

2018 年公司债利差分析报告



2018 年公司债¹利差分析报告

联合信用评级有限公司

概要

2018 年一般公司债发行保持扩容势头，主体级别和债项级别均呈现向 AAA 级集中趋势。虽然存在中美贸易战加剧、违约事件不断爆发等负面因素，但由于下半年资金面相对宽松，加之政府加大对民营企业债券融资支持力度，2018 年一般公司债发行利率整体呈波动下行走势；但各等级利率均值同比出现明显分化，其中 AAA 级别一般公司债发行利率均值同比有所下行，AA+级和 AA 级发行利率均值同比上行幅度较大。在信用风险事件高发的影响下，2018 年 3 年期和 5 年期 AAA 级一般公司债发行利差同比小幅上行，而 AA+和 AA 级一般公司债发行利差同比走扩明显。市场整体及联合评级所评的一般公司债发行利差均通过了显著性检验，各等级一般公司债利差区分度较好，一般公司债发行定价较好的反映了信用等级差异。

一、发行及级别分布概况

（一）市场整体概况

由于 2018 年一般公司债到期数量较多，发行人再融资需求较高，以及受到政府加大对民营企业债券融资支持力度等政策支持影响，2018 年一般公司债发行家数、发行期数和发行规模均有所增加。具体来看，2018 年一般公司债发行家数、发行期数和发行规模分别为 427 家、796 期和 10034.78 亿元，同比分别增长 19.94%、48.23%和 78.03%。

从级别分布来看，一般公司债发行呈现如下特征：一般公司债发行主体级别分布于 AAA~AA-级。其中，AAA 级发行人占比（54.80%）最大，同比上升了 17 个百分点；AA+级发行人占比（24.36%）次之，与上年基本持平；AA 级发行人占比（19.67%）居于第三，同比下降了 17 个百分点；AA-级发行人占比（1.17%）仍较小，与上年变化不大。一般公司债债项级别分布于 AAA~AA 级。其中 AAA 级债券占比（73.24%）最大，同比上升了 19 个百分点；AA+级占比

¹ 由于私募债信息披露不全，本文分析对象为交易所债券市场发行的一般公司债。

(17.71%) 次之，同比略有下降（4 个百分点）；AA 级债券占比（9.05%）居于第三，同比下降了 16 个百分点。整体看，一般公司债主体和债项级别均向 AAA 级集中，主要原因可能是受本年度国内债券违约事件多发、投资者信用风险偏好下降，低等级债券融资成本提高或发行困难，以及监管简化部分优质企业发行审核程序²等因素影响。

表 1 2017~2018 年一般公司债发行及级别分布情况

级别	2018 年			2017 年		
	主体 (家)	债项 (期)	规模 (亿元)	主体 (家)	债项 (期)	规模 (亿元)
AAA	234	583	8596.41	134	291	4006.50
AA+	104	141	1147.98	82	114	969.79
AA	84	72	290.39	129	132	660.43
AA-	5	-	-	10	-	-
A+	-	-	-	1	-	-
合计	427	796	10034.78	356	537	5636.72

注：1.按照债券起息日统计，以下同；2.发行规模按债券级别分类统计，以下同。

数据来源：联合评级 COS 系统

（二）联合评级承做概况

2018 年，联合评级共对 107 家发行人所发的 240 期一般公司债提供评级服务，发行规模合计 2994.01 亿元，同比均有所增加。联合评级所承做的一般公司债发行家数、发行期数和发行规模在市场整体中的占比分别为 25.06%、29.89% 和 29.65%，均较上年略有下降。

2018 年，联合评级所评一般公司债的发行人级别和债券级别均主要分布于 AAA~AA 级，且均以 AAA 级为主。AAA 级主体发行家数、AAA 级债项发行期数和发行规模占比分别为 48.60%、70.00% 和 81.20%，较上年分别上升了 9 个、14 个和 13 个百分点；AA 级占比同比均有所下降；AA+级占比同比变化不大。整体看，联合评级所评一般公司债主体和债项级别均向 AAA 级集中，与市场整体表现一致。

² 2018 年三季度，上交所和深交所先后发布《上海证券交易所公司债券预审核指南（五）——优化融资监管》、《深圳证券交易所公司债券业务办理指南第 4 号——公司债券优化审核程序》，通过对市场认可度高、行业地位显著、经营财务状况稳健且已在债券市场多次开展债券融资的公司申请发行公司债券实行简化审核，此举将有效提高公司债发行效率，便利相关企业融资。

表 2 2017~2018 年联合评级所评一般公司债发行及级别分布情况

	2018 年			2017 年		
	主体(家)	债项(期)	规模(亿元)	主体(家)	债项(期)	规模(亿元)
AAA	52	168	2431.15	42	93	1221.20
AA+	26	39	418.86	20	33	342.17
AA	29	33	144	42	43	227.48
AA-	-	-	-	2	-	-
合计	107	240	2994.01	106	169	1790.85
联合评级占比(%)	25.06	29.89	29.65	29.78	31.35	31.69

注：1.如果债券或发行人具有双评级或多评级，在计算联合评级市场占有率时总数按两只或多只分别进行统计。

数据来源：联合评级 COS 系统

整体来看，2018 年一般公司债发行总体保持扩容势头，发行家数、发行期数和发行规模同比均有所增加；全市场和联合评级所评的一般公司债主体级别和债项级别均主要分布于 AAA 级~AA 级，且呈现向 AAA 级集中趋势。

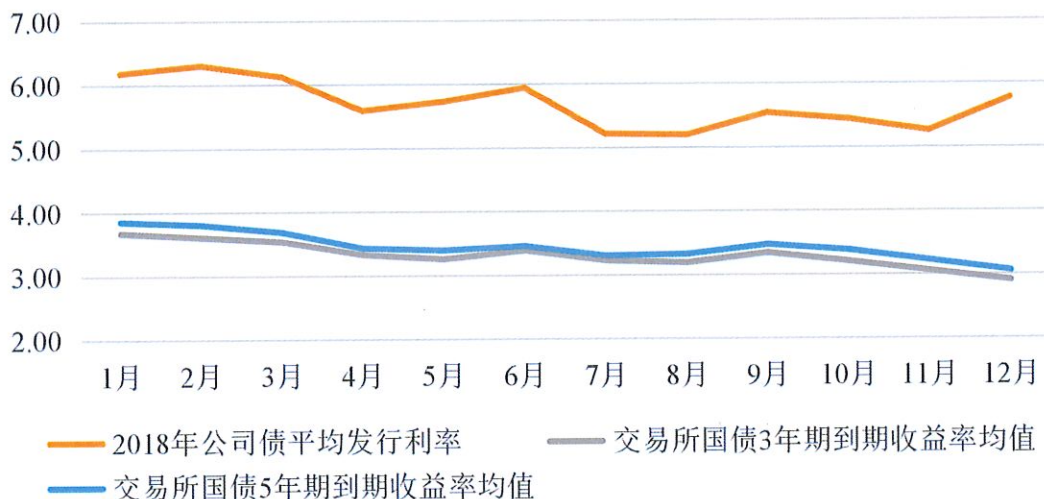
二、发行利率

（一）2018 年一般公司债发行利率整体呈波动下行走势

本年度，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证了资金面的整体稳定。在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下，央行分别于 2018 年 1 月、4 月、7 月和 10 月实施四次定向降准³；同时，央行灵活开展公开市场操作，综合运用逆回购、中期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、临时准备金动用安排（CRA）、国库定存等工具提供不同期限流动性，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，同时适当加大中长期流动性投放力度，保证了流动性的合理充裕。在此背景下，交易所国债 3 年期到期收益率和 5 年期到期收益率均呈波动下行趋势。公司债发行利率走势基本与交易所国债到期收益率相同，呈波动下行趋势，但受到期间监管政策调整、违约事件高发以及美联储加息等事件冲击的影响，投资者在不同月份对公司债风险溢价要求变动较大，

³ 2018 年 1 月普惠金融定向降准 0.5 个百分点；4 月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行及外资银行定向降准 1 个百分点用于置换到期 MLF；7 月对大型商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准 0.5 个百分点用于支持“债转股”和小微企业融资；10 月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准 1 个百分点用于置换部分 MLF 和提供支持小微企业、民营企业和创新型企业的资金来源。

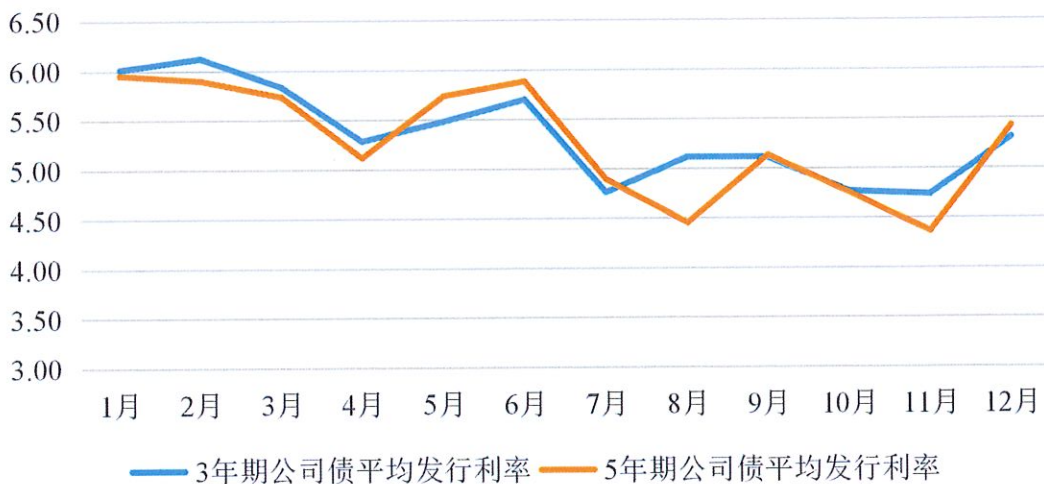
导致公司债发行利率走势在全年的波动幅度相对交易所国债到期收益率较大。



资料来源：联合评级 COS 系统

图 1 2018 年一般公司债平均发行利率与交易所国债到期收益率走势 单位：%

从发行量最大的 3 年期一般公司债来看，发行利率在 1 至 11 月份呈现波动下行走势，12 月份快速升高，其中 2 月处于最高点，平均发行利率达到 6.12%；11 月处于最低点，平均发行利率为 4.74%。5 年期一般公司债发行利率走势基本与 3 年期相同，平均发行利率在 1 月份和 11 月份达到最高点和最低点，分别为 5.95% 和 4.36%。



资料来源：联合评级 COS 系统

图 2 2018 年 3 年期和 5 年期一般公司债平均发行利率走势 单位：%

(二) 各级别公司债发行利率同比走势分化：AAA 级发行利率同比下行，AA+级和 AA 级发行利率同比上行

与 2017 年“合理稳定”的货币政策相比，2018 年下半年起，央行货币政策逐步向“合理宽裕”调整，资金面整体呈宽松态势，但受 2018 年信用债集中到期压力骤增、中美贸易战加剧以及经济下行压力不断增加等负面因素影响，债券市场违约和调降事件同比明显增加，使得投资者投资避险情绪骤增而倾向配置较高级别的信用债。在此背景下，与 2017 年相比，2018 年一般公司债平均发行利率随信用级别高低呈分化态势。具体来看，2018 年，AAA 级 3 年期和 5 年期一般公司债平均发行利率同比分别下降了 9BP 和 10BP，而 AA+级 3 年期一般公司债与 5 年期一般公司债、AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利率同比却分别上升了 42BP、85BP 和 75BP。

表 3 2017 年~2018 年一般公司债平均发行利率情况

期限	级别	2018 年 (%)	2017 年 (%)	同比变化 (BP)
3 年期	AAA	4.83	4.92	-8.89
	AA+	6.12	5.70	41.89
	AA	7.33	6.58	75.02
5 年期	AAA	5.00	5.10	-10.41
	AA+	6.36	5.51	85.19

数据来源：联合评级 COS 系统

(三) 联合评级所评一般公司债发行利率情况

从联合评级所评的一般公司债来看，AAA 级 3 年期和 5 年期一般公司债平均发行利率较上年分别下降了 4BP 和 9BP，而 AA+级 3 年期一般公司债与 5 年期一般公司债、AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利率较上年分别上升了 90BP、112BP 和 131BP。整体来看，联合评级所评一般公司债的发行利率变化趋势与市场一致。

表 4 2017 年~2018 年联合评级所评一般公司债平均发行利率情况

期限	级别	2018 年 (%)	2017 年 (%)	同比变化 (BP)
3 年期	AAA	4.98	5.02	-4
	AA+	6.55	5.65	90
	AA	7.61	6.49	112
5 年期	AAA	5.01	5.09	-8
	AA+	7.10	5.79	131

资料来源：联合评级 COS 系统

整体来看，2018 年一般公司债发行利率整体呈波动下行走势；但各评级利率均值同比变化不一，其中 AAA 级别一般公司债发行利率均值同比有所下行，AA+级和 AA 级发行利率均值同比上行幅度较大。联合评级所评一般公司债发行利率变化趋势与市场一致。

三、发行利差

(一) AAA 级和 AA+级一般公司债的变异系数较高，市场对部分 AAA 级和 AA+级一般公司债的评级认可度相对较低

从 3 年期和 5 年期一般公司债发行利差情况看，整体呈现如下特征：（1）3 年期和 5 年期一般公司债发行利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大的趋势；（2）3 年期 AA+~AAA 级级差比 AA~AA+级高，可能是投资者对于 AAA 级以下债券风险溢价要求较高所致；（3）AAA 级和 AA+级一般公司债的变异系数较高，反映出市场对部分 AAA 级和 AA+级一般公司债的评级认可度相对较低，如一些民营企业所发的 AAA 级和 AA+级一般公司债以及主体级别较低（多为 AA 级）经担保增信达到 AAA 级的一般公司债发行利差较高。

表 5 2018 年一般公司债发行利差统计情况

期限	债项信用等级	样本数 (个)	利率		发行利差		
			区间 (%)	均值 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
3 年期	AAA	296	3.90~7.70	4.83	157.23	-	38.56
	AA+	69	4.33~8.18	6.12	283.19	125.96	36.17
	AA	30	5.90~8.50	7.33	405.24	122.05	16.94
5 年期	AAA	66	4.18~8.30	5.00	161.24	-	35.59
	AA+	7	5.50~7.80	6.36	296.71	135.47	27.36

注：1. 如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，例如债券的原始期限设计为“3+2”，则期限为 3 年；2 发行利差，即债券发行利率与其起息日同期限同市场固定利率国债收益率的差额，国债收益率为中证国债到期收益率；3. 级差指某信用等级的利差均值减去比该信用等级高一个子级的利差均值，AAA 级无级差；4. 变异系数为利差的标准差与利差均值的比；5. 如果债券或发行人具有双评级或多评级，当级别相同，则按一次统计，当级别不同，则按不同级别分别统计。

资料来源：联合评级 COS 系统

(二) 一般公司债发行利差同比均有所扩大, AA+和 AA 级发行利差同比走扩明显

与上年同期相比, 2018 年 3 年期和 5 年期各级别一般公司债发行利差均有所扩大, 且各级别发行利差增幅呈现随级别降低而逐步扩大的趋势。细分来看, AAA 级一般公司债发行利差同比上升幅度较小, 而 AA+及 AA 级同比上升幅度较大, 主要是由于信用风险事件频发使得投资者避险情绪增加, 对低级别债券风险补偿要求明显增加所致。

表 6 2017 年~2018 年一般公司债利差及变化情况

期限	级别	2018 年 (BP)	2017 年 (BP)	同比变化 (BP)
3 年期	AAA	157.23	145.61	11.62
	AA+	283.19	230.38	52.81
	AA	405.24	316.96	88.28
5 年期	AAA	161.24	151.83	9.41
	AA+	296.71	200.84	95.87
	AA	-	362.00	-

数据来源: 联合评级 COS 系统

(三) 利差显著性检验

我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法, 对 2018 年 3 年期和 5 年期不同信用等级的一般公司债发行利差的差异性进行了显著性检验。

检验结果显示, 在 95%的置信水平下, 3 年期和 5 年期一般公司债的发行利差差异均显著, 表明信用等级对一般公司债风险定价具有较好的区分度。

表 7 2018 年一般公司债债项等级对发行利差影响的显著性检验-全市场

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	—	0.000	—
	AA+	0.000	—	—

注: P 值小于 0.05, 说明存在显著差异, 以下同。

资料来源: 联合评级 COS 系统

(四) 联合评级参与评级的一般公司债发行利差情况

从联合评级所评一般公司债看, 各信用等级一般公司债发行利差随着债项

级别的下降而增大。3 年期 AA+~AAA 级级差比 AA~AA+ 级高，可能是投资者对于 AAA 级以下债券风险溢价要求较高所致；3 年期 AAA 级和 AA+ 级债券的变异系数相对较高，可能存在投资者对 3 年期 AAA 级和 AA+ 级一般公司债的信用风险认可度不一致的现象。

与上年同期相比，联合评级所评的 3 年期和 5 年期各等级一般公司债发行利差均有所扩大，且各等级发行利差增幅呈现随等级降低而逐步扩大的趋势。细分来看，AAA 等级一般公司债发行利差同比上升幅度较小，而 AA+ 及 AA 级同比上升幅度较大，与市场变化趋势一致。

表 8 2018 年联合评级所评一般公司债发行利差及变化情况

期限	债项级别	样本数	发行利差			
			均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	同比变化 (BP)
3 年期	AAA	80	172.37	-	43.75	20.25
	AA+	17	326.77	154.40	38.20	254.25
	AA	14	437.77	111.00	9.44	346.41
5 年期	AAA	22	160.29	-	19.22	3.11
	AA+	2	360.79	200.50	28.01	248.30

资料来源：联合评级 COS 系统

从显著性检验情况看，剔除样本量较少的 5 年期一般公司债，联合评级所评 3 年期各等级一般公司债的发行利差差异显著，表明联合评级所评一般公司债债项等级整体具有良好的利差区分性，市场对于联合评级出具的一般公司债债项等级认可度较高。

表 9 2018 年一般公司债等级对发行利差影响的显著性检验-联合评级

期限	信用等级	AAA	AA+	AA
3 年期	AAA	—	0.000	0.000
	AA+	0.000	—	0.021
	AA	0.000	0.021	—

资料来源：联合评级 COS 系统

整体来看，在信用风险事件多发的影响下，AA+ 和 AA 级发行利差同比走扩明显。全市场和联合评级所评的一般公司债各信用等级之间的发行利差均具有良好的区分性。

四、2019 年展望

2018 年中央经济工作会议明确指出，货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。与 2017 年稳健中性的表态相比，2018 年中央经济工作会议取消了“中性”的表述，再结合此前央行降准、支持小微企业与民营企业融资等情况来看，货币政策宽松态势有所显现，预期未来大概率仍会降准。在此背景下，预期债券融资成本将有所下降，特别是优质民企发行利率可能会有明显下行。但也要看到，2018 年民企违约事件激增，纾困政策下道德风险或有所加大，市场对于弱资质民企信用风险担忧不减，预计不同资质企业的信用利差或将继续分化。

