联合信用评级有限公司

2014 年利差及信用等级迁移分析报告

2014 年，我国经济基本面继续承受诸多下行压力，在外需疲软、内需持续回落、制造业不景气、房地产拉动经济增长作用减弱等不利因素影响下，经济增速继续放缓。面对复杂的国内外经济环境，我国政府通过定向降准、货币政策工具（MLF、SLO、PSL[1]等）、降息等方式向市场释放流动性，降低实体经济融资成本。在上述政策推动下，2014 年我国全年实现国内生产总值（GDP）63.65 万亿元，同比增长 7.4%，居民消费价格（CPI）同比上涨 2.0%，经济增长保持在合理区间，物价涨幅稳步回落。在流动性总量适度充裕、资金面整体稳中趋松的大背景下，我国交易所债券市场继续保持良好发展态势。

2014 年，交易所债券市场信用类债券[2]共发行 646 期，较上年增长 46.15%；总发行规模达到 4,575.63 亿元，较上年增长 30.62%。从发行期数来看，除普通公司债下降较快外，其余的证券公司债、可转债、中小企业私募债、资产支持证券、可交换债等产品均呈现较快增长。从发行规模看，除公司债、可转债有所下降外，其余券种的发行规模均呈现不同程度的增长，尤其以证券公司债的规模增长最大，也成为交易所债券市场债券规模增长的主导力量。从产品品种来看，2014 年交易所债券品种较上年略有增加，仅增加了证券公司短期公司债品种。

表 1　2014 年交易所债券产品发行情况统计

种类	汇总数据	2013 年	2014 年	同比变化(%)
汇总	规模（亿元）	3,503.00	4,575.63	30.62
	总期数	442	646	46.15
普通公司债	规模（亿元）	1,370.05	770	-43.80
	总期数	99	80	-19.19
	主体家数	87	76	-12.64
	平均单笔发行规模（亿元）	13.84	9.63	-30.45
证券公司债	规模（亿元）	1,179.60	2,497.05	111.69
	总期数	38	106	178.95
	主体家数	21	44	109.52
	平均单笔发行规模（亿元）	31.04	23.56	-24.10
可转债	规模（亿元）	544.81	320.99	-41.08
	总期数	8	13	62.50
	主体家数	8	13	62.50

[1] MLF：中期借贷便利；SLO：短期流动性操作；PSL：抵押补充贷款。
[2] 信用类债券包括普通公司债、中小企业私募债、证券公司债、可转债、可交换债和资产支持证券，不包括企业债、政策性银行债、保险公司债和其他金融机构债。

	平均单笔发行规模（亿元）	68.10	24.69	-63.74
中小企业私募债	规模（亿元）	331.99	532.00	60.25
	总期数	267	313	17.23
可交换债	规模（亿元）	2.57	59.76	2225.29
	总期数	1	5	400.00
	主体家数	1	5	400.00
	平均单笔发行规模（亿元）	2.57	11.95	364.98
资产支持证券	规模（亿元）	73.98	395.83	435.05
	总期数	29	129	344.83
	原始权益人家数	4	22	450.00
	平均单笔发行规模（亿元）	2.55	3.07	20.39

数据来源：巨潮资讯、wind 资讯。
注:①由于私募债统计口径差异，本表 2013 年数据较上年报告进行了追溯调整。②创业板公司债为私募发行，因主体分类的特点包括在普通公司债产品统计口径中。③本表统计口径为证监会核准的债券产品，未包含跨市场发行的债券产品。

一、利差分析

以公司债为例，受 2014 年部分信用风险事件的影响，公司债整体发行规模有所下降。2014 年共有 76 家上市公司发行了公司债，发行家数较上年同比减少了 12.64%。从发行人级别分布情况来看，发行人主体级别分布在 A+~AAA 之间，级别跨度分布与上年保持一致。其中，AA 级的企业有 39 家，占比达到了 51.32%，份额占比依旧最大，主要来自于电力、电子、房地产、化工、纺织等行业；AA+主体级别家数为 15 家，份额占比为 19.74%，是占比第二大的级别，主要分布在基础设施、运输、水务、房地产、煤炭等行业。从级别分布变化情况看，2014 年 AAA 级别的发行人家数较上年下降了 54.55%，占比较上年下降了 12.13 个百分点，是下降最快的级次；而 AA+级别的发行人数量较上年增长了 36.36%，占比较上年上升了 7.09 个百分点，是上升最快的级次。总体看，2014 年中高级别发行人（AA 及以上）的占比较上年变化不大。

表 2　2014 年公司债主体级别分布及变化情况

级别	2013 年		2014 年		变化	
	主体家数	占比(%)	主体家数	占比（%）	家数变化（%）	占比变化(百分点)
AAA	22	25.29	10	13.16	-54.55	-12.13
AA+	11	12.64	15	19.74	36.36	7.09
AA	42	48.28	39	51.32	-7.14	3.04
AA-	10	11.49	10	13.16	0.00	1.66
A+	2	2.30	2	2.63	0.00	0.33
合计	87	100.00	76	100	-12.64	—

数据来源：巨潮资讯、wind 资讯。

注：①14 广晟债发行人广晟有色主体级别为 A+；②14 阳谷债发行人阳谷华泰主体级别为 A+。

从债项级别分布情况看，主板公开发行的公司债产品中，除 14 雏鹰债债项信用级别为 AA-外，其他债项信用级别均在 AA 级以上。创业板非公开发行的共 4 期公司债产品中，除 14 阳谷债债项为 AA 级外，其余的 3 期产品债项级别均为 AA-。2014 年合计发行的 80 期公司债产品中，AA 级的债项级别占比最大（期数占比为 47.50%），AAA 级的债项级别占比次之（期数占比为 25%）；AA+以上的高信用级别产品占比较上年有所下降，由 2013 年的 57.57%下降至 47.50%，主要来自于 AAA 级债券发行期数的下降。

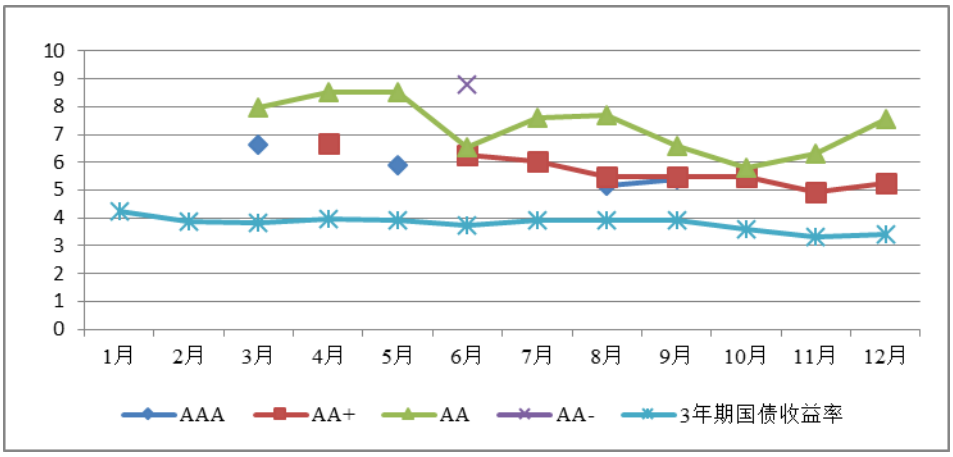
表 3　2014 年公司债债项级别分布及变化情况

级别	2013 年		2014 年		变化	
	期数	占比	期数	占比	期数变化（%）	占比变化（百分点）
AAA	35	35.35	20	25.00	-42.86	-10.35
AA+	22	22.22	18	22.50	-18.18	0.28
AA	38	38.38	38	47.50	0.00	9.12
AA-	3	3.03	4	5.00	33.33	1.97
A+	1	1.01	0	0.00	-100.00	-1.01
合计	99	100	80	100	-19.19	—

数据来源：巨潮资讯、wind 资讯。

2014 年发行的公司债产品期限分布较上年更为分散，但产品仍以 3 年期、5 年期为主。以发行数量最多的 49 期公开发行的 3 年期公司债券作为样本，从图中公司债的发行利率情况来看，公司债产品的发行利率呈现上半年利率高位波动，至 6~7 月份后利率出现下调，在 10~11 月份达到低点后又重新上行。值得注意的是，AA 债项级别的发行利率在 7、8 月份显著高于其他级别，其利率走势与其他级别呈现相反状态，显示市场投资者对该期间发行的债券产品风险预期较高。

图 1　2014 年 3 年期公司债月度发行利率走势　单位：%



资料来源：巨潮资讯、wind 资讯.
注：①统计样本为公开发行的 3 年期公司债券的发行利率；②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为 3 年。③以债项级别为统计基础。

在公司债利差统计来看，从 2014 年公开发行的 3 年公司债券情况看，除 AAA 级别外，其他级别的利率均值、利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大；AAA~AA+ 的级差呈现负值，表明投资者对 AAA 债项级别的实际认可度不高；AA+~AA 间级差、AA~AA-的级差逐步扩大。从 2014 年发行的 5 年公司债券情况看，AAA 级利差均值和标准差水平较其他级别最低，利差均值随着级别的降低逐渐扩大。从 3 年期和 5 年期的利差对比情况看，3 年期的 AAA、AA 级别利差均值均大于 5 年期，5 年期的级差差异相较 3 年期相对较小。形成上述情况的差异可能来自于两方面：（1）投资者对 3 年期的 AAA、AA 级别的认可度不高，尤其是 AAA 级别。从样本实际情况看，造成上述 AAA 利差异动的情况均来自于主体级别较低而担保后增级到 AAA 的债券（如 14 嘉杰债、14 凤凰债）；（2）发行的时间窗口因素，由于 3 月份属于全年发行利率较高的时段，众多的 3 年期 AAA 产品集中于此时间发行相应拉高了利差水平。

为进一步研究信用等级对利差的影响程度，本文通过方差分析和多重比较检验（LSD 法），确定信用等级对利差影响的显著性以及各信用等级之间的差异化。

表 4　2014 年部分公司债券的发行利率和利差分析统计情况

期限	债项信用等级	样本数（个）	利率（%）		利差（基点）			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3 年	AAA	7	5.10~7.50	5.95	203.71	N/A	88.17	0.43
	AA+	12	4.70~7.24	5.68	198.67	-5.04	53.86	0.27
	AA	29	5.40~9.20	7.04	328.79	130.12	91.94	0.28
	AA-	1	8.80~8.80	8.80	506.91	178.12	—	—

5 年	AAA	6	5.08~6.30	5.80	177.62	N/A	28.80	0.16
	AA+	4	5.00~7.35	6.24	242.71	65.09	81.81	0.34
	AA	4	6.00~8.9	5.99	306.49	63.78	115.67	0.38

资料来源：巨潮资讯、Wind 资讯。
注：①利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率；②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为 3 年；③级差为本信用等级的发行利差均值减去比该信用等级高一个级别的发行利差均值；④NA 表示不适用；⑤本表仅列出发行期限为 3 年、5 年的公司债券，其他期限的公司债券由于样本量过小，故未列出。

通过对 2014 年度 3 年期、5 年期不同信用等级公司债的发行利差进行显著性检验（设定显著性水平为 5%），3 年期的信用等级之间的利差差异通过了显著性检验（F=12.55>F0.05=Fcrit=2.81），但 AAA 和 AA+显著性差异较其他级别较小；5 年期的信用等级之间的利差差异显著性并不明显，这可能与其样本数较小有关。

二、信用等级迁移分析

为研究 2014 年信用债发行人的级别调整变化情况，本文以 2014 年初存续的公司债发行人[3]作为研究主体，统计其 2014 年内信用级别及评级展望变化情况。2014 年初，交易所债券市场存续的公司债发行人共计 380 家，信用级别合计变动 25 次，占发行人总数的 6.58%，调整频率高于上年。其中，信用级别上调 5 次，信用级别下调 20 次，级别下调次数远多于级别上调；评级展望上调次数为 2 次，下调次数为 19 次，展望下调次数远多于上调情况。与上年评级调整多在跟踪评级结果密集发布的 4~6 月份进行不同，2014 年评级调整时间更加分散，不定期跟踪次数明显增多，部分企业的评级一年内甚至出现了多次调整。发行人主体信用等级的调整情况反映了 2014 年交易所债券市场发行人的信用状况较前两年发生了明显变化，这与宏观经济和市场实际情况较为一致。

表 5　2014 年公司债发行人主体评级调整情况

项目	样本数（个）	级别提升	级别调降	展望调升	展望调降
公司债	341	4	20	1	18
可转债	24	0	0	1	1
证券公司债	15	1	0	0	0
合计	380	5	20	2	19

数据来源：巨潮资讯、wind 资讯。
注：①为与 Cohort 法样本研究基础保持一致，上表统计样本均为年初的公司债发行人；②级别和展望均发生变化的视为级别调整，不列入展望变化统计。

[3] 公司债包括普通公司债、可转债、证券公司债产品，包含创业板非公开发行的公司债产品。

为反映信用评级机构对发行人的信用等级调整变化，本文采用 Cohort 法对发行人主体信用等级变化进行分析。在信用等级迁移情况方面，2014 年 1 年期信用等级迁移矩阵显示[4]，从年初至年末，在样本量较多的 AA-级及以上级别中，有 8.70%的 AA-级发行主体级别迁移至 A+级别，迁移率最高；有 4.61%的 AA 级别迁移至 AA-级别，迁移率次之。AA+级别和 AA 级别向上迁移的迁移率相对较小，AA 级别和 AA-级别的下迁率相对较大，分别有 5.75%的 AA 级别和 10.87%的 AA-级别下迁至其他各个低级别。从评级稳定性看，AA+级及以上发行人主体信用等级的迁移率较低，稳定性较好，尤其是 AAA 级的发行人迁移率处于最低水平；AA-级别发行人主体信用等级的迁移率最高，稳定性最差（A+级和 CCC 级迁移率较高是因样本数量太少造成的）。值得注意的是，很多信用级别的迁移是跨越若干级别的迁移，尤其是以 AA-跨多个级别迁移的比率最高，达到了 2.17%[5]。上述情况表明该类发行人主体信用等级调整的连续性不强，级别稳定性较差。

表 6　2014 年发行人主体信用等级 1 年期迁移率　单位：%

年末 / 年初	样本（个）	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB	BB	C
AAA	77	98.70	1.30	-	-	-	-	-	-	-
AA+	72	-	97.22	2.78	-	-	-	-	-	-
AA	174	-	1.72	92.53	4.61	0.57	-	0.57	-	-
AA-	46	-	-	4.35	84.78	8.70	-	-	2.17	-
A+	8	-	-	-	-	87.50	12.50	-	-	-
A	2	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-
CCC	1	-	-	-	-	-	-	-	-	100

数据来源：巨潮资讯、wind 资讯。注：①中科云网年内评级发生 4 次下调，主体级别由年初 AA-/负面最终调整为 BB/负面（2014-12-29 日）；②华锐风电年内评级发生 3 次下调，主体级别由年初 AA/稳定最终调整为 BBB/负面（2014-12-21 日）；③华锦股份年内评级发生 2 次下调，主体级别由年初 AA+/稳定最终调整为 AA/负面（2014-12-11 日）；

整体来看，与 2013 年相比，2014 年发行人主体信用等级迁移改变了之前级别迁移多以单边上调为主的趋势，本年的级别迁移方向更加多元化，AA 及以下级别的迁移率有所上升，跨级别的调整明显增多。

[4] 1 年期发行人主体信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即期对年初和年末均有效的信用等级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级别统计，亦不考虑年内等级多调和等级回调的情况。

[5] 需要特别指出的是，此处迁移样本较少，依此所处的统计结论可能存在一定误差。