

2018 年公司债利差分析

研发部 孙田原

摘要：2018 年公司债共发行 798 期，同比增长 48.33%；债项信用等级主要集中于 AAA 级；公司债发行及交易定价较好的反映了债项等级差异；各债项等级对应 3 年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在 3 年期 AAA 级上的利差表现较优，AA+级上的利差上均表现优异。

一、公司债利差统计分析

（一）公司债发行概况

2018 年公开市场一般公司债共发行 798 期，同比增长 48.33%；发行总规模为人民币 10110.68 亿元，同比增长 79.21%；债项信用等级包括从 AAA 级至 AA 级的 3 个信用等级（图表 1）。从发行量看，AAA 级发行量最大，共 584 期，占比为 73.18%；从发行规模看，AAA 级发行规模亦是最大，占总发行规模的 85.72%。

图表 1 2018 年公司债发行量及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	584	73.18%	8666.61	85.72%
AA+	142	17.79%	1157.98	11.45%
AA	72	9.02%	286.09	2.83%
合计	798	100.00%	10110.68	100.00%

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

从公司债的发行期限¹来看，共包括 0.75 年、1 年、2 年、2.5 年、3 年、4 年、5 年、10 年和 15 年共九种期限类型。其中，3 年期公司债的发行量最大，共发行 500 期，占总发行量的 62.66%。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

本期报告选取样本数量最多的 3 年期公司债分析利差与信用等级、利差与评级机构之间的关系。2018 年 3 年期公司债共发行 500 期，剔除永续债样本以及截至 2019 年 1 月 9 日前未上市的 114 个样本，得到有效样本共 386 个。

¹ 对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

从图表 2 可以看出，3 年期公司债的发行利率、发行利差均与信用等级存在一定的关系：债项等级越高，发行利率、发行利差均值越小，图表 3 显示上市首日利率和交易利差亦然。

图表 2 2018 年 3 年期公司债各等级对应的发行利率和发行利差

债项等级	样本量	发行利率 (%)			发行利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	290	3.90~7.20	4.82	0.64	156.43	NR	57.90	0.37
AA+	67	4.33~8.18	6.15	1.05	286.21	129.79	102.41	0.36
AA	29	5.90~8.50	7.33	0.64	406.38	120.17	69.56	0.17

注：发行利差为公司债的发行利率减去公司债起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率，下同；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于 Wind 资讯，新世纪评级整理。

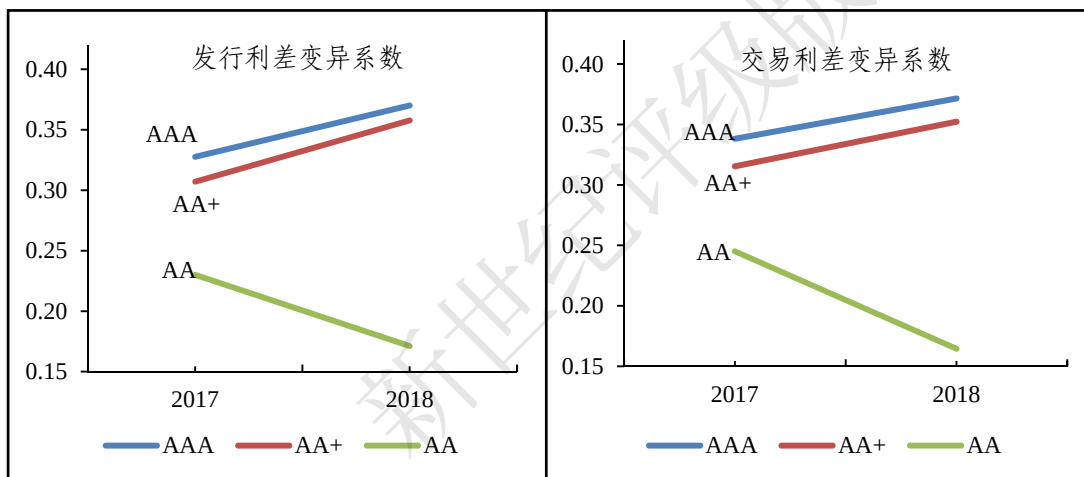
图表 3 2018 年 3 年期公司债各等级的上市首日利率和交易利差

债项等级	样本量	上市首日利率 (%)			交易利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	290	3.90~7.19	4.82	0.64	159.17	NR	59.13	0.37
AA+	67	4.32~8.17	6.15	1.04	288.78	129.61	101.74	0.35
AA	29	5.89~8.49	7.32	0.64	410.98	122.20	67.64	0.16

注：交易利差为公司债上市首日利率减去公司债上市日、同期限银行间固定利率国债到期收益率，下同；数据来源于 Wind 资讯，新世纪评级整理。

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与 2017 年相比，2018 年公司债 AAA 级与 AA+ 级发行利差和交易利差的变异系数有所上升，而 AA 级发行利差和交易利差的变异系数有所下降，与企业债情况类似。表明市场对 AAA 级和 AA+ 级超短期融资券发行人信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所扩大，而 AA 级明显缩小。（图表 4）。

图表 4 3 年期公司债利差变异系数趋势图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、公司债利差的影响因素分析

为检验债项信用等级及评级机构是否对公司债利差有影响，我们采用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法检验影响因子的显著性。

（一）债项信用等级对公司债利差的影响

为检验债项等级对 3 年期公司债利差影响的显著性，我们分别对债项等级为 AAA 级与 AA+级、AAA 级与 AA 级、AA+级与 AA 级 3 年期公司债间的发行利差、交易利差进行 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验，检验结果显示（图表 56）：在 5% 的显著性水平下，全市场各债项等级对应 3 年期公司债的发行利差、交易利差均存在显著差异，而新世纪所评主体中，AAA 级与 AA+级公司债的发行利差、交易利差存在显著差异，而 AA 级样本仅有三个，未进行检验。

图表 5 2018 年 3 年期公司债债项等级对利差影响的 Mann-Whitney U 检验

	AAA 与 AA+	AAA 与 AA	AA+与 AA
发行利差	0.000	0.000	0.007
交易利差	0.000	0.000	0.003

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 6 2018 年新世纪 3 年期公司债债项等级对利差影响的 Mann-Whitney U 检验

	AAA 与 AA+	AAA 与 AA	AA+与 AA
发行利差	0.006	-	-
交易利差	0.006	-	-

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）信用评级机构对公司债利差的影响²

2018 年，各评级机构在 3 年期公司债整体上表现出债项等级越高、发行利差均值越小的特征（图表 7），交易利差整体特征亦然（图表 8）。

图表 7 2018 年各评级机构所评 3 年期公司债发行利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信证券	联合信用	大公	东方金诚	鹏元	远东	总计
样本总量	62	172	109	30	13	5	1	392
AAA	样本量	40	144	78	22	6	4	294
	均值	149.58	148.33	169.27	189.51	191.37	217.33	158.95
	标准差	46.20	53.02	67.41	91.31	85.88	114.91	62.79
AA+	样本量	19	20	17	7	3	1	67

² 有 5 各样本同时由两家评级机构提供评级服务，1 个样本同时由三家平机构提供评级服务，分别为两家评级机构、三家平机构的样本，1 各样本无评级信息，故 3 年期公司债总样本为 392 个。

	均值	230.44	285.57	326.77	352.95	279.61	292.92	—	287.27
	标准差	60.19	88.91	124.84	119.31	137.17	—	—	103.44
AA	样本量	3	8	14	1	4	—	1	31
	均值	338.61	393.94	437.77	374.85	382.81	—	342.69	404.67
	标准差	122.62	81.10	41.33	—	46.09	—	—	68.48

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 8 2018 年各评级机构所评 3 年期公司债交易利差均值（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信证券	联合信用	大公	东方金诚	鹏元	远东	总计
样本总量	62	172	109	30	13	5	1	392
AAA	样本量	40	144	78	22	6	4	294
	均值	152.73	148.89	175.21	196.32	187.66	224.86	161.77
	标准差	50.56	54.03	68.96	90.34	80.95	102.29	64.16
AA+	样本量	19	20	17	7	3	1	67
	均值	232.19	289.76	327.90	357.60	281.88	289.52	289.84
	标准差	61.80	94.24	120.03	112.09	127.62	—	102.70
AA	样本量	3	8	14	1	4	—	31
	均值	339.10	390.84	444.26	410.81	382.38	—	354.00
	标准差	127.92	71.46	38.02	—	44.94	—	66.80

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 7~8 显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，但这并不能说明这种差异具有显著性。通过 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验可知，在 5% 的显著性水平下，在 AAA 级方面，除中诚信的发行利差显著低于联合，交易利差显著低于联合及大公外，其余各评级机构间发行利差、交易利差均无显著差异；在 AA+ 级方面，除新世纪所评部分上海国企利率较低，使得发行利差、交易利差显著低于联合及大公外，其余各评级机构间发行利差、交易利差均无显著差异；在 AA 级方面，中诚信与联合间发行利差无显著差异，而中诚信的交易利差则显著低于联合。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。