

2018年第一季度公司债利差分析

■ 文 / 杜永康

摘要

2018年第一季度公司债共发行120期，同比增长60%；债项信用等级主要集中于AAA级；公司债发行及交易定价较好的反映了债项等级差异；各债项等级对应5年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在5年期AA级公司债的利差上表现优异，在债项AAA级和AA+级表现较优。

公司债利差统计分析

（一）公司债发行概况

2018年第一季度公开市场一般公司债共发行120期，同比增长60%；发行总规模为人民币1259.86亿元，同比增长73.67%；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，AAA级发行量最大，共73期，占比为60.83%；从发行规模看，AAA级发行规模亦是最大，占总发行规模的76.42%。

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、7年、8年、9年和10年共八种期限类型。其中，5年期公司债的发行量最大，共发行62期，占总发行量的51.67%；3年期公司债发行量位居第二，共发行40期，占总发行量的33.33%。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

考虑到分级别分机构后的样本量，本期报告仅研究5年期公司债利差与信用等级、利差与评级机构之间的关系。2018年第一季度5年期公司债共发行62期，剔除永续债样本以及截至2018年4月20日前未上市的10个样本，得到有效样本共52个。

从图表3可以看出，5年期公司债的发行利率、

■ 图表1 2018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	73	60.83%	962.82	76.42%
AA+	29	24.17%	215.29	17.09%
AA	18	15.00%	81.75	6.49%
合计	120	100.00%	1259.86	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	8年	9年	10年	总计
AAA	—	24	2	38	5	1	1	2	73
AA+	1	7	2	17	1	1	—	—	29
AA	1	9	1	7	—	—	—	—	18
合计	2	40	5	62	6	2	1	2	120

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表3 2018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	32	5.08-6.80	5.62	0.42	188.28	NR	39.35	0.21
AA+	14	5.58-9.50	6.64	1.05	288.90	100.62	105.52	0.37
AA	6	6.80-7.55	7.20	0.32	347.68	58.78	32.76	0.09

注：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；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

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。

从图表4可以看出，5年期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。

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AAA级公司债发行利差的变异系数小幅下降，而交易利差的变异系数大幅下降，表示市场对AAA级的整体认可程度在上升。

AA级发行利差和交易利差的变异系数均大幅下降，表明AA级利差样本的离散度较上年同期大幅下降，即市场对AA级公司债信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧大幅减小。

AA+级发行利差和交易利差的变异系数均较去年同期有所上升，表明市场对AA+级的判断与评级机构给出的级别分歧略有扩大（图表5）。

公司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公司债利差有影响，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）债项信用等级对公司债利差的影响

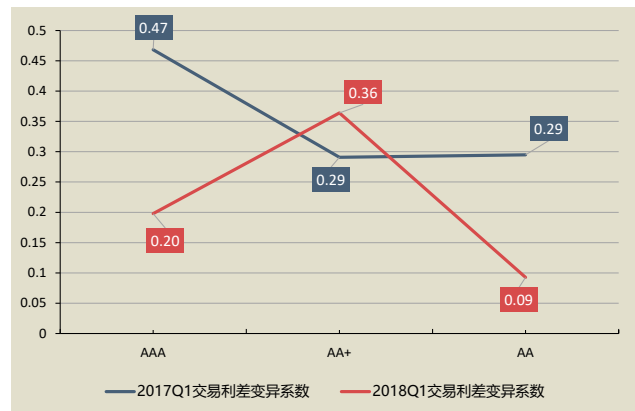
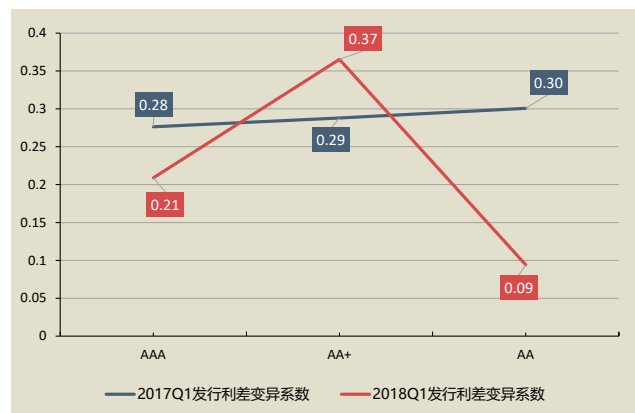
为检验债项等级对5年期公司债利差影响的显著性，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级5年期公司债间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表6）：在5%的显著性水平下，各债项等级对应5年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异。

■ 图表4 2018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	32	5.08~6.79	5.61	0.42	197.71	NR	39.11	0.20
AA+	14	5.57~9.49	6.63	1.05	295.65	97.93	107.64	0.36
AA	6	6.79~7.54	7.19	0.32	362.51	66.87	33.56	0.09

注：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；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

■ 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

■ 图表6 2018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	—	0.000
AA+	0.000	—	0.032	AA+	0.000	—
AA	0.000	0.032	—	AA	0.000	0.032

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

(二) 信用评级机构对公司债利差的影响¹

2018年第一季度，各评级机构在5年期公司债各个等级上的样本均较少，但整体上仍表现出债项等级越高、发行利差均值越小的特征（图表7）。交易利差整体特征亦然（图表8）。

对于评级机构对利差影响的显著性检验，受限于样本数量，本期报告仅对中诚信证券、联合信用和大公所评AAA级公司债利差使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验进行显著性检验。

检验结果显示：在5%的显著性水平下，中诚信证券与联合信用发行利差、交易利差不存在显著差异；大公发行利差、交易利差均显著高于中诚信证券和联合信用，具体来看，大公发行利差、交易利差分别比该等级均值高44.61BP、40.54BP。

■ 图表9 2018年第一季度评级机构对AAA级公司债发行利差、交易利差影响的Mann-Whitney U检验

发行利差	中诚信证券			联合信用		大公	
	中诚信证券	—	0.526	0.011			
联合信用	0.526	—	0.013				
大公	0.011	0.013	—				
交易利差	中诚信证券			联合信用		大公	
	中诚信证券	—	0.616	0.018			
	联合信用	0.616	—	0.025			
	大公	0.018	0.025	—			

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

■ 图表7 2018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	中诚信证券	联合信用	大公	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	10	19	14	8	1	1	53	
AAA	样本量	4	13	9	6	—	1	33
	均值	184.72	180.57	172.37	231.21	—	132.90	186.60
	标准差	54.70	26.67	25.20	47.44	—	—	39.91
AA+	样本量	4	5	2	2	1	—	14
	均值	251.91	240.326	288.84	503.03	251.52	—	288.90
	标准差	36.16	40.79	111.96	106.07	—	—	105.52
AA	样本量	2	1	3	—	—	—	6
	均值	314.71	327.31	376.45	—	—	—	347.68
	标准差	1.36	—	12.11	—	—	—	32.76

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所评5年期公司债交易利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信证券	联合信用	大公	东方金诚	鹏元	总计	
样本总量	10	19	14	8	1	1	53	
AAA	样本量	4	13	9	6	—	1	33
	均值	191.63	186.01	191.26	236.79	—	149.56	196.25
	标准差	59.46	29.29	27.07	42.88	—	—	39.40
AA+	样本量	4	5	2	2	1	—	14
	均值	257.55	246.89	299.59	512.88	249.46	—	295.65
	标准差	38.95	44.53	112.59	105.88	—	—	107.64
AA	样本量	2	1	3	—	—	—	6
	均值	328.40	343.14	391.71	—	—	—	362.51
	标准差	2.27	—	13.51	—	—	—	33.56

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

¹ “18国际P1”同时由两家评级机构提供评级服务，分别为两家评级机构的样本，故总样本为53。