

2018 年三季度公司债利差分析报告

——AAA 级一般公司债发行利差环比有所收窄

2018 年 10 月 29 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2018 年三季度公司债利差分析报告

——AAA 级一般公司债发行利差环比有所收窄

联合资信 联合评级 研究部 李天娇 罗润方

概要

2018 年三季度，央行实施中性偏松的货币政策，市场资金面整体处于中性偏松的状态，利率水平较为平稳、略有回落，市场流动性整体处于合理充裕状态；但是，三季度负面评级行动和违约事件明显增加，债券市场投资者对较低等级公司债风险的态度更趋谨慎。

在此背景下，一般公司债发行期数和发行规模呈现向 AAA 级集中的趋势。在发行利率方面，AAA 级一般公司债平均发行利率下行，AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债平均发行利率上行；在发行利差方面，AAA 级一般公司债平均发行利差环比有所收窄，AA 级和 AA+级 3 年期一般公司债平均发行利差环比均有所扩大；一般公司债平均发行利差同比明显扩大；在发行级差方面，AA+级一般公司债级差大于 AA 级一般公司债级差。在 95%的置信水平下，3 年期公司债的利差差异均显著，表明信用等级对 3 年期一般公司债风险定价具有较好的区分度。

展望四季度，我国积极财政政策将更加积极，同时继续通过稳健中性的货币政策维持流动性的合理充裕，高等级公司债的发行利率有望进一步下行，发行利差有所收窄，但受投资者风险偏好谨慎态度影响，幅度有限；此外，在违约多发的背景下，较低等级公司债的发行利率或将持续走高，发行利差有所扩大，公司债的发行期数和规模进一步呈现向 AAA 级集中的趋势。

一、发行概况

公司债发行期数、发行家数和发行规模环比均明显增加

2018 年三季度（以下简称“本季度”），我国交易所市场共有 302 家发行人发行公司债（包括一般公司债和私募债）407 期，募集资金 4650.19 亿元¹。与上一季度相比，发行期数、发行家数和发行规模均明显增加，主要是因为三

¹ 按起息日统计，以下同。

季度以来央行实行中性偏宽松的货币政策，对部分银行下调存款准备金、额外给以中期借贷便利（MLF）资金用于支持贷款投放和信用债投资，将中低评级信用债务纳入 MLF 合格质押品等，使得流动性较上季度较为充裕，发行成本整体有所下降所致；与去年同期相比，发行期数和发行家数均略有减少，发行规模略有增加，可能是因为今年初以来民营企业债券违约事件频发，投资者对民营企业主体的公司债风险溢价要求提高，发行成本增加，导致民营企业性质的公司债发行人数量及发行期数较上年同期减少所致，而在 AAA 级公司债的发行成本同比减少的背景下，AAA 级债券发行规模的明显增长，推动公司债整体发行规模较上年同期增加。

一般公司债在发行期数和发行规模依然占优，但占比环比有所下降

本季度，一般公司债发行期数、发行家数和发行规模在公司债总发行期数、总发行家数和总发行规模中的占比分别为 53.07%、50.99%和 61.22%，占比较上期（53.46%、55.40%和 63.16%）均有所下降，主要是因为受三季度中性偏松的货币政策影响，私募市场融资成本较上季度有所下降，发行期数、发行家数和发行规模增幅较公募市场明显，一定程度压缩了一般公司债的发行期数、家数和规模占比；与上年同期（49.54%，47.16%和 56.75%）相比，三者占比均有所上升，可能是因为年初以来，受宏观经济增速放缓，信用环境收缩的影响，债券违约事件同比增多，市场风险预期同比明显增加，促使投资者更倾向高级别的公募债券所致。

表 1 2018 年三季度公司债发行情况 单位：期、家、亿元

券种	2018Q3			2018Q2			2017Q3		
	发行期数	发行家数	发行规模	发行期数	发行家数	发行规模	发行期数	发行家数	发行规模
一般公司债	216	154	2846.96	201	159	2426.83	214	158	2427.33
私募债	191	154	1803.23	175	134	1415.44	218	182	1850.18
总计	407	302	4650.19	376	287	3842.27	432	335	4277.51

注：发行家数为各券种发行人去重后的发行家数合计统计量。

数据来源：联合资信 COS 系统

二、级别分布

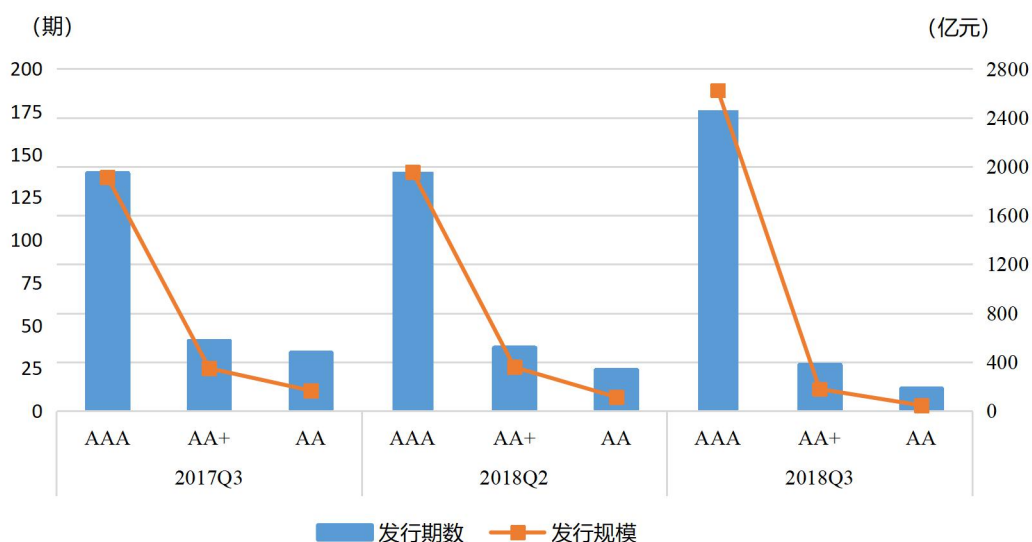
一般公司债债项级别呈现向 AAA 级集中趋势

本季度，一般公司债债项级别仍然分布于 AAA 级~AA 级。

从发行期数来看，本季度，AAA 级一般公司债的发行期数仍然最多，在总发行期数中的占比为 81.48%，占比环比和同比均显著上升；AA+级和 AA 级一般公司债的发行期数在总发行期数中的占比分别为 12.50%和 6.02%，占比环比和同比均有明显下降。一般公司债发行期数呈现向 AAA 级集中的趋势。

从发行规模来看，本季度，AAA 级一般公司债的发行规模在总发行规模中的占比上升至 92.16%，规模优势进一步明显；AA+级和 AA 级一般公司债的发行规模在总发行规模中的占比分别下降至 6.28%和 1.56%，占比环比和同比均明显下降。一般公司债发行规模呈现向 AAA 级集中的趋势。

整体看，本季度，一般公司债发行期数和发行规模均呈现进一步向 AAA 级集中的趋势，主要是本季度负面评级行动和违约事件明显增多，投资者对低级别债券情绪更趋谨慎所致。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1 2018 年三季度一般公司债债项信用等级分布情况

三、发行利率及利差分析

AAA 级一般公司债平均发行利率下行，AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债平均发行利率上行

从发行利率来看，本季度 AAA 级、AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利率分别为 4.61%、6.30%、7.37%，AAA 级和 AA+级 5 年期一般公司债的平均发行利率为 4.74%和 5.70%，对于相同期限不同级别的一般公司债，平均

发行利率随级别的降低而逐步上行。本季度 AAA 级一般公司债平均发行利率环比和同比均有所下行，AA 级和 AA+级 3 年期一般公司债平均发行利率环比和同比均有所上行²，表明在资金相对宽裕的背景下，高信用资质的公司债发行成本有所下降，但受负面评级行动及违约事件明显增多、投资者对低级别公司债券日趋谨慎的影响，较低级别公司债发行成本不降反升，高低等级公司债发行利率呈分化趋势。

一般公司债平均发行利差同比明显扩大

从发行利差来看，本季度 AAA 级、AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利差分别为 137.15bp、303.93bp 和 412.57bp；AAA 级和 AA+级 5 年期一般公司债的平均发行利差分别为 142.95bp 和 233.00bp，对于相同期限不同级别的一般公司债，平均发行利差随级别的降低而逐步扩大。与上季度相比，本季度 AAA 级一般公司债平均发行利差有所收窄，AA 级和 AA+级 3 年期一般公司债的平均发行利差均有所扩大；与上年同期相比，本季度各期限、级别一般公司债平均发行利差均明显扩大，市场要求的风险补偿总体呈增加趋势。

从发行级差来看，本季度 AA+级一般公司债级差大于 AA 级一般公司债级差，表明在违约常态化背景下，投资者对于 AAA 级债券偏好明显上升。

从利差波动性来看，本季度市场对 AAA 级 5 年期和 AA 级 3 年期一般公司债风险判断较为一致，对 AAA 级和 AA+级 3 年期一般公司债风险判断有所分化。从发行量较多的 3 年期一般公司债来看，本季度各级别 3 年期一般公司债的利差变异系数与上年同期相比变动不大；AAA 级和 AA 级 3 年期一般公司债的利差变异系数与上季相比变动不大，但 AA+级 3 年期一般公司债的利差变异系数较上季明显增加，表明市场对于 AA+级别 3 年期一般公司债的风险判断有所分化。

表 2 2018 年三季度一般公司债发行利率及利差情况

日期	期限（年）	债项级别	样本数	发行利率(%)		利差(BP)		
				区间	均值	均值	级差	变异系数(%)
2018Q3	3	AAA	97	3.97~6.39	4.61	137.15	-	31.35
		AA+	14	4.55~8.18	6.30	303.93	166.78	39.48
		AA	7	6.20~8.50	7.37	412.57	108.64	19.39
	5	AAA	21	4.20~5.28	4.74	142.95	-	18.19
		AA+	1	5.70~5.70	5.70	233.00	90.05	0.00

² AA+级 5 年期一般公司债样本数量（1 只）过少，可能影响结果分析，故不做利率和利差比较。

2018Q2	3	AAA	85	4.50~7.00	5.07	172.86	-	32.4
		AA+	21	4.99~7.60	6.10	278.62	105.76	31.23
		AA	11	5.90~8.50	7.26	394.55	115.93	20.28
	5	AAA	16	4.78~5.47	5.11	169.62	-	8.84
		AA+	5	5.50~7.80	6.66	325.8	156.18	23.94
2017Q3	3	AAA	81	4.30~6.00	4.79	128.31	-	28.06
		AA+	25	4.90~7.50	5.64	212.76	84.45	37.60
		AA	19	5.60~7.70	6.62	308.26	95.50	19.14
	5	AAA	25	4.64~6.08	5.00	142.84	-	26.60
		AA+	7	5.00~5.88	5.30	171.71	28.87	11.65

注：1. 如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为3年；2. 发行利差，即债券发行利率与其起息日同期限同市场固定利率国债收益率的差额；3. 级差指某信用等级的利差均值减去比该信用等级高一个子级的利差均值，AAA级无级差；4. 变异系数为利差的标准差与利差均值的比；5. 如果债券或发行人具有双评级或多评级，当级别相同，则按一次统计，当级别不同，则按不同级别分别统计。

资料来源：联合资信 COS 系统

3 年期一般公司债信用等级利差区分度较好

我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对本季度 3 年期和 5 年期不同信用等级的一般公司债发行利差的差异性进行了显著性检验。

检验结果显示，在 95% 的置信水平下，3 年期公司债的利差差异均显著，表明信用等级对 3 年期一般公司债风险定价具有较好的区分度，市场投资者对评级机构的评级结果认可度较高；但是 5 年期一般公司债的利差差异不显著，可能是受 AA+ 级 5 年期一般公司债的样本（1 只）过少影响所致。

表 3 2018 年三季度一般公司债债项等级对利差影响的显著性检验

期限（年）	信用等级	AAA	AA+	AA
3	AAA	-	0.000	0.000
	AA+	0.000	-	0.020
	AA	0.000	0.020	-
5	AAA	-	0.091	-
	AA+	0.091	-	-

资料来源：联合资信 COS 系统

四、四季度展望

财政政策方面，为保持经济稳定增长，积极的财政政策将更加积极，年底稳基建和降费减税的积极财政政策预期可以释放一定的流动性，同时在对小微企业、“双创”企业、绿色经济发展的鼓励下，小微企业公司债、创新创业公司债、绿色公司债等券种的发行量有望增加。

货币政策方面，预期央行大概率维持中性偏松的货币政策。当前我国经济发展平稳增长，在“稳杠杆”和中美贸易摩擦有所加剧等内外部因素影响下，央行于 10 月初宣布本年度第四次下调存款准备金率，在部分置换 MLF 的同时释放增量资金，此举有利于维护未来市场资金面的相对稳定，资金面仍将处于合理宽裕的水平。

信用风险方面，在三季度负面评级行动和违约事件频发的背景下，预期投资者风险偏好将维持谨慎态度，考虑到四季度集中到期压力依旧很大，企业再融资压力不减，信用资质较差的企业信用风险预期进一步暴露，投资者对较低信用资质发行主体债券的风险溢价要求预期进一步提高。

整体来看，四季度，我国积极财政政策将更加积极，同时继续通过稳健中性的货币政策维持流动性的合理充裕，高等级公司债的发行利率有望进一步下行，发行利差有所收窄，但受投资者风险偏好谨慎态度影响，幅度有限；此外，在违约多发的背景下，较低等级公司债的发行利率或将持续走高，发行利差有所扩大，公司债的发行期数和规模进一步呈现向 AAA 级集中的趋势。