

◆ 市场研究

2015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，2015年下半年公司债的发行规模爆发式增长，2015年全年，公开市场一般公司债共发行320期，发行总规模为人民币5250.99亿元，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147期，占比为45.94%；从发行规模看，AAA级发行规模最大，占总发行规模的41.19%。

图表1. 2015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	81	25.31%	2163.09	41.19%
AA+	88	27.50%	1478.70	28.16%
AA	147	45.94%	1590.80	30.30%
AA-	4	1.25%	18.40	0.35%
合计	320	100.00%	5250.99	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、10年和15年九种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行205期，占总发行量的64.06%。

图表 2. 2015年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	15年	合计
AAA	—	11	1	39	4	15	1	9	1	81
AA+	—	13	2	53	1	15	2	2	—	88
AA	2	21	2	113	2	7	—	—	—	147
AA-	1	3	—	—	—	—	—	—	—	4
合计	3	48	5	205	7	37	3	11	1	320

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205个样本为统计样本，进行公司债利差统计分析。

图表3. 2015年5年期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	39	3.40~5.38	3.98	0.41	94.58	NR	33.11	0.35
AA+	53	3.38~6.80	4.68	0.80	162.30	67.72	75.35	0.46
AA	113	3.93~7.80	5.60	1.03	258.64	96.34	104.01	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	33	3.50~4.90	4.00	0.37	102.02	NR	31.26	0.31
AA+	45	3.72~6.79	4.67	0.72	165.52	63.50	68.41	0.41
AA	91	3.93~7.48	5.54	0.90	254.85	89.33	93.34	0.37

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

2.截至2016年1月8日，205个样本中仅169个已上市，下文中交易利差统计按169个样本进行。

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），各评级机构的发行利差均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年各评级机构所评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	22	33	69	52	21	9	206
AAA	样本量	1	9	13	14	2	39
	均值	98.05	92.39	94.37	93.46	111.87	94.58
	标准差	—	25.71	21.17	47.55	30.46	33.11
AA+	样本量	9	6	12	20	7	54
	均值	120.55	170.04	155.82	147.80	270.25	163.39
	标准差	32.26	69.82	38.24	74.85	82.80	75.06
AA	样本量	12	18	44	18	12	113
	均值	217.29	298.16	269.01	246.40	222.69	258.64
	标准差	71.74	98.09	114.88	109.41	92.06	104.01

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

图表6.2015年各评级机构所评5年期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		19	28	55	47	16	5	170
AAA	样本量	1	8	8	14	2	—	33
	均值	113.08	103.23	109.99	93.24	121.24	—	102.02
	标准差	—	19.70	27.13	38.60	39.65	—	31.26
AA+	样本量	8	5	11	17	5	—	46
	均值	126.28	170.94	158.70	164.29	252.92	—	166.70
	标准差	36.45	48.47	41.98	74.97	88.64	—	68.12
AA	样本量	10	15	36	16	9	5	91
	均值	234.80	273.65	271.43	229.90	218.41	264.63	254.85
	标准差	70.79	76.25	111.55	83.57	62.31	105.59	93.34

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），各评级机构的交易利差均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，经新世纪评级评定的公司债发行31期（图表7），占同期公开发行公司债总量的9.69%。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. 2015年新世纪评级所评公司债发行概况

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	2015-1-26	AA	AA	5.50	5.00	3.33	1.67
122373.SH	15舟港债	2015-5-22	AA+	AA+	4.48	5.00	3.15	1.85
122396.SH	15时代债	2015-7-10	AA	AA	6.75	5.00	3.12	1.88
122410.SH	15龙湖03	2015-7-27	AAA	AAA	4.20	7.00	3.41	3.59
122413.SH	15精工债	2015-7-29	AA	AA	5.20	5.00	3.16	1.84
122414.SH	15物美01	2015-8-13	AA	AA	4.70	3.00	2.94	0.06
122427.SH	15海正01	2015-8-13	AA+	AA+	3.97	5.00	3.26	1.74
122443.SH	15桂金债	2015-8-21	AA+	AA+	5.00	8.00	3.50	4.50
122447.SH	15物美02	2015-9-8	AA	AA	4.75	3.00	2.98	0.02
122457.SH	15新金债	2015-9-16	AA+	AA+	4.47	7.00	3.32	3.68
122480.SH	15南铝02	2015-9-25	AA+	AA+	4.40	5.00	3.12	1.88
122479.SH	15南铝01	2015-9-25	AA+	AA+	4.97	5.00	3.12	1.88
122487.SH	15盈德债	2015-10-13	AA	AA	5.48	5.00	2.92	2.08
122486.SH	15旭辉01	2015-10-14	AA	AA	4.95	5.00	2.87	2.13
122485.SH	15厦住宅	2015-10-14	AA+	AA+	3.99	5.00	2.87	2.13
122491.SH	15藏城投	2015-10-15	AA	AA	5.00	7.00	3.11	3.89
136005.SH	15海投01	2015-10-27	AA+	AA+	3.80	5.00	2.81	2.19
136009.SH	15红星01	2015-10-28	AA	AA	4.37	5.00	2.82	2.18
136029.SH	15华宝债	2015-11-9	AAA	AAA	3.55	3.00	2.84	0.16
136032.SH	15红美01	2015-11-10	AA+	AA+	4.50	5.00	3.05	1.95
112291.SZ	15渝外贸	2015-11-11	AA	AA	5.40	5.00	3.02	1.98
136037.SH	15旭辉02	2015-11-11	AA	AA	5.96	5.00	3.02	1.98
136034.SH	15沪国资	2015-11-11	AAA	AAA	4.00	5.00	3.02	1.98
112302.SZ	15东网债	2015-12-9	AA+	A+	6.00	3.00	2.71	0.29
112304.SZ	15长影01	2015-12-11	AA	AA	4.18	5.00	2.82	2.18
112305.SZ	15长影02	2015-12-15	AA	AA	4.19	5.00	2.83	2.17
136098.SH	15义市01	2015-12-16	AA+	AA+	3.90	5.00	2.82	2.18
136095.SH	15锡交01	2015-12-16	AA+	AA+	3.88	5.00	2.82	2.18
136109.SH	15康达债	2015-12-18	AA	AA	5.50	7.00	2.95	4.05
136117.SH	15苏伟驰	2015-12-21	AA	AA	5.40	5.00	2.70	2.30
136104.SH	15市北债	2015-12-21	AA	AA	4.00	5.00	2.70	2.30

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理