

## AA+级别公司债认可度较低，ABS中AA+~AA利率区分度不佳 ——2017年10月利差分析报告

联合信用评级有限公司研发部 何苗苗 邓博文

2017年10月，在资金面适度偏紧、基本面相对稳定的背景下，公司债整体加权票面利率达到5.52%，环比上升约7BP，其中3年期AAA、AA+级别债券环比分别上升17BP和11BP，AA级别债券环比下降26BP；公司债信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度，但民营化工、房地产类企业发行人所发行的AA+级别债券依旧受投资者认可度较低。资产支持证券主要集中在AAA级别，各档级别发行利率有所上升；因样本数量影响，本月资产支持证券AA+~AA级别的利率区分度不佳，利差具有较好的区分性。

### 一、公司债

#### （一）评级分布

10月整体资金面前紧后松，发行成本略有上扬，交易所债市信用债整体发行量下滑近五成，但发行规模依旧小幅增长。相较于私募债下降的态势，一般公司债发行规模持续增长。本月共有54家发行人发行了59期一般公司债，发行规模为691.43亿元，环比分别增长10.20%、9.26%和40.36%（如下表1）。

10月一般公司债发行环比呈现如下特征：（1）AAA级别发行人占比提升较快：本月AAA发行人占比由上月的32%上升至46%，主要来自于多元金融服务类大型国企的增加；（2）债券级别重心相应上升：本月AAA级别债券只数占比由上月的35%提升至54%，主要源自永续债发行人的增加，AAA产品中经担保后增级的债券有3只；（3）永续债发行踊跃：本月有9家企业公开发行了11期永续债，较上月的4家/5期增长较快，主要来自于多元金融服务（如中国投融资担保股份有限公司、厦门建发集团有限公司、平安国际融资租赁有限公司）等发行人的增加；（4）绿色债券表现抢眼：本月有6家企业公开发行了7期绿色债，较上月的2家/2期增长较快，其中中等级别的民营制造类企业（如江苏中利集团股份有限公司、广汇汽车服务有限责任公司）增长较快，上述民营企业将绿色债券的平均发行成本由上月的4.99%拉升至本月的5.22%。

整体来看，在资金成本上扬的背景下，本月交易所债券市场一般公司债发行规模小幅提升，多元金融服务类大型国企发行人增加较快，级别重心环比有所上移。

表1 2017年10月公司债发行及变化情况 单位：家、期、亿元 %

级别	2017年9月			2017年10月			环比变化		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
AAA	16	24	290.70	25	32	514.80	56.25	33.33	77.09
AA+	15	12	118.40	13	14	109.95	-13.33	16.67	-7.14
AA	18	18	83.51	16	13	66.68	-11.11	-27.78	-20.15
合计	49	54	492.61	54	59	691.43	10.20	9.26	40.36

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

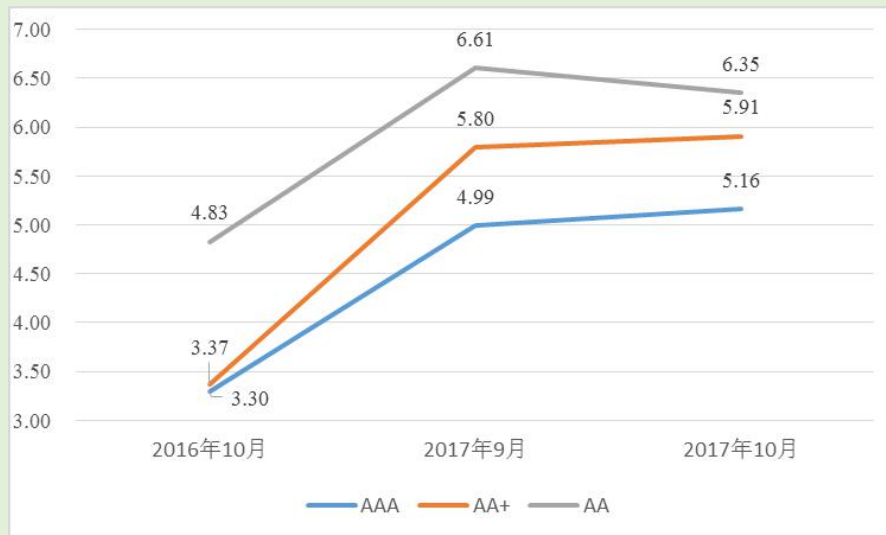
### （二）利率情况

在近期资金面适度偏紧、基本面相对稳定的背景下，本月公司债发行利率较9月环比小幅上升。2017年10月，公司债整体平均加权票面利率为5.52%，环比上升约7BP。从发行量最大的3年期公司债看，AAA、AA+级别环比分别上升17BP和11BP，AA级别环比下降26BP。5年期方面，整体平均发行利率环比基本持平，其中AAA级别利率环比下降了7BP。

相较于上年同期，本月发行利率依旧处于较高水平，3年期AAA、AA+和AA级别发行利率同比上年同期分别上升了186BP、254BP和152BP。

整体来看，本月公司债整体发行利率小幅上扬，级别间利率及利差略有分化，高级别产品利率上升明显。

图1 2017年10月3年期一般公司债发行利率变化情况 单位：%



资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限。

### （三）利差情况

从3年期和5年期一般公司债发行情况看，10月交易所债券市场一般公司债各档债券级别利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大，形成了相对公允的利差序列。级差方面，3年期AAA~AA+级差处于高水平，表明投资者对于AA+级别风险溢价要求较高。偏离系数方面，3年期AA+级别债券的偏离系数均高于其他各档产品，反映出部分AA+级别债券评级认可度相对较低。从本月发行情况看，本月发行的AA+级别公司债中，发行利率及利差偏高的债券均来自于民营化工、房地产类企业，诸如17广汇03（发行人广汇能源，票面利率7.50%，利差392BP）、17广汇G2（发行人广汇汽车，票面利率7.48%，利差395BP）、17花集03（发行人花园集团，票面利率7%，利差352BP），在近期民营企业信用风险预期上升的背景下，投资者风险溢价相应上升，利率及利差显著高于其他AA+级别债券。

利差方面，3年期公司债AAA、AA+级别发行利差环比分别上升了10BP和3BP，5年期产品AAA级别发行利差环比下降了19BP。

表2 2017年10月公司债券发行利率和利差统计情况

期限	债项信用等级	样本数 (个)	利率 (%)		利差 (基点)			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3年	AAA	18	4.60~6.00	5.16	154.53	N/A	42.22	0.27
	AA+	10	5.07~7.50	5.91	229.09	74.56	73.12	0.32
	AA	6	5.50~7.30	6.36	274.88	45.79	83.09	0.30
5年	AAA	13	4.78~5.56	5.16	143.32	N/A	24.20	0.17
	AA	1	7.50~7.50	7.50	368.16	224.84	N/A	N/A

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

注：①利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率；②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限。

整体来看，本月公司债信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度，但民营化工、房地产类企业发行人所发行的 AA+ 级别债券依旧受投资者认可度较低。

## 二、资产支持证券

### （一）信用评级分布情况

本月资产支持证券共发行 47 单、发行支数 153 支<sup>①</sup>，发行金额 1,093.18 亿元。从信用评级分布看，AAA 级支数占比 33.99%，比例有所下降，金额占比 81.47%，有所上升，单支发行规模上升；其次为无评级层，支数占比 34.64%，金额占比 8.85%；AA+ 级支数占比 15.69%，金额占比 4.91%；AA 级支数占比 14.38%，金额占比 4.55%；其余级别占比很低，具体见表 3。

表3 2017年10月发行资产支持证券信用评级分布表 单位：支、%、亿元

信用评级	2017年 10月支 数	支数 占比	2017年 10月金 额	金额 占比	2017年 1~10月 支数	支数 占比	2017年 1~10月 金额	金额 占比
AAA	52	33.99	890.59	81.47	746	44.89	7,224.65	77.50
AA+	24	15.69	53.69	4.91	261	15.70	646.44	6.93
AA	22	14.38	49.73	4.55	173	10.41	380.03	4.08
AA-	1	0.65	1.81	0.17	28	1.68	42.52	0.46
A+	0	0.00	0.00	0.00	3	0.18	6.20	0.07
A	0	0.00	0.00	0.00	7	0.42	5.63	0.06
A-	0	0.00	0.00	0.00	1	0.06	7.17	0.08
BBB-	1	0.65	0.65	0.06	2	0.12	1.30	0.01
无	53	34.64	96.71	8.85	441	26.53	1,007.97	10.81
合计	153	100.00	1,093.18	100.00	1662	100.00	9,321.91	100.00

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

### （二）利率分析

<sup>①</sup> 发行期数按未分层统计，发行支数按分层数量进行统计。

本月资金面中性偏紧，资产支持证券一级市场发行利率有所上升，AAA、AA+、AA级资产支持证券的平均发行利率分别为5.33%、5.84%和5.90%，AAA和AA+之间、AA+和AA之间的级差分别为51个基点和6个基点。总体看，信用评级对资产支持证券的发行利率具有一定的区分性，信用等级越高，发行利率越低，但AA+级和AA级之间受样本数量影响，区分不够显著，具体发行利率见表4<sup>②</sup>。

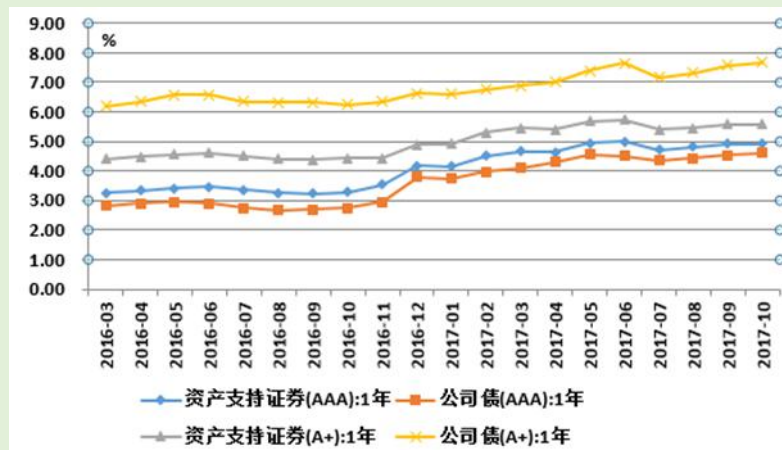
表4 2017年10月资产支持证券发行利率统计表 单位：BP、%

信用等级	样本数量	发行利率区间	发行利率均值	级差	发行利率标准差	发行利率变异系数
AAA	50	4.75~6.20	5.33	—	0.35	0.07
AA+	24	4.65~7.20	5.84	51	0.90	0.15
AA	21	5.05~7.20	5.90	6	0.57	0.10

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

从二级市场交易的情况看，尽管本月市场流动性相对紧张，但各等级资产支持证券的平均到期收益率变化不大，AAA级较上月上升2个基点，AA+级和AA级基本持平，AA-级和A+级环比下降2个基点。在市场大幅波动的情况下，资产支持证券的抗风险能力强于传统债券。与公司债相比，本季度AAA、AA+和AA级资产支持证券的平均到期收益率分别高于同级别公司债32个基点、34个基点和24个基点，AA-和A+级资产支持证券的平均到期收益率分别低于同级别公司债42个基点和212个基点。图2给出了近期资产支持证券到期收益率的走势。

图2 资产支持证券到期收益率走势图



资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

### （三）利差分析<sup>③</sup>

在剔除了债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每支资产支持证券的发行利差。具体来看，本月AAA、AA+、AA级资产支持证券的发行利差均值分别为182BP、225BP、239BP，

<sup>②</sup> 由于样本量太小，在统计发行利率时没有考虑期限的影响，同时剔除了缺少发行利率的样本。

<sup>③</sup> 发行利差采用发行票面利率和同日同期限国债到期收益率相减获得，已经去除掉了期限因素的影响，但不排除由于样本差异会造成不同期限利差不同的情况。

AAA和AA+之间的级差为43个基点，AA+和AA之间的级差为14个基点，信用评级对资产支持证券的发行利差具有较好的区分性，信用级别越低，发行利差越高，反之亦然。本月各等级资产支持证券发行利差分布见表5。

表5 2017年10月资产支持证券发行利差统计表单位：BP

信用等级	样本数量	发行利差区间	发行利差均值	发行利差标准差	级差	利差变异系数
AAA	49	119~259	182	36	—	0.20
AA+	24	118~354	225	84	43	0.37
AA	20	181~361	239	50	14	0.21

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

### 三、结论及展望

在资金面适度偏紧、基本面相对稳定的背景下，公司债整体加权票面利率达到5.52%，环比上升约7BP，其中3年期AAA、AA+级别债券环比分别上升17BP和11BP，AA级别债券环比下降26BP；公司债信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度，但民营化工、房地产类企业发行人所发行的AA+级别债券依旧受投资者认可度较低。资产支持证券主要集中在AAA级别，各档级别发行利率有所上升；因样本数量影响，本月资产支持证券AA+~AA级别的利率区分度不佳，利差具有较好的区分性。

10月下旬以来，受市场心理预期的影响，债市收益率不断上行，但近期资金面并未出现大幅收紧，整体仍较为平稳。目前央行维稳意图仍然较为明显，货币政策有望维持稳健中性。近期出台的资管新政监管力度整体好于预期，短期对债市冲击有限；中期来看需要关注细则的出台对存量债券的影响；从长远看，未来债券配置需求可能受到影响，信用债受到的负面影响较大，信用债等级间利差和期限利差面临走扩压力。