

2019年一季度债券市场主体信用等级迁移研究

■ 文 / 周美玲 柯乐

摘要

2019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94%。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增加。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，新世纪评级持续评级主体信用等级表现了较高的稳定性，AA级及以上级别稳定性均在92%以上。从债券类型来看，2019年一季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89%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、一般企业债、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4月8日，本期季报观察期为2019.1.1~2019.3.31。

二、2019年一季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⁴期初的主体数量为3694家，2019年一季度已发布主体级别的主体为806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年一季度债券市场主体信用等级向上迁移和向下迁移的数量均为18家（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7家，向下迁移数量增加11家，整体向上迁移率由3.79%下降至2.23%，向下迁移率由2.41%下降至2.23%，等级向上迁移和向下迁移趋势均有所减弱。2019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级的数量增加2家，AA级上调至AA+级的数量持平，AA+级上调至AAA级的数量增加5家。因尚未进入跟踪高峰期，一季度跟踪评级

图表1·2019年一季度债券市场主体信用等级迁移分布

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	360	1									
AA+	7	224	1	1							1
AA		8	170	1							
AA-			3	10					1		2
A+					4						1
A						2			1		1
A-											
BBB+											1
BBB											2
BBB-											
BB+及以下											2

图表2·2019年一季度债券市场主体信用等级迁移矩阵（%）

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.72	0.28									
AA+	2.99	95.73	0.43	0.43							0.43
AA		4.47	94.97	0.56							
AA-			16.67	55.56		11.11			5.56		11.11
A+					80.00						20.00
A						50.00			25.00		25.00
A-											
BBB+									0.00		100.00
BBB									0.00		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15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。

⁴2019年新世纪评级改进静态池算法，不再剔除因评级机构不同从而导致等级波动的债券发行人及其所发行的债券，期初已违约的主体从本期静态池剔除。

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94%以上,等级稳定性除了AA-级较低以外整体上基本保持了随等级上升而上升的规律。

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2019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3~10。

图表3-2019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 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.34	0.66									
AA+	4.00	93.60	0.80	0.80							0.80
AA		3.70	96.30								
AA-				50.00							50.00
A+											
A						0.00					100.00
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											100.00

图表4-2019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 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	4.55	90.91									4.55
AA			100.00								
AA-				50.00							50.00
A+											
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

图表5-2019年一季度债券市场企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	3.85	94.23	1.92								
AA		2.99	97.01								
AA-			25.00	75.00							
A+											
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											100.00

图表6-2019年一季度新世纪评级企业债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	25.00	75.00									
AA			100.00								
AA-											
A+											
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

图表7-2019年一季度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	98.98	1.02									
AA+	4.55	95.45									
AA		17.65	76.47	5.88							
AA-				0.00	50.00				25.00		25.00
A+					0.00						100.00
A						0.00			50.00		50.00
A-											
BBB+									0.00		100.00
BBB									0.00		100.00
BBB-											
BB+及以下											100.00

图表8-2019年一季度新世纪评级公司债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	10.00	90.00									
AA											
AA-											
A+											
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

图表9-2019年一季度债券市场金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	12.50	87.50									
AA		12.50	87.50								
AA-			25.00	75.00							
A+						100.00					
A							100.00				
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

图表10-2019年一季度新世纪评级金融债主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+		100.00									
AA			100.00								
AA-				100.00	0.00						
A+											
A											
A-											
BBB+											
BBB											
BBB-											
BB+及以下											

从整个市场各类型债券发行主体2019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相对较高，均在76%以上。

2019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2.22%、3.11%、2.94%和4.35%；等级向下迁移率分别为1.94%、1.04%、7.65%和0。

从新世纪评级⁵各类型债券发行主体2019年一季度主体信用等级迁移矩阵来看（图表4、6、8、10），2019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。

2019年一季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1.75%、5.26%和3.70%；非金融企业债务融资工具向下迁移率为3.51%，企业债和公司债均未发生等级向下迁移。新世纪评级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2019年一季度本公司、中诚信国际、中诚信证评、联合资信、联合信用、大公、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。

图表11-2019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（%）

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	3.85	92.31									3.85
AA			100.00								
AA-			33.33	33.33							33.33
A+					100.00						
A						100.00					
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-										100.00	
BB+及以下											100.00

图表12-2019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（%）

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	99.02	0.98									
AA+	5.66	94.34									
AA		9.52	90.48								
AA-				100.00							
A+					100.00						
A						100.00					
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-										100.00	
BB+及以下											100.00

图表13-2019年一季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3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	97.96	2.04									
AA+		100.00									
AA		100.00	0.00								
AA-				100.00							
A+					100.00						
A						100.00					
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-										100.00	
BB+及以下											100.00

图表14-2019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（%）

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	100.00										
AA+	6.67	91.11									
AA			100.00								
AA-				100.00							
A+					100.00						
A						100.00					
A-							100.00				
BBB+								100.00			
BBB									100.00		
BBB-										100.00	
BB+及以下											100.00

⁵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”，中诚信证评评估有限公司简称“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“鹏元”，东方金诚国际信用评级有限公司简称“东方金诚”。

⁶包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

图表15·2019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 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及 以下
AAA	100.00										
AA+		100.00									
AA		25.00	75.00								
AA-				0.00	50.00				50.00		
A+					—						
A						0.00			100.00		
A-							—				
BBB+								0.00			100.00
BBB									0.00		100.00
BBB-										—	
BB+及以下											—

图表16·2019年一季度债券市场大公持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及 以下
AAA	100.00										
AA+		91.67	8.33								
AA			100.00								
AA-			33.33	33.33		33.33					
A+					0.00						100.00
A						50.00					50.00
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

图表17·2019年一季度债券市场鹏元持续评级主体信用等级迁移矩阵 (%)

2019年3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及 以下
AAA	100.00										
AA+	20.00	80.00									
AA			100.00								
AA-			50.00	50.00							
A+					—						
A						—					
A-							—				
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											100.00

图表18·2019年一季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3月末 2018年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及 以下
AAA	100.00										
AA+		100.00									
AA		5.56	83.33	5.56	5.56						
AA-				75.00							25.00
A+					100.00						
A						—					
A-							0.00				100.00
BBB+								—			
BBB									—		
BBB-										—	
BB+及以下											—

图表19·2019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
新世纪评级	100.00%	92.31%	100.00%
中诚信国际	99.02%	94.34%	90.48%
中诚信证券	97.96%	100.00%	0.00%
联合资信	100.00%	91.11%	100.00%
联合信用	100.00%	100.00%	75.00%
大公	100.00%	91.67%	100.00%
鹏元	100.00%	80.00%	100.00%
东方金诚	100.00%	100.00%	83.33%

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，不具有可比性。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80%以上（图表19）。

五、总结

基于对2019年一季度债券市场主体信用等级迁移数据的统计和分析，2019年一季度债券市场等级迁移情况有如下特征：

1. 总体来说，2019年一季度主体信用等级保持了相对较高的稳定性，且等级稳定性基本上保持了随等级上升而上升的规律。

2. 2019年一季度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。

3. 与上年同期相比，主体信用等级向上迁移数量增加7家，向下迁移数量增加11家，整体向上迁移率由3.79%下降至2.23%，向下迁移率由2.41%下降至2.23%，等级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，2019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。