

# 2016 年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 2017 年 1 月 16 日,数据时限是 2016 年度(2016.1.1~2016.12.31)。

## 二、2016 年度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对 2016 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 年度静态池样本库中满足统计口径<sup>1</sup>的有效样本 2956 个。我们对 2016 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:

图表 1. 2016 年度债券市场主体信用等级迁移分布

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A	合计
AAA	381	7					388
AA <sup>+</sup>	52	499	15	6			572
AA		86	1494	21	1	1	1603

<sup>1</sup> 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 <sup>-</sup>		1	64	254	11	2	332
A <sup>+</sup>				4	13	5	22

图表 2. 2016 年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2016 年末 2015 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A
AAA	98.20%	1.80%				
AA <sup>+</sup>	9.06%	86.93%	2.61%	1.05%		
AA		5.35%	92.91%	1.31%	0.06%	0.06%
AA <sup>-</sup>		0.30%	18.93%	75.15%	3.25%	0.59%
A <sup>+</sup>				14.81%	48.15%	18.52%

注： 1. 宝钢集团新疆八一钢铁有限公司从 AA<sup>+</sup>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<sup>+</sup>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<sup>+</sup>级下调两个子级至 AA 级，由大公评级；

2. 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<sup>+</sup>级，由中诚信国际评级；

3. 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；

4. 山东新查庄矿业有限责任公司从 AA 级下调至 BBB<sup>+</sup>级，由鹏元评级；

5. 海南海岛建设股份有限公司从 AA 级上调两个子级至 AA<sup>+</sup>级，由鹏元评级；

6. 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；

7. 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；大兴安岭林业集团公司从 AA 级下调三个子级至 A 级，由鹏元评级；

8. 信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司从 AA 级下调至 BBB<sup>+</sup>级，由鹏元评级；

9. 新疆金特钢铁股份有限公司从 A<sup>+</sup>级下调三个子级至 BBB<sup>+</sup>级，由鹏元评级；

10. 太原煤炭气化（集团）有限责任公司从 A 级下调两个子级至 BBB<sup>+</sup>级，由大公评级；

11. 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；

12. 2016 年度存续债券主体级别调整至 BBB<sup>+</sup>级以下的企业有川煤集团、中城建、内蒙古博源集团、大连机床、东北特钢、中煤集团山西华昱能源、内蒙古霍林河煤业、国裕物流、亚邦控股、柳州化工、太原煤气化、云南云维、华盛江泉、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 年度主体等级向上迁移的主体 208 家，向下迁移的主体 100 家，等级迁移仍以上升为主（图表 1 和图表 2）。与上年度相比，等级向上迁移数量减少 53 家，向下迁移数量增加 36 家，整体向上迁移率由 9.70% 下降至 7.04%，向下迁移率由 2.38% 上升至 3.38%，信用事件频发使得向上迁移率较上年度显著下降，向下迁移趋势增强。AA 级上调至 AA 级的数量显著减少，2015 年度为 90 家，2016 年度为 64 家。且 AA 级上调至 AA<sup>+</sup>级的数量减少也较多，2015 年度为 102 家，2016 年度为 86 家。

2016 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，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<sup>+</sup>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；与上年度等级迁移矩

阵相比，2016 年度 A+级稳定性下降较为显著，下降了 22.30 个百分点，A+级下调趋势增强。

新世纪评级根据 Wind 债券数据库，整理自 2011 年以来债券市场等级迁移调整情况。从整体来看，2011~2016 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趋势。2011~2015 年等级向上迁移数量呈逐年上升趋势，2016 年由于宏观经济下行及信用事件频发，等级向上迁移数量较上年减少 53 家。从上调率来看，虽然 2011~2015 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，2016 年在向上迁移数量下降的同时向上迁移率也大幅下降，甚至低于 2014 年。下调率方面，近五年基本呈现逐年上升的趋势，且 2016 年有大幅上升。

**图表 3. 2011~2016 年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%
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	261	64	2367	2692	9.70%	2.38%	87.92%
2016 年	208	100	2648	2956	7.04%	3.38%	89.58%

### 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，新世纪评级按债券类型对 2016 年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 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
	AAA	97.95%	2.05%		
AA+	7.94%	87.85%	2.80%	0.93%	
AA		7.35%	89.71%	1.96%	
AA-			17.39%	76.81%	2.90%
A+				66.67%	33.33%

图表 5. 2016 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 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	100.00%			
AA <sup>+</sup>	2.44%	95.12%	2.44%	
AA		6.06%	90.91%	3.03%
AA <sup>-</sup>			11.76%	88.24%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表 6. 2016 年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	98.71%	1.29%			
AA <sup>+</sup>	9.34%	85.99%	2.75%	1.37%	
AA		8.84%	88.21%	2.08%	0.17%
AA <sup>-</sup>			15.00%	76.67%	5.00%
A <sup>+</sup>					60.00%

图表 7. 2016 年度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	100.00%			
AA <sup>+</sup>	4.62%	93.85%	1.54%	
AA		8.55%	88.82%	2.63%
AA <sup>-</sup>			6.67%	86.67%

(三) 企业债迁移矩阵

图表 8. 2016 年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	98.71%	1.29%			
AA <sup>+</sup>	7.76%	88.36%	2.16%	1.29%	
AA		3.25%	96.08%	0.56%	
AA <sup>-</sup>			23.53%	71.76%	2.35%
A <sup>+</sup>					55.56%

图表 9. 2016 年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	100.00%			
AA <sup>+</sup>	2.94%	97.06%		
AA		4.55%	93.94%	1.52%
AA <sup>-</sup>			7.14%	85.71%

(四) 公司债迁移矩阵

图表 10. 2016 年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	98.73%	1.27%			
AA <sup>+</sup>	11.23%	86.10%	2.67%		
AA		6.65%	91.21%	1.90%	
AA <sup>-</sup>		1.32%	27.63%	68.42%	2.63%
A <sup>+</sup>				20.00%	40.00%

图表 11. 2016 年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	100.00%			
AA <sup>+</sup>	9.38%	90.62%		
AA		5.88%	91.18%	2.94%
AA <sup>-</sup>			33.33%	66.67%

从各类型债券主体 2016 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 7.24%、7.09%、5.94% 和 8.64%；等级向下迁移的概率分别为 3.68%、3.85%、2.25% 和 2.69%。

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 5.68%、6.25%、4.15% 和 7.26%；等级向下迁移的概率分别为 2.84%、2.94%、1.55% 和 1.61%，稳定性优于市场总体。

#### 四、按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，新世纪评级对 2016 年度本评级机构、中诚信国际、联合资信、大公和鹏元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 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	100.00%			
AA <sup>+</sup>	4.90%	94.12%	0.98%	
AA		5.98%	92.03%	1.99%
AA <sup>-</sup>			8.89%	86.67%

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表 13. 2016 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

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>
AAA	98.67%	1.33%		
AA <sup>+</sup>	9.15%	88.24%	1.96%	0.65%
AA		6.93%	91.24%	1.09%
AA <sup>-</sup>			14.29%	83.33%

(三) 联合资信迁移矩阵

图表 14. 2016 年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 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	98.75%	1.25%			
AA <sup>+</sup>	12.61%	79.83%	5.04%	1.68%	
AA		6.64%	89.45%	2.34%	
AA <sup>-</sup>			8.33%	80.56%	8.33%

(四) 大公迁移矩阵

图表 15. 2016 年度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	95.71%	4.29%			
AA <sup>+</sup>	4.59%	89.91%	2.75%	2.75%	
AA		4.00%	95.27%	0.73%	
AA <sup>-</sup>			9.68%	82.26%	3.23%

(五) 鹏元迁移矩阵

图表 16. 2016 年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2015 年末 \ 2016 年末	AAA	AA <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>
AAA	100.00%				
AA <sup>+</sup>	2.27%	90.91%	6.82%		

AA		1.71%	97.87%		
AA-			23.26%	71.32%	2.33%

#### (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<sup>+</sup>级稳定性为 79.83%,其他均在 88%以上。AAA 级,新世纪和鹏元为 100%,联合资信有一家主体下调至 AA<sup>+</sup>,中诚信国际有两家主体下调至 AA<sup>+</sup>,大公有三家主体下调至 AA<sup>+</sup>。AA<sup>+</sup>级维持原等级的比例为:新世纪 94.12%、鹏元 90.91%、大公 89.91%、中诚信国际 88.24%、联合资信 79.83%。AA 级维持原等级的比例为:鹏元 97.87%、大公 95.27%、新世纪 92.03%、中诚信国际 91.24%、联合资信 89.45%。AA<sup>-</sup>级维持原等级的比例为新世纪 86.67%、中诚信国际 83.33%、大公 82.26%、联合资信 80.56%、鹏元 71.32%。

2016 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 92.03%、大公 91.63%、中诚信国际 91.35%、鹏元 90.77%、联合资信 87.73%。

## 五、总结

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

1. 总体来说,2016 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,但向上迁移数量较上年有显著下降,向下迁移趋势有所增强。
2. 与 2015 年度债券市场主体等级迁移矩阵相比,A<sup>+</sup>级稳定性下降较为显著,下降了 22.30 个百分点。
3. 债券市场中各类型债券主体,AA<sup>-</sup>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<sup>+</sup>级稳定性为 79.83%,其他均在 88%以上。