

2017年一季度债券市场主体 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（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，2017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。

■ 何金中 郭文渊/文

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存续的短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转换债券和可分离转债发行主体的主体信用等级。本次研究的基础数据来源于Wind资讯¹，数据采集时点为2017年4月7日，数据时限是2017年一季度（2017.1.1~2017.3.31）。

二、2017年一季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2017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，2017年一季度静态池样本库中满足统计口径²的有效样本328个。我们对2017年一季度信用等级迁移情况进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵。详见下表：

图表1 2017年一季度债券市场主体信用等级迁移分布

2017年3月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	合计
AAA	67						67
AA+	2	83	1				86
AA		4	139	5			148
AA-			4	15	1		20
A+						1	1

¹2016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。

²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，为便于统计级间迁移，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2016年或2017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投资服务有限公司简称“新世纪评级”，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”。

图表2 2017年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2017年3月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	2.33%	96.51%	1.16%			
AA		2.70%	93.92%	3.38%		
AA-			20.00%	75.00%	5.00%	
A+						100.00%

注：A级以下的样本量较少，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再列入。

图表3 2012~2017年一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
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%
2017年一季度	10	13	305	328	3.05%	3.96%	92.99%
2016年一季度	35	12	444	491	7.13%	2.44%	90.43%

2017年一季度主体信用等级向上迁移的主体10家，向下迁移的主体13家，等级迁移以下降为主（图表1和图表2）。与上年同期相比，主体信用等级向上迁移数量减少25家，向下迁移数量增加1家，整体向上迁移率由7.13%下降至3.05%，向下迁移率由2.44%上升至3.96%，信用事件频发使得向上迁移率较上年同期显著下降，向下迁移趋势增强。因尚未进入跟踪高峰期，一季度跟踪评级数量相对较少，但基本保持了年度

等级迁移矩阵的基本特征，主体信用等级稳定性较高，AAA~AA级保持在上年末等级的比率均在90%以上，等级稳定性整体上保持了随等级上升而上升的规律。与上年同期相比，AA+级上调至AAA级的数量显著减少，上年同期为12家，2017年一季度为2家，AA+级稳定性显著增强。

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2017年一季度债券市场主体和本评级机构跟踪对象的主体信用等级迁移分别进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵，见图表4~11。

（一）短期融资券迁移矩阵

图表4 2017年一季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		1.96%	98.04%	
AA-			22.22%	77.78%

图表5 2017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年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA			100.00%	
AA-				100.00%

（二）中期票据迁移矩阵

图表6 2017年一季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-	A
AAA	100.00%				
AA+	2.82%	95.77%	1.41%		
AA		4.40%	91.21%	4.40%	
AA-				100.00%	
A+					100.00%

图表7 2017年一季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		5.88%	88.24%	5.88%

(三) 企业债迁移矩阵

图表8 2017年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+		100.00%			
AA		3.33%	93.33%	3.33%	
AA-			22.22%	66.67%	11.11%

图表9 2017年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AA+	AA
AA+	100.00%	
AA		100.00%

(四) 公司债迁移矩阵

图表10 2017年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	2.44%	95.12%	2.44%	
AA		3.85%	94.23%	1.92%
AA-			100.00%	

图表11 2017年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA
AAA	100.00%		
AA+		100.00%	
AA		20.00%	80.00%

从整个市场各类型债券发行主体2017年一季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），各类型债券发行主体的主体信用等级基本均呈现级别越高等级越稳定、级别越低迁移率越高的特征，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91%以上。2017年一季度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移的概率分别为1.90%、2.65%、3.48%和3.23%；等级向下迁移的概率分别为0.00%、3.98%、3.48%和2.42%。

从新世纪评级的各类型债券发行主体2017年一季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2017年一季度新世纪评级各券种主体信用等级迁移稳定与市场整体情况趋同，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。2017年一季度新世纪所评短期融资券和企业债发行主体的主体信用等级各级别均维持上年等级。2017年一季度新世纪所评中期票据和公司债发行主体的主体信用等级向上迁移率分别为3.13%和7.14%；中期票据等级向下迁移率为6.25%，公司债无等级向下迁移记录。

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2017年一季度本评级机构、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，计算迁移率，并建立迁移矩阵。其他机构统计期内跟踪评级样本量较小，暂不统计。

（一）新世纪迁移矩阵

图表12 2017年一季度债券市场新世纪评级跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		4.76%	90.48%	4.76%
AA-				100.00%

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表13 2017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年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	3.70%	92.59%	3.70%	
AA			97.37%	2.63%
AA-			16.67%	83.33%

(三) 联合资信迁移矩阵

图表14 2017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

2016年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		3.23%	90.32%	6.45%

(四) 大公迁移矩阵

图表15 2017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年末 \ 2017年3月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	11.76%	88.24%		
AA		5.56%	94.44%	
AA-			25.00%	75.00%

(五) 鹏元迁移矩阵

图表16 2017年一季度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2016年末 \ 2017年3月末	AA	AA-
	AA	100.00%
AA-	33.33%	66.67%

(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),除大公AA+级稳定性为88.24%外,其余各机构AAA~AA级维持原等级的比例均很高,均在90%以上。
AAA级:除鹏元无统计样本外,其余各机构的维持率均为100%。
AA+级:新世纪评级和联合资信维持率均为100.00%、中诚信国际92.59%、大公88.24%、鹏元无统计样本。
AA级:鹏元的维持率为100.00%、中

诚信国际97.37%、大公94.44%、新世纪评级90.48%、联合资信90.32%。
AA-级:新世纪评级的维持率为100.00%、中诚信国际83.33%、大公75.00%、鹏元66.67%、联合资信无统计样本。

2017年一季度,大部分机构的跟踪评级主体信用等级稳定性都较高,由高到低分别为:联合资信95.71%、中诚信国际93.88%、新世纪评级92.50%、大公90.14%、鹏元78.57%。

五、总结

基于对2017年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析,2017年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征:

1. 总体来说,2017年一季度债券市场主体信用等级的稳定性较高,等级迁移向下迁移的数量多于向上迁移的数量,为近五年来首次出现向下迁移率高于向上迁移率的情况。

2. 与上年同期等级迁移矩阵相比,等级向上迁移数量减少25家,向下迁移数量增加1家,整体向上迁移率由7.13%下

降至3.05%,向下迁移率由2.44%上升至3.96%,向下迁移趋势显著增强。

3. 2017年一季度,AA+级上调至AAA级的数量显著减少,上年同期为12家,2017年一季度为2家,AA+级稳定性显著增强。

4. 2017年一季度除AA-级及以下级别的评级样本量较小,其稳定性不可比外,各债券类型以及各评级机构AAA~AA级的稳定性均较高。