

2017年上半年度债券市场 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（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。

■ 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，数据采集时点为2017年7月5日，数据时限是2017年上半年度（2017.1.1~2017.6.30）。

二、2017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2017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，2017年上半年度静态池样本库中满足统计口径¹的有效样本2528个。我们对2017年上半年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年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

| 2017年6月末 2016年末 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ | A | 合计 |
|--------------------|-----|-----|------|-----|----|---|------|
| AAA | 381 | | | | | | 381 |
| AA+ | 36 | 438 | 1 | | | | 475 |
| AA | | 83 | 1355 | 11 | 1 | | 1450 |
| AA- | | | 34 | 153 | 6 | | 193 |
| A+ | | | 1 | | 10 | 1 | 12 |

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期主体级别和评级机构。

最后，我们在样本库中剔除2016年或2017年上半年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”，中诚信证券评估有限公司简称“中诚信证券”，联合资信评估有限公司简称“联合资信”，联合信用评级有限公司简称“联合信用”，大公国际资信评估有限公司简称“大公”，鹏元资信评估有限公司简称“鹏元”，东方金诚国际信用评估有限公司简称“东方金诚”。

图表2 2017年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

| 2017年6月末 2016年末 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ | A |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| AAA | 100.00% | | | | | |
| AA+ | 7.58% | 92.21% | 0.21% | | | |
| AA | | 5.72% | 93.38% | 0.76% | 0.07% | |
| AA- | | | 17.62% | 79.27% | 3.11% | |
| A+ | | | 8.33% | | 83.33% | 8.33% |

注：1. 沈阳机床股份有限公司从AA级下调两个子级至A+级，评级机构为中诚信国际；
 2. 洪业化工集团股份有限公司跟踪期内经营业绩出现重大不确定性，主体级别从AA级下调七个子级至BBB-级，评级机构为中诚信证券；
 3. 南京港股份有限公司从A+级上调两个子级至AA级，评级机构为新世纪评级；
 4. 山西蓝焰控股股份有限公司跟踪期内完成重大资产重组，主体级别由BBB级上调六个子级至AA级，评级机构为鹏元。
 5. 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入列。

2017年上半年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体155家，向下迁移的主体28家，等级迁移以上升为主（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增加19家，向下迁移数量减少41家，整体向上迁移率由6.75%下降至6.13%，向下迁移率由3.43%下降至1.11%。向上迁移率和向下迁移率与上年同期相比，均在下降，信用风险的有效控制使得向下迁移率显著下降。2017年上半年

度跟踪评级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92%以上，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。与上年同期相比，A+级及以上级别稳定性均有所提高，上年同期AAA级有4家主体级别向下迁移，2017年上半年度AAA级稳定性为100%；AA+级下调至AA级的数量显著减少，上年同期为12家，2017年上半年度为1家。

图表3 2012~2017年上半年度债券市场等级迁移调整情况

| 年份 | 向上迁移 | 向下迁移 | 维持 | 合计 | 向上迁移率 | 向下迁移率 | 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年上半年度 | 155 | 28 | 2345 | 2528 | 6.13% | 1.11% | 92.76% |
| 2016年上半年度 | 136 | 69 | 1809 | 2014 | 6.75% | 3.43% | 89.82% |

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，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。
新世纪评级按债券类型对2017年上半年度债券市场主体和本公司跟踪对象的主体信用

(一) 短期融资券迁移矩阵

图表4 2017年上半年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6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 4.90% | 95.10% | | |
| AA | | 5.73% | 94.27% | |
| AA- | | | 18.18% | 81.82% |

图表5 2017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

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|---------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 4.35% | 95.65% | | |
| AA | | 3.45% | 96.55% | |
| AA- | | | | 100.00% |

(二) 中期票据迁移矩阵

图表6 2017年上半年度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | | |
| AA+ | 8.95% | 90.66% | 0.39% | | |
| AA | | 11.20% | 87.68% | 0.84% | 0.28% |
| AA- | | | 20.00% | 66.67% | 13.33% |

图表7 2017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年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|---------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 14.55% | 85.45% | | |
| AA | | 14.29% | 84.42% | 1.30% |
| AA- | | | | 100.00% |

(三) 企业债迁移矩阵

图表8 2017年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|-------|
| AAA | 100.00% | | | | |
| AA+ | 7.55% | 92.45% | | | |
| AA | | 4.04% | 95.41% | 0.55% | |
| AA- | | | 14.17% | 83.33% | 2.50% |

图表9 2017年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 17.07% | 82.93% | | |
| AA | | 10.08% | 89.92% | |
| AA- | | | 22.22% | 72.22% |

(四) 公司债迁移矩阵

图表10 2017年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | | |
| AA+ | 9.69% | 89.80% | 0.51% | | |
| AA | | 8.87% | 90.17% | 0.72% | |
| AA- | | | 26.42% | 71.70% | 1.89% |
| A+ | | | 16.67% | | 83.33% |

图表11 2017年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

| 2017年6月末 2016年末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 17.39% | 82.61% | | |
| AA | | 20.41% | 79.59% | |
| AA- | | | 33.33% | 66.67% |

从整个市场各类型债券发行主体2017年上半年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87%以上。2017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率分别为4.79%、7.30%、4.98%和8.19%；等级向下迁移率分别为0.00%、1.11%、0.85%和0.80%。

从新世纪评级的各类型债券发行主体2017年上半年度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2017年上半年度新世纪评级各券种主体信用等级迁移稳定性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年上半年度新世纪所评短期融资券、中期票据、企业债和公司债发行主体的主体信用等级向上迁移率分别为3.33%、11.31%、11.98%和15.75%；同期新世纪所评中期票据和企业债等级向下迁移率为1.19%和0.52%，短期融资券和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年上半年度本公司、中诚信国际、中诚信证券、联合资信、联合信用、大公、鹏

元和东方金诚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。

（一）新世纪评级迁移矩阵

图表12 2017年上半年度债券市场新世纪评级跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2017年6月末 2016年末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|--------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 13.33% | 86.67% | | |
| AA | | 10.80% | 88.73% | 0.47% |
| AA- | | | 20.00% | 76.00% |

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表13 2017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年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 6.11% | 93.13% | 0.76% | |
| AA | | 5.56% | 93.06% | 1.39% |
| AA- | | | 21.05% | 73.68% |

(三) 中诚信证券迁移矩阵

图表14 2017年上半年度债券市场中诚信证券跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 6.41% | 92.31% | 1.28% | |
| AA | | 9.09% | 88.18% | 1.82% |
| AA- | | | 33.33% | 66.67% |

(四) 联合资信迁移矩阵

图表15 2017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年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 5.81% | 94.19% | | |
| AA | | 8.37% | 91.16% | 0.47% |
| AA- | | | 25.00% | 75.00% |

(五) 联合信用迁移矩阵

图表16 2017年上半年度债券市场联合信用跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 10.00% | 88.57% | 1.43% | |
| AA | | 8.81% | 91.19% | |
| AA- | | | 25.00% | 75.00% |

(六) 大公迁移矩阵

图表17 2017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年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | 18.09% | 81.91% | | |
| AA | | 10.80% | 88.00% | 1.20% |
| AA- | | | 11.11% | 86.11% |

(七) 鹏元迁移矩阵

图表18 2017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年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | | 100.00% | | |
| AA | | 1.73% | 98.08% | 0.19% |
| AA- | | | 11.36% | 87.50% |

(八) 东方金诚迁移矩阵

图表19 2017年上半年度债券市场东方金诚跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

| 2016年末 \ 2017年6月末 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|
| AAA | 100.00% | | | |
| AA+ | | 100.00% | | |
| AA | | 0.74% | 98.52% | |
| AA- | | | 20.00% | 70.00% |

图表20 2017年上半年度债券市场各机构跟踪评级主体等级AAA~AA-级维持率情况

| 机构 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|-------|---------|--------|--------|--------|
| 新世纪评级 | 100.00% | 86.67% | 88.73% | 76.00% |
| 中诚信国际 | 100.00% | 93.13% | 93.06% | 73.68% |
| 中诚信证券 | 100.00% | 92.31% | 88.18% | 66.67% |
| 联合资信 | 100.00% | 94.19% | 91.16% | 75.00% |
| 联合信用 | 100.00% | 88.57% | 91.19% | 75.00% |
| 大公 | 100.00% | 81.91% | 88.00% | 86.11% |

| 机构 | AAA | AA+ | AA | AA- |
|------|---------|---------|--------|--------|
| 鹏元 | 100.00% | 100.00% | 98.08% | 87.50% |
| 东方金诚 | 100.00% | 100.00% | 98.52% | 70.00% |

从各机构所评债券主体信用等级迁移矩阵来看（图表12~19），除大公AA+级稳定性为81.91%外，其余各机构AAA~AA级维

持原等级的比例均较高，均在86%以上，其中各机构的AAA级维持率均为100%。

五、总结

基于对2017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，2017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，2017年上半年度债券市场主体信用等级的稳定性较高，与2017年一季度不同，等级迁移向上迁移的数量转变为多于向下迁移的数量，重新延续以前年度向上迁移数量较多的规律。

2. 与上年同期等级迁移矩阵相比，等级向上迁移数量增加19家，向下迁移数量减少41家，整体向上迁移率由6.75%下降至6.13%，向下迁移率由3.43%下降至1.11%，信用风险的有效控制使得向下迁移率显著降低。

3. 2017年上半年度，AA+级下调至AA级的数量显著减少，上年同期为12家，2017年上半年度为1家，AA+级下调率降低使得AA+级稳定性显著增强。

4. 2017年上半年度除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。