

# 2020 年前三季度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

2020 年 11 月 20 日



## 联合资信评估股份有限公司

电话：010-85679696  
传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 17 层

邮箱：lianhe@lhratings.com  
网址：www.lhratings.com

## 2020 年前三季度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

作者：闫瑾 王自迪 王正清

本文从违约情况、信用等级迁移和利差三个方面对 2020 年前三季度我国债券市场评级表现进行分析并对评级质量进行检验。研究结果显示，违约情况方面，2020 年前三季度我国债券市场新增违约主体 20 家，较 2019 年前三季度有所减少，信用风险有序释放；信用等级迁移方面，发行人主体信用等级呈现调升趋势，调整率较 2019 年前三季度略有上升，评级稳定性略有下降；利差方面，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受评主体信用风险差异。

### 一、违约情况统计分析<sup>1</sup>

#### （一）信用风险有序释放，违约常态化发生

2020 年前三季度，我国债券市场新增 20 家违约<sup>2</sup>发行人，共涉及到期违约债券<sup>3</sup>67 期，到期违约金额<sup>4</sup>约 751.02 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2019 年前三季度（38 家，105 期）有所减少，到期违约金额较 2019 年前三季度（643.82 亿元）有所增加。2020 年一季度、二季度和三季度新增违约发行人家数分别为 8 家、6 家和 6 家，债券市场风险有序出清。

<sup>1</sup> 根据最新信息披露情况，报告对历史数据进行了追溯调整。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

<sup>4</sup> 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

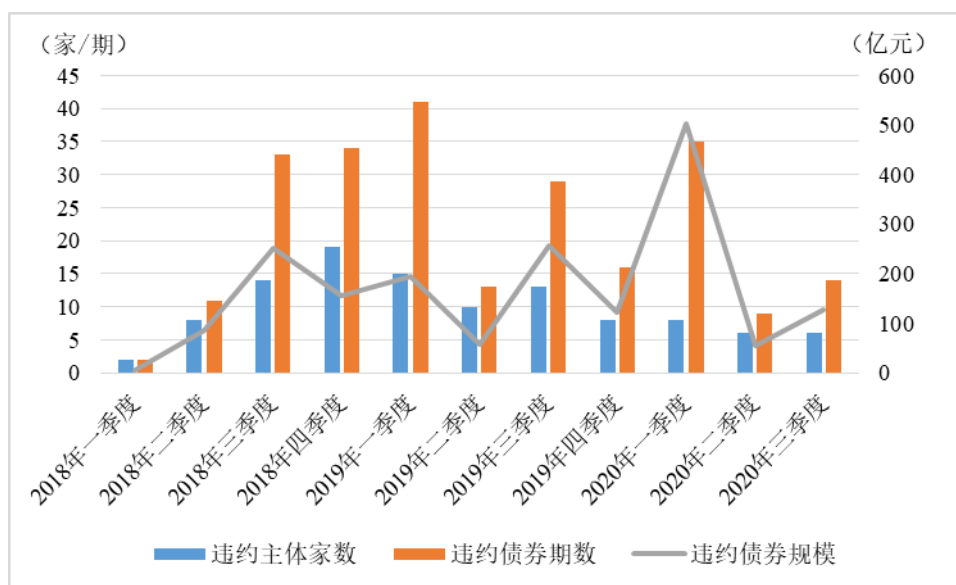


图 1 2018 年至 2020 年三季度各季度违约情况统计

此外，2020 年前三季度另有 15 家在 2020 年初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 35 期，到期违约金额约 203.86 亿元，其中 19 期债券为首次到期违约，涉及到期违约金额约 84.88 亿元；重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数、到期违约金额较 2019 年前三季度（25 家，58 期，316.16 亿元）有所减少。2020 年四季度我国债券市场公司信用类债券到期偿付压力仍然较大，各类信用风险事件或将继续发生，债券市场违约风险将进一步释放。

2020 年前三季度新增违约发行人仍以民营企业为主，但部分国有企业信用风险开始暴露，新增违约发行人中有 4 家为上市公司；新增违约发行人行业分布较为分散，其中房地产管理和开发、汽车行业的新增违约发行人数量相对较多，地区则主要集中于经济发达、债券发行人较多的北京和广东等地（详见表 1）。公募债券市场方面，2020 年前三季度公募债券市场发行人违约家数<sup>5</sup>（17 家）较 2019 年前三季度（25 家）有所减少，违约级别范围与 2019 年前三季度基本一致（详见表 2）。

<sup>5</sup> 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。

表 1 2020 年前三季度我国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
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
新华联控股有限公司	综合类	北京	民营	否	2020/3/6	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
北京桑德环境工程有限公司	水务	北京	中外合资	否	2020/3/6	AA/稳定	终止评级
铁牛集团有限公司	汽车	浙江	民营	否	2020/8/31	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
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	终止评级
天津市房地产信托集团有限公司	综合类	天津	地方国有	否	2020/8/24	AA/稳定	C/稳定
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
北大方正集团有限公司	互联网软件与服务	北京	中央国有	否	2020/2/18	A/负面	C
青海省投资集团有限公司	金属、非金属与采矿	青海	地方国有	否	2020/6/19	BBB/负面	C/稳定
康美药业股份有限公司	制药	广东	民营	是	2020/2/3	BBB/--	C
东旭集团有限公司	综合类	河北	民营	否	2020/1/20	BBB/-- BBB/负面	C 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	地方国有	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
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
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	地方国有	否	2020/9/8	无评级	无评级

注：评级展望列示为“--”表示发行人被列入评级观察名单；

资料来源：Wind

表 2 2018 年至 2020 年前三季度我国公募债券市场发行主体违约率/数量（单位：家、%）

主体级别	2018 年			2019 年			2019 年前三季度	2020 年前三季度
	样本数量	违约数量	违约率	违约数量	违约数量	违约率	违约数量	违约数量
AAA	705	1	0.14	815	2	0.25	2	--
AA+	882	1	0.11	971	9	0.93	7	3

AA	1970	20	1.02	1790	4	0.22	2	3
AA <sup>-</sup>	385	3	0.78	295	5	1.69	4	4
A <sup>+</sup>	75	1	1.33	70	4	5.71	3	--
A	17	2	11.76	22	3	13.64	2	1
A <sup>-</sup>	8	0	0.00	8	0	0.00	--	--
BBB <sup>+</sup>	5	0	0.00	4	1	25.00	1	--
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	2	3
BBB <sup>-</sup>	2	1	50.00	1	1	100.00	1	--
BB <sup>+</sup>	5	0	0.00	2	0	0.00	--	1
BB	3	0	0.00	2	2	100.00	2	1
BB <sup>-</sup>	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--
B <sup>+</sup>	0	0	0.00	1	0	0.00	--	--
B	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--
B <sup>-</sup>	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--
CCC	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--
CC	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--
C	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--
无评级	38	0	0.00	38	0	0.00	--	--
合计	<b>3990</b>	<b>30</b>	<b>0.75</b>	<b>3907</b>	<b>32</b>	<b>0.82</b>	<b>25</b>	<b>16</b>

注：1. 发行人样本为当年年初存续的短期融资券、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等的发行人主体，并剔除此前已发生违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形；2. 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；3. 对发行人而言，若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券，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）；4. 部分债券发行人期初不具有有效信用等级，例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等，均计入无评级样本中；5. 合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数；6. 发行人主体违约率 = 当年新增违约的发行人家数 / 发行人样本家数；7. 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 32 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 年三季度公募债券发行人中新增 17 家违约主体，其中北京信威通信技术股份有限公司在违约前被终止信用评级，未纳入违约数量统计

资料来源：联合资信 COS 系统

## 1. 部分房地产企业违约风险持续暴露

天津房地产集团有限公司、上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司、泰禾集团股份有限公司均属于房地产开发企业，由于行业高杠杆特征明显，且受政策调控影响大，对企业持续盈利能力要求较高，当面临不利外部环境和汇款滞后冲击时，极易由于资金链断裂造成违约。泰禾集团股份有限公司受地产整体环境下行、新冠肺炎疫情冲击等因素的影响，公司流动性紧张，且行业调控政策持续导致开工节奏放缓，去化压力较重，叠加公司自身债务规模庞大、债务集中到期等情况，最终导致违约。天津市房地产信托集团有限公司由于债务

负担较重，盈利能力下滑，叠加高管层频繁变动、深陷负面舆情等因素，最终因现金流短缺以及筹融资渠道受限等原因无法按时偿付债务，导致违约。上海三盛宏业投资（集团）有限责任公司在地产政策收紧的背景下，融资成本大幅提升，叠加债务负担较重，不当多元化并购扩张形成大额商誉减值，可动用经营现金受限，部分开发项目周期过长，流动性危机严重，公司所发私募债最终违约。

## 2. 母子公司信用风险传导效应明显

华讯方舟股份有限公司（以下简称“华讯股份”）由于归属于母公司的净利润连续两年为负，自 2020 年 6 月 16 日被交易所施行退市风险警示；华讯方舟科技有限公司（以下简称“华讯方舟”）受上市子公司华讯股份亏损影响，且其所持华讯股份的股份被高比例冻结和质押导致再融资受限，叠加资产负债率持续偏高、受限货币资金占比较重等因素，最终于 2020 年 7 月 2 日实质违约。北京信威科技集团股份有限公司（以下简称“信威科技”）2017 年度和 2018 年度归属于上市公司股东的净利润均为负值，自 2019 年已被实施退市风险警示，其 2019 年到期债券也已延期兑付，同时信威科技为海外项目提供的担保事项陆续发生担保履约，造成子公司北京信威通信技术股份有限公司（以下简称“信威通信”）巨额资金损失，严重影响信威通信的资金流动性，且信威通信重大资产重组程序复杂，导致融资能力受限，整体偿债压力较大，最终无法按期兑付到期债券本息。重庆力帆控股有限公司（以下简称“力帆控股”）主营业务萎缩，负债高企，其持有的力帆实业（集团）股份有限公司（以下简称“力帆股份”）股份也被高比例冻结和质押，融资困难，于 2020 年 1 月 15 日发生本息违约，其后破产重整被法院受理；子公司力帆股份由于 2019 年业绩大幅亏损、负债规模较大、资金流动性紧张、面临诉讼等因素，未能于 2020 年 3 月 16 日兑付“16 力帆 02”债券本息。

## （二）违约风险预警能力有所提升

2020 年前三季度我国债券市场 20 家新增违约主体中有 16 家在违约前具有有效信用等级，除因资料不全无法进行定期/不定期跟踪的情形外，违约事件

发生前评级机构均通过各类评级行动进行风险预警<sup>6</sup>，首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间集中于 1~3 个月和 6 个月以上，其中 1 个月以内有 1 家，1~3 个月（含）有 6 家，3~6 个月（含）有 1 家，6~12 个月（含）有 5 家，1 年以上有 5 家。整体来看，评级机构对违约主体的信用风险预警能力较 2019 年前三季度有所提升，但预警及时性仍有待提高。

表 3 新增违约主体首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布（家）

时间	1 个月以内	1~3 个月	3~6 个月	6~12 个月	1 年以上
2020 年前三季度	1	6	1	5	5
2019 年前三季度	7	6	9	7	4

注：若违约发行人具有双评级或多评级则按不同评级机构等级调整情况分别统计

## 二、信用等级迁移分析<sup>7</sup>

### （一）信用等级调整情况

#### 1. 主体信用等级继续呈现调升趋势，评级稳定性略有下降

2020 年前三季度，我国公募债券市场共有 296 家发行人主体信用等级发生调整，调整率为 5.27%，较 2019 年前三季度上升 0.19 个百分点。其中，信用等级被调升的有 222 家，调升率为 3.95%，较 2019 年前三季度上升 0.24 个百分点，信用等级被调降的有 74 家，调降率为 1.32%，较 2019 年前三季度下降 0.05 个百分点。整体来看，2020 年前三季度发行人主体信用等级仍呈调升趋势，评级稳定性略有下降。

评级展望方面，2020 年前三季度我国公募债券市场评级展望被调升的发行入有 4 家，较 2019 年前三季度（11 家）有所减少；评级展望被调降的发行入有 23 家，较 2019 年前三季度（17 家）有所上升。整体来看，在新冠疫情影响下，经济下行压力加大，发债主体偿债能力减弱，2020 年前三季度我国公募债券市场评级展望被调升次数减少、被调降次数增加，未来需加强对潜在信用风险的关注。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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等券种的发行人主体。

表 4 2019 年前三季度和 2020 年前三季度我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行主体 (家、%)	信用等级		评级展望		合计	
	2019 年 前三季度	2020 年 前三季度	2019 年 前三季度	2020 年 前三季度	2019 年 前三季度	2020 年 前三季度
样本数量	5420	5618	5420	5618	5420	5618
调升数量	201	222	11	4	212	226
调降数量	74	74	17	23	91	97
调升率	3.71	3.95	0.20	0.07	3.91	4.02
调降率	1.37	1.32	0.31	0.41	1.68	1.73

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

资料来源：联合资信 COS 系统，联合资信整理

## 2. 国有企业调降率有所下降，民营企业调降率略有上升

企业性质方面，2020 年前三季度我国公募债券市场主体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（86.49%）较 2019 年前三季度（83.33%）有所上升；信用等级被调降的发行人主要为民营企业，占比（60.81%）较 2019 年前三季度（50.68%）有所上升。国有企业信用等级调升率（4.32%）较 2019 年前三季度（3.76%）有所上升，调降率（0.43%）较 2019 年前三季度（0.64%）有所下降；民营企业信用等级调升率（2.99%）较 2019 年前三季度（2.25%）有所上升，调降率较（5.60%）较 2019 年前三季度（5.55%）略有所上升。通过一系列宏观调控政策和货币政策的施行，我国新冠疫情得到有效控制，经济运行逐步进入正轨，金融市场逐步平稳，债券市场信用风险继续有序释放，国有企业风险风险较上年同期有所下降，部分“问题”民营企业逐步出清，民企整体信用状况也较上年同期有所改善。

表 5 2020 年前三季度公募债券市场主体信用等级调整情况（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	192	86.49	19	25.68	4.32	0.43
央企	12	5.41	3	4.05	2.02	0.51
地方国企	180	81.08	16	21.62	4.67	0.42
民营企业	24	10.81	45	60.81	2.99	5.60
公众企业	2	0.90	3	4.05	1.19	1.79



外资企业	2	0.90	2	2.70	2.86	2.86
------	---	------	---	------	------	------

资料来源：Wind、联合资信 COS 系统

### 3. 建筑与工程和房地产行业主体信用等级调升数量较多

行业方面，在样本数量相对较多（发行主体家数超过 100 家）的行业中，建筑与工程（75 家）、综合类（31 家）、房地产管理和开发（22 家）、商业银行（21 家）、多元金融服务（13 家）等行业<sup>8</sup>主体信用等级被调升的数量相对较多；而综合类（7 家）、建筑与工程（7 家）、房地产管理和开发（5 家）、金属、非金属与采矿（5 家）、汽车（5 家）以及商业银行（4 家）等行业发行主体信用等级被调降的数量相对较多。整体来看，信用等级被调升的发行主体行业分布相对集中，主要分布于发行人家数较多的建筑与工程和房地产行业；而信用等级被调降的发行主体行业分布则相对分散。

地区方面，在样本数量相对较多（发行主体家数超过 100 家）的地区中，江苏（44 家）、浙江（34 家）、安徽（14 家）、河南（10 家）等地发行主体信用等级被调升的数量相对较多，区域内发行主体调升率也较高，分别为 6.05%、6.85%、6.36%、7.81%；广东（11 家）、北京（10 家）、山东（9 家）等地发行主体信用等级被调降的数量相对较多，区域内发行主体调降率也较高，分别为 2.31%、1.76%、2.43%。

### 4. 大跨度评级调整数量有所下降

2020 年前三季度，我国公募债券市场共发生 30 次大跨度评级调整<sup>9</sup>现象，涉及发行主体 27 家，较 2019 年前三季度（36 次，32 家）有所下降。从企业性质来看，发生大跨度调整的发行主体主要为民营企业（20 家），其次为国有企业（5 家），公众企业和中外合资企业各有 2 家；从地区分布来看，发生大跨度调整的发行主体分布于广东（5 家）、北京（5 家）以及福建、山东、重庆（各 2 家）等地；从行业分布来看，发生大跨度调整的发行主体行业集中于

<sup>8</sup> 如无特殊说明，本文所称行业均指 Wind 三级行业。

<sup>9</sup> 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<sup>+</sup>和 A<sup>+</sup>，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。

房地产管理和开发（4 家）、综合类（4 家）、汽车（3 家）、制药（3 家）等行业。

表 6 2020 年前三季度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	西藏金融租赁有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	A <sup>+</sup>	--	调降
2	天安财产保险股份有限公司	AA <sup>+</sup>	负面	A	--	调降
3	中融新大集团有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	C	--	调降
4	泰禾集团股份有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	C	--	调降
5	新华联控股有限公司	AA <sup>+</sup>	稳定	C	--	调降
6	山东地矿集团有限公司	AA	--	A	--	调降
7	亿达发展有限公司	AA	负面	A	负面	调降
8	上海新黄浦实业集团股份有限公司	AA	稳定	A <sup>-</sup>	负面	调降
9	浙江亚太药业股份有限公司	AA	负面	A <sup>-</sup>	负面	调降
10	凯撒同盛发展股份有限公司	AA	--	BBB	--	调降
11	同济堂医药有限公司	AA	稳定	BBB <sup>-</sup>	--	调降
12	宜华健康医疗股份有限公司	AA	负面	BB <sup>+</sup>	负面	调降
13	宜华生活科技股份有限公司	AA	负面	B	--	调降
14	北京桑德环境工程有限公司*	AA	稳定	C	--	调降
15	华讯方舟科技有限公司	AA	稳定	C	--	调降
16	铁牛集团有限公司	AA	稳定	C	--	调降
17	北京安控科技股份有限公司	AA <sup>-</sup>	负面	BB	负面	调降
18	力帆实业（集团）股份有限公司	AA <sup>-</sup>	稳定	C	--	调降
19	宜华企业（集团）有限公司	AA <sup>-</sup>	--	C	--	调降
20	重庆力帆控股有限公司	AA <sup>-</sup>	稳定	C	--	调降
21	北大方正集团有限公司	A	负面	C	--	调降
22	华昌达智能装备集团股份有限公司*	BBB <sup>+</sup>	--	BB <sup>+</sup>	--	调降
23	东旭集团有限公司	BBB	--	C	--	调降
		BBB	负面	C	稳定	调降
24	康美药业股份有限公司	BBB	--	C	--	调降
25	青海省投资集团有限公司	BBB	负面	C	稳定	调降
26	中国吉林森林工业集团有限责任公司	BB <sup>+</sup>	--	C	--	调降
27	大连天神娱乐股份有限公司	BB	负面	C	稳定	调降

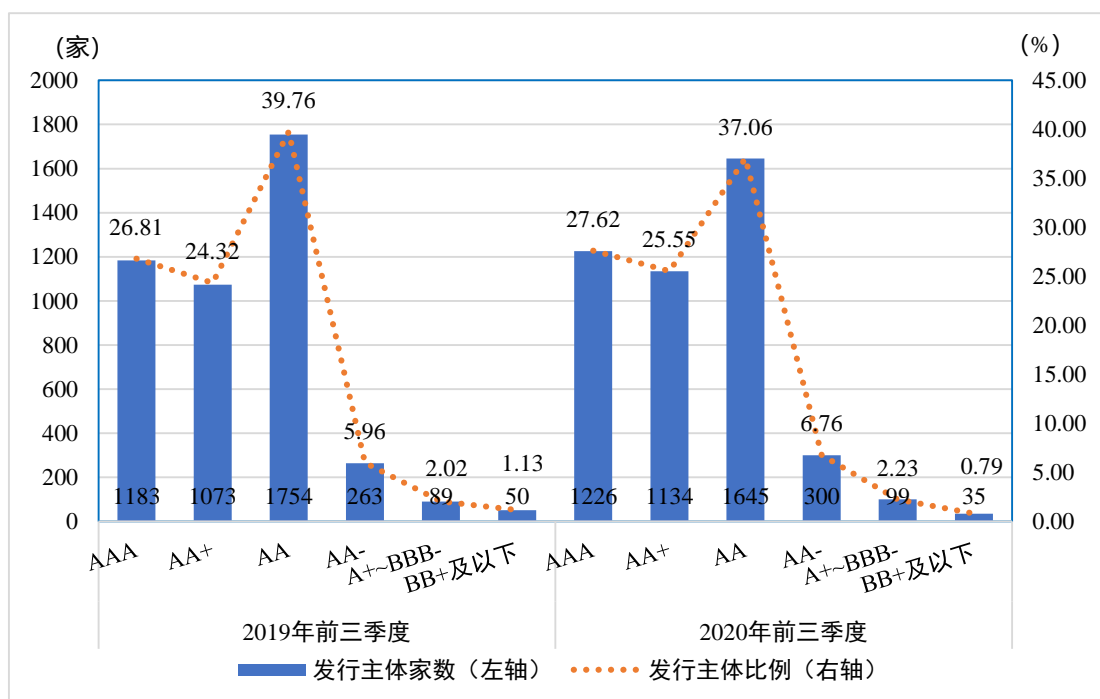
注：1. 主体等级不为 C 级、评级展望为 "--" 表示发行人被列入评级观察名单；2. 不同评级机构对同一发行人均发生大跨度评级调整的情况，如果期初和期末级别信息相同，仅列示一条记录；3. \*所示发行人期末已被评级机构终止主体信用等级，上表所列示期末等级/展望为评级机构在终止评级前所出具的最新级别信息

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

## （二）信用等级迁移矩阵<sup>10</sup>

### 1. AA<sup>+</sup>级及以上级别发行主体占比提升

截至 2020 年三季度末，我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在 AA<sup>-</sup>级及以上级别，占比（96.98%）较 2019 年三季度末（96.85%）变化不大。其中，AA 级发行主体占比仍然最高（37.06%），但较 2019 年三季度末下降 2.7 个百分点；AAA 级和 AA<sup>+</sup>级发行主体占比为 27.62%和 25.55%，较 2019 年三季度末分别上升 0.81 个百分点和 1.23 个百分点；AA<sup>-</sup>级发行主体占比（6.76%）较 2019 年三季度末上升 0.80 个百分点（详见图 2）。在新冠疫情以及我国债券市场违约常态化背景下，投资者风险偏好继续降低，新发行债券主体信用等级继续呈现向高级别集中的趋势，发行人信用等级中枢有所抬升，截至 2020 年三季度末 AA<sup>+</sup>级及以上级别发行主体占比为 53.17%，较 2019 年三季度末上升 2.04 个百分点。



资料来源：联合资信 COS 系统

<sup>10</sup> 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。

图 2 2019 年第三季度末和 2020 年第三季度末我国公募债券市场发行主体信用等级分布图

## 2. 级别向上迁移趋势明显，AA 级稳定性略有下降

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，各等级别稳定性均较好，级别未发生迁移的比率均在 90% 以上，AAA 级、AA<sup>+</sup>级和 AA 级稳定性较 2019 年前三季度均有不同程度提升，AA 级稳定性较 2019 年前三季度有所下降；除 AAA 级呈现向下迁移趋势外，各等级别均呈现向上迁移趋势，且上移趋势较 2019 年前三季度有所加强。

表 7 2020 年前三季度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 <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A	A <sup>-</sup>	BBB <sup>+</sup>	BBB	BBB <sup>-</sup>	BB <sup>+</sup> 及以下
AAA	1148	99.83	0.09	0.09	--	--	--	--	--	--	--	--
AA <sup>+</sup>	1119	7.15	92.05	0.27	0.09	0.09	0.09	--	--	--	--	0.27
AA	1762	--	5.85	92.28	1.31	0.11	0.11	0.11	--	0.06	0.06	0.11
AA <sup>-</sup>	296	--	--	5.07	92.23	1.35	0.34	--	--	--	--	1.01
A <sup>+</sup>	77	--	--	--	3.90	93.51	2.60	--	--	--	--	--
A	8	--	--	--	--	12.50	75.00	--	--	--	--	12.50
A <sup>-</sup>	1	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--	--
BBB <sup>+</sup>	1	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--
BBB	6	--	--	--	--	--	--	--	--	33.33	--	66.67
BBB <sup>-</sup>	0	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
BB <sup>+</sup> 及以下	22	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

注：1. 统计样本不包含评级机构发生变更的发行人主体，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；3. 统计期初为 2020 年 1 月 1 日，期末为 2020 年 9 月 30 日

资料来源：联合资信 COS 系统

表 8 2019 年前三季度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 <sup>+</sup>	AA	AA <sup>-</sup>	A <sup>+</sup>	A	A <sup>-</sup>	BBB <sup>+</sup>	BBB	BBB <sup>-</sup>	BB <sup>+</sup> 及以下
AAA	1116	99.28	0.36	0.09	0.09	--	--	--	--	0.18	--	--
AA <sup>+</sup>	1076	6.97	91.64	0.65	--	--	--	--	--	--	0.09	0.65
AA	1829	--	4.54	94.48	0.60	--	0.05	0.05	--	0.05	--	0.22
AA <sup>-</sup>	274	--	--	6.57	90.51	1.82	--	--	--	--	--	1.09
A <sup>+</sup>	62	--	--	--	4.84	91.94	1.61	--	--	--	--	1.61
A	16	--	--	--	--	6.25	62.50	6.25	--	--	--	25.00
A <sup>-</sup>	5	--	--	--	--	--	--	60.00	40.00	--	--	--
BBB <sup>+</sup>	3	--	--	--	--	--	--	--	66.67	--	--	33.33
BBB	3	--	--	--	--	--	--	--	--	33.33	--	66.67

BBB <sup>-</sup>	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00
BB <sup>+</sup> 及以下	27	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

资料来源：联合资信 COS 系统

### 三、主要券种利差分析

2020 年前三季度，央行继续实施稳健的货币政策，大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升，金融风险有效化解，经济稳步恢复。央行综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，有助于引导资金流入实体经济，加大对小微和民营企业的支持力度。具体来看，央行综合运用降准<sup>11</sup>、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<sup>12</sup>，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。在此背景下，自二季度以来，国内经济渐进修复，央行货币政策开始向常态化回归，资金利率中枢抬升至 2019 年同期水平。

2020 年前三季度，信用等级（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、利差均值的影响主要体现在以下方面：（1）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，即债券信用等级越高，发行利率均

<sup>11</sup> 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；除此之外，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。

<sup>12</sup> 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%。

值、交易利差均值越低；（2）中票和 7 年期企业债样本中，AA 级级差均大于 AA+ 级级差，反映出等级越低，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<sup>13</sup>的短融、中票、公司债等的利差进行显著性检验，各级别主体所发短融、各级别中票及公司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 9 2020 年前三季度主要券种分级别利差统计

债券类型	期限 (Y)	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
短融	1	AAA	139	1.50~6.50	3.08	117.34	--	78.53	134	122.93	--	73.92
		AA+	152	2.00~6.80	3.70	174.21	56.87	63.62	150	170.96	48.03	62.82
		AA	102	2.40~7.00	4.17	222.83	48.62	45.72	101	221.02	50.06	44.61
中票	3	AAA	399	2.05~6.80	3.45	121.62	--	46.77	389	124.13	--	45.44
		AA+	342	2.80~8.00	4.25	196.37	74.76	51.87	334	191.71	67.58	50.04
		AA	217	3.10~7.60	5.13	284.51	88.14	39.79	206	277.46	85.74	39.38
	5	AAA	202	2.70~5.00	3.64	120.76	--	30.63	193	124.08	--	28.07
		AA+	95	3.23~5.24	4.07	163.55	42.79	25.94	95	163.90	39.81	25.70
		AA	12	3.70~6.50	4.59	238.21	74.66	39.68	12	238.93	75.04	40.05
企业债	5	AAA	39	3.17~5.03	3.80	134.00	--	25.40	36	133.36	--	24.11
		AA+	13	3.60~7.50	4.86	238.14	104.14	53.62	10	214.08	80.73	42.12
		AA	3	4.48~7.00	5.47	266.90	28.76	44.29	1	205.47	-8.61	--
	7	AAA	6	3.46~4.37	3.92	129.51	--	17.89	6	127.21	--	19.25
		AA+	31	3.77~6.00	4.75	196.79	67.28	31.37	29	193.71	66.50	27.97
		AA	20	5.00~8.00	6.93	413.86	217.07	19.48	10	394.04	200.32	23.01
公司债	3	AAA	277	2.29~7.30	3.51	119.41	--	59.92	94	113.41	--	46.47
		AA+	96	2.74~7.50	4.35	206.27	86.87	52.58	19	201.61	88.20	40.42
		AA	22	3.75~7.00	5.23	299.82	93.54	43.79	5	204.74	3.12	37.30
	5	AAA	101	2.95~6.30	3.68	122.61	--	38.01	31	112.47	--	21.37
		AA+	9	3.54~5.38	4.19	168.31	45.70	28.60	1	104.29	-8.18	--
		AA	2	3.75~3.90	3.83	191.12	64.83	29.55	2	187.96	64.36	27.79
商业银行债	3	AAA	37	1.99~3.79	2.99	67.23	--	24.14	37	68.20	--	24.63
		AA+	18	2.80~4.10	3.43	126.29	59.06	29.36	17	123.60	55.40	29.49
		AA	2	3.75~3.90	3.83	191.12	64.83	29.55	2	187.96	64.36	27.79
		AA-	1	4.50~4.50	4.50	221.85	30.74	--	--	--	--	--

<sup>13</sup> 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。

		A <sup>+</sup>	1	4.00~4.00	4.00	259.05	37.20	--	--	--	--	--
	5	AAA	4	2.67~3.10	2.96	67.71	--	16.22	4	68.32	--	12.88
商业银行 二级资本 工具	5	AAA	4	3.10~3.75	3.37	121.73	--	10.09	4	124.89	--	15.01
		AA <sup>+</sup>	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 <sup>-</sup>	5	4.90~5.50	5.15	274.93	39.20	10.53	1	230.01	-2.52	--
		A <sup>+</sup>	4	4.65~5.50	4.99	237.72	-37.21	16.21	--	--	--	--
		A	2	5.00~5.80	5.40	297.91	60.18	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

资料来源：Wind