

2017年第一季度公司债等级分布和利差分析

何金中 王衡 /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等级差异，各评级机构的利差均与债项等级存在较好的对应关系。

一、公司债发行概况

2017年第一季度，公开市场一般公司债共发行75期，发行总规模为人民币725.43亿元，债项信用等级包括从AAA级至AA级的3个信用等级（图表1）。从发行量看，AA级发行量最大，共28期，占比为37.33%；从发行规模看，AAA级发行规模最大，占总发行规模的47.39%。

图表1 2017年第一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	25	33.33%	343.8	47.39%
AA+	22	29.33%	225.1	31.03%
AA	28	37.33%	156.53	21.58%
合计	75	100.00%	725.43	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年和7年五种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行51期，占总发行量的68.00%。

图表2 2017年第一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	7年	合计
AAA	—	6	—	17	2	25
AA+	—	5	—	17	—	22
AA	1	9	1	17	—	28
合计	1	20	1	51	2	75

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 2017 年第一季度所发行公司债期限主要集中于 5 年期，截至 2017 年 4 月 7 日，51 个样本仅 38 个已上市，我们选取此 38 个样本进行利差统计分析。

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：债项等级越高，发行利率、发行利差均值越小。

图表 3 2017 年第一季度 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	变异系数
AAA	14	3.80~5.30	4.51	0.42	141.61	NR	39.12	0.28
AA+	14	4.38~6.80	5.51	0.71	243.80	102.18	70.20	0.29
AA	10	5.00~7.79	6.18	0.91	311.85	68.06	93.75	0.30

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. 变异系数=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 4 可以看出，公司债的上市首日利率、交易利差也均与债项等级存在一定的相关关系：债项等级越高，上市首日利率、交易利差均值越小。

图表 4 2017 年第一季度 5 年期公司债各等级的上市首日利率和交易利差

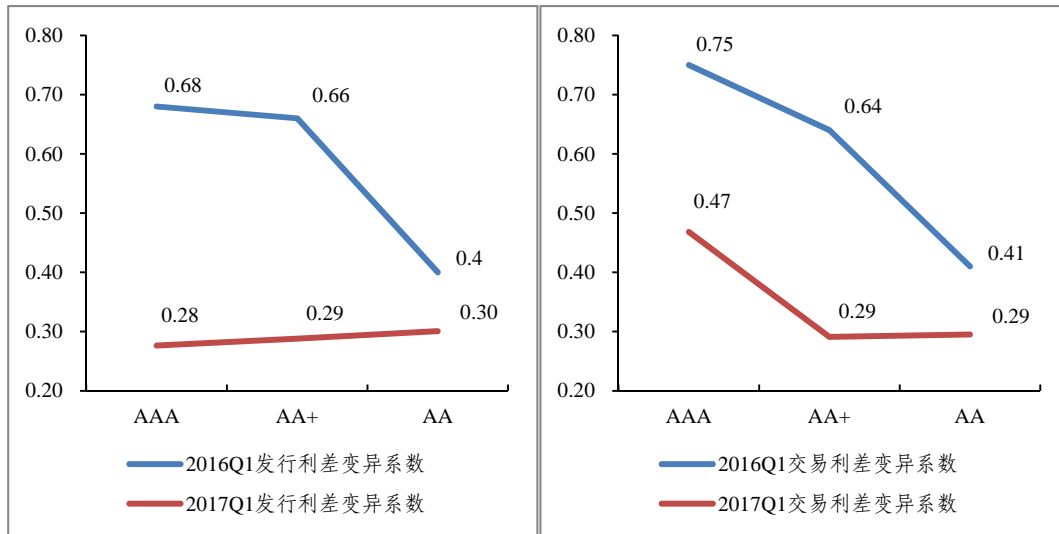
债项信用等级	样本量	上市首日利率 (%)			交易利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	14	3.80~6.75	4.62	0.71	152.02	NR	71.17	0.47
AA+	14	4.38~6.79	5.51	0.70	242.56	90.54	70.55	0.29
AA	10	5.00~7.48	6.18	0.91	310.13	67.56	91.47	0.29

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

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

与 2016 年第一季度相比，2017 年第一季度各债项等级发行利差、交易利差均值均同比上升，除 AAA 级交易利差标准差略升外，其他各债项等级发行利差、交易利差的标准差均同比下降，使得各债项等级变异系数同比下降。整体来看，2017 年第一季度评级机构给出的公司债债项级别与市场的认可度分歧有所减小（图表 5）。

图表 5 5 年期公司债发行利差、交易利差变异系数对比图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

为检验债项等级对 5 年期公司债利差影响的显著性，我们分别对债项等级为 AAA 级与 AA+级、AAA 级与 AA 级、AA+级与 AA 级 5 年期公司债间的发行利差、交易利差进行 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表 6）：在 5% 的显著性水平下，除 AA+级与 AA 级发行利差、交易利差无显著差异外，其他各债项等级对应 5 年期公司债的发行利差、交易利差的中心位置存在显著差异。

图表 6 2017 年第一季度 5 年期公司债债项等级对利差影响的 Mann-Whitney U 检验

	发行利差			交易利差			
	AAA	AA+	AA	AAA	AA+	AA	
AAA	—	0.000	0.000	AAA	—	0.001	0.000
AA+	0.000	—	0.079	AA+	0.001	—	0.053
AA	0.000	0.079	—	AA	0.000	0.053	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

对各评级机构各等级 5 年期公司债发行利差均值进行比较（图表 7），结果表明：各评级机构所评公司债债项等级越高，发行利差均值越小。

图表 7 2017 年第一季度各评级机构所评 5 年期公司债发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券	鹏元	总计	
样本总量	8	12	3	13	2	38	
AAA	样本量	4	2	3	5	—	14
	均值	118.71	179.89	134.76	148.74	—	141.61
	标准差	34.27	51.07	36.70	37.56	—	39.12
AA+	样本量	3	6	—	4	1	14
	均值	227.32	254.62	—	237.90	251.84	243.80

评级机构		新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券	鹏元	总计
	标准差	61.11	78.82	—	89.10	—	70.20
AA	样本量	1	4	—	4	1	10
	均值	255.37	345.80	—	249.53	481.85	311.85
	标准差	—	74.09	—	58.86	—	93.75

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 5 年期公司债交易利差均值进行；比较(图表 8)，结果表明：各评级机构所评公司债债项等级越高，交易利差均值越小。

图表 8 2017 年第一季度各评级机构所评 5 年期公司债交易利差均值（单位：BP）

评级机构		新世纪评级	联合信用	大公	中诚信证券	鹏元	总计
样本总量		8	12	3	13	2	38
AAA	样本量	4	2	3	5	—	14
	均值	113.94	258.31	138.82	147.88	—	152.02
	标准差	33.37	152.68	39.00	42.26	—	71.17
AA+	样本量	3	6	—	4	1	14
	均值	231.14	257.73	—	227.63	245.54	242.56
	标准差	60.45	79.76	—	87.40	—	70.55
AA	样本量	1	4	—	4	1	10
	均值	258.12	343.06	—	249.28	473.79	310.13
	标准差	—	70.52	—	62.59	—	91.47

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 7 和图表 8 的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但这并不能从根本上说明各等级的利差在机构间存在差异。由于统计区间内大部分机构所评各等级公司债样本数量相对较少，故暂不进行评级机构对公司债利差的显著性检验。