

2019年上半年公司债利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶▶

2019年上半年公司债共发行379期，同比增长21.47%；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3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3年期债项AAA级和AA+级公司债的利差上表现优异。

一、公司债利差统计分析

（一）公司债发行概况

2019年上半年公开市场一般公司债共发行379期，同比增长21.47%；发行总规模为人民币4738.84亿元，同比增长32.58%；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272期，占比为71.77%；从发行规模看，AAA级发行规模亦是最大，占总发行规模的83.15%。

图表1·2019年上半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	272	71.77%	3940.11	83.15%
AA+	88	23.22%	686.93	14.50%
AA	19	5.01%	111.80	2.36%
合计	379	100.00%	4738.84	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

从公司债的发行期限¹来看，共包括1年、2年、3年、5年、10年和15年共六种期限类型。其中，3年期公司债的发行量最大，共发行245期，占总发行量的64.64%。

¹对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

本期报告选取样本数量最多的3年期公司债分析利率与信用等级、利差与评级机构之间的关系。2019年上半年3年期公司债共发行245期，剔除永续债样本，得到有效样本共211个。

从图表2可以看出，3年期公司债的发行利率、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显示上市首日利率和交易利差亦然。

图表2·2019年上半年3年期公司债各等级对应的发行利率和发行利差

债项等级	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	147	3.45-7.00	4.13	0.64	125.28	NR	64.08	0.51
AA+	53	4.00-7.80	5.38	1.21	249.41	124.13	120.99	0.49
AA	11	5.00-7.80	6.65	1.00	375.32	125.91	113.01	0.30

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

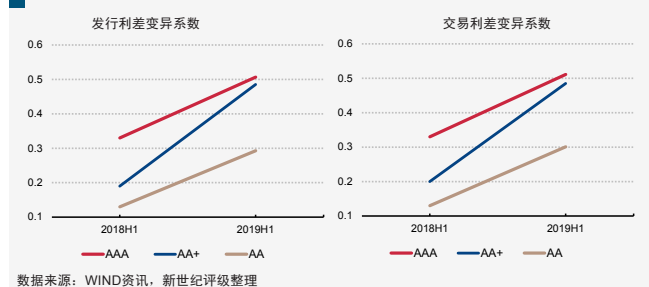
图表3·2019年上半年3年期公司债各等级的上市首日利率和交易利差

债项等级	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	147	3.45-6.99	4.13	0.64	124.00	NR	62.83	0.51
AA+	53	4.00-7.79	5.37	1.21	247.66	123.66	120.15	0.49
AA	11	4.99-7.79	6.64	1.00	374.58	126.91	109.66	0.29

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。

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年上半年公司债各等级样本利差离散程度均有所扩大。（图表4）。

图表4-3年期公司债利差变异系数趋势图



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

二、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3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3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5）：在5%的显著性水平下，全市场各债项等级对应3年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异。

图表5-2019年上半年3年期公司债债项等级对利差影响的Mann-Whitney U检验

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.002
交易利差	0.000	0.000	0.002

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²

2019年上半年，各评级机构在3年期公司债整体上表现出债项等级越高、发行利差均值越小的特征（图表6），交易利差整体特征亦然（图表7）。

图表6~7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可知，在5%的显著性水平下，在AAA级和AA+级上各机构间的发行利差、交易利差均无显著差异，而在AA级上由于样本太少，未进行检验。

图表6-2019年上半年各评级机构所评3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	中证鹏元	总计
样本总量	27	99	67	5	12	4	214
AAA							
样本量	16	76	49	3	3	3	150
均值	109.80	128.87	128.58	224.37	127.68	151.60	129.08
标准差	25.21	67.06	79.30	158.01	31.65	71.06	70.73
AA+							
样本量	9	20	16	1	6	1	53
均值	216.41	215.24	260.91	477.70	323.69	371.70	249.41
标准差	105.43	96.80	123.68	—	160.86	—	120.99
AA							
样本量	2	3	2	1	3	—	11
均值	353.88	387.66	394.46	467.26	333.86	—	375.32
标准差	216.18	63.64	139.14	—	137.49	—	113.01

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7-2019年上半年各评级机构所评3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	中证鹏元	总计
样本总量	27	99	67	5	12	4	214
AAA							
样本量	16	76	49	3	3	3	150
均值	106.96	127.67	128.11	220.68	121.21	154.29	127.87
标准差	21.85	66.07	78.19	162.83	29.18	68.27	69.86
AA+							
样本量	9	20	16	1	6	1	53
均值	213.44	217.15	256.14	476.87	318.30	377.32	247.66
标准差	104.81	97.27	122.85	—	159.45	160.86	120.15
AA							
样本量	2	3	2	1	3	—	11
均值	354.70	393.30	385.79	471.14	329.44	—	374.58
标准差	220.41	63.94	112.32	—	122.64	—	109.66

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

²由于存在有1个样本均同时由两家评级机构提供评级服务，1个样本同时由三家评级机构提供评级服务，故分机构统计的样本总量是214，下同。