

2019年上半年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

2019年9月19日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2019 年上半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 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 年上半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 年上半年我国债券市场违约风险有所缓解，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较 2018 年下半年有所下降，但仍较 2018 年上半年明显增加。信用等级迁移方面，2019 年上半年我国公募债券市场发行人主体信用等级仍呈调升趋势，但较上年同期有所减弱，信用等级仍向较高级别集中，大跨度评级调整的数量同比上升，环比下降。利差方面，各主要期限品种债券利差均值较 2018 年下半年和 2018 年上半年大都有所收窄，利差波动水平变化不大，各主要券种信用等级对利差呈现出较好的区分度。

一、违约情况分析¹

（一）新增违约发行人数量仍然较多，但违约风险较 2018 年下半年有所缓解

2019 年上半年，我国债券市场新增 25 家违约²发行人，共涉及到期违约债券 59 期³，到期违约金额⁴约 303.39 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数和到期违约金额较 2018 年下半年（31 家，84 期，585.85 亿元）有所下降，较 2018 年上半年（10 家，13 期，87.56 亿元）明显上升。总体来看，2019 年上半年债券市场违约事件的发生仍呈常态化趋势，新增违约数量远高于

¹ 根据最新信息披露情况，2019 年上半年报告对 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。

2018 年上半年；但随着多次定向降准以及民企融资支持措施等宽信用政策的推出，2019 年上半年违约多发的态势较 2018 年下半年有所缓解。截至 2019 年上半年末，上述新增违约发行人中有 17 家尚有存续债券 56 期，债券余额（仅含本金）约 534.20 亿元⁵，主要集中在 2019 年下半年至 2021 年到期⁶。此外，另有 21 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 41 期，到期违约金额约 220.31 亿元，其中 26 期债券为首次到期违约，涉及到期违约金额约 168.16 亿元。

2019 年上半年，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，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；河南众品食品有限公司和河南众品食业股份有限公司为母子公司关系，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 25 家违约发行人中有 23 家为民营企业，占比高达 92%。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、成都天翔环境股份有限公司和大连天宝绿色食品股份有限公司等。（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等。

三是新增违约发行人中上市公司数量较多（10 家），占比达 40%，部分

⁵ 包括已发生到期本金或利息违约债券 17 期，涉及债券余额（仅含本金）约 139.33 亿元，以及尚未发生到期违约债券 39 期，涉及债券余额（仅含本金）约 394.87 亿元。

⁶ 按照债券到期日进行统计，未对含权债券的特殊期限进行调整，以下同。

上市公司过度依赖资本市场融资，随着再融资难度加大，公司逐渐丧失外部融资能力，最终发生违约。在 10 家违约上市公司中，已有 4 家被给予退市风险警示（*ST），1 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 年上半年，新增违约发行人的地域分布相对分散，共涉及 17 个省、自治区或直辖市，民营经济较为发达的广东省（4 家）和江苏省（3 家）新增违约发行人数量较多；行业分布方面，新增违约发行人共涉及 14 个行业，多元金融服务行业（4 家）、食品行业（3 家）、化工行业（3 家）以及纺织品、服装与奢侈品行业（3 家）等的新增违约发行人数量相对较多。

截至 2019 年上半年末，我国债券市场累计有 165 家发行人发生违约，涉及到期违约债券 330 期，到期违约债券金额约 2246.95 亿元。违约发行人中有 48 家尚有债券处于存续期，存续债券 123 期，债券余额约 1234.47 亿元⁷，主要集中在 2019 年下半年至 2021 年到期。

（二）公募市场主体违约与债券违约统计

2019 年上半年，我国公募债券市场发行人中新增违约主体 16 家⁸，共涉及到期违约公募债券 29 期，到期违约公募债券金额约 153.64 亿元。新增违约主体家数、涉及到期违约公募债券期数和到期违约公募债券金额较 2018 年下半年（21 家，53 期，458.61 亿元）有所下降，较 2018 年上半年（8 家，9 期，63.13 亿元）明显上升。截至 2019 年上半年末，上述 16 家公募债券市场新增违约发行人中，有 10 家发行人尚有公募债券处于存续状态，存续公募债券 24 期，公募债券余额约 345.20 亿元⁹，到期时间分布在 2019 年下半年至 2022 年。

此外，2019 年上半年，公募债券市场还有 17 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 24

⁷ 包括已发生到期违约债券 67 期，债券余额约 717.81 亿元，尚未到期违约债券 56 期，债券余额约 516.66 亿元。

⁸ 若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以及主体和债项均发生违约。

⁹ 包括已发生到期违约债券 6 期，债券余额约 79.70 亿元，尚未发生到期违约债券 18 期，债券余额约 265.50 亿元。

期，到期违约公募债券金额约 114.80 亿元，其中 13 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 82.65 亿元。

通过对主体违约进行统计，2019 年上半年我国公募债券市场发行人主体违约率¹⁰（0.97%）较 2018 年（0.77%）有所上升，违约级别范围较 2018 年变化不大，AAA 级至 A 级、BBB 级、BBB⁻级、BB 级、B 级和 CCC 级均出现违约；除 AA⁻级和 BBB⁻级外，发生违约的各级别违约率基本均随级别降低而递增（详见表 1）。

表 1 2017 年至 2019 年上半年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表（%）

| 主体级别 | 2017 年 | | | 2018 年 | | | 2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日 | | |
|------------------|--------|------|-------|--------|------|-------|---------------------------------|------|--------|
| | 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 | 575 | 0 | 0.00 | 688 | 1 | 0.15 | 767 | 1 | 0.13 |
| AA ⁺ | 771.5 | 0 | 0.00 | 850 | 2 | 0.24 | 926 | 6 | 0.65 |
| AA | 1937.5 | 3 | 0.15 | 1844.5 | 19 | 1.03 | 1774 | 23 | 1.30 |
| AA ⁻ | 369 | 0 | 0.00 | 336 | 3 | 0.89 | 311 | 1 | 0.32 |
| A ⁺ | 52.5 | 0 | 0.00 | 69 | 1 | 1.45 | 71 | 1 | 1.41 |
| A | 18.5 | 0 | 0.00 | 14.5 | 2 | 13.79 | 13 | 1 | 7.69 |
| A ⁻ | 8.5 | 0 | 0.00 | 6.5 | 0 | 0.00 | 6.5 | 0 | 0.00 |
| BBB ⁺ | 9 | 1 | 11.11 | 4 | 0 | 0.00 | 3.5 | 0 | 0.00 |
| BBB | 10.5 | 0 | 0.00 | 4 | 0 | 0.00 | 3 | 2 | 66.67 |
| BBB ⁻ | 4 | 1 | 25.00 | 1.5 | 0 | 0.00 | 2.5 | 1 | 40.00 |
| BB ⁺ | 5 | 0 | 0.00 | 4 | 0 | 0.00 | 2.5 | 0 | 0.00 |
| BB | 6 | 2 | 33.33 | 1.5 | 0 | 0.00 | 1 | 1 | 100.00 |
| BB ⁻ | 2.5 | 0 | 0.00 | 0.5 | 0 | 0.00 | 0 | 0 | - |
| B ⁺ | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - |
| B | 1 | 0 | 0.00 | 1.5 | 1 | 66.67 | 1 | 1 | 100.00 |
| B ⁻ | 1.5 | 0 | 0.00 | 1.5 | 1 | 66.67 | 0.5 | 0 | 0.00 |
| CCC | 1 | 0 | 0.00 | 0 | 0 | - | 1 | 1 | 100.00 |
| CC | 1 | 0 | 0.00 | 0.5 | 0 | 0.00 | 0.5 | 0 | 0.00 |
| C | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - | 0 | 0 | - |

注：1. 发行人样本为期初存续且具有主体信用级别的短期融资券、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；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，对于所有债券均到期的发行人，我们认为其主体信用等级失效；年末主体信用等级有效的发行人在样本数量统计时计为 1 个样本，年末主体信用等级失效的发行人计为 0.5 个样本；表中发行人主体级别为统计期期初级别；发行人具有不同信用等级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。2. 发行人主体违约率 = 当期发生违约的发行人家数 / 经调整的发行人家数。3. 当期违约数量是指在统计期初有公募债券存续且在统计期内发生违约（含主体违约、公募债券违约、私募债券违约）的发行人家数，不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人

资料来源：联合资信 COS 系统

¹⁰ 2019 年上半年违约率计算的统计区间为 2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日。

截至 2019 年上半年末，公募债券市场发行人中累计有 112 家主体发生违约，涉及到期违约公募债券 184 期，到期违约公募债券金额合计约 1548.55 亿元。公募债券市场违约发行人中，有 28 家发行人尚有公募债券处于存续状态，存续公募债券 64 期，公募债券余额约 817.76 亿元¹¹，到期时间分布在 2019 年下半年至 2022 年。

二、信用等级迁移分析¹²

（一）公募债券市场信用等级调整情况

1. 发行主体信用等级调升趋势同比有所减弱，评级稳定性有所提高

2019 年上半年，我国公募债券市场上共有 182 家发行主体信用等级发生调整，调整率为 3.52%，较 2018 年上半年（4.33%）有所下降。其中，信用等级被调升的有 138 家，调升率为 2.67%，较 2018 年上半年（3.44%）有所下降；信用等级被调降的有 44 家，调降率为 0.85%，较 2018 年上半年（0.89%）变化不大。整体来看，2019 年上半年我国公募债券市场信用等级仍呈调升趋势，调升趋势较 2018 年上半年有所减弱，评级稳定性有所提高。

从企业性质来看，2019 年上半年信用等级被调升的发行人仍以国有企业为主，占比达 82.61%，较 2018 年上半年（75.43%）有所上升；信用等级被调降的发行人多为民营企业，占比为 72.73%，较 2018 年上半年（37.78%）明显上升。在我国经济转型的大背景下，伴随融资环境的变化，国有企业和民营企业出现了显著的信用分化。国有企业拥有政府的隐性支持和担保，在转型中通常获得更多资源，例如外部融资便利等，维持了较为良好的流动性，信用基本面受外部冲击影响整体不大，因此获得更大比例的评级调升。相比之下，民营企业拥有的外部支持较少，加之部分民营企业存在公司治理不善、内部控制缺陷、扩张过快、多元化过度等问题，在宏观经济增速下行、贸易战、融资环境变化

¹¹ 包括已发生到期违约债券 37 期，债券余额约 470.61 亿元，尚未发生到期违约债券 27 期，债券余额约 347.15 亿元。

¹² 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。

等外部冲击下，流动性更容易出现问题，信用基本面出现恶化迹象，因此评级调降占比大幅上升。

从行业分布来看，信用等级被调升的发行人主要集中在建筑与工程、房地产管理和开发、多元金融服务、商业银行、综合类等行业，集中度相对较高，而建材、容器与包装、专业服务、复合型公用事业和信息技术服务等行业调升率较高；信用等级被调降的发行人中，建筑与工程、化工、纺织品、服装与奢侈品等行业数量相对较多，分布较为分散，而汽车、纺织品、服装与奢侈品、家庭耐用消费品、专营零售、软件等行业调降率较高。从地域分布看，信用评级被调升的企业较为集中，沿海发达省份数量较多，而广西、河北、宁夏、江苏和广东等省区调升率较高；信用评级被调降的企业较为分散，发达省市数量相对较多，而青海、海南、宁夏和甘肃等省区调降率较高。

2. 评级展望呈现调降趋势，调整数量仍然较少

2019 年上半年，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 9 家和 15 家，评级展望调升率和调降率分别为 0.17%和 0.29%，调升率较 2018 年上半年（0.28%）略有下降，调降率较 2018 年上半年（0.18%）略有上升。相比主体信用等级调整，2019 年上半年发行人主体信用评级展望的调整数量仍然较少，较 2018 年上半年变化不大。信用级别调整仍然是评级机构对受评对象信用状况的变化进行评价和揭示的主要方式。

表 2 2018 年上半年至 2019 年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

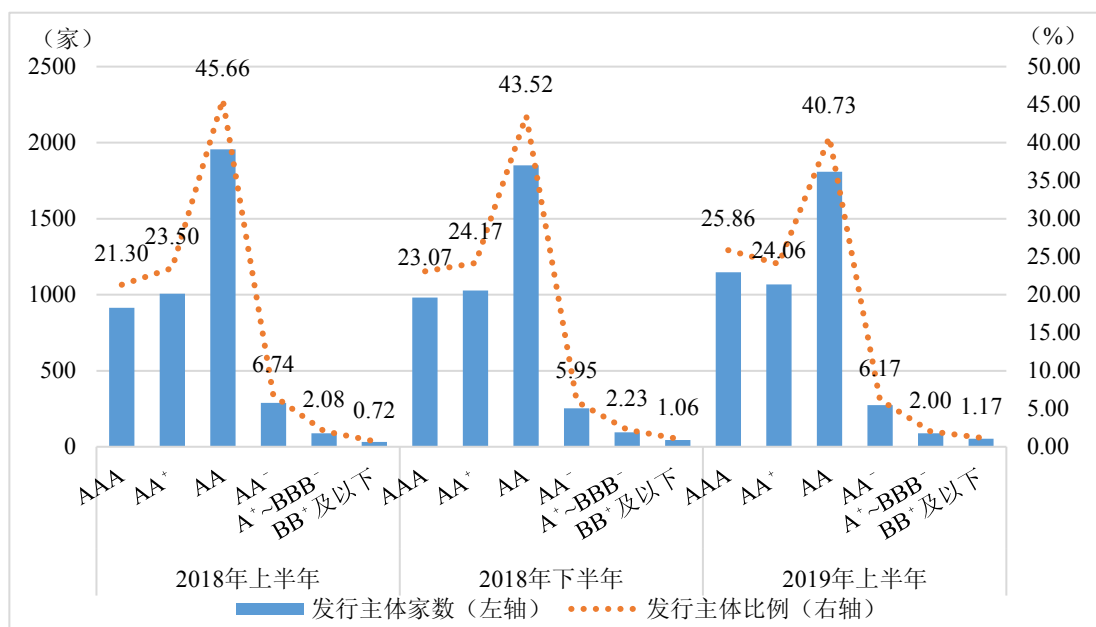
| 发行人主体 (家、%) | 信用等级 | | 评级展望 | | 合计 | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2018 年 上半年 | 2019 年 上半年 | 2018 年 上半年 | 2019 年 上半年 | 2018 年 上半年 | 2019 年 上半年 |
| 样本数量 | 5084 | 5170 | 5084 | 5170 | 5084 | 5170 |
| 调升数量 | 175 | 138 | 14 | 9 | 189 | 147 |
| 调降数量 | 45 | 44 | 9 | 15 | 54 | 59 |
| 调升率 | 3.44 | 2.67 | 0.28 | 0.17 | 3.72 | 2.84 |
| 调降率 | 0.89 | 0.85 | 0.18 | 0.29 | 1.06 | 1.14 |

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

（二）信用等级迁移矩阵¹³

1. 信用等级向较高级别集中，各级别稳定性整体较高

2019 年上半年，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 98.83%，较 2018 年上半年（99.28%）略降 0.45 个百分点。其中：AA 级占比（40.73%）仍最高，但占比环比和同比均有所回落；AAA 级占比为 25.86%，占比环比和同比有所提升，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 1.17%，占比环比和同比均略有提升，主要源于 2018 年下半年以来信用风险事件发生较多，部分发行人被大幅度降级或多次降级，从投资级降为投机级。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 年下半年以来，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。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 1 2018 年至 2019 年上半年我国公募市场债券发行主体信用等级分布图

¹³ 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。

在样本数量较多的 A⁺级及以上级别中，从稳定性来看，各级别稳定率均在 90%以上，稳定性整体较好，其中 AAA 级、AA 级、AA⁻级和 A⁺级的稳定性同比均有所上升；AA⁺级的稳定性同比有所下降。从迁移方向看，AA⁺~A⁺级均呈向上迁移趋势。从迁移范围看，各信用等级主要向相邻子级迁移，AA⁺~A⁺级均有部分发行人的级别迁移范围超过 5 个子级，级别迁移范围较宽。2019 年上半年有 17 家发行主体信用等级由投资级被下调至投机级，数量较 2018 年下半年减少 7 家，较 2018 年上半年增加 4 家；2019 年上半年未有发行主体信用等级由投机级上调至投资级的情况。

表 3 2019 年上半年我国公募债券市场发行主体信用等级迁移矩阵

| 期初/期末 | 样本量 | AAA | AA ⁺ | AA | AA ⁻ | A ⁺ | A | A ⁻ | BBB ⁺ | BBB | BBB ⁻ | BB ⁺ 及以下 |
|---------------------|------|--------------|-----------------|--------------|-----------------|----------------|--------------|----------------|------------------|--------------|------------------|---------------------|
| AAA | 1099 | 99.64 | 0.18 | - | - | - | 0.18 | - | - | - | - | - |
| AA ⁺ | 1065 | 4.98 | 94.18 | 0.47 | 0.19 | - | - | - | - | - | - | 0.19 |
| AA | 1863 | - | 3.38 | 96.03 | 0.48 | - | - | - | - | 0.05 | - | 0.05 |
| AA ⁻ | 280 | - | - | 5.00 | 93.21 | 0.36 | - | - | 0.36 | - | - | 1.07 |
| A ⁺ | 64 | - | - | - | 3.13 | 95.31 | - | - | - | - | - | 1.56 |
| A | 16 | - | - | - | - | - | 75.00 | - | - | - | - | 25.00 |
| A ⁻ | 7 | - | - | - | - | - | - | 100.00 | - | - | - | - |
| BBB ⁺ | 3 | - | - | - | - | - | - | - | 66.67 | - | - | 33.33 |
| BBB | 4 | - | - | - | - | - | - | - | - | 50.00 | - | 50.00 |
| BBB ⁻ | 1 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 100.00 |
| BB ⁺ 及以下 | 37 | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 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

2. 大跨度评级调整数量仍然较多

2019 年上半年，我国公募债券市场共有 21 家发行主体信用等级出现大跨度评级调整¹⁴（见表 4），且均为大跨度调降，较 2018 年上半年（12 家）有所增加，但较 2018 年下半年（30 家）有所减少。主体信用等级被大跨度调降的发行人以民营企业为主（17 家），占比达 80.95%，民营企业公司治理较弱，

¹⁴ 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。

且外部融资环境尚未出现明显改善，出现大跨度调整的情形较多。从大跨度评级调整的行业分布看，化工和纺织品、服装与奢侈品各为 3 家，建筑与工程、食品各为 2 家，其余均为 1 家。从大跨度评级调整的地区分布看，广东和江苏各为 3 家，北京、河南和山东各为 2 家，其余均为 1 家。

表 4 2019 年上半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 | 康美药业股份有限公司 | AAA | 稳定 | A | | 调降 |
| | | AAA | 稳定 | A | | 调降 |
| 2 | 康得新复合材料集团股份有限公司 | AA ⁺ | 稳定 | C | | 调降 |
| 3 | 中信国安集团有限公司 | AA ⁺ | 稳定 | C | | 调降 |
| 4 | 青海省投资集团有限公司 | AA | 稳定 | BBB | 负面 | 调降 |
| 5 | 腾邦集团有限公司 | AA | 稳定 | C | | 调降 |
| 6 | 天广中茂股份有限公司 | AA ⁻ | | BBB ⁺ | 负面 | 调降 |
| 7 | 上海飞乐音响股份有限公司 | AA ⁻ | 稳定 | BB ⁺ | | 调降 |
| 8 | 河南众品食品有限公司 | AA ⁻ | 负面 | C | | 调降 |
| 9 | 河南众品食业股份有限公司 | AA ⁻ | 负面 | C | | 调降 |
| 10 | 南京建工产业集团有限公司 | AA ⁻ | 稳定 | C | | 调降 |
| 11 | 金洲慈航集团股份有限公司 | AA ⁻ | 稳定 | C | | 调降 |
| 12 | 东辰控股集团有限公司 | A ⁺ | 负面 | CC | 负面 | 调降 |
| 13 | 大连天神娱乐股份有限公司 | A | 负面 | BB | 负面 | 调降 |
| 14 | 华晨电力股份公司 | A | 负面 | BB | 负面 | 调降 |
| 15 | 山东胜通集团股份有限公司 | A | 负面 | C | | 调降 |
| 16 | 甘肃刚泰控股（集团）股份有限公司 | A | | C | | 调降 |
| 17 | 东方金钰股份有限公司 | BBB ⁺ | | C | | 调降 |
| 18 | 深圳市飞马国际供应链股份有限公司 | BBB | | BB | | 调降 |
| 19 | 国购投资有限公司 | BBB | | C | | 调降 |
| 20 | 三胞集团有限公司 | BBB ⁻ | | C | | 调降 |
| | | BB | 负面 | C | 稳定 | 调降 |
| 21 | 宝塔石化集团有限公司 | BB | | 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

2019 年上半年，我国债券市场评级稳定性较好，发行主体信用等级调升趋势同比有所减弱，但信用等级呈现向较高级别集中趋势，整体来看评级区分度有所下降，大跨度评级调整的数量仍然较多。信用评级对信用风险揭示的及时性仍有待进一步提升。

三、利差分析

2019 年上半年，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，保持了流动性合理充裕。此外，央行自 2019 年 5 月 15 日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¹⁵；于 6 月 10 日通过民营企业债券融资支持工具（CRMW）对锦州银行等中小银行发行的同业存单提供信用增进，加强对中小银行流动性支持。在此背景下，债券市场资金面整体较为宽松，利率水平趋于平稳。2019 年上半年，短融、中票、公司债、商业银行债等券种的利差均值较 2018 年下半年和 2018 年上半年基本均有所收窄，但受信用风险事件冲击及流动性短期波动影响，投资者避险情绪有所增强，各级别主要券种的利差表现有所分化。

从表 5、表 6 中可以看出，2019 年上半年债券市场上主要期限品种¹⁶债券的信用等级¹⁷对债券的利差¹⁸的影响体现在以下三个方面：一是投资者的风险溢价要求基本随着信用等级降低而扩大，各主要期限品种债券的发行利率均值、利差均值和信用等级之间基本呈现反向关系，即信用等级越低，债券发行利率

¹⁵ 《中国人民银行关于下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率的通知》，中国人民银行决定下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率至农村信用社档次，分三次调整到位：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%，其中在本通知发布前执行普惠金融定向降准政策的，同时停止执行该项政策。

¹⁶ 包括 1 年期短融、3 年期和 5 年期中票、7 年期企业债、3 年期公司债以及 3 年期商业银行债和 5 年期商业银行二级资本工具。其中，短融剔除含担保、浮动利率以及上市两周内未发生交易的样本；中票不包括项目收益票据和集合票据，企业债不包括项目收益债和集合企业债，公司债不包括私募债，中票、企业债和公司债均剔除浮动利率样本；商业银行债和商业银行二级资本工具均采用固定利率公开发行的样本；上述券种均不包括政府支持债券（中国国家铁路集团有限公司和中央汇金投资有限责任公司发行的债券）和永续债券（可续期债券）。若债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限为“5+3”，则期限为 5 年。

¹⁷ 由于短融债项信用等级基本均为 A-1 级，债项信用等级无法用于分析信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此我们采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析。其他各主要期限品种债券均采用债项信用等级进行利差分析。

¹⁸ 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、商业银行债和商业银行二级资本工具的利差均指其发行利差。

均值、利差均值越大；二是除短融外，各主要期限品种债券的级差和信用等级之间同样呈现反向关系，即信用等级越低，级差越大，表明投资者对 AAA 级以下主体所发短融的风险溢价要求较高；三是 AA⁺级中票的发行利率均值、利差均值出现期限倒挂，可能是由于 AA⁺级 5 年期中票样本中城投债占比较高（94.12%），AA⁺级 3 年期中票样本中城投债占比（57.76%）相对较低，当前市场环境中，投资者对城投债的偏好高于产业债；四是中票、企业债、公司债中，AAA 级的利差变异系数最大，短融中 AA⁺级对应的利差变异系数最大，但总体来看各券种中不同级别对应的利差变异系数差异较小。

表 5 2019 年上半年一、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 | 样本(个) | 利率 | | 发行利差 | | | 交易利差 | | |
|-----------------|-------|-----------|-------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| | | 区间(%) | 均值(%) | 均值(BP) | 级差(BP) | 变异系数(%) | 均值(BP) | 级差(BP) | 变异系数(%) |
| AAA | 84 | 2.75~5.03 | 3.62 | 108.05 | - | 41.16 | 110.29 | - | 39.64 |
| AA ⁺ | 89 | 3.38~7.50 | 4.55 | 204.00 | 95.96 | 58.67 | 203.25 | 92.96 | 58.93 |
| AA | 53 | 3.50~7.50 | 5.17 | 264.79 | 60.79 | 44.63 | 262.98 | 59.73 | 44.45 |

注：级差为该信用等级与高于该信用等级 1 个子级的级别利差均值之差；变异系数为标准差与均值的比，以下同

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

表 6 2019 年上半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 | 207 | 3.38~7.78 | 4.15 | 128.92 | - | 57.25 |
| | | AA ⁺ | 116 | 3.91~7.50 | 4.97 | 210.18 | 81.26 | 45.95 |
| | | AA | 131 | 4.28~8.00 | 6.03 | 316.74 | 106.56 | 30.75 |
| | 5 | AAA | 95 | 3.66~6.50 | 4.33 | 128.75 | - | 28.84 |
| | | AA ⁺ | 85 | 4.13~6.10 | 4.87 | 181.60 | 52.85 | 19.23 |
| | | AA | 9 | 5.09~8.00 | 6.30 | 327.52 | 145.92 | 34.08 |
| 企业债券 | 5 | AAA | 19 | 3.20~7.00 | 4.59 | 150.30 | - | 48.10 |
| | | AA ⁺ | 2 | 6.90~7.30 | 7.10 | 389.56 | 239.25 | 7.61 |
| | | AA | 3 | 6.98~7.60 | 7.36 | 427.36 | 37.81 | 11.77 |
| | 7 | AAA | 43 | 4.54~8.00 | 6.69 | 346.65 | - | 32.14 |
| | | AA ⁺ | 39 | 5.05~8.50 | 6.87 | 360.80 | 14.15 | 28.10 |
| | | AA | 53 | 6.40~8.50 | 7.69 | 450.75 | 89.96 | 9.93 |
| 公司债 | 3 | AAA | 147 | 3.45~7.00 | 4.13 | 125.28 | - | 51.15 |
| | | AA ⁺ | 53 | 4.00~7.80 | 5.38 | 249.41 | 124.13 | 48.51 |
| | | AA | 11 | 5.00~7.80 | 6.65 | 375.32 | 125.91 | 30.11 |
| | 5 | AAA | 39 | 3.73~6.80 | 4.40 | 135.39 | - | 40.78 |

| | | | | | | | | | |
|-----------------|------------|-----------------|----------------|-----------|-----------|--------|--------|-------|-------|
| | | AA ⁺ | 2 | 4.48~5.00 | 4.74 | 176.35 | 40.95 | 15.09 | |
| | | AA | 2 | 6.40~8.40 | 7.40 | 427.17 | 250.82 | 36.94 | |
| 商业银行债 | 3 | AAA | 18 | 3.42~3.85 | 3.61 | 73.19 | - | 9.59 | |
| | | AA ⁺ | 15 | 3.54~3.99 | 3.72 | 85.80 | 12.61 | 10.52 | |
| | | AA | 8 | 3.70~4.23 | 3.93 | 110.23 | 24.43 | 15.76 | |
| | | | A ⁺ | 2 | 4.30~5.00 | 4.65 | 189.89 | 79.66 | 23.20 |
| | 5 | AAA | 4 | 3.75~3.98 | 3.88 | 83.50 | - | 7.19 | |
| | 商业银行二级资本工具 | 5 | AAA | 6 | 4.26~4.55 | 4.38 | 125.02 | - | 8.42 |
| AA ⁺ | | | 5 | 4.60~4.94 | 4.74 | 161.17 | 36.15 | 5.09 | |
| AA | | | 8 | 5.08~5.20 | 5.16 | 204.32 | 43.15 | 7.08 | |
| AA ⁻ | | | 3 | 5.50~6.20 | 5.80 | 278.90 | 74.59 | 14.51 | |
| A ⁺ | | | 4 | 5.50~5.80 | 5.65 | 265.06 | -13.85 | 5.73 | |

注：上表未列示各类债券各级别仅有 1 个样本的情况

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

为研究各信用等级之间的差异以及信用等级对利差影响的显著性，我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法对样本数量相对较多的 1 年期短融、3 年期和 5 年期中票、7 年期企业债券、3 年期公司债以及 3 年期商业银行债的利差进行了显著性检验¹⁹。

整体来看，剔除样本数量较少的 A⁺级 3 年期商业银行债，除 AAA 级和 AA⁺级 7 年期企业债的发行利差不显著外，其他各期限品种的债券利差和信用等级之间均存在显著差异，表现出较好的区分度。

¹⁹ 在 95% 的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。