

公司债发行利率同比上升明显，两类产品信用评级区分性良好 ——2017年前三季度利差分析报告

联合信用评级有限公司研发部 何苗苗 邓博文

在防风险、降杠杆的政策背景下，由于房地产、类平台、产能过剩等行业融资受限，加之融资成本上升导致的发行人融资意愿下降，2017年前三季度交易所债券市场发行期数、规模同比出现约50%的下降，融资成本较上年同期明显上升，但三季度以来发行利率有所下降。前三季度3年期和5年期公司债发行利率同比分别上升了72BP和139BP，达到5.34%和5.12%，主要来自于AAA级别利率的抬升。公司债信用等级对发行利率及利差呈现出较为明显的区分度，但来自于民营制造业企业发行的AA+级别债券偏离系数较高，投资者认可度较低。资产支持证券主要集中在AAA级别，三季度以来的发行利率较上半年有所上行，信用评级对发行利率及利差均具有良好的区分性，各档产品具有显著差异。

一、公司债

(一) 评级分布

在监管层维稳市场的背景下，第三季度债券市场整体资金面较二季度有所宽松，融资成本有所下降，发行规模环比上升明显。2017年第三季度交易所债券市场共发行一般公司债157期，发行规模2,406.33亿元，环比增长100.95%和123.41%。

由于房地产、类平台、产能过剩等行业融资受限，加之融资成本上升导致的发行人融资意愿下降，2017年前三季度交易所债券市场发行家数、期数、规模同比出现约50%的下降（如表1）。2017年前三季度交易所债券市场共发行一般公司债391期，发行规模4,208.85亿元，同比分别下降46.22%和61.54%。从发行人变化情况看，房地产行业的发行人由上年同期的149家下降到本年的14家，发行规模相应大幅缩减。

从各季度发行情况看，前三季度各季度公司债融资额呈现前低后高走势，1~3季度融资规模分别为3,909.56亿元、3,731.19亿元和6,611.60亿元，三季度发行规模处于高峰，主要源自7月份以来资金面相对偏松带来的利率下降，发行人融资意愿增强。

相较于上年同期，前三季度一般公司债发行环比呈现如下特征：(1) 主体及债项级别继续向AAA集中。2017年前三季度AAA级别发行人占比由上年同期的30%上升至38%，AAA债券级别占比由35%提升至55%，整体级别重心继续上移，主要源自新质押政策的施行；(2) 大型国有企业倾向发行永续债。前三季度共有17家企业公开发行了25期永续债，除无锡产业发展集团有限公司外，主体级别全部为AAA，行业分布也由原来的城投企业扩展到诸如徐工集团的大型制造业企业，虽然整体融资规模较上年同期有所下降，但发行量在公司债中占比依旧很大；(3) 房地产发行人萎缩明显，融资租赁发行人增长迅速。受行业融资受限的影响，前三季度房地产发行人明显下降，但进入7月份后，较低的融资成本仍吸引部分大型房地产开发商（万科、金地、世茂股份等）进行债券融资；融

融资租赁企业融资需求强烈，已有远东国际租赁、平安租赁等5家融资租赁企业发行了10期公司债。

整体来看，17年前三季度公司债中大中型国企发行人依旧占主流，公司债级别重心上移，以AAA级别发行人为主；房地产发行人萎缩明显，融资租赁行业融资需求旺盛；整体发行规模同比下降明显。

表1 2017年前三季度公司债发行及变化情况 单位：家、期、亿元 %

级别	2017年三季度			2016年前三季度			同比变化		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
AAA	105	215	2,975	124	256	5,922.80	-15.32	-16.02	-49.77
AA+	66	83	730.04	124	213	2,728.40	-46.77	-61.03	-73.24
AA	95	93	503.81	211	253	2,273.01	-54.98	-63.24	-77.84
AA-	7	--	--	17	5	20.50	-58.82	--	--
A+	1	--	--	2	--	--	-50.00	--	--
合计	271	391	4,208.85	474	727	10,944.71	-42.83	-46.22	-61.54

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理

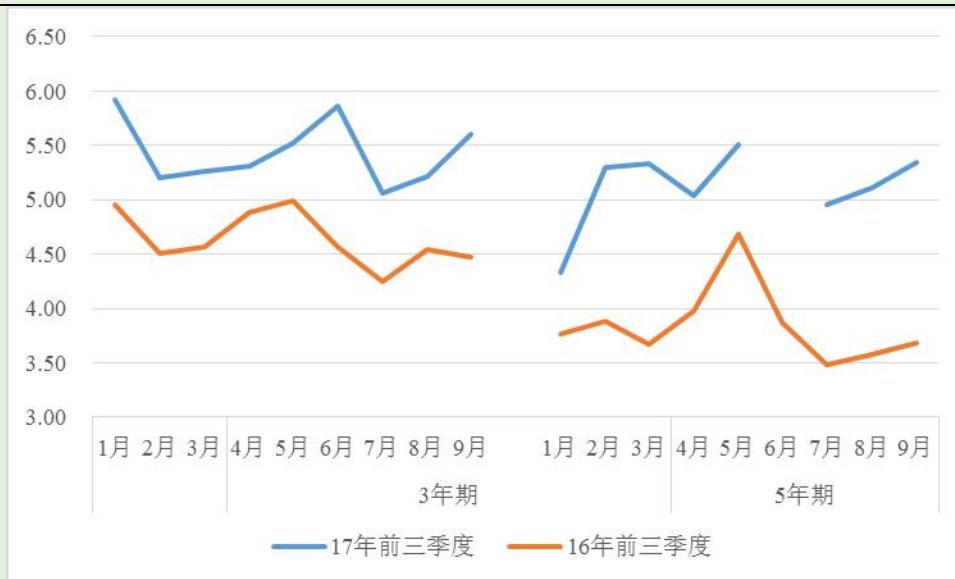
(二) 利率情况

从收益率情况看，年初至春节前夕因节日因素收益率上升明显，平稳至4月中旬后因信用事件、政策降杠杆等因素影响收益率再度陡峭上升，进入7月份后受央行“削峰填谷”释放流动性影响市场资金面放松收益率略有所下行，进入9月份以来收益率因节日因素略有上升。受上述因素影响，前三季度公司债发行利率呈现波动下降态势，1月与6月为发行利率的高点，7月份达到最低点后随后上行。2017年9月，公司债加权平均票面利率^①为5.12%，较年初上升12BP。

从季度走势情况看，由于二季度市场监管环境趋严叠加资金面等因素，发行成本高于三季度。三季度公司债整体平均票面利率为5.37%，环比二季度下降约27BP。

图1 2016~2017年前三季度公司债发行利率走势 单位：%

^① 注：票面利率为债券票面利率的加权平均利率，权重为实际发行总额。



数据来源: wind, 联合评级整理。注: 利差=收益率-同期限交易所国债收益率。

从发行量最大的3年期^②公司债来看, 发行利率呈现前高后低走势, 其中1月处于最高点, 平均发行利率达到5.92%; 7月处于利率最低点, 平均发行利率为5.06%; 9月的平均发行利率为5.60%, 较年初下行了32BP。5年期方面, 由于样本相对较少, 加之发行群体的差异, 其发行利率走势与3年期略有不同, 但7月份仍为发行利率的低点。利差方面, 3年期公司债发行利差呈现前高后低态势, 1~4月处于较高水平, 5月份短暂下行后在6月冲至高点, 7月下划至年度低点后继续上行; 5年期公司债亦呈现前高后低走势, 2月处于最高点(230BP), 7月处于最低点(144BP)。

同比2016年前三季度宽松的市场环境, 公司债发行利率明显上升, 3年期和5年期发行利率同比分别上升了72BP和139BP, 达到5.34%和5.12%, 主要来自于AAA级别利率的上升。从各级别利率、利差变化情况看, 发行利率、利差随级别升高呈现同向上升趋势。如下表2所示, 3年期公司债AAA、AA+、AA的利率同比上年同期上升162BP、107BP和90BP, 利差同比上年同期上升72BP、26BP和9BP; 5年期公司债AAA、AA+的利率同比上年同期上升163BP、140BP, 利差同比上年同期上升76BP、62BP。

表2 2017年前三季度公司债发行利率情况 单位: % BP

期限	级别	17年前三季度	16年前三季度	同比变化
3年期	AAA	4.84	3.22	162
	AA+	5.54	4.47	107
	AA	6.50	5.60	90
5年期	AAA	5.03	3.40	163
	AA+	5.38	3.98	140

数据来源: wind, 联合评级整理。

整体来看, 受前三季度债市整体调整的影响, 公司债发行利率同比上年同期上行明显, 发行利率呈现前高后低走势, AAA级别公司债发行利率上升最为明显。受流动性改善的影响, 三季度以来各券种发行利率有所下行。

^② 注: 此处考虑选择权。

(三) 利差情况

从3年期和5年期一般公司债发行情况看,三季度和前三季度利差表现呈现相似特征,表现在:(1)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。(2)3年期AA+~AA级差处于高水平,投资者对于AA级别风险溢价要求较高。(3)3年期AA+级别债券的偏离系数高于其他各档产品,反映出部分AA+级别债券评级认可度相对较低。

表3 2017年前三季度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	149	3.80~6.50	4.84	145.81	N/A	43.66	0.30
	AA+	55	4.46~7.70	5.54	227.09	81.28	71.65	0.32
	AA	54	5.00~7.79	6.51	322.21	95.12	73.21	0.23
5年	AAA	42	4.29~6.08	5.03	154.53	N/A	37.21	0.24
	AA+	15	4.38~6.80	5.38	198.88	44.35	54.37	0.27

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。

从前三季度发行情况看,各档公司债存在如下情形:(1)前三季度AA级别54期产品中,有20期债券发行利率在7%以上,发行人多来自于民营石油化工、建筑工程、纺织、电子类民营企业,发行窗口期多在利率较高的年初、4~6月或8月下旬以后,利率及利差均处于高水平,相应拉大了AA+~AA的级差水平;(2)前三季度发行的AA+级别公司债中,制造业民营企业占比较大,9期发行利率超过6.5%的发行人全部来自于民营制造类企业,利差水平全部在326BP以上,发行利率/利差最高的债券来自于17广汇01(发行人广汇能源,票面利率7.7%,利差419BP),发行利差最低的债券来自于17建屋01(发行人苏州工业园区建屋发展集团有限公司,票面利率4.90%,利差142BP)。在民营企业信用风险预期上升的背景下,AA+级别债券受投资者认可度相对较低,偏离系数较高。

利差走势方面,3年期公司债发行利差呈现前高后低态势,1~4月处于较高水平,5月份短暂下行后在6月冲至高点,7月下至年度低点后继续上行;5年期公司债亦呈现前高后低走势,2月处于最高点(230BP),7月处于最低点(144BP)。从同比2016年前三季度各级别利差变化情况看,2017年前三季度发行利差随级别升高呈现同向上升趋势。3年期公司债AAA、AA+、AA的利差同比上年同期上升72BP、26BP和9BP;5年期公司债AAA、AA+的利差同比上年同期上升76BP、62BP。

表4 2017年前三季度公司债利差变化情况 单位:% BP

期限	级别	17年前三季度	16年前三季度	同比变化
3年期	AAA	145.81	73.88	71.93
	AA+	227.09	200.65	26.44
	AA	322.21	312.93	9.28
5年期	AAA	154.53	78.79	75.74

	AA+	198.88	136.66	62.22
--	-----	--------	--------	-------

数据来源: wind, 联合评级整理。

从显著性检验情况看, 3年期及5年期公司债均通过了非参数检验(Mann-Whitney U法), 各档级别间利差区分度明显。

表5 2017年前三季度公司债等级对利差影响的显著性检验

期限	信用等级	AAA	AA+	AA
3年期	AAA	—	0.000	0.000
	AA+	0.000	—	0.000
	AA	0.000	0.000	—
5年期	AAA	—	0.001	0.000
	AA+	0.001	—	—

数据来源: wind, 联合评级整理。注: 5年期不存在债项AA的公司债。

整体来看, 公司债信用等级对发行利率及利差呈现出较为明显的区分度, 但来自于民营制造业企业发行的AA+级别债券偏离系数较高, 投资者认可度较低。

二、资产支持证券

(一) 信用评级分布情况

三季度资产支持证券共发行164单、发行支数602支^③, 发行金额3,592.71亿元, 环比增长20.29%。2017年前三季度, 市场共发行资产支持证券403单、发行支数1,509支, 发行金额8,228.74亿元, 同比增长71.76%。从信用评级分布看, 前三季度AAA级支数占比45.99%, 金额占比76.97%, 为所发资产支持证券的主体部分; 其次为无评级层, 支数占比25.71%, 金额占比11.07%; AA+级支数占比15.71%, 金额占比7.20%; AA级支数占比10.01%, 金额占比4.01%; 所发资产支持证券主要集中于AA以上级别, 其余级别占比很低, 具体见表6。

表6 2017年前三季度资产支持证券信用评级分布表 单位: 支、%、亿元

信用级别	2017年1~9月支数	支数占比	2017年1~9月金额	金额占比
AA	694	45.99	6334.06	76.97
AA+	237	15.71	592.75	7.20
AA	151	10.01	330.30	4.01
AA-	27	1.79	40.71	0.49
A+	3	0.20	6.2	0.08
A	7	0.46	5.63	0.07
A-	1	0.07	7.17	0.09
BBB-	1	0.07	0.65	0.01
无	388	25.71	911.26	11.07
合计	1,509	100.00	8,228.74	100.00

资料来源: WIND 资讯、联合评级整理。

(二) 利率分析

三季度资产支持证券一级市场发行利率较上半年有所攀升, AAA、AA+、AA级资产支持证券的平均发行利率分别为5.62%、5.88%和6.06%, 分别比上半

^③ 发行期数按未分层统计, 发行支数按分层数量进行统计。

年提高 47 个基点、21 个基点和 16 个基点，

在去杠杆的大背景下，2017 年前三季度债券市场的资金面整体处于紧平衡状态，债券发行利率维持相对高位，AAA、AA+、AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.34%、5.77% 和 6.01%，AAA 和 AA+ 之间、AA+ 和 AA 之间的级差分别为 43 个基点和 24 个基点。总体看，信用评级对资产支持证券的发行利率具有较为良好的区分性，信用级别越低，发行利率越高，反之亦然，具体发行利率见表 7^④。

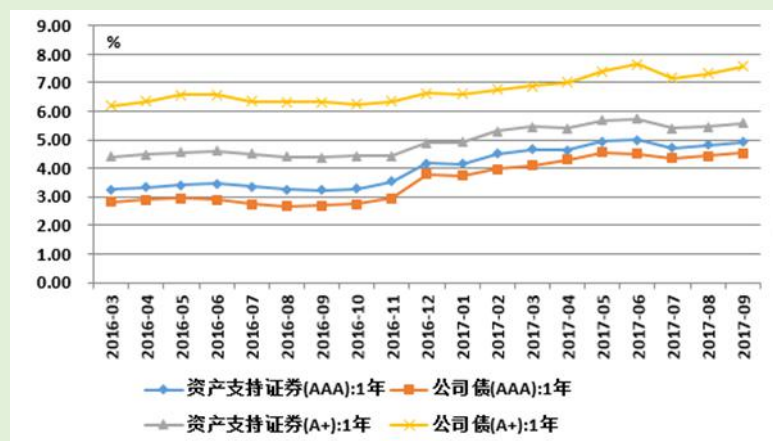
表 7 2017 年前三季度资产支持证券发行利率统计表 单位：个、%

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	675	3.60~7.75	5.34	—	0.68	0.13
AA+	222	4.30~10.00	5.77	0.43	0.81	0.14
AA	143	4.50~8.50	6.01	0.24	0.77	0.13

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

从二级市场看，自年初以来，资产支持证券的到期收益率震荡上行，保持在相对高位。与公司债相比，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 42 个基点、36 个基点和 31 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 9 个基点和 172 个基点。图 2 给出了今年资产支持证券到期收益率的走势。其中，三季度市场流动性较二季度略微宽松，各等级资产支持证券的平均到期收益率环比有所下降，AAA、AA+、AA、AA-、A+ 级资产支持证券平均到期收益率环比分别降低 5 个基点、9 个基点、10 个基点、11 个基点和 14 个基点。

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^⑤

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

^④ 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。

^⑤ 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。

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,今年1~9月AAA、AA+、AA级资产支持证券的发行利差均值分别为211BP、246BP、276BP,AAA和AA+之间的级差为35个基点,AA+和AA之间的级差为30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。2017年前三季度各等级资产支持证券发行利差分布见表8。

表8 2017年三季度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	675	12~550	211	70	—	0.33
AA+	222	53~718	246	83	35	0.34
AA	143	138~650	276	85	30	0.31

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AAA和AA+、AAA和AA、AA+和AA之间的利差分布在5%的显著性水平下进行检验。AAA级和AA+级、AAA级和AA级、AA+级和AA级之间的利差均具有显著差异,表明信用评级对资产支持证券的信用风险具有良好的区分能力。

表9 2017年前三季度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
AAA	—	0.0000	0.0000
AA+	0.0000	—	0.0143
AA	0.0000	0.0143	—

资料来源:WIND资讯、联合评级整理

三、结论及展望

在防风险、降杠杆的政策背景下,由于房地产、类平台、产能过剩等行业融资受限,加之融资成本上升导致的发行人融资意愿下降,2017年前三季度交易所债券市场发行期数、规模同比出现约50%的下降,融资成本较上年同期明显上升,但三季度以来平均发行利率有所下降。前三季度3年期和5年期公司债发行利率同比分别上升了72BP和139BP,达到5.34%和5.12%,主要来自于AAA级别利率的抬升。公司债信用等级对发行利率及利差呈现出较为明显的区分度,但来自于民营制造业企业发行的AA+级别债券偏离系数较高,投资者认可度较低。资产支持证券主要集中在AAA级别,三季度以来的发行利率较上半年有所攀升,信用评级对发行利率及利差均具有良好的区分性,各档产品具有显著差异。

十九大提出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,政府对经济下行容忍度提高,未来主要任务仍在供给侧改革,控风险、去杠杆将进入攻坚阶段,预计未来货币政策难以大幅放松,资金偏紧格局或将继续维持。近期出台的货币基金新规、PPN质押政策新规将加剧交易所债券市场债券品种、评级、期限等方面的信用利差分化。受上述因素影响,未来信用债一级和二级市场将会呈现一定波动,不同债券品种、不同评级、不同期限的信用利差可能会有所分化。