

2015 年度中国债券市场违约率与信用等级迁移报告



2016/3/10

作者：联合资信评估有限公司 聂逆 王 柠 张婷婷

2015 年度中国债券市场违约率与信用等级迁移报告

作者：联合资信评估有限公司 聂 逆 王 柠 张 婷 婷

在我国债券市场政策放松和改革深化的背景下，2015 年我国债券市场规模稳步增长，债券发行主体持续扩容。由于我国经济持续面临较大的下行压力，产能过剩行业、强周期行业和抗风险能力较弱的中小企业的的经营面临严峻挑战，导致我国债券市场信用风险加速暴露，违约事件密集发生。2015 年，我国公募债券市场发生了首例国企债券违约事件，城投企业和上市公司也出现债券违约，同时中小企业集合票据、集合债券和中小企业私募债券发生发行人违约，担保人进行代偿的信用风险事件进一步增多，债券市场违约现象进一步趋于常态化。

从债券的信用等级调整情况也可以看出，虽然 2015 年我国债券市场发行人主体信用等级调整呈现较为明显的调升趋势，但投机级评级数量有所上升，投资级别大跨度下调至投机级的数量大幅增加，我国债券市场信用风险正逐渐暴露。

展望 2016 年，在去产能、去杠杆加速的背景下，产能过剩、强周期、市场景气度低迷行业仍将面临较高的信用风险，违约债券覆盖面有可能继续扩大，债券违约将进一步趋于常态化。与此同时，刚性兑付打破的趋势也趋于明显化，未来因违约造成实际损失的可能性或将有所提高，投资者保护制度有待完善。

一、 违约率统计分析

（一）公募市场债券违约率上升，出现国有企业债券违约

1. 公募市场债券违约率统计

2015 年，我国债券市场违约事件密集发生，出现了国企、央企背景的债券违约，公募市场共有 9 只债券发生债券违约，2015 年我国公募市场债券违约率为 0.10%¹。

2. 公募市场发行人主体违约率统计

¹债券统计样本为当年年初存续且具有债项信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据以及资产支持证券，不包含私募债券；债券违约率 = 当年发生违约的债券期数 / 期初债券期数。

根据发行人主体违约定义²，2015 年我国公募市场共有 16 家债券发行人发生主体违约。“12 湘鄂债”发行人中科云网科技股份有限公司、“12 中富 01”发行人珠海中富实业股份有限公司和“12 圣达债”发行人四川圣达集团有限公司未能如期足额支付债券本息，构成发行人主体违约。“11 天威 MTN2”发行人保定天威保变电气股份有限公司、“10 英利 MTN1”发行人保定天威英利新能源有限公司和“12 二重集 MTN1”发行人中国第二重型机械集团公司及其子公司二重集团（德阳）重型装备股份有限公司（“08 二重债”发行人）受到所处行业产能过剩、市场萎缩的影响，未能按期足额支付利息或/和本金，构成发行人主体违约，其中“11 天威 MTN2”利息未付开启了中国首例国企债券违约。“10 中钢债”发行人中国中钢股份有限公司未能按期支付债券利息，先后三次延长了回售期，“15 山水 SCP001”发行人山东山水水泥集团有限公司受到股权纷争影响到了融资能力³致其无法按期足额支付债券本息，均构成了发行人主体违约。此外，还有 6 家中小企业集合票据和集合票据的联合发行人宣告无法兑付债券本息，由担保方代偿，构成发行人主体违约（详见表 1）。

表 1 2015 年我国公募市场违约发行人主体信息表

发行人名称	企业性质	所属行业	年初主体级别	年末主体级别	所发债券简称	债券类型	债券到期日	判定违约原因
江苏中显集团有限公司	民营	机械制造	BBB-	CC	14 扬州中小债	中小企业集合债券	2020-06-17 (回售日 2017-06-17)	发行人未按时支付债券利息
中科云网科技股份有限公司	民企	餐饮业	BB	C	12 湘鄂债	公司债	2017-04-05 (回售日 2015-04-05)	发行人未按时兑付债券利息
保定天威集团有限公司	央企	电器机械及器材制造业	BBB	C	11 天威 MTN2	一般中期票据	2016-04-21	发行人未按时兑付债券利息
沈阳铭辰汽车有限公司	民营	车辆生产	BBB	CCC	13 沈阳 SMECN1	集合票据	2015-2-4	发行人宣告无法兑付债券本息、由担保方代偿
珠海中富实业股份有限公司	外资	塑料制造业	A+	CC	12 中富 01	公司债	2015-05-28	发行人未按时支付债券本息
中国第二重型机械集团公司	央企	专用设备制造业	B-	CC	12 二重集 MTN1	一般中期票据	2017-09-26	发行人无法按期支付利息，债券由国机集团受让
二重集团(德阳)重型装备股份有限公司	央企	专用设备制造业	CC	C	08 二重债	一般企业债	2015-10-14 (回售日 2013-10-13)	发行人无法按期支付本金和利息，债券由国机集团受让
保定天威英利新能源有限公司	公众	专用设备制造业	AA-	C	10 英利 MTN1	一般中期票据	2015-10-13 (回售日 2013-10-13)	发行人未能按时支付债券本息

²发行人主体违约定义参见《2012 年我国债券市场违约率统计分析报告》。

³中国山水水泥集团有限公司（山水水泥）2008 年 7 月在香港联交所上市，山东山水水泥集团有限公司（山东山水）是山水水泥在境内的主要运营实体。2015 年 4 月，天瑞集团股份有限公司（天瑞集团）成为山水水泥的第一大股东，大股东变更的事实触发了境外美元票据的提前偿还，造成山水水泥资金链十分紧张。山水水泥股权纷争引发了各金融机构对山东山水前景的顾虑，导致其外部融资困难。

2015 年度中国债券市场违约率与信用等级迁移报告

中国中钢股份有限公司	央企	黑色金属冶炼和压延加工业	AA-	CC	10 中钢债	一般企业债	2017-10-20 (回售日 2015-10-20)	发行人宣布延期支付债券利息
山东山水水泥集团有限公司	外资	水泥制造业	AA+	CC	15 山水 SCP001	超级短期融资券	2015-11-12	股权争夺致发行人短期流动性紧张, 未能按时支付债券本息
江苏绿陵润发化工有限公司	民营	复合肥行业	BBB	BB+	12 宿迁 SMECN1	集合票据	2015-12-04	停产, 由担保方代偿
四川圣达集团有限公司	民营	石油加工、炼焦和核燃料加工业	AA-	C	12 圣达债	一般企业债	2018-12-05 (回售日 2015-12-05)	发行人未按期付息及回售本金
浙江华欣新材料股份有限公司	民营	聚酯和化纤	BBB-	C	12 杭州 SMECNII 001	集合票据	2015-12-25	发行人未按期将应付本息存入偿债账户, 由担保方代偿
河南三力炭素制品有限公司	民营	炭素	-	-	12 新乡 SMECN II 001	集合票据	2015-12-27	发行人无法按期偿还本息, 由担保方代偿
淮安华尔润化工有限公司	民营	纯碱及氯化铵	-	-	12 淮安 SMECN II 001	集合票据	2015-12-28	发行人无法按期偿还本息, 由担保方代偿
淮安嘉诚高新化工股份有限公司	民营	精细化工	-	-				

资料来源: 联合资信整理

基于上述判定结果的统计显示, 2015 年我国公募债券市场发行人主体违约率为 0.37%。其中, AA+级、AA-级和 A+级违约率分别为 0.17%、0.52%和 1.47%, BBB 级、BBB-级和 BB 级违约率分别为 4.11%、4.08%和 6.67%, B-级和 CC 级违约率分别为 33.33%和 25.00%, 各级别违约率基本随着级别的降低而呈递增趋势 (详见表 2)。

与前两年相比, 2015 年, 我国公募市场债券发行人主体违约数量和违约率相较前两年均有所上升, 投资级别中出现 AA+~A+级主体违约, BBB-级违约率进一步升高, 违约率涉及的等级范围较以往有所增大。

表 2 2013 年-2015 年我国公募市场债券发行人主体违约率统计表

发行人主体级别	2013 年			2014 年			2015 年		
	期初样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)	期初样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)	期初样本数 (家)	违约数量 (家)	违约率 (%)
AAA	299	0	0	336	0	0	388	0	0
AA+	415	0	0	494	0	0	586	1	0.17
AA	1005	0	0	1275	0	0	1597	0	0
AA-	541	0	0	563	0	0	580	3	0.52
A+	120	0	0	102	0	0	68	1	1.47
A	28	0	0	25	0	0	27	0	0
A-	47	2	4.26	30	2	6.67	29	0	0
BBB+	65	1	1.54	54	0	0	41	0	0

2015 年度中国债券市场违约率与信用等级迁移报告

BBB	119	1	0.84	105	0	0	73	3	4.11
BBB-	81	1	1.23	69	1	1.45	49	2	4.08
BB+	37	0	0	37	0	0	33	0	0
BB	6	0	0	15	0	0	15	1	6.67
BB-	0	0	NA	1	0	0	3	0	0
B+	0	0	NA	1	0	0	3	0	0
B	1	0	0	2	1	50	0	0	NA
B-	1	0	0	0	0	NA	3	1	33.33
CCC	2	0	0	2	1	50.00	1	0	0
CC	1	0	0	1	0	0	4	1	25.00
C	0	0	NA	0	0	NA	1	0	0
总计	2768	5	0.18	3112	5	0.16	3501	13	0.37

注：1. 发行人统计样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券、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的有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限，表中发行人主体级别为当年年初级别；发行人具有双评级或多评级，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 = 当年发生违约的发行人家数 / 期初发行人家数。

资料来源：联合资信整理

2. 中小企业私募债券市场信用风险不减，多只私募债发生债券违约

（1）中小企业私募债券违约率统计

“12 东飞债”、“12 蓝博债”、“12 蒙恒达”、“12 致富债”和“13 大宏债”5 只债券的发行人无法兑付债券本金和/或利息，相关担保方均未履行担保代偿责任，导致债券违约。根据我们的统计，2015 年我国中小企业私募债券违约率为 0.73%⁴。

（2）中小企业私募债发行主体违约率统计

2015 年，我国私募市场上共有 5 家债券发行人发生主体违约，2015 年我国中小企业私募债券市场发行人主体违约率为 0.94%。

表 3 2015 年我国中小企业私募债券市场违约发行人主体信息表

发行人名称	企业性质	所属行业	所发债券简称	债券到期日	判定违约原因
东飞马佐里纺机有限公司	中外合资	专用设备制造业	12 东飞 01	2015-01-25	发行人未按时兑付债券本息
安徽蓝博旺机械集团	民营	专用设备制造业	12 蓝博 01	2016-02-04 (回售日为 2015-02-04)	发行人未按时兑付债券本息
宿迁市致富皮业有限公司	民营	皮革、毛皮、羽绒及制品制造业	12 致富债	2016-02-05 (回售日为 2015-2-05)	发行人未按时兑付债券本息

42015 年中小企业私募债券市场有 4 只债券违约，5 家发行人主体违约，年初存续 686 只债券，发行人 530 家。

2015 年度中国债券市场违约率与信用等级迁移报告

内蒙古恒达公路发展有限公司	民营	公路管理及养护业	12 蒙恒达	2016-04-18 (回售日为 2015-04-18)	发行人未按时兑付债券本息
江苏大宏纺织集团股份有限公司	民营	纺织业	13 大宏债	2016-04-19 (回售日为 2015-04-19)	发行人无力偿付, 债券本息由担保方代偿

资料来源：联合资信整理

总体来看，2015 年，违约风险事件多发生在电器机械、专用设备制造、建筑工程等同质化、产能过剩严重、强周期性行业，还涉及纺织皮革、制鞋业、餐饮等竞争激烈的行业。违约发行人主体级别从早期的中小企业（发行集合票据）到 AA+ 级企业，债券市场的违约风险正在向高等级债券扩展。在企业性质上，2015 年发生违约或暴露风险的企业已经从民营企业扩大至中央国有企业、城投类企业和上市公司，风险企业性质呈多元化。在债券类型上，2015 年以来年违约券种扩大至超级短期融资券、中期票据和企业债券，违约债券种类进一步扩大。发生违约的原因方面，违约事件绝大部分是在经济下行压力下所处行业不景气所致，其中光伏行业是产能过剩较为严重的新能源产业之一，如 2015 年违约的“10 英利 MTN1”和“11 天威 MTN2”的发行人均曾是光伏行业的领先企业。再有对于很多附有担保的债券，当发行人无力偿还债务本息时，担保方也未能履行担保代偿责任从而导致债券的违约，如“12 蒙恒达”的发行人恒达公路无力兑付债券本息时，担保人东胜城投因资金紧张迟迟不能履行代偿责任，另外多只私募债券担保方也未履行代偿责任。

二、信用等级迁移分析⁵

1. 银行间债券市场信用等级调整情况

发行人主体信用等级调升趋势较为明显，且评级变动性增大

2015 年我国银行间债券市场上共有 409 家发行人主体信用等级发生调整，其中信用等级被调升的有 320 家，调升率为 8.24%，较 2014 年和 2013 年分别上升 2.06 个百分点和 1.02 个百分点，调升率上升较为明显；信用等级被调降的有 89 家，调降率为 2.29%，调降率也均高于 2014 年和 2013 年水平（分别高出 0.83 个百分点和 0.29 个百分点）。整体来看，2015 年发行人主体信用等级呈现较为明显

⁵发行人统计样本为当年年初存续且具有主体信用级别的短期融资券、中期票据、企业债券、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我们视为等同于其所发债券的有效期限，发行人具有双评级或多评级，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。

的调升趋势，且评级变动性增大。

从等级调整企业类型来看，2015 年发行人主体信用等级被调升的企业主要为国有企业，占比为 65.94%；主体信用等级被调降的则多为民营企业，占比为 53.93%，其次为国有企业，占比为 34.83%。从等级调整企业所属行业来看，本年度调升企业中有一半以上分布在政策支持力度较大的基建类行业（如建筑工程、交通基础设施和房地产管理与开发）和需求稳定的金融服务业（如商业银行和多元金融服务行业），而调降企业主要集中在石油、天然气和供销费用材料，机械，食品，化工以及金属、非金属与采矿业等周期性强、产能过剩、重资产行业。

评级展望呈调降态势，整体调整数量仍然较少

2015 年我国银行间债券市场上信用评级展望被调升的发行人有 43 家（由负面调整为稳定或正面的有 25 家，由稳定调整为正面的有 18 家），72 家发行人主体信用评级展望被调降（由稳定调整为负面的有 70 家，由正面调整为稳定的有 2 家），评级展望调升率和调降率分别为 1.11%和 1.85%，调升率近两年来温和上升，调降率较 2014 年有所上升但与 2013 年基本持平。整体来看，2015 年发行人主体信用评级展望仍呈调降态势。与信用等级调整相比，2015 年发行人主体信用评级展望的调整数量仍然相对较少，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 4 2013 年-2015 年我国银行间债券市场发行人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		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
年初样本（家）	3047	3559	3885	3047	3559	3885	3047	3559	3885
调升数量（家）	220	220	320	13	38	43	233	258	363
调降数量（家）	61	52	89	57	55	72	118	107	161
调升率（%）	7.22	6.18	8.24	0.43	1.07	1.11	7.65	7.25	9.34
调降率（%）	2.00	1.46	2.29	1.87	1.55	1.85	3.87	3.01	4.14

注：1. 评级展望调升调降统计不包括信用等级发生调整的评级展望统计；

2. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面均视为调升，反之视为调降；

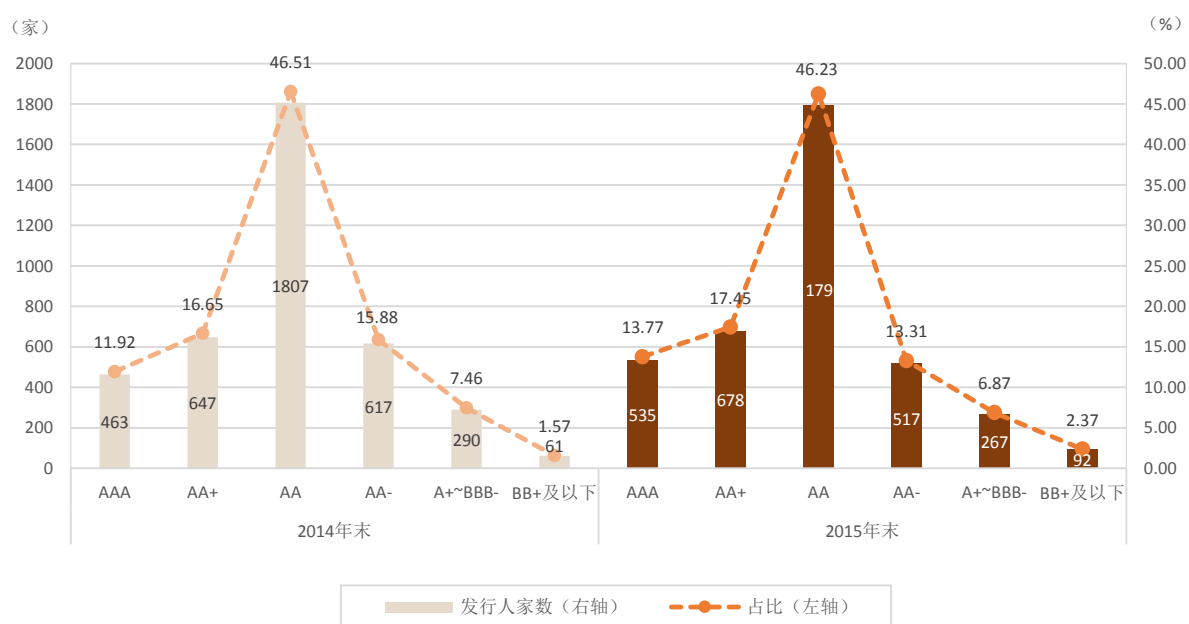
3. 调升率或调降率 = 年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的数量与年初样本数量的比。资料来源：联合资信整理

2. 信用等级迁移矩阵⁶

(1) 一年期迁移矩阵

信用等级分布进一步分化，信用等级稳定性基本上随信用等级的升高而增强

2015 年，我国银行间债券市场发行人主体信用等级分布变化不大，信用等级仍主要集中在投资级（BBB-级及以上级别），投机级主体数量占比为 2.37%，占比在近两年来呈上升趋势。投资级别中，AA-级及以上级别发行人在评级总家数中的占比仍在 90%以上，其中，AA 级和 AA-级的占比有所下降，AAA 级和 AA+级的占比进一步升高。



资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

图 1 2014 年-2015 年我国公募市场债券发行人主体信用等级分布图

从各级别稳定性来看，在样本数量较多的 A+级及以上级别中，本年度 AAA 级和 AA 级仍然保持较好的稳定性，AA+级的迁移率为 13.88%，迁移率较上年上升 5.58 个百分点，稳定性有所下降；AA-级和 A+级的迁移率均超过 25%，稳定性仍然较差；除 AA+级外，其他信用等级的稳定性均随信用等级的升高而增强。从迁移方向看，样本数量较多的 A+级及以上级别均表现出明显的调升趋势。从迁移范围看，A+级及以上级别中，AA+级、AA 级、AA-级和 A+级的部分发行人的级别迁移幅度较大，迁移范围超过 5 个子级。此外，本年度有 31 家发行人

⁶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，不包括期间新发债券和债券在期间到期的发行主体的级别统计，亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况；发行人主体信用等级有效期限我们视为等同于其所发债券的有效期限。一年期和三年期迁移矩阵计算结果见附录。

主体信用等级由投资级被下调到投机级，较上年增加了 16 家；与 2014 年有 1 家发行人主体信用等级由投机级被上调到投资级不同的是，本年度无发行人主体信用等级由投机级被上调到投资级。

总体来看，2015 年随着宏观经济下行压力的加大，投机级别发行人主体数量占比进一步上升，同时受政策支持以及经营状况良好的较高级别发行人主体信用等级持续向上迁移，发行人主体信用等级进一步分化。此外，信用等级的稳定性基本上随信用等级的升高而增强。

表 5 2015 年我国银行间债券市场发行人主体信用等级一年期迁移矩阵（单位：%）

期初期末	样本数	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	395	99.75	-	0.25	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	562	12.81	86.12	0.71	0.18	-	-	-	-	-	-	0.18
AA	1546	-	7.05	91.66	0.78	0.19	0.06	-	-	0.06	-	0.19
AA-	496	-	-	21.77	74.40	2.02	0.60	-	0.20	0.20	-	0.81
A+	53	-	-	-	24.53	69.81	-	1.89	-	1.89	-	1.89
A	18	-	-	-	-	11.11	83.33	-	-	-	-	5.56
A-	19	-	-	-	-	-	-	89.47	-	-	-	10.53
BBB+	23	-	-	-	-	-	4.35	-	82.61	4.35	-	8.70
BBB	40	-	-	-	-	-	-	-	2.50	70.00	7.50	20.00
BBB-	29	-	-	-	-	-	-	-	-	3.45	65.52	31.03
BB+及以下	40	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100

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. 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；

3. 该迁移矩阵反应的为评级行业整体迁移情况，不能完全反应各家评级机构的具体迁移情况，以下同。

资料来源：联合资信整理

大跨度评级调降数量大幅增加，评级准确性和稳定性仍需加强

2015 年银行间债券市场共有 27 家发行人主体信用等级出现大跨度评级调整⁷（见表 6），反映出上述 27 家发行人的信用状况发生了重大变化，信用风险大幅上升，同时也反映出上述发行人主体信用评级的准确性和稳定性较差，评级调整活动不及时、不连续。总体看，本年度发生大跨度评级调整的发行人数量较 2014 年增加 16 家，增幅明显。

⁷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（不含 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-、A+、A 三个子级，则视为发生大跨度调整。

表 6 2015 年我国银行间债券市场发行人主体信用等级发生大跨度评级调整情况

发行人名称	年初级别	展望	年末级别	展望	调整时间
沈阳铭辰汽车有限公司	BBB	稳定	CCC	-	20150129
内蒙古奈伦集团股份有限公司	AA-	稳定	BBB+	负面	20150206
内蒙古奈伦集团股份有限公司	AA	稳定	BBB	负面	20151120
江苏中显集团有限公司	BBB-	负面	CC	稳定	20150313
湖南雪丽造纸有限公司	BBB	稳定	CC	负面	20150403
中澳控股集团有限公司	AA-	稳定	BB	-	20150511
广西有色金属集团有限公司	AA	负面	BB	负面	20150608
重汽集团福建专用车有限公司	BB	-	C	负面	20150716
河南华泰特种电缆集团有限公司	BBB	稳定	B	负面	20150723
河北荣珍食用菌股份有限公司	BBB+	稳定	CC	负面	20150825
江苏飞达控股集团有限公司	AA	负面	BB+	负面	20150907
珠海中富实业股份有限公司	A+	稳定	CC	-	20150909
保定天威集团有限公司	BBB	负面	C	-	20150923
保定天威英利新能源有限公司	AA-	负面	C	-	20151013
英利能源(中国)有限公司	AA-	负面	BBB	-	20151019
中国中钢股份有限公司	AA-	负面	CC	-	20151020
云南天浩稀贵金属股份有限公司	A-	稳定	B	负面	20151028
山东山水水泥集团有限公司	AA+	稳定	CC	-	20151111
云南煤化工集团有限公司	AA	稳定	BB	-	20151112
福建安波电机集团有限公司	BBB+	稳定	CCC	-	20151201
宁德市官井洋大黄鱼养殖有限公司	BB+	稳定	CCC	-	20151201
宁德市南阳实业有限公司	A-	稳定	CCC	-	20151201
鄂尔多斯市华研投资集团有限责任公司	A	负面	B	-	20151203
四川圣达集团有限公司	AA-	负面	C	稳定	20151207
重庆市双阳食品有限责任公司	BBB	稳定	CCC	负面	20151207
万正投资集团有限公司	A+	负面	BBB	负面	20151211
浙江华欣新材料股份有限公司	BBB-	负面	C	-	20151221

注：内蒙古奈伦集团股份有限公司由联合资信和鹏元分别进行了主体评级，联合资信对其评级行动为 AA-调低至 BBB+，鹏元对其评级行动为 AA 调低至 BBB。

资料来源：联合资信整理

（2）三年期迁移矩阵

从发行人主体信用等级三年期迁移矩阵来看，样本量较多的 A+级及以上级别样本中，AAA 级的迁移率很低（1.45%），稳定性很高；AA+级和 AA 级的迁移率分别为 29.94%和 23.02%，稳定性相对不足；AA-级和 A+级的迁移率较高，分别为 55.08%和 66.67%，稳定性较差。从迁移方向看，信用等级在 A+级及以上的发行人主体呈现明显的上调趋势。从迁移范围看，A+级及以上样本中，除 AAA

级外，其他各信用等级的迁移范围均在 5 个子级或以上，迁移范围较宽，有 10 家 AA+级、AA 级和 AA-级发行人主体被大跨度调整至投机级。

整体来看，近三年来，发行人主体信用等级呈现出明显的调升态势，在中国宏观经济下行之际，发行人主体信用等级持续出现逆周期调整现象，值得关注。此外，虽然整体上较高信用等级的稳定性明显高于较低等级，但随着市场信用风险的不不断暴露，投资级别大跨度评级调整现象逐渐增加，评级准确性和稳定性面临考验。评级机构在信用政策制定上应更加谨慎。

表 7 2013~2015 年我国银行间债券市场发行人主体信用等级三年期迁移矩阵（单位：%）

期初\期末	样本数 (个)	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	276	98.55	0.73	0.72	-	-	-	-	-	-	-	-
AA+	354	26.55	70.06	1.98	0.56	-	-	-	-	-	-	0.85
AA	782	1.15	18.67	76.98	1.66	0.51	0.26	-	-	-	-	0.77
AA-	374	-	3.48	48.40	44.92	2.14	-	-	-	0.53	-	0.53
A+	36	-	-	16.67	47.22	33.33	-	-	2.78	-	-	-
A	12	-	-	8.33	33.33	25.00	33.33	-	-	-	-	-
A-	11	-	-	-	-	9.09	-	63.64	-	-	-	27.27
BBB+	16	-	-	-	-	-	6.25	12.50	62.50	6.25	-	12.50
BBB	32	-	-	-	-	-	-	-	6.25	53.12	12.50	28.12
BBB-	16	-	-	-	-	-	-	-	-	6.25	62.50	31.25
BB+及以下	19	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00

资料来源：联合资信整理

三、信用风险展望

目前中国经济仍然面临着较大的下行压力，国内总需求不足，产能过剩的问题依旧严峻。2015 以来，我国债券市场违约事件密集发生，违约数量已呈现增长的态势，当前信用基本面仍在持续恶化，前期积累的很多风险未来暴露的可能性很大。在去产能、去杠杆加速的背景下，2016 年违约债券覆盖面将有所扩大，债券违约将进一步趋于常态化，刚性兑付打破的趋势也趋于明显化，未来因违约造成实际损失的可能性或将有所提高。由于国内外宏观经济持续低迷，部分强周期行业（例如钢铁、煤炭、有色金属、化工、工程机械）内企业出现产能过剩，产品销量及价格持续下滑，盈利能力大幅下降，债务负担加重，过重依赖银行融资，可能面临较高的信用风险。