

## 联合信用评级有限公司 2017 年公司债<sup>①</sup>利差分析报告

在防风险、降杠杆的政策背景下，由于房地产、类平台、产能过剩等行业融资受限，加之融资成本上升导致的发行人融资意愿下降，2017 年一般公司债发行规模同比下降近六成；受新质押政策引发的需求变化影响，公司债债券级别重心上移，AAA 级别债券发行占比超过一半；在中性偏紧的资金面叠加信用事件等因素影响下，公司债平均发行利率同比上年上升约 130BP；公司债信用等级对发行及交易利差呈现出较为明显的区分度，医疗保健、运输和公用事业等行业发行利差水平较低，地区发行利差与区域经济状况具有一定相关性，央企发行利差处于较低水平。市场整体及联合评级承做的公司债发行及交易利差均通过显著性检验，公司债发行及交易定价较好的反映了信用等级差异。

十九大提出我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，政府对经济下行容忍度提高，未来主要任务仍在供给侧改革，控风险、去杠杆将进入攻坚阶段，预计 2018 年货币政策难以大幅放松，资金中性偏紧格局或将继续维持。在发行人信用资质分化、资管新规细化净值及破除刚兑的大背景下，预计 2018 年信用债券整体利差或将继续系统性上行，产品利差将呈现结构性分化，低评级和长久期品种利差上行压力将尤其明显。

<sup>①</sup> 由于私募债券信息披露不全，本文分析对象为交易所债市公开发行的—般公司债（含大公募和小公募）。

## 一、评级分布

### （一）市场整体情况

由于房地产、类平台、产能过剩等行业融资受限，加之融资成本上升导致的发行人融资意愿下降，2017年一般公司债发行家数、期数、规模同比分别下降37%、39%和56%（如表1）。其中，AA级别发行人家数、债券期数及发行规模下降幅度最大，同比分别下降了49%、58%和76%。

相较于上年，一般公司债发行同比呈现如下特征：（1）AA级别发行人占比下降幅度最大，AAA级别发行人占比最大且上升最明显。2017年AA级别发行人占比下降了9个百分点，AAA级别发行人占比上升了12个百分点（占比达到38%），AA+级别发行人变化较小；（2）AA级别债券占比下降幅度最大，AAA级别债券占比最大且上升最明显。2017年AA级别债券占比下降了11个百分点，AAA级别债券占比上升了19个百分点（占比达到54%），债券级别重心的上行与新质押政策的出台关系密切；（3）大型国有企业倾向发行永续债。2017年共有29家企业公开发行了47期永续债，发行规模占比达到15%。除中铝国际主体级别为AA+外，其他主体级别均为AAA，行业分布也由原来的城投为主扩展到建材、建筑等制造行业；（4）房地产发行人萎缩明显，融资租赁企业融资需求强烈。受行业融资受限的影响，房地产发行人明显下降，本年仅14家房地产企业公开发行债券，较上年的96家大幅萎缩；本年有远东国际租赁、平安租赁等6家融资租赁企业发行了12期公司债，发行规模达到97亿元，规模同比增长约10%。

表 1 2017 年一般公司债发行及变化情况 单位：家、期、亿元 %

| 级别  | 2017 年 |     |          | 2016 年 |     |           | 同比变化   |         |         |
|-----|--------|-----|----------|--------|-----|-----------|--------|---------|---------|
|     | 家数     | 期数  | 规模       | 家数     | 期数  | 规模        | 家数     | 期数      | 规模      |
| AAA | 134    | 291 | 4,006.50 | 142    | 308 | 6,960.88  | -5.63  | -5.52   | -42.44  |
| AA+ | 83     | 114 | 969.79   | 141    | 252 | 3,093.00  | -41.13 | -54.76  | -68.65  |
| AA  | 131    | 133 | 665.43   | 255    | 316 | 2,782.39  | -48.63 | -57.91  | -76.08  |
| AA- | 10     | —   | —        | 22     | 5   | 20.50     | -54.55 | -100.00 | -100.00 |
| A+  | 1      | —   | —        | 2      | —   | —         | -50.00 | —       | —       |
| 合计  | 356    | 538 | 5,641.72 | 562    | 881 | 12,856.77 | -36.65 | -38.93  | -56.12  |

注：发行规模以债券级别分类，下同；此处由于同一发行人一年内续发债券时级别会有变动，此处合计数未考虑重复因素。2017 年共有 3 家企业（杭州商贸旅游、深圳欧菲光、浙江荣盛控股）级别发生变化。

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

## （二）联合评级承做情况

2017 年联合评级承做的一般公司债中（如下表 2），共有发行人 107 家、债券 169 期，总发行规模达到 1,790.85 亿元，在市场整体中分别占比 30.06%、31.41%和 31.74%，发行人及债券期数占比分别较上年提升 1.33 个和 1.56 个百分点，规模占比下降 1.41 个百分点。联合评级承做的发行人以 AA 级别为主（占比 40%），债券发行额度以 AAA 为主（占比 68%）。

表 2 2017 年联合评级承做一般公司债发行及变化情况 单位：家、期、亿元 %

| 级别     | 2017 年 |       |          | 2016 年 |       |           | 同比变化   |         |         |
|--------|--------|-------|----------|--------|-------|-----------|--------|---------|---------|
|        | 家数     | 期数    | 规模       | 家数     | 期数    | 规模        | 家数     | 期数      | 规模      |
| AAA    | 42     | 93    | 1,221.20 | 45     | 81    | 2,225.80  | -6.67  | 14.81   | -45.13  |
| AA+    | 20     | 33    | 342.17   | 38     | 66    | 936.10    | -47.37 | -50.00  | -63.45  |
| AA     | 43     | 43    | 227.48   | 77     | 113   | 1,085.08  | -44.16 | -61.95  | -79.04  |
| AA-    | 2      | —     | —        | 2      | 3     | 13.50     | 0.00   | -100.00 | -100.00 |
| 合计     | 107    | 169   | 1,790.85 | 162    | 263   | 4,260.48  | -33.95 | -35.74  | -57.97  |
| 全市场    | 356    | 538   | 5,641.72 | 564    | 881   | 12,851.77 | -36.88 | -38.93  | -56.10  |
| 联合评级占比 | 30.06  | 31.41 | 31.74    | 28.72  | 29.85 | 33.15     | 1.33   | 1.56    | -1.41   |

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

整体来看，2017 年一般公司债中大中型国企发行人依旧占主流，债券级别重心上移，以 AAA 级别为主；房地产发行人萎缩明显，融资租赁行业



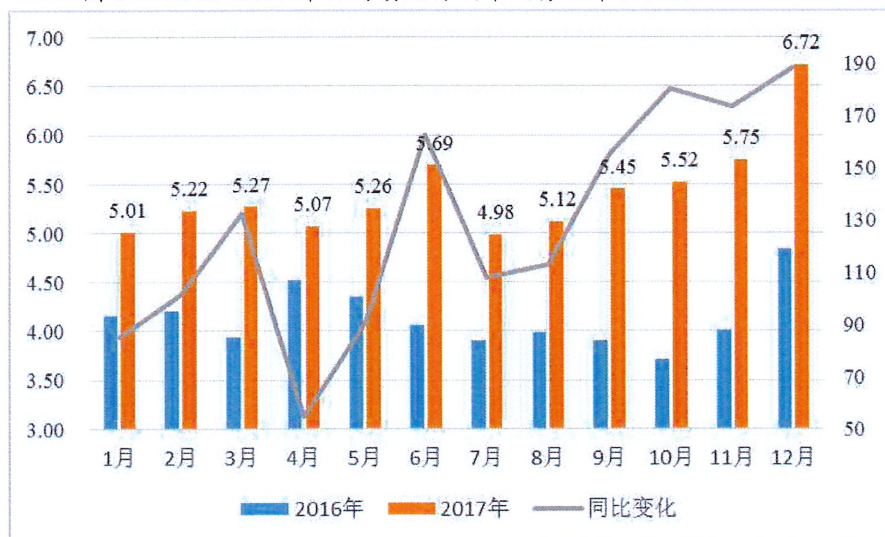
融资需求旺盛；整体发行规模同比下降幅度较大。联合评级承做的项目中，发行人家数、债券期数及发行额度约占市场三成。

## 二、发行利率

### （一）整体情况

从利率情况看，年初至春节前夕因节日因素利率上升明显，平稳至4月中旬后因信用事件、监管政策等因素利率于6月再度陡峭上升；进入7月份后受央行“削峰填谷”释放流动性影响，市场资金面放松使得利率下行较快；进入四季度，受投资者心理预期影响叠加年末资金度紧张，发行利率处于高点。从整体看，2017年公司债发行利率呈现波动上升态势，6月与12月为发行利率的高点（如下图1）。2017年，公司债加权平均票面利率<sup>②</sup>为5.35%，较2016年上升130BP。

图1 2016~2017年公司债发行利率走势 单位：% BP



资料来源：wind，联合评级整理。

<sup>②</sup> 注：票面利率为债券票面利率的加权平均利率，权重为实际发行总额。



从发行量最大的 3 年期<sup>③</sup>公司债来看，发行利率呈现波动上升走势，其中 12 月处于最高点，平均发行利率达到 6.62%；7 月处于利率最低点，平均发行利率为 5.06%。5 年期方面，由于样本相对较少，加之发行群体的差异，其发行利率走势与 3 年期略有不同，但 7 月份（平均利率为 4.95%）仍为发行利率的低点。

从级别与利率表现来看，呈现如下特征：（1）各期限内，利率随级别下降而上升，表现公允；（2）3 年期 AA+ 与 5 年期 AA+ 利率出现倒挂，主要源自发行群体的差异。3 年期 AA+ 债券发行人多来自于民营制造业企业（如广汇能源、胜通集团等），5 年期 AA+ 债券主要来自于政府平台类企业，因此发行利率较低；（3）5 年期 AA 级别平均发行利率高达 7.50%，除与发行人信用面相关外，样本量少（仅 17 科发债 1 期）引发的异动也是原因之一。

同比 2016 年宽松的市场环境，公司债发行利率明显上升，3 年期和 5 年期发行利率同比分别上升了 92BP 和 157BP，达到 5.51% 和 5.27%，3 年期主要源自 AAA 级别利率的上升，5 年期主要源自 AA 级别利率的上升（如下表 3）。

表 3 2017 年公司债发行利率情况 单位： % BP

| 期限   | 级别  | 2017 年 | 2016 年 | 同比变化 |
|------|-----|--------|--------|------|
| 3 年期 | AAA | 5.02   | 3.23   | 179  |
|      | AA+ | 5.71   | 4.35   | 136  |
|      | AA  | 6.60   | 5.53   | 107  |
| 5 年期 | AAA | 5.17   | 3.40   | 177  |
|      | AA+ | 5.51   | 3.91   | 160  |
|      | AA  | 7.50   | 4.79   | 271  |

资料来源：wind，联合评级整理。

<sup>③</sup> 注：此处考虑选择权，下同。

## （二）联合评级承做情况

联合评级承做的公司债项目中（如下表 4），发行利率随级别下降而有所上升；5 年期发行利率普遍高于 3 年期发行利率水平，主要源自 5 年期受评客户多来自于民营制造业企业，其发行溢价较高。除 5 年期 AA+ 级别外，联合评级的其余档次发行利率均低于市场平均水平。联合评级的 5 年期 AA+ 评级样本数量仅为 3 个，较少的样本量使得平均利率水平被拉高。

表 4 2017 年联合评级承做的公司债发行利率情况 单位： %

| 期限  | 信用等级 | 市场整体发行利率（%） |           |      | 联合评级发行利率（%） |           |      |
|-----|------|-------------|-----------|------|-------------|-----------|------|
|     |      | 样本数         | 区间        | 均值   | 样本数         | 区间        | 均值   |
| 3 年 | AAA  | 197         | 3.80~7.80 | 5.02 | 48          | 4.30~7.20 | 5.01 |
|     | AA+  | 76          | 4.46~7.70 | 5.71 | 22          | 4.63~6.80 | 5.64 |
|     | AA   | 77          | 5.00~7.79 | 6.60 | 20          | 5.05~7.50 | 6.51 |
| 5 年 | AAA  | 64          | 4.29~7.50 | 5.17 | 11          | 4.29~7.50 | 5.09 |
|     | AA+  | 19          | 4.38~6.80 | 5.51 | 3           | 5.28~6.80 | 5.79 |
|     | AA   | 1           | 7.50~7.50 | 7.50 | 1           | 7.50~7.50 | 7.50 |

资料来源：wind，联合评级整理。

整体来看，受债市整体调整的影响，公司债发行利率同比上年上行明显，发行利率呈现波动上行走势，其中三季度处于利率低点。从同比来看，各期限 AAA 级别发行利率上行幅度较大。联合评级承做的项目中，发行利率随级别下降而有所上升，发行利率多低于市场平均水平。

## 三、发行利差

### （一）整体情况

从 3 年期和 5 年期一般公司债利差情况看，整体呈现如下特征：（1）一般公司债各档债券级别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差序列；（2）3 年期 AA+~AA、5 年期 AA+~AA 级差均处于

高水平，反映出投资者对于 AA 级别风险溢价要求较高；（3）3 年期 AAA 级别债券的偏离系数高于其他各档产品，反映出部分 AAA 级别债券评级认可度相对较低。

从实际情况看，3 年期利差处于高水平的 AAA 级别债券多来自于民营制造业发行人（如 17 华信 Y1，发行利差 405BP；17 新大 03，发行利差 342BP）或主体级别较低（AA 或 AA-）经担保增信达到 AAA 的债券（如 17 天图 01，发行利差 280BP；17 拓日债，发行利差 275BP），投资者对该类债券认可度较低。

表 5 2017 年市场整体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<br>(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    | 197        | 3.80~7.80 | 5.02 | 155.70  | N/A    | 54.44 | 0.35 |
|     | AA+    | 76         | 4.46~7.70 | 5.71 | 232.00  | 76.30  | 69.93 | 0.30 |
|     | AA     | 77         | 5.00~7.79 | 6.60 | 318.11  | 86.11  | 70.67 | 0.22 |
| 5 年 | AAA    | 64         | 4.29~7.50 | 5.17 | 158.07  | N/A    | 44.77 | 0.28 |
|     | AA+    | 19         | 4.38~6.80 | 5.51 | 201.55  | 43.48  | 54.29 | 0.27 |
|     | AA     | 1          | 7.50~7.50 | 7.50 | 368.16  | 166.61 | ——    | ——   |

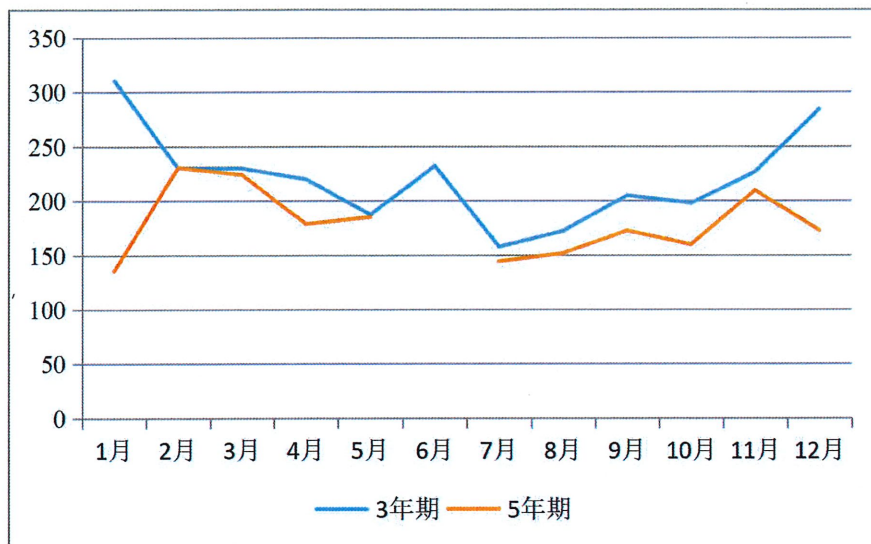
注：①利差为债券的发行利率减去当期债券同期限的交易所国债到期收益率；②如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限。

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

利差走势方面，3 年期公司债发行利差呈现两头高中间低的态势，1 月（311BP）、12 月（284BP）处于相对高水平，7 月（158BP）处于最低点。5 年期公司债发行利差亦呈首尾高中间低态势，2 月（230BP）、11 月（209BP）处于高点，7 月处于最低点（144BP）。



图2 2016~2017年公司债发行利差走势 单位：% BP



注：6月无5年期债券发行。

资料来源：wind，联合评级整理。

从同比2016年各级别利差变化情况看（如下表6），2017年发行利差随级别下降呈现上升趋势。除5年期AA级别因样本量太少异动较大外，各期限AAA级别利差上升幅度均处于较高水平。

表6 2016年~2017年公司债利差及变化情况 单位：BP

| 期限  | 级别  | 2017年  | 2016年  | 同比变化   |
|-----|-----|--------|--------|--------|
| 3年期 | AAA | 155.70 | 75.96  | 79.74  |
|     | AA+ | 232.00 | 189.44 | 42.56  |
|     | AA  | 318.11 | 307.45 | 10.66  |
| 5年期 | AAA | 158.07 | 80.02  | 78.05  |
|     | AA+ | 201.55 | 131.18 | 70.37  |
|     | AA  | 368.16 | 216.33 | 151.83 |

资料来源：wind，联合评级整理。

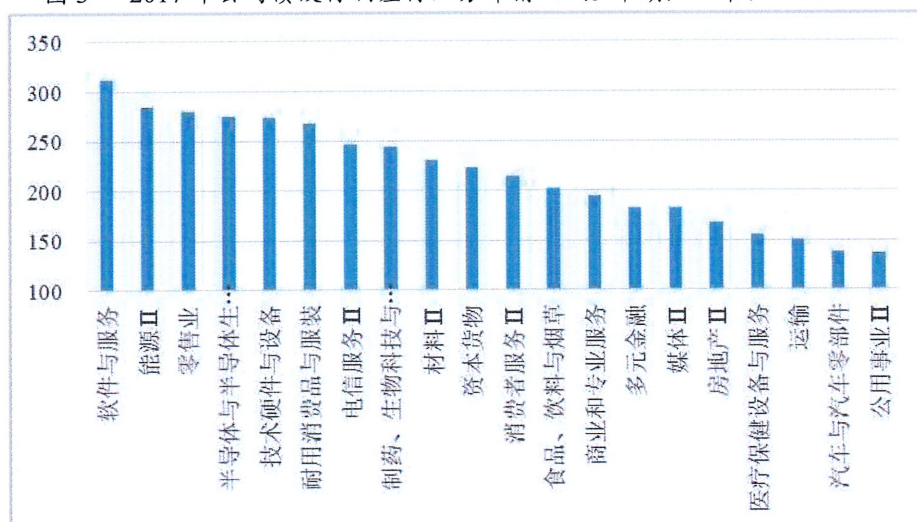
## （二）行业分布

从发行利差行业分布情况看，利差均值居于前列的为软件与服务（312BP）、能源（284BP）、零售业（280BP）、半导体（275BP）和技术硬件与设备（273BP）等行业，利差均值处于较低水平的分别来自于房地产（167BP）、医疗保健（155BP）、运输（151BP）、汽车与汽车零部件（138BP）

及公用事业（137BP）等行业。

相较于上年，软件与服务、能源、技术硬件与设备依旧处于利差水平高的前五排名中，医疗保健、运输和公用事业仍处于利差水平较低的五大行业中，表明投资者对上述行业风险判断相对稳定。零售业进入2017年高利差排名，表明投资者对电商冲击下的零售业认可度降低；房地产业利差有所下降，与发行群体的变化（本年发行人多为AAA级别大型地产企业或地方国资平台房企）有关；汽车与汽车零部件行业进入低利差排名，与其主要是大型国企发行人（如北汽集团、兵装集团）有关。

图3 2017年公司债发行利差行业分布情况（3年期） 单位：BP



注：利差=收益率-同期限交易所国债收益率。

资料来源：wind，联合评级整理。

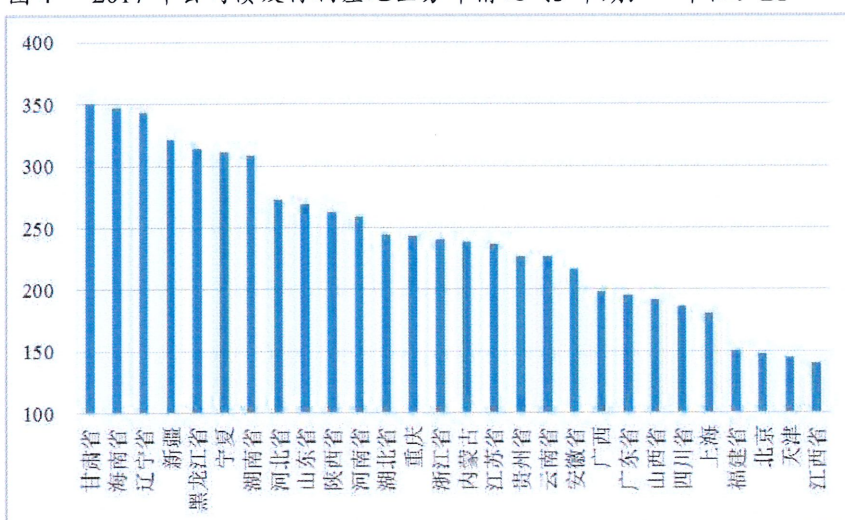
### （三）地区分布

从发行利差地区分布情况看，利差均值居于前列的为甘肃（350BP）、海南（346BP）、辽宁（343BP）、新疆（321BP）和黑龙江（313BP），利差均值处于较低水平的分别来自于上海（180BP）、福建（150BP）、北京（147BP）、

天津（144BP）及江西（140BP）。

地区发行利差的分布与区域经济状况具有一定相关性，剔除样本量因素，经济相对弱势的辽宁、新疆和黑龙江等省份发行利差处于较高水平，亦与其发行群体相对集中于零售、能源行业有关系；地区经济较为发达的上海、福建和北京其发行利差也相对较低。

图4 2017年公司债发行利差地区分布情况（3年期） 单位：BP



注：利差=收益率-同期限交易所国债收益率。

资料来源：wind，联合评级整理。

#### （四）企业分布

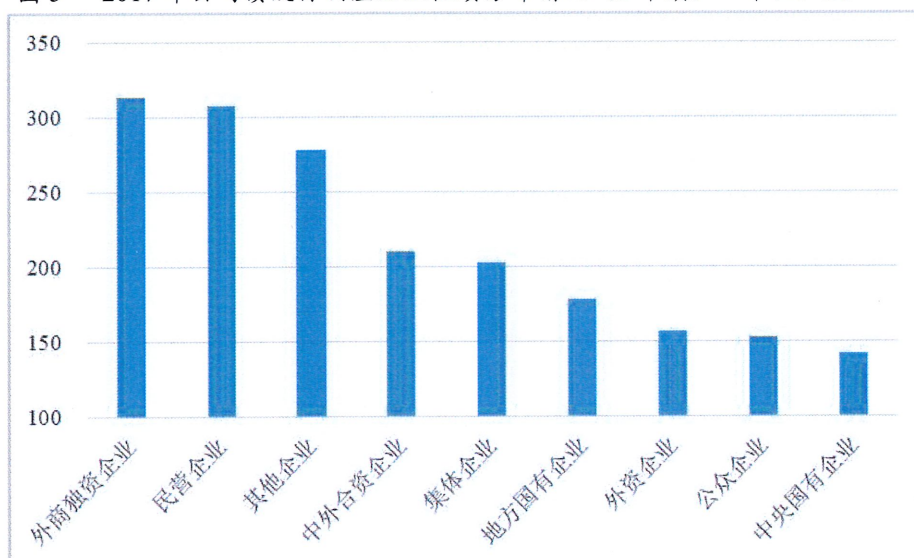
从发行利差的企业性质分布情况看，利差均值居于前列的为外商独资企业（313BP）、民营企业（307BP）和其他类企业（278BP），利差均值处于较低水平的分别来自于外资企业（156BP）、公众企业（153BP）和央企（142BP）。

外商独资企业发行利差的高企与其以制造业为主的行业分布有较大关系（如 17 心化 01、17 南传 01、17 南传 02 和 17 南传 03），而与其性质类似的外资企业因行业主要分布在金融和房地产从而利差水平相对被拉低；



由于民营企业债券级别中枢相对较低，加之投资者风险溢价要求较高，其发行利差相应被抬升；其他类企业样本量较少（仅有 17 南铝债、17 凯撒 03 两期），利差分布不具有代表性；央企因其强大的竞争力和认可度，发行利差水平处于最低。

图 5 2017 年公司债发行利差企业性质分布情况（3 年期） 单位：BP



注：利差=收益率-同期限交易所国债收益率。其他类企业指集体企业或基金会、职工会持股等类。  
资料来源：wind，联合评级整理。

### （五）增信分析

2017 年一般公司债中，无担保债券占比由上年的 8% 上升至 13%，担保方式中信用担保占比由上年的 85% 上升至本年的 95%，抵押质押类增信仅有 3 只（17 创维 P1、17 黄金债、17 金旗 01）。

发行量最大的 3 年期 350 只债券中，有担保债券仅为 48 只。从其担保后的发行利差与无担保的整体统计对比情况看（如下表 7），担保债券并未在发行利差方面显示出优势。形成上述情况的原因是多方面的，一方面主要源自样本数据少，另一方面担保的利率利差影响需要放在特定的发行时

间窗口对比分析，可比数据的缺失对结论有一定影响。

表 7 2017 年担保公司债券发行统计（3 年期） 单位： % BP

| 期限  | 债项信用等级 | 担保样本数(个) | 平均发行利率 |      | 平均发行利差 |        |
|-----|--------|----------|--------|------|--------|--------|
|     |        |          | 无担保    | 有担保  | 无担保    | 有担保    |
| 3 年 | AAA    | 31       | 4.91   | 5.57 | 146.50 | 204.95 |
|     | AA+    | 9        | 5.69   | 5.84 | 229.19 | 252.93 |
|     | AA     | 7        | 6.53   | 7.21 | 313.52 | 364.03 |

资料来源：WIND 资讯，联合评级整理。

#### （六）联合评级承做情况

联合评级承做的公司债项目中（如下表 8），信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度，大多数发行利差及标准差、偏离系数低于市场平均水平，仅有 5 年期 AA+ 级别利率利差高于市场平均水平且偏差相对较大，5 年期 AAA 级别偏离系数（0.45）相对较高，主要原因可能来自：（1）客户群性质。5 年期 AAA 级别利差处于前列的债券主要来自于民营制造类企业，行业分布于工业品贸易（如 17 中融新大 02），投资者风险溢价本身就高，与其他的大型国有企业利差差异很大，使得偏离度较高；（2）样本量。联合评级的 5 年期 AA+ 样本数量仅为 3 个，仅有两家发行人（山西国电、东旭集团），发行人性质差异较大，较少的样本容易拉大偏离度。

表 8 2017 年联合评级承做的公司债发行利差情况 单位： BP

| 期限  | 债项信用等级 | 市场整体发行利差（基点） |        |       |      | 联合评级发行利差（基点） |        |       |      |
|-----|--------|--------------|--------|-------|------|--------------|--------|-------|------|
|     |        | 均值           | 级差     | 标准差   | 偏离系数 | 均值           | 级差     | 标准差   | 偏离系数 |
| 3 年 | AAA    | 155.70       | ——     | 54.44 | 0.35 | 152.23       | N/A    | 54.80 | 0.36 |
|     | AA+    | 232.00       | 76.30  | 69.93 | 0.30 | 224.64       | 72.41  | 62.90 | 0.28 |
|     | AA     | 318.11       | 86.11  | 70.67 | 0.22 | 317.15       | 92.51  | 66.60 | 0.21 |
| 5 年 | AAA    | 158.07       | ——     | 44.77 | 0.28 | 157.18       | N/A    | 70.73 | 0.45 |
|     | AA+    | 201.55       | 43.48  | 54.29 | 0.27 | 269.67       | 112.49 | 83.60 | 0.31 |
|     | AA     | 368.16       | 166.61 | ——    | ——   | 362.00       | 92.33  | ——    | ——   |

资料来源：WIND 资讯，联合评级整理。

整体来看，公司债信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度，全年发行利差因信用事件、资金面、投资者心理等多重因素影响呈现两头高中间低态势，各档级别发行利差同比上年上升幅度明显；医疗保健、运输和公用事业等行业发行利差水平较低，地区发行利差与区域经济状况具有一定相关性，央企发行利差处于较低水平。联合评级承做的公司债项目中，大多数债券发行利差及标准差、偏离系数低于市场平均水平，利差序列表现公允。

#### 四、交易利差

##### （一）整体情况

从3年期和5年期一般公司债交易利差情况看，整体呈现如下特征：（1）一般公司债各档债券级别交易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差序列；（2）5年期AA+~AA级差均处于高水平，与5年期AA级别样本少有一定关系；（3）3年期AAA级别债券的偏离系数高于其他各档产品，反映出部分AAA级别债券评级认可度相对较低。

从实际情况看，类似于发行利差分布，3年期交易利差处于高水平的AAA级别债券多来自于民营企业，行业分布于能源贸易（如17华信Y1，发行人上海华信国际集团，交易利差408BP；17华信Y2，交易利差403BP）；资本货物（如17新大01，发行人中融新大集团有限公司，交易利差363BP）等。鉴于对民营制造业企业的风险预期，投资者对该类债券认可度较低。



表 9 2017 年公司债券二级市场收益率和交易利差统计情况

| 期限  | 债项信用等级 | 样本数<br>(个) | 到期收益率 (%) |      | 交易利差 (基点) |        |       |      |
|-----|--------|------------|-----------|------|-----------|--------|-------|------|
|     |        |            | 区间        | 均值   | 均值        | 级差     | 标准差   | 偏离系数 |
| 3 年 | AAA    | 197        | 3.83~7.82 | 5.12 | 166.65    | N/A    | 58.78 | 0.35 |
|     | AA+    | 76         | 4.63~7.78 | 5.82 | 243.48    | 76.83  | 74.16 | 0.30 |
|     | AA     | 77         | 5.06~8.41 | 6.68 | 327.07    | 83.59  | 72.30 | 0.22 |
| 5 年 | AAA    | 64         | 4.47~7.80 | 5.27 | 168.33    | N/A    | 48.48 | 0.29 |
|     | AA+    | 19         | 4.43~7.07 | 5.58 | 209.19    | 40.86  | 58.43 | 0.28 |
|     | AA     | 1          | 7.67~7.67 | 7.67 | 384.87    | 175.68 | ——    | ——   |

注：①利差为债券的二级市场收益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。③到期收益率选择中证指数首日上市到期收益率。

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

## (二) 联合评级承做情况

联合评级承做的公司债项目中（如下表 10），信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度，大多数发行利差及标准差、偏离系数低于市场平均水平。联合评级的 3 年期 AAA 级别、5 年期 AAA 级别的利差及偏离系数与市场平均值差异相对较大，主要原因可能来自：（1）客户群性质。3 年期 AAA 级别利差处于前列的债券主要来自于民营制造类企业，行业分布于石油石化、贸易、工业品包装等（如 17 新大 03、17 新大 01、17 新大 02、17 丽鹏 G1），投资者风险溢价本身就高；（2）发行窗口期。3 年期 AAA 级别利差处于前列的债券发行期多处于利率及利差相对较高的 4 月和 12 月，上述两个月份因监管预期、资金面等因素影响利率利差处于全年的高点。

表 10 2017 年联合评级公司债券二级市场收益率和交易利差统计情况

| 期限  | 债项信用等级 | 样本数<br>(个) | 到期收益率 (%) |      | 交易利差 (基点) |       |       |      |
|-----|--------|------------|-----------|------|-----------|-------|-------|------|
|     |        |            | 区间        | 均值   | 均值        | 级差    | 标准差   | 偏离系数 |
| 3 年 | AAA    | 48         | 4.41~7.82 | 5.32 | 181.60    | ——    | 74.71 | 0.41 |
|     | AA+    | 22         | 4.74~7.05 | 5.77 | 238.48    | 56.88 | 66.40 | 0.28 |
|     | AA     | 20         | 5.06~7.49 | 6.62 | 329.36    | 90.88 | 66.17 | 0.20 |
| 5 年 | AAA    | 11         | 4.47~7.80 | 5.33 | 176.31    | ——    | 59.97 | 0.34 |

|  |     |   |           |      |        |        |       |      |
|--|-----|---|-----------|------|--------|--------|-------|------|
|  | AA+ | 3 | 5.22~6.80 | 5.76 | 269.03 | 92.72  | 85.50 | 0.32 |
|  | AA  | 1 | 7.67~7.67 | 7.67 | 384.87 | 115.84 | ——    | ——   |

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

整体来看，与发行利差类似，市场整体及联合评级承做的公司债信用等级对交易利差呈现出较为明显的区分度，交易定价较好的反映了信用等级差异。

## 五、评级检验

### （一）发行利差

从显著性检验情况看，剔除样本量少的 5 年期 AA 级别，全市场的 3 年期公司债均通过了非参数检验（Mann-Whitney U 法），各档级别间利差区分度明显；5 年期公司债 AAA 与 AA+ 级别差异性明显。以发行量最大的 3 年期公司债作为检验对象，联合评级的评级结果全部通过显著性检验。

表 11 2017 年公司债等级对发行利差影响的显著性检验-全市场（Z 值）

| 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 | 0.000 |
|      | AA+  | 0.001 | ——    | ——    |
|      | AA   | ——    | ——    | ——    |

注：Z 值所对应的 P 值小于 0.05，说明存在显著差异。

资料来源：wind，联合评级整理。

### （二）交易利差

从显著性检验情况看，剔除样本量少的 5 年期 AA 级别，3 年期公司债均通过了非参数检验（Mann-Whitney U 法），各档级别间利差区分度明显；5 年期公司债 AA 与 AA+ 级别亦通过显著性检验。以发行量最大的 3 年期

公司债作为检验对象，联合评级的评级结果全部通过显著性检验。

表 12 2017 年公司债等级对利差影响的显著性检验-全市场 (Z 值)

| 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 | 0.000 |
|      | AA+  | 0.001 | ——    | ——    |
|      | AA   | ——    | ——    | ——    |

资料来源：wind，联合评级整理。

整体来看，2017 年市场整体及联合评级承做的主要期限一般公司债各档级别利差显著性差异明显，公司债发行及交易定价较好的反映了信用等级差异。

## 六、结论及展望

在防风险、降杠杆的政策背景下，由于房地产、类平台、产能过剩等行业融资受限，加之融资成本上升导致的发行人融资意愿下降，2017 年一般公司债发行规模同比下降近六成；受新质押政策引发的需求变化影响，公司债债券级别重心上移，AAA 级别债券发行占比超过一半；在中性偏紧的资金面叠加信用事件等因素影响下，公司债平均发行利率同比上年上升约 130BP；公司债信用等级对发行及交易利差呈现出较为明显的区分度，医疗保健、运输和公用事业等行业发行利差水平较低，地区发行利差与区域经济状况具有一定相关性，央企发行利差处于较低水平。整体公司债发行及交易利差均通过显著性检验，公司债发行及交易定价较好的反映了信用等级差异。



展望 2018 年，债券信用利差走向或将呈现如下特征：（1）整体信用利差继续系统性上行。资管新规下负债端的收缩可能逐渐演变为存款类金融机构资产端的收缩，相应增加实体企业融资可得性方面的压力，流动性压力将加剧违约风险暴露。目前资管新规对净值、刚兑的细化，地方债务、城投债的持续整顿将加剧违约风险暴露进程，再叠加稳健中性的货币政策，市场预期的谨慎可能导致整体信用利差继续上行；（2）产品利差结构性分化。2017 年三季度以来，信用事件增多趋势明显。底层发行人信用面的分化将加剧债市产品结构性分化，信托、私募等非公开产品的违约风险概率较大，局部风险的暴露将加剧等级间利差走阔。资管新规、货币基金新规等监管政策将加剧债券品种、评级、期限等方面的信用利差分化，低评级和长久期品种利差上行压力将尤其明显。

联合信用评级有限公司

2018 年 2 月 22