

联合 研究报告

2014.03.13

2013 年中期票据市场及信用评级表现 分析报告



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2013 年中期票据市场及信用评级表现分析报告

联合资信评估有限公司 伦 杭 阮 峥 李 丹

一、中期票据发行市场情况¹

1. 中票发行市场环境

(1) 债市整顿对债券发行市场影响较大

2013 年 4 月下旬开始，国务院多部委针对银行间债市开展联合“打黑”行动，对债券市场进行了整顿。债市的相关监管部门在债券发行、交易及其他监管环节也不断更新设计。至 11 月，中共中央公布十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出，“发展并规范债券市场，提高直接融资比重。”债券市场整体规范化发展被纳入中央顶层决策。债券市场的持续整顿对债券发行市场产生了较大影响。

(2) 发行成本上升使得中长期债券发行量下降

2013 年 1-5 月，资本市场资金面较为宽松，市场流动性较好，债券发行成本处于较低水平，各类债券发行量大幅增加。从 2013 年 6 月下旬开始，银行出现了“钱荒”，市场资金面开始收窄，市场流动性严重紧张，债券发行成本陡然上升。2013 年下半年，债券市场发行成本较上半年有显著上升，特别是第四季度，市场流动性再次出现严重紧张，债券发行成本上升至全年最高水平。面对较高的融资成本压力，2013 年下半年，企业在债务配置上多青睐选择滚动发行短期债券和分期发行中长期债券的融资方式，使得中长期债券的发行量明显下降。2013 年，短期融资券发行量有所增加，中期票据、企业债券和金融债券的发行量均有所下降。

(3) 2013 年债券市场相关政策的出台对中票的发行影响较大

2013 年 3 月，为了控制信贷资产、信托贷款和委托债权等商业银行非标债权资产业务的迅速增长，银监会出台了《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》，使得中票的需求量在 4、5 月份显著增加。进入第三

¹ 中期票据以下简称“中票”；统计期间以中票的起息日为准。

季度，监管层对城投债的审批趋严，国家开始对地方政府进行债务审计，使得城投类信用债的发行量大幅减少，进一步导致中票的发行量缩减。2013 年 6 月 17 日起，中票登记托管业务由此前的中央国债登记结算有限责任公司（中债登）转移到银行间市场清算所股份有限公司（上清所）办理。此项业务的转移反映了央行加强银行间债券市场的规范管理，同时使二者在分工上更加明确，中债登专注于国债、央票和金融债，而上清所负责企业类信用债券业务。

2. 中票发行主体家数、发行期数与发行规模

本年度，银行间债券市场共有 442 家²发行主体共发行中票（含集合票据）³，541 期，发行规模共计 7024.73 亿元，较上年分别下降 9.80%、11.17%和 17.58%；平均单笔发行规模由上年的 14.00 亿元下降至 12.99 亿元，降幅为 7.29%。剔除集合票据，本年度共有 415 家发行主体共发行中票 510 期，发行规模达 6958.34 亿元，较上年分别下降 7.57%、9.57%和 17.39%。集合票据方面，共有 90 家⁴中小企业参与发行集合票据 31 期，发行规模为 66.39 亿元，发行家数、期数和规模均较上年下降 30%左右，降幅明显。

截至本年度末，银行间债券市场存续中票共 1803 期，存续中票总额达 29030.30 亿元。

2013 年 1 月，国内首只 15 年期中票发行，也是迄今为止发行期限最长的中票；2013 年 5 月，浙江省杭州市 2013 年第一期区域集优中小企业非公开定向票据发行，这是全国首只采用非公开定向方式发行的中小企业集合票据；2013 年 12 月，国内首只永续中票发行，发行规模为 10 亿元，前 5 个计息年度的票面利率为 6.60%，该利率首次采取以银行间固定利率国债到期收益率为基准利率，是对十八届三中全会《决定》中提出“健全反映市场供求关系的国债收益率曲线”的实质性推进；2013 年 12 月，国内首只以美元计价的中票发行，发行规模 2 亿美元，发行期限 3 年，票面利率 3.35%。不同类型中票的相继推出使得企业可运用的债务融资工具不断丰富，同时也促进了债券市场的发展壮大。

与上年相比，本年度中票的发行主体家数、发行期数和发行规模均有不同程

² 1 期集合票据按 1 家主体计算；

³ 除以下 5、8 和 10 小节外，其余小节中提到的中票也均包含集合票据；

⁴ 按实际集合票据的发行主体统计。

度的下降，主要是受下半年债券市场整体呈现资金趋紧、利率呈上升态势等环境的影响，中票发行利率上升，发行成本增加，导致潜在的发行主体缩减发行规模或延期发行或选择其他发行成本较低的融资途径，其中发行成本的上升对于集合票据的影响最大。

表 2 2012~2013 年中票发行基本情况

项目	2012 年			2013 年					
	期数 (期)	规模 (亿元)	家数 (家)	期数 (期)	期数同 比(%)	规模 (亿元)	规模同 比(%)	家数 (家)	家数同 比(%)
中期票据	564	8423.30	449	510	-9.57	6958.34	-17.39	415	-7.57
集合票据	45	100.00	140	31	-31.11	66.39	-33.61	90	-35.71
合计	609	8523.3	490	541	-11.17	7024.73	-17.58	442	-9.80

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

3. 中票发行规模分布

从发行规模区间分布情况看，按发行期数统计，本年度中票发行额为 5 亿元以内的中票发行期数最多，占总发行期数的 40.67%。本年度中票发行期数仍然呈现随着发行规模的增大而减少格局，其中发行规模在 50~100 亿元和 100 亿元以上的中票发行期数降幅较大。

表 3 2012~2013 年中票发行规模分布情况

发行规模区间 (亿元)	2012 年		2013 年		
	期数 (期)	平均单笔 发行规模 (亿元)	期数 (期)	期数同 比(%)	平均单笔 发行规模 (亿元)
0~5 (含 5)	244	3.64	220	-9.84	3.64
5~10 (含 10)	176	8.23	165	-6.25	8.18
10~20 (含 20)	112	16.61	89	-20.54	16.29
20~50 (含 50)	58	34.74	56	-3.45	36.33
50~100 (含 100)	12	84.17	7	-41.67	84.29
100 以上	7	185.71	4	-42.86	200.00
合计	609	14.00	541	-11.17	12.99

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

4. 中票发行期限

从发行期限来看，本年度发行的中票仍以 3 年期和 5 年期为主，发行期数分别为 222 期和 262 期，占总发行期数的 41.04%和 48.43%；发行规模分别为 2057.56 亿元和 3560.70 亿元，占发行总额的 29.29%和 50.69%。7 年期及以下各期限中票均有发行；与上年相比，2 年期和 10 年期中票的发行数量和规模下降明显，特殊期限⁵中票的发行数量和规模增长明显。本年度我国银行间债券市场首次发行 15 年期中票，且发行主体全部为地方国有企业。

表 4 2012~2013 年中票发行期限分布情况

发行期限 (年)	2012 年		2013 年			
	期数 (期)	发行规模 (亿元)	期数 (期)	期数同比 (%)	发行规模 (亿元)	规模同比 (%)
1	5	11.87	-	-	-	-
2	19	85.35	9	-52.63	28.27	-66.88
3	234	2021.20	222	-5.13	2057.56	1.80
4	2	400.00	1	-50.00	19.00	-95.25
5	300	4692.90	262	-12.67	3560.70	-24.13
6	1	200.00	1	0.00	200.00	0.00
7	22	578.00	19	-13.64	607.00	-5.02
10	12	327.00	5	-58.33	209.00	-36.09
15	-	-	5	-	120.00	-
特殊期限	14	207.00	17	21.43	223.20	7.83
合计	609	8523.3	541	-11.17	7024.73	-17.6

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

5. 中票发行主体企业性质

与上年相比，本年度中票的发行企业仍主要以中央和地方国有企业为主，二者合计的发行期数、发行规模和发行家数分别占本年度总发行期数、发行规模和发行家数的 78.43%、88.75%和 78.55%，占比较上年均有不同程度的下降。

与国有企业中票发行情况相反，本年度集体企业、民营企业和其他企业⁶所发中票的发行期数、发行规模和发行家数与上年相比均有不同程度的上升，其中民营企业的发行期数和发行家数较上年分别增加 25.49%和 26.19%，发行规模同

⁵ 特殊期限中票即包含投资人回售选择权或发行人赎回选择权条款的中票；

⁶ 其他企业为上述所列企业类型以外的企业。

比增长 6.7%，民营企业所发中票呈现多期小额发行的特征。除此之外，集体企业所发中票的规模和期数增幅也较大。而中外合资企业的发行期数、发行规模和发行家数较上年均有所下降，分别下降 38.10%、38.11%和 26.67%，可能与部分中外合资企业转换融资方式有关（比如选择短期融资方式，中外合资企业本年度短期融资券发行期数和发行规模较上年分别上升 172.73%和 117.50%）。

表 5 2012~2013 年中票发行主体企业性质分布情况

发行主体性质	2012 年			2013 年					
	期数 (期)	发行规模 (亿元)	家数 (家)	期数 (期)	期数同 比(%)	发行规模 (亿元)	规模同 比(%)	家数 (家)	家数同 比(%)
中央国有企业	111	3896.00	82	82	-26.13	2648.50	-32.02	61	-25.61
地方国有企业	356	3759.20	291	318	-10.67	3527.04	-6.18	265	-8.93
集体企业	5	31.00	3	10	100.00	58.00	87.10	6	100.00
民营企业	51	424.70	42	64	25.49	453.20	6.71	53	26.19
外商独资企业	18	158.40	14	18	0.00	158.60	0.13	16	14.29
中外合资企业	21	143.00	15	13	-38.10	88.50	-38.11	11	-26.67
其他企业	2	11.00	2	5	150.00	24.50	122.73	3	50.00
合计	564	8423.30	449	510	-9.57	6958.3	-17.39	415	-7.57

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

6. 中票担保情况

本年度采用外部担保方式发行中票的共有 45 期，担保总额为 160.19 亿元，较上年分别减少 35.71%和 45.16%；其中集合票据为 31 期，且增信方式均为不可撤销连带责任担保。对中票进行担保的担保人的主体信用等级均在 AA+级以上，且以 AAA 级为主。

此外，与上年集合票据的信用等级涵盖 AAA~A-级有所不同，本年度集合票据的债项级别全部为 AAA 级，主要是因为本年度只有一家主体级别为 AAA 级的担保主体（中债信用增进投资股份有限公司）担保的集合票据有发行。

表 6 2012~2013 年中票担保情况

项目	2012 年		2013 年			
	期数 (期)	规模 (亿元)	期数 (期)	期数同比 (%)	规模 (亿元)	规模同比 (%)
中期票据	26	192.20	14	-46.15	93.80	-51.20
集合票据	44	99.90	31	-29.55	66.39	-33.54
合计	70	292.10	45	-35.71	160.19	-45.16

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

7. 中票承销情况⁷

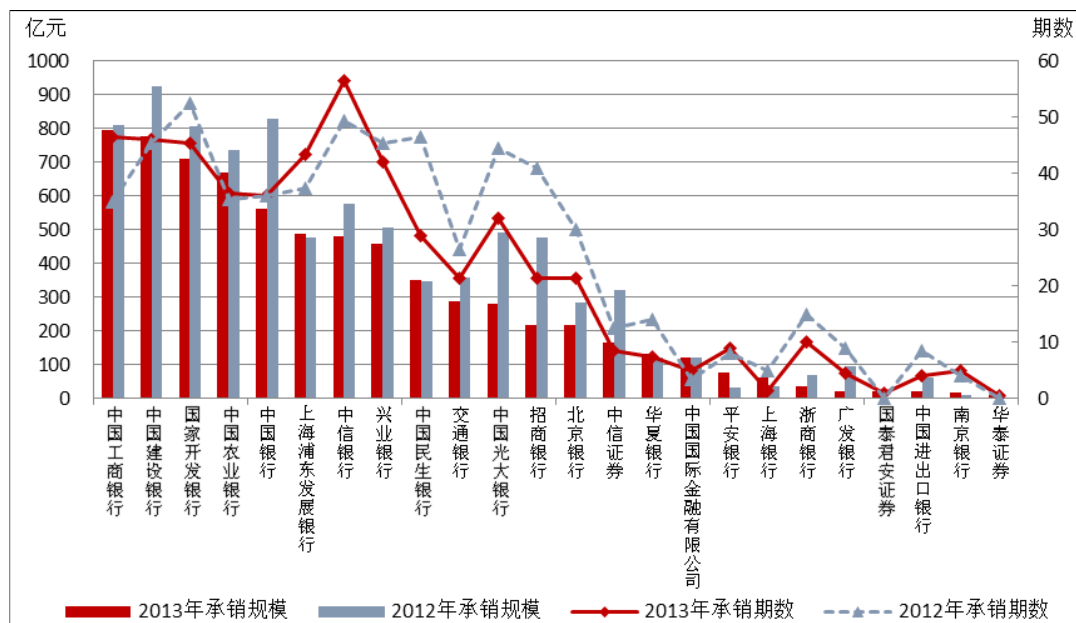
本年度，共有 27 家主承销商参与承销中票发行，较上年新增 3 家，分别为国泰君安证券、华泰证券和中信建投证券，其中有 229 期中票采用了联合主承销商的方式发行，与上年相比增加 6.02%。受发行规模和发行期数整体下降的影响，本年度各承销商的承销规模和承销期数普遍有不同程度的下降。

按承销期数统计，中信银行以承销 57 期中票位居首位，其次分别为中国工商银行、中国建设银行、国家开发银行和上海浦东发展银行，前五位承销商的承销期数总和占总承销期数的 43.99%，占比较上年的 39.33% 有小幅上升。与上年相比，中信银行、中国建设银行和国家开发银行一直保持在前五位，中国工商银行和浦东发展银行取代中国民生银行和兴业银行进入前五位。

按承销规模统计，中国工商银行以承销 796.96 亿元中票位居首位，其次分别为中国建设银行、国家开发银行、中国农业银行和中国银行，前五位承销商的承销总额占总承销规模的 50.20%，占比较上年的 48.23% 有略微上升，且排名前五位的承销商与上年相比无变化，名次有所变动。

本年度承销额度超过 100 亿元（含）的承销商共 16 家，与上年保持一致，合计承销规模达 6720.51 亿元，占总承销额度的 95.82%，占比较上年下降了 0.33 个百分点。

⁷ 对于此节所统计的联合承销中票，每个承销商承销的中票期数和规模的权重均为 50%。



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 1 2013 年中票市场各主承销商承销情况

8. 中票发行主体新增企业

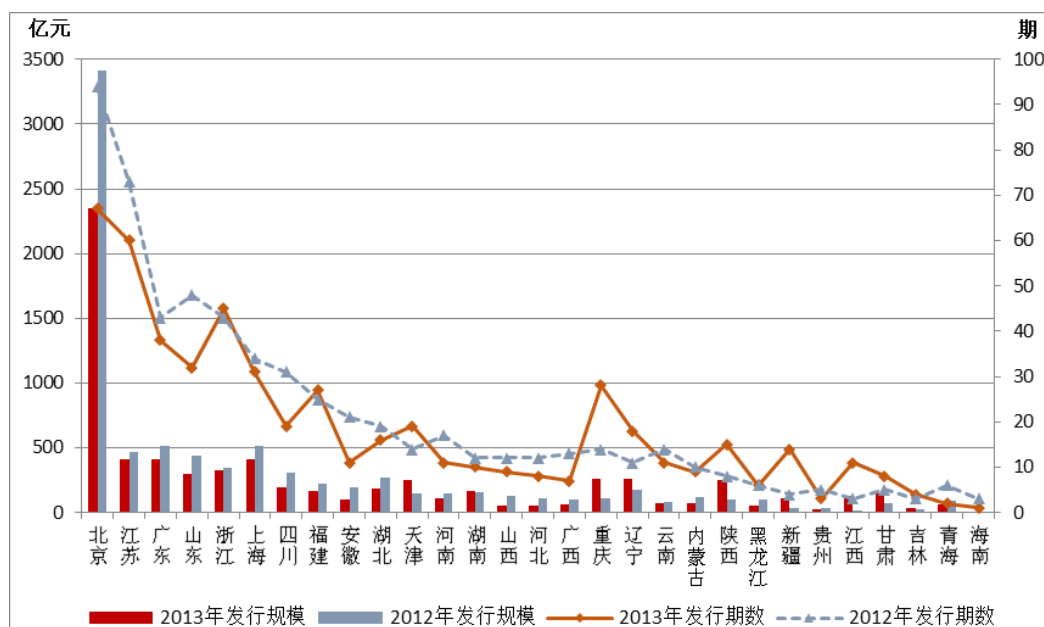
本年度共有 275 家企业首次发行中票共 334 期，合计发行规模达 3424.08 亿元，较上年依次分别减少了 13.79%、14.36%和 1.77%；首次发行中票的企业家数占本年度发行中票企业总家数的 62.22%，该占比较上年的 65.10%有所下降。新增企业主要分布于制造业、综合类及建筑业；企业性质仍以地方国有企业和民营企业为主；企业主体信用级别集中在 AA 级和 AA+级，分别占总新增企业家数的 56.00%、21.82%。

9. 中票发行主体地区分布⁸

本年度中票的发行主体仍集中在江苏、北京、浙江、广东、上海等省市，各地区发行主体家数占总发行主体家数的比例分别为 11.76%、10.63%、9.05%、7.47%、5.43%。由于北京的央企和大型国有企业较为集中，北京地区所发中票的规模（2351.50 亿元）和期数（67 期）仍均位列全国首位，且远超过其他地区；江苏、浙江、广东、上海地区经济发达、企业集中，所发中票的规模和期数也排名全国前列。与上年相比，江苏超过北京成为发行主体家数分布最多的地区，重庆地区发行主体家数较上年明显增加，增长 130.00%从而进入前八名。而北京、

⁸ 1 期集合票据按 1 家主体计算。

山东、四川、安徽和湖北地区所发中票的规模和期数降幅明显；天津、重庆、辽宁、陕西、新疆、江西和甘肃地区由于基数太低，所发中票的规模和期数增幅明显；广东、浙江、上海和福建经济发达地区所发中票的规模和期数变化不明显。

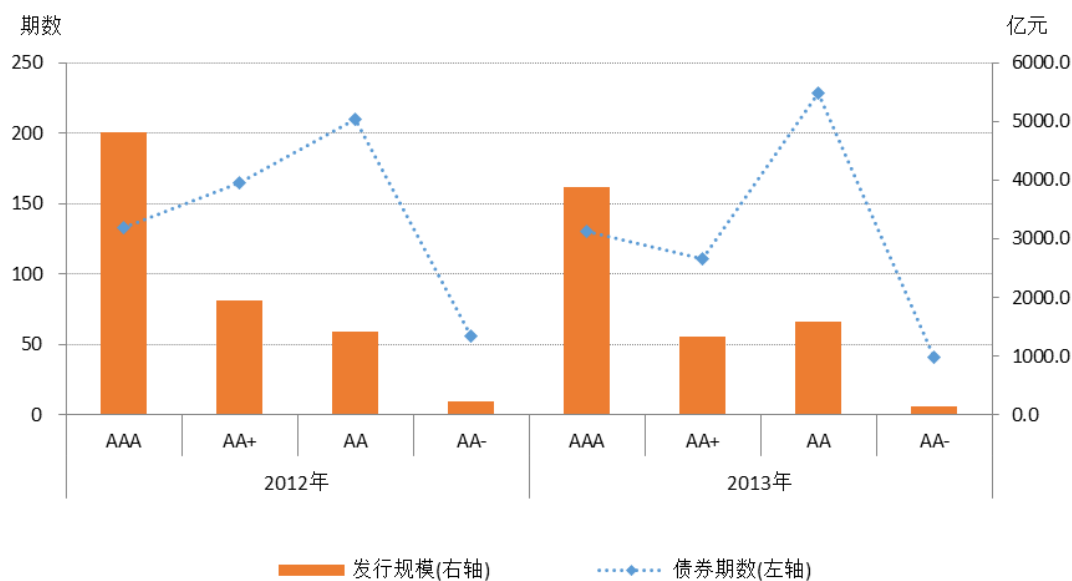


资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 2 2012~2013 年全国各省市中票发行情况

10. 中票信用等级分布

（1）中票债项信用等级分布



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 3 2012~2013 年中票债项信用等级分布

从中票发行情况看，本年度所发行中票的信用等级仍都在 AA-级及以上，信用等级较高；集合票据的信用等级全部为 AAA 级。

按照发行期数统计，AA 级中票的发行期数仍最多，占总发行期数的 44.71%，且远超过其他级别中票的发行期数。按照发行规模统计，AAA 级中票的发行规模仍最大，占总发行规模的 55.65%。

与上年相比，本年度 AA 级中票的发行期数和发行规模均有小幅增长，其他各级别中票的发行期数和发行规模均有所下降，其中 AA+级中票的发行期数下降幅度最大（32.73%），发行规模下降幅度（31.12%）仅次于 AA-级中票的发行规模下降幅度（34.61%）。

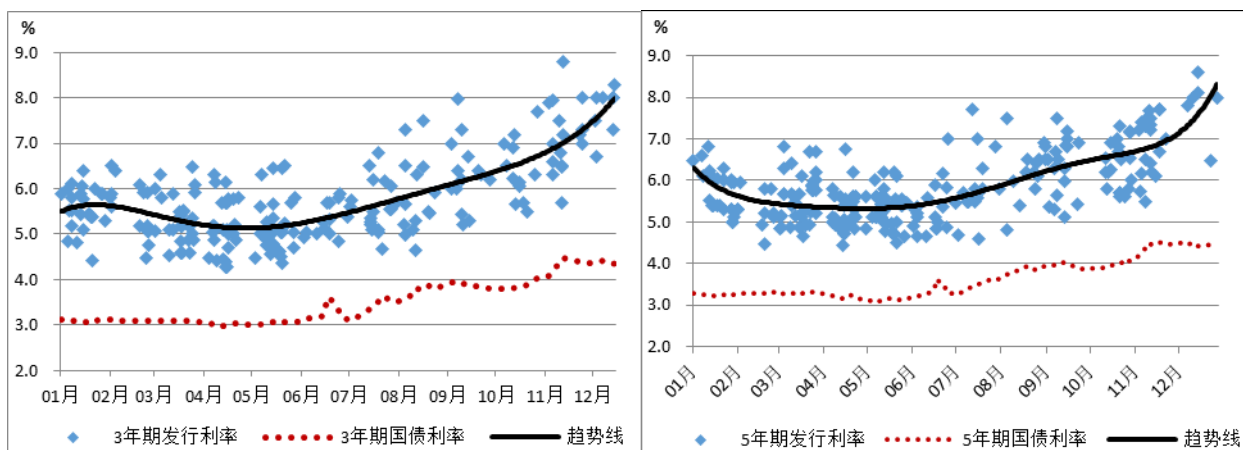
（2）中票发行主体信用等级分布

本年度中票发行主体信用等级分布与中票债项信用等级分布类似，本年度中票发行主体的信用等级分布于 AAA~A+之间，但主要集中在 AA 级以上。本年度中票发行主体信用等级分布变化情况也与中票债项信用等级分布变化情况类似，除 AAA 级发行主体的中票发行期数、AA+级发行主体的中票发行期数和发行规模有所增加外，其他各级别主体的中票发行期数和发行规模均较上年有所减少。

11. 中票发行利率

本年度发行的 541 期中票中，有 526 期采用固定利率发行，15 期采用浮动利率（包括累进利率）发行。采用固定利率发行的中票期数占总期数的比例为 97.23%，与上年相比占比变化不大，反映出市场对固定利率品种有一定的偏好。

采用固定利率发行的中票中，5 年期品种合计 264 期，占 50.19%，3 年期品种合计 221 期（含 26 期集合票据），占 42.02%，表明上述两类品种的期限结构设置受市场认可程度较高，能够有效反应中票市场的基本走势，以下中票利率分析主要针对上述两类品种进行。

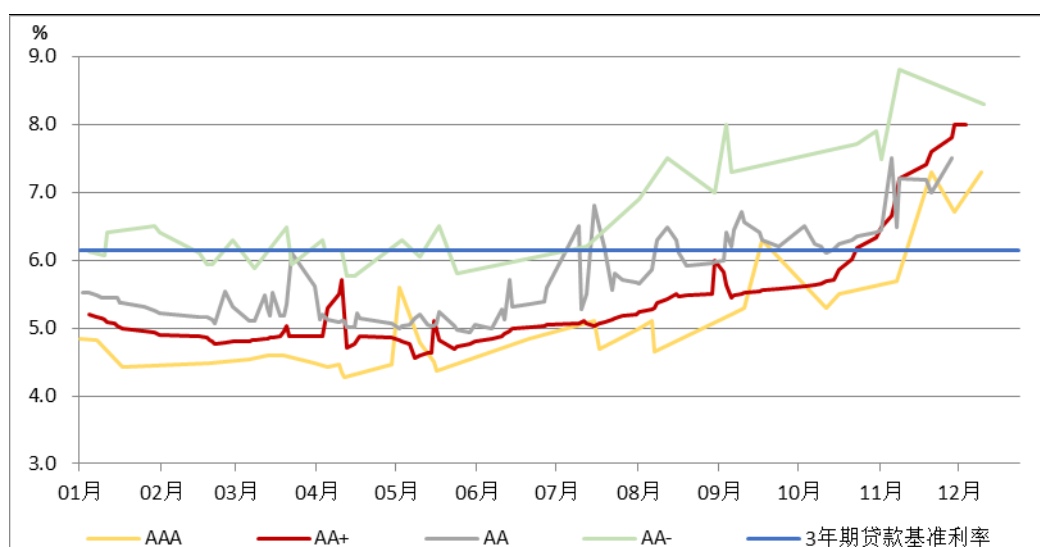


注：国债利率指银行间固定利率国债到期收益率，以下同。

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

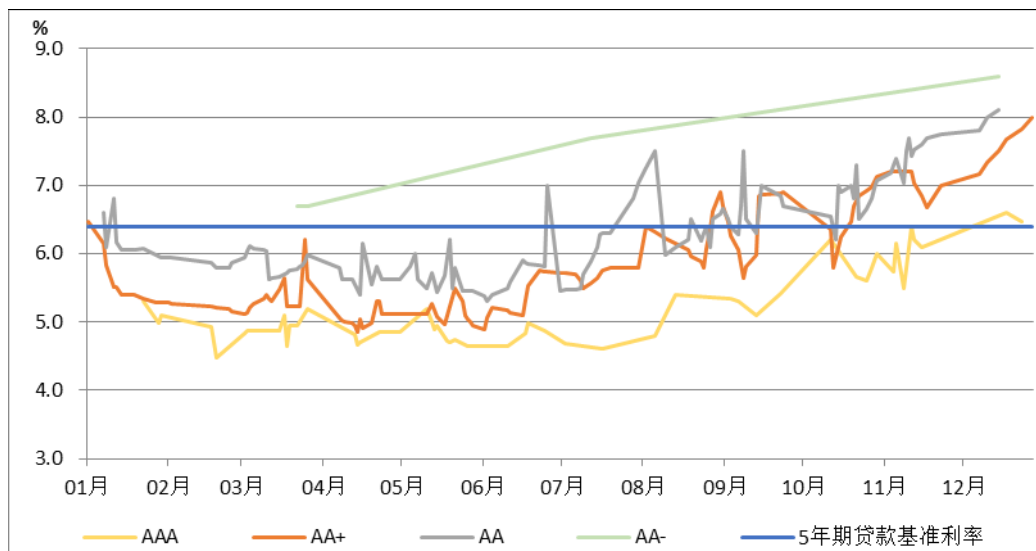
图 4 2013 年 3 年期和 5 年期中票发行利率走势图

从图 4 可以看出，本年度国债利率呈现先平稳波动后大幅上升趋势，中票发行利率走势与国债利率走势基本一致。2013 年 1~5 月上旬，银行间市场资金面较为宽松，国债利率平稳波动，中票发行利率不断下行，在 5 月份左右下降到最低值。5 月中旬开始，银行间市场资金面不断趋紧，尤其在 6 月份，银行间市场资金面突然大幅收紧，国债利率急速上升，中票发行利率开始上升，之后银行间市场流动性仍然偏紧，国债利率和中票发行利率呈现不断上升趋势。进入 11 月，国债利率开始在高位徘徊，进入 12 月中下旬，受年末效应、央行暂停逆回购操作、财政放款投放速度减缓以及利率市场化的不断深入等因素的影响，银行间市场资金面再次出现了极度紧张的局面，中票发行利率继续呈上升趋势。



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 5 2013 年 3 年期不同信用等级中票发行利率情况图



资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

图 6 2013 年 5 年期不同信用等级中票发行利率情况图

从图 5 及图 6 可以看出，3 年期及 5 年期不同信用等级的中票的发行利率有明显区分，即中票的信用等级越低，中票的发行利率普遍越高。从融资成本来看，本年度 AA-级中票的发行利率普遍高于同期贷款基准利率，1~6 月中旬，AAA 级和 AA+级中票的发行利率显著低于同期贷款基准利率，AA 级中票的发行利率普遍低于同期贷款基准利率，显示出中票的融资成本优势。从 6 月下旬开始，AA 级、AA+级以及 AAA 级中票的发行利率依次逐渐高于同期贷款基准利率。进入 12 月中下旬，社会融资成本整体上行，企业实际贷款利率已超过贷款基准利率，中票的发行利率也均显著高于同期贷款基准利率。

12. 2014 年中票市场展望

从宏观经济基本面看，3 月份发布的政府工作报告指出，2014 年国家经济增长目标预计为 7.5%左右，增速与上年大致相同，整体经济运行将稳中向好。2014 年，国家将继续实行稳健的货币政策和积极的财政政策，保持宏观经济政策连续性和稳定性，加快转方式调结构促升级，持续推进各项改革，这将确保宏观经济基本面较好。

从市场资金面看，在经历了 2013 年市场资金紧缺的事件后，商业银行等机构对于资金的运用将更加谨慎，商业银行非标准化债权资产业务可能会被进一步

监管，银行间市场资金面预计整体将保持较为宽松。但考虑到美国将逐渐退出 QE3 以及利率市场化推进等因素的影响，融资成本短期波动性较大仍将存在。

从债券市场环境看，2014 年债券市场的监管基调为规范化发展，监管部门将继续加强监管力度，促进债券市场稳定发展。近期出现的“11 超日债”违约事件使市场对信用风险的防范意识将有所加强，较低信用等级发行人发行债券的难度可能仍较大，较高信用等级债券将更受青睐，或将造成债券发行成本显著分化。

近期银行间市场交易商协会拟放宽省级以下城投类企业发债条件，对发行主体所在地方的行政级别没有限制，同时不设通道限制。这一政策对中票未来的发展将是利好。

综合以上各种因素，联合资信预计 2014 年中票发行量有可能恢复并呈小幅增长趋势。

二、中票信用评级表现

在本年度发行的 541 期中票中，剔除集合票据 31 期、浮动利率中票 15 期、其他非关键期限中票 38 期，剩余中票共计 457 期（其中 3 年期中票 195 期，5 年期中票 262 期）为中票信用评级表现分析样本。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 459 期中票作为分析样本。

1. 利差⁹分析

（1）信用等级与利差关系

从表 7 可以看出，本年度发行的中票的信用等级、发行期限与发行利差的关系主要体现在以下方面：一是在相同期限下，中票的信用等级与中票利率、利差之间的反向关系显著，即中票的信用等级越低，平均发行利率和利差的均值越高；二是随着中票的信用等级不断降低，各级别中票的利差的级差不断增加，表明随着中票信用等级的下降，投资者对中票所要求的风险溢价有更高的要求；三是相同信用等级中票的发行期限越长，平均发行利率和利差的均值越高。

⁹ 利差=中票发行利率-同期限银行间固定利率国债到期收益率。

表 7 2013 年各级别中票对应的利差情况

期限	债项信用等级	样本(个)	利率(%)		利差(基点)			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3	AAA	33	4.28~7.30	5.02	160.92	NA	48.88	0.30
	AA+	32	4.56~8.00	5.32	189.79	28.87	52.47	0.28
	AA	94	4.87~7.50	5.63	224.08	34.30	32.52	0.15
	AA-	36	5.65~8.80	6.63	323.66	99.58	42.21	0.13
5	AAA	63	4.44~6.48	5.12	159.90	NA	25.80	0.16
	AA+	70	4.85~8.00	5.53	211.92	52.02	38.74	0.18
	AA	125	5.30~8.10	6.22	270.10	58.17	39.96	0.15
	AA-	4	6.70~8.60	7.43	381.03	110.93	47.58	0.12

资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

为进一步研究中票的信用等级对利差的影响程度,本文通过方差分析法进行检验,以确定中票信用等级对利差影响的显著性以及各信用等级间的差异化。表 8 和表 9 为 Scheffe 方差分析法对 3 年期和 5 年期各信用等级中票所对应的利差数据显著性检验的结果,显著性水平低于 0.05 的结果表示通过检验,所对应的因变量间存在显著性差异;否则视为未通过检验,不存在显著性差异。从结果看,2013 年所发 3 年期和 5 年期各级别中票的发行利差存在显著性差异,说明中票的债项评级对中票的定价表现出良好的区分度。

表 8 2013 年 3 年期不同信用等级中票利差的显著性检验结果

	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	-	0.00	0.00	0.00
AA+	0.00	-	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	-	0.00
AA-	0.00	0.00	0.00	-

资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

表 9 2013 年 5 年期不同信用等级中票利差的显著性检验结果

	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	-	0.00	0.00	0.00
AA+	0.00	-	0.00	0.00
AA	0.00	0.00	-	0.00
AA-	0.00	0.00	0.00	-

资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

(2) 利差变化情况¹⁰

与上年相比,本年度 3 年期和 5 年期各信用等级中票的利差均值均有不同程度的收窄;其中 3 年期各信用等级中票的利差收窄幅度较大,级别从高到低均下降了 50 个 BP 以上,5 年期 AA+和 AA 级中票的利差收窄幅度较大,分别下降了 25.59 和 23.73 个 BP。本年度上半年利差收窄幅度大于下半年利差收窄幅度,可能与下半年银行间市场资金面较上半年银行间市场资金面紧张有关。

表 10 2012~2013 年中票利差变化情况

债项 级别	3 年期中票利差均值 (BP)		5 年期中票利差均值 (BP)	
	2012 年	2013 年	2012 年	2013 年
AAA	213.74	152.90	169.89	160.69
AA+	242.92	188.28	240.68	215.09
AA	290.07	223.73	294.16	270.43
AA-	396.43	323.66	388.82	381.03

资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

2. 主体信用等级迁移情况

信用等级迁移(不包含展望,下同)方面¹¹,本年度截至 2013 年年初及 2013 年年底均存续的中票发行主体共 674 家,其中主体信用等级上调的 40 家,上调率为 5.93%,主体信用等级下调的 13 家,下调率为 1.93%,主体信用等级迁移仍以上调为主。与上年相比,中票发行主体信用等级调整总家数较上年增加明显,上调率和下调率均有所上升,且下调率上升更为明显(表 11)。

表 11 2012~2013 年中票主体信用等级调整情况

单位: 家

	2012 年	2013 年
主体总家数	436	674
信用等级上调家数	24	40
信用等级下调家数	2	13
上调率 (%)	5.50	5.93
下调率 (%)	0.46	1.93

注: 上调率或下调率为信用等级上调或下调的发行主体数量与有效发行主体总量的比, 以下同。

资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

¹⁰ 此节不包括集合票据;

¹¹ 只对年初和年末均有有效信用等级中票进行统计, 不包括年内新发和在年内到期的中票的发行主体, 亦不考虑年内主体信用等级多调和信用等级回调的情况。

分级别来看，本年度 AA-级中票发行主体的信用等级上调率和下调率均最高，其次为 AA 级、AA+级和 AAA 级中票发行主体；A+级和 A 级发行主体信用等级未发生迁移。

表 12 2013 年发行人主体信用等级 1 年期迁移矩阵

单位：%

年末 年初	样本 (个)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	B+
AAA	200	99.00	1.00	-	-	-	-	-
AA+	182	4.95	93.41	1.10	-	-	-	-
AA	219	-	5.02	93.15	2.74	-	-	-
AA-	68	-	-	16.18	80.88	2.94	-	-
A+	3	-	-	-	-	100.00	-	-
A	1	-	-	-	-	-	100.00	-
BBB+	1	-	-	-	-	-	-	100.00

注：由超过一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，即同一主体可被计数多次，以下同。

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

从各评级机构所评中票的主体信用等级调整情况来看（表 13），新世纪的上调率最高，为 8.70%，联合的下调率最高，为 3.33%。

表 13 2013 年主要评级机构所评中票主体信用等级调整情况

单位：家

	中诚信	大公	联合	新世纪
主体总家数	262	108	180	115
信用等级上调家数	11	6	13	10
信用等级下调家数	3	2	6	2
上调率（%）	4.20	5.56	7.22	8.70
下调率（%）	1.15	1.85	3.33	1.74

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理

主体的评级展望调整方面¹²，2013 年年初及 2013 年年底均存续的中票发行主体¹³共 663 家，2013 年初，有 11 家主体的评级展望为正面，630 家主体的展望为稳定，22 家主体的展望为负面，仅考虑主体信用等级未变而展望发生变化，

¹²只对年初和年末均有效的主体展望从年初到年末的变动情况进行统计，不包括年内新发债券和债券在年内到期的发行主体的展望统计；

¹³除去没有评级展望和展望为观望或列入观察名单的主体。“观望”是上海新世纪资信评估投资服务有限公司的评级展望类型，指依据现有信息，主体信用等级既有可能调升也有可能调降。

不考虑信用等级和展望均发生变化的情况，至 2013 年末的一年期间内，共有 11 家主体的评级展望发生变化，其中 1 家主体的评级展望由正面调整为稳定，9 家主体的评级展望由稳定调整为负面，下调率为 1.51%，1 家主体的评级展望由稳定调整为正面，上调率为 0.15%，总体来看，主体评级展望仍以下调为主。与上年相比，中票发行主体评级展望调整总家数较上年有所增加，上调率有所下降，下调率有所上升。

表 14 2013 年中票主体评级展望调整情况

单位：家

	2012 年	2013 年
主体总家数	531	663
评级展望上调	3	1
评级展望下调	5	10
上调率（%）	0.56	0.15
下调率（%）	0.94	1.51

注：上调率或下调率为信用等级上调或下调的发行主体数量与有效发行主体总量的比，以下同。

资料来源：Wind 资讯、中国债券信息网、联合资信整理