2019 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 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。详见下表:

新世纪评级版权所有

[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。

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，具体评级信息详见附录 1。

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 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 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。

新世纪评级版权所有

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。

（一） 非金融企业债务融资工具迁移矩阵

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

新世纪评级版权所有

[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估有限公司简称“东方金诚”。

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											—

(二) 企业债迁移矩阵

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 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						

新世纪评级版权所有

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

(三) 公司债迁移矩阵

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 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											—

新世纪评级版权所有

(四) 金融债迁移矩阵

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 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											—

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），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%。

浙江新世纪评级版权所有

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。

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。

(一) 新世纪评级迁移矩阵

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											—

[5]包含非金融企业债务融资工具、企业债和公司债。

新世纪评级版权所有

(二) 中诚信国际迁移矩阵

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

(三) 中诚信证评迁移矩阵

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											—

(四) 联合资信迁移矩阵

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

新世纪评级版权所有

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

(五) 联合信用迁移矩阵

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

(六) 大公迁移矩阵

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-										—	

新世纪评级版权所有

BB+及以下											—

(七) 中证鹏元迁移矩阵

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

(八) 东方金诚迁移矩阵

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											—

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。

新世纪评级版权所有

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%

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。

新世纪评级版权所有

附录 1：观察期内等级迁移超过 2 个子级（含 2 个子级）的主体及评级信息

序号	发行人	等级变动	迁移级数
1	康美药业股份有限公司	AAA ~ A	5
2	安徽省外经建设（集团）有限公司	AA+ ~ AA-	2
3	中信国安集团有限公司	AA+ ~ C	17
4	康得新复合材料集团股份有限公司		
5	青海省投资集团有限公司	AA ~ BBB	6
6	腾邦集团有限公司	AA ~ C	16
7	天广中茂股份有限公司	AA- ~ BBB+	4
8	上海飞乐音响股份有限公司	AA- ~ BB+	7
9	河南众品食品有限公司	AA- ~ C	15
10	河南众品食业股份有限公司		
11	南京建工产业集团有限公司		
12	金洲慈航集团股份有限公司		
13	东辰控股集团有限公司	A+ ~ CC	13
14	大连天神娱乐股份有限公司	A ~ BB	6
15	华晨电力股份公司		
16	甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司	A ~ C	13
17	山东胜通集团股份有限公司		
18	东方金钰股份有限公司	BBB+ ~ C	11
19	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	BBB ~ BB	3
20	国购投资有限公司	BBB ~ C	10
21	宝塔石化集团有限公司	BB ~ C	7
22	三胞集团有限公司		
23	深圳市大富配天投资有限公司	B ~ CCC	2

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。