

2019年第一季度公司债利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶

2019年第一季度公司债共发行171期，同比增长43.70%；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。

一、公司债利差统计分析

（一）公司债发行概况

2019年第一季度公开市场一般公司债共发行171期，同比增长43.70%；发行总规模为人民币2162.24亿元，同比增长73.00%；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120期，占比为70.18%；从发行规模看，AAA级发行规模亦是最大，占总发行规模的82.27%。

图表1·2019年第一季度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	120	70.18%	1778.80	82.27%
AA+	42	24.56%	315.54	14.59%
AA	9	5.26%	67.90	3.14%
合计	171	100.00%	2162.24	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1年、2年、3年、5年和10年共五种期限类型。其中，3年期公司债的发行量最大，共发行106期，占总发行量的61.99%。

（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。2019年第一季度3年期公司债共发行106期，剔除永续债样本，得到有效样本共92个。

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相关关系：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2·2019年第一季度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	65	3.45-6.00	4.10	0.58	134.34	NR	58.06	0.43
AA+	22	4.00-7.50	5.15	1.16	237.29	102.94	116.46	0.49
AA	5	7.36-7.80	7.58	0.16	483.32	246.04	18.86	0.04

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3·2019年第一季度3年期公司债各等级的上市首日利率和交易利差

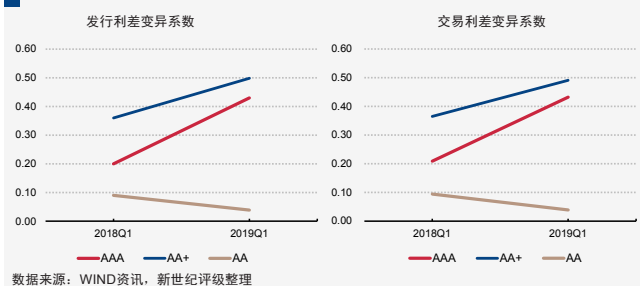
债项等级	样本量	上市首日利率（%）			交易利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	65	3.45-5.99	4.10	0.58	131.20	NR	56.41	0.43
AA+	22	4.00-7.49	5.14	1.16	235.29	104.08	117.24	0.50
AA	5	7.35-7.79	7.57	0.16	477.98	242.69	18.53	0.04

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。

¹对于具有选择权的债券，期限为选择权之前的期限。

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。与上年同期相比，2019年第一季度公司债AAA级和AA+级发行利差和交易利差的变异系数有所上升，样本利差离散程度有所扩大，而AA级发行利差和交易利差的变异系数略有下降，样本利差离散程度有所缩小。（图表4）。

图表4-3年期公司债利差变异系数趋势图



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5）：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。

图表5-2019年第一季度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	0.001
交易利差	0.000	0.000	0.001

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

2019年第一季度，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6），交易利差整体特征亦然（图表7）。

图表6~7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，但由此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级和AA+级上中诚信证券和联合信用间的发行利差、交易利差均无显著差异，而其余机构及级别上由于样本太少，未进行检验。

图表6-2019年第一季度各评级机构所评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	总计
样本总量	9	43	31	2	5	2	92
AAA							
样本量	4	35	23	1	1	1	65
均值	122.30	140.66	125.13	189.82	139.58	112.49	134.34
标准差	22.22	63.94	55.50	91.31	—	—	58.06
AA+							
样本量	4	7	7	—	3	1	22
均值	191.79	237.04	187.91	—	368.91	371.70	237.29
标准差	22.56	132.96	49.27	—	183.39	—	116.46
AA							
样本量	1	1	1	1	1	—	5
均值	506.74	461.03	492.84	467.26	488.74	—	483.32
标准差	—	—	—	—	—	—	18.86

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7-2019年第一季度各评级机构所评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	总计
样本总量	9	43	31	2	5	2	92
AAA							
样本量	4	35	23	1	1	1	65
均值	118.37	137.27	123.34	180.66	114.22	118.45	131.20
标准差	12.95	62.16	54.57	90.34	—	—	56.41
AA+							
样本量	4	7	7	—	3	1	22
均值	184.35	242.24	181.67	—	364.75	377.32	235.29
标准差	29.79	134.16	51.81	—	174.07	—	117.24
AA							
样本量	1	1	1	1	1	—	5
均值	510.55	466.64	474.90	471.14	466.67	—	477.98
标准差	—	—	—	—	—	—	18.53

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理