

## ◆ 市场研究

# 2015年第三季度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信用等级差异，各评级机构的利差均与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。

### 一、债项等级为AAA级和AA级的公司债发行量较为集中

受年初证监会发布的新公司债办法《公司债发行与交易管理办法》出台的影响，近期公司债的发行规模爆发式增长，2015年第三季度，公开市场一般公司债共发行118期，发行总规模为人民币2145.7亿元，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52期，占比为44.07%；从发行规模看，AAA级发行规模最大，占总发行规模的39.73%。

图表1. 2015年第三季度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	33	27.97%	852.5	39.73%
AA+	32	27.12%	621.5	28.96%
AA	52	44.07%	669.3	31.19%
AA-	1	0.85%	2.4	0.11%
合计	118	100.00%	2145.7	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2年、3年、4年、5年、6年、7年、8年和10年八种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行79期，占总发行量的66.95%。

图表 2.2015年第三季度公司债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	2年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	10年	合计
AAA	—	6	1	15	1	7	—	3	33
AA+	—	2	1	23	—	3	1	2	32
AA	—	8	1	41	2	—	—	—	52
AA-	1	—	—	—	—	—	—	—	1
合计	1	16	3	79	3	10	1	5	118

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 三、公司债发行利率、交易利率、利差与信用等级存在一定相关关系

由于2015年第三季度所发行公司债期限主要集中于5年期，新世纪评级选取所有5年期共79个样本为统计样本，进行公司债利差统计分析。

图表3. 2015年第三季度公司债各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）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	15	3.50~4.60	4.02	0.31	86.15	NR	32.17	0.37
AA+	23	3.53~6.05	4.72	0.69	154.15	68.00	70.51	0.46
AA	41	4.12~7.80	5.64	0.96	246.34	92.18	97.61	0.40

注：1. 发行利差为公司债的发行利率减去公司债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率，下同。

2. 偏离系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从图表3可以看出，公司债的发行利率、发行利差均与信用等级存在一定的相关关系：从发行利率看，债项信用等级越高，发行利率的均值越低；从发行利差看，随着信用等级的增高，发行利差的均值也越小。

图表4. 2015年第三季度5年期公司债各等级的首日交易利率和交易利差

债项信用等级	样本量	发行利率 (%)			发行利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	9	3.60~4.59	4.04	0.34	88.25	NR	33.61	0.38
AA+	14	3.72~6.04	4.79	0.69	162.07	73.82	69.13	0.43
AA	27	4.12~7.48	5.34	0.86	220.23	58.16	85.40	0.39

注：1.交易利差为公司债上市首日收益率减公司债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率，下同；

2.截至2015年10月12日，79个样本中仅50个已上市。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

从图表4可以看出，公司债的上市首日利率、交易利差也均与信用等级存在一定的相关关系：从上市首日利率看，债项信用等级越高，上市首日利率的均值越低；从交易利差看，随着信用等级的增高，交易利差的均值也越小。

通过对各评级机构各等级公司债发行利差均值的比较（图表5），除鹏元外，各评级机构的发行利差与信用等级总体上呈现一定关系，即信用等级越高，利差均值越小。

图表5.2015年第三季度各评级机构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		5	14	28	21	11	1	80
AAA	样本量	—	4	2	9	—	—	15
	均值	—	102.15	101.10	75.72	—	—	86.15
	标准差	—	33.79	8.07	32.70	—	—	32.17
AA+	样本量	3	3	8	6	4	—	24
	均值	127.66	172.80	152.72	126.89	220.52	—	156.94
	标准差	57.12	78.35	41.28	90.52	75.06	—	70.30
AA	样本量	2	7	18	6	7	1	41
	均值	283.61	259.20	254.27	254.15	214.85	112.47	246.34
	标准差	111.91	121.03	95.85	110.23	74.63	—	97.61

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表6.2015年第三季度各评级机构公司债交易利差均值（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		3	8	17	15	7	1	51
AAA	样本量	—	2	1	6	—	—	9
	均值	—	115.10	116.17	74.64	—	—	88.25
	标准差	—	26.55	—	31.62	—	—	33.61
AA+	样本量	1	2	6	3	3	—	15
	均值	82.37	198.94	150.88	165.19	202.61	—	165.93
	标准差	—	29.70	50.61	116.20	70.70	—	68.27
AA	样本量	2	4	10	6	4	1	27
	均值	280.59	189.82	230.87	236.48	197.33	108.71	220.23
	标准差	106.78	55.81	98.98	87.87	68.02	—	85.40

注：“15海亮01”同时由大公和鹏元提供评级服务，按2个样本处理；

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

通过对各评级机构各等级公司债交易利差均值的比较（图表6），除大公和鹏元外，各评级机构的交易利差与信用等级总体上呈现一定关系，即信用等级越高，利差均值越小。

#### 四、新世纪评级评定的公司债发行情况

2015年第三季度，经新世纪评级评定的公司债发行11期（图表7），占同期公开发行公司债总量的9.32%。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7. 新世纪评级2015年第三季度公司债发行概况

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(%)
122396.SH	15时代债	2015-7-10	AA	AA	6.75	5	3.12	3.63
122410.SH	15龙湖03	2015-7-27	AAA	AAA	4.20	7	3.41	0.79
122409.SH	15龙湖02	2015-7-27	AAA	AAA	3.93	5	3.16	0.77
122413.SH	15精工债	2015-7-29	AA	AA	5.20	5	3.16	2.04
122427.SH	15海正01	2015-8-13	AA+	AA+	3.97	5	3.26	0.71
122414.SH	15物美01	2015-8-13	AA	AA	4.70	3	2.94	1.76
122443.SH	15桂金债	2015-8-21	AA+	AA+	5.00	8	3.50	1.50
122447.SH	15物美02	2015-9-8	AA	AA	4.75	3	2.98	1.77
122457.SH	15新金债	2015-9-16	AA+	AA+	4.47	7	3.32	1.15
122480.SH	15南铝02	2015-9-25	AA+	AA+	4.40	5	3.12	1.28
122479.SH	15南铝01	2015-9-25	AA+	AA+	4.97	5	3.12	1.85

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理