

# 2017 年上半年交易所债券市场利差分析报告

联合信用评级有限公司研发部 何苗苗 邓博文

2017 年上半年，公司债各档级别债券发行利率同比均呈现上行态势，公司债各档级别发行利差区分度良好；上半年资产证券化产品评级分布主要集中在 AA 以上高信用等级和无评级层，AA+以下级别债券产品利差区分度不佳。

## 一、公司债

### （一）评级分布

上半年交易所债券市场共有 152 家发行人发行了 180 期一般公司债，发行规模为 1,802.52 亿元，同比下降幅度均超过 50%（如下表 1）。较上年同期，上半年公司债发行呈现如下特征：（1）AAA 级别发行人占比上升最快，中低级别（AA-及以下）发行人减少幅度最大；（2）债券级别由上年同期的 AA 为主变为 AAA 为主，AAA 级别占比迅速提升；（3）发行额度仍以 AAA 级别为主，AA+级别发行额度下降幅度最大。上述变化主要源自新质押政策的施行使得市场对 AAA 级别债券需求增加，中低级别发行人减少，相应中低级别债券发行占比下降较快。

整体来看，上半年公司债发行量及发行规模萎缩明显，AA+以下级别债券发行规模因流动性受限规模下滑尤为明显。

表 1 2017 年上半年交易所债券市场公司债发行及变化情况 单位：家、期、亿元 %

级别	16 年上半年			17 年上半年			同比变化		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
AAA	81	144	3,602.70	50	79	1,083.1	-38.27	-45.14	-69.94
AA+	92	138	1,819.34	34	42	381.22	-63.04	-69.57	-79.05
AA	148	164	1,478.49	63	59	338.2	-57.43	-64.02	-77.13
AA-	12	3	18.00	4	0	0	-66.67	-100.00	-100.00
A+	2	0	0.00	1	0	0	-50.00	—	—
合计	335	449	6,918.53	152	180	1,802.52	-54.63	-59.91	-73.95

数据来源：wind，联合评级整理。

### （二）利率及利差

从 3 年期和 5 年期一般公司债发行情况看，上半年交易所债券市场一般公司债各档债券级别的利率、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率及利差序列。偏离系数方面，除 5 年期 AA+级别偏离系数相对较高之外，其他系列级别的偏离系数均处于正常水平，5 年期 AAA 级别偏离系数最低。

表 2 2017 年上半年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	50	3.80~6.50	4.76	154.58	N/A	40.19	0.26
	AA+	31	4.46~7.70	5.46	235.71	81.83	63.64	0.27
	AA	35	5.00~7.79	6.45	329.49	93.78	79.08	0.24
5 年	AAA	10	4.29~5.50	4.91	160	N/A	27.20	0.17
	AA+	8	4.38~6.80	5.44	221.12	61.12	64.12	0.29

资料来源：Wind 资讯。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。

与上年同期的比较情况看，2017 年上半年公司债各期限平均发行利率同比抬升 100~120BP 左右，5 年期债券利率抬升更为明显。3 年期公司债券中，AAA 级别发行利率同

比抬升 130BP，超过 AA+和 AA 利率上升幅度；5 年期公司债券也以 AAA 级别发行利率上升幅度最为明显。利差方面，上半年公司债各档级别发行利差均高于上年同期，其中 AAA 级别发行利差较上年同期高出约 60BP，上行幅度也高于其他档次。

上述情况反映出：（1）随着 2017 年政策市场环境的变化，公司债各类产品风险溢价较上年同期均有所上升；（2）新质押政策的施行使得投资者更倾向于高等级流动性强的高级别债券，以优质国企作为发行人的 AAA 级别债券虽然风险溢价相对其他级别较低，但相较于上年同期，投资者对其风险溢价补偿要求也明显提高。

以样本量最大的 3 年期公司债作为样本进行显著性检验（Scheffe 方差分析），在置信水平  $\alpha$  为 0.05 的情况下，公司债各档级别通过显著性检验，信用等级对两者的利差区分度较高。

## 二、资产支持证券

### （一）评级分布

从 2017 年上半年所发行的资产支持证券的信用评级分布看，仍主要集中在 AA 以上高信用等级和无评级层，AAA 级支数占比 46.57%，金额占比 76.02%，比例最高；其次为无评级层，支数占比 26.55%，金额占比 11.19%；AA 以上支数占比合计 70.19%，金额占比合计 87.70%，为所发资产支持证券的主要部分，分层仍不够丰富。与 2016 年相比而言，AAA 级占比有所上升，支数和金额占比分别提高 0.45 和 1.33 个百分点；AA+支数占比下降 5.32 个百分点，金额占比下降 0.07 个百分点；AA 支数占比上升 1.74 个百分点，金额占比上升 0.41 个百分点；无评级层支数占比上升 3.10 个百分点，金额占比下降 1.23 个百分点。信用评级具体分布如下表 3。

表 3 2017 年上半年发行资产支持证券信用评级分布表 单位：支、%、亿元

债券评级	2017 年上半年支数	支数占比	2017 年上半年金额	金额占比	2016 年支数	占比变化	2016 年金额	占比变化
AAA	414	46.57	3452.87	76.02	873	0.45	5620.85	1.33
AA+	126	14.17	333.62	7.34	369	-5.32	557.75	-0.07
AA	84	9.45	197.11	4.34	146	1.74	295.87	0.41
AA-	22	2.47	35.14	0.77	47	-0.01	90.90	-0.44
A+	1	0.11	4.01	0.09	12	-0.52	24.73	-0.24
A	5	0.56	4.23	0.09	1	0.51	0.71	0.08
A-	1	0.11	7.17	0.16	0	0.11	0	0.16
BBB-	0	0	0	0	1	-0.05	0.13	0.00
无	236	26.55	508.10	11.19	444	3.10	935.01	-1.23
合计	889	100.00	4,542.25	100.00	1893	/	7525.94	/

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

### （二）利差分布及显著性检验

在剔除了发行期限、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，2017 年上半年 AAA、AA+、AA、AA-的发行利差均值分别为 206BP、255BP、275BP、265BP，除 AA 和 AA-之间的利差出现倒挂之外，其他各等级之间的利差都具有良好的区分性。AAA 和 AA+之间的级差为 49BP，AA+和 AA 之间的级差为 20BP，AA 和 AA-之间级差出现倒挂是受到样本数量和分布的影响，其中尚融 01 信用评级为 AA-，票面利率仅 3.4%，显著低于大多数 AAA、AA+的发行利率，且 AA-的利差变异系数明显高于其他信用级别，说明投资人对该等级信用风险的判断的分歧更大。发行利差分布具体见下表。

表 4 2017 年上半年资产支持证券发行利差统计表 单位：个、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	381	12~421	206	64	——	0.31
AA+	121	122~718	255	79	49	0.31
AA	77	170~490	275	80	20	0.29
AA-	22	44~488	265	103	-10	0.39

资料来源：Wind 资讯、联合评级整理

为了检验信用等级对资产支持证券发行利差影响的显著性，我们采用了 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对各信用等级之间的利差分布在 5% 的显著性水平下进行检验。检验结果显示，AAA 和 AA+、AA、AA- 之间具有显著差异，信用等级对两者的利差区分度极高；AA+ 和 AA、AA- 之间在 5% 显著性水平下不存在显著差异，信用等级对 AA+ 和 AA 两者的利差区分度不高，对 AA+ 和 AA- 两者之间的利差区分度较差；AA 和 AA- 之间在 5% 显著性水平下不具有显著差异，信用等级对两者的利差区分度很差，如上分析，AA- 等级的样本数量和利差分布对检验结果影响很大。具体检验结果见下表。

表 5 2017 年上半年资产支持证券债项等级对利差影响的显著性检验

信用等级	AAA	AA+	AA	AA-
AAA	——	0.0000	0.0000	0.0014
AA+	0.0000	——	0.0000	0.6205
AA	0.0000	0.0818	——	0.9095
AA-	0.0014	0.6205	0.9095	——

资料来源：Wind 资讯、联合评级整理

### 三、结论及展望

上半年公司债发行利率上行明显，AAA 级别债券发行利率及利差同比上升幅度较大；信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度；资产证券化产品评级分布主要集中在 AA 以上高信用等级和无评级层，AA+ 以下级别债券产品利差区分度不佳。

近期金融工作会议继续强调金融去杠杆，虽然去杠杆时间持续较长，但整体去杠杆方式仍较为温和，预计对市场冲击不会太大。随着近期市场资金面趋向平稳，流动性冲击减弱，企业微观基本面的改善，市场融资需求有望回升。我们预计债券融资成本较上半年有望有所下行，但高中等级的债券发行利差仍将出现分化。