



# 东方金诚国际信用评估有限公司 2018 年证券市场评级结果分析报告

2019 年 3 月

---

东方金诚国际信用评估有限公司 地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

电话：010-62299800

传真：010-62299803

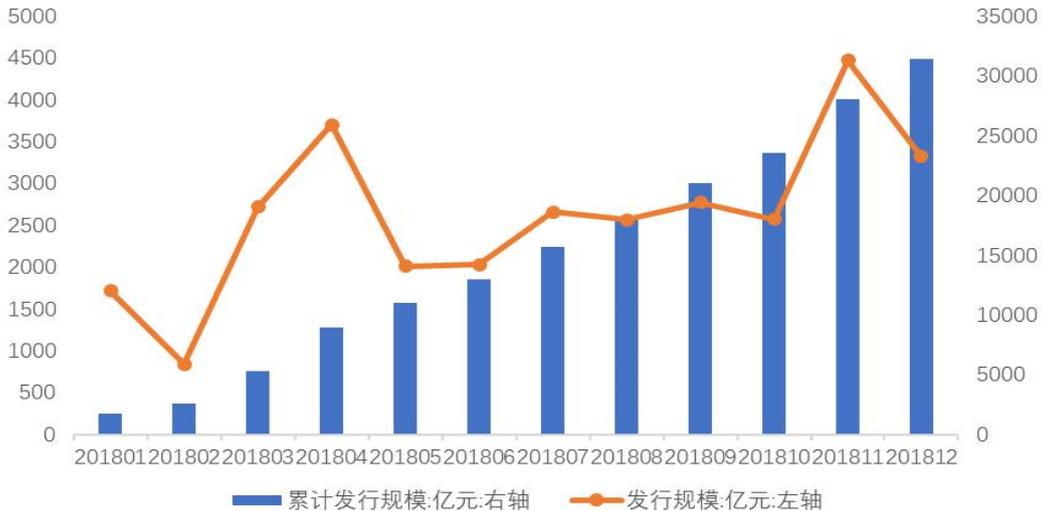
网址：[www.dfratings.com](http://www.dfratings.com)

## 一、交易所市场信用债发行情况

伴随“宽货币”逐渐向“宽信用”传导，交易所市场信用债发行整体回暖

2018年，交易所市场共发行债券3685只，发行规模3.14万亿元，发行只数和发行规模较2017年分别回升14.0%和19.0%。从月度走势来看，三四月以及十一月有两次幅度较大的放量，主要是由于货币政策边际放松以及资金面的持续宽松，使得交易所市场信用债年度发行量整体回暖。

图 1：2018 年各月份交易所市场信用债发行情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

主要券种公司债、证监会主管 ABS 以及私募债发行量明显增加，其中公司债增幅最大

分券种来看，交易所市场中比重较大的券种均出现不同程度的增长。与 2017 年相比，公司债发行量增幅为 77.6%，证监会主管 ABS 增幅为 26.0%，私募债增幅为 22.5%。而可转债和可交换债的发行主体多集中在低信用评级或无信用评级的民营企业，受 2018 年度持续爆发的违约事件冲击以及风险偏好下降影响，发行量有所收缩。证券

公司债的发行量减少多是由于证券市场表现不佳以及严监管的双重冲击。

表 1：2018 年度交易所市场信用债发行情况

债券类别	2018 年		2017 年		2018 年同比	
	只数	规模(亿)	只数	规模(亿)	只数	规模(亿)
交易所市场合计	3685	31409.1	3232	26391.3	14.0%	19.0%
其中：公司债	796	10020.7	538	5641.7	48.0%	77.6%
证监会主管 ABS	1849	8880.9	1653	7046.5	11.9%	26.0%
私募债	730	6462.0	657	5276.6	11.1%	22.5%
证券公司债	213	4793.9	264	6339.4	-19.3%	-24.4%
可转债	70	790.2	44	947.1	59.1%	-16.6%
可交换债	27	461.4	76	1140.0	-64.5%	-59.5%

注：1、债券类别采用 Wind 债券二级分类标准

2、对 2017 年的发行数据进行了追溯调整

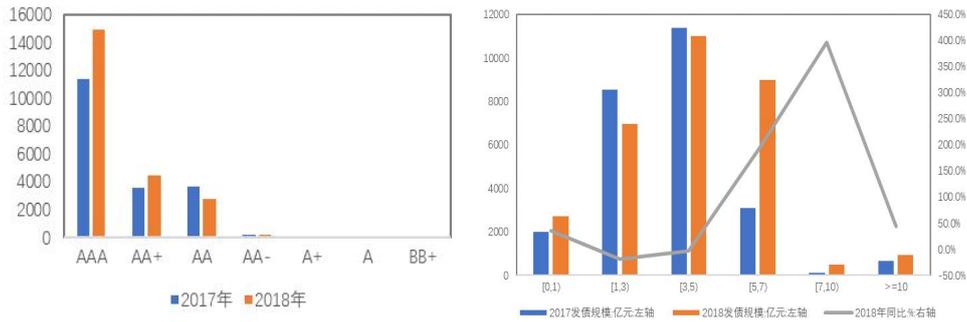
数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

### 发行回暖主要集中在中高信用等级以及中短期的债券

从主体级别来看，各级别间的一级发行回暖有所分化，主要集中在 AAA 级和 AA+级。具体的，受违约事件频发冲击，市场风险偏好下降，中高信用等级债券的相对优势凸显，AAA 级发行规模较 2017 年增长 31%，AA+级较 2017 年增长 23.8%，增幅明显，而 AA 级和 AA-级的发行难度加大，一级发行规模同比下滑。

从发行期限来看，1 年期以内，5 至 7 年期的一级市场发行规模回暖明显。其中 1 年期回暖是由于债市调整风险加大，市场预期长期不确定性增强，使得机构更加倾向于配置短期债券。5 至 7 年期的发行回暖，一方面，2018 年下半年以来，政策面托底预期强化，机构面临高收益安全资产荒，在配置高等级信用债时，通过拉长久期来增厚收益；另一方面，投资机构尤其是保险资管、养老基金公司本身的负债属性对中长期债券形成刚性需求。

图 2：2018 年交易所债券主体级别（左图）和发行期限（左图）分布情况（单位：亿元）



注：图中不含无主体级别以及无发行期限的债项。发行期限进行了去权化调整，例如发行期限为“3+2”期，调整为 3 年期

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

## 二、交易所市场债券的信用评级表现

### （一）信用利差准确性良好

我们对发行起息日在 2018 年度交易所市场的公司债券进行统计，剔除有增信措施的公司债券，对样本数量较多的 3 年期公司债券分析考察其债项信用级别与利差的关系。

结果表明，2018 年一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对公司债利差的影响较为一致，主要体现在以下方面：一是新发公司债的发行主体信用等级与平均发行利率、发行利差和交易利差的均值均呈显著负相关关系，即随着债项级别的降低，相应的利率或利差随之升高；二是 3 年期公司债的 AA+级与 AA 级的利差级差大于 AAA 级与 AA+级发行人所发公司债的利差级差；三是 AA 级别发行人所发公司债的利差偏离系数较 2017 年小幅下降，而 AAA 级的利差偏离系数则有所升高，表明 2018 年的利差稳定性两极分化有所加剧。

表 2：2018 年全市场所评公司债利率利差情况统计（3 年期）

债项等级	样本数	票面利率		发行利差				交易利差			
		区间	均值	均值	标准差	级差	偏离系数	均值	标准差	级差	偏离系数
AAA	361	3.9~7.7	4.97	174.21	71.70	NA	41.16	226.95	134.92	NA	59.45
AA+	66	4.33~8.18	6.07	280.32	97.72	106.11	34.86	300.18	128.20	73.23	42.71

AA	27	5.9~8.5	7.30	399.87	70.36	119.55	17.60	403.28	69.55	103.09	17.25
----	----	---------	------	--------	-------	--------	-------	--------	-------	--------	-------

- 注：1、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；  
 2、NA 表示不适用；  
 3、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；  
 4、本表仅列出发行期限为 3 年公开发行的公司债券，其它期限的公司债券由于样本量过小，故未列出。

资料来源：Wind，东方金诚整理

我们使用 Mann-Whitney U 检验方法对各债项级别间利差是否存在显著性差异进行检验，考虑到样本数量，同一主体级别下少于 5 个统计样本的不参与检验，结果显示：在 5% 显著性水平下，AAA 与 AA+ 级别的发行利差、交易利差差异非常显著，AA+ 与 AA 级别间的发行利差差异非常显著。但受二级市场波动较大影响，AA+ 与 AA 级别间的交易利差的差异不太显著。

表 3：2018 年全市场所评公司债利差 Mann-Whitney U 检验结果

利差类型	组 1	组 2	组 1N	组 1 秩平均	组 1 秩和	组 2N	组 2 秩平均	组 2 秩和	M-U	Sig. (双侧)	是否拒绝原假设
发行利差	AAA	AA+	361	191.76	69224.5	66	337.04	22581.5	3883.5	0.000	拒绝
交易利差			361	201.74	72828	66	283.25	18978	7487	0.000	拒绝
发行利差	AA+	AA	66	38.36	2570	27	69.27	1801	292	0.000	拒绝
交易利差			66	44.04	2951.0	27	54.62	1420	673	0.090	接受

资料来源：Wind，东方金诚整理

## （二）信用等级稳定性有所增强，级别的向上迁移率依然高于向下迁率

2018 年公司债券<sup>1</sup>发行人主体信用等级发生变化的有 145 家，等级调整率为 8.21%，较上年下降 1.53 个百分点。其中调升 77 家，调降 68 家，调升率和调降率分别为 4.36% 和 3.85%，调升率较上年下降 3.86 个百分点，调降率较上年上升 2.33 个百分点。2018 年民营企业的主体等级被下调为 47 家，占下调发行人总数的 69.12%。

<sup>1</sup> 包含普通公司债和有发行主体评级信息的非公开发行公司债券。

表 4：公司债发行人主体信用级别调整统计<sup>2</sup>

项目	2017 年	2018 年
样本 (个)	1972	1767
调升率 (%)	8.22%	4.36%
调降率 (%)	1.52%	3.85%

数据来源：Wind

从 1 年期等级迁移情况来看，整体保持了较高的稳定性。AA 级及以上债券的稳定率都超过 90%，AA-级和 A+级的稳定率也在 80%以上，A 级的稳定率较低，为 60.00%。具体来看，2018 年公司债市场有 29 家投资级别发行人主体信用等级降至投机级或发生违约。从迁移率看，在样本数量较多的 AA-级及以上发行人中，AA-级的迁移率最高，为 13.45%；A+级及以下级别发行人中，A 级和 BBB 级的迁移率较高，分别为 40%和 50%。从迁移方向看，A 级和 BBB 级出现单向调低的现象，AA+级、AA 级、AA-级和 A+级均表现为双向调整。双向变动的级别中，AA 级调低比例高于调高比例，AA+级和 AA-级调高比例低于调低比例，A+级调高比例与调低比例相同。从迁移范围看，AA 级及 AA-级迁移范围较广，涉及 C 级到 AA+级。

表 5：2018 年发行人主体信用等级 1 年期迁移率<sup>3</sup> (单位：%)

年末 年初	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+及以下
AAA	<b>99.74</b>										0.26
AA+	6.19	<b>93.07</b>				0.50					0.25
AA		3.90	<b>91.11</b>	1.34	0.37	0.24	0.12	0.24	0.12		2.56
AA-			7.56	<b>86.55</b>	0.84	1.68	1.68		0.84		0.84
A+				5.26	<b>84.21</b>				5.26		5.26
A						<b>60.00</b>					40.00
A-											

2 包括存续完整年度、年内新发和年内到期的债券的发行人主体信用等级。年内新发债券的发行人主体信用等级统计以发行日为期初，发行时的信用等级为期初等级。年内到期债券的发行人主体信用等级统计以到期日为期末，到期时的信用等级为期末等级。

3 信用等级迁移分析是基于 1 年期发行人主体信用等级迁移情况，统计方法采用 Cohort 法，即只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，不考虑年内等级多调和等级回调的情况。

BBB+								100		
BBB								50.00		50.00
BBB-										100.00
BB+及以下										100.00

数据来源：Wind

### 三、东方金诚交易所市场评级业务开展情况

#### （一）东方金诚所评债券发行量加速增长

2018年，东方金诚评级后发行的交易所评级项目86单，规模为716.1亿元，同比分别提升50.9%和217.8%。

债券类型方面，2018年，东方金诚承做的交易所债券项目中支数和规模占比最大的是公司债（发行31只，发行规模366.6亿元），其后依次是私募债（发行31只，发行规模182.8亿元）、证监会主管ABS（发行21只，发行规模133.5亿元）、可交换债（发行2只，发行规模29.2亿元）和可转债（发行1只，发行规模4亿元）。整体来看，公司债、私募债和证监会主管ABS为发债主力，且增幅明显。

表6：2016~2018年度经东方金诚评级的债券发行情况

债券分类	2018年		2017年		2016年	
	发行只数	发行规模 (亿元)	发行只数	发行规模 (亿元)	发行只数	发行规模 (亿元)
交易所市场总计	86	716.1	57	225.4	92	1144.0
一般公司债	31	366.6	10	51.0	38	447.5
私募债	31	182.8	23	132.3	53	685.4
证监会主管ABS	21	133.5	21	16.6	0	0
可交换债	2	29.2	1	10.0	0	0
可转债	1	4.0	0	0	1	11.1
证券公司债	0	0	2	15.5	0	0

注：对2016-2017年的发行数据做了追溯调整；

数据来源：Wind资讯，东方金诚整理

#### （二）跟踪评级业务增速发展

2018年，东方金诚出具的交易所债券市场的跟踪评级项目累积220单，较2017年度增长17.02%。交易所市场跟踪评级项目中，非公开发行公司债券136单、一般公司债77单、可转换公司债1单、

资产支持专项计划 6 单。分季度来看，第一季度跟踪评级项目 10 单，其中非公开发行公司债券 6 单、一般公司债 4 单；第二季度跟踪评级项目 206 单，其中非公开发行公司债券 123 单、一般公司债 76 单、可转换公司债 1 单、资产支持专项计划 6 单；第三季度跟踪评级项目 39 单，其中非公开发行公司债券 26 单、一般公司债 13 单；第四季度跟踪评级项目 43 单，其中非公开发行公司债券 32 单、一般公司债 11 单。

#### 四、东方金诚在交易所市场的信用评级表现

##### (一) 信用利差情况

我们对东方金诚发行起息日在 2018 年度的公司债券进行统计，剔除含担保的、浮动利率的公司债券，考虑样本数量较多的 3 年期公司债券进行分析，考察其债项级别与利差的关系。结果表明，2018 年一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对多数级别公司债的利差影响一致，主要体现在以下方面：一是 AAA 和 AA+ 级随着债项信用等级的升高，相应级别的平均票面利率下降，符合一致性规律；二是 AAA 和 AA+ 级债项级别与发行利差、交易利差的均值均呈现明显的负相关关系，即随着债项级别的降低，相应的风险溢价随之升高；三是大部分级别发行人所发公司债的利差偏离系数较 2017 年小幅抬升，主要受 2018 年市场情绪波动加大影响。

表 7：2018 年东方金诚所评公司债利率利差情况统计（3 年期）

债项等级	样本数	票面利率		发行利差				交易利差			
		区间	均值	均值	标准差	级差	偏离系数	均值	标准差	级差	偏离系数
AAA	7	4.43~6.74	5.06	187.25	90.22	NA	48.18	255.17	179.50	NA	70.35
AA+	1	7.5~7.5	7.50	420.66	-	233.41	-	414.95	-	159.78	-
AA	2	6.8~6.9	6.85	343.25	10.48	(77.41)	3.05	333.70	-	(81.26)	-

注：1、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；

2、NA/-表示不适用；

3、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。

资料来源：Wind，东方金诚整理

需要说明的是，由于同一主体级别下少于5个统计样本的无法进行Mann-Whitney U检验，故我们暂未开展此项检验。

## （二）信用等级迁移

本文选取2017年12月31日至2018年12月31日期间存续的东方金诚评级的公司债的发行人作为基础样本。在此基础上，剔除2017年12月31日无主体级别的主体，构建1年期信用等级迁移矩阵，总样本量为98家。

经东方金诚评级的公司债发行人主体级别一年期等级迁移情况，从迁移率来看，AAA级的等级迁移率为0（市场平均水平为0.26%），AA+级的迁移率为14.3%（市场平均水平为6.93%），AA级的级别迁移率为8.5%（市场平均水平为8.89%），AA-级的级别迁移率为14.3%（市场平均水平为13.45%）。从迁移方向看，向上迁移居多，且仅AA级为双向调整，其余级别为单向调整或不调整。从迁移范围看，AA级迁移的范围最广，分布在C到AA+级别。此外，富贵鸟股份有限公司的“14富贵鸟”发生违约，四川省巨洋酒店集团有限公司和济源市济康科技有限公司终止评级。

表8：公司债发行人1年期等级迁移矩阵

期初信用等级 (2017年12月31日)		期末信用等级 (2018年12月31日)						期间其他情形 (2017/12/31-2018/12/31)			
信用等级	存续评级数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	其他	存续	违约	兑付	终止 (其他)
AAA	3	100.0						100.0	0.0	0.0	0.0
AA+	14	14.3	85.7					85.7	0.0	14.3	0.0
AA	71		4.2	91.5	1.4	1.4	1.4	76.1	0.0	22.5	1.4
AA-	7			14.3	85.7			85.7	0.0	14.3	0.0
A+	1					100.0		0.0	0.0	100.0	0.0
其他	2						100.0	0.0	50.0	0.0	50.0

数据来源：Wind，东方金诚整理

## 五、东方金诚评级质量控制机制

东方金诚评级质量控制机制严格按照“制度完备、流程控制、风险管理、过程留痕”的方针制定和实施。公司通过建立有效的内部控制机制，对公司业务承接、承做、出具信用评级报告实行有效的内部审核、质量和风险控制。

为完善内部制度体系，落实相关政策要求，进一步提高评级质量，东方金诚对内部业务规范和管理制度进行了梳理，2018年公司继续修订评级方法和模型，进一步完善评级技术规范，新推出个人住房抵押贷款支持证券评级模型、银行公司贷款资产证券化评级模型、个人消费贷款资产支持证券评级模型且已正式投入应用。同时，制定和修改了包含评级质量管理在内的36项内部业务规范。对评级业务制度和内部控制制度进行了修订完善，完善了评级技术体系、规范评级作业流程，强化了评级质量审核工作并定期进行评级结果检验。

东方金诚重视对分析师的职业素质和职业道德教育，并以优秀的企业文化、严格的内部管理和分析师奖惩措施来引导分析师的执业行为，自觉遵守国家各项法律法规和信用评级行业自律规范，从源头上控制可能影响评级质量的风险因素。

此外，东方金诚始终将信用评级技术研发放在为投资人和发行人服务、打造公司核心竞争力的战略高度，持续、深入研究转型时期我国经济和信用环境，不断完善适合我国资本市场特点和信用环境的信用评级方法体系，为保障评级质量提供了技术支撑。