



东方金诚国际信用评估有限公司 2021 年证券市场评级结果分析报告

2022 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

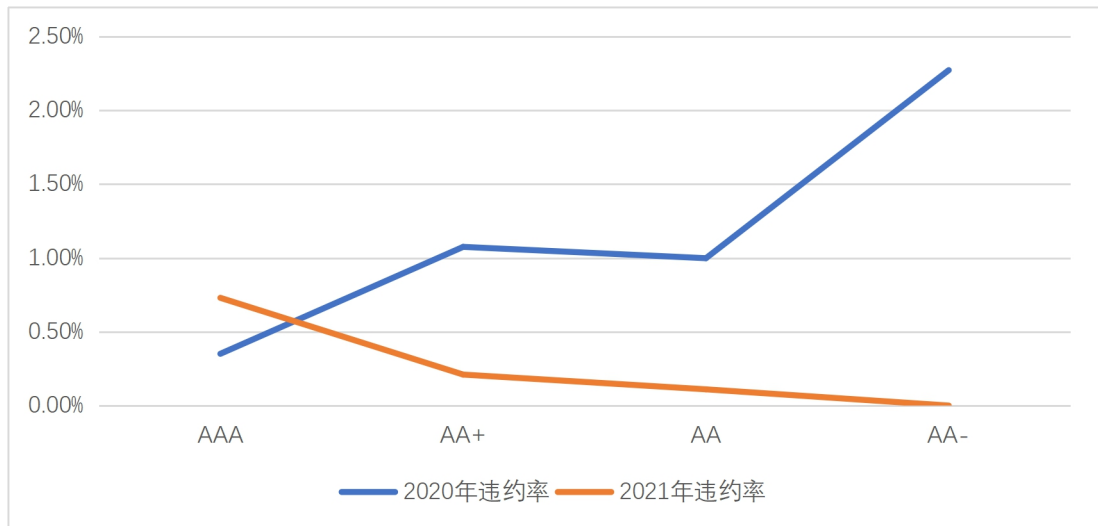
一、交易所市场债券的信用评级结果表现

（一）全市场信用评级对信用风险具有一定的区分度

我们从违约率和信用利差两个角度衡量交易所市场债券的信用评级表现。

从违约率¹来看，2021年交易所品种违约率为0.37%，高于整个债券市场的违约率水平0.09个百分点，较2020年交易所品种违约率减少0.75个百分点。分主体级别来看，主要信用评级与违约率之间出现倒挂。具体看，2021年主要信用等级AAA至AA-级的违约率分别是0.73%、0.21%、0.11%、0.00%，主要因为2021年新增违约主体中，高级别的企业违约数量及占比均有提升，集中在受经济周期影响比较大的航空、房地产以及综合类行业等周期性行业。

图1：交易所品种各主要等级违约率水平



数据来源：Wind，东方金诚整理

另外，我们对交易所市场2021年度发行的公司债进行统计，剔除有担保、浮动利率、可续期的公司债，对样本数量较多的3、5年期公司债分析，考察其债项级别与利差的关系。

结果表明，2021年一级市场和二级市场上公司债的债项信用等级

级对发行利差、交易利差均有较好的区分度。主要体现在以下方面：
一是新发公司债的债项初始信用等级与发行利差和交易利差的中位数均呈显著负相关，即随着债项级别的降低，相应的利差随之升高；
二是级差方面，3/5年期公司债的级差符合随着级别下降而升高的特征。不过，值得注意的是，在偏离度方面，5年期公司债利差的AAA级偏离度比AA+级更大，表明AAA对应级别的利差水平分化较大，即市场的认可度差异较大。

表 1：2021 年全市场所评公司债利差情况统计（3/5 年期）

全市场		发行利差						交易利差				
调整期限	债券评级	样本数	最小值	最大值	中位数	级差	偏离度	最小值	最大值	中位数	级差	偏离度
3 年	AAA	443	22.74	420.65	75.38	NA	0.52	22.16	424.52	77.42	NA	0.51
	AA+	160	66.33	474.07	134.49	84.90	0.53	66.37	472.51	134.08	84.34	0.53
	AA	11	104.49	558.20	271.66	124.50	0.57	106.45	559.32	277.21	126.59	0.56
5 年	AAA	155	46.20	158.99	83.68	NA	0.21	53.69	159.85	83.21	NA	0.21
	AA+	20	98.86	220.76	135.89	48.05	0.19	106.69	204.30	130.52	46.49	0.17

注：1、利差为债券的发行利率与当期同期限的银行间固定利率国债到期收益率之间的差；
2、如果债券存在选择权，期限为行使选择权之前的期限，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；
4、偏离度为标准差与平均值之比；
5、NA表示不适用；
6、本表仅列出发行期限为3、5年公开发行的一般公司债券，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对应的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，3、5年期各级别的发行利差、交易利差差异非常显著。

表 2：2021 年全市场所评公司债利差 Mann-Whitney U 检验结果

调整期限	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
3 年	发行利差	AAA	AA+	443	241.92	107170.00	160	468.35	74936.00	8824.00	0.000	拒绝
	交易利差			443	241.87	107148.00	160	468.49	74958.00	8802.00	0.000	拒绝
	发行利差	AA+	AA	160	83.29	13326.00	11	125.45	1380.00	446.00	0.006	拒绝
	交易利差			160	83.19	13311.00	11	126.82	1395.00	431.00	0.005	拒绝
5 年	发行利差	AAA	AA+	155	78.83	12219.00	20	159.05	3181.00	129.00	0.000	拒绝
	交易利差			155	78.741	12205.00	20	159.75	3195.00	115.00	0.000	拒绝

注：当 Sig<0.05 时，表示要拒绝原假设，反之则接受原假设。

资料来源：Wind，东方金诚整理

（二）信用等级稳定性边际减弱，级别调升率同比降低，级别调降率同比上升

2021 年交易所市场债券发行人主体信用等级发生变化的有 157 家，等级调整率为 9.36%，较上年提升 0.7 个百分点，稳定性有所降低。其中调升 14 家，调降 133 家，调升率和调降率分别为 0.91% 和 8.65%，调升率较 2020 年有所降低，调降率有所升高。

表 3：交易所市场债券发行人主体信用级别调整统计

项目	2020 年	2021 年
样本（个）	2437	1538
调升率（%）	5.33	0.91
调降率（%）	3.36	8.65

注：历史数据已追溯调整

数据来源：Wind，东方金诚整理

本文选取 2020 年 12 月 31 日至 2021 年 12 月 31 日期间存续的全市场公司债发行人作为基础样本。在此基础上，剔除 2020 年 12 月 31 日无主体级别以及在此时点之前违约的主体，构建 1 年期信用等

级迁移矩阵，总样本量为 1538 家。

统计 1 年期等级迁移情况可知（见附表 1），从迁移率看，AAA 级至 AA-级的迁移率分别为 7.26%、7.42%、10.53%和 40.00%，级别与迁移率之间的负相关关系成立。从迁移方向看，AA+至 AA-级的向上迁移率分别为 0.55%、2.63%、2.50%，由 AA 上调至 AA+的主体占比最多；AAA 级至 AA-级向下迁移率分别为 7.26%、6.87%、7.90%、37.50%，大体符合级别越低迁移率越高的特征。从迁移范围看，主要级别 AAA 至 AA-级迁移范围较广，涉及 AAA 级至 C 级。

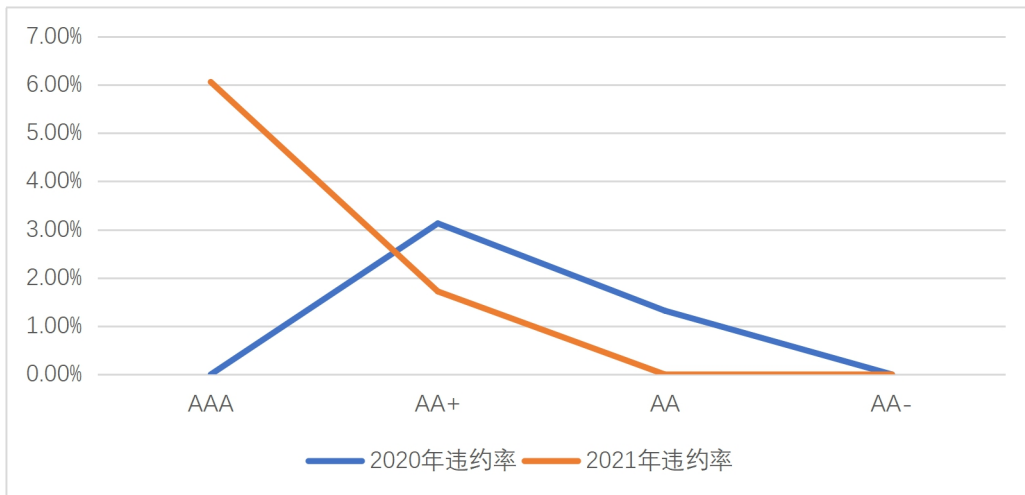
二、东方金诚在交易所市场的信用评级表现

（一）东方金诚所评级别对信用风险具有一定的区分度

我们从违约率和信用利差两个角度衡量东方金诚所评交易所市场债券的信用评级表现。

从违约率来看，东方金诚所评 2021 年交易所品种违约率为 1.26%，同比下行 0.12 个百分点。分主体级别来看，2021 年 AAA 至 AA-级主要信用等级的违约率依次为 6.06%、1.72%、0.00%和 0.00%。与全市场表现一致，东方金诚所评交易所市场债券发行人的信用评级与违约率之间出现了倒挂，主要是由于东方金诚评级的交易所市场债券发行主体分布不均衡，多集中在 AA 及以下群体。

图 2：东方金诚所评交易所市场债券违约率



数据来源：Wind，东方金诚整理

另外，我们对东方金诚发行日在 2021 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，2021 年一级市场和二级市场上东方金诚所评公司债的债项信用等级对发行利差、交易利差均有较好的区分度。主要体现在以下方面：一是新发公司债的债项初始信用等级与发行利差和交易利差的中位数均呈显著负相关，即随着债项级别的降低，相应的利差随之升高；二是级差方面，3 年期公司债的级差符合随着级别下降而升高的特征。此外，受样本量偏低影响，Mann-Whitney U 检验方法不适用。

表 4：2021 年东方金诚所评公司债利差情况统计（3/5 年期）

东方金诚 调整期限	债券评级	样本数	发行利差					交易利差				
			最小值	最大值	中位数	级差	偏离度	最小值	最大值	中位数	级差	偏离度
3 年公司债	AAA	25	45.70	393.14	80.97	NA	0.74	43.21	390.27	76.31	NA	0.74
	AA+	13	105.33	397.52	167.34	125.15	0.44	102.30	391.03	164.20	123.70	0.44
5 年公司债	AAA	6	69.62	124.16	103.50	NA	0.23	65.47	118.68	99.50	NA	0.24
	AA	2	461.01	475.30	468.00	NA	0.02	451.00	478.00	464.50	NA	0.04

资料来源：Wind，东方金诚整理

（二）东方金诚所评交易所债券级别稳定性有所提升

本文选取 2020 年 12 月 31 日至 2021 年 12 月 31 日期间存续的东方金诚评级的交易所市场债券发行人作为基础样本。在此基础上，剔除 2020 年 12 月 31 日无主体级别及在此时点之前违约的主体，构建 1 年期信用等级迁移矩阵，总样本量为 186 家。

统计东方金诚的 1 年期等级迁移情况（见附表 2），结果显示：

1. 2021 年东方金诚所评交易所市场债券发行人整体迁移率为 12.37%，较 2020 年有所上升；2. 从迁移方向看，上迁率为 1.08%，下迁率为 11.29%，下迁率超过上迁率；3. 分级别来看，AAA 至 AA- 级的迁移率分别为 18.18%、9.43%、9.09% 和 25.00%。4. 从迁移范围来看，主要等级 AAA 至 AA 级迁移范围较广，涉及 C 级至 AA+ 级。

整体来看，交易所市场债券的整体评级质量稳定性较 2020 年有所下降，准确性方面，受交易所市场扩容和信用风险向中高信用等级迁移等因素影响，主要信用评级与违约率之间出现倒挂，而东方金诚的整体评级质量与市场平均水平一致。

三、东方金诚评级方法体系

2021 年，东方金诚持续修订评级方法和模型，进一步完善评级技术规范，并根据五部门《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》的要求积极开展各行业“BCA+外部支持”评级方法论及主要评级模型的开发工作以进一步加强评级方法体系建设。

2021 年，公司对汽车零部件企业信用评级方法及模型、机场企业信用评级方法及模型、煤炭企业信用评级方法及模型进行了修订，

并于 2021 年 3 月对外发布。

2022 年，公司拟进一步加快评级方法体系建设，完善和修订各行业或产品的评级方法及模型。

四、东方金诚评级质量控制机制

2021 年，东方金诚顺应市场发展和监管要求对组织架构及部门设置进行了优化调整，合规审计部更名为内控合规部、设立评级质量控制部、审计工作从原合规审计部分离，独立设立审计部。公司增设评级质量控制部门作为评级质量控制二道防线部门，负责统筹公司评级质量控制工作；对监管或客户等外部反馈及内部检查中发现的评级质量问题开展专项检查或调查；检查和监督公司评级体系的建设和运行情况、评级质量控制机制及质量标准的执行情况；承担监管部门、行业自律组织、上级单位等要求的其他评级质量控制和风险管理工作等，加强了公司对评级技术标准的质量监督和质量标准的执行监督。

2021 年，公司继续执行《东方金诚评级质量控制制度》中的质量控制机制，采取评级流程涉及部门涉及岗位全员质量责任制，即按照“制度完备、流程控制、风险管理、过程留痕”的原则，明确界定评级总监、信评委主任、有关部门负责人、各岗位应承担的质量控制责任，积极落实评级作业流程各环节的质量控制措施和要求，以及相应的评价、奖惩和问责机制。

为进一步规范评级业务项目实施和管理，公司在 2021 年修订了修订了《东方金诚委托评级项目组管理制度》、《东方金诚委托评级项目作业管理流程》、《东方金诚复评制度》、《东方金诚跟踪评级制度》

《东方金诚评级尽职调查和客户意见反馈制度》和《东方金诚信用评级委员会制度》等制度来规范公司委托评级项目组的管理，更好地保障评级质量，防范评级业务风险。

同时，东方金诚修订了《东方金诚国际信用评级有限公司经营管理违规行为问责办法》（试行）（2021年4月版）、《东方金诚国际信用评级有限公司内部审计制度（2021年版）》、《东方金诚国际信用评级有限公司经济责任审计办法》等进一步强化公司全体的职业素质和职业道德教育，通过严格的内部管理和奖惩措施来引导与员工的执业行为，强化自觉遵守信用评级行业自律规范。

2022年，公司将在合规规范年专项活动的基础上切实巩固内控合规体系建设成果。第一，以落实五部委通知精神为导向开展评级服务质量提升年专项活动，重点加强评级方法模型建设，积极开展各行业“BCA+外部支持”评级方法论，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，提升评级的有效性及合理区分度，规范开展回溯检查等质量检查，持续提升评级质量；第二，加强对《证券市场资信评级业务管理办法》《证券资信评级机构执业行为准则》《证券市场资信评级机构评级业务实施细则（试行）》等监管规章制度、公司各项规章制度学习和贯彻落实，持续加强评级业务流程管理和质量控制。

附表 1：2021 年交易所市场发行人主体信用等级 1 年期迁移率（单位：%）

期初信用等级 (2020 年 12 月 31 日)		期末信用等级 (2021 年 12 月 31 日)																		
信用等级	存续评级数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
AAA	730	92.74%	2.19%	-	-	-	1.10%	0.68%	-	-	-	-	-	-	-	0.14%	-	-	-	3.15%
AA+	364	0.55%	92.58%	3.02%	-	-	0.82%	-	-	-	0.27%	-	0.55%	-	-	0.27%	-	-	-	1.92%
AA	380	-	2.63%	89.47%	3.68%	0.53%	0.53%	0.26%	-	-	-	-	1.05%	-	-	-	-	-	-	1.84%
AA-	40	-	-	2.50%	60.00%	7.50%	12.50%	5.00%	-	-	2.50%	-	-	-	2.50%	2.50%	-	-	-	5.00%
A+	7	-	-	14.29%	-	57.14%	-	-	14.29%	-	14.29%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A	2	-	-	-	-	-	50.00%	-	-	50.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB+	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB	1	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB-	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%
BB+	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB	4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-	-	-	-
BB-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-	-	-
B+	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-
B-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-
CCC	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-
CC	2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%
C	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%

数据来源：Wind，东方金诚整理

附表 2：2021 年东方金诚所评交易所发行人 1 年期等级迁移矩阵

期初信用等级		期末信用等级																		
(2020 年 12 月 31 日)		(2021 年 12 月 31 日)																		
信用等级	存续评级数量	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC	CC	C
AAA	55	81.82	5.45	-	-	-	1.82	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.91
AA+	53	-	90.57	5.66	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3.77
AA	66	-	3.03	90.91	-	1.52	-	-	-	-	-	-	3.03	-	-	-	-	-	-	-
AA-	8	-	-	-	75.00	12.50	-	12.50	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A+	1	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
A-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB+	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BBB-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB+	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
BB	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-	-	-	-
BB-	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-	-	-
B+	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
B	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00	-	-	-	-
B-	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CCC	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
CC	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
C	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

数据来源：Wind，东方金诚整理