

◆ 市场研究

2015年上半年公司债等级分布和利差分析

何金中/文

新世纪评级对公司债的利差分析选取同日、同期限的银行间固定利率国债收益率为基准利率计算利差。利差分析结果表明：公司债发行定价总体反映了债项信用等级差异，各评级机构的利差均与债项信用等级存在较好的对应关系。但由于样本量限制，公司债利差分析仍有待数据的进一步积累和分析。

一、债项等级为AAA级和AA级的公司债发行量较为集中

2015年上半年，公开市场一般公司债共发行44期，发行总规模为人民币507.74亿元，债项信用等级包括从AAA级至AA-级的4个信用等级（图表1）。从发行量看，AA级发行量最大，共19期，占比为43.18%；从发行规模看，AA+级发行规模最大，占总发行规模的48.45%。

图表1. 2015年上半年公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

| 债项信用等级 | 发行期数 | | 发行规模 | |
|--------|--------|---------|----------|---------|
| | 发行量（期） | 占比 | 发行规模（亿元） | 占比 |
| AAA | 6 | 13.64% | 111.79 | 22.02% |
| AA+ | 17 | 38.64% | 246.00 | 48.45% |
| AA | 19 | 43.18% | 137.95 | 27.17% |
| AA- | 2 | 4.54% | 12.00 | 2.36% |
| 合计 | 44 | 100.00% | 507.74 | 100.00% |

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、公司债的发行期限集中于5年期

从公司债的发行期限来看（图表2），共包括3年、5年和7年三种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行26期，占总发行量的59.09%。

图表 2.2015年上半年公司债发行期限的债项信用等级分布

| 债项信用等级 | 3年 | 5年 | 7年 | 合计 |
|--------|----|----|----|----|
| AAA | 2 | 4 | — | 6 |
| AA+ | 4 | 8 | 5 | 17 |
| AA | 5 | 14 | — | 19 |
| AA- | 2 | — | — | 2 |
| 合计 | 13 | 26 | 5 | 44 |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

三、公司债发行利率、利差与债项信用等级存在一定相关关系

由于公司债发行数量主要其中于5年期，新世纪评级选取所有5年期共26期公司债进行利差统计分析¹。统计结果表明（图表3），公司债的发行利率、发行利差与债项信用等级存在一定的相关关系：债项信用等级越高，发行利率均值及发行利差均值均越小，反之，债项信用等级越低，发行利率均值及发行利差均值均越高。

图表3. 2015年上半年5年期公司债各债项信用等级对应的发行利率和发行利差

| 债项信用等级 | 样本量 | 发行利率（%） | | 发行利差（BP） | |
|--------|-----|---------|------|----------|-------|
| | | 均值 | 标准差 | 均值 | 标准差 |
| AAA | 4 | 4.87 | 0.35 | 154.37 | 43.45 |
| AA+ | 8 | 5.29 | 0.84 | 203.95 | 82.54 |
| AA | 14 | 5.55 | 0.89 | 227.84 | 84.43 |

注：发行利差为公司债的发行利率减去起息日同期限的银行间固定利率国债到期收益率。

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

通过对各评级机构各债项信用等级5年期公司债发行利差均值的比较（图表4），由于样本数量原因，并不能得出明确的结论。

¹由于部分公司债截至2015年7月13日未上市且部分公司债缺乏上市首日交易数据，有效样本数量较小，故本利差分析未对交易利差进行统计分析。

图表4. 2015年上半年各评级机构各债项等级5年期公司债发行利差均值（单位：BP）

| 评级机构 | 新世纪 | 大公 | 联合信用 | 中诚信证券 | 鹏元 | 东方金诚 | 总样本 | |
|------|-----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 样本总量 | 2 | 2 | 9 | 10 | 2 | 1 | 44 | |
| AAA | 样本量 | — | — | 2 | 1 | 1 | — | 4 |
| | 均值 | — | — | 132.31 | 219.47 | 133.41 | — | 154.37 |
| | 标准差 | — | — | 3.44 | — | — | — | 43.45 |
| AA+ | 样本量 | 1 | 1 | 1 | 4 | 1 | — | 8 |
| | 均值 | 132.62 | 256.73 | 140.10 | 187.61 | 351.67 | — | 203.95 |
| | 标准差 | — | — | — | 65.44 | — | — | 82.54 |
| AA | 样本量 | 1 | 1 | 6 | 5 | — | 1 | 14 |
| | 均值 | 217.28 | 362.28 | 193.11 | 230.10 | — | 301.09 | 227.84 |
| | 标准差 | — | — | 62.12 | 103.15 | — | — | 84.43 |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

四、新世纪评级评定的公司债发行情况

2015年上半年，经新世纪评级评定的公司债发行2期（图表5），由于样本量极小，新世纪评级的公司债利差分析暂不具备统计分析条件。

图表5. 新世纪评级2015年上半年公司债发行概况

| 证券代码 | 证券简称 | 起息日期 | 发行信用等级 | 发行时主体评级 | 发行时票面利率(%) | 发行期限(年) | 起息日同期限国债收益率(%) | 利差(%) |
|-----------|--------|------------|--------|---------|------------|---------|----------------|-------|
| 122349.SH | 14中炬02 | 2015-01-26 | AA | AA | 5.50 | 5 | 3.33 | 2.17 |
| 122373.SH | 15舟港债 | 2015-05-22 | AA+ | AA+ | 4.48 | 5 | 3.15 | 1.33 |

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理