	7.76%	86.64%	3.02%	2.16%	
AA	341		9.68%	87.10%	2.35%	0.29%
AA-	17			35.29%	58.82%	
A+	2					50.00%

图表 7. 2016年上半年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	25	100.00%			
AA+	48	2.08%	97.92%		
AA	88		5.68%	90.91%	3.41%
AA-	4			25.00%	75.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 8. 2016年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	142	97.89%	1.41%	0.70%		
AA+	198	7.58%	87.37%	3.03%	1.52%	
AA	599		4.34%	94.99%	0.50%	
AA-	74			22.97%	68.92%	5.41%
A+	2					100.00%

图表 9. 2016年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	11	100.00%			
AA+	36	2.78%	97.22%		
AA	113		5.31%	92.92%	1.77%
AA-	9			11.11%	77.78%

（四）公司债迁移矩阵

图表 10. 2016年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	124	98.39%	0.81%	0.81%		
AA+	156	7.69%	89.74%	2.56%		
AA	347		6.05%	91.35%	2.31%	
AA-	60			20.00%	76.67%	3.33%
A+	9				22.22%	33.33%

图表 11. 2016年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	17	100.00%			
AA+	32	3.12%	96.88%		
AA	56		3.57%	92.86%	3.57%
AA-	1				100.00%

从各类型债券主体2016年上半年度的信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），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AA级以上等级的稳定性较高，均为85%以上。2016年上半年度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为6.16%、6.86%、5.71%和6.72%；等级向下迁移的概率分别为3.54%、4.09%、2.36%和3.15%。

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），2016年上半年度新世纪评级各券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-级及以下级别样本量较小，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年上半年度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元对2016年上半年度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为363个、410个、383个、307个、

446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 12. 2016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

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	35	100.00%			
AA+	85	2.35%	97.65%		
AA	213		4.69%	92.96%	2.35%
AA-	26			15.38%	80.77%

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 13. 2016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

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	110	99.09%	0.91%		
AA+	105	9.52%	87.62%	2.86%	
AA	169		10.65%	88.17%	0.59%
AA-	23			26.09%	73.91%

（三）大公迁移矩阵

图表 14. 2016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

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	65	98.46%	1.54%			
AA+	84	3.57%	91.67%	1.19%	3.57%	
AA	196		4.59%	94.39%	1.02%	
AA-	32			9.38%	81.25%	3.12%
A+	3					100.00%

(四) 联合资信迁移矩阵

图表 15. 2016 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

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	59	98.31%	1.69%				
AA+	80	15.00%	75.00%	6.25%	3.75%		
AA	148		9.46%	85.81%	2.70%		
AA-	16			6.25%	75.00%	12.50%	
A+	3				33.33%	33.33%	33.33%

(五) 鹏元迁移矩阵

图表 16. 2016 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

2016年6月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	8	100.00%					
AA+	49	4.08%	85.71%	10.20%			
AA	311		2.25%	97.11%			0.64%
AA-	72			18.06%	73.61%	4.17%	1.39%

(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12~16），各机构AAA~AA级维持原等级的比例均很高：除去联合资信AA+级稳定性为75.00%，其他均在85%以上。AAA级，新世纪和鹏元为100%，中诚信国际、联合资信和大公均有一家主体下调至AA+。AA+级维持原等级的比例为：新世纪97.65%、大公91.67%、中诚信国际87.62%、鹏元85.71%、联合资信75.00%。AA级维持原等级的比例为：鹏元97.11%、大公94.39%、新世纪92.96%、中诚信国际88.17%、联合资信85.81%。AA-级维持原等级的比例为大公81.25%、新世纪80.77%、联合资信75.00%、中诚信国际73.91%、鹏元73.61%。

2016年上半年度各机构跟踪评级主体整体稳定性较高，由高到低分别为：新世纪93.11%、大公92.69%、鹏元91.03%、中诚信国际89.51%、联合资信84.36%。

图表 17. 2016年上半年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	18	7	338	363	4.96%	1.93%	93.11%
中诚信国际	34	9	367	410	8.29%	2.20%	89.51%
大公	15	13	355	383	3.92%	3.39%	92.69%
联合资信	28	20	259	307	9.12%	6.51%	84.36%
鹏元	23	17	406	446	5.16%	3.81%	91.03%

五、总结

基于对2016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，2016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，2016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，但向下迁移趋势有所增强。

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A+级稳定性下降较为显著，分别下降6.38个和20.54个百分点。

3. 债券市场中各类型债券主体，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AAA级~AA级的等级稳定性均较高，除去联合资信AA+级稳定性为75.00%，其他均在85%以上。