

2021 年中国债券市场评级表现和评级质量研究报告 ——年度违约率有所下降，信用等级呈调降趋势

债券市场研究部

前言：本文从违约情况、等级调整与等级迁移、利差表现三方面分析我国债券市场评级表现并对评级质量进行检验。2021 年，我国债券市场平稳运行，违约风险有序出清，年度违约率有所下降，但存量信用风险有待化解；信用等级呈调降趋势，评级行动更为充分、全面、灵活，更加注重等级调整的连续性。

违约情况方面，2021 年我国债券市场新增违约发行人 23 家，主要为海航系企业和部分房地产行业企业及其关联企业，信用风险有序释放，年度违约率较 2020 年和 2019 年有所下降。等级调整方面，公募债券发行人信用等级调整率较 2020 年和 2019 年有所下降，整体呈下调趋势。信用等级迁移方面，样本数量较多的 AA-级及以上级别整体稳定性较好，AA+级至 AA-级稳定性有所上升。利差表现方面，信用等级与债券发行利率均值、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，从这个角度看，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）违约率逐年下降，存量信用风险有待化解

2021 年，我国债券市场新增 23 家违约¹发行人（详见表 1.1），共涉及到期违约债券²87 期，到期违约金额³约 1,015.76 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2020 年（31 家、98 期）和 2019 年（49 家、140 期）有所减少，但违约规模较 2020 年（1,019.36 亿元）和 2019 年（914.50）变化不大，仍维持在较高水平，清偿处置压力依然较大。

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。

分季度来看，2021 年一季度债券市场新增违约发行人 13 家，主要为海航系企业，二季度至四季度新增违约发行人数量较少，违约呈现零星散发状态。此外，2021 年我国债券市场部分风险主体（详见表 1.2）通过债券协商展期形式缓解到期兑付压力，主要为房地产行业企业。

图 1.1 2019 年至 2021 年各季度违约情况统计

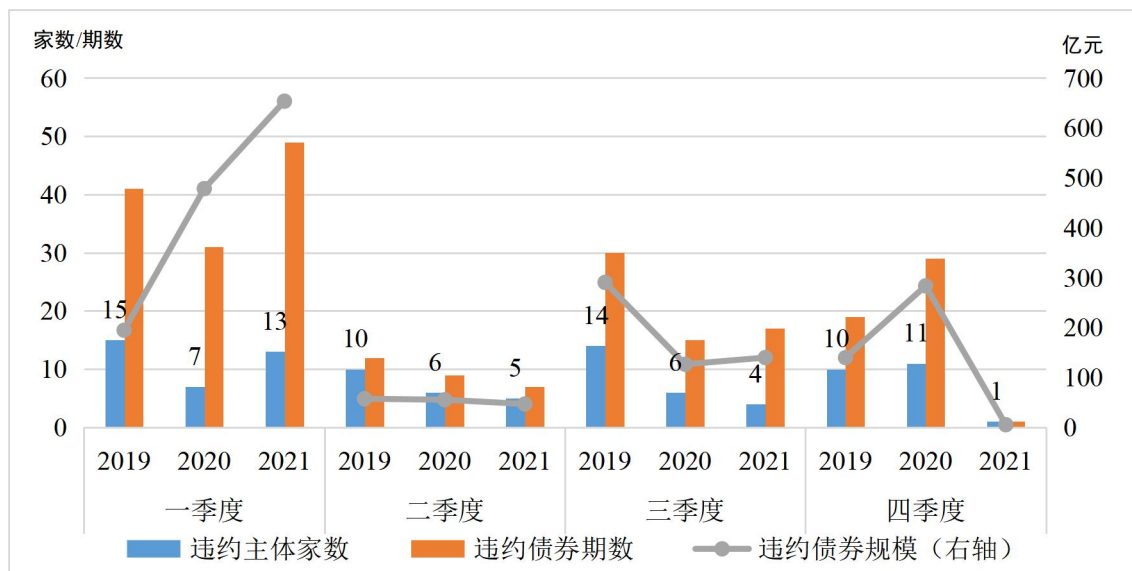


表 1.1 2021 年债券市场新增违约发行人明细

发行人	Wind 三级行业	所属地区	违约时间	期初级别	期末级别
海航集团有限公司*	航空	海南	2021/2/10	AAA/稳定	C (终止评级)
海南航空控股股份有限公司*	航空	海南	2021/2/10	AAA/稳定	C (终止评级)
海航机场集团有限公司	交通基础设施	海南	2021/2/10	AA+/稳定	C (终止评级)
三亚凤凰国际机场有限责任公司	交通基础设施	海南	2021/2/10	AA+/稳定	C (终止评级)
天津航空有限责任公司*	航空	天津	2021/3/13	AA+/稳定	C (终止评级)
海航航空集团有限公司*	航空货运与物流	海南	2021/2/10	AA/稳定	C (终止评级)
西部航空有限责任公司	航空	重庆	2021/3/13	AA/--	C (终止评级)
云南祥鹏航空有限责任公司	运输	云南	2021/2/10	AA-/负面	C (终止评级)
海航资本集团有限公司	商业服务与用品	海南	2021/2/10	AA-/负面	C (终止评级)
海航基础产业集团有限公司	综合类	海南	2021/2/10	A/负面	C (终止评级)
海航酒店控股集团有限公司	酒店、餐馆与休闲	上海	2021/3/13	无评级	无评级
华夏幸福基业股份有限公司	房地产管理和开发	河北	2021/2/27	AAA/稳定	C
华夏幸福基业控股股份公司	房地产管理和开发	河北	2021/6/15	AAA/稳定	C

发行人	Wind 三级行业	所属 地区	违约 时间	期初 级别	期末 级别
四川蓝光发展股份有限公司	房地产管理和开发	四川	2021/7/12	AAA/稳定 AA+/稳定	C
九通基业投资有限公司	综合类	河北	2021/6/1	AA+/稳定	C
重庆协信远创实业有限公司	房地产管理和开发	重庆	2021/3/9	AA/稳定	C
泛海控股股份有限公司	多元金融服务	北京	2021/8/30	AA+/稳定	C
山东岚桥集团有限公司	石油、天然气与供消 费用燃料	山东	2021/11/8	AA/负面	C
国广环球传媒控股有限公司	媒体	北京	2021/7/19	A+/负面	C
同济堂医药有限公司	制药	湖北	2021/4/26	BBB/--	C
隆鑫控股有限公司	汽车	重庆	2021/5/6	BB+/负面	C
宜华生活科技股份有限公司	家庭耐用消费品	广东	2021/7/16	CCC/-	终止评级
北京紫光通信科技集团有限公司	电子设备、仪器和元件	北京	2021/4/26	无评级	无评级

注：期初为 2021 年 1 月 1 日，期末为 2021 年 12 月 31 日；*所示违约主体 2020 年未进行跟踪评级（含评级推迟），其期初级别信息均为评级机构 2019 年所出具；海航酒店控股集团有限公司于 2020 年 12 月 23 日被终止评级；评级展望列示为“--”表示发行人被列入评级观察名单，下表同

资料来源：Wind，联合资信整理

表 1.2 2021 年债券市场新增展期发行人明细

发行人	Wind 三级行业	所属 地区	展期 时间	期初 级别	期末 级别
苏宁电器集团有限公司	专营零售	江苏	2021/6/16	AAA/稳定	A/负面
阳光城集团股份有限公司	房地产管理和开发	福建	2021/11/19	AAA/稳定 AAA/稳定 AA+/正面	AAA/负面 AA+/负面 AA+/--
福建阳光集团有限公司	房地产管理和开发	福建	2021/12/7	AA+/稳定	AA/负面
中国泛海控股集团有限公司	综合类	北京	2021/6/7	AA+/负面	A/负面 (终止评级)
深圳市钜盛华股份有限公司	多元金融服务	广东	2021/9/23	AA+/稳定	BBB+/负面
花样年集团（中国）有限公司	房地产管理和开发	广东	2021/11/25	AA+/稳定	BBB/--
江苏南通三建集团股份有限公司	建筑与工程	江苏	2021/11/1	AA+/稳定	BB/负面
新力地产集团有限公司	房地产管理和开发	广东	2021/10/19	AA+/稳定	B/负面
北京鸿坤伟业房地产开发有限公司	房地产管理和开发	北京	2021/12/22	AA/稳定	AA-/负面
山东三星集团有限公司	食品	山东	2021/9/13	AA/稳定	A+/负面 (终止评级)
宁夏晟晏实业集团有限公司	金属、非金属与采矿	宁夏	2021/5/19	AA/稳定	BB/负面 (终止评级)
国盛金融控股集团股份有限公司	资本市场	广东	2021/12/1	AA/--	A/负面
湖南景峰医药股份有限公司	制药	湖南	2021/10/27	AA-/负面	B/--
上海新文化传媒集团股份有限公司	媒体	上海	2021/8/5	AA-/负面	B/-- (终止评级)
广东太安堂药业股份有限公司	制药	广东	2021/2/2	A+/--	BBB-/负面 (终止评级)
西藏金融租赁有限公司	消费信贷	西藏	2021/8/3	A+/--	BBB/-- (终止评级)
河南能源化工集团有限公司	石油、天然气与供 消费用燃料	河南	2021/1/5	BB/--	BB/稳定

资料来源：Wind，联合资信整理

近年来，我国债券市场信用风险逐渐从累积阶段过渡到释放阶段，违约常态化发生，通过市场化、法治化手段化解、处置信用风险的体制机制逐步形成，重点行业、重点领域的潜在信用风险得到有序释放，无论是海航系企业的破产重整，还是高杠杆房地产企业的风险暴露，均体现了安全、稳定、高效的处置原则。部分风险主体通过与金融机构协商采取适当的展期方式维持资金周转和业务经营，为后续盘活资金、创造现金流赢得时间和空间，有效防范信用风险大规模无序蔓延，避免房地产等重点行业及上下游企业违约风险“硬着陆”。

从违约率表现来看，2021 年公募债券市场发行人主体违约率为 0.45%，较 2020 年（0.64%）和 2019 年（0.88%）均有所下降，但由于高级别违约主体数量较高，AAA 级、AA+级和 AA 级的违约率存在倒挂现象。2019 年至 2021 年，公募债券市场发行人主体年度违约率、月度滚动违约率整体呈下行态势，违约风险不断出清，但存量信用风险仍有待化解。2021 年，我国经济进入快速复苏后的降速期，经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，同时疫情零星反复、严峻复杂的国际环境等外生因素也给国内经济发展带来了诸多挑战。此外，在防范化解重大金融风险的背景下，城投和房地产行业的调控政策整体趋紧，叠加近年来高等级债券和国企违约事件频发下市场情绪脆弱，结构性信用收缩加剧，须警惕部分展期风险主体演变为“预违约”“准违约”状态。

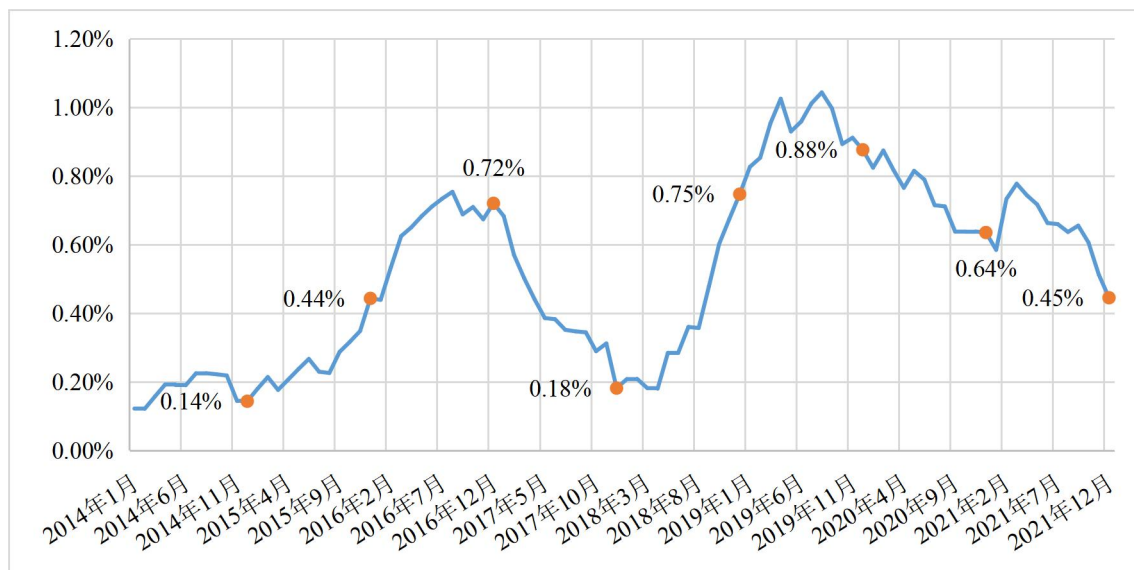
表 1.3 2019—2021 年公募债券市场发行人主体违约率统计表

主体 级别	2019 年			2020 年			2021 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	827	2	0.24%	951	3	0.32%	1,122	5	0.45%
AA ⁺	995	10	1.01%	1,036	6	0.58%	1,168	5	0.43%
AA	1,842	6	0.33%	1,765	7	0.40%	1,624	3	0.18%
AA ⁻	326	5	1.53%	334	5	1.50%	363	3	0.83%
A ⁺	81	4	4.94%	95	0	0.00%	107	0	0.00%
A	23	3	13.04%	14	1	7.14%	15	1	6.67%
A ⁻	8	0	0.00%	4	0	0.00%	4	0	0.00%
BBB ⁺	4	1	25.00%	3	0	0.00%	0	0	--
BBB	6	2	33.33%	4	2	50.00%	2	0	0.00%
BBB ⁻	1	1	100.00%	0	0	--	1	1	100.00%
BB ⁺	2	0	0.00%	1	1	100.00%	1	1	100.00%
BB	2	2	100.00%	1	1	100.00%	2	0	0.00%
BB ⁻	0	0	--	0	0	--	1	0	0.00%
B ⁺	1	0	0.00%	0	0	--	0	0	--
B	0	0	--	0	0	--	0	0	--
B ⁻	0	0	--	0	0	--	0	0	--

CCC	0	0	--	0	0	--	1	1	100.00%
CC	0	0	--	0	0	--	0	0	--
C	0	0	--	0	0	--	0	0	--
合计	3,991	35	0.88%	4,091	26	0.64%	4,266	19	0.45%

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；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；2021 年公募债券市场发行人中新增 20 家违约主体，其中海航酒店控股集团有限公司于 2020 年 12 月 23 日被终止评级，2021 年初无有效信用等级，未纳入违约率统计；历史数据有追溯调整
资料来源：联合资信 COS 系统

图 1.2 2014—2021 年公募债券市场发行人滚动违约率⁴



注：图中标记点代表各年年度违约率

（二）信用评级的违约预警能力整体有所提升

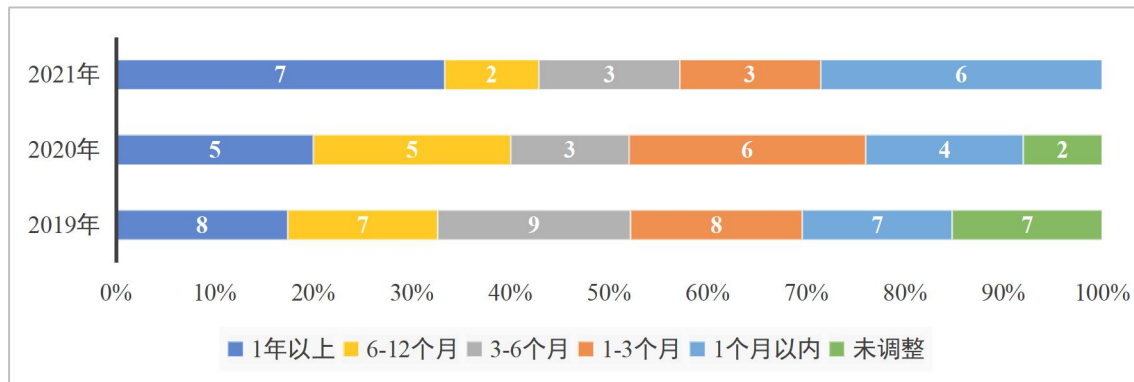
2021 年我国债券市场 23 家新增违约发行人中有 21 家在违约前具有有效信用等级，违约发生前评级机构均通过各类评级行动进行了风险预警⁵，违约前 3 年内首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间在 1 个月以内的有 6 家，1~3 个月（含）的有 3 家，3~6 个月（含）的有 3 家，6~12 个月（含）的有 2 家，1 年以上的有 7 家；首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期的均值约为 229

⁴ 滚动违约率逐月计算，以当月前推 12 个月作为期初样本点并计算 12 个月区间内的违约率，例如 2021 年 1 月的滚动违约率以 2020 年 2 月 1 日存续且具有有效信用等级的发行人（剔除 2 月 1 日前违约样本）作为样本，统计 2020 年 2 月 1 日至 2021 年 1 月 31 日区间内新增违约发行人数量并计算违约率。

⁵ 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。

天，较 2020 年（192 天）和 2019 年（184 天）有所增加。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 2020 年和 2019 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。

图 1.3 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



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

二、等级调整与等级迁移分析

（一）信用等级调整情况

1. 信用等级保持相对稳定，等级调整以调降为主

2021 年，公募债券市场上共有 155 家发行主体信用等级发生调整，调整率为 2.57%，较 2020 年（5.68%）下降 3.11 个百分点，较 2019 年（5.42%）下降 2.85 个百分点。其中信用等级被调升的发行人有 17 家，调升率为 0.28%，较 2020 年（4.07%）下降 3.79 个百分点，较 2019 年（3.89%）下降 3.61 个百分点；信用等级被调降的发行人有 138 家，调降率为 2.29%，较 2020 年（1.61%）上升 0.68 个百分点，较 2019 年（1.53%）上升 0.76 个百分点。整体来看，2021 年公募债券市场评级稳定性较 2020 年和 2019 年有所提升，信用等级转为调降趋势。

2021 年，公募债券市场上信用评级展望被调升的发行人有 3 家（由负面调整为稳定的有 2 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 50 家（由正面调整为稳定的有 2 家，由稳定调整为负面的有 48 家），评级展望调升率和调降率分别为 0.05% 和 0.83%，调升率较 2020 年和 2019 年有所下降，调降率较 2020 年和 2019 年有所上升。整体来看，2021 年发行人主体信用评级展望调降趋势有所加强，评级机构通过展望调降揭示信用风险的频次有所增加。

表 2.1 2019—2021 年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		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
样本数量	5,608	5,768	6,030	5,608	5,768	6,030	5,608	5,768	6,030
调升数量	218	235	17	12	5	3	230	240	20
调降数量	86	93	138	21	24	50	107	117	188

调升率	3.89%	4.07%	0.28%	0.21%	0.09%	0.05%	4.10%	4.16%	0.33%
调降率	1.53%	1.61%	2.29%	0.37%	0.42%	0.83%	1.91%	2.03%	3.12%
调整率	5.42%	5.68%	2.57%	0.58%	0.51%	0.88%	6.01%	6.19%	3.45%

注：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；发行人主体信用等级的有效期限视同其所发债券的有效期限；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；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；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

资料来源：Wind，联合资信整理

2.大跨度评级调整数量仍然较多，但调整更加频繁、灵活、有序⁶

2021年，我国公募债券市场共有47家发行人发生大跨度评级调整⁷现象，均为调降，较2020年（41家）和2019年（42家）略有增加。具体来看，47家发生大跨度评级调整的发行人信用等级被调降121次，均值约为2.6次，较2020年的均值（约1.9次）和2019年的均值（约2.4次）均有所增加。同时，所有大跨度评级调整样本中，期间单次调降行动的平均下调子级数量⁸约为3.9，低于2020年（约为5.4）和2019年（约为4.9），体现出调降行动更为充分、全面、灵活，更加注重等级调整的连续性。

表 2.2 2021 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

发行人	期初等级	展望	期末等级	展望
渤海租赁股份有限公司	AAA	稳定	A ⁻	负面
恒大地产集团有限公司	AAA	稳定	B	
启迪环境科技发展股份有限公司	AA ⁺		A ⁻	负面
深圳深业物流集团股份有限公司	AA ⁺	稳定	BB	负面
海口美兰国际机场有限责任公司*	AA ⁺		C	
鹏博士电信传媒集团股份有限公司	AA		A	负面
搜于特集团股份有限公司	AA	稳定	A	负面
当代节能置业股份有限公司	AA	稳定	A	负面
	AA	稳定	BBB ⁺	负面
美尚生态景观股份有限公司	AA	稳定	A ⁻	负面
鸿达兴业股份有限公司	AA	稳定	B	负面
深圳洪涛集团股份有限公司	AA ⁻	负面	A ⁻	负面
花王生态工程股份有限公司	AA ⁻	稳定	BBB ⁺	
起步股份有限公司	AA ⁻	稳定	BBB ⁺	负面
天津市房地产发展（集团）股份有限公司	AA ⁻	稳定	BBB ⁺	负面
起步股份有限公司	AA ⁻	稳定	BBB ⁺	负面
蓝盾信息安全技术股份有限公司	AA ⁻	负面	BBB ⁻	负面
树业环保科技股份有限公司	AA ⁻	稳定	BBB ⁻	负面
亿达发展有限公司	A	负面	BBB	负面
浙江亚太药业股份有限公司	A ⁻	负面	B	负面

⁶ 该部分内容发行人数量均对双评级去重处理。

⁷ 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。

⁸ 平均下调子级数量等于所有样本期初、期末级别的子级差之和与期间发生的调降次数之和的比。

鸿达兴业集团有限公司*	BB		C	
紫光集团有限公司*	B		C	

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；为避免重复列示，表格剔除了 2021 年新增违约发行人、新增展期发行人；*所示发行人为历史违约主体

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

3.调降主体呈现出一定的区域、行业特征⁹

区域方面，信用等级/评级展望发生调降的发行人主要分布在广东（23 家）、贵州（14 家）、北京（14 家）、江苏（12 家）等地，呈现出一定的区域特征。广东、江苏两地民营经济发达、市场主体众多，区域内部分弱资质民营企业信用风险持续释放；北京总部经济发达，此前存在激进投资、盲目扩张/转型的大型集团公司、重点风险客户的信用风险开始加速暴露，例如华融、泛海、清华系校企（紫光、启迪）、东方园林等；贵州信用等级/评级展望发生调降的发行人主要为散布于省内的弱资质城投企业。

行业方面，信用等级/评级展望发生调降的发行行业（Wind 三级行业）分布整体较为分散，但房地产管理和开发行业（23 家）、建筑与工程（23 家，含城投企业及工程施工企业）以及商业银行（12 家）等行业的调降主体家数较多，其中辽宁、山西等地的弱资质农商行、城商行发生调降的数量相对较多。此外，房地产管理和开发、商业服务与用品、化工、金属、非金属与采矿、多元金融服务、商业银行等行业的调降率相对较高，均高于市场平均水平（3.48%），详见表 2.3。

表 2.3 2021 年公募债券市场主要行业信用等级/评级展望调整情况

Wind 三级行业	调降数量	调升数量	调降率	调升率
房地产管理和开发	23	0	8.88%	0.00%
商业服务与用品	8	1	5.97%	0.75%
化工	5	3	4.42%	2.65%
金属、非金属与采矿	5	0	4.31%	0.00%
多元金融服务	8	1	3.88%	0.49%
商业银行	12	1	3.60%	0.30%
交通基础设施	3	0	1.97%	0.00%
建筑与工程	23	4	1.57%	0.27%
综合类	8	3	1.52%	0.57%
资本市场	1	1	0.96%	0.96%
电力	0	1	0.00%	0.91%

注：选取样本数量大于 100 的主要行业进行统计

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

（二）信用等级迁移矩阵¹⁰

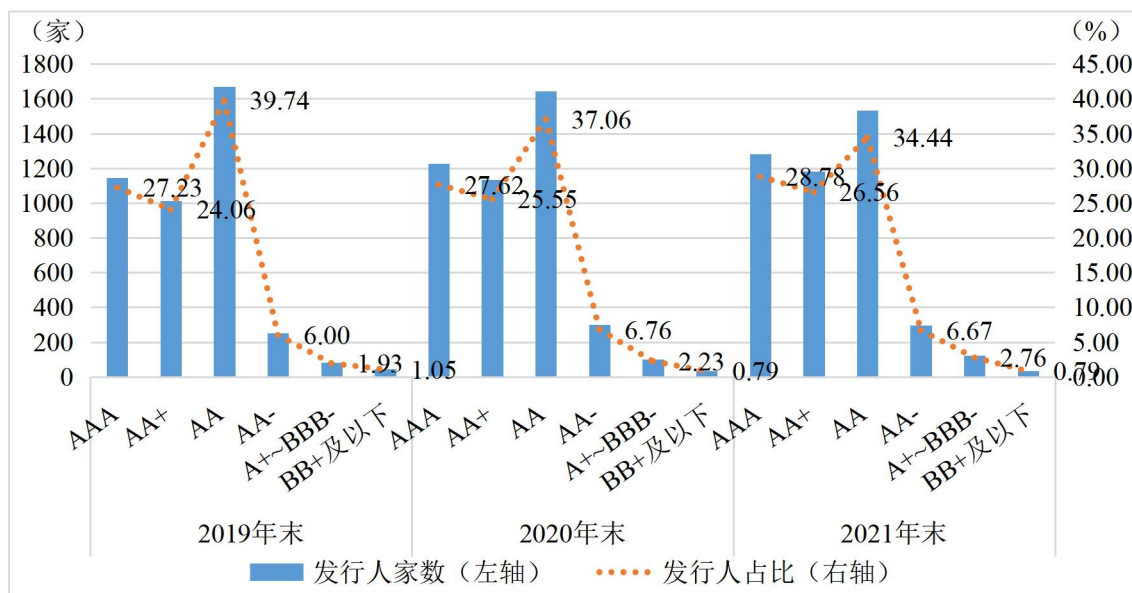
⁹ 该部分内容发行人数量均对双评级去重处理。

¹⁰ 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

1. AA 级及以上级别发行主体占比略有上升

截至 2021 年末，我国公募债券市场发行主体信用等级仍集中在 AA-级及以上级别，占比（96.45%）较 2020 年末（96.98%）和 2019 年末（97.03%）均有所下降。其中，AA 级发行主体占比仍然最高（34.44%），较 2020 年末和 2019 年末分别下降 2.62 和 5.30 个百分点；AAA 级发行主体占比（28.78%）较 2020 年末和 2019 年末分别上升 1.16 和 1.56 个百分点，AA+级发行主体占比（26.56%）较 2020 年末和 2019 年末分别上升 1.01 和 2.50 个百分点；AA-级发行主体占比（6.67%）较 2020 年末下降 0.09 个百分点，较 2019 年末上升 0.67 个百分点。2021 年以来信用等级整体呈调降趋势，但由于以 AA 级为主的弱资质主体逐步出清，其占比有所下降，信用等级中枢未呈现明显下移趋势。

图 2.1 2019—2021 年末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

2. 主要级别整体稳定性较好，AA+级至 AA-级稳定性有所上升

从信用等级迁移矩阵来看，在样本数量较多的 AA-级及以上级别中，各等级稳定性均较好，级别未发生迁移的比率均在 90%以上，AA+级、AA 级和 AA-级稳定性较 2020 年和 2019 年均有所不同程度上升；整体稳定性与 2020 年和 2019 年相比均有所提升。

表 2.4 2021 年我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（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	1,292	98.92	0.54	0.15	--	--	--	0.08	--	--	--	0.31
AA+	1,196	0.33	97.66	1.00	0.25	--	--	0.08	0.08	--	0.08	0.50

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。

期初/期末	样本量	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AA	1,557	--	0.51	97.50	1.35	0.19	0.19	0.06	0.06	--	--	0.13
AA ⁻	292	--	--	0.34	93.49	3.08	1.37	0.34	1.03	--	0.34	--
A ⁺	82	--	--	1.22	--	96.34	2.44	--	--	--	--	--
A	8	--	--	--	--	--	87.50	--	12.50	--	--	--
A ⁻	2	--	--	--	--	--	--	50.00	--	--	--	50.00
BBB ⁺	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BBB	2	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB ⁻	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB ⁺ 及以下	23	--	--	--	--	--	--	--	--	--	4.35	95.65

注：统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体；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；统计期初为 2021 年 1 月 1 日，期末为 2021 年 12 月 31 日

资料来源：联合资信 COS 系统

表 2.5 2020 年我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（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	1,135	99.47	0.09	--	--	--	--	--	--	--	--	0.44
AA ⁺	1,101	7.63	91.73	0.09	--	0.09	0.09	--	--	--	--	0.36
AA	1,717	--	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：统计期初为 2020 年 1 月 1 日，期末为 2020 年 12 月 31 日

资料来源：联合资信 COS 系统

表 2.6 2019 年我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（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	1,082	99.08	0.37	0.09	-	-	0.18	-	-	0.18	-	0.09
AA ⁺	1,023	7.04	90.81	0.68	0.20	-	-	-	-	0.20	0.10	0.98
AA	1,739	-	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

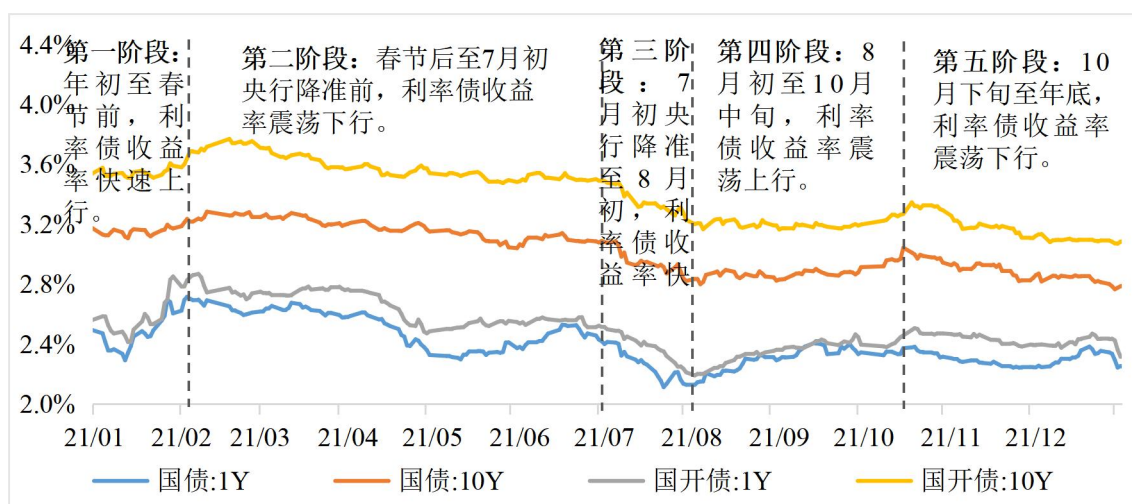
注：统计期初为 2019 年 1 月 1 日，期末为 2019 年 12 月 31 日

资料来源：联合资信 COS 系统

三、主要券种利差分析

2021 年，央行贯彻执行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，通过灵活开展公开市场操作，熨平市场资金波动，市场资金波动幅度较过去 3 年降低。2021 年利率债收益率总体呈“前高后低”态势。从利率债收益率走势看，主要分为五个阶段。**第一阶段：年初至春节前，利率债收益率快速上行。**随着永煤违约事件对市场的冲击逐渐消退及资金面实现平稳跨年，央行开始回收流动性，资金面逐步收紧，市场流动性预期由乐观转向谨慎，利率债收益率快速上行。**第二阶段：春节后至 7 月初央行降准前，利率债收益率震荡下行。**这一阶段，央行货币政策坚持“稳字当头”，资金面总体平稳偏松，加之地方政府专项债额度下发较晚且发行门槛提高导致机构面临“资产荒”，利率债收益率呈震荡下行态势。**第三阶段：7 月初央行降准至 8 月初，利率债收益率快速下行。**进入 2021 年下半年，中国经济下行压力逐渐显现，7 月 9 日央行实施全面降准。全面降准在释放流动性的同时带动市场降息预期升温，从而带动利率债收益率快速下行。**第四阶段：8 月初至 10 月中旬，利率债收益率震荡上行。**8 月以来，地方政府债发行明显提速，央行结构性宽松货币政策也加速推进，带动市场宽信用预期不断升温，叠加结构性通胀压力不断抬升，利率债收益率震荡上行。**第五阶段：10 月下旬至年底，利率债收益率震荡下行。**在保供稳价政策支持下通胀压力有所缓解，央行通过灵活主动的公开市场操作维持了市场流动性的合理充裕，12 月央行二次降准落地、支农支小再贷款利率下调及 1 年期 LPR 下调进一步提振市场降息预期，利率债收益率震荡下行。

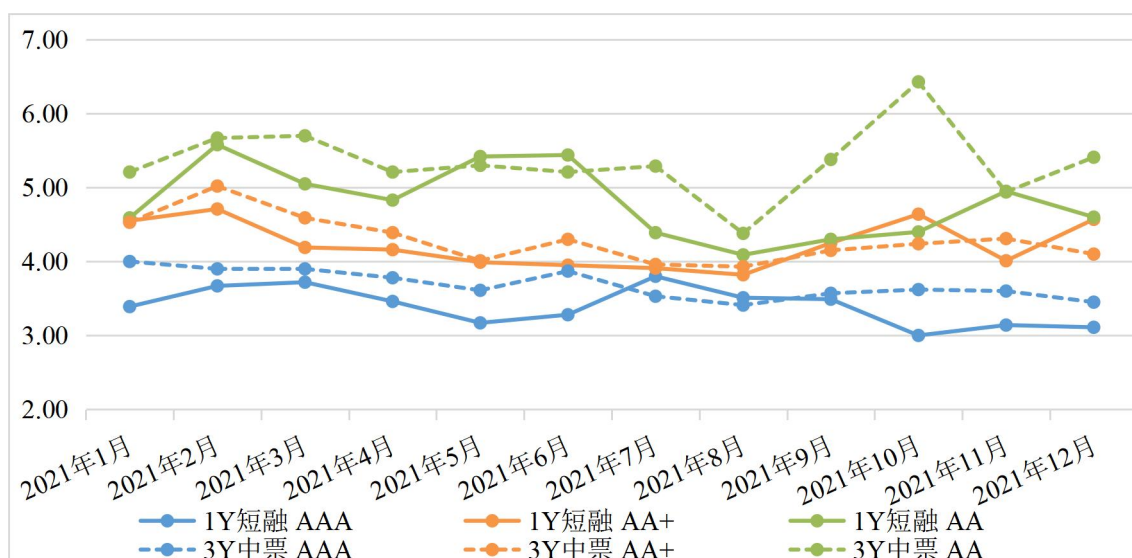
图 3.1 2021 年中债国债到期收益率走势情况



资料来源：Wind，联合资信整理

2021 年，信用等级¹¹与债券发行利率均值、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。使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法对样本数量较多¹²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¹³，参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。

图 3.2 2021 年各月份各级别主体所发 1 年期短融、3 年期中票平均发行利率（%）



资料来源：Wind，联合资信整理

表 3.1 2021 年主要券种分级别利差统计

¹¹ 取消强制评级后，部分债券无债项级别、仅有主体级别，考虑到剔除含担保债券后主体级别和债项级别一致（商业银行二级资本工具除外），为统一表述，利差统计中商业银行二级资本工具使用债项级别，其他券种均使用主体级别。

¹² 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。

¹³ 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。

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	270D	AAA	494	2.29~7.30	3.03	78.34	NA	79.89	446	80.32	NA	68.86
		AA ⁺	465	2.58~7.10	3.68	141.73	63.40	69.66	445	140.25	59.93	68.82
		AA	193	2.92~6.92	4.69	241.04	99.31	44.94	189	239.28	99.03	45.77
短融	1Y	AAA	146	2.47~5.80	3.38	98.51	NA	64.35	142.00	101.54	NA	61.17
		AA ⁺	208	2.73~7.00	4.21	182.84	84.34	66.93	205.00	181.02	79.48	67.66
		AA	116	2.99~7.30	4.74	233.49	50.65	44.72	112.00	228.31	47.29	44.78
中票	3Y	AAA	712	2.50~6.80	3.68	96.80	NA	58.25	694.00	97.89	NA	56.38
		AA ⁺	584	3.15~7.50	4.30	157.94	61.14	49.17	573.00	155.53	57.65	48.35
		AA	178	3.44~8.00	5.29	254.86	96.92	43.82	166.00	245.54	90.00	44.22
	5Y	AAA	166	3.18~5.37	3.84	99.78	NA	32.54	166.00	100.51	NA	32.15
		AA ⁺	30	3.76~5.00	4.24	136.31	36.53	21.69	30.00	135.89	35.38	21.85
		AA	3	4.17~7.50	6.22	350.24	213.93	51.79	2.00	314.01	178.11	75.58
企业债	5Y	AAA	53	3.20~5.00	3.89	102.62	NA	29.50	49.00	105.20	NA	29.24
		AA ⁺	50	3.85~6.80	4.64	182.94	80.32	37.53	43.00	173.51	68.31	30.32
		AA	8	4.78~7.50	6.23	336.13	153.18	34.64	3.00	301.06	127.54	51.75
	7Y	AAA	10	3.62~5.99	4.31	132.38	NA	65.78	9.00	137.87	NA	65.63
		AA ⁺	28	4.00~6.80	4.83	179.74	47.36	36.90	24.00	167.17	29.29	22.71
		AA	13	5.80~8.00	7.04	399.02	219.28	16.95	2.00	459.96	292.79	4.95
公司债	3Y	AAA	450	2.80~7.00	3.58	85.62	NA	51.62	141.00	81.28	NA	37.10
		AA ⁺	163	3.27~7.30	4.44	173.05	87.43	53.29	20.00	147.24	65.96	66.52
		AA	11	3.60~8.35	5.69	295.16	122.11	56.52	1.00	154.91	7.67	NA
	5Y	AAA	160	3.25~4.48	3.71	86.92	NA	20.39	28.00	84.81	NA	27.13
		AA ⁺	20	3.84~5.00	4.18	133.13	46.20	16.85	3.00	128.46	43.65	22.08
		AA	2	7.60~7.60	7.60	468.16	335.03	2.16	0.00	NA	NA	NA
商业银行 债	3Y	AAA	68	2.80~3.70	3.33	57.15	NA	26.22	68.00	57.57	NA	26.64
		AA ⁺	25	3.12~4.00	3.58	89.71	32.56	23.72	25.00	91.35	33.79	25.42
		AA	6	3.50~4.00	3.77	115.21	25.50	21.01	5.00	108.95	17.60	23.22
		AA ⁻	2	3.50~4.95	4.23	167.39	52.18	61.97	0.00	NA	NA	NA
	5Y	AAA	2	3.27~3.75	3.51	81.13	NA	37.78	2.00	81.60	NA	40.12
商业银行 二级资本 工具	5Y	AAA	17	3.44~4.40	3.75	95.06	NA	20.19	17.00	95.65	NA	20.27
		AA ⁺	19	3.90~5.20	4.45	156.16	61.10	16.50	19.00	156.50	60.85	16.66
		AA	8	4.60~4.90	4.76	186.27	30.11	9.18	8.00	186.83	30.33	8.68
		AA ⁻	9	4.80~5.30	4.99	221.21	34.95	12.15	7.00	233.68	46.85	14.89
		A ⁺	5	5.10~5.50	5.28	250.93	29.72	8.33	3.00	273.58	39.90	15.53
		A	12	4.80~6.00	5.41	251.47	0.53	8.92	1.00	251.63	-21.95	NA
		A ⁻	4	5.00~5.50	5.18	235.77	-15.69	11.43	1.00	254.80	3.17	NA
	10Y	AAA	8	3.74~4.38	3.86	93.80	NA	9.74	8.00	94.36	NA	10.37

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；“NA”表示不适用

资料来源：Wind，联合资信整理