

2017年前三季度债券市场 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年前三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。与上年同期相比，等级向上迁移的数量显著增多，等级向下迁移的数量显著减少。

■ 周美玲 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、可分离转债和金融债¹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10月9日，数据时限是2017年前三季度（2017.1.1~2017.9.30）。

二、2017年前三季度债券主体信用等级迁移情况统计

新世纪评级对2017年前三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年前三季度静态池样本库中满足统计口径²的有效样本3583个。我们对2017年前三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年前三季度债券市场主体信用等级迁移分布

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	合计
AAA	575	2	1						578
AA+	70	635	3						708
AA		141	1715	13	1				1870
AA-			61	257	10				328
A+			1	11	43	2	1		58

¹2017年三季度开始，新世纪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。

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期主体级别。

最后，我们在样本库中剔除2016年或2017年前三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”，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”。

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	合计
A					7	7			14
A-						2	3		5
BBB+						1		2	3

图表2 2017年前三季度债券市场主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	99.48%	0.35%	0.17%					
AA+	9.89%	89.69%	0.42%					
AA		7.53%	91.61%	0.69%	0.05%			
AA-			18.54%	78.12%	3.04%			
A+			1.72%	18.97%	74.14%	3.45%	1.72%	
A					50.00%	50.00%		
A-						40.00%	60.00%	
BBB+						20.00%		40.00%

注：1. 中航高科技发展有限公司从AAA级下调两个子级至AA级，评级机构为中诚信国际；
 2. 沈阳机床股份有限公司从AA级先下调至AA-级，最终下调至A+级，评级机构为东方金诚；
 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. 翔鹭石化股份有限公司从A+级下调两个子级至A-级，评级机构为联合资信；
 5. 浙江温岭联合村镇银行股份有限公司从BBB+级上调两个子级至A级，评级机构为中诚信国际；
 6. 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；
 7. 2017年前三季度存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有洪业化工集团股份有限公司、五洋建设集团股份有限公司、重庆钢铁股份有限公司、山东新查庄矿业有限责任公司和信阳市弘昌管道燃气工程有限责任公司，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再列入。

2017年前三季度债券市场主体信用等级向上迁移的主体295家，向下迁移的主体46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54家，向下迁移数量减少51家，整体向上迁移率由7.42%上升至8.23%，向下迁移率由2.99%下降至1.28%。2017年以来，在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，我国经济整体表现出稳中向好态势，同时，由于供给侧结构性改革的持续推进，部分行业特别是产能过剩行

业的景气度明显回升，企业信用质量明显改善。与上年同期相比，AA级上调至AA+级的数量显著增多，2017年前三季度为141家，2016年前三季度为100家；AA+级上调至AAA级的数量较上年同期增加15家；AA-级上调至AA级的数量减少14家。

2017年前三季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，等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。AAA~AA级保持在上年末等级的比率均在89%以上。与上年同

期相比，除AA级在等级上调压力下稳定性显著减少，上年同期为17家，2017年前三季度低于上年同期外，A+级及以上级别稳定性均为3家。AA+级下调至AA级的数量显

图表3 2012~2017年前三季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	176	9	1141	1326	13.27%	0.68%	86.05%
2013年	186	41	1851	2078	8.95%	1.97%	89.08%
2014年	213	41	2234	2488	8.56%	1.65%	89.79%
2015年	328	64	2528	2920	11.23%	2.19%	86.58%
2016年	274	102	2968	3344	8.19%	3.05%	88.76%
2017年前三季度	295	46	3242	3583	8.23%	1.28%	90.48%
2016年前三季度	241	97	2909	3247	7.42%	2.99%	89.59%

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，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4~13。
新世纪评级按债券类型对2017年前三季度债券市场主体和本评级机构跟踪对象的主体

（一）短期融资券迁移矩阵

图表4 2017年前三季度债券市场短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	99.20%	0.40%	0.40%	
AA+	10.20%	89.80%		
AA		11.59%	88.14%	0.27%
AA-			28.57%	71.43%

图表5 2017年前三季度新世纪评级短期融资券主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	12.82%	87.18%		
AA		6.67%	93.33%	
AA-				100.00%

(二) 中期票据迁移矩阵

图表6 2017年前三季度债券市场中期票据主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	99.46%	0.27%	0.27%					
AA+	8.62%	90.64%	0.74%					
AA		10.77%	88.05%	1.01%	0.17%			
AA-			11.36%	79.55%	9.09%			
A+					50.00%	25.00%	25.00%	
A						100.00%		
BBB+								100.00%

图表7 2017年前三季度新世纪评级中期票据主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	12.90%	87.10%				
AA		11.31%	88.10%	0.60%		
AA-				90.91%	9.09%	
A+						100.00%
A						100.00%

(三) 企业债迁移矩阵

图表8 2017年前三季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	100.00%						
AA+	7.93%	92.07%					
AA		4.49%	94.92%	0.59%			
AA-			14.29%	83.12%	2.60%		
A+					100.00%		
A						100.00%	
A-							100.00%

图表9 2017年前三季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	15.91%	84.09%			
AA		10.32%	89.68%		
AA-			22.22%	72.22%	5.56%
A+					100.00%

(四) 公司债迁移矩阵

图表10 2017年前三季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+
AAA	100.00%						
AA+	10.58%	88.94%	0.48%				
AA		9.50%	89.63%	0.43%			
AA-			25.37%	70.15%	2.99%		
A+			16.67%		83.33%		
A						100.00%	
BBB+							100.00%

图表11 2017年前三季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	18.75%	81.25%		
AA		18.18%	81.82%	
AA-			25.00%	75.00%
A+			100.00%	

(五) 金融债迁移矩阵

图表12 2017年前三季度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.91%	1.09%				
AA+	25.97%	74.03%				
AA		37.68%	62.32%			
AA-			27.78%	72.22%		
A+				26.19%	71.43%	2.38%
A					100.00%	
A-						100.00%
BBB+						100.00%

图表13 2017年前三季度新世纪评级金融债主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+		100.00%			
AA		20.00%	80.00%		
AA-				100.00%	
A+					100.00%

从整个市场各类型债券发行主体2017年前三季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10、12），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。非金融债券发行主体AA级以上等级的稳定性较高，均在88%以上。2017年前三季度短期融资券、中期票据、企业债和公司债等级向上迁移率分别为8.33%、7.27%、5.44%和8.76%；等级向下迁移率分别为0.44%、1.54%、0.95%和0.93%。金融债发行主体等级迁移率较高，等级向上迁移

率达23.84%，向下迁移率为0.58%，AAA级等级稳定性较高为98.91%，AA+级和AA级等级稳定性相对较差，分别为74.03%和62.32%。

从新世纪评级的各类型债券发行主体2017年前三季度的主体信用等级迁移矩阵来看（图表5、7、9、11、13），2017年前三季度新世纪评级非金融债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，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年前三季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7.89%、9.54%、11.88%和15.11%；同期新世纪所评中期票据和企业债等级向下迁移率为0.92%和0.50%，短

期融资券和公司债未发生等级向下迁移。2017年前三季度新世纪所评金融债发行主体等级稳定性显著高于金融债市场整体，维持率为95.35%。

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年前三季度本评级机构、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14 2017年前三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

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	12.42%	87.58%				
AA		11.11%	88.58%	0.31%		
AA-			11.63%	83.72%	4.65%	
A+			12.50%		75.00%	12.50%
A						100.00%

(二) 中诚信国际迁移矩阵

图表15 2017年前三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

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	99.21%	0.40%	0.40%			
AA+	9.32%	89.41%	1.27%			
AA		10.39%	88.43%	1.19%		
AA-			17.54%	78.95%	3.51%	
A+				13.33%	86.67%	
A					100.00%	
A-						100.00%
BBB+						100.00%

(三) 中诚信证券迁移矩阵

图表16 2017年前三季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9月末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	7.14%	91.84%	1.02%	
AA		9.09%	88.43%	1.65%
AA-			21.43%	71.43%

(四) 联合资信迁移矩阵

图表17 2017年前三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9月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	100.00%						
AA+	8.98%	91.02%					
AA		12.01%	87.09%	0.90%			
AA-			27.91%	69.77%	2.33%		
A+				25.00%	65.00%	5.00%	5.00%
A					66.67%	33.33%	
A-						50.00%	50.00%

(五) 联合信用迁移矩阵

图表18 2017年前三季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9月末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	12.05%	86.75%	1.20%			
AA		9.44%	90.56%			
AA-			27.27%	68.18%	4.55%	
A+					100.00%	
A						100.00%

(六) 大公迁移矩阵

图表19 2017年前三季度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+
AAA	99.07%	0.93%					
AA+	18.57%	81.43%					
AA		11.82%	87.03%	0.86%			
AA-			18.92%	79.73%	1.35%		
A+				50.00%	50.00%		
A					33.33%	66.67%	
BBB+							100.00%

(七) 鹏元迁移矩阵

图表20 2017年前三季度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	100.00%							
AA+	1.45%	98.55%						
AA		1.86%	97.97%	0.17%				
AA-			11.50%	87.61%	0.88%			
A+					100.00%			
A						100.00%		
A-							100.00%	
BBB+								33.33%

(八) 东方金诚迁移矩阵

图表21 2017年前三季度债券市场东方金诚跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年9月末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+		100.00%			
AA		0.60%	98.80%		0.60%
AA-			17.65%	76.47%	5.88%
A+				66.67%	33.33%
A					100.00%

图表22 2017年前三季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%	87.58%	88.58%	83.72%
中诚信国际	99.21%	89.41%	88.43%	78.95%
中诚信证券	100.00%	91.84%	88.43%	71.43%
联合资信	100.00%	91.02%	87.09%	69.77%
联合信用	100.00%	86.75%	90.56%	68.18%
大公	99.07%	81.43%	87.03%	79.73%
鹏元	100.00%	98.55%	97.97%	87.61%
东方金诚	100.00%	100.00%	98.80%	76.47%

从各机构所评债券主体信用等级迁移矩阵来看（图表14~21），除大公AA+级稳定性为81.43%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。

五、总结

基于对2017年前三季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2017年前三季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2017年前三季度债券市场主体信用等级的稳定性较高，等级向上迁移的数量多于向下迁移的数量，延续上半年度向上迁移数量较多的规律。

2. 与上年同期相比，主体信用等级向上迁移趋势增强，数量增加54家；向下迁移趋势减弱，数量减少51家，整体向上迁移率由7.42%上升至8.24%，向下迁移率由2.99%下降至1.28%。2017年以来，在消费稳定增长及外贸表现强劲带动下，我国经济整体表现出稳中向好态势，同时，由于供给侧结构性改革的持续推进，部分行业特别是产能过剩行业的景气度明显回升，企业信用质量明显改善。

3. 与上年同期相比，除AA级外，A+级

及以上级别稳定性均有所提高。AA级上调至AA+级的数量显著增多，较上年同期增加41家；AA+级下调至AA级的数量显著减少，从上年同期17家下降至3家。

4. 2017年前三季度除AA-级及以下级别的评级样本量较小，其稳定性不可比外，非金融债发行主体跟踪评级以及各评级机构AAA~AA级的稳定性均较高。金融债发行主体跟踪评级稳定性较低，整体维持率为75.58%。