

2017年度债券市场 主体信用等级迁移研究

■ 文 / 周美玲 郭文渊

摘要

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪”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年度债券市场一年期主体信用等级保持了较高的稳定性。与上年度相比，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。2017年新世纪一年期主体跟踪评级表现了较高的稳定性，AA-级及以上级别稳定性均在84%以上。

从主体属性来看，2017年非金融债¹主体等级亦保持了较高的稳定性，但金融债主体除AAA级外，其它级别稳定性均在70%以下，新世纪金融债主体信用等级稳定性显著高于市场整体。

债券主体信用等级迁移的研究对象和数据来源

新世纪所评债券主体信用等级迁移的研究对象为存续的超短期融资券、一般短期融资券、一般中期票据、一般企业债、一般公司债、可转债、可交换债、可分离可转债和金融债²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1月3日，数据时限是2017年度（2017.1.1~2017.12.31）。

2017年度债券主体信用等级迁移情况统计

（一）2017年度债券主体等级迁移

新世纪对2017年度静态池样本库中债券主体信用等级一年期迁移情况进行统计分析，本次更新后，2017年度静态池样本库中满足统计口径³的有

效样本3645个。我们对2017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年度债券市场一年期主体信用等级迁移分布

2017年末 2016年末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	569	566	2	1					
AA+	714	86	625	2	1				
AA	1897		154	1721	14	3	1		
AA-	350			68	269	12			
A+	66			1	15	47	2	1	
A	19					9	9		
A-	7						3	4	
BBB+	6						1		2

¹包含超短期融资券、一般短期融资券、一般中期票据、一般企业债、一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

²2017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。

³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2016年或2017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”，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”。

■ 图表2 2017年度债券市场一年期主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	99.47%	0.35%	0.18%					
AA+	12.04%	87.54%	0.28%	0.14%				
AA		8.12%	90.72%	0.74%	0.16%	0.05%		
AA-			19.43%	76.86%	3.43%			
A+			1.52%	22.73%	71.21%	3.03%	1.52%	
A					47.37%	47.37%		
A-						42.86%	57.14%	
BBB+						16.67%		33.33%

注：2017年度债券市场主体信用等级迁移超过一个子级的有⁴：

1. 中航高科从AAA级下调两个子级至AA级，评级机构为中诚信国际；
2. 湖北宜化从AA+级先下调至AA级，最终下调至AA-级，评级机构为中诚信国际、中诚信证券和联合信用；
3. 沈阳机床从AA级先下调至AA-级，最终下调至A+级，评级机构为东方金诚；森工集团从AA级先下调至AA-级，最终下调至A+级，评级机构为中诚信国际；中弘股份从AA级下调两个子级至A+级，评级机构为大公；
4. 中安消从AA级先下调至AA-级，再下调两个子级至A级，评级机构为联合信用；
5. 翔鹭石化从A+级下调两个子级至A-级，评级机构为联合资信；
6. 南京港从A+级上调两个子级至AA级，评级机构为新世纪；
7. 浙江温岭联合村镇银行从BBB+级上调两个子级至A级，评级机构为中诚信国际；
8. 蓝焰控股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；
9. 2017年度存续债券主体级别调整至BBB+级以下的企业有洪业化工、亿阳集团、丹东港、五洋建设、重钢股份公司、石河子经建、新查庄矿业、新疆金特钢铁和弘昌燃气，未列入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再列入。

2017年度债券市场主体信用等级向上迁移的主体338家，向下迁移的主体56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66家，向下迁移数量减少46家，整体向上迁移率由8.17%上升至9.27%，向下迁移率由3.06%下降至1.54%。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。与上年度相比，AA级上调至AA+级的数量显著增多，2017年为154家，2016年为110家；AA+级上调至AAA级的数量较上年增加28家；AA-级上调至AA级

的数量减少15家。下调数量方面，AA+级下调至AA级的数量显著减少，上年为17家，2017年为2家。

2017年度迁移矩阵基本保持了前三季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87%以上。与上年度相比，除AA级在等级上调压力下稳定性低于上年外，A+级及以上级别稳定性均有所提高，特别地，A+级稳定性较上年度上升16.11个百分点。

(二)2012~2017年债券主体等级迁移

新世纪整理了自2012年以来债券市场一年期等级迁移调整情况。从整体来看，2012~2017年债券市场主体信用等级保持了较高的稳定性，等级向上迁移的数量一直多于向下迁移的数量。从数量上来看，市场总量保持了逐年上升的趋势。向上迁移数量方面，2012~2015年等级向上迁移数量呈逐年上升趋势，2016年由于宏观经济下行及信用事件频发，等级向上迁移数量较上年减少54家，2017年在供给侧结构性改革的持续推进下企业信用质量明显改善，向上迁移数量回升。向下迁移数量方面，2012~2016年向下迁移数量除2014年与上年持平外，呈现逐年上升的趋势，2017年在企业信用质量改善的情况下向下迁移数量较上年大幅减少。

■ 图表3 2012~2017年债券市场一年期等级迁移调整情况

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	8	1133	1317	13.36%	0.61%	86.03%
2013年	185	41	1839	2065	8.96%	1.99%	89.06%
2014年	213	41	2222	2476	8.60%	1.66%	89.74%
2015年	326	64	2520	2910	11.20%	2.20%	86.60%
2016年	272	102	2955	3329	8.17%	3.06%	88.77%
2017年	338	56	3251	3645	9.27%	1.54%	89.19%

⁴以下涉及主体简称使用Wind指标“发行人中文简称”。

从向上迁移率来看，虽然2012~2015年的向上迁移绝对数量呈增长趋势，但整体的向上迁移率在2012~2014年呈现下降趋势，2015年有所反弹，2016年在向上迁移数量下降的同时向上迁移率也大幅下降，2017年向上迁移率有所回升。向下迁移率方面，2012~2016年基本呈现逐年上升的趋势，2017年向下迁移率大幅下降，达到近五年以来的最低水平。

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，新世纪按债券类型对2017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4~11。

(一)非金融企业债务融资工具⁵迁移矩阵

图表4 2017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

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	99.50%	0.25%	0.25%					
AA+	10.17%	89.19%	0.42%	0.21%				
AA		10.40%	88.40%	0.80%	0.27%			
AA-			18.75%	75.00%	6.25%			
A+					50.00%	25.00%	25.00%	
A						100.00%		
BBB+								100.00%

图表5 2017年度新世纪非金融企业债务融资工具主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	12.62%	87.38%				
AA		10.20%	89.29%	0.51%		
AA-				93.33%	6.67%	
A+						100.00%
A						100.00%

⁵包含超短期融资券、一般短期融资券和一般中期票据。

⁶包含一般公司债、可转债、可交换债和可分离可转债。

(二)企业债迁移矩阵

图表6 2017年度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	100.00%						
AA+	7.83%	92.17%					
AA		4.92%	94.50%	0.58%			
AA-			15.61%	82.08%	2.31%		
A+					100.00%		
A						66.67%	
A-							100.00%

图表7 2017年度新世纪企业债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	15.91%	84.09%			
AA		10.85%	89.15%		
AA-			21.05%	73.68%	5.26%
A+					100.00%

(三)公司债⁶迁移矩阵

图表8 2017年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+
AAA	100.00%						
AA+	12.27%	87.27%		0.45%			
AA		10.06%	88.05%	0.63%	0.21%	0.21%	
AA-			20.29%	72.46%	5.80%		
A+			14.29%		85.71%		
A						100.00%	
BBB+							100.00%

■ 图表9 2017年度新世纪公司债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	20.00%	80.00%		
AA		16.95%	83.05%	
AA-			25.00%	75.00%
A+			100.00%	

(四)金融债迁移矩阵

■ 图表10 2017年度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	98.91%	1.09%				
AA+	37.18%	62.82%				
AA		37.50%	62.50%			
AA-			30.51%	69.49%		
A+				30.61%	67.35%	2.04%
A					81.82%	18.18%
A-						100.00%
BBB+						100.00%

■ 图表11 2017年度新世纪金融债主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+
AAA	100.00%				
AA+	25.00%	75.00%			
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。非金融债券发行主体AA级及以上等级的稳定性较高，均在87%以上。2017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8.09%、5.90%和8.92%；等级向下迁移率分别为1.41%、1.05%和1.57%。金融债发行主体等级迁移率较高，等级向上迁移率达27.95%，向下迁移率为0.55%，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62.82%和62.50%。

从新世纪所评各类型债券发行主体2017年度主体信用等级迁移矩阵来看（图表5、7、9、11），2017年度新世纪所评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，与各券种等级迁移矩阵特征一致。2017年度新世纪所评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8.87%、11.96%和14.67%；同期新世纪所评非金融企业债务融资工具和企业债等级向下迁移率为0.81%和0.48%，公司债未发生等级向下迁移。2017年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93.48%。

按评级机构统计等级迁移矩阵

根据静态池样本库，新世纪对2017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)新世纪迁移矩阵

■ 图表12 2017年度债券市场新世纪跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	13.46%	86.54%				
AA		11.14%	88.25%	0.30%		
AA-			10.87%	84.78%	4.35%	
A+			10.00%		80.00%	10.00%
A						100.00%

(二)中诚信国际迁移矩阵

图表13 2017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

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	99.18%	0.41%	0.41%			
AA+	10.13%	88.61%	0.84%	0.42%		
AA		10.82%	87.72%	1.17%	0.29%	
AA-			22.03%	74.58%	3.39%	
A+				18.75%	81.25%	
A					100.00%	
A-						100.00%
BBB+						100.00%

(三)中诚信证券迁移矩阵

图表14 2017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

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	100.00%			
AA+	8.16%	90.82%		1.02%
AA		9.76%	87.80%	1.63%
AA-			21.43%	71.43%

(四)联合资信迁移矩阵

图表15 2017年度债券市场联合资信跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-
AAA	100.00%						
AA+	12.94%	86.47%	0.59%				
AA		12.65%	86.18%	0.88%			
AA-			27.08%	70.83%	2.08%		
A+				33.33%	58.33%	4.17%	4.17%
A					75.00%	25.00%	
A-						66.67%	33.33%

(五)联合信用迁移矩阵

图表16 2017年度债券市场联合信用跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+	13.25%	85.54%		1.20%		
AA		9.34%	89.01%			0.55%
AA-			27.27%	63.64%	9.09%	
A+					100.00%	
A						100.00%

(六)大公迁移矩阵

图表17 2017年度债券市场大公跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB+
AAA	99.07%	0.93%					
AA+	19.15%	80.85%					
AA		12.64%	85.63%	1.15%	0.29%		
AA-			18.42%	80.26%	1.32%		
A+				50.00%	50.00%		
A					25.00%	50.00%	
BBB+							100.00%

(七)鹏元迁移矩阵

图表18 2017年度债券市场鹏元跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+
AAA	100.00%							
AA+	1.41%	98.59%						
AA		1.82%	98.01%	0.17%				
AA-			12.20%	86.18%	1.63%			
A+					100.00%			
A						100.00%		
A-							100.00%	
BBB+								25.00%

(八)东方金诚迁移矩阵

图表19 2017年度债券市场东方金诚跟踪评级主体信用等级迁移矩阵

2017年末 2016年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
AAA	100.00%					
AA+		100.00%				
AA		1.20%	97.60%		0.60%	0.60%
AA-			17.14%	77.14%	5.71%	
A+				66.67%	33.33%	
A					66.67%	33.33%

从各机构所评债券主体信用等级迁移矩阵来看（图表12~19），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。除大公AA+级稳定性为80.85%外，其余各机构AAA~AA级维持原等级的比例均较高，均在85%以上。

图表20 2017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	100.00%	86.54%	88.25%	84.78%
中诚信国际	99.18%	88.61%	87.72%	74.58%
中诚信证券	100.00%	90.82%	87.80%	71.43%
联合资信	100.00%	86.47%	86.18%	70.83%
联合信用	100.00%	85.54%	89.01%	63.64%
大公	99.07%	80.85%	85.63%	80.26%
鹏元	100.00%	98.59%	98.01%	86.18%
东方金诚	100.00%	100.00%	97.60%	77.14%

总结

基于对2017年度债券市场一年期主体信用等级迁移数据的统计和分析，2017年度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2017年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. AAA~AA级稳定性均在87%以上。与上年度相比，除AA级在等级上调压力下稳定性低于上年外，各级别稳定性均有所提高，特别是A+级稳定性上升幅度较大。

3. 与上年度相比，主体信用等级向上迁移趋势增强，数量增加66家；向下迁移趋势大幅减弱，数量减少46家，整体向上迁移率由8.17%上升至9.27%，向下迁移率由3.06%下降至1.54%。

4. 从分券种和分机构主体信用等级迁移来看，2017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，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71.51%。