

2016 年前三季度债券市场主体信用等级迁移研究

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

数据研究部 周美玲 郭文渊

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 年前三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 债券数据库,数据采集时间为 2016 年 10 月 8 日,数据时限是 2016 年前三季度(2016.1.1~2016.9.30)。

二、2016 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 2016 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,2016 年前三季度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本 2847 个。我们对 2016 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:

图表 1. 2016 年前三季度债券市场主体信用等级迁移分布

2016 年 9 月末 2015 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	合计
AAA	377	7					384
AA ⁺	47	496	14	6	1		564
AA		79	1442	21	1	1	1544

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投资服务有限公司简称“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。

AA ⁻			55	234	11	2	302
A ⁺				4	12	5	21

图表 2. 2016 年前三季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2016 年 9 月末 2015 年末	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A
AAA	98.18%	1.82%				
AA ⁺	8.32%	87.79%	2.48%	1.06%	0.18%	
AA		5.11%	93.21%	1.36%	0.06%	0.06%
AA ⁻			17.92%	76.22%	3.58%	0.65%
A ⁺				16.00%	48.00%	20.00%

注： 1. 宝钢集团新疆八一钢铁有限公司从 AA⁺级下调两个子级至 AA 级，由中诚信国际评级；沈阳煤业（集团）有限责任公司和义马煤业集团股份有限公司由 AA⁺级下调两个子级至 AA 级，由联合资信评级；国投新集能源股份有限公司、郑州煤炭工业（集团）有限责任公司和中国铁路物资股份有限公司从 AA⁺级下调两个子级至 AA 级，由大公评级；

2. 中国城市建设控股集团有限公司从 AA⁺级下调三个子级至 A⁺级，由联合资信评级；

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；山西乡宁焦煤集团有限责任公司从 AA⁻级下调两个子级至 A 级，由大公评级；

6. 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；

7. 利亚德光电股份有限公司参与发行中关村高科技 2014 年度第一期中小企业集合票据，由新世纪评级，2015 年跟踪级别为 BBB 级；2016 年利亚德发行公司债，联合信用评级为 AA 级；

8. 2016 年三季度存续债券主体级别调整至 BBB 级及以下的企业有四川煤炭、山东新查庄矿业、东北特钢、中煤集团山西华昱能源、信阳市弘昌管道燃气工程、武汉国裕物流、内蒙古霍林河煤业、亚邦投资、柳州化工、太原煤气化、华盛江泉、云南云维、太原煤炭气化、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 年前三季度主体等级向上迁移的主体 186 家，向下迁移的主体 94 家，等级迁移仍以上升为主（图表 1 和图表 2）。与上年同期相比，等级向上迁移数量减少 30 家，向下迁移数量增加 43 家，整体向上迁移率由 8.33% 下降至 6.53%，向下迁移率由 1.97% 上升至 3.30%，信用事件频发使得向下迁移趋势显著增强，向上迁移率较上年同期下降较多。且 AA⁻级上调至 AA 级的数量显著减少，2015 年前三季度为 75 家，2016 年前三季度为 55 家。

2016 年前三季度主体信用等级稳定性较高，AAA 级~AA 级保持在上年末等级的概率较高，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；与上年度同期等级迁移矩阵相比，2016 年前三季度 A⁺级稳定性下降较为显著，下降了 23.43 个百分点，A⁺级下调趋势增强。

图表 3. 2011~2016 年前三季度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%	84.65%

年份	上调	下调	维持	合计	上调率	下调率	维持率
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	2108	2335	7.96%	1.76%	90.28%
2015年	259	64	2359	2682	9.65%	2.39%	87.96%
2016年三季度	186	94	2567	2847	6.53%	3.30%	90.17%
2015年三季度	216	51	2326	2593	8.33%	1.97%	89.70%

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年前三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817家、中期票据1287家、企业债1380家、公司债804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185家、中期票据283家、企业债198家、公司债128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年前三季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2016年9月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	145	97.93%	2.07%			
AA+	210	7.14%	89.05%	2.38%	0.95%	
AA	390		6.92%	90.51%	2.05%	
AA-	66			16.67%	77.27%	3.03%
A+	3				66.67%	33.33%

图表5. 2016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

2016年9月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	18	100.00%			
AA+	45	2.22%	95.56%	2.22%	
AA	102		5.88%	90.20%	3.92%
AA-	18			11.11%	88.89%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表6. 2016年前三季度债券市场中中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年9月末 2015年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	307	99.02%	0.98%			

AA ⁺	355	8.73%	86.76%	2.54%	1.41%	0.28%
AA	553		8.14%	89.15%	2.17%	0.18%
AA ⁻	58			13.79%	77.59%	5.17%
A ⁺	5					60.00%

图表 7. 2016 年前三季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻
AAA	37	100.00%			
AA ⁺	72	4.17%	94.44%	1.39%	
AA	154		7.14%	89.61%	3.25%
AA ⁻	17			5.88%	88.24%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 8. 2016 年前三季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺
AAA	154	98.70%	1.30%			
AA ⁺	228	7.46%	89.04%	1.75%	1.32%	
AA	845		3.43%	95.86%	0.59%	
AA ⁻	142			23.24%	71.83%	2.82%
A ⁺	7					57.14%

图表 9. 2016 年前三季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻
AAA	12	100.00%			
AA ⁺	39	2.56%	97.44%		
AA	136		4.41%	94.12%	1.47%
AA ⁻	11			18.18%	72.73%

(四) 公司债迁移矩阵

图表 10. 2016 年前三季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺
AAA	146	98.63%	1.37%			
AA ⁺	178	10.11%	87.64%	2.25%		
AA	396		6.06%	91.41%	2.27%	
AA ⁻	70			24.29%	72.86%	2.86%
A ⁺	10				20.00%	40.00%

图表 11. 2016 年前三季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻
------------------------	-----	-----	-----------------	----	-----------------

AAA	18	100.00%			
AA+	37	5.41%	94.59%		
AA	68		2.94%	92.65%	4.41%
AA-	3			33.33%	66.67%

从各类型债券主体 2016 年前三季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 年前三季度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为 6.73%、6.53%、5.72% 和 7.71%；等级向下迁移的概率分别为 3.43%、3.65%、2.10% 和 2.86%。

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 年前三季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。2016 年前三季度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为 5.41%、5.30%、4.55% 和 4.69%；等级向下迁移的概率分别为 3.24%、3.18%、1.52% 和 2.34%。

四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，2016 年前三季度新世纪、中诚信国际、大公、联合资信、鹏元对 2016 年前三季度之前发行债券的跟踪评级的数量分别为 515 个、652 个、573 个、524 个、666 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 12. 2016 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 年末 \ 2016 年 9 月末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	48	100.00%			
AA+	112	3.57%	95.54%	0.89%	
AA	305		5.25%	92.46%	2.30%
AA-	44			11.36%	84.09%

（二）中诚信国际迁移矩阵

图表 13. 2016 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

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻
AAA	154	98.70%	1.30%		
AA ⁺	169	8.88%	88.17%	2.37%	0.59%
AA	283		7.07%	91.87%	0.71%
AA ⁻	41			14.63%	82.93%

(三) 大公迁移矩阵

图表 14. 2016 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

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺
AAA	73	95.89%	4.11%			
AA ⁺	119	5.04%	90.76%	1.68%	2.52%	
AA	295		3.73%	95.25%	1.02%	
AA ⁻	76			6.58%	86.84%	2.63%

(四) 联合资信迁移矩阵

图表 15. 2016 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

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺
AAA	92	98.91%	1.09%			
AA ⁺	122	12.30%	80.33%	4.92%	1.64%	0.82%
AA	268		7.09%	89.55%	2.24%	
AA ⁻	36			8.33%	80.56%	8.33%

(五) 鹏元迁移矩阵

图表 16. 2016 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

2016 年 9 月末 2015 年末	样本数	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺
AAA	8	100.00%				
AA ⁺	57	3.51%	87.72%	8.77%		
AA	471		2.12%	97.45%		
AA ⁻	120			20.83%	73.33%	2.50%

(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 80.33%，其他均在 85% 以上。AAA 级，新世纪和鹏元为 100%，中诚信国际有两家主体下调至 AA⁺，大公有三家主体下调至 AA⁺，联合资信有一家主体下调至 AA⁺。AA⁺

级维持原等级的比例为：新世纪 95.54%、大公 90.76%、中诚信国际 88.17%、鹏元 87.72%、联合资信 80.33%。AA 级维持原等级的比例为：鹏元 97.45%、大公 95.25%、新世纪 92.46%、中诚信国际 91.87%、联合资信 89.55%。AA⁻级维持原等级的比例为大公 86.84%、新世纪 84.09%、中诚信国际 82.93%、联合资信 80.56%、鹏元 73.33%。

2016 年前三季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 92.43%、大公 92.32%、中诚信国际 91.56%、鹏元 91.14%、联合资信 88.17%。

图表 17. 2016 年前三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	27	12	476	515	5.24%	2.33%	92.43%
中诚信国际	41	14	597	652	6.29%	2.15%	91.56%
大公	22	22	529	573	3.84%	3.84%	92.32%
联合资信	38	24	462	524	7.25%	4.58%	88.17%
鹏元	38	21	607	666	5.71%	3.15%	91.14%

五、总结

基于对 2016 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，2016 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，2016 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，A⁺级稳定性下降较为显著，下降了 23.43 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 80.33%，其他均在 85% 以上。