

2019 年三季度公司债市场与利差分析报告

——公司债发行利率同比下行，信用等级对利差区分显著

2019 年 11 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

2019 年三季度公司债市场与利差分析报告

——公司债发行利率同比下行，信用等级对利差区分显著

联合资信 联合评级 研究部 李天娇 闫瑾

概要

2019 年三季度，流动性整体处于合理充裕状态，再加上债务集中到期偿付压力增大导致再融资需求提升，公司债发行量继续增加。各级别各期限一般公司债平均发行利率和发行利差环比走势分化，同比多数有所下行。在 95% 的置信水平下，三年期和五年期各级别一般公司债的利差差异均显著，信用等级对一般公司债风险定价具有较好的区分度。

展望 2019 年四季度，在全球主要经济体货币政策趋于宽松以及国内经济仍存在下行压力的背景下，我国仍将实施稳健的货币政策，维持流动性合理充裕，预计四季度公司债发行利率将处于区间波动态势，不同资质企业信用利差仍将继续分化。发行方面，受窗口指导影响，私募债资金用途有所收紧，进而影响私募债发行；另一方面，公司债近一年集中兑付压力仍较大，企业借新还旧趋势不减。整体来看，公司债发行规模将保持平稳增长。

一、发行概况

公司债发行期数、发行家数和发行规模持续增加

2019 年三季度（以下简称“本季度”），我国交易所债券市场共有 557 家发行人发行公司债¹（包括一般公司债和私募债）747 期，发行规模合计 7490.25 亿元²。本季度公司债发行期数、发行家数和发行规模环比分别增长 31.98%、24.05% 和 20.35%；同比分别增长 83.99%、85.05% 和 58.69%，同比增幅显著。公司债发行量增加主要由于本季度流动性整体处于合理充裕状态，以及到期债券规模较高导致再融资需求增加。

与上期相比，一般公司债发行量略有回升，但仍未超私募债

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 40.29%、37.34% 和 46.77%，较上期

¹ 不包含证券公司债券。

² 按起息日统计，以下同。

(37.46%、34.74%和 42.11%) 均有所上升, 较上年同期(53.69%、51.50%和 61.80%) 均有所下降。

表 1 公司债发行情况 单位: 期、家、亿元

券种	2019Q3			2019Q2			2018Q3		
	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	301	208	3503.38	212	156	2620.80	218	155	2916.96
私募债	446	358	3986.87	354	297	3603.01	188	152	1803.23
总计	747	557	7490.25	566	449	6223.81	406	301	4720.19

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³

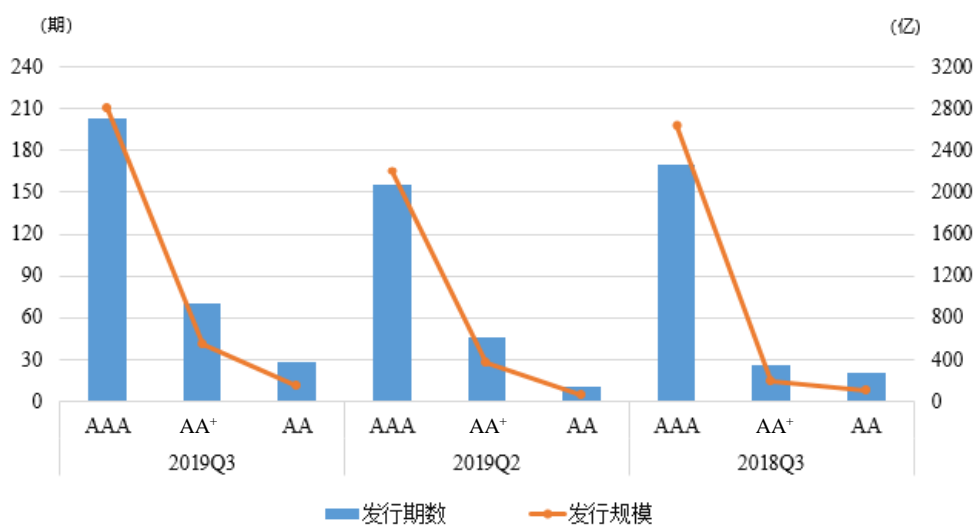
AA⁺和 AA 级一般公司债债项级别占比有所增加

本季度, 一般公司债债项级别仍然分布于 AAA 级~AA 级。

本季度, AAA 级一般公司债的发行期数和发行规模仍然最多, 在一般公司债总发行期数和发行规模中的占比分别为 67.44%和 80.18%, 环比和同比均有所降低。AA⁺级发行期数和发行规模占比分别为 23.26%和 15.73%, 环比变化不大, 同比有所上升。AA 级发行期数和发行规模占比最低, 分别为 9.3%和 4.08%, 环比有所上升, 同比变化不大。

整体来看, 本季度各级别一般公司债发行期数和发行规模分布仍以 AAA 级为主, 但 AA⁺和 AA 级债券占比有所增加, 公司债券发债主体资质有一定下沉, 体现了宽货币向宽信用传导机制, 投资人对公司债市场风险偏好有所提升, AA⁺和 AA 级发行人的融资环境出现边际改善迹象。

³ 由于私募债信息披露有限, 从本节起, 仅对一般公司债进行级别分布、发行利率和发行利差分析。



数据来源：联合资信 COS 系统

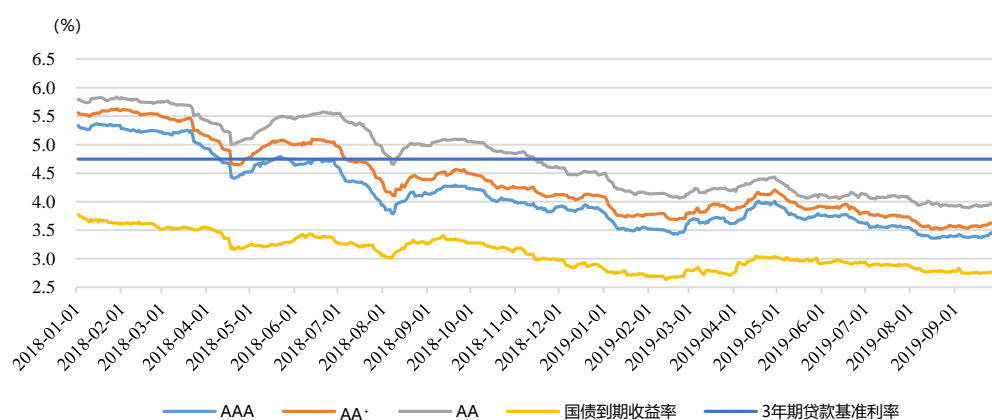
图 1 一般公司债债项信用等级分布情况

三、发行利率及利差分析

各级别一般公司债平均发行利率同比均有所下行

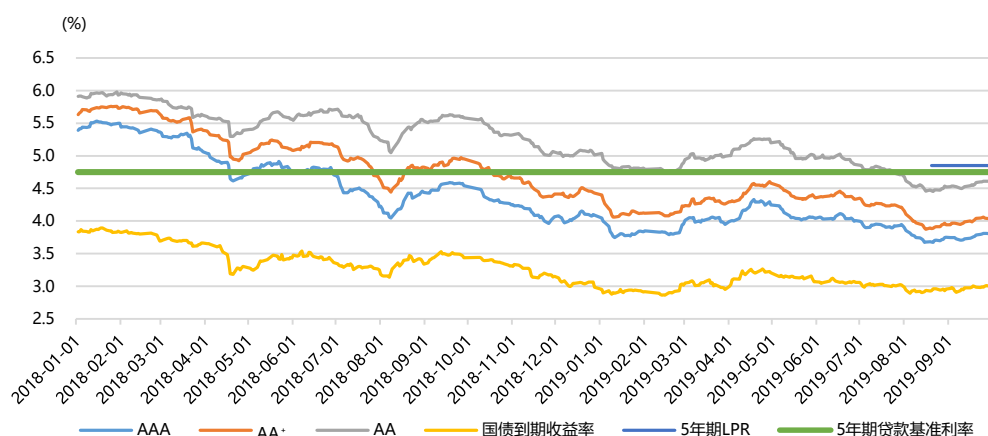
本季度，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证了资金面的整体稳定。央行于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点⁴；同时，央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。在此背景下，市场资金面整体稳定，利率水平表现平稳。具体来看，交易所 3 年期和 5 年期国债到期收益率 2018 年全年呈波动下行走势，2019 年以来呈现先扬后抑走势，本季度平均水平（2.82% 和 2.98%）较 2019 年二季度（2.96% 和 3.13%）和 2018 年三季度（3.24% 和 3.36%）均有所下降。

⁴ 中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2 3 年期不同信用等级公司债券发行利率走势图



数据来源：Wind，联合资信整理

图 3 5 年期不同信用等级公司债券发行利率走势图

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 3.87%、5.07%和 6.01%，AAA 级和 AA⁺级 5 年期一般公司债的平均发行利率为 4.08%和 5.37%，平均发行利率基本呈现随级别的降低和期限上升而逐步上行的趋势。

本季度 AAA 级和 AA⁺级 3 年期、AAA 级 5 年期一般公司债平均发行利率环比均有所下行；AA 级 3 年期和 AA⁺级 5 年期一般公司债平均发行利率环比有所上行。本季度各级别一般公司债平均发行利率同比均有所下行。

一般公司债平均发行利差走势分化

本季度统计样本为发行量相对较大的 3 年期和 5 年期⁵一般公司债券，共计 206 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 206 期一般公司债作为利差分析样本。

本季度，AAA 级和 AA⁺级 3 年期、AAA 级 5 年期一般公司债平均发行利差环比均有所收窄，AA 级 3 年期和 AA⁺级 5 年期一般公司债平均发行利差环比均有所走扩，表明市场对部分较低信用资质民企风险溢价要求较高，不排除受样本量较少影响。与上年同期相比，除 AA⁺级 5 年期外，其余各级别各期限一般公司债利差同比均明显收窄。

本季度，一般公司债债项等级对利差均值呈现出明显的区分度，债券信用等级越低，平均发行利差均值越高；3 年期和 5 年期 AA⁺~AAA 级级差仍然较大，表明投资者对 AAA 级以下级别的公司债风险溢价较高；3 年期 AAA 级和 AA⁺级一般公司债发行利差的变异系数较高，可能存在投资者对部分 3 年期 AAA 级和 AA⁺级一般公司债的信用风险认可度不一致的现象。

表 2 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(%)		发行利差		
				区间	均值	均值(BP)	级差(BP)	变异系数(%)
2019Q3	3	AAA	110	3.33~7.50	3.87	105.54	-	61.52
		AA ⁺	32	3.78~7.30	5.07	226.38	120.84	47.18
		AA	11	4.50~7.90	6.01	322.84	96.46	37.98
	5	AAA	49	3.60~5.50	4.08	111.46	-	30.78
		AA ⁺	4	4.74~6.45	5.37	237.53	126.06	34.26
2019Q2	3	AAA	85	3.67~7.00	4.18	121.49	-	58.19
		AA ⁺	31	4.07~7.80	5.54	258.01	136.52	48.56
		AA	6	5.00~6.60	5.87	285.31	27.30	21.81
	5	AAA	19	4.02~6.80	4.59	146.54	-	45.78
		AA ⁺	1	5.00~5.00	5.00	195.16	48.62	-
		AA	2	6.40~8.40	7.40	427.17	232.01	36.94
2018Q3	3	AAA	98	3.97~6.39	4.61	136.97	-	31.38
		AA ⁺	14	4.55~8.18	6.26	300.01	163.04	38.76
		AA	8	6.20~8.50	7.39	413.50	113.49	17.81
	5	AAA	22	4.20~5.28	4.75	143.38	-	17.51
		AA ⁺	1	5.70~5.70	5.70	233.49	90.11	-

⁵ 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。

注：1. 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；2. 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；3. 变异系数为利差的标准差与利差均值的比；4. 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，各期限各级别一般公司债利差差异显著，表明信用等级对一般公司债风险定价具有较好的区分度，市场投资者对评级机构所评的债券评级结果认可度较高。

表 3 2019 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 ⁺
3	AA ⁺	0.000	-
	AA	0.000	0.012
5	AA ⁺	0.001	-

资料来源：联合资信 COS 系统

四、四季度展望

当前全球经济放缓，在全球主要经济体货币政策趋于宽松以及国内经济仍存在下行压力的背景下，我国仍将实施稳健的货币政策，维持流动性合理充裕。预计四季度市场风险继续出清，公司债发行利率将处于区间波动态势，不同资质企业信用利差分化程度或将加大，各期限中高等级利差收窄，低等级利差继续走扩。随着政策调控持续趋严，房地产行业部分低资质和投资激进企业违约风险事件可能增多，利差仍有走扩压力。

发行端，9 月多家券商接到证监会窗口指导，2019 年 9 月 19 日以后受理的私募债，规模超过净资产 40% 的部分只能用于借新还旧，这表明私募债资金用途将有所收紧，进而影响私募债发行。另一方面，四季度及 2020 年公司债到期偿还量为 9975.66 亿元，债券偿付压力仍较大，企业借新还旧趋势仍存。整体来看，四季度公司债发行量将保持平稳增长。