

2019 年二季度公司债利差分析报告

——公司债发行利率和利差同比下行，信用等级对利差区分显著

2019 年 7 月 24 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 年二季度公司债利差分析报告

——公司债发行利率和利差同比下行，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 年二季度，受城投公司发债条件放松、偿债高峰下需求上升以及流动性合理充裕影响，公司债发行量明显增加。各级别各期限一般公司债平均发行利率和利差环比走势分化，同比均有所下行。在 95% 的置信水平下，3 年期 AAA 级和 AA+ 级公司债的利差差异显著，表明信用等级对 3 年期 AAA 级和 AA+ 级一般公司债风险定价具有较好的区分度。

展望下半年，流动性仍将处于合理充裕状态；但国内经济下行压力仍存，公司债券到期或回售压力仍较大，信用风险事件持续暴露，不同资质企业的信用利差仍将继续分化。此外，房地产企业政策全面收紧叠加偿债高峰，弱资质房企信用利差或将走扩，信用风险需重点关注。

一、发行概况

公司债发行期数、发行家数和发行规模明显增加

2019 年二季度（以下简称“本季度”），我国交易所市场共有 449 家发行人发行公司债¹（包括一般公司债和私募债）566 期，发行规模合计 6223.81 亿元²。本季度公司债发行期数、发行家数和发行规模环比分别增长 44.02%、47.70% 和 46.11%；同比分别增长 52.97%、57.54% 和 61.98%。公司债发行量大增主要是因为本季度流动性整体处于合理充裕状态，再加上城投公司发债条件放松³以及到期债券规模较高导致再融资需求增加。

与上期相比，私募债发行量仍超一般公司债

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 37.46%、34.74% 和 42.11%，占比较上

¹ 不包含证券公司债券。

² 按起息日统计，以下同。

³ 3 月，沪深交易所窗口指导放松城投公司发行公司债的申报条件，对于到期债务六个月内的债务，以借新还旧为目的发行公司债，放开政府收入占比 50% 的上限限制，但不允许配套补流。

期（42.75%、41.12%和 51.06%）和上年同期（54.32%、55.79%和 63.16%）均有所下降。

表 1 公司债发行情况 单位：期、家、亿元

券种	2019Q2			2019Q1			2018Q2		
	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	212	156	2620.80	168	125	2174.94	201	159	2426.83
私募债	354	297	3603.01	225	184	2084.72	169	132	1415.44
总计	566	449	6223.81	393	304	4259.66	370	285	3842.27

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⁴

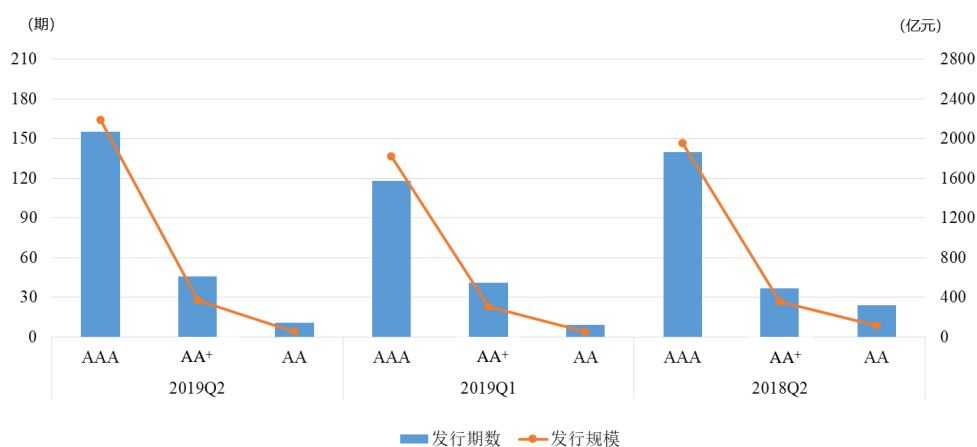
一般公司债债项级别仍向 AAA 级集中

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 73.11%和 83.68%，期数占比环比和同比均上升 3 个百分点，规模占比环比持平，同比上升 3 个百分点；AA⁺级发行期数和发行规模占比分别为 21.70%和 14.27%，期数占比环比下降 3 个百分点，同比上升 3 个百分点，规模占比环比和同比均持平；AA 级发行期数和发行规模占比分别为 5.19%和 2.05%，期数和规模占比环比变化不大，同比分别减少 6 个和 3 个百分点。

整体来看，本季度一般公司债发行期数和发行规模呈现进一步向 AAA 级集中趋势。

⁴ 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。



数据来源：联合资信 COS 系统

图 1 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

各级别一般公司债平均发行利率同比均有所下行

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，保证了资金面的整体稳定。央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、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。同时，央行自 2019 年 5 月 15 日开始对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位⁵；于 6 月 10 日通过民营企业债券融资支持工具（CRMW）对锦州银行等中小银行发行的同业存单提供信用增进，加强对中小银行流动性支持。在此背景下，市场资金面整体稳定，利率水平表现平稳。具体来看，交易所 3 年期和 5 年期国债到期收益率于 2018 年全年呈波动下行走势，2019 年以来走势较为平稳，本季度平均水平（2.96% 和 3.13%）较 2019 年一季度（2.74%、2.96%）略有上升，较 2018 年二季度（3.32%、3.43%）有所下降。

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 4.18%、5.54% 和 5.87%，AAA 级、AA+ 级和 AA 级 5 年期一

⁵ 《中国人民银行关于下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率的通知》，中国人民银行决定下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率至农村信用社档次，分三次调整到位：自 2019 年 5 月 15 日起，下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率 1 个百分点。自 2019 年 6 月 17 日起，再次下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率 1 个百分点。自 2019 年 7 月 15 日起，下调服务县域的农村商业银行基准档人民币存款准备金率至 8%，其中在本通知发布前执行普惠金融定向降准政策的，同时停止执行该项政策。

般公司债的平均发行利率为 4.59%、5.00% 和 7.40%，平均发行利率基本呈现随级别的降低和期限上升而逐步上行的趋势。

本季度 AAA 级和 AA+ 级一般公司债平均发行利率环比均有所上行，与国债利率走势一致；AA 级 3 年期一般公司债平均发行利率环比明显下行，或与本季度发行人中城投公司占比（66.67%）较高（而上季度城投公司占比为 20%）有关，也可能受样本量过少影响。本季度各级别一般公司债平均发行利率同比均有所下行，与国债利率走势一致。

各级别一般公司债平均发行利差同比均有所收窄

本季度统计样本为发行量相对较大的 3 年期和 5 年期⁶一般公司债券，共计 144 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 144 期一般公司债作为利差分析样本。

本季度，AAA 级和 AA 级 3 年期一般公司债平均发行利差环比均有所收窄，AA+ 级 3 年期、AAA 及 AA+ 级 5 年期一般公司债平均发行利差环比均有所扩大，反映出市场对 AA+ 级 3 年期和长限公司债信用风险认可度相对较低，风险溢价要求较高。与上年同期相比，本季度各级别各期限一般公司债平均发行利差均有所收窄。

本季度，一般公司债债项等级对利差均值呈现出明显的区分度，债券信用等级越低，平均发行利差均值越高；3 年期 AA+~AAA 级级差比 AA~AA+ 级高，表明投资者对于 3 年期 AA+ 级及以下公司债风险溢价要求较高，避险情绪增强；AAA 级和 AA+ 级一般公司债的变异系数较高，可能存在投资者对部分 AAA 级和 AA+ 级一般公司债的信用风险认可度不一致的现象；各级别一般公司债利差的变异系数环比变化不大，利差稳定性与 2019 年一季度表现大致相同，同比均有显著上升，利差稳定性较 2018 年二季度有所下降。

表 2 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（%）
2019Q2	3	AAA	85	3.67~7.00	4.18	121.49	-	58.19
		AA+	31	4.07~7.80	5.54	258.01	136.52	48.56
		AA	6	5.00~6.60	5.87	285.31	27.30	21.81

⁶ 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。

	5	AAA	19	4.02~6.80	4.59	146.54	-	45.78
		AA+	1	5.00~5.00	5.00	195.16	48.62	-
		AA	2	6.40~8.40	7.40	427.17	232.01	36.94
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	-
2018Q2	3	AAA	84	4.50~7.00	5.05	174.72	-	26.25
		AA+	21	4.99~7.60	6.10	278.59	103.87	31.15
		AA	11	5.90~8.50	7.21	387.16	108.57	20.77
	5	AAA	16	4.78~5.47	5.11	169.67	-	8.71
		AA+	5	5.50~7.80	6.66	325.90	156.23	23.98

注：1. 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；2. 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；3. 变异系数为利差的标准差与利差均值的比；4. 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 AAA 级和 AA+级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⁷一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 AAA 级和 AA+级一般公司债利差差异显著，表明信用等级对 3 年期 AAA 级和 AA+级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所评的 AAA 级和 AA+级的评级结果认可度较高。但是 AA+级和 AA 级利差差异不显著，可能是由于 AA 级样本量较少（6 期）所致。

表 3 2019 年二季度一般公司债债项等级对利差影响的显著性检验

期限（年）	信用等级	AAA	AA+
3	AA+	0.000	-
	AA	0.000	0.134

资料来源：联合资信 COS 系统

四、下半年展望

展望下半年，政策仍将继续鼓励实体经济融资，改善民营企业 and 中小企业融资难、融资贵问题，央行仍将维持宽松基调，流动性保持合理充裕状态；另

⁷ 由于 5 年期 AA+级和 AA 级样本量分别只有 1 期和 2 期，因此未对 5 年期一般公司债发行利差进行显著性检验。

一方面，全球经济放缓，我国经济下行压力仍存，信用风险事件持续暴露，债券到期或回售压力仍较大(2019 年下半年公司债到期规模(不含回售)为 4724.30 亿元，若包括回售金额，则高达 13057.60 亿元)，弱资质企业将继续面临较大风险，不同资质企业的信用利差仍将继续分化。

此外，5 月以来，房企融资监管政策进一步加强。5 月 17 日银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》，强调不得向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资。5 月 31 日，央行与证监会暂停部分房企的债券及 ABS 融资。6 月 13 日陆家嘴论坛上中国银保监会主席郭树清表示“房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为，使其泡沫化问题更趋严重。”7 月以来，银保监会对房地产信托展开了一系列调查、约谈、警示。7 月 11 日，光大信托被曝将暂停新增融资，进行余额管控；其他多家信托也受到了类似的窗口指导。7 月 12 日，国家发改委又出台《国家发展改革委办公厅关于对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》，明确提出，房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。在此背景下，房企融资渠道进一步收紧，再加上到期规模较高(2019 年下半年房地产企业到期偿还规模为 1047.21 亿元，若加上回售金额，则高达 3058.39 亿元)，行业整体偿债压力较大，预计一些融资渠道较少、前期投资较为激进、杠杆率较高的房企的发行利差将有所扩大，信用风险需重点关注。