

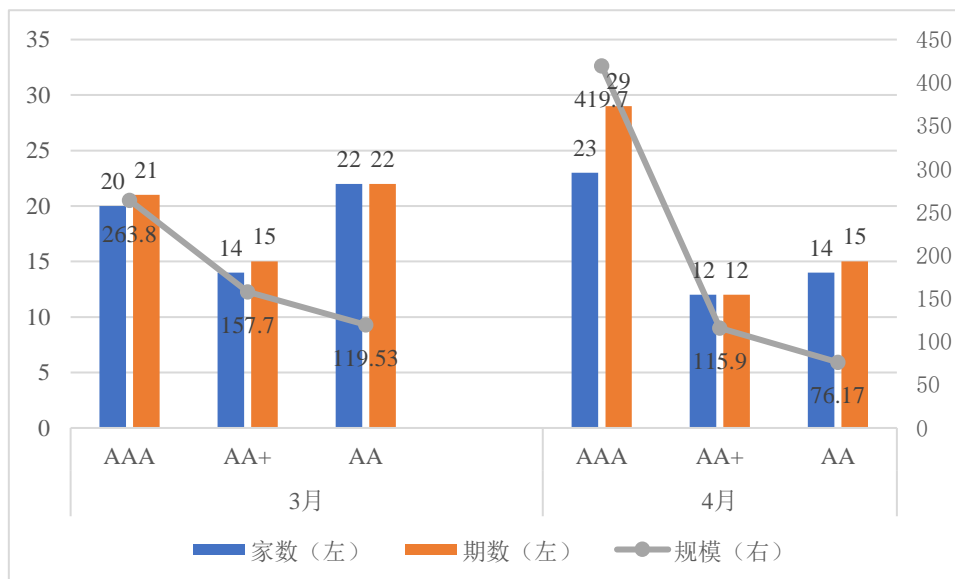
公司债发行利率随期限延长而下降，投资者对流动强的产品偏好明显

联合信用评级有限公司研发部 何苗苗

【发行情况】发行人家数及发行期数较上月略有下降，发行规模增幅较快

4 月份发行人级别重心明显上移，AAA 级别债券发行量及发行规模增加明显，相应带动整体发行规模较上月较快增长，形成上述情况的原因可能与新质押政策出台后市场对高级别债券的需求增加有关。

图 1 2017 年 4 月交易所债券市场公司债发行情况单位：家、期、亿元



数据来源：wind，联合评级整理。

【发行利率】一般公司债发行利率较上月随期限延长而下降

4 月，2 年期公司债平均发行利率为 6.60%，较 3 月的 6.23% 上升了 37BP；3 年期平均发行利率为 5.25%，较 3 月基本持平；5 年期平均发行利率为 4.98%，较上年的 5.38% 下降约 40BP。

从样本量最大的 3 年期公司债来看（如下表 1），与 3 月相比，AAA 和 AA+ 级别发行利率基本持平，但 AA 级别发行利率上升明显。变化原因可能源自：(1) 政策变化：本月新执行的债券质押政策使得 AAA 级别债券的流动性优势凸显，投资者更加偏好此类高等级债券，其融资成本较 AA+、AA 级别债券降低；(2) 基准利率变化：受近期资金面变化影响，市场短期融资成本上升较快，相应带动短期限债券发行利率同步上升；(3) 样本结构差异：一般发行短期限债券的多为存在选择权的中小民营企业，利率相应会更高，相应拉高了短期发行利率。

整体来看，随着新质押政策的出台，目前投资者更偏向于流动性强的高等级债券，而期限长的公司债（五年）由于发行人多为 AAA 级别企业，其流动性明显优于期限短（三年和两年）的债券，相应发行利率更低。

表 1 2017 年 4 月一般公司债发行利率情况单位：%、BP

发行期限	债项级别	平均发行利率	
		3 月	4 月
2 年 均值 6.60	AAA	5.96	4.45
	AA+	--	5.50
	AA	6.45	7.06
3 年 均值：5.25	AAA	4.73	4.70
	AA+	5.22	5.23
	AA	5.99	6.69
5 年 均值：4.98	AAA	4.91	4.97
	AA+	5.75	5.03

数据来源：wind，联合评级整理。注：①均值为该期限利率均值，下同。②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限，下同。

【发行利差】AAA、AA+级别利差较上月呈现下降，AA 级别利差有所上升。

从 3 年期和 5 年期一般公司债发行情况看，各档债券级别的利率、利差均值均呈现随级别降低而逐步扩大，形成了相对公允的利率及利差序列。偏离系数方面，除 3 年期 AA 级别偏离系数相对较高之外，其他系列级别的偏离系数均处于较低水平。

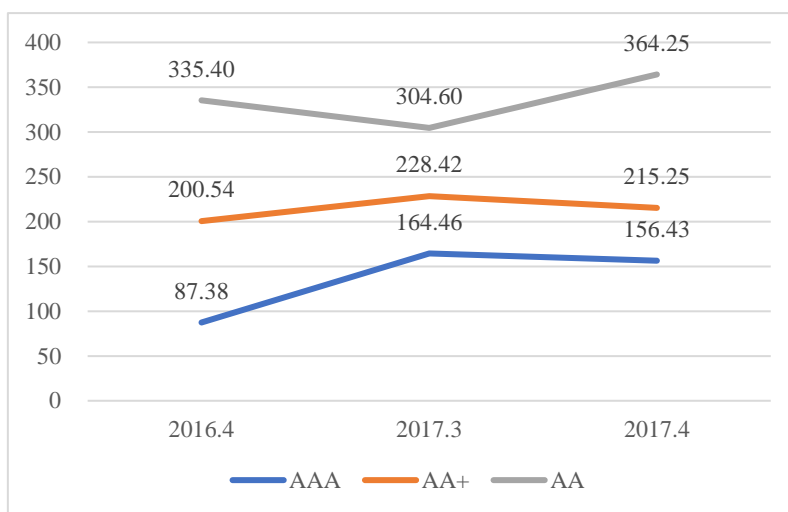
表 2 2017 年 4 月公司债券发行利率和利差统计情况

期限	债项信用等级	样本数 (个)	利率 (%)		利差 (基点)			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3 年	AAA	21	4.24~5.65	4.70	156.43	N/A	32.01	0.20
	AA+	8	4.63~5.79	5.23	215.25	58.82	32.99	0.15
	AA	8	5.25~7.70	6.69	364.25	149.00	92.99	0.26
5 年	AAA	5	4.58~5.50	4.97	164.40	N/A	31.99	0.19
	AA+	1	5.03~5.03	5.03	187.00	22.60	N/A	N/A

资料来源：Wind 资讯。注：①利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率；②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限。

从同比及环比利差比较来看，4 月各档级别发行利差较 2016 年 4 月呈现不同程度的上升，其中 AAA 级别利差上升最大，达到近 70BP；4 月各档级别利差较上月的变化呈现分化，其中 AAA、AA+级别利差呈现下降，AA 级别利差有所上升。上述情况反映出：(1) 随着政策市场环境的变化，公司债各类产品风险溢价较上年同期明显上升；(2) 随着债券新质押政策的出台，投资者对流动强的产品偏好明显，AAA 级别债券利差下降明显。

图2 2017年4月公司债券利差变化情况



资料来源：Wind 资讯。

【交易利差】债项等级越高，上市首日交易收益率、交易利差均值越小

截至2017年5月8日，43个债券样本有28个已上市交易。从3年期、5年期一般公司债首日上市交易情况看，公司债的上市首日交易收益率、交易利差与债券级别存在一定相关关系：债项等级越高，上市首日交易收益率、交易利差均值越小。偏离系数方面，除3年期AA级别偏离系数相对较高之外，其他级别的偏离系数均处于较低水平。

表3 2017年4月公司债券上市首日交易收益率和利差统计情况

期限	债项信	样本数	首日上市交易收益率 (%)		利差 (基点)			
			区间	均值	均值	级差	标准差	偏离系数
3年	AAA	15	4.23~5.07	4.59	146.02	N/A	20.50	0.14
	AA+	5	4.63~5.79	5.15	210.63	64.61	42.13	0.20
	AA	5	5.25~7.69	6.97	393.69	183.06	99.83	0.25
5年	AAA	2	4.58~4.95	4.76	146.14	N/A	20.52	0.14
	AA+	1	5.03~5.03	5.03	186.28	40.14	N/A	N/A

资料来源：Wind 资讯。注：①利差即债券上市后首个交易日的收盘到期收益率与当日交易所债券市场同期限国债收益率的差额；②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限。