

## 2019 年第三季度企业债利差分析

研发部 周美玲

**摘要:**2019 年第三季度企业债发行等级分布主要集中在 AAA 级和 AA+级, 规模上仍 AAA 级居首。由于某些评级机构发行的 AAA 级与 AA+级债券的发行和交易利差发生倒挂, 使得企业债整体 AAA 级与 AA+级的发行和交易利差不存在显著性。从各机构的利差比较来看, 新世纪评级在 AAA 级和 AA+级上的表现优异。

### 一、企业债利差统计分析

#### (一) 企业债发行概况

2019 年第三季度市场共发行一般企业债 82 期 (不含项目收益债 NPB 及浮动利率债券), 同比增长 67.35%, 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, AAA 级和 AA+级发行数量相对较多; AAA 级发行 518.3 亿元, 规模最大, 占比 61.24% (图表 1)。

图表 1 2019 年第三季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	40	48.78%	518.3	61.24%
AA+	30	36.59%	232.2	27.44%
AA	12	14.63%	95.8	11.32%
合计	82	100.00%	846.3	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<sup>1</sup>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 48 期, 占总发行期数的 58.54%。

#### (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 48 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

<sup>1</sup> 有选择权的, 期限为选择权之前的期限。

表 2、图表 3)。

图表 2 2019 年第三季度 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	16	3.83-7.60	6.02	1.31	289.74	NR	130.64	0.45
AA+	24	4.68-8.00	6.45	1.05	331.95	42.21	103.79	0.31
AA	8	6.23-8.50	7.28	0.80	417.37	85.42	80.00	0.19

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。数据来源于 Wind 资讯，新世纪评级整理。

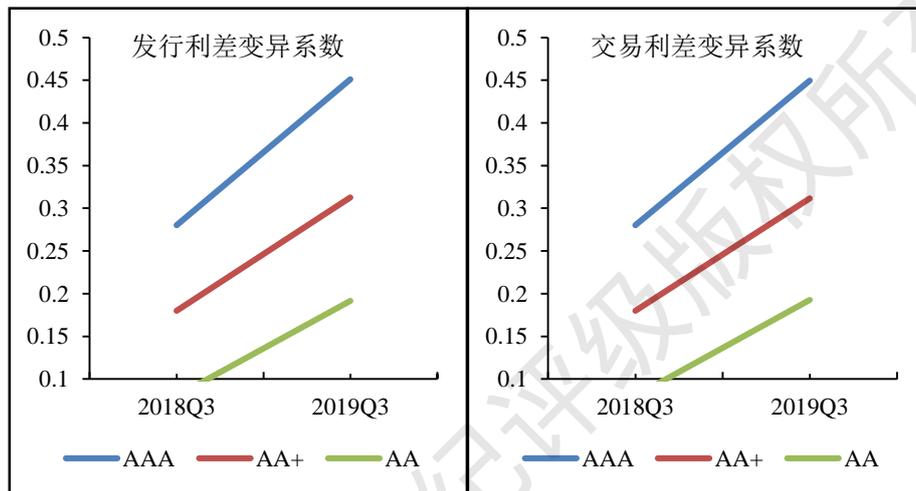
图表 3 2019 年第三季度 7 年期企业债各等级的上市首日利率和交易利差

债项信用等级	样本量	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	16	3.83-7.60	6.02	1.31	290.13	NR	130.44	0.45
AA+	24	4.69-8.00	6.45	1.05	331.63	41.50	103.33	0.31
AA	8	6.23-8.50	7.27	0.80	416.42	84.79	80.30	0.19

注：交易利差为企业债上市首日利率减企业债上市日、同期限中债国债到期收益率；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。与上年同期相比，2019 年第三季度各等级的发行利差和交易利差变异系数均有所上升，表明样本的离散度有所扩大（图表 4）。

图表 4 7 年期企业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、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，延续了上半年度的情形，主要原因是部分公司给予的 AAA 级样本利差较大所致；AA+级与 AA 级交易利差勉强通过检验。

图表 5 2019 年第三季度 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	0.408	0.032	0.041
交易利差	0.392	0.032	0.050

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<sup>2</sup>

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。中证鹏元和东方金诚 AAA 级利差与 AA+级均出现倒挂；大公样本量小，AA+级与 AA 级呈倒挂状态；新世纪、中诚信国际和联合资信三家机构的各等级间的发行、交易利差均呈现等级越高，利差越小（图表 6~7）。

图表 6 2019 年第三季度各评级机构 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	6	8	3	3	20	8	48	
AAA	样本量	2	3	-	1	8	2	16
	均值	<b>162.54</b>	<b>132.53</b>	-	<b>194.54</b>	<b>364.25</b>	<b>402.30</b>	<b>289.74</b>
	标准差	26.13	58.48	-	-	93.45	44.92	130.64
AA+	样本量	4	5	1	1	9	4	24
	均值	<b>235.32</b>	<b>377.29</b>	<b>311.00</b>	<b>441.33</b>	<b>323.84</b>	<b>368.03</b>	<b>331.95</b>
	标准差	124.82	62.20	-	-	97.62	120.38	103.79
AA	样本量	-	-	2	1	3	2	8
	均值	-	-	<b>379.82</b>	<b>340.05</b>	<b>403.90</b>	<b>513.79</b>	<b>417.37</b>
	标准差	-	-	93.30	-	56.78	41.35	80.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

<sup>2</sup> 本期由于各机构样本量均较小，不再进行机构间的利差显著性检验分析。

图表 7 2019 年第三季度各评级机构 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	6	8	3	3	20	8	48	
AAA	样本量	2	3	-	1	8	2	16
	均值	<b>163.29</b>	<b>131.85</b>	-	<b>191.51</b>	<b>364.61</b>	<b>405.76</b>	<b>290.13</b>
	标准差	24.32	57.04	-	-	90.97	44.61	130.44
AA+	样本量	4	5	1	1	9	4	24
	均值	<b>234.89</b>	<b>376.11</b>	<b>317.66</b>	<b>433.92</b>	<b>322.45</b>	<b>371.34</b>	<b>331.63</b>
	标准差	125.54	62.36	-	-	96.84	119.24	103.33
AA	样本量	-	-	2	1	3	2	8
	均值	-	-	<b>380.13</b>	<b>340.81</b>	<b>401.61</b>	<b>512.72</b>	<b>416.42</b>
	标准差	-	-	92.44	-	59.42	44.47	80.30

数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

新世纪评级版权所有

## 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。