

2018 年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究

研发部 周美玲 郭文渊

摘要：2018 年上半年度，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 94%。与上年同期相比，等级向上迁移的数量显著减少，向下迁移数量与上年同期持平。非金融债¹发行主体信用等级的稳定性均在 93% 以上，保持了较高的稳定性，金融债发行主体信用等级稳定性相对较低，为 85.06%。各机构主体信用等级的稳定性均较高，整体稳定性均在 92% 以上，新世纪评级向上迁移率和向下迁移率均较低。

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²、企业债、公司债³和金融债⁴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 7 月 3 日，数据时限是 2018 年上半年度（2018.1.1~2018.6.30）。

二、2018 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 2018 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，2018 年上半年度静态池样本库中满足统计口径⁵的有效样本 2884 个。我们对 2018 年上半年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：

¹ 包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

² 包含超短期融资券、一般短期融资券和一般中期票据。

³ 包含一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

⁴ 2017 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。

⁵ 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 年上半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“中诚信证评”，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级有限公司简称“东方金诚”。

图表 1. 2018 年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	548	1									
AA+	33	566	1	1							
AA		69	1400	11	1	1					3
AA-			28	176	5	1			1		1
A+				2	19	2	1				1
A						1					1
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-									1		
BB+及以下											9

图表 2. 2018 年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	99.82	0.18									
AA+	5.49	94.18	0.17	0.17							
AA		4.65	94.28	0.74	0.07	0.07					0.20
AA-			13.21	83.02	2.36	0.47			0.47		0.47
A+				8.00	76.00	8.00	4.00				4.00
A						50.00					50.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-									100.00	0.00	
BB+及以下											100.00

注：1. 盾安控股集团有限公司从 AA+级下调两个子级至 AA-级，评级机构为大公；

2. 山东大海集团有限公司从 AA 级下调两个子级至 A+级，评级机构为大公；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. 洲际油气股份有限公司从 AA-级下调两个子级至 A 级，评级机构为联合信用；深圳市大富配天投资有限公司从 AA-级下调五个子级至 BBB 级，评级机构为联合信用；

4. 中国吉林森林工业集团有限责任公司从 A+级下调两个子级至 A-级，评级机构为中诚信国际；

5. 2018 年上半年度债券市场因债券违约主体级别调整至 BB+级及以下的企业有安徽盛运环保（集团）股份有限公司、中融双创（北京）科技集团有限公司、神雾科技集团股份有限公司、中弘控股股份有限公司、凯迪生态环境科技股份有限公司和中安科股份有限公司。

上海华信国际集团有限公司和富贵鸟股份有限公司在统计期间内因评级机构不同导致等级波动，不包含在债券市场总体迁移矩阵中，但在参与评级的评级机构迁移矩阵中有所反映。

2018 年上半年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体 133 家，向下迁移的主体 34 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 71 家，向下迁移数量与上年同期持平，整体向上迁移率由 7.27% 下降至 4.61%，向下迁移率由 1.21% 下降至 1.18%，等级向上迁移趋势明显减弱。2018 年上半年度债券市场主体信用等级稳定性较高，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律，AAA~AA 级维持在上年末等级的比率均在 94% 以上。

从细分等级来看，等级向上迁移期初级别集中在 AA+~AA- 级，与上年同期相比，AA+~AA- 级上调数量均有所减少，AA+ 级上调至 AAA 级的数量减少 14 家，AA 级上调至 AA+ 级的数量减少 33 家，AA- 级上调至 AA 级的数量减少 14 家。向下迁移期初级别分布则较为分散，且多家主体因发生信用事件被大幅度跨子级下调。

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 2018 年上半年度债券市场主体和本公司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 3~10。

（一）非金融企业债务融资工具迁移矩阵

图表 3. 2018 年上半年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 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	100.00										
AA+	4.16	95.29	0.28	0.28							
AA		7.53	91.10	0.68		0.23					0.46
AA-			16.67	75.00	8.33						
A+					50.00		50.00				
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表 4. 2018 年上半年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 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	100.00										
AA+	5.80	94.20									
AA		6.45	93.55								
AA-				75.00					25.00		
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

(二) 企业债迁移矩阵

图表 5. 2018 年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	100.00										
AA+	1.72	98.28									
AA		3.17	96.30	0.53							
AA-			10.71	88.57	0.71						
A+				14.29	71.43	14.29					
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表 6. 2018 年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	100.00										
AA+	2.22	97.78									
AA		6.03	93.97								
AA-			9.09	90.91							
A+					50.00	50.00					

A						—						
A-							—					
BBB+								—				
BBB									—			
BBB-										—		
BB+及以下												100.00

(三) 公司债迁移矩阵

图表 7. 2018 年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	100.00										
AA+	6.13	93.49	0.38								
AA		6.13	91.90	1.09	0.22						0.66
AA-			11.11	81.48	1.85	1.85			1.85		1.85
A+				9.09	81.82						9.09
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表 8. 2018 年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	100.00										
AA+	3.70	96.30									
AA		8.20	91.80								
AA-				100.00							
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

(四) 金融债迁移矩阵

图表 9. 2018 年上半年度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	98.85	1.15									
AA+	16.00	84.00									
AA		30.00	70.00								
AA-			54.55	18.18	27.27						
A+					80.00	20.00					
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-									100.00	0.00	
BB+及以下											—

图表 10. 2018 年上半年度新世纪评级金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	100.00										
AA+		100.00									
AA		33.33	66.67								
AA-			100.00	0.00							
A+					0.00	100.00					
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

从整个市场各类型债券发行主体 2018 年上半年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。非金融债发行主体 AA 级及以上等级的稳定性较高，均在 91% 以上。2018 年上半年度非金融企业债务融资工具、企业债和公司债等级向上迁移率分别为 4.27%、3.35% 和 4.67%；等级向下迁移率分别为 0.85%、0.54% 和 1.56%。相比非金融债发行主体，2018 年上半年度金融债发行主体等级迁移率较高，等级向上迁移率为 12.01%，向下迁移率为 2.87%，分等级来看，金融债发行主体

AAA 级稳定性较高,为 98.85%,AA+级和 AA 级稳定性相对较差,分别为 84.00%和 70.00%。

从新世纪评级各类型债券发行主体 2018 年上半年度主体信用等级迁移矩阵来看(图表 4、6、8、10),2018 年上半年度新世纪评级各券种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 年上半年度新世纪评级非金融企业债务融资工具、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 4.78%、4.62%和 4.12%;非金融企业债务融资工具和企业债向下迁移率分别为 0.48%和 0.51%,公司债未发生等级向下迁移。新世纪金融债因评级基数较小,向上迁移率和向下迁移率不具可比性。

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 2018 年上半年度本公司、中诚信国际、中诚信证评、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 11. 2018 年上半年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 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以下
AAA	100.00										
AA+	4.20	95.80									
AA		6.57	93.43								
AA-			10.00	85.00					5.00		
A+					33.33	66.67					
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表 12. 2018 年上半年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 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	99.39										0.61
AA+	8.45	91.55									
AA		6.90	92.12							0.49	0.49
AA-			13.64	72.73	4.55	9.09					
A+					50.00		50.00				
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-									100.00	0.00	
BB+及以下											—

(三) 中诚信证评迁移矩阵

图表 13. 2018 年上半年度债券市场中诚信证评持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	100.00										
AA+	9.73	90.27									
AA		8.15	91.11								0.74
AA-			18.18	63.64	9.09	9.09					
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

(四) 联合资信迁移矩阵

图表 14. 2018 年上半年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 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	98.26	0.87									0.87
AA+	8.11	91.89									

AA		7.14	90.95	1.90							
AA-			4.76	85.71	9.52						
A+				25.00	75.00						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

(五) 联合信用迁移矩阵

图表 15. 2018 年上半年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 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	98.95										1.05
AA+	6.19	93.81									
AA		7.65	90.71	1.09							0.55
AA-				75.00		6.25	6.25		6.25		6.25
A+					100.00						
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

(六) 大公迁移矩阵

图表 16. 2018 年上半年度债券市场大公持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及 下
AAA	100.00										
AA+	3.28	95.08	0.82	0.82							
AA		6.06	90.40	1.01	0.51	1.01					1.01
AA-			3.33	96.67							
A+					0.00						100.00
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	

BB+及以下												—
--------	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	---

(七) 鹏元迁移矩阵

图表 17. 2018 年上半年度债券市场鹏元持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以 下
AAA	100.00										
AA+		100.00									
AA		3.02	96.23	0.38							0.38
AA-			14.29	85.71							
A+				16.67	83.33						
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

(八) 东方金诚迁移矩阵

图表 18. 2018 年上半年度债券市场东方金诚持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2018 年 6 月末 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+ 及以 下
AAA	100.00										
AA+	3.13	96.88									
AA		4.46	94.90	0.64							
AA-			19.44	77.78	2.78						
A+					100.00						
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

从各机构所评债券的主体信用等级迁移矩阵来看（图表 11~18），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的特征，与债券市场主体信用等级迁移稳定性规律一致。整体来说，除 AA-级及以下样本量较少，其稳定性不可比外，各机构 AAA~AA 级稳定性仍较高，各机构 AAA~AA 级维持率均在 90% 以上。

图表 19. 2018 年上半年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%	95.80%	93.43%
中诚信国际	99.39%	91.55%	92.12%
中诚信证评	100.00%	90.27%	91.11%
联合资信	98.26%	91.89%	90.95%
联合信用	98.95%	93.81%	90.71%
大公	100.00%	95.08%	90.40%
鹏元	100.00%	100.00%	96.23%
东方金诚	100.00%	96.88%	94.90%

五、总结

基于对 2018 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，2018 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，2018 年上半年度债券市场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. 与上年同期相比，2018 年上半年度债券市场主体信用等级向上迁移趋势明显减弱，向上迁移数量减少 71 家，整体向上迁移率由 7.27% 下降至 4.61%；向下迁移数量与上年同期持平，向下迁移率由 1.21% 下降至 1.18%。

3. 2018 年上半年度债券市场 AAA~AA 级稳定性均在 94% 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。

4. 从分券种和分机构主体信用等级迁移来看，2018 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。