

2018 年二季度公司债利差分析报告

——一般公司债发行利差同比明显走阔、信用等级利差区分度较好

2018 年 8 月 1 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 年二季度公司债利差分析报告

——一般公司债发行利差同比明显走阔、信用等级利差区分度较好

联合资信 联合评级 研究部 李天娇 陈诣辉 刘艳

概要

2018 年二季度，市场流动性偏紧态势有所改善，但受金融严监管政策持续落地等因素影响，部分企业再融资难度仍然较大；同时，二季度信用风险事件多发，债券市场投资者对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。从发行利率来看，不同级别一般公司债平均发行利率走势出现分化。从发行利差来看，AAA 级一般公司债平均发行利差环比有所减少，同比有所扩大，AA+级和 AA 级一般公司债平均发行利差环比、同比均有所扩大。从发行级差来看，AA 级一般公司债级差大于 AA+级一般公司债级差。各别一般公司债利差区分度较好。

一、发行概况

公司债发行期数、发行家数和发行规模均明显增加

2018 年二季度（以下简称“本季度”），我国交易所市场共有 287 家发行人发行公司债（包括一般公司债和私募债）376 期，募集资金 3842.27 亿元¹，发行期数、发行家数和发行规模环比和同比均大幅上升，主要是由于 2015 年公司债扩容背景下今年到期较多，企业再融资需求明显增加，以及本季度流动性偏紧态势有所改善，发债成本有所降低所致。

一般公司债在发行期数、发行家数和发行规模上均超私募债

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 53.46%、55.40%和 63.16%，占比较上期和上年同期均有所上升，或与今年债券市场违约事件增多，市场风险预期加强，更倾向高级别公募债有关。

¹ 按起息日统计，以下同。

表 1 2018 年二季度公司债发行情况 单位：期、家、亿元

| 券种 | 2018Q2 | | | 2018Q1 | | | 2017Q2 | | |
|-------|--------|------|---------|--------|------|---------|--------|------|---------|
| | 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 | 201 | 159 | 2426.83 | 111 | 91 | 1149.96 | 106 | 89 | 1088.29 |
| 私募债 | 175 | 134 | 1415.44 | 130 | 104 | 912.32 | 130 | 114 | 991.20 |
| 总计 | 376 | 287 | 3842.27 | 241 | 194 | 2062.28 | 236 | 202 | 2079.49 |

数据来源：联合资信 COS 系统

二、级别分布

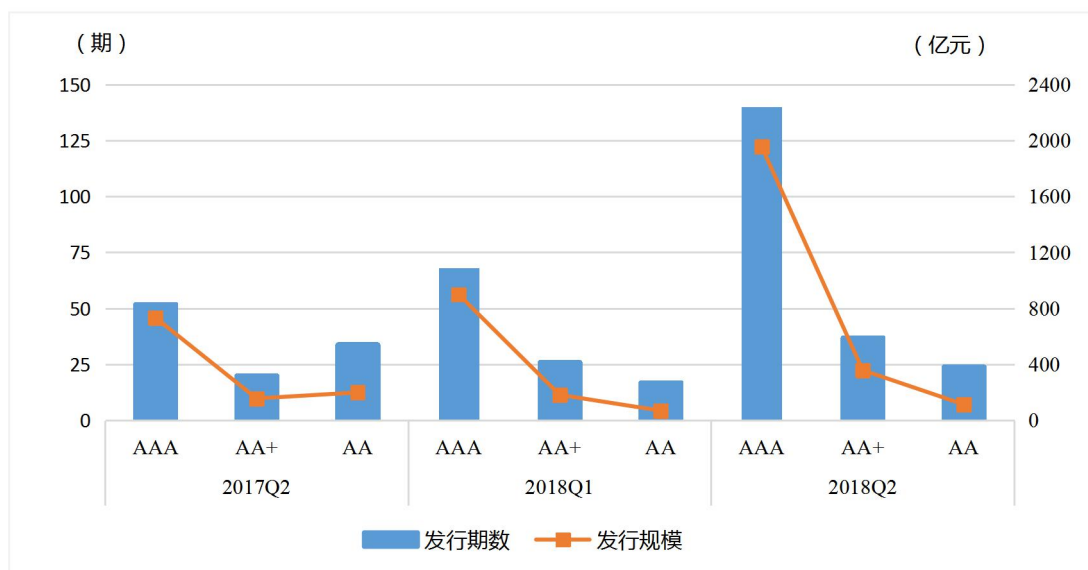
一般公司债债项级别呈现向高级别集中趋势

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 69.65%，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 18.41%和 11.94%，占比环比和同比均有所下降，其中 AA 级发行期数占比同比降幅较为明显。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 80.58%，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 14.75%和 4.68%，占比环比和同比均有所下降，其中 AA 级发行规模占比同比降幅较显著。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、发行家数和发行规模均呈现向 AAA 级集中的趋势，主要是本季度违约事件增多，市场风险偏好明显下降，更青睐高级别债券所致。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1 2018 年二季度一般公司债项信用等级分布情况

三、发行利率及利差分析

不同级别一般公司债平均发行利率出现分化

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 5.07%、6.10%、7.26%，AAA 级和 AA+级 5 年期一般公司债的平均发行利率为 5.11%和 6.66%，均呈现平均发行利率随级别的降低、期限的增加而逐步上升的特点。与上季度相比，本季度 AAA 级和 AA+级一般公司债平均发行利率均有所下行，AA 级一般公司债平均发行利率略有上行；与去年同期相比，本季度 AAA 级一般公司债平均发行利率总体略有下行，AA+级和 AA 级一般公司债平均发行利率均明显上行。

一般公司债平均发行利差同比明显走阔

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 172.86bp、278.62bp 和 394.55bp；AAA 级和 AA+级 5 年期一般公司债的平均发行利差分别为 169.62bp 和 325.80bp。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减少，AA 级和 AA+级平均发行利差均有所扩大；与上年同期相比，本季度各期限各等级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增加。

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，投资者对于信用等级越低的债券要求的风险溢价越高。

从利差波动性来看，本季度市场对 AAA 级 5 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，但与上季度相比大部分均有所增加，表明市场对于各级别 3 年期一般公司债的风险判断有所分化。

表 2 2018 年二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 |
| 2018Q2 | 3 | AAA | 85 | 4.50~7.00 | 5.07 | 172.86 | N/A | 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 | N/A | 8.84 |
| | | AA+ | 5 | 5.50~7.80 | 6.66 | 325.8 | 156.18 | 23.94 |
| 2018Q1 | 3 | AAA | 38 | 5.08~7.00 | 5.56 | 198.66 | N/A | 21.65 |
| | | AA+ | 17 | 5.50~8.00 | 6.31 | 274.53 | 75.87 | 24.77 |
| | | AA | 5 | 6.90~7.55 | 7.25 | 365.6 | 91.07 | 7.93 |
| | 5 | AAA | 11 | 5.40~6.15 | 5.82 | 205.64 | N/A | 11.67 |
| 2017Q2 | 3 | AAA | 275 | 4.24~7.20 | 5.07 | 160.59 | N/A | 33 |
| | | AA+ | 99 | 4.63~8.00 | 5.96 | 247.15 | 86.56 | 31.56 |
| | | AA | 76 | 5.25~8.50 | 6.84 | 332.92 | 85.77 | 21.93 |
| | 5 | AAA | 72 | 4.58~7.50 | 5.24 | 163.89 | N/A | 27.46 |
| | | AA+ | 19 | 5.00~7.80 | 5.84 | 225.84 | 61.95 | 34.54 |

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

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 年期和 5 年期各级别一般公司债的利差差异均显著，表明信用等级对一般公司债风险定价具有较好的区分度。

表 3 2018 年二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 | - | 0.002 |
| | AA | 0.000 | 0.002 | - |
| 5 | AAA | - | 0.000 | - |
| | AA+ | 0.000 | - | - |

资料来源：联合资信 COS 系统