

2016 年度债券市场主体信用等级迁移研究

概要：

信用评级迁移矩阵是国际上通用的对评级结果进行检验的重要方法之一。本文主要通过迁移矩阵来考查债券市场主体所获得的信用结果的稳定性，进而检验评级结果的质量，并作为预测债券主体未来评级表现的重要依据。该研究报告除了对投资者和监管机构提供有用的数据以外，也有助于提高评级过程的透明度，并成为长期主体评级的重要尺度。

本文首先介绍数据来源、样本统计来源及时间截点，然后统计了 2016 年度债券市场主体信用评级迁移矩阵、2014 年度以来债券市场主体信用评级迁移上调及下降比率及历史趋势，最后以公司债为例，将联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）与公司债市场主体信用评级迁移矩阵进行简要对比分析。

从研究结论上看，2016 年度债券市场主体信用等级稳定性较高，向上迁移概率依旧较向下迁移数量大，但在迁移数量方面，向上迁移数量要较上年度显著减少，向下迁移数量则较上年度增加；在级别稳定性方面，除 AA-数量较少不具备可比性之外，市场整体 AAA~AA 信用等级稳定性很高；从联合评级迁移矩阵来看，主体级别主要分布在 AAA~AA 级，稳定性较高，均保持在 85%以上。

1. 2016 年债券市场主体信用等级迁移研究对象以及数据来源

此次债券主体信用等级迁移研究主要针对对象为非金融企业，发行产品包括短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转换债券及可分离转债等。本次研究数据主要是来源于 wind 资讯，时间截点为 2016 年 1 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日。联合评级对 2016 年债券主体信用等级迁移情况进行统计分析，在样本库中剔除拥有因不同评级机构给出的差异级别的债券发行人，所有主体级别及债券级别均以最新为基准。

2. 债券主体信用等级迁移情况概况

联合评级根据 Wind 资讯数据统计分析，2016 年，等级迁移趋势主要以调升为主，债券市场向上迁移主体 208 家，向下迁移的主体 100 家。在级别迁移数量方面，与 2015 年相比，等级向上调升数量减少 53 家，向下迁移数量则增加 36 家，整体向上迁移率由 9.70% 下降至 7.04%，向下迁移率由 2.38% 上升至 3.38%。具体来看，2016 年 AAA 级下调至 AA+ 的为 7 家，迁移率为 1.80%；AA+ 上调至 AAA 的为 52 家，迁移率为 9.09%，AA+ 下调至 AA、AA- 的分别为 15 家和 6 家，迁移率分别为 2.62% 和 1.05%；AA 上调至 AA+ 的为 86 家，迁移率为 5.36%，AA 下调至 AA-、A+ 和 A 的分别为 21 家、1 家和 1 家，迁移率分别为 1.31%、0.06% 和 0.06%；AA- 上调至 AA+ 和 AA 的分别为 1 家和 64 家，迁移率分别为 0.30% 和 19.28%，AA- 下调至 A+ 和 A 的分别为 11 家和 2 家，迁移率分别为 3.25% 和 0.06%；A+ 上调至 AA- 的为 4 家，迁移率为 18.18%，A+ 下调至 A 的为 5 家，迁移率为 22.72%。

表 1 2016 年度债券市场主体信用等级迁移分布

| 2016 2015 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ | A | 合计 |
|--------------|-----|-----|-------|-----|----|---|-------|
| AAA | 381 | 7 | | | | | 388 |
| AA+ | 52 | 499 | 15 | 6 | | | 572 |
| AA | | 86 | 1,494 | 21 | 1 | 1 | 1,603 |
| AA- | | 1 | 64 | 254 | 11 | 2 | 332 |
| A+ | | | | 4 | 13 | 5 | 22 |

注：2016 年度存续债券主体级别调整至 BBB+ 级以下的企业有川煤集团、中城建、内蒙古博源集团、大连机床、东北特钢、中煤集团山西华显能源、内蒙古霍林河煤业、国裕物流、亚邦控股、柳州化工、太原煤气化、云南云维、华盛江泉、肥城矿业、淄博宏达矿业、南京雨润和谷神生物，未纳入上表，在后续相关的迁移矩阵中亦不再纳入。

数据来源：Wind，联合评级整理

表 2 2016 年度债券市场主体信用等级迁移矩阵

| 2016 2015 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ | A |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AAA | 98.20% | 1.80% | | | | |
| AA+ | 9.09% | 87.24% | 2.62% | 1.05% | | |
| AA | | 5.36% | 93.20% | 1.31% | 0.06% | 0.06% |
| AA- | | 0.30% | 19.28% | 76.51% | 3.25% | 0.06% |
| A+ | | | | 18.18% | 59.09% | 22.72% |

数据来源：Wind，联合评级整理

联合评级根据 Wind 资讯数据整理了近三年年度债券市场等级迁移调整情况。整体来看，2014~2016 年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。

从等级下调情况来看，2014~2016 年，等级向下迁移数量及迁移率均呈逐年上升趋势，等级向下迁移数量分别为 41 家、64 家和 100 家，等级向下迁移率分别为 1.76%、2.38% 和 3.38%，2016 年信用事件频发以及经济环境的整体趋弱使得等级向下迁移数量及迁移率均提升明显，向下迁移趋势增强。

从等级上调情况来看，2014~2016 年，等级向上迁移数量分别为 186 家、261 家和 208 家，等级向上迁移率分别为 7.96%、9.70% 和 7.04%，2016 年由于宏观经济下行及信用事件频发，等级向上迁移数量及迁移率同比显著下降，具有代表性的是：AA-级上调至 AA 级的数量显著减少，2015 年度为 90 家，2016 年度为 64 家，且 AA 级上调至 AA+ 级的数量减少也较多，2015 年度为 102 家，2016 年度为 86 家。

表 3 近三年债券市场等级迁移调整情况

| | 上调 | 下调 | 维持 | 合计 | 上调率 | 下调率 | 维持率 |
|------|-----|-----|-------|-------|-------|-------|--------|
| 2014 | 186 | 41 | 2,109 | 2,336 | 7.96% | 1.76% | 90.28% |
| 2015 | 261 | 64 | 2,367 | 2,692 | 9.70% | 2.38% | 87.92% |
| 2016 | 208 | 100 | 2,648 | 2,956 | 7.04% | 3.38% | 89.58% |

数据来源：Wind，联合评级整理

3. 公司债发行主体信用等级迁移矩阵

以公司债发行主体为例，可以看出 2016 年度各主体级别等级越高越稳定，级别越低迁移率越高的特征，与债券市场信用等级迁移稳定性规律一致。尤其是 AA 以上等级的稳定性较高，基本维持在 85% 以上。2016 年度债券市场公司债等级向上迁移概率为 8.64%，等级向下迁移概率为 2.69%。从联合评级迁移矩阵来看，主体级别主要分布在 AAA~AA 级，且稳定性较高，AA-级及以下级别样本数量较少，与债券市场各等级迁移矩阵特征一致。

表 4 2016 年度债券市场公司债主体信用等级迁移矩阵

| 2016 \ 2015 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| AAA | 98.73% | 1.27% | | | |
| AA+ | 11.23% | 86.10% | 2.67% | | |
| AA | | 6.65% | 91.21% | 1.90% | |
| AA- | | 1.32% | 27.63% | 68.42% | 2.63% |
| A+ | | | | 20.00% | 40.00% |

数据来源：Wind，联合评级整理

表 5 2016 年度联合评级公司债信用等级迁移矩阵

| 2016 \ 2015 | AAA | AA+ | AA | AA- | A+ | A |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| AAA | 92.31% | 7.69% | | | | |
| AA+ | 3.85% | 94.23% | 1.92% | | | |
| AA | | 8.15% | 88.15% | 3.70% | | |
| AA- | | | 22.22% | 77.78% | | |
| A+ | | | | | 66.67% | 33.33% |
| A | | | | | | 100.00% |

数据来源：联合评级整理

总体看，2016 年度债券市场主体信用等级的稳定性较高，向上迁移概率依旧较向下迁移大，但在迁移数量变化方面，向上迁移数量要较上年度显著减少，向下迁移数量则较上年度增加；在级别稳定性方面，除 AA-数量较少不具备可比性之外，市场整体 AAA~AA 信用等级稳定性很高；从联合评级迁移矩阵来看，主体级别主要分布在 AAA~AA 级，稳定性较高，均保持在 85% 以上。