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

2020 年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

2021 年 2 月 24 日

联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696　　地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号　　邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228　　PICC 大厦 17 层　　网址：www.lhratings.com

2020 年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

——债市稳中有变，信用风险超预期释放

联合资信评估股份有限公司 债券市场研究部 刘晓光 张岩 王自迪

摘要

本文从违约情况、等级调整与等级迁移、利差表现三方面对2020年我国债券市场评级表现进行分析并对评级质量进行检验。整体看，2020年我国债券市场整体平稳运行但稳中有变，违约常态化背景下信用风险超预期释放，部分高级别主体违约事件对市场情绪造成一定冲击，但信用风险整体仍处于可控状态。

违约情况方面，2020年我国债券市场新增违约发行人30家，公募债券市场违约率为0.61%，违约常态化发生，信用风险进一步释放，但违约发行人家数和公募债券市场违约率较2019年和2018年均有所减少；同时信用评级的违约预警能力整体有所提升。

等级调整方面，发行人信用等级调整率变化不大，整体仍呈调升趋势；企业性质方面，国有企业调整率同比上升，民营企业调整率同比下降，弱资质民营企业信用风险持续出清，存量发行人整体信用状况有所改善，而国有企业信用风险出现一定程度分化，部分国有企业违约风险开始暴露；行业和地区方面，部分行业信用风险出现分化，等级调整无明显地域特征；此外，大跨度评级调整数量有所减少。信用等级迁移方面，截至2020年末AAA级、AA^{+}级发行人占比进一步上升，各级别稳定性整体表现良好，AA^{+}级至A^{+}级呈向上迁移趋势。

利差表现方面，信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，主要券种不同信用等级利差间均存在显著性差异。总体来看，我国债券市场信用评级能够较好反映发行人信用风险差异。

一、违约情况统计分析

（一）违约常态化发生，信用风险进一步释放

2020 年我国债券市场新增 30 家违约[1]发行人，共涉及到期违约债券 97 期[2]，到期违约金额[3]约 1002.55 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2019 年（49 家，140 期）和 2018 年（42 家，109 期）均有所减少，到期违约金额较 2019 年（914.50 亿元）和 2018 年（900.38 亿元）均有所增加。

违约率方面，2020 年公募债券市场新增 25 家违约发行人[4]，发行人主体违约率为 0.61%，较 2019 年（0.88%）和 2018 年（0.75%）均有所下降，违约级别范围与 2019 年和 2018 年基本一致；各级别违约率基本呈现随级别降低而上升的趋势，但 AA^+级违约率（0.58%）和 AA 级违约（0.40%）出现倒挂。

违约发行人期初信用等级分布方面，2020 年我国债券市场新增违约发行人期初信用等级分布在 AAA 级至 BB 级，其中 AA^+级和 AA 级发行人数量较多（各 7 家）；高级别（AAA 级和 AA^+级）发行人占比（33.33%）较 2019 年（25.00%）和 2018 年（6.52%）均有所上升。

总体来看，2020 年我国债券市场违约常态化发生，新增违约发行人仍以民营企业为主，违约发行人行业[5]和地区分布较为分散，汽车行业、房地产管理和开发行业、制药行业的违约发行人数量相对较多，北京、广东、辽宁等地的违约发行人数量相对较多（详见表 1）。同时部分高级别主体、国有企业发生违约，超出市场预期，信用风险进一步释放但整体仍将处于可控状态。

---

[1] 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。

[2] 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

[3] 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

[4] 发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约发行人：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。

[5] 本文所称行业采用 Wind 三级行业分类

表1 2020 年债券市场违约发行人明细

发行人	Wind 三级行业	所属地区	企业性质	是否上市	违约时间	期初级别	期末级别
永城煤电控股集团有限公司	石油、天然气与供消费用燃料	河南	国有	否	2020/11/10	AAA/稳定	B/--
紫光集团有限公司	通信设备	北京	国有	否	2020/11/16	AAA/稳定	B/--
华晨汽车集团控股有限公司	汽车	辽宁	国有	否	2020/10/23	AAA/稳定	C
鸿达兴业集团有限公司	材料	广东	民营	否	2020/12/14	AA^+/稳定	BB/--
延安必康制药股份有限公司	制药	陕西	民营	是	2020/12/31	AA^+/稳定	BB/负面
新华联控股有限公司	综合类	北京	民营	否	2020/3/6	AA^+/稳定	C
中融新大集团有限公司*	贸易公司与工业品经销商	山东	民营	否	2020/4/20	AA^+/稳定	C
泰禾集团股份有限公司	房地产管理和开发	福建	民营	是	2020/7/6	AA^+/稳定	C
福建福晟集团有限公司	建筑与工程	福建	民营	否	2020/11/19	AA^+/稳定	C
上海巴安水务股份有限公司	商业服务与用品	上海	民营	是	2020/10/19	AA/稳定	CCC
北京桑德环境工程有限公司*	水务	北京	中外合资	否	2020/2/25	AA/稳定	C
华讯方舟科技有限公司	电子设备、仪器和元件	广东	民营	否	2020/7/2	AA/稳定	C
铁牛集团有限公司	汽车	浙江	民营	否	2020/8/24	AA/稳定	C
成龙建设集团有限公司	建筑与工程	浙江	民营	否	2020/11/13	AA/稳定	C
宁夏远高实业集团有限公司	金属、非金属与采矿	宁夏	民营	否	2020/11/23	AA/稳定	C
重庆力帆控股有限公司	汽车	重庆	民营	否	2020/1/15	AA^-/稳定	C
力帆实业（集团）股份有限公司	汽车	重庆	民营	是	2020/3/16	AA^-/稳定	C
宜华企业（集团）有限公司*	家庭耐用消费品	广东	民营	否	2020/5/6	AA^-/--	C
天津市房地产信托集团有限公司*	综合类	天津	国有	否	2020/8/24	AA^-/稳定	C/稳定
北大方正集团有限公司	互联网软件与服务	北京	国有	否	2020/2/18	A/负面	C
康美药业股份有限公司	制药	广东	民营	是	2020/2/3	BBB/--	C
青海省投资集团有限公司*	金属、非金属与采矿	青海	国有	否	2020/6/19	BBB/负面	C/稳定
中国吉林森林工业集团有限责任公司	纸与林木产品	吉林	国有	否	2020/5/18	BB^+/--	C
大连天神娱乐股份有限公司	软件	辽宁	公众	是	2020/1/20	BB/负面	C/稳定
山东如意科技集团有限公司*	纺织品、服装与奢侈品	山东	中外合资	否	2020/12/14	AA^+/--	--
北京信威通信技术股份有限公司*	通信设备	北京	民营	否	2020/6/1	AA/稳定	--
康美实业投资控股有限公司	制药	广东	民营	否	2020/6/24	无评级	无评级
天津房地产集团有限公司	房地产管理和开发	天津	国有	否	2020/9/8	无评级	无评级
上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司	房地产管理和开发	上海	民营	否	2020/9/22	无评级	无评级
沈阳盛京能源发展集团有限公司	复合型公用事业	辽宁	国有	否	2020/10/23	无评级	无评级

注：期初指 2020 年 1 月 1 日，期末指 2020 年 12 月 31 日，下同；评级展望列示为“--”表示发行人被列入评级观察名单；*所示发行人统计期内被终止主体信用等级，期末均无有效级别，其中山东如意科技集团有限公司和北京信威通信技术股份有限公司在违约前即被终止评级，其他发行人所列示的期末级别为终止评级前的最新级别

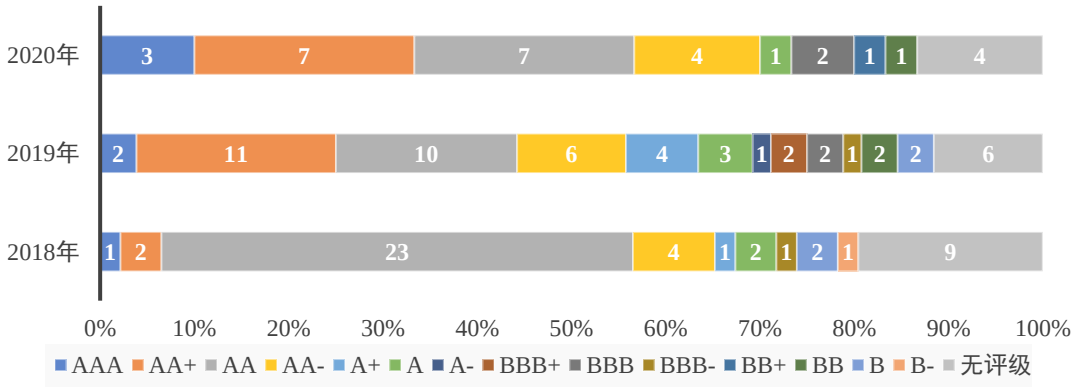
资料来源：Wind，联合资信整理

表2 2018－2020 年公募债券市场发行人主体违约率统计表（家、%）

主体级别	2018 年			2019 年			2020 年		
	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率	样本数	违约数	违约率
AAA	712	1	0.14	824	2	0.24	948	3	0.32
AA^+	894	1	0.11	993	10	1.01	1036	6	0.58
AA	1998	20	1.00	1834	6	0.33	1762	7	0.40
AA^-	390	3	0.77	324	5	1.54	330	4	1.21
A^+	78	1	1.28	77	4	5.19	93	0	0.00
A	17	2	11.76	23	3	13.04	14	1	7.14
A^-	8	0	0.00	8	0	0.00	4	0	0.00
BBB^+	5	0	0.00	4	1	25.00	3	0	0.00
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	4	2	50.00
BBB^-	2	1	50.00	1	1	100.00	0	0	--
BB^+	5	0	0.00	2	0	0.00	1	1	100.00
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	1	1	100.00
BB^-	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
B^+	0	0	--	1	0	0.00	0	0	--
B	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
B^-	2	1	50.00	0	0	--	0	0	--
CCC	0	0	--	0	0	--	0	0	--
CC	1	0	0.00	0	0	--	0	0	--
C	0	0	--	0	0	--	0	0	--
合计	4000	30	0.75	3975	35	0.88	4082	25	0.61

注：发行人样本为当年年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）、可转债、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行人；违约率计算采用静态池法，即样本家数为年初建立的群组中的发行人数量，不考虑年内债券到期、终止评级等导致信用等级失效的情形；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；若评级机构所评发行人期初存续债券均为私募债，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）；发行人主体违约率=当年发生违约的发行人家数/发行人样本家数；当年违约数量不包括之前已发生违约并在当年再度发生违约的发行人；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 35 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；2020 年公募债券发行人中新增 25 家违约主体；历史数据有追溯调整

资料来源：联合资信 COS 系统

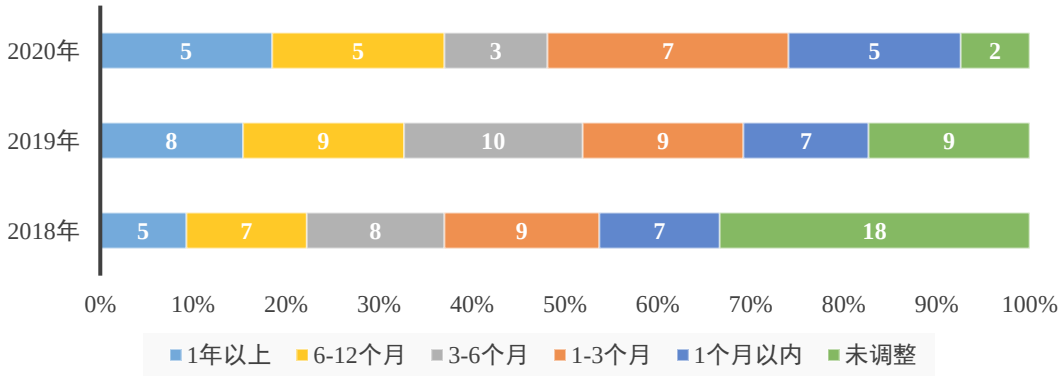


注：横坐标代表各级别违约发行人家数占比，数据标签代表各级别违约发行人家数

图1 2018－2020 年债券市场违约发行人期初信用等级分布情况

（二）信用评级的违约预警能力整体有所提升

2020 年我国债券市场 30 家新增违约发行人中有 24 家在违约前具有有效信用等级，多数违约事件发生前评级机构通过各类评级行动进行了风险预警[6]，首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间在 1 个月以内的有 5 家，1～3 个月（含）的有 7 家，3～6 个月（含）的有 3 家，6～12 个月（含）的有 5 家，1 年以上的有 5 家。整体来看，评级机构对违约发行人提前 6 个月、提前 1 年进行风险预警的比例较 2019 年和 2018 年均有所上升，信用风险预警能力有所改善，但预警及时性仍有待提高。



注：横坐标代表各时间段违约发行人家数占比，数据标签代表各时间段违约发行人家数

图2 2018－2020 年首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布

[6] 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、等级调整与等级迁移分析

（一）信用等级调整情况

1. 信用等级调整率变化不大，整体仍呈调升趋势

2020 年，公募债券市场上共有 328 家发行主体信用等级发生调整，调整率为 5.69%，较 2019 年（5.42%）上升 0.27 个百分点，较 2018 年（6.42%）下降 0.73 个百分点。其中信用等级被调升的发行人有 235 家，调升率为 4.07%，较 2019 年（3.89%）上升 0.18 个百分点，较 2018 年（4.65%）下降 0.58 个百分点；信用等级被调降的发行人有 93 家，调降率为 1.61%，较 2019 年（1.53%）上升 0.08 个百分点，较 2018 年（1.77%）下降 0.16 个百分点。整体来看，2020 年公募债券市场信用等级调整率较 2019 年和 2018 年变化不大，整体仍呈调升趋势。

2020 年，公募债券市场上信用评级展望被调升的发行人有 5 家（由负面调整为稳定的有 4 家，由稳定调整为正面的有 1 家），信用评级展望被调降的发行人有 24 家（由正面调整为稳定的有 2 家，由稳定调整为负面的有 22 家），评级展望调升率和调降率分别为 0.09%和 0.42%，调升率较 2019 年和 2018 年有所下降，调降率较 2019 年和 2018 年略有上升。2020 年发行人主体信用评级展望呈现调降趋势。相比主体信用等级调整，2020 年信用评级展望的调整数量仍然较少，且较 2019 年和 2018 年进一步下降，信用等级调整仍然是评级机构对发行人信用状况变化进行评价和揭示的主要方式。

表3 2018－2020 年公募债券市场发行人信用等级调整统计表

发行人主体	信用等级			评级展望			合计		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
样本数量（家）	5476	5608	5768	5467	5608	5768	5467	5608	5768
调升数量（家）	254	218	235	28	12	5	282	230	240
调降数量（家）	97	86	93	21	21	24	118	107	117
调升率（%）	4.65	3.89	4.07	0.51	0.21	0.09	5.16	4.10	4.16
调降率（%）	1.77	1.53	1.61	0.38	0.37	0.42	2.16	1.91	2.03

注：等级调整样本包含统计期内存续、到期和新发债券的发行人，涉及短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不包含私募债）、可转债、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等公开发行债券的发行人；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；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；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；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；调升率或调降率等于年内发生信用等级（或评级展望）调升或调降的

数量与统计样本数量的比；若发行人被评级机构终止主体信用等级（期末级别失效），则按照终止评级前的最新级别进行等级调整统计，下同；级别调整统计仅包含同一评级机构对发行人的级别调整情况，未包含更换评级机构后级别调整情况，下同

资料来源：联合资信 COS 系统

2. 国有企业调整率同比上升，民营企业调整率同比下降

分企业性质来看，2020 年我国公募债券市场信用等级被调升的发行人主要为国有企业（含地方国有企业和中央国有企业），占比（86.81%）较 2019 年（87.16%）小幅下降，较 2018 年（77.95%）有所上升；信用等级被调降的发行人主要为民营企业，占比（55.91%）较 2019 年（56.98%）和 2018 年（59.79%）均有不同程度下降。

国有企业信用等级调升率（4.50%）较 2019 年（4.18%）上升 0.32 个百分点，较 2018 年（4.55%）下降 0.05 个百分点；调降率（0.66%）较 2019 年（0.59%）上升 0.07 个百分点，较 2018 年（0.67%）下降 0.01 个百分点。民营企业信用等级调升率（2.94%）较 2019 年（2.34%）上升 0.60 个百分点，较 2018 年（4.95%）下降 2.01 个百分点；调降率（6.11%）较 2019 年（7.16%）和 2018 年（7.76%）分别下降 1.05 个百分点和 1.65 个百分点。

整体来看，国有企业调整率同比上升，民营企业调整率同比下降。近年来弱资质民营企业信用风险持续出清，存量发行人整体信用状况有所改善，而国有企业信用风险出现一定程度分化，部分国有企业违约风险开始暴露。

表4 2020 年公募债券市场发行人信用等级调整情况（分企业性质）

企业性质	调升		调降		调升率（%）	调降率（%）
	数量	占比（%）	数量	占比（%）		
国有企业	204	86.81	30	32.26	4.50	0.66
民营企业	25	10.64	52	55.91	2.94	6.11
公众企业	2	0.85	4	4.30	1.18	2.35
外资企业	4	1.70	6	6.45	2.60	3.90

注：集体企业、其他企业样本数量较少未予列示

资料来源：联合资信 COS 系统

3. 部分行业信用风险分化，等级调整无明显地域特征

行业分布方面，在样本数量相对较多（发行主体家数超过 100 家，下同）的行业中，建筑与工程（79 家）、综合类（35 家）、房地产管理和开发（23 家）、商业银行（21 家）、多元金融服务（14 家）等行业[7]的发行人信用等级被调升的数量相对较多；信用等级被调降的发行人则主要分布在建筑与工程（9 家）、综合类（8 家）、房地产管理和开发（6 家）、金属、非金属与采矿（6 家）等行业；房地产管理和开发行业的调升率最高（5.85%），金属、非金属与采矿行业的调降率最高（4.41%）；化工行业、石油、天然气与供消费用燃料行业的调升率和调降率均较高，行业内发行人信用风险出现分化现象。

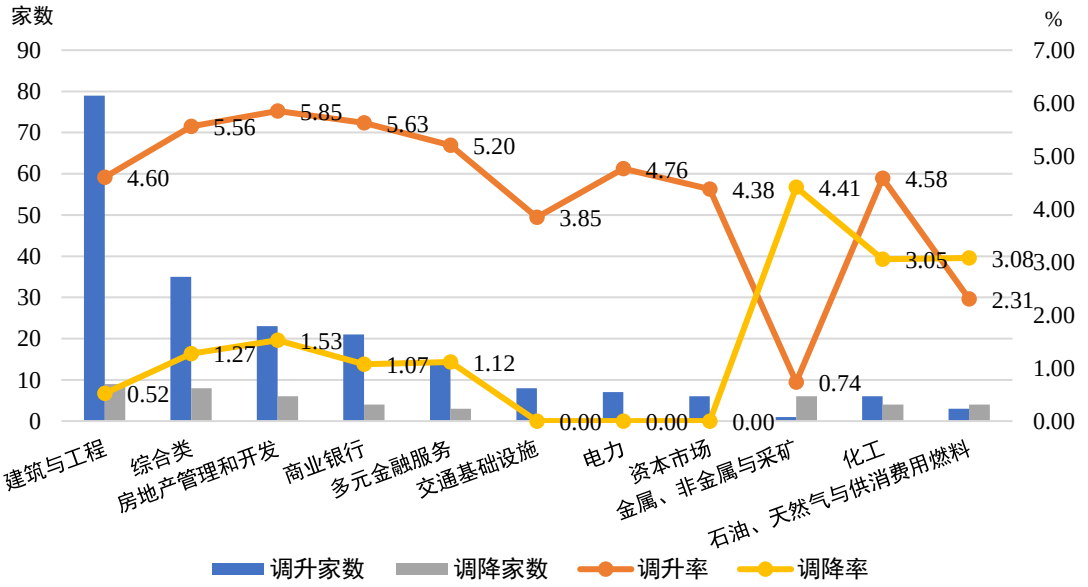


图3 2020 年公募债券市场分行业信用等级调整情况

地区分布方面，在样本数量相对较多的地区中，江苏（45 家）、浙江（37 家）、安徽（15 家）、广东（5 家）、山东（13 家）、四川（11 家）等地发行人信用等级被调升的数量相对较多，北京（14 家）、广东（13 家）、山东（9 家）、重庆（6 家）、辽宁（6 家）等地发行人信用等级被调降的数量相对较多；河北发行人的调升率最高（9.09%），辽宁发行人的调降率最高（5.83%）。整体来看，信用等级发生调整的发行人地域分布相对分散，未呈现出明显特征。

[7] 如无特殊说明，本文所称行业均指 Wind 三级行业。

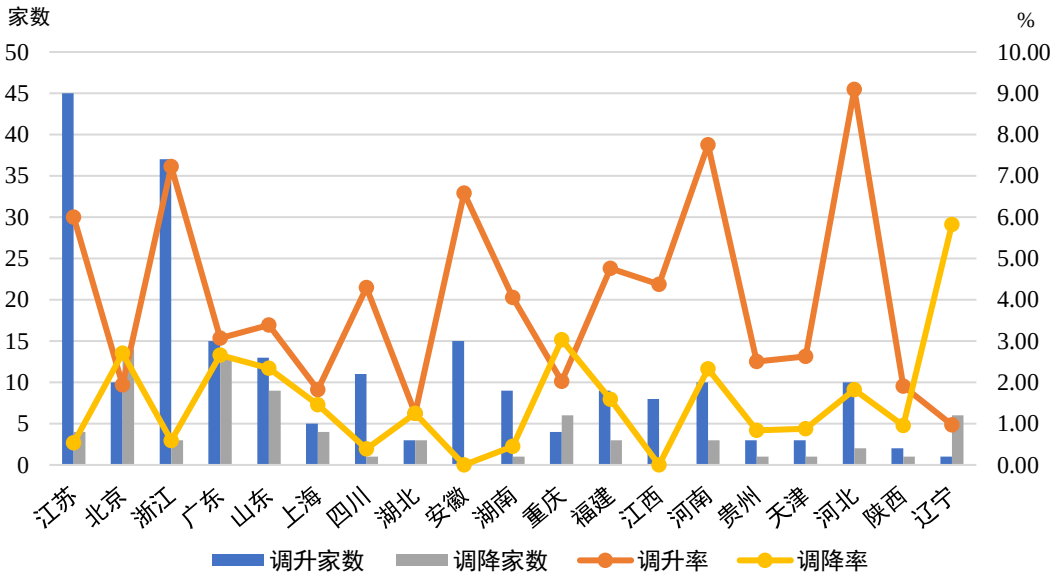


图4　2020 年公募债券市场分地区信用等级调整情况

4．大跨度评级调整数量有所减少

2020 年，我国公募债券市场共发生 45 次大跨度评级调整[8]现象，涉及发行主体 41 家，较 2019 年（50 次，42 家）和 2018 年（60 次，44 家）均有所减少，大跨度评级调整均为调降。从企业性质来看，发生大跨度调整的发行人主要为民营企业（23 家），其次为国有企业（11 家），外资企业和公众企业分别有 4 家和 3 家；从地区分布来看，北京（7 家）和广东（6 家）发生大跨度调整的发行人数量相对较多，上海、浙江、重庆、辽宁各有 3 家；从行业分布来看，汽车行业（5 家）以及制药行业、综合类行业、房地产管理和开发行业、金属、非金属与采矿行业（各 3 家）发生大跨度调整的发行人数量相对较多。整体来看，公募债券市场发生大跨度调整的发行人的企业性质、行业及地区分布特征与违约发行人的特征大致相同。

表5 2020 年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	河南能源化工集团有限公司	AAA	稳定	BB		调降
2	永城煤电控股集团有限公司	AAA	稳定	B		调降
3	紫光集团有限公司	AAA	稳定	B		调降

[8] 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人期初、期末主体信用等级调整超过 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；不同评级机构对同一发行主体的大跨度评级调整各计为 1 次。若发行人在期初被终止主体评级，则以评级机构在终止评级前对其出具的最后一次级别进行统计。

4	华晨汽车集团控股有限公司	AAA	稳定	C		调降
5	保利协鑫（苏州）新能源有限公司	AA^+	稳定	A^+		调降
6	西藏金融租赁有限公司	AA^+	稳定	A^+		调降
7	天安财产保险股份有限公司	AA^+	负面	A		调降
8	鸿达兴业集团有限公司	AA^+	稳定	BB		调降
9	泰禾集团股份有限公司	AA^+	稳定	C		调降
10	福建福晟集团有限公司	AA^+	稳定	C		调降
11	新华联控股有限公司	AA^+	稳定	C		调降
12	中融新大集团有限公司*	AA^+	稳定	C		调降
13	山东地矿集团有限公司	AA		A		调降
14	天安人寿保险股份有限公司	AA	负面	A		调降
15	亿达发展有限公司	AA	负面	A	负面	调降
16	浙江亚太药业股份有限公司	AA	负面	A^-	负面	调降
17	上海新黄浦实业集团股份有限公司	AA	稳定	A^-	负面	调降
18	凯撒同盛发展股份有限公司	AA		BBB	负面	调降
19	同济堂医药有限公司	AA	稳定	BBB^-		调降
20	宜华健康医疗股份有限公司*	AA	负面	BB^+	负面	调降
21	上海巴安水务股份有限公司	AA	稳定	CCC		调降
22	宜华生活科技股份有限公司*	AA	负面	CCC		调降
23	成龙建设集团有限公司	AA	稳定	C		调降
24	宁夏远高实业集团有限公司	AA	稳定	C		调降
25	北京桑德环境工程有限公司*	AA	稳定	C		调降
26	华讯方舟科技有限公司	AA	稳定	C		调降
27	铁牛集团有限公司	AA	稳定	C		调降
28	北京安控科技股份有限公司	AA^-	负面	BB	负面	调降
29	天津市房地产信托集团有限公司*	AA^-	稳定	C	稳定	调降
30	宜华企业（集团）有限公司*	AA^-		C		调降
31	力帆实业（集团）股份有限公司	AA^-	稳定	C		调降
32	重庆力帆控股有限公司	AA^-	稳定	C		调降
33	隆鑫控股有限公司	A	负面	BB^+	负面	调降
34	北大方正集团有限公司	A	负面	C		调降
35	华昌达智能装备集团股份有限公司*	BBB^+		BB^+		调降
36	博天环境集团股份有限公司	BBB		BB^-	负面	调降
37	东旭集团有限公司	BBB	负面	C	稳定	调降
		BBB		C		调降
38	青海省投资集团有限公司*	BBB	负面	C	稳定	调降
39	康美药业股份有限公司	BBB		C		调降
40	中国吉林森林工业集团有限责任公司	BB^+		C		调降
41	大连天神娱乐股份有限公司	BB	负面	C	稳定	调降

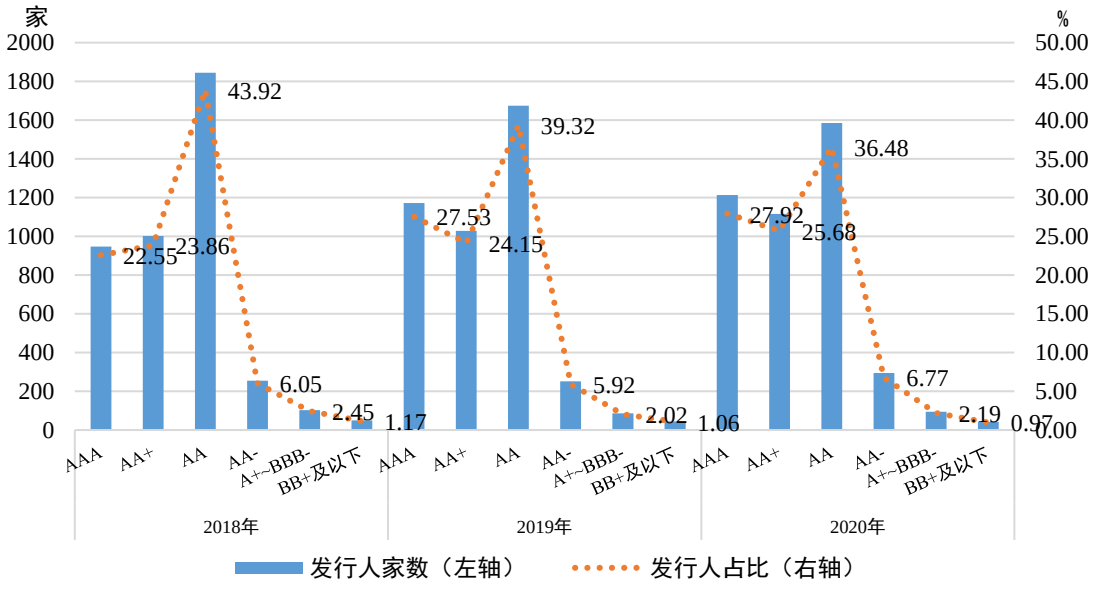
注：主体等级不为 C 级、评级展望为空表示发行人被列入评级观察名单；不同评级机构对同一发行人均发生大跨度评级调整的情况，如果期初和期末级别信息均相同，仅列示一条记录；3. *所示发行人期末已被评级机构终止主体信用等级，上表所列示期末等级/展望为评级机构在终止评级前所出具的最新级别信息

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

（二）信用等级迁移矩阵

1. AAA 级、AA⁺级发行人占比进一步上升

截至 2020 年末，我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在 AA⁻级及以上级别，占比（96.85%）较 2019 年（96.92%）和 2018 年（96.38%）变化不大。其中，AA 级发行人数量仍然最多但占比（36.48%）继续下降，较 2019 年和 2018 年分别下降 2.84 个百分点和 7.44 个百分点；AAA 级和 AA⁺级发行人占比继续上升，较 2019 年分别上升 0.39 个百分点和 5.37 个百分点，较 2018 年分别上升 1.53 个百分点和 1.82 个百分点。近年来我国债券市场违约常态化发生，弱资质、低级别发行人逐步出清，同时投资者风险偏好整体下行，新发行债券发行人的信用等级向高级别集中，市场信用等级中枢有所上移，截至 2020 年末高级别（AAA 级和 AA⁺级）占比进一步上升。



注：数据标签为各级别发行人占比

图5 2018－2020 年我国公募债券市场发行主体信用等级分布图

2. 稳定性整体表现良好，AA⁺级至 A⁺级呈向上迁移趋势

通过 1 年期信用等级迁移矩阵[9]反映公募债券市场等级迁移情况，在样本数量较多的 A⁺级（含）以上级别中，从各级别稳定性来看，各级别迁移率均在 10%以下，稳定性较好。从迁移方向看，除 AAA 级外，各级别均表现出不同程度的向上迁移趋势；AA⁺级和 AA 级向上迁移的比率（7.63%和 6.12%）较 2019 年（7.29%和 4.58%）和 2018 年（6.81%和 5.88%）均有所上升，AA⁻级和 A⁺级向上迁移的比率（4.93%和 4.17%）较 2019 年（6.49%和 5.00%）和 2018 年（13.01%和 6.56%）均有所下降。从迁移范围看，除 A⁺级外，各级别均出现发行人级别迁移范围超过 5 个子级的情况，级别迁移幅度较大，与 2019 年和 2018 年的情况大致相同。此外，2020 年有 21 家发行人主体信用等级由投资级迁移至投机级[10]，较 2019 年（26 家）和 2018 年（40 家）均有所减少，无发行人主体信用等级由投机级迁移至投资级。

表6 2020 年公募债券市场发行人 1 年期信用等级迁移矩阵（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	1135	**99.47**	0.09	--	--	--	--	--	--	--	--	0.44
AA⁺	1101	7.63	**91.73**	0.09	--	0.09	0.09	--	--	--	--	0.36
AA	1717	--	6.12	**91.44**	1.63	0.17	0.17	0.12	--	0.06	0.06	0.23
AA⁻	284	--	--	4.93	**92.61**	1.41	0.35	--	--	--	--	0.70
A⁺	72	--	--	--	4.17	**93.06**	2.78	--	--	--	--	--
A	9	--	--	--	--	11.11	**55.56**	11.11	--	--	--	22.22
A⁻	1	--	--	--	--	--	--	**100.00**	--	--	--	--
BBB⁺	1	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB	4	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00
BBB⁻	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB⁺及以下	21	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	**100.00**

注：统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；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

[9] 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。

[10] BBB⁻级及以上为投资级，BB⁺及以下为投机级。

三、主要券种利差分析

2020 年，在新冠肺炎疫情肆虐全球及中美贸易摩擦不断的背景下，上半年央行采取适度宽松的货币政策，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，下半年货币政策在“稳增长”与“防风险”之间寻找平衡，稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，有效发挥结构性货币政策精准滴灌作用投放流动性。具体来看，央行综合运用降准[11]、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）等总量和结构性政策工具，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。同时央行通过降低公开市场操作和 MLF 操作利率引导贷款市场报价利率（LPR）进一步下行[12]，推动综合融资成本明显下降，引导金融机构加大对实体经济的扶植力度，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。整体来看，1 月至 5 月上旬，市场资金面整体较为宽松，进入 5 月下旬后，随着国内疫情逐渐稳定，各主要经济指标均有所好转，央行货币政策开始向常态化回归，资金利率中枢有所上行，本年度市场利率整体呈现先降后升的态势。

2020 年，信用等级（超短融、短融为主体信用等级，其他券种为债项信用等级）对债券发行利率、利差的影响主要体现在以下方面：

（1）超短融、短融、中票、企业债、公司债、商业银行债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，即信用等级越高，发行利率均值、利差均值越低；

（2）样本数量相对较多的各期限、各券种中，3 年期和 5 年期中票、7 年

[11] 央行于 2020 年 1 月 6 日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金融公司），释放长期资金 8000 多亿元；于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，考核参与机构 2019 年度普惠金融领域贷款情况，对达标机构给予 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金优惠，新达标机构净释放长期资金约 4000 亿元；在此之外，对此次考核中得到 0.5 个百分点存款准备金优惠的股份制商业银行额外降准 1 个百分点，释放长期资金约 1500 亿元，需全部用于发放普惠金融领域贷款；于 4 月 15 日对农村金融机构和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，分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，释放长期资金约 2000 亿元。

[12] 2020 年 2 月 3 日，央行下调 7 天逆回购利率 10BP 至 2.40%，3 月 30 日再次下调 7 天逆回购利率 20BP 至 2.20%。2 月 17 日，央行下调 MLF 利率 10BP 至 3.15%，4 月 15 日再次下调 MLF 利率 20BP 至 2.95%。2 月 20 日，1 年期 LPR 由 4.15%降至 4.05%，5 年期 LPR 由 4.80%降至 4.75%；4 月 20 日，1 年期 LPR 降至 3.85%，5 年期以上 LPR 降至 4.65%。

期企业债的发行利差和交易利差以及 3 年期公司债的发行利差呈现出 AA 级级差均大于 AA^+级级差的特征，说明信用等级越低，投资者对债券风险溢价的要求越高；

（3）使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法对样本数量较多[13]的超短融、短融、中票、公司债、企业债、商业银行债等的利差进行显著性检验[14]，参与检验的各级别主体所发超短融、短融以及各级别中票、公司债、企业债、商业银行债中不同信用等级利差之间均存在显著性差异，信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

表7 2020 年主要券种分级别利差统计

债券类型	期限	信用等级	样本数量	发行利率（%）		发行利差（BP,%）			交易利差（BP,%）			
				区间	均值	均值	级差	变异系数	样本数量	均值	级差	变异系数
超短融	270D	AAA	586	1.25~6.00	2.59	59.53	--	111.97	456	89.60	--	56.12
		AA^+	510	1.75~7.10	3.54	149.45	89.92	72.27	477	155.36	65.76	65.13
		AA	251	2.19~7.00	4.19	218.17	68.72	47.34	245	213.98	58.62	46.73
短融	1Y	AAA	171	1.50~6.50	3.25	117.17	--	73.62	165	121.00	--	69.76
		AA^+	185	2.00~6.80	3.81	171.53	54.36	61.98	182	168.24	47.23	61.38
		AA	121	2.40~7.00	4.30	222.91	51.38	45.24	119	221.27	53.04	44.47
中票	3Y	AAA	490	2.05~6.80	3.56	119.09	--	45.87	477	121.66	--	44.38
		AA^+	425	2.80~8.00	4.33	190.60	71.51	51.85	416	186.16	64.50	50.35
		AA	257	3.10~7.80	5.17	278.19	87.59	40.41	243	270.29	84.12	39.96
	5Y	AAA	220	2.70~5.00	3.68	120.21	--	30.03	211	123.26	--	27.67
		AA^+	97	3.23~5.24	4.08	163.93	43.72	25.68	96	164.18	40.92	25.58
		AA	13	3.70~6.50	4.68	241.65	77.72	37.80	13	242.13	77.95	38.14
企业债	5Y	AAA	46	3.17~5.03	3.84	128.41	--	28.67	42	130.58	--	23.65
		AA^+	19	3.60~7.50	4.98	230.69	102.28	52.00	14	199.53	68.95	39.66
		AA	4	4.48~7.00	5.73	285.84	55.14	36.27	2	276.54	77.01	36.34
	7Y	AAA	7	3.46~4.37	3.96	124.41	--	20.17	7	122.80	--	20.54
		AA^+	39	3.77~6.00	4.84	196.08	71.67	29.48	35	193.33	70.53	32.13
		AA	26	5.00~8.50	7.01	411.37	215.29	19.97	10	394.04	200.71	23.01
公司债	3Y	AAA	347	2.29~7.30	3.60	115.67	--	59.24	113	109.83	--	45.27
		AA^+	121	2.74~7.50	4.48	205.11	89.43	51.85	21	193.83	84.00	41.91
		AA	24	3.75~8.35	5.41	311.19	106.08	43.19	5	204.74	10.90	37.30

[13] 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。
[14] 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。

	5Y	AAA	117	2.95~6.70	3.77	123.32	--	39.63	32	112.03	--	21.22
		AA^+	13	3.54~6.50	4.47	177.61	54.29	34.90	2	134.64	22.60	31.87
商业银行债	3Y	AAA	51	1.99~4.08	3.18	67.92	--	24.12	51	68.77	--	24.30
		AA^+	24	2.80~4.10	3.54	116.27	48.35	31.53	23	113.69	44.92	31.44
		AA	2	3.75~3.90	3.83	191.12	74.84	29.55	2	187.96	74.27	27.79
		AA^-	1	4.50~4.50	4.50	221.85	30.74	--	0	--	--	--
		A^+	1	4.00~4.00	4.00	259.05	37.20	--	0	--	--	--
商业银行二级资本工具	5Y	AAA	4	3.10~3.75	3.37	121.73	--	10.09	4	124.89	--	15.01
		AA^+	2	4.30~4.38	4.34	171.29	49.56	0.08	2	176.12	51.23	2.70
		AA	4	4.50~5.18	4.80	235.73	64.44	4.56	3	232.53	56.41	8.97
		AA^-	6	4.80~5.50	5.09	257.88	22.15	19.05	1	230.01	-2.52	--
		A^+	5	4.65~5.50	5.01	223.48	-34.41	19.28	0	--	--	--
		A	2	5.00~5.80	5.40	297.91	74.43	17.18	1	266.28	--	--

注：所有券种样本均为公开发行债券且不含政府支持机构（发行人为中国国家铁路集团有限公司、中央汇金投资有限责任公司）所发债券，并剔除有担保、浮动利率、永续债/可续期债券；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（公司债为上市后首月内）的首个交易日的收益率和当日的同期限国债利率的差额；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；变异系数为利差标准差与均值的比，下同

资料来源：Wind，联合资信整理