

2019年上半年度中期票据利差分析

■ 文 / 周美玲

摘要 >>>

2019年上半年度中期票据共发行794期，同比增长31.24%；中期票据的发行及交易定价较好地反映了信用等级差异；中期票据各主体等级对应的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在3年期AAA级、5年期AAA级和AA+级中期票据利差上表现优异，3年期AA+级和AA级、5年期AA+级中期票据利差上表现较优。

评级机构间显著性检验结果出现分化，在5%的显著性水平下，3年期AA+级中期票据，大公的发行利差、交易利差显著高于新世纪、中诚信国际和联合资信；3年期AA级中期票据，东方金诚的发行利差、交易利差显著高于新世纪、中诚信国际和大公；5年期AAA级中期票据，东方金诚的发行利差、交易利差显著高于其他所有评级机构。

一、中期票据利差统计分析

（一）中期票据发行概况

2019年上半年度共有543家企业累计公开发发行794期中期票据，同比增长31.24%；发行总规模达到人民币9866亿元，同比增长32.79%。主体等级包括从AAA级至AA级的3个信用等级。

从发行期数看（图表1），中期票据AAA级、AA+级和AA级占比分别为46.22%、29.97%和23.80%；从发行规模看，AAA级的发行规模最大，占比达70.61%。

图表1-2019年上半年度中期票据发行量及发行规模的主体信用等级分布

主体信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	367	46.22%	6966.4	70.61%
AA+	238	29.97%	1911.6	19.38%
AA	189	23.80%	988.1	10.02%
合计	794	100.00%	9866.1	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

中期票据的发行期限¹主要包括2年、3年和5年三种期限类型。其中，3年期中期票据的发行量最大，共发行539期，占总发行量的67.80%；其次为5年期，共发行205期，占比为25.79%。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

新世纪评级选取期限为3年和5年的共631期²（3年期440期，5年期191期）中期票据作为研究样本，分期限进行利差统计分析，统计结果见图表2、图表3。从图表2可以看出，中期票据的发行及交易定价较好地反映了信用等级的差异：高信用等级中期票据的

图表2-2019年上半年度中期票据各期限、各等级对应的发行利率和发行利差统计

期限	主体信用等级	样本数	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
3年	AAA	196	3.38-7.2	4.07	0.68	120.84	NR	69.31	0.57
	AA+	114	3.91-7.5	4.95	0.97	208.12	87.29	95.70	0.46
	AA	130	4.28-8	6.02	0.98	315.78	107.66	97.17	0.31
5年	AAA	97	3.66-5.5	4.26	0.34	121.60	NR	31.73	0.26
	AA+	85	4.13-6.1	4.87	0.38	181.60	60.00	34.92	0.19
	AA	9	5.09-8	6.30	1.09	327.52	145.92	111.61	0.34

注：发行利差为中期票据的发行利率减去与中期票据起息日、同期限的中债国债到期收益率；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。

¹对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

²本统计剔除有担保票据、浮动利率中期票据、含有提前还款条款中期票据、含有调整票面利率条款但不含选择权的累进利率中期票据以及永续中期票据；对于存在选择权的中期票据，期限为选择权之前的期限。

发行利率均值均低于同期限低信用等级的发行利率均值，即主体等级越高，发行利差均值越小。从图3可以看出，交易利差的特征与发行利差类似。

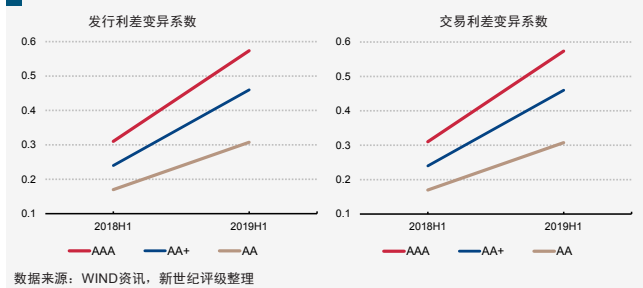
图3-2019年上半年度中期票据各期限、各等级对应的上市首日利率和交易利差统计

期限	主体信用等级	样本数	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
3年	AAA	196	3.38-7.2	4.08	0.68	120.95	NR	69.10	0.57
	AA+	114	3.91-7.5	4.94	0.97	208.04	87.09	95.58	0.46
	AA	130	4.28-8.0	6.02	0.98	315.53	107.49	96.86	0.31
5年	AAA	97	3.66-5.5	4.26	0.34	121.14	NR	31.99	0.26
	AA+	85	4.13-6.1	4.87	0.38	181.09	59.95	34.83	0.19
	AA	9	5.09-8.0	6.30	1.09	326.45	145.36	112.20	0.34

注：交易利差为中期票据的上市首日利率减去与中期票据上市日、同期限的中债国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

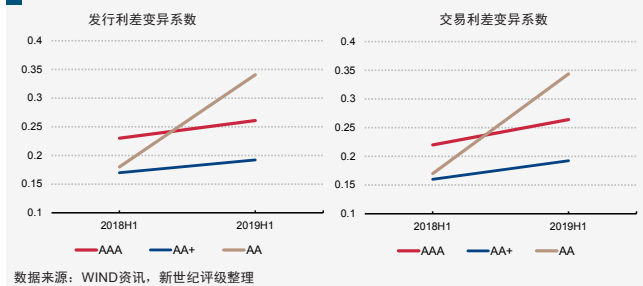
变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与上年同期相比，2019年上半年度3年期中期票据各级别发行利差和交易利差的变异系数均大幅上升，表明利差样本的离散度较上年同期大幅上升（图4）。

图4-3年期中期票据利差变异系数趋势图



与上年同期相比，2019年上半年度5年期AAA级和AA+级中期票据发行利差和交易利差的变异系数的上升幅度较为平缓，而5年期AA级的利差变异系数大幅上升，与3年期的利差变异系数表现一致，表明5年期AA级中期票据样本离散程度显著扩大（图5）。

图5-5年期中期票据利差变异系数趋势图



二、中期票据利差的影响因素分析

为检验主体信用等级及评级机构是否对中期票据利差有影响，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）主体信用等级对中期票据利差的影响

为检验主体等级对3年期中期票据利差影响的显著性，我们分别对主体等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级3年期中期票据间的发行利差、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6~7）：在5%的显著性水平下，全市场各主体等级对应3年期中期票据的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪所评主体等级对应3年期中期票据的发行利差、交易利差亦存在显著差异，与全市场一致。

图6-2019年上半年度主体等级对3年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
交易利差	0.000	0.000	0.000

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图7-2019年上半年度新世纪所评主体等级对3年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
交易利差	0.000	0.000	0.000

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

5年期中期票据利差检验结果同样显示（图8~9）：在5%的显著性水平下，全市场及新世纪所评各主体等级对应5年期中期票据的发行利差、交易利差均存在显著差异。

图8-2019年上半年度主体等级对5年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.000
交易利差	0.000	0.000	0.000

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图9-2019年上半年度新世纪所评主体等级对5年期中票利差影响的Mann-Whitney U检验结果

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.031	0.023
交易利差	0.000	0.031	0.023

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（二）信用评级机构对中期票据利差的影响

以发行期限较为集中的3年期（442期）和5年期（196期）³中期票据为研究对象，分别对各评级机构各等级的利差均值进行比较，结果如下（图表10~13）：

3年期中期票据，除大公由于样本较少导致AA+级与AA级发行利差、交易利差存在倒挂外，其余各评级机构的发行利差、交易利差均与信用等级存在较好的对应关系：主体等级越高，发行利差、交易利差越小。

5年期中期票据，各评级机构的发行利差、交易利差均与信用等级存在较好的对应关系：主体等级越高，发行利差、交易利差越小。

图表10~13显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，通过Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，发现在某些级别上，机构间确实存在显著性差异。

在5%的显著性水平下，3年期AA+级中期票据，大公的发行利差、交易利差显著高于新世纪、中诚信国际和联合资信。3年期AA级中期票据，东方金诚的发行利差、交易利差显著高于新世纪、中诚信国际和大公，联合资信显著高于中诚信国际。

在5%的显著性水平下，5年期AAA级中期票据，东方金诚的发行利差、交易利差显著高于其他所有评级机构。5年期AA+级中期票据上，联合资信显著高于中诚信国际。

图表10-2019年上半年度各评级机构3年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计
样本总量	87	184	114	22	35	442
AAA						
样本量	25	105	58	3	5	196
均值	101.28	122.50	126.98	139.33	101.40	120.84
标准差	39.27	79.15	62.98	50.97	22.54	69.31
样本量	30	40	22	13	10	115
AA+						
均值	209.74	184.70	193.14	283.73	245.49	209.33
标准差	99.83	85.02	60.12	122.15	112.10	96.15
样本量	32	39	34	6	20	131
AA						
均值	315.19	272.50	334.00	264.02	379.29	314.81
标准差	96.48	74.17	105.21	85.23	90.03	97.44

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表11-2019年上半年度各评级机构3年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计
样本总量	87	184	114	22	35	442
AAA						
样本量	25	105	58	3	5	196
均值	100.90	122.44	127.73	141.04	99.21	120.95
标准差	38.76	78.85	62.85	48.87	21.32	69.10
样本量	30	40	22	13	10	115
AA+						
均值	209.65	184.51	192.85	283.32	246.74	209.25
标准差	99.29	85.05	60.94	121.42	111.85	96.03
样本量	32	39	34	6	20	131
AA						
均值	314.99	272.46	333.55	264.73	378.61	314.56
标准差	96.16	73.80	104.86	86.71	90.03	97.13

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表12-2019年上半年度各评级机构5年期中期票据发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计
样本总量	31	79	62	9	15	196
AAA						
样本量	10	44	38	2	8	102
均值	118.96	120.40	117.89	112.22	156.09	121.96
标准差	25.24	28.19	30.83	11.62	41.71	31.10
样本量	19	31	23	7	5	85
AA+						
均值	176.19	175.58	195.01	182.64	176.36	181.60
标准差	26.04	33.55	39.82	31.64	48.98	34.92
样本量	2	4	1	—	2	9
AA						
均值	373.44	315.42	385.63	—	276.78	327.52
标准差	193.05	107.11	—	—	121.00	111.61

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表13-2019年上半年度各评级机构5年期中期票据交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚	总计
样本总量	31	79	62	9	15	196
AAA						
样本量	10	44	38	2	8	102
均值	118.34	119.34	118.27	107.65	155.94	121.49
标准差	26.58	28.49	31.00	10.77	41.52	31.40
样本量	19	31	23	7	5	85
AA+						
均值	175.12	175.48	194.27	181.10	177.94	181.09
标准差	25.58	33.01	40.52	31.64	49.02	34.83
样本量	2	4	1	—	2	9
AA						
均值	375.24	314.90	383.05	—	272.47	326.45
标准差	191.87	106.80	—	—	123.93	112.20

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

³由于存在2个3年期样本、5个5年期样本同时由2家评级机构提供评级服务，故3年期、5年期机构统计的样本分别是442期、196期。