

2019年上半年度债券市场主体信用等级迁移研究

■ 文 / 周美玲 赵家楠

摘要 ▶▶▶

2019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92%。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。分机构来看，各机构主体信用等级的稳定性均较高，整体稳定性均在91%以上，新世纪评级等级稳定性较高，AA级及以上级别稳定性在93%以上。从债券类型来看，2019年上半年度各类型债券发行主体信用等级亦保持了较高的稳定性，各券种整体稳定性均在93%以上。

一、债券主体信用等级迁移的研究对象

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2019年7月5日，本期半年报观察期为2019.1.1~2019.6.30。

二、2019年上半年度债券主体信用等级迁移情况统计

2019年债券市场总体³静态池中上半年度已发布主体级别的主体为3036家。新世纪评级对已发布最新评级的主体信用等级情况进行统计，并计算迁移率，建立迁移矩阵（详见图表1和图表2）。

2019年上半年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体112家，向下迁移的主体38家，等级迁移以上升为主。

图表1·2019年上半年度债券市场主体信用等级迁移分布

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	638	1				1					
AA+	42	637	4	1							2
AA		52	1363	9					1		1
AA-			14	212	2			1			4
A+				3	27						1
A					1	5					4
A-							2				
BBB+								—			1
BBB									—		2
BBB-										—	
BB+及以下											5

图表2·2019年上半年度债券市场主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.69	0.16				0.16					
AA+	6.12	92.86	0.58	0.15							0.29
AA		3.65	95.58	0.63						0.07	0.07
AA-			6.01	90.99	0.86				0.43		1.72
A+				9.68	87.10						3.23
A					10.00	50.00					40.00
A-							100.00				
BBB+								—			100.00
BBB									—		100.00
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

注：观察期内等级迁移超过2个子级（含2个子级）的主体数量共23家。

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。

³包含非金融企业债务融资工具、一般企业债、公司债和金融债。

与上年同期相比，主体信用等级向上迁移数量减少27家，向下迁移数量与去年持平，整体向上迁移率由4.70%下降至3.69%，向下迁移率由1.28%下降至1.25%，等级向上迁移趋势明显减弱。

2019年上半年度债券市场主体信用等级稳定性较高，等级稳定性除了AA+级略低以外整体上基本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92%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-级上调数量总体来看有所减少，AA+级上调至AAA级的数量增加5家，AA级上调至AA+级的数量减少19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⁴按债券类型对2019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。

从整个市场各类型债券发行主体2019年上半年度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表3、5、7、9），

图表3-2019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（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.74					0.26					
AA+	7.47	91.49	0.26	0.26							0.52
AA		7.95	91.76	0.28							
AA-			28.57	57.14							14.29
A+					—						
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表5-2019年上半年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	5.02	94.27	0.72								
AA		2.62	97.27							0.10	
AA-			5.66	93.71	0.63						
A+					100.00						
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表4-2019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（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	5.10	93.88									1.02
AA		10.99	89.01								
AA-			40.00	40.00							20.00
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

图表6-2019年上半年度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	1.89	98.11									
AA		5.13	94.87								
AA-			10.00	90.00							
A+					100.00						
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

⁴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”，中证鹏元资信评估股份有限公司简称“中证鹏元”，东方金诚国际信用评级有限公司简称“东方金诚”。

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相对较高，均在91%以上。2019年上半年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5.21%、3.04%、3.69%和5.61%；等级向下迁移率分别为0.79%、0.32%、2.62%和0%。

从新世纪评级各类型债券发行主体2019年上半年度主体信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），2019年上半年度新世纪评级非金融债⁵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。

2019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6.54%、3.90%和3.92%；非金融企业债务融资工具的向下迁移率为0.77%，企业债和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。

图表7-2019年上半年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.24	0.50				0.25					
AA+	7.10	91.61	0.97	0.32							
AA		4.50	93.13	2.13							0.24
AA-			6.06	86.36	1.52			1.52			4.55
A+					92.86						7.14
A						0.00					100.00
A-							100.00				
BBB+								0.00			100.00
BBB									0.00		100.00
BBB-											
BB+及以下											100.00

图表9-2019年上半年度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	7.55	92.45									
AA		8.00	92.00								
AA-			20.00	80.00							
A+				23.08	76.92						
A					25.00	75.00					
A-							100.00				
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

图表8-2019年上半年度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	7.25	92.75									
AA		3.23	96.77								
AA-			10.00	90.00							
A+					100.00						
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

图表10-2019年上半年度新世纪评级金融债主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	16.67	83.33									
AA			100.00								
AA-			100.00	0.00							
A+											
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

⁵包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

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2019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、大公、中证鹏元和东方金诚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。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86%以上。

五、总结

基于对2019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，2019年上半年度债券市场等级迁移情况基本上延续了一季度的特征，主要如下：

1. 总体来说，2019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，2019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27家，整体向上迁移率由4.70%下降至3.69%；向下迁移数量与去年持平，向下迁移率由1.28%下降至1.25%。

3. 2019年上半年度债券市场AAA~AA级稳定性均在92%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，2019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。

图表11:2019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(%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	4.14	95.17									0.69
AA		6.34	93.66								
AA-			13.04	82.61							4.35
A+					100.00						
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

图表12:2019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(%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.56					0.44					
AA+	8.62	91.38									
AA		6.48	93.52								
AA-				100.00							
A+				50.00	50.00						
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表13:2019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(%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.08	0.46				0.46					
AA+	7.02	92.98									
AA		4.35	94.78								0.87
AA-			11.11	88.89							
A+					100.00						
A						100.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									0.00		100.00
BBB-										0.00	100.00
BB+及以下											—

图表14·2019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 (%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	10.92	87.39		0.84							0.84
AA		5.13	94.87								
AA-			4.55	90.91	4.55						
A+				12.50	87.50						
A					50.00	50.00					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表17·2019年上半年度债券市场中证鹏元持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	1.33	97.33	1.33								
AA		2.51	96.86	0.42						0.21	
AA-			8.99	91.01							
A+					100.00						
A						0.00					100.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表15·2019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 (%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.17	0.83									
AA+	7.84	90.20	1.96								
AA		6.43	90.71	2.86							
AA-				83.33	5.56			5.56			5.56
A+					100.00						
A						0.00					100.00
A-							100.00				
BBB+								0.00			100.00
BBB									0.00		100.00
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表18·2019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 (%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	11.76	86.27		1.96							
AA		1.14	97.16	1.14							0.57
AA-			4.65	93.02							2.33
A+				16.67	83.33						
A						100.00					
A-							50.00				50.00
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

图表16·2019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 (%)

2019年6月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	3.70	94.44	1.85								
AA		4.27	95.12	0.61							
AA-			4.17	91.67							4.17
A+					0.00						100.00
A						50.00					50.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

图表19·2019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%	95.17%	93.66%
中诚信国际	99.56%	91.38%	93.52%
中诚信证评	99.08%	92.98%	94.78%
联合资信	100.00%	87.39%	94.87%
联合信用	99.17%	90.20%	90.71%
大公	100.00%	94.44%	95.12%
中证鹏元	100.00%	97.33%	96.86%
东方金诚	100.00%	86.27%	97.16%