

2018年一季度债券市场 主体信用等级迁移研究

■ 文 / 周美玲 郭文渊

摘要

2018年一季度，债券市场主体信用等级保持了较高的稳定性，全市场AAA~AA级稳定性均高于90%。与上年同期相比，等级向上迁移的数量和向下迁移的数量均有所减少。各类型债券发行主体信用等级的稳定性均在92%以上，亦保持了较高的稳定性。受一季度样本偏少影响，各机构主体信用等级的稳定性表现不一，新世纪评级的持续评级主体信用等级仍表现出较高的稳定性，AA-级及以上级别稳定性均高于94%。

债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪评级主体信用等级迁移的研究对象为存续的非金融企业债务融资工具¹、企业债、公司债²和金融债³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2018年4月3日，数据时限是2018年一季度（2018.1.1~2018.3.31）。

2018年一季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2018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，2018年一季度静态池样本库中满足统计口径⁴的有效样本441个。我们对2018年一季度主体

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 2018年一季度债券市场主体信用等级迁移分布

2017年末	2018年3月末						
	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	142	140	1		1		
AA+	135	3	131	1			
AA	144		10	131	2		1
AA-	14			3	9	1	
A+	3					1	1

2018年一季度债券市场主体信用等级向上迁移的主体16家，向下迁移的主体11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减少19家，向下迁移数量减少3家，整体向上迁移率由6.51%下降

¹包含超短期融资券、一般短期融资券和一般中期票据。

²包含一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

³2017年三季度开始，新世纪评级迁移率统计静态池新加入金融债（含同业存单）发行主体，历史统计也追溯加入金融债发行主体，故数据结果与前期报告存在一定差异。

⁴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为当年主体级别。

最后，我们在样本库中剔除2017年或2018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”，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”。

至3.63%，向下迁移率由2.60%下降至2.49%，等级向上迁移和向下迁移趋势均有所减弱。

■ 图表2 2018年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.59%	0.70%		0.70%		
AA+	2.22%	97.04%	0.74%			
AA		6.94%	90.97%	1.39%		0.69%
AA-			21.43%	64.29%	7.14%	
A+					33.33%	33.33%

注：2018年一季度债券市场主体信用等级迁移超过一个子级的有：

1. 上海华信国际集团有限公司期初级别为AAA级，中诚信国际、联合资信和联合信用均参与评级，2018年联合资信和联合信用均将其主体级别下调至AA+级，中诚信国际在初次下调至AA+级后又下调两个子级至AA-级；
2. 浙江古纤道新材料股份有限公司从AA级先下调至AA-级，后又下调两个子级至A级，评级机构为大公；
3. 2018年一季度存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有中弘控股股份有限公司和神雾科技集团股份有限公司，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再列入。

2018年一季度等级向上迁移期初级别集中在AA+~AA-级，其他等级未发生向上迁移，而向下迁移则较为分散。与上年同期相比，AA-级上调至AA级的数量减少7家，AA级上调至AA+级的数量减少4家。

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。

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2018年一季度债券市场主体和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3~9。

(一)非金融企业债务融资工具迁移矩阵

■ 图表3 2018年一季度债券市场非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A
AAA	98.99%			1.01%	
AA+	0.87%	98.26%	0.87%		
AA		9.26%	88.89%	0.93%	0.93%
AA-			33.33%	66.67%	

■ 图表4 2018年一季度新世纪评级非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		5.88%	94.12%	
AA-				100.00%

(二)企业债迁移矩阵

■ 图表5 2018年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		8.70%	89.86%	1.45%
AA-			28.57%	71.43%

■ 图表6 2018年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA
AAA	100.00%		
AA+		100.00%	
AA			100.00%

(三)公司债迁移矩阵

■ 图表7 2018年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	98.48%			1.52%
AA+	3.70%	94.44%	1.85%	
AA		8.33%	91.67%	
AA-				50.00%

■ 图表8 2018年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+		100.00%		
AA		14.29%	85.71%	
AA-				100.00%

(四)金融债迁移矩阵

■ 图表9 2018年一季度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	96.97%	3.03%				
AA+	8.33%	91.67%				
AA			100.00%			
AA-				50.00%	50.00%	
A+					50.00%	50.00%

从整个市场各类型债券发行主体2018年一季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表3、5、7、9），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。各类型债券发行主体AA级及以上等级的稳定性较高，均在88%以上。2018年一季度非金融企业债务融资工具、企业债、公司债和金融债等级向上迁移率分别为3.67%、4.91%、3.49%和1.96%；等级向下迁移率分别为1.22%、0.61%、2.91%和5.88%。

从新世纪评级各类型债券发行主体2018年一季度主体信用等级迁移矩阵⁵来看（图表4、6、8），2018年一季度新世纪评级非金融债⁶发行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，与各券种等级迁移矩阵特征一致。2018年一

季度新世纪评级非金融企业债务融资工具和公司债发行主体的主体信用等级向上迁移率分别为2.27%和4.35%，企业债发行主体未发生等级向上迁移；同期新世纪评级非金融企业债务融资工具、企业债和公司债均未发生等级向下迁移。

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2018年一季度本公司、中诚信国际、中诚信证券、联合资信、联合信用和大公持续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10 2018年一季度债券市场新世纪评级持续评级主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A
AAA	100.00%				
AA+		100.00%			
AA		5.26%	94.74%		
AA-				100.00%	
A+					100.00%

(二)中诚信国际迁移矩阵

■ 图表11 2018年一季度债券市场中诚信国际持续评级主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.00%			2.00%		
AA+	2.56%	97.44%				
AA		2.86%	97.14%			
AA-			33.33%	0.00%		66.67%
A+					100.00%	

⁵2018年一季度新世纪评级金融债持续评级企业数量两家，其中一家维持AAA级，另一家由A+级下调至A级。

⁶包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

(三)中诚信证券迁移矩阵

■ 图表12 2018年一季度债券市场中诚信证券持续评级主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	A
AAA	100.00%		
AA+	7.69%	92.31%	
AA		100.00%	
AA-			100.00%

(四)联合资信迁移矩阵

■ 图表13 2018年一季度债券市场联合资信持续评级主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	A+
AAA	94.44%	5.56%		
AA+	2.50%	97.50%		
AA			100.00%	
AA-				100.00%

(五)联合信用迁移矩阵

■ 图表14 2018年一季度债券市场联合信用持续评级主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	A-
AAA	93.33%	6.67%		
AA+	11.11%	88.89%		
AA		13.33%	86.67%	
AA-				50.00%

(六)大公迁移矩阵

■ 图表15 2018年一季度债券市场大公持续评级主体信用等级迁移矩阵

2018年3月末 2017年末	AAA	AA+	AA	AA-	A
AAA	100.00%				
AA+		95.45%	4.55%		
AA		10.34%	82.76%	3.45%	3.45%
AA-				100.00%	

从各机构所评债券的主体信用等级迁移矩阵来看(图表10~15),各机构所评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

■ 图表16 2018年一季度债券市场各机构持续评级主体等级AAA~AA级维持率情况

机构	AAA	AA+	AA
新世纪	100.00%	100.00%	94.74%
中诚信国际	98.00%	97.44%	97.14%
中诚信证券	100.00%	92.31%	0.00%
联合资信	94.44%	97.50%	100.00%
联合信用	93.33%	88.89%	86.67%
大公	100.00%	95.45%	82.76%

的特征,与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律一致。因一季度跟踪评级数量较少,特别是AA-级及以下级别,样本数量较少对级别稳定性产生较大影响,不具可比性。整体来说,各机构AAA~AA级稳定性仍较高,AAA级和AA+级各机构维持率均在88%以上。

总结

基于对2018年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析,2018年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征:

1. 总体来说,2018年一季度主体信用等级保持了较高的稳定性,且等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。

2. 2018年一季度AAA~AA级稳定性均在90%以上。等级向上迁移期初级别集中在AA+~AA-级,向下迁移则较为分散。

3. 与上年同期相比,主体信用等级向上迁移数量减少19家,向下迁移数量减少3家,整体向上迁移率由6.51%下降至3.63%,向下迁移率由2.60%下降至2.49%,向上迁移和向下迁移趋势均有所减弱。

4. 从分券种和分机构主体信用等级迁移来看,2018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,各类型债券发行主体持续评级以及各评级机构持续评级的AAA~AA级的稳定性均较高。