

2019 年度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

2020 年 2 月 19 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号 PICC 大厦 17 层

邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号 PICC 大厦 10 层

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

网址：www.unitedratings.com.cn

2019 年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

作者：王自迪 郝帅 邓博文

本文从违约情况、信用等级迁移和利差三个方面对 2019 年我国债券市场评级表现进行分析，对评级质量进行检验。研究结果显示，违约情况方面，2019 年我国公募债券市场发行人主体违约率为 0.82%，较 2018 年（0.75%）有所上升，各信用等级违约率基本呈随级别降低而递增的趋势。信用等级迁移方面，评级稳定性有所提高，调升率继续下降，不同所有制企业显著分化，评级调整及时性有待提高。利差方面，信用等级与发行利率均值和利差均值基本呈负向关系，各类债券不同信用等级的发行利差均存在显著性差异，我国债券市场的筛查机制较好地反映了不同受评对象的信用级别差异。

一、违约情况统计分析¹

（一）新增违约发行人数量仍然较多，违约常态化发生

2019 年，我国债券市场新增 46 家违约²发行人，共涉及到期违约债券 136 期³，到期违约金额⁴约 838.23 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2018 年（43 家，110 期）进一步增加，到期违约金额较 2018 年（908.29 亿元）有所减少。总体来看，2019 年我国债券市场新增违约发行人数量仍然较多，违约事件常态化发生。

¹ 根据最新信息披露情况，2019 年报告对 2018 年和 2017 年数据进行了追溯调整。

² 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券/主体发生违约：一是债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；二是债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；但在以下两种情况发生时，不视作债券/主体违约：一是如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；二是合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1~2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。

³ 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

⁴ 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

截至 2019 年末，上述新增违约发行人中有 27 家尚有存续债券 89 期，债券余额（仅含本金）约 815.80 亿元⁵，主要集中在 2020—2024 年到期。此外，另有 28 家 2019 年之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金（重复违约），共涉及到期违约债券 67 期，到期违约金额约 420.69 亿元，其中 38 期债券为首次到期违约，涉及到期违约金额约 253.21 亿元。

2019 年，我国债券市场新增违约事件主要呈现出如下三个特点：一是互保企业、母子公司、关联方等风险交叉蔓延，违约事件相继发生，例如：山东胜通集团股份有限公司和东辰控股集团有限公司，受同属互保圈的山东大海集团有限公司和山东金茂纺织化工集团有限公司违约影响，被法院裁定破产重整，构成实质性违约，同处山东的西王集团有限公司亦因互保问题导致资金链持续紧张，最终发生违约；华晨电力股份公司为永泰能源股份有限公司控股子公司，永泰能源股份有限公司于 2018 年爆发债务危机，多期存续债券发生违约，间接影响华晨电力股份公司偿债能力；刚泰集团有限公司和甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司为关联方关系，均先后发生违约。

二是新增违约发行人民营企业所占比例较高，新增 46 家违约发行人中有 36 家为民营企业，占比为 78.26%。民营企业违约高发的原因包括：（1）部分民营企业信用资质较弱，随着外部运营环境发生变化，公司盈利能力下滑且资产流动性较差，偿债能力恶化，如庞大汽贸集团股份有限公司、贵人鸟股份有限公司等。（2）部分民营企业前期无序扩张、过度融资，导致债务规模较大且短期债务沉重，现金流持续承压，如东旭光电科技股份有限公司、郴州市金贵银业股份有限公司、三胞集团有限公司、腾邦集团有限公司等。（3）部分民营企业内部控制存在缺陷，信息披露违规、管理制度混乱、资金挪用混用、财务造假、实际控制人涉嫌犯罪等违法违规现象突出，如康得新复合材料集团股份有限公司、哈尔滨秋林集团股份有限公司、宝塔石化集团有限公司、华泰汽车集团有限公司等。

三是新增违约发行人中上市公司数量仍然较多（18 家），占比达

⁵ 包括已发生到期本金或利息违约债券 52 期，涉及债券余额（仅含本金）约 524.91 亿元，以及尚未发生到期违约债券 37 期，涉及债券余额（仅含本金）约 290.89 亿元。

39.13%，与 2018 年基本持平（17 家，占比 39.53%）。近两年来上市公司违约事件多发，主要与部分上市公司激进扩张、投资并购、高比例股权质押以及内控制度缺失、违法违规等经营管理问题有关：（1）部分上市公司股东高比例质押股票，导致融资弹性下降，进而容易陷入流动性危机，导致违约的发生，如北讯集团股份有限公司等；（2）部分上市公司大规模进行并购重组，企业商誉规模快速增长，并购标的业绩不佳导致商誉减值、净资产缩水，对企业的信用水平和再融资产生不良影响，如金洲慈航集团股份有限公司、甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司等；（3）部分上市公司管理风险暴露，在信息披露、财务信息真实性等方面收到监管机构问询函、警示函的频次明显上升，上市公司内控制度不完善导致声誉受损，再融资渠道进一步受限，如成都天翔环境股份有限公司、大连天宝绿色食品股份有限公司等。与此同时，外部环境方面，A 股市场再融资政策调整⁶、减持新规⁷等间接加速了部分上市公司信用风险的暴露。2019 年 18 家新增违约上市公司中，已有 6 家被给予退市风险警示（*ST），3 家被进行特别处理（ST）。

从违约发生的行业和地域分布来看，2019 年新增违约发行人未呈现出明显的行业或地域特征，46 家新增违约发行人分散于广东、辽宁、江苏、河南、北京、山东等 21 个省、自治区或直辖市，共涉及食品、纺织品、服装与奢侈品、综合类、多元金融服务、化工、建筑与工程等 20 个行业⁸。

截至 2019 年末，我国债券市场累计有 188 家发行人发生违约，涉及到期违约债券 419 期，到期违约债券金额约 2975.40 亿元。违约发行人中有 47 家尚有债券处于存续期，存续债券 130 期，债券余额约 1155.06 亿元⁹，到期时间分布在 2020—2024 年。

⁶ 2017 年 2 月证监会发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》，对部分上市公司过度融资、脱离主业的发展倾向进行纠正，首次对上市公司再融资设置了 18 个月的融资间隔，并在定向增发的股票增发数量、增发价格以及募集资金用途等方面进行调整规范，限制了上市公司的融资能力。

⁷ 2017 年 5 月证监会发布《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，针对上市公司大股东集中、大规模减持现象予以规范，进一步增加了上市公司定向增发的难度。

⁸ Wind 三级行业，下同。

⁹ 包括已发生到期违约债券 84 期，债券余额约 801.01 亿元，尚未到期违约债券 46 期，债券余额约 354.05 亿元。

（二）公募市场主体违约与债券违约统计

2019 年，我国公募债券市场发行人中新增违约主体 32 家¹⁰，共涉及到期违约公募债券 74 期，到期违约公募债券金额约 555.87 亿元。新增违约主体家数、涉及到期违约公募债券期数与 2018 年（31 家，74 期）基本持平，公募债券到期违约金额较 2018 年（751.38 亿元）有所减少。截至 2019 年末，上述 32 家公募债券市场新增违约发行人中，有 17 家发行人尚有公募债券处于存续状态，存续公募债券 54 期，公募债券余额约 631.09 亿元¹¹，到期时间分布在 2020—2024 年。

此外，2019 年，公募债券市场还有 22 家 2019 年之前已发生违约的发行人继续未能按期偿付其存续债券利息或本金，共涉及到期违约公募债券 41 期，到期违约公募债券金额约 256.77 亿元，其中 23 期公募债券为首次到期违约，涉及到期违约公募债券金额约 151.84 亿元。

通过对主体违约进行统计，2019 年我国公募债券市场发行人主体违约率（0.82%）较 2018 年（0.75%）有所上升，违约级别范围进一步扩大，除 A 级外，BBB 级及以上级别均出现违约，BB⁺级及以下级别中 BB 级出现违约；除 AA 级外，出现违约样本的各级别违约率较 2018 年均不同程度上升；出现违约样本的各级别违约率基本呈现随级别降低而递增的趋势，AAA 级违约率（0.25%）和 AA 级违约率（0.22%）、AA⁺级违约率（0.93%）和 AA 级违约率（0.22%）则出现倒挂（详见表 1）。

表 1 2017 年至 2019 年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表（单位：家、%）

主体级别	2017 年			2018 年			2019 年		
	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率
AAA	592	0	0.00	705	1	0.14	815	2	0.25
AA ⁺	808	0	0.00	882	1	0.11	971	9	0.93
AA	2020	3	0.15	1970	20	1.02	1790	4	0.22
AA ⁻	401	0	0.00	385	3	0.78	295	5	1.69

¹⁰ 发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约主体：发行人所发公募债券发生违约、发行人发生私募债券违约但违约时仍有公募债券存续，违约包括仅主体违约、主体和债项均发生违约的情况。

¹¹ 包括已发生到期违约债券 30 期，债券余额约 404.24 亿元，尚未发生到期违约债券 24 期，债券余额约 226.85 亿元。

A ⁺	57	0	0.00	75	1	1.33	70	4	5.71
A	21	0	0.00	17	2	11.76	22	3	13.64
A ⁻	9	0	0.00	8	0	0.00	8	0	0.00
BBB ⁺	10	1	10.00	5	0	0.00	4	1	25.00
BBB	13	0	0.00	5	0	0.00	6	2	33.33
BBB ⁻	6	1	16.67	2	1	50.00	1	1	100.00
BB ⁺	6	0	0.00	5	0	0.00	2	0	0.00
BB	7	2	28.57	3	0	0.00	2	2	100.00
BB ⁻	3	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
B ⁺	0	0	0.00	0	0	0.00	1	0	0.00
B	1	0	0.00	2	1	50.00	0	0	0.00
B ⁻	2	0	0.00	2	1	50.00	0	0	0.00
CCC	1	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
CC	1	0	0.00	1	0	0.00	0	0	0.00
C	0	0	0.00	0	0	0.00	0	0	0.00
无评级	49	0	0.00	38	0	0.00	38	0	0.00
合计	3861	7	0.18	3990	30	0.75	3907	32	0.82

注：1. 发行人样本为当年年初存续的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体，并剔除此前已发生违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形；2. 发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；3. 对发行人而言，若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；4. 部分债券发行人期初不具有有效信用等级，例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等，均计入无评级样本中；5. 合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数；6. 发行人主体违约率 = 当年新增违约的发行人家数 / 发行人样本家数；7. 2018 年公募债券发行人中新增 31 家违约主体，其中永泰集团有限公司期初无公募债券存续，未计入违约样本，山东金茂纺织化工集团有限公司期初具有不同级别双评级；2019 年公募债券发行人中新增 32 家违约主体，其中三胞集团有限公司期初具有不同级别双评级

资料来源：联合资信 COS 系统

截至 2019 年末，公募债券市场发行人中累计有 129 家主体发生违约，涉及到期违约公募债券 238 期，到期违约公募债券金额约 2079.98 亿元。公募债券市场违约发行人中，有 33 家发行人尚有公募债券处于存续状态，存续公募债券 81 期，公募债券余额约 891.05 亿元¹²，到期时间分布在 2020—2024 年。

¹² 包括已发生到期违约债券 53 期，债券余额约 627.05 亿元，尚未发生到期违约债券 28 期，债券余额约 264.00 亿元。

二、信用等级迁移分析¹³

（一）公募债券市场信用等级调整情况

1. 评级稳定性有所提高，调升率继续下降

2019 年，我国公募债券市场上共有 296 家发行主体信用等级发生调整，调整率为 5.38%，较 2018 年（6.40%）和 2017 年（8.60%）均进一步下降，评级稳定性有所提高。具体看，信用等级被调升的有 211 家，调升率为 3.84%，低于 2018 年（4.64%）和 2017 年（7.34%），呈持续下降趋势；信用等级被调降的有 85 家，调降率为 1.55%，较 2018 年（1.76%）略有下降，比 2017 年（1.26%）有所上升。总体看，2019 年我国公募债券市场信用等级调升率仍高于调降率，但调升趋势显著减弱（详见表 2）。

2. 不同所有制企业显著分化，民营企业调降率较高

2019 年，国有企业（含地方国有企业和中央国有企业）和民营企业的评级调整出现显著分化：一是评级调升中国有企业占比 82.94%，比上年提高 7.05 个百分点，而民营企业占比 7.11%，比上年下降 7.51 个百分点；二是民营企业 2019 年的调升率为 2.40%，比 2018 年（5.28%）大幅下降 2.88 个百分点，而国有企业 2019 年的调升率为 4.31%，较 2018 年（4.70%）变动不大；三是民营企业 2019 年的调降率（7.37%）已经显著高于调升率（2.40%），而国有企业的调升率（4.31%）仍远高于调降率（0.74%）。在国有企业和民营企业的评级调整方面所表现出的分化，反映出两者信用基本面的分化。近年来，由于我国经济增速放缓，结构调整持续深化，民营企业拥有的外部支持较少，信用基本面受到的冲击相对较大，而国有企业拥有政府的隐性信用支持，在融资等方面具有优势，信用基本面所受到的冲击相对较小。

3. 行业和地区整体分散，不同行业和地区有所分化

行业方面，信用等级调升的企业分布于 32 个行业，其中基础设施投资、银行、房地产、建筑与工程、建材行业所占比例位列前五，分别为 27.49%、

¹³ 统计样本包括短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体。

11.37%、8.53%、7.58%和 4.27%，而建材、钢铁、企业产业投资型、铁路和港口行业的调升率较高，分别为 18.37%、14.55%、11.11%、9.52%和 8.51%；信用等级调降的企业分布于 31 个行业，其中机械制造、企业产业投资型、银行、综合类、有色金属和其他消费品行业所占比例位居前六，分别为 9.41%、8.24%、7.06%、7.06%、5.88%和 5.88%，而企业产业投资型、家电、其他消费品、机械制造、农林牧渔和汽车与汽车零部件行业的调降率较高，分别为 25.93%、25.00%、16.13%、10.13%、9.09%和 9.09%。

地区方面，信用等级调升的企业分布于 24 个省份、直辖市及自治区，其中江苏省、广东省、浙江省、山东省和上海市所占比例位列前五，分别为 16.11%、12.80%、9.00%、7.11%和 5.69%，而广西壮族自治区、江西省、河北省、广东省和安徽省的调升率较高，分别为 9.20%、8.03%、6.80%、6.41 %和 5.52%；信用等级调降的企业同样分布于 24 个省份、直辖市及自治区，其中北京市、山东省、广东省、江苏省、河北省和浙江省所占比例位居前六，分别为 10.59%、10.59%、8.24%、7.06%、5.88%和 5.88%，而青海省、海南省、吉林省、河北省和宁夏回族自治区的调降率较高，分别为 18.18%、17.39%、8.51%、4.85 %和 4.55%。整体看，评级调整的行业和地区分布较为分散，不同行业和地区出现一定的分化。

4. 评级展望调整数量较少，展望调降率高于调升率

从评级展望看，2019 年，我国债券市场上信用评级展望被调升和调降的发行人分别有 12 家和 21 家，评级展望调升率和调降率分别为 0.22%和 0.38%，调升率较 2018 年（0.50%）明显下降，调降率较 2018 年（0.39%）变化不大。相比信用等级调整，评级展望调整的数量依然较少，信用等级调整仍是揭示信用风险变化的主要手段。与 2017 年和 2018 年明显不同的是，2019 年的评级展望调降率高于调升率，反映受评企业的信用基本面未来整体趋于负面。

表 2 2017—2019 年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
样本数量（家）	5256	5451	5498	5256	5451	5498	5256	5451	5498

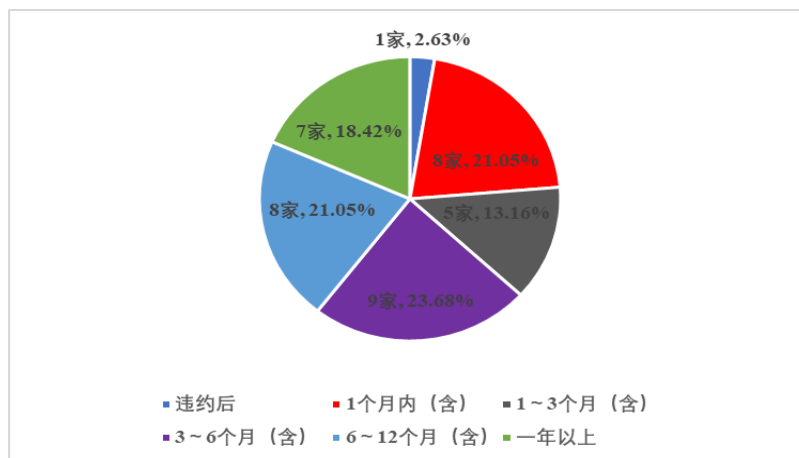
调升数量(家)	386	253	211	73	27	12	459	280	223
调降数量(家)	66	96	85	37	21	21	103	117	106
调升率(%)	7.34	4.64	3.84	1.39	0.50	0.22	8.73	5.14	4.06
调降率(%)	1.26	1.76	1.55	0.70	0.39	0.38	1.96	2.15	1.93

注：1. 统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；2. 发行人主体信用等级有效期限视同其所发债券的有效期限；3. 评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；4. 由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数；5. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升，由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降；6. 调升率/调降率=统计期内发生信用等级（或评级展望）调升/调降的数量与样本数量的比率，以下同

5. 违约风险预警能力有待提高

在 2019 年的违约企业中，有 38 家拥有信用评级，首次违约风险预警¹⁴集中在违约日一个月以前，占比 76.32%，距离违约日的具体时间分布为：1 个月内（含）、1~3 个月（含）、3~6 个月（含）、6~12 个月（含）和 1 年以上分别占比 21.05%、13.16%、23.68%、21.05%和 18.42%。此外，有 1 家违约企业在违约后发生首次违约风险预警，占比 2.63%。整体看，评级调整对违约企业的风险预警仍然不够，调整及时性有待提高。

图 1 2019 年违约企业的首次违约风险预警距离违约日的时间分布图



资料来源：联合资信 COS 系统

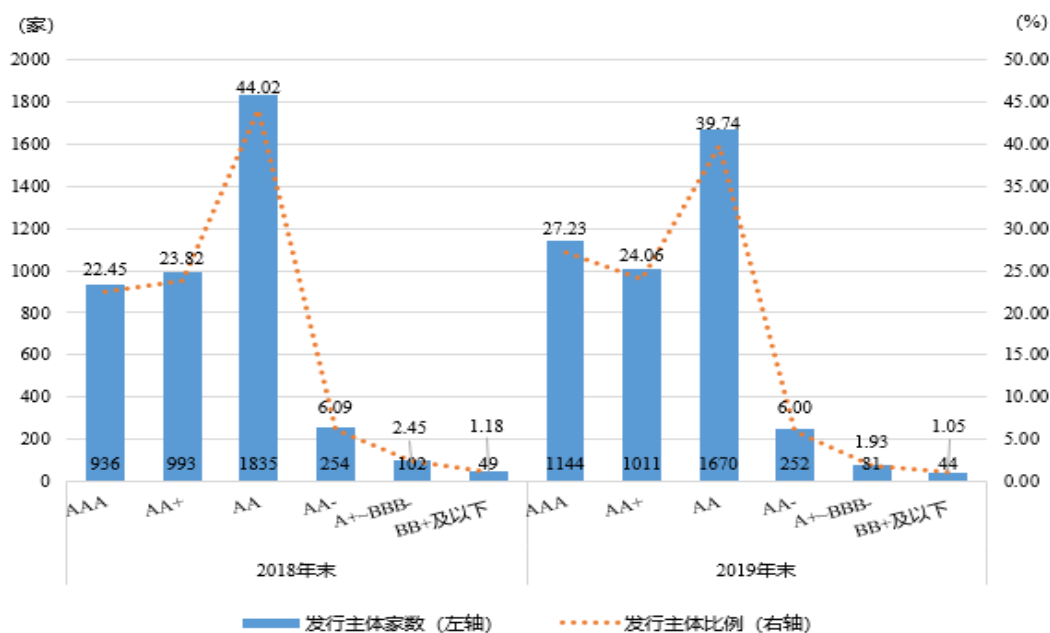
¹⁴ 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

（二）信用等级迁移矩阵¹⁵

1. 信用等级集中度较高，整体向高等级迁移

2019 年，我国债券市场发行主体信用等级仍主要集中在 BBB 级及以上，占比为 98.95%，较 2018 年（98.82%）略升 0.13 个百分点。其中：AA 级占比（39.74%）仍最高，但同比下降 4.28 个百分点；AAA 级占比为 27.23%，同比提高 4.78 个百分点，超越 AA+ 级占比位居第二；AA+ 级占比为 24.06%，占比变动不大；BB+ 及以下占比 1.05%，同比变化不大。整体看，发行人信用等级呈向 AA+ 级（含）以上集中的趋势，AAA 级占比首次超过 AA+ 级。自 2018 年以来，我国债券市场违约明显增加，投资者风险偏好大幅下降，债券发行出现结构分化，较高等级债券占比明显上升，较低等级债券发行受阻导致占比显著下降，呈现出发行人信用等级向高等级集中，AAA 级发行人占比有所提高的特点。

图 2 2018—2019 年我国公募市场债券发行主体信用等级分布图



资料来源：联合资信 COS 系统

¹⁵ 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即只对期初和期末均有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计，不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况，亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

2. 评级稳定性整体较高，高级别稳定性高于低级别

2019 年，我国债券市场的评级稳定性整体较高，从一年期评级迁移矩阵看，AA 级（含）以上的稳定率均保持在 90% 以上，A⁺ 级的稳定率接近 90%，A⁺ 级以下的稳定率明显下降；AA⁺、AA 和 AA⁻ 级的向上迁移率分别为 7.04%、4.49%、6.51%，分别比向下迁移率高 4.88、3.56 和 3.45 个百分点，AAA 级向下迁移率为 0.91%，其他等级迁移数量很少。从三年期评级迁移矩阵看，AAA 级的稳定率为 98.87%，仍然保持较高水平，AA⁺ 级和 AA 级的稳定率在 70% 以上，AA⁻ 级的稳定率接近 60%，AA⁺、AA 和 AA⁻ 级的向上迁移率分别为 26.52%、20.51%、36.26%，分别比向下迁移率高 23.50、17.95 和 29.11 个百分点，AAA 级向下迁移率为 1.12%，其他等级迁移数量也很少。整体看，2019 年评级稳定性较高，呈现出高等级的受评企业的稳定性整体高于低等级受评企业的特征，符合信用等级越高，期限越短，信用稳定性越高的规律。

表 3 2019 年我国公募债券市场主体信用等级一年期迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本量	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	1082	99.08	0.37	0.09	-	-	0.18	-	-	0.18	-	0.09
AA ⁺	1023	7.04	90.81	0.68	0.20	-	-	-	-	0.20	0.10	0.98
AA	1739	-	4.49	94.59	0.63	-	0.06	0.06	-	0.06	-	0.12
AA ⁻	261	-	-	6.51	90.42	1.53	-	-	-	0.38	-	1.15
A ⁺	59	-	-	-	5.08	88.14	1.69	-	-	1.69	-	3.39
A	11	-	-	-	-	9.09	63.64	-	-	-	-	27.27
A ⁻	3	-	-	-	-	-	-	33.33	66.67	-	-	-
BBB ⁺	2	-	-	-	-	-	-	-	50.00	-	-	50.00
BBB	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00
BBB ⁻	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00
BB ⁺ 及以下	19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况，无法体现各家评级机构的具体迁移情况

资料来源：联合资信 COS 系统

表 4 2017—2019 年我国公募债券市场主体信用等级三年期迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本量	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	618	98.87	0.32	0.32	-	-	0.32	-	-	-	-	0.16

AA ⁺	690	26.52	70.43	0.72	0.14	-	0.14	0.14	-	0.58	-	1.30
AA	1487	0.74	19.77	76.93	0.81	0.07	0.13	-	-	0.07	0.07	1.41
AA ⁻	182	-	1.10	35.16	56.59	4.95	1.10	-	-	1.10	-	-
A ⁺	29	-	-	3.45	6.90	79.31	10.34	-	-	-	-	-
A	2	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-	-	-
A ⁻	1	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
BBB ⁺	1	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-
BBB	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB ⁻	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB ⁺ 及以下	3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况，无法体现各家评级机构的具体迁移情况

资料来源：联合资信 COS 系统

3. 大跨度评级调整数量有所减少，民营企业占比较高

2019 年，我国公募债券市场共有 40 家发行主体信用等级出现大跨度评级调整¹⁶（见表 4），且均为大跨度调降，较 2018 年（44 家）有所减少，大跨度评级调整率为 0.87%，较 2018 年降低 0.21 个百分点。从企业性质看，以民营企业为主，占比 70.00%，在经济增速放缓的大背景下，民营企业融资相对困难，信用基本面更容易受到冲击，因此发生较多大跨度调整情形。从行业分布看，涉及 22 个行业，整体较为分散，其中有色金属和企业产业投资型数量较多，分别为 5 家和 4 家，化工、机械制造、其他消费品和综合类均为 3 家，电子信息、建筑与工程和食品饮料均为 2 家，其余行业均为 1 家。从地区分布看，涉及 19 个省份、直辖市和自治区，分散度较高，其中北京数量最多，为 5 家，广东省、河北省、江苏省、辽宁省和山东省均为 3 家，安徽省、福建省、河南省、青海省、上海市和浙江省均为 2 家，其余均为 1 家。整体看，大跨度调整的企业性质集中度较高，而行业和地区分布较为分散。

¹⁶ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人主体信用等级在统计期内调整超过 3 个子级以上（含 3 个子级）。例如，期初等级为 AA，期末等级调整为 A，等级调整跨越 AA⁻和 A⁺，则为发生大跨度调整。

表 5 2019 年我国公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

序号	发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	备注
1	河南众品食业股份有限公司	AA-	负面	C		调降
2	河南众品食品有限公司	AA-	负面	C		调降
3	上海飞乐音响股份有限公司	AA-	稳定	BB+		调降
4	三胞集团有限公司	BBB-		C		调降
		BB	负面	C	稳定	调降
5	东辰控股集团有限公司	A+	负面	CC	负面	调降
6	山东胜通集团股份有限公司	A	负面	C		调降
7	金洲慈航集团股份有限公司	AA-	稳定	C		调降
8	甘肃刚泰控股(集团)股份有限公司	A		C		调降
9	南京建工产业集团有限公司	AA-	稳定	C		调降
10	东方金钰股份有限公司	BBB+		C		调降
11	国购投资有限公司	BBB		C		调降
12	大连天神娱乐股份有限公司	A	负面	BB	负面	调降
13	腾邦集团有限公司	AA	稳定	C		调降
14	青海省投资集团有限公司	AA	稳定	BBB	负面	调降
15	深圳市飞马国际供应链股份有限公司	BBB		BB		调降
16	安徽省外经建设(集团)有限公司	AA+	稳定	C		调降
		AA+	稳定	C		调降
17	精功集团有限公司	AA+	稳定	C	稳定	调降
		AA+	稳定	C		调降
18	宝塔石化集团有限公司	BB		C		调降
19	河北海伟交通设施集团有限公司	AA+	稳定	BBB-	负面	调降
20	康得新复合材料集团股份有限公司	AA+	稳定	C		调降
21	内蒙古矿业(集团)有限责任公司	AA	稳定	A-		调降
22	华泰汽车集团有限公司	AA+	稳定	C	负面	调降
23	沈阳机床(集团)有限责任公司	A+		C		调降
24	沈阳机床股份有限公司	A+	稳定	C		调降
25	康美药业股份有限公司	AAA	稳定	BBB		调降
		AAA	稳定	BBB		调降
26	三鼎控股集团有限公司	AA	稳定	C		调降
27	中信国安集团有限公司	AA+	稳定	C		调降
28	广东东方锆业科技股份有限公司	A+	稳定	C	稳定	调降
29	隆鑫控股有限公司	AA	稳定	A	负面	调降
30	郴州市金贵银业股份有限公司	AA	稳定	C		调降
31	贵人鸟股份有限公司	AA	稳定	CC	负面	调降
32	东旭光电科技股份有限公司	AA+	稳定	C		调降
		AA+	稳定	C		调降
33	西王集团有限公司	AA+	稳定	C		调降
		AA+	稳定	C		调降

34	北大方正集团有限公司	AAA	稳定	A	负面	调降
		AAA	稳定	A	负面	调降
35	东旭集团有限公司	AA ⁺	正面	BBB		调降
		AA ⁺	稳定	BBB	负面	调降
36	青海盐湖工业股份有限公司	AAA	负面	BB		调降
37	天广中茂股份有限公司	AA ⁻		C		调降
38	博天环境集团股份有限公司	AA ⁻	稳定	BBB		调降
39	海航酒店控股集团有限公司	A ⁺	负面	BBB	负面	调降
40	华晨电力股份公司	A	负面	C		调降

注：主体等级不为 C 级、评级展望为空的发行人均被列入评级观察名单

资料来源：联合资信 COS 系统

三、利差分析

2019 年，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证了流动性的合理充裕。在我国经济存在下行压力且存在中美贸易战等不确定性因素的背景下，央行采取逆周期调节措施，分别于 2019 年 1 月¹⁷、5 月¹⁸和 9 月¹⁹实施多次不同程度的降准；同时，央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。在此背景下，债券市场资金面整体处于中性偏松状态，不同期限利率水平整体较为平稳且呈现波动下行走势，各主要券种利差水平较 2018 年均有所下降。

从表 6、表 7 中可以看出，2019 年债券市场上信用等级对债券的利差的影响

¹⁷ 央行分别于 1 月 15 日和 1 月 25 日下调金融机构存款准备金 0.5 个百分点；1 月 2 日，央行决定自 2019 年起将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万”调整为“单户授信小于 1000 万元”。

¹⁸ 5 月 15 日央行决定开始对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位：自 2019 年 5 月 15 日起，下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率 1 个百分点。自 2019 年 6 月 17 日起，再次下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率 1 个百分点。自 2019 年 7 月 15 日起，下调服务县域的农村商业银行基准档人民币存款准备金率至 8%。

¹⁹ 中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车）。除此之外，为促进加大对小微民营企业的支持力度再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每下调 0.5 个百分点。

响主要体现在以下方面：（1）短融²⁰、中票²¹、企业债²²、公司债²³、商业银行金融债以及商业银行二级资本工具²⁴的信用等级与发行利率均值和利差²⁵均值基本呈负向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值和利差均值越低；（2）样本数量较多的中期票据和企业债的信用等级越低，等级之间的级差越高；（3）短融、中票、企业债、公司债、商业银行债和商业银行二级资本工具的利差变异系数均较 2018 年有不同程度的上升，表明投资者对债券的信用风险判断的分歧有所扩大；（4）使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法对样本数量较多的各券种²⁶的利差进行显著性检验，各级别发行主体所发短融的发行利差及交易利差，各期限中票、企业债、公司债和商业银行债的不同信用等级的发行利差均存在显著性差异。整体来看，我国债券市场信用评级对信用风险表现出较好的区分度。

表 6 2019 年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分析情况

主体级别	利率		发行利差				交易利差			
	区间 (%)	均值 (%)	样本 (个)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	样本	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
AAA	2.53-6.37	3.54	187	96.14	-	59.19	182	101.11	-	53.39
AA+	3.20-7.50	4.50	166	194.86	98.72	61.06	166	195.93	94.82	62.51
AA	3.50-7.50	5.10	84	254.61	59.75	45.18	82	251.59	55.65	45.23

注：1. 级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高 1 个子级的利差均值；2. 变异系数为利差标准差与均值的比，以下同。

资料来源：联合资信 COS 系统

²⁰ 2019 年所发短融中，剔除发行期限在 1 年内的、有担保的以及在上市两周内未发生交易的短融后，剩余短融共计 437 期，作为短融利差分析样本；此外，由于几乎所有的短融信用等级为“A-1”级，债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析，以下同。

²¹ 剔除了有担保的中期票据、项目收益票据、集合票据、可续期中票和浮动利率中票，将含回售或赎回选择权的中票期限按照选择权之前的期限重置后，确认 3 年期的 863 期和 5 年期的 364 期中票为样本，进行利差分析，以下同。

²² 企业债（不包括项目收益债和集合债）样本筛选方法同中票，确认 5 年期的 49 期和 7 年期的 89 期企业债券为样本，进行利差分析，以下同。

²³ 公司债（不包括私募债）样本筛选方法同中票，确认 3 年期的 408 期和 5 年期的 104 期公司债为样本，进行利差分析，以下同。

²⁴ 商业银行金融债和商业银行二级资本工具样本筛选方法同中票，确认 3 年期的 86 期商业银行金融债、5 年期的 9 期商业银行金融债和 5 年期的 66 期商业银行二级资本工具为样本进行利差分析，以下同。

²⁵ 利差包括发行利差和交易利差，发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额，交易利差为债券上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的同期限国债利率的差额，利差分析中，短融的利差包括发行利差和交易利差，中票、企业债、公司债、商业银行金融债和商业银行二级资本工具的利差均指其发行利差。

²⁶ 发行人数量为 5 个及以下的样本，未进行显著性检验。

表 7 2019 年各类债券分级别利差分析统计情况

债券类型	期限 (年)	债项信用 等级	样本 (个)	利率		发行利差		
				区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
中期票据	3	AAA	378	3.20-7.20	3.96	111.24	-	54.26
		AA+	249	3.70-7.50	4.85	200.97	89.73	52.29
		AA	236	4.00-8.00	5.85	301.17	100.21	34.77
	5	AAA	200	3.58-5.50	4.16	114.39	-	24.34
		AA+	149	4.08-6.10	4.72	169.48	55.09	20.57
		AA	15	5.09-8.00	6.04	303.02	133.55	30.54
企业债券	5	AAA	38	3.20-5.49	4.19	116.79	-	31.57
		AA+	6	4.38-6.90	5.41	239.53	122.74	40.52
		AA	5	4.90-7.60	6.84	380.08	140.55	29.45
	7	AAA	1	4.75-4.75	4.75	166.55	-	-
		AA+	22	4.58-7.00	5.38	216.87	50.32	30.83
		AA	66	5.80-8.50	7.55	437.20	220.33	13.20
公司债	3	AAA	281	3.33-7.00	3.95	109.39	-	49.67
		AA+	103	3.78-7.80	5.13	228.68	119.29	52.68
		AA	24	4.50-7.90	6.21	337.24	108.56	34.76
	5	AAA	93	3.60-6.80	4.20	119.89	-	36.34
		AA+	8	4.48-6.45	5.05	206.36	86.47	31.44
		AA	3	4.80-8.40	6.53	344.95	138.58	52.45
商业银行 债	3	AAA	40	3.33-3.88	3.57	72.21	-	17.01
		AA+	30	3.54-4.30	3.74	91.24	19.03	18.44
		AA	12	3.69-4.30	3.93	110.22	18.98	17.48
		AA-	2	4.30-5.00	4.65	189.89	79.67	23.20
		A+	2	4.20-4.60	4.40	155.85	-34.04	18.74
	5	AAA	7	3.75-3.98	3.85	82.90	-	5.49
		AA+	1	4.19-4.19	4.19	97.01	14.11	-
		AA	1	4.60-4.60	4.60	162.32	65.31	-
商业银行 二级资本 工具	5	AAA	14	3.98-4.55	4.21	117.28	-	9.26
		AA+	11	4.40-4.94	4.64	158.61	41.33	7.32
		AA	17	4.65-5.30	5.11	206.25	47.64	9.50
		AA-	11	5.40-6.20	5.55	254.52	48.28	9.61
		A+	6	5.00-5.80	5.52	251.88	-2.64	11.73
		A	7	5.00-6.00	5.71	275.18	23.29	14.11

资料来源：联合资信 COS 系统

四、总结

本报告通过对违约率、评级迁移和债券利差进行研究，发现 2019 年我国债券市场的评级表现和评级质量具有以下特点：

（一）各信用等级的违约率基本呈随等级降低而递增的趋势，但仍存在部分违约率倒挂现象，说明我国信用评级的准确性仍待于进一步提高。

（二）我国信用评级的稳定性较高，表现出受评对象的信用等级越高，期限越短，评级稳定性越高的特征；对违约企业的首次违约风险预警集中在违约日一个月以前，对部分违约企业的评级调整不够及时，仍需进一步提高信用评级对违约风险的预警能力。

（三）信用评级对信用风险具有一定的区分度，信用等级与发行利差均值基本呈负向关系，不同信用等级的发行利差均存在显著性差异，但利差变异系数偏高，影响了信用评级对信用风险的区分能力。