

如何理解标普信评评级序列的前瞻性和稳定性？

2022 年 7 月 11 日

阅读须知

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）选取若干企业进行了案头分析，选取标准包括企业资产规模、对所在区域的代表性，以及相关公开信息的有无。本报告中的分析是根据标普信评的方法进行的。标普信评的方法和分析思路仅适用于中国，且有别于标普全球评级所采用的方法和思路。因此，标普信评的观点并不等同于也不应被不实地表述为标普全球评级的观点，或作为标普全球评级的观点而加以依赖。

本次案头分析仅使用公开信息，且根据标普信评非金融企业相关方法进行。在此次分析中，我们采用相关方法对公开信息进行分析，得出关于企业信用质量的初步观点。需要强调的是，在本报告中表达的观点仅基于公开信息，标普信评从未与其中的任何企业有过任何信用评级性质的往来。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不得理解为对任何企业最终信用级别的表示。本报告中表达的观点是我们通过此次分析得出的关于潜在信用质量的初步观点。本次案头研究工作不涉及任何跟踪活动。本报告中表达的观点不是，也不应被视为购买、持有或者出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。

此次案头分析的分析过程基于企业个体进行，分析结论的呈现则是按组别汇总进行。本报告各章节在呈现各组企业及整个市场相关统计数据和表现数据的时候，采用了我们按照标普信评相关方法一般认为最能说明相关情况的指标。

由于本次分析是根据公开信息所作的案头分析，我们并没有与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通。在缺乏相关信息的情况下，我们会进行一些假设；同时，我们也尝试考虑企业获得集团支持、政府支持或其他任何形式外部支持的可能性，从而得出潜在信用质量的观点。标普信评不为依赖本报告的任何内容所产生的任何损失负责。

为了让投资者对标普信评的评级体系有进一步的了解，我们特意选取了我司进行过案头分析的测试企业，特别是房地产行业的企业，进行了相关信用质量变动的分析，主要包括结果迁徙和违约率的统计。从分析结果来看，标普信评的评级序列具有区分度、前瞻性和稳定性。

本篇报告我们主要采用了三个样本池进行统计分析，其中信用质量迁徙部分我们以 2021 年年初至年末均有测试结果的房地产企业为分析对象，违约率部分我们分别以 2021 年全年和 2022 年 1-5 月份覆盖多个行业的产业类测试企业为分析对象，信用质量对比部分我们以近年来发生了违约或者信用风险事件的测试企业为分析对象。

分析师

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

钟晓玲

北京

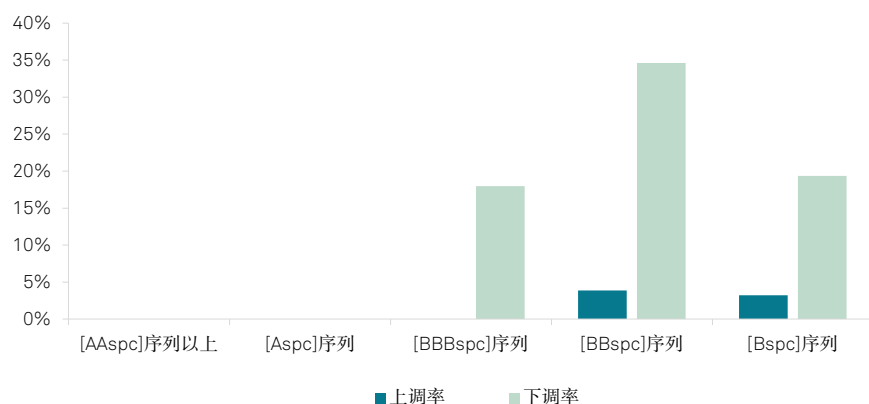
May.zhong@spgchinaratings.cn

潜在主体信用质量迁徙分析

下图展示了标普信评对于 100 余家房地产企业在 2021 年年初至 2021 年年末潜在主体信用质量变动的情况。从级别变动来看，理论上我们认为级别越高，评级的稳定性越强，但对于较低级别的企业，级别波动属于正常现象。即使房地产行业去年一整年受政策和市场环境的影响较大，下图中[A_{spc}]*序列及以上的测试企业的抗风险能力仍很强，因此级别依然很稳定。但由于房地产行业发生了超预期变化，很小部分[BBB_{spc}]序列的测试企业的信用质量出现了恶化。而[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列的测试企业的潜在主体信用质量变动相对较大。我们认为，由于自身的杠杆水平本就偏高，或是业务竞争实力偏弱，易受行业政策/周期性和外部融资环境变化的影响，低级别的企业信用质量波动是正常的，[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列的结果符合我们对这类企业信用质量变化的预期。根据我们案头分析的统计，去年房地产政策收紧之后，2021 年出现违约的房地产企业的潜在主体信用质量在年初也主要分布于[BB_{spc}]和[B_{spc}]这两个级别序列内，分别占 2021 年所有产业类测试样本违约总数的 40% 和 30%。

图1

2021年1月-12月房地产行业样本企业的潜在主体信用质量变动



资料来源：标普信评
 版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

违约率分析

从违约率来看，2021 年发生实质性违约的企业，标普信评得出的年初潜在主体信用质量全部分布在[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列。截至 2022 年 5 月末，我们案头分析的样本中，有 4 家（实际为 2 家境内外发债主体以及其位于香港的境外母公司）2022 年年初潜在主体信用质量为[BBB_{spc}]序列的企业受政策和市场环境的影响较大，发生了违约。但我们认为，一般情况下[BBB_{spc}]序列及以上的测试样本在经济和外部环境未发生极端变化的情况下，违约率会显著低于[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列。

*为区别于其他本土信用评级机构的信用等级和标普全球评级的信用等级，标普信评采用“spc”后缀来标识其等级符号。

表1

产业类测试企业违约率情况

年初潜在信用质量序列	2021 年违约企业数量	2021 年违约率	2022 年 1-5 月违约企业数量	截至 2022.5 月末违约率
[AAA _{spc}]	-	0.00%	-	0.00%
[AA _{spc}]序列	-	0.00%	-	0.00%
[A _{spc}]序列	-	0.00%	-	0.00%
[BBB _{spc}]序列	-	0.00%	4	1.37%
[BB _{spc}]序列	5	2.46%	1	0.36%
[B _{spc}]序列	4	3.57%	8	5.19%
[CCC _{spc}]	1	20.00%	1	16.67%
产业类测试企业样本量合计	963		1320	

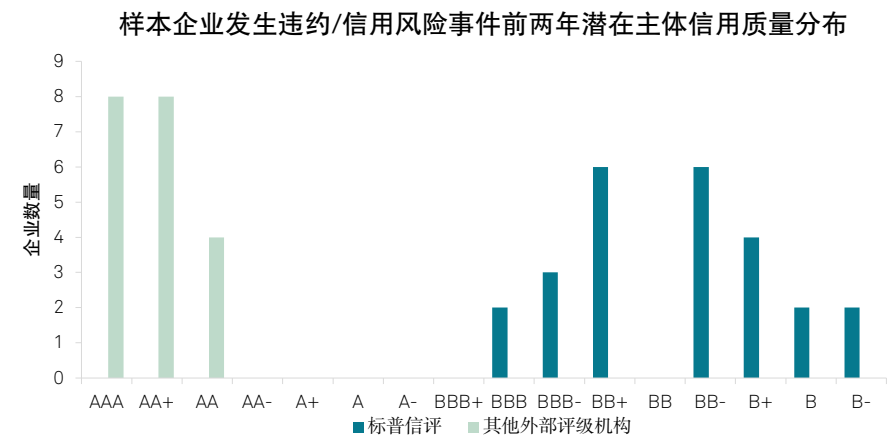
注：1、样本企业包括了产业类测试企业的多个行业，不仅包括房地产行业企业；2、2022 年 1-5 月违约样本里将香港上市公司和对应的内地主营实体按 2 家样本计算，共有 3 家这样的企业。

发生违约或信用风险事件企业的潜在主体信用质量对比分析

标普信评针对近两年发生实质性违约或展期等信用风险事件的近 40 家发行人进行了测试结果的历史回顾。样本企业主要分布于房地产、科技和电信、材料、综合性集团等行业。从发行人主体发生违约前半年的潜在主体信用质量分布来看，仍主要集中在[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列，[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列主体数量占到违约总样本量的 90%左右，这与我们的级别序列保持一致，即级别越低，违约的概率越高。

从违约前两年的潜在主体信用质量分布来看，大部分的违约主体在两年前已经在[BBB_{spc}]序列以下，这给投资人留出了充分的预警时间。

图2



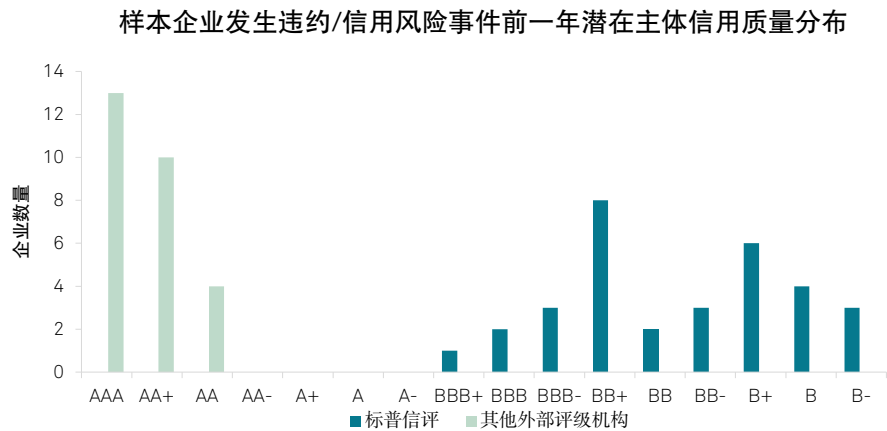
注：1.外部评级机构指以具有人行颁发的信用评级牌照，发行人付费模式的评级机构。2.如果一家主体有多家外部评级，级别以孰低原则为准。上述样本中有5家香港上市房地产企业没有其他外部评级机构的外部评级。3.标普信评的样本量共计25家。4.为便于读者理解，此处对标普信评测试企业的潜在主体信用质量和外部评级机构公开的主体信用评级结果使用统一符号显示。

资料来源：公开信息，标普信评整理

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从违约前一年的潜在主体信用质量分布来看，两年前原为[BB_{spc}]和[BBB_{spc}]序列中的部分发行人的测试结果有所下调，反映了标普信评对发行人信用质量恶化的预期。而新增测试样本企业绝大部分的潜在主体信用质量也分布在[BB_{spc}]和[B_{spc}]序列。[B_{spc}]序列的测试样本数量在样本总量中的占比也持续上升。

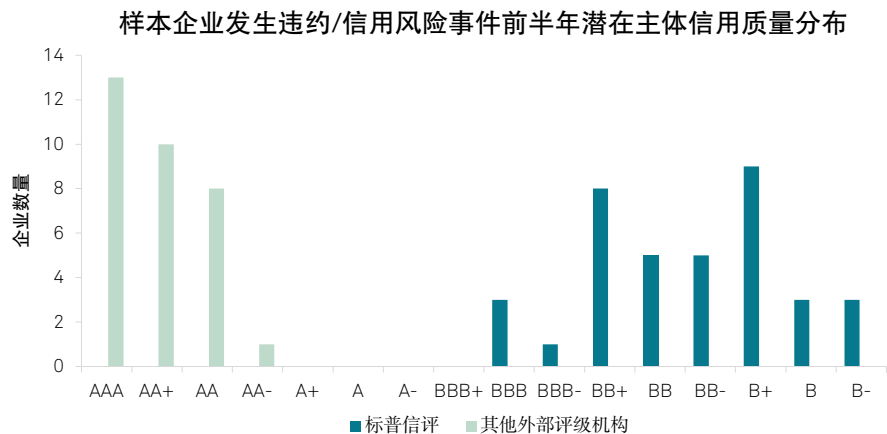
图3



注：1.外部评级机构指以具有人行颁发的信用评级牌照，发行人付费模式的评级机构。2.如果一家主体有多家外部评级，级别以孰低原则为准。上述样本中有5家香港上市房地产企业没有其他外部评级机构的外部评级。3.标普信评的样本量共计32家。4.为便于读者理解，此处对标普信评测试企业的潜在主体信用质量和外部评级机构公开的主体信用评级结果使用统一符号显示。
资料来源：公开信息，标普信评整理
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从违约前半年的潜在主体信用质量分布来看，一年前原为[BB_{spc}]和[BBB_{spc}]序列中发行人的测试结果进行下调的数量持续增多，反映标普信评针对发行人的信用质量恶化进行了及时的结果调整。

图4



注：1.外部评级机构指以具有人行颁发的信用评级牌照，发行人付费模式的评级机构。2.如果一家主体有多家外部评级，级别以孰低原则为准。上述样本中有5家香港上市房地产企业没有其他外部评级机构的外部评级。3.标普信评的样本量共计37家。4.为便于读者理解，此处对标普信评测试企业的潜在主体信用质量和外部评级机构公开的主体信用评级结果使用统一符号显示。
资料来源：公开信息，标普信评整理
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

附录1： 标普信评测试样本企业违约或展期等信用风险事件发生前的潜在主体信用质量变化

中文全称	行业	违约/信用风险事件发生前一个月潜在主体信用质量变动过程	违约/信用风险事件发生前半年潜在主体信用质量	违约/信用风险事件发生前一年潜在主体信用质量	违约/信用风险事件发生前两年潜在主体信用质量
公司 1	科技和电信	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]		
公司 2	房地产	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	
公司 3	科技和电信	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]		
公司 4	非必需消费品	[BB _{spc} +]	[BBB _{spc}]	[BBB _{spc} +]	
公司 5	材料	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	
公司 6	材料	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	
公司 7	材料	[BB _{spc}]	[BB _{spc}]		
公司 8	必需消费品	[B _{spc} -]	[B _{spc} -]	[B _{spc} -]	
公司 9	必需消费品	[B _{spc}] / [CCC _{spc}]	[B _{spc}]	[B _{spc}]	
公司 10	房地产开发	[BB _{spc}] / [B _{spc}] / [CCC _{spc}]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]
公司 11	房地产开发	[B _{spc} -]	[B _{spc} -]	[B _{spc} -]	[B _{spc} -]
公司 12	综合性集团	[BBB _{spc}]/ [BB _{spc} +]	[BBB _{spc}]		
公司 13	材料	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]		
公司 14	综合性集团	[BB _{spc} +] / [BB _{spc} -]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]
公司 15	房地产	[B _{spc}] / [CCC _{spc}]	[BB _{spc}]	[BB _{spc}]	[BB _{spc} +]
公司 16	综合性集团	[B _{spc}]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]
公司 17	房地产	[B _{spc} -] / [CCC _{spc}]	[B _{spc} -]	[B _{spc} -]	[B _{spc} -]
公司 18	工业	[B _{spc} +]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} -]
公司 19	房地产	[B _{spc} +] / [B _{spc} -]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]
公司 20	房地产	[BB _{spc} -] / [B _{spc}] / [CCC _{spc}]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]
公司 21	房地产	[BB _{spc} -] / [B _{spc} -]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} -]
公司 22	房地产	[B _{spc} -]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]
公司 23	房地产	[B _{spc} -]	[B _{spc} +]	[B _{spc}]	[B _{spc}]
公司 24	房地产	[B _{spc} -]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	[BB _{spc} +]
公司 25	房地产	[B _{spc} -]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} -]
公司 26	房地产	[B _{spc} +]	[BB _{spc} +]	[BB _{spc} +]	[BBB _{spc} -]
公司 27	房地产	[B _{spc} -]	[BB _{spc}]	[BB _{spc}]	[BB _{spc} -]
公司 28	房地产	[CCC _{spc}]	[BB _{spc}]	[BBB _{spc}]	[BBB _{spc}]
公司 29	房地产	[B _{spc} +] / [B _{spc} -]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]
公司 30	房地产	[BB _{spc} +] / [BB _{spc} -] / [B _{spc} -]	[BBB _{spc}]	[BBB _{spc}]	[BBB _{spc}]
公司 31	房地产	[BB _{spc}] / [B _{spc} +] / [CCC _{spc}]	[BBB _{spc} -]	[BBB _{spc} -]	[BBB _{spc} -]
公司 32	必需消费品	[B _{spc}]	[B _{spc}]	[B _{spc}]	

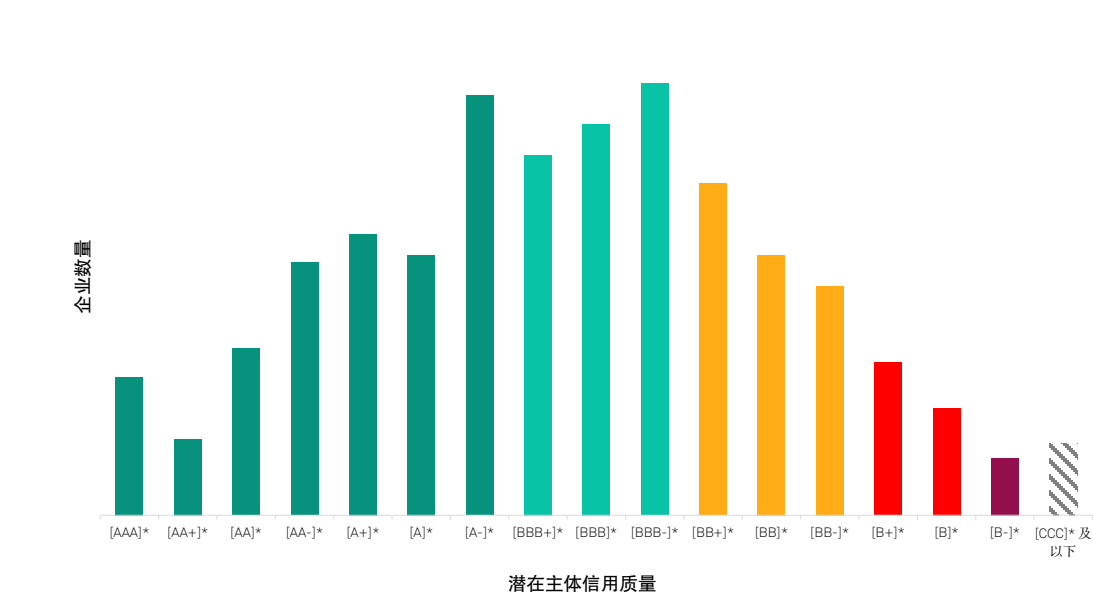
公司 33	房地产	[B _{spc}]	[B _{spc}]	[B _{spc}]	[B _{spc}]
公司 34	房地产	[CCC _{spc}]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} -]	[BB _{spc} -]
公司 35	房地产	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]	[B _{spc} +]
公司 36	房地产	[BB _{spc} +] / [B _{spc} -]	[BB _{spc} +]	[BBB _{spc} -]	[BB _{spc} -]
公司 37	房地产	[BB _{spc}] / [B _{spc}] / [B _{spc} -] / [CCC _{spc}]	[BB _{spc}]	[BBB _{spc} -]	[BBB _{spc} -]

注：上述企业中有 3 家公司的潜在主体信用质量参考了其香港上市公司的测试结果（我们认为两者的潜在主体信用质量一样）。

附录2： 标普信评潜在主体信用质量分布示意图

从我们案头分析测试结果来看，这些企业的潜在主体信用质量分布于[AAA_{spc}]至[B_{spc}]序列，[BBB_{spc}]序列为中位水平，且[AAA_{spc}]和[B_{spc}]序列的企业数量相对较少，我们认为这个分布具有良好的区分度。同时，基于上述级别变动和违约发生的样本企业分析结果，我们认为标普信评评定为[BBB_{spc}]序列以上的企业偿债能力相对良好，而[BB_{spc}]及以下序列企业的信用质量稳定性差，发生违约的概率相对较高。

约1700家样本企业潜在主体信用质量分布（包含约700家城投企业）



注：本报告中所呈现的潜在主体信用质量分布是我们根据公开信息，通过案头分析所得出对于信用质量的初步观点。标普信评未与任何企业进行访谈或其他任何形式的互动沟通，也未通过标普信评的信用评级流程例如信用评审委员会加以审核与处理本报告所呈现的潜在信用质量分布。本报告中表达的观点不可也不应被表述为信用评级，也不应被视为对任何企业最终评级结果的表示。BBB为中位水平。颜色含义如下：
深绿色（aaa至a序列）： 发行人偿债能力强，不需要持续关注；
浅绿色（bbb序列）： 发行人两年内偿债风险较小，市场和行业发生重大变化时才需关注；
黄色（bb序列）： 发行人信用质量稳定性较差，级别波动性较大，需持续关注；
红色（b+、b）： 发行人偿债能力非常弱、信用质量有硬伤；
紫色（b-）： 发行人信用风险非常高。
资料来源：标普信评
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2022 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。