

2019 年一季度公司债利差分析报告

——各信用等级公司债发行利差分化，信用等级对利差区分显著

2019 年 4 月 23 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

网址：www.lhratings.com

邮箱：lianhe@lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

网址：www.unitedratings.com.cn

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

2019 年一季度公司债利差分析报告

——各信用等级公司债发行利差分化，信用等级对利差区分显著

联合资信 联合评级 研究部 李天娇

概要

2019 年一季度，监管积极鼓励民企和小微企业融资，再加上央行实施稳健的货币政策，市场资金面整体宽松，流动性整体处于合理充裕状态，资金利率同比下行，公司债发行期数和发行规模同比均有所增加。在发行利率和发行利差方面，AAA 级和 AA+级各期限一般公司债平均发行利率和平均发行利差环比和同比均有所下行，AA 级 3 年期一般公司债平均发行利率和平均发行利差环比和同比均有所上行。AA 级一般公司债级差大于 AA+级一般公司债级差。在 95%的置信水平下，3 年期各级别公司债的利差差异均显著，表明信用等级对 3 年期一般公司债风险定价具有较好的区分度。

展望二季度，各地区各部门仍将陆续出台各项政策引导资金流向民营企业和小微企业，流动性或将继续处于合理充裕状态，债券融资成本将继续下降，特别是优质民企发行利率可能会有明显下行，但市场对于弱资质民企信用风险担忧不减，预计高低等级企业的信用利差或将继续分化。

一、发行概况

公司债发行期数、发行家数和发行规模同比均明显增加

2019 年一季度（以下简称“本季度”），我国交易所市场共有 309 家发行人发行公司债（包括一般公司债和私募债）393 期，发行规模合计 4259.66 亿元¹。与上期相比，本季度公司债发行期数、发行家数和发行规模分别减少 21.56%、20.83%和 27.40%，主要是因为元旦、春节等假期和季节性因素影响所致。与上年同期相比，本季度公司债发行期数、发行家数和发行规模分别增长 63.75%、56.70%和 106.55%，主要是因为本季度资金面较为稳定、流动性合理充裕，政策积极鼓励民企和小微企业融资²，市场信心有所提振，再加上本季度到期债券高

¹ 按起息日统计，以下同。

² 2019 年 2 月 14 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，要求各地区各部门加大金融政策支持力度，强化融资服务基础设施建设，完善绩效考核和激励机制，进一步解决民营企业融资难融资贵问题。3 月 5 日，政府工作报告指出，稳健的货币政策要松紧适度，在实际执行过程中，要保持流动性合理充

于同期导致再融资需求增加，尤其是建筑与工程、房地产行业企业同比续发较多。

与上期相比，私募债发行期数和发行家数反超一般公司债

本季度，一般公司债发行期数、发行家数和发行规模在公司债总发行期数、总发行家数和总发行规模中的占比分别为 42.75%、41.12% 和 51.06%，占比较上期（53.09%、49.48% 和 60.35%）和上年同期（46.25%、46.91% 和 55.76%）均有所下降，主要是因为受监管鼓励民企及小微企业融资以及本季度流动性合理充裕影响，私募市场融资成本较上季度继续下降，发行期数和发行家数增幅较公募市场更为明显。

表 1 2019 年一季度公司债发行情况 单位：期、家、亿元

券种	2019Q1			2018Q4			2018Q1		
	发行期数	发行家数	发行规模	发行期数	发行家数	发行规模	发行期数	发行家数	发行规模
一般公司债	168	125	2174.94	266	190	3541.03	111	91	1149.96
私募债	225	184	2084.72	235	204	2325.99	129	104	912.32
总计	393	304	4259.66	501	384	5867.02	240	194	2062.28

注：发行家数为各券种发行人去重后的发行家数合计统计量

数据来源：联合资信 COS 系统

二、级别分布³

一般公司债债项级别仍以 AAA 级为主，但集中趋势略有减缓

本季度，一般公司债债项级别仍然分布于 AAA 级~AA 级。

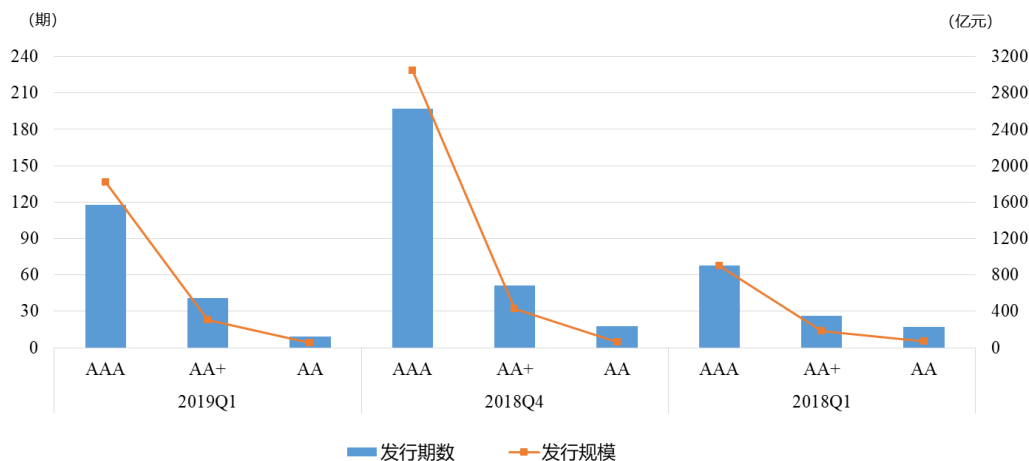
本季度，AAA 级一般公司债的发行期数和发行规模仍然最多，在总发行期数和发行规模中的占比分别为 70.24%、83.55%，占比环比分别下降 4 个和 3 个百分点，占比同比分别增加 9 个和 5 个百分点；AA+级发行期数和发行规模占比分别为 24.40% 和 14.14%，占比环比分别增加 5 个和 2 个百分点，占比同比变化不大；AA 级发行期数和发行规模占比分别为 5.36% 和 2.31%，占比环比变化不大，占比同比分别减少 10 个和 4 个百分点。

整体来看，本季度各级别一般公司债发行期数和发行规模分布仍以 AAA 级

裕，有效缓解实体经济特别是民营企业和小微企业融资难融资贵问题，防范化解金融风险。3 月 13 日，银保监会发布《关于 2019 年进一步提升小微企业金融服务质效的通知》，推动银行保险机构持续改进小微企业金融服务，进一步缓解小微企业融资难融资贵问题。

³ 由于私募债信息披露有限，从本节起，仅对一般公司债进行级别分布、发行利率和发行利差分析。

为主，但集中趋势略有减缓，这与本季度政策大力支持民企与小微企业融资，市场信心提振以及流动性较为宽裕有关。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1 2019 年一季度一般公司债债项信用等级分布情况

三、发行利率及利差分析

AAA 级和 AA+ 级一般公司债平均发行利率下行，AA 级 3 年期一般公司债平均发行利率上行

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保持资金面的整体稳定。央行于 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，同时，央行通过公开市场操作、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存以及普惠金融定向降准等工具平抑春节假期、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。在此背景下，本季度交易所国债 3 年期和 5 年期到期收益率的平均水平（2.74%、2.96%）较 2018 年四季度（3.05%、3.21%）和 2018 年一季度（3.60%、3.78%）均有不同程度下降。

从发行利率来看，本季度 AAA 级、AA+ 级和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利率分别为 4.07%、5.03% 和 7.58%，AAA 级和 AA+ 级 5 年期一般公司债的平均发行利率为 4.21% 和 4.48%，对于相同期限不同级别的一般公司债，平均发行利率随级别的降低而逐步上行；AA+ 级 3 年期和 5 年期一般公司债的发行利率均值出现倒挂，可能是由于 AA+ 级 5 年期样本量（1 只）过少所致。本季度 AAA 级和 AA+ 级一般公司债平均发行利率环比和同比均有所下行，AA 级

3 年期一般公司债平均发行利率环比和同比均有所上行，表明在资金相对宽裕的背景下，较高信用资质的公司债发行成本继续下降，但市场对较低信用资质企业担忧不减，较低级别公司债发行成本持续上升，公司债发行利率继续呈分化趋势。

AAA 级和 AA+级一般公司债平均发行利差收窄，AA 级 3 年期一般公司债平均发行利差走扩

从发行利差来看，本季度 AAA 级、AA+级和 AA 级 3 年期一般公司债的平均发行利差分别为 130.48BP、225.79BP 和 483.32BP；AAA 级和 AA+级 5 年期一般公司债的平均发行利差分别为 125.08BP 和 157.53BP，对于相同期限不同级别的一般公司债，平均发行利差随级别的降低而逐步扩大。本季度 AAA 级和 AA+级一般公司债平均发行利差环比和同比均有所减少，AA 级 3 年期一般公司债平均发行利差环比和同比均有所扩大，市场对低级别债券风险补偿要求继续增加。

从发行级差来看，本季度 3 年期 AA~AA+级级差比 AA+~AAA 级高，反映出投资者对于 AA 级债券风险溢价要求较高。

从利差波动性来看，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+级一般公司债的信用风险的认可度不一致。

表 2 2019 年一季度一般公司债发行利率及利差情况

日期	期限 (年)	债项级别	样本数	发行利率(%)		发行利差		
				区间	均值	均值(BP)	级差(BP)	变异系数 (%)
2019Q1	3	AAA	62	3.45~6.00	4.07	130.48	-	41.25
		AA+	21	4.00~7.50	5.03	225.79	95.31	46.84
		AA	5	7.36~7.80	7.58	483.32	257.53	3.90
	5	AAA	20	3.73~5.30	4.21	125.08	-	32.76
		AA+	1	4.48~4.48	4.48	157.53	32.45	-
2018Q4	3	AAA	76	3.90~7.70	4.49	143.48	-	57.65
		AA+	17	4.33~8.18	5.83	283.66	140.18	48.84
		AA	7	6.60~7.90	7.47	442.67	159.01	10.78
	5	AAA	17	4.18~8.30	4.68	147.79	-	67.45
		AA+	1	5.50~5.50	5.50	214.00	66.21	-
2018Q1	3	AAA	37	5.08~7.00	5.57	199.88	-	21.27
		AA+	17	5.50~8.00	6.31	274.56	74.68	24.87
		AA	4	6.90~7.55	7.34	372.94	98.38	7.26
	5	AAA	11	5.40~6.15	5.82	205.47	-	11.75

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；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：联合资信 COS 系统

3 年期一般公司债信用等级利差区分度较好

我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对本季度 3 年期⁴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 年期一般公司债的利差差异均显著，表明信用等级对 3 年期一般公司债风险定价具有较好的区分度，市场投资者对评级机构的评级结果认可度较高。

表 3 2019 年一季度一般公司债项等级对利差影响的显著性检验

期限（年）	信用等级	AAA	AA+	AA
3	AAA	-	0.000	0.000
	AA+	0.000	-	0.000
	AA	0.000	0.000	-

资料来源：联合资信 COS 系统

四、二季度展望

2019 年一季度，政府工作报告明确提出积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要松紧适度，要有效缓解实体经济特别是民营企业和小微企业融资难融资贵问题；各部门、各地区支持民营企业融资的政策也在逐步推进和落地。在此背景下，预计二季度，在改善民营企业和中小企业融资难、融资贵问题上，相关政策还将继续发力，市场资金面整体仍将保持合理充裕状态，企业融资环境也将持续改善，债券融资成本或将继续下降，特别是优质民企发行利率可能会有明显下行；另一方面，当前经济下行压力仍在，经济基本面未见根本好转，信用风险事件仍在持续暴露，企业债券到期或回售压力仍较大，市场对于弱资质民企信用风险担忧不减，预计高低等级企业的信用利差或将继续分化。

⁴ 由于 5 年期 AA+ 级样本量只有 1 只，因此未对 5 年期各级别一般公司债发行利差进行显著性检验。