

2018年第一季度企业债利差分析

■ 文 / 杜永康

摘要

2018年第一季度企业债累计发行34期，同比增长54.55%；债项信用等级主要集中于AA+级；企业债的发行及交易定价较好地反映了信用等级的差异；新世纪评级在7年期AAA级企业债的利差上表现优异，AA级表现较优。

企业债利差统计分析

（一）企业债发行概况

2018年第一季度市场共发行一般企业债34期（不含项目收益债NPB），同比增长54.55%，债项信用等级包含AAA级、AA+级和AA级3个信用等级。从发行量来看，AA+级发行量为14期，占比为41.18%，发行数量居三个等级之首；AAA级和AA+级企业债的发行规模较大，合计占比79.25%（图表1）。

从企业债的发行期限来看，共包括5年、7年、10年和15年共四种不同期限类型，其中7年期发行数量最多，共28期，占总发行期数的82.35%（图表2）。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

由于企业债的期限分布主要集中于7年期，新世纪评级选取所有7年期共28期企业债为统计样本，进行利差的统计分析。

从图表3可以看出，2018年第一季度所发行的7年期各等级企业债的债项等级和发行利率、发行利差均值表现出较好的对应关系，即债项等级越高，发行利率、发行利差均值越低。

■ 图表1 2018年第一季度企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行量		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	11	32.35%	135.0	47.01%
AA+	14	41.18%	92.6	32.24%
AA	9	26.47%	59.6	20.75%
合计	34	100.00%	287.2	100.00%

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表2 2018年第一季度企业债发行期限的债项信用等级分布

债项信用等级	5年	7年	10年	15年	合计
AAA	1	8	2	—	11
AA+	—	11	1	2	14
AA	—	9	—	—	9
合计	1	28	3	2	34

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表3 2018年第一季度7年期企业债各债项等级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	8	5.64~7.50	6.62	0.69	281.15	NR	70.47	0.25
AA+	11	6.04~8.00	7.22	0.54	339.33	58.18	56.35	0.17
AA	9	6.50~8.30	7.52	0.63	365.45	26.12	64.90	0.18

注：发行利差为企业债的发行利率减去企业债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率。数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

从图表4可以看出，2018年第一季度所发行的7年期各等级企业债的上市首日利率、交易利差均值与债项等级的对应关系也与发行利率、发行利差一样，存在债项等级越高，上市首日利率、交易利差均值越低现象。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2017年第一季度相比，2018年第一季度，除AAA级发行利差和交易利差变异系数有所下降外，AA+级和AA级发行利差和交易利差变异系数均有所上升，表明利差样本的离散度有所上升，即市场对AA+级和AA级企业债信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所扩大（图表5）。

企业债利差的影响因素分析

为检验债项信用等级及评级机构是否对企业债利差有影响，我们采用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法检验影响因子的显著性。

（一）债项信用等级对企业债利差的影响

为检验7年期企业债的债项等级对利差影响是否显著，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级间7年期公司债的发行利差、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，仅有AAA级和AA级的发行利差、交易利差均存在显著差异，其他各信用等级间发行利差、交易利差均无显著差异。

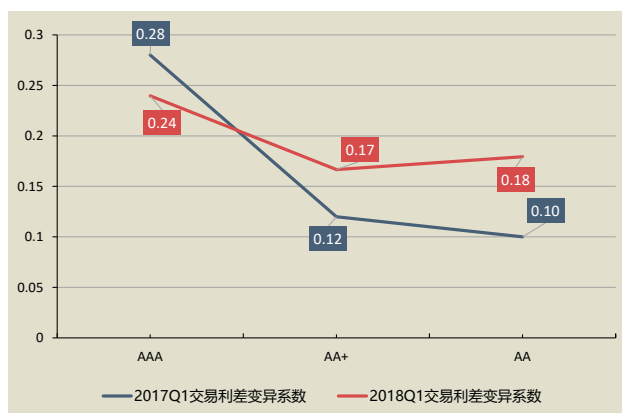
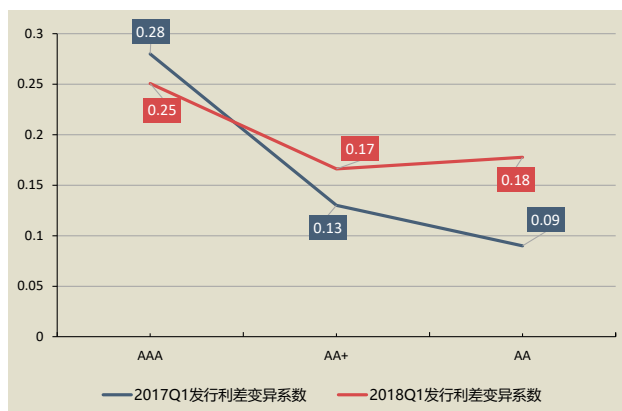
这表明，2018年第一季度，除信用等级外，影响利差的其他因素（如发行人特征、市场流动性、货币市场政策、经济波动等）对利差的影响较为显著，同时，样本量较少也是导致显著性检验未通过的一个重要原因。

■ 图表4 2018年第一季度7年期企业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	8	5.64~7.50	6.61	0.69	283.76	NR	67.98	0.24
AA+	11	6.04~8.00	7.23	0.55	340.70	56.94	56.74	0.17
AA	9	6.50~8.30	7.52	0.63	368.36	27.66	66.07	0.18

注：交易利差为企业债上市首日利率减企业债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

■ 图表5 7年期企业债发行利差、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

■ 图表6 2018年第一季度7年期企业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	—	0.063	0.034	AAA	—	0.058	0.027
AA+	0.063	—	0.382	AA+	0.058	—	0.382
AA	0.034	0.382	—	AA	0.027	0.382	—

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

(二) 信用评级机构对企业债利差的影响¹

以发行期限最为集中的为研究对象，对各评级机构各等级的利差均值进行比较。由于2018年第一季度各评级机构各等级7年期企业债的样本量均

较少，本期报告仅列示各评级机构分等级利差统计结果，不再进行具体分析与机构间利差显著性检验（图表7~8）。

■ 图表7 2018年第一季度各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	3	4	6	4	3	9	29	
AAA	样本量	1	1	2	2	1	1	8
	均值	183.00	293.00	293.09	334.50	299.00	219.00	281.15
	标准差	—	—	117.91	30.40	—	—	70.47
AA+	样本量	—	2	1	2	1	6	12
	均值	—	353.77	307.83	304.50	293.00	353.85	336.70
	标准差	—	64.97	—	115.25	—	39.99	54.49
AA	样本量	2	1	3	—	1	2	9
	均值	315.96	303.25	401.31	—	291.50	429.22	365.45
	标准差	79.20	—	9.59	—	—	31.81	64.90

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表8 2018年第一季度各评级机构7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	3	4	6	4	3	9	29	
AAA	样本量	1	1	2	2	1	1	8
	均值	189.95	291.44	295.17	334.49	305.93	223.45	283.76
	标准差	—	—	114.21	30.23	—	—	67.98
AA+	样本量	—	2	1	2	1	6	12
	均值	—	355.60	306.63	311.73	292.85	353.36	337.86
	标准差	—	69.26	—	119.16	—	39.56	54.99
AA	样本量	2	1	3	—	1	2	9
	均值	320.71	301.45	404.08	—	294.23	432.93	368.36
	标准差	83.17	—	11.68	—	—	32.47	66.07

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

¹ “18潜山债”同时由两家评级机构提供评级服务，故为两家机构的样本，最终总样本为29个。