

2019年上半年度企业债利差分析

■ 文 / 周美玲

摘要 ▶▶▶

2019年上半年度企业债发行等级分布较均匀，规模上仍AAA级居首。由于某些评级机构发行的AAA级与AA+级债券的发行利率较为接近，使得企业债整体AAA级与AA+级的发行利差和交易利差的显著性不明显。从各机构的利差比较来看，新世纪评级在各等级上的表现均优异。

一、企业债利差统计分析

（一）企业债发行概况

2019年上半年度市场共发行一般企业债175期（不含项目收益债NPB及浮动利率债券），同比增长94.44%，债项信用等级包含AAA级、AA+级和AA级3个信用等级。从发行量来看，各等级发行量相对均匀，AAA级发行数量相对较多；AAA级发行规模最大，总发行额为647.30亿元，占比45.97%（图表1）。

图表1·2019年上半年度企业债发行期数及发行规模的债项信用等级分布

债项信用等级	发行量		发行规模	
	发行量(期)	占比	发行规模(亿元)	占比
AAA	67	38.29%	647.30	45.97%
AA+	48	27.43%	369.19	26.22%
AA	60	34.29%	391.70	27.82%
合计	175	100.00%	1408.19	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

从企业债的发行期限¹来看，包括3年、4年、5年、7年、10年、15年等多种期限，其中7年期发行数量最多，共129期，占总发行期数的73.71%。

¹有选择权的，期限为选择权之前的期限。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

由于企业债的期限分布较为分散，新世纪评级选取所有发行量较大的7年期企业债为统计样本，进行利差的统计分析，共计129个样本。

企业债的发行利率、上市首日利率与债项信用等级的对应关系明显，债项信用等级越高，发行利率和上市首日利率越低，发行利差和交易利差均值越小（图表2、图表3）。

图表2·2019年上半年度7年期企业债各债项等级的发行利率和发行利差

债项信用等级	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	40	3.8-8	6.52	1.18	329.03	NR	120.25	0.37
AA+	39	5.05-8.5	6.90	0.96	364.04	35.01	100.13	0.28
AA	50	6.4-8.5	7.68	0.42	449.53	85.49	45.34	0.10

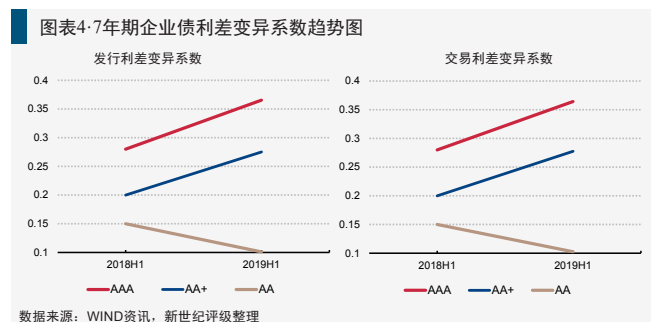
注：发行利差为企业债的发行利率减去企业债起息日、同期限的中债国债到期收益率。
数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理。

图表3·2019年上半年度7年期企业债各等级的上市首日利率和交易利差

债项信用等级	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	40	3.8-8	6.52	1.18	327.26	NR	119.23	0.36
AA+	39	5.05-8.5	6.90	0.96	364.58	37.31	101.25	0.28
AA	50	6.4-8.5	7.68	0.42	447.66	83.08	45.87	0.10

注：交易利差为企业债上市首日利率减去企业债上市日、同期限中债国债到期收益率。
数据来源：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。与上年同期相比，2019年上半年度AAA级和AA+级的发行利差和交易利差变异系数有所上升，表明AAA级和AA+级利差样本的离散度有所扩大；AA级发行利差和交易利差的变异系数略有下降，表明AA级样本的离散度有所收缩（图表4）。



二、企业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企业债利差有影响，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）债项信用等级对企业债利差的影响

为检验7年期企业债的债项等级对利差影响是否显著，我们分别对债项等级为AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级间7年期企业债的发行利差、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，AAA级和AA+级利差不存在显著差异，主要可能是部分公司给予的AAA级样本利差较大所致；而其余级别间的发行利差、交易利差均存在显著差异。

图表5-2019年上半年度7年期企业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	0.370	0.000	0.000
交易利差	0.268	0.000	0.000

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（二）信用评级机构对企业债利差的影响²

以7年期企业债为研究对象，对各评级机构各等级的利差均值进行比较。大公因为AAA级仅有一个样本且利差较高导致其AAA级利差与AA+级、AA级出现倒挂，其余机构各级别间发行、交易利差均随债项信用等级上升而下降（图表6~7）。

图表6和图表7的利差均值统计数据表现出机构间存在发行利差和交易利差存在较大程度的差异，且通过Mann-Whitney U两独立样本非参数检验法³验证可知：5%显著性水平下，7年期企业债AAA级，新世纪的发行利差和交易利差显著低于中证鹏元和东方金诚；7年期企业债AA+级，新世纪显著低于大公和中证鹏元；7年期企业债AA级，各机构间不存在显著差异。

图表6-2019年上半年度各评级机构7年期企业债发行利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	中证鹏元	东方金诚	总计
样本总量	15	23	11	7	46	31	133
AAA	样本量	5	4	4	1	14	40
	均值	152.64	263.22	325.58	441.01	366.65	372.38
	标准差	66.39	105.63	145.48	-	92.52	120.25
AA+	样本量	5	9	5	5	12	43
	均值	241.02	345.84	403.22	431.94	405.67	372.15
	标准差	108.13	115.63	40.81	30.35	90.76	99.03
AA	样本量	5	10	2	1	20	50
	均值	423.09	435.08	447.06	437.28	459.68	449.53
	标准差	25.80	66.40	39.58	-	38.69	45.34

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7-2019年上半年度各评级机构7年期企业债交易利差（单位：BP）

评级机构	新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	中证鹏元	东方金诚	总计
样本总量	15	23	11	7	46	31	133
AAA	样本量	5	4	4	1	14	40
	均值	150.75	263.99	323.82	432.06	363.71	371.80
	标准差	64.51	95.00	146.07	-	91.13	101.56
AA+	样本量	5	9	5	5	12	43
	均值	242.81	346.43	399.99	432.85	407.64	377.91
	标准差	109.84	118.37	48.23	30.90	91.29	70.30
AA	样本量	5	10	2	1	20	50
	均值	422.63	433.81	444.21	441.12	457.64	454.10
	标准差	22.24	64.55	45.61	-	39.84	46.49

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

²共有5个样本同时由两家评级机构提供评级服务，其中一家为联合信用，从总样本中剔除，最终总样本为133个。

³同一债项级别少于5个统计样本的机构不参与检验。