

AA+级别公司债风险溢价上升，ABS中AAA~AA+级别区分度不佳 ——2017年8月利差分析报告

联合信用评级有限公司研发部 何苗苗 邓博文

2017年8月，受资金面适度收紧、民营企业违约事件增加影响，公司债发行成本小幅上升，整体加权票面利率达到5.12%，环比上升约14BP，3年期AA+级别公司债利率上升幅度尤为明显；公司债信用等级对发行利差呈现出较为明显的区分度，但以万达集团为代表的民营企业发行人所发行的AA+级别债券受投资者认可度较低，风险溢价要求较高。资产支持证券主要集中在AAA级别，AAA、AA级别发行利率环比有所上升，但AA+级别因富诚海富通-浦发银行PPP项目影响发行利率环比下降近100BP；因样本及结构差异，本月资产支持证券AAA~AA+级别的利率及利差区分度不佳，但其余各档产品具有显著差异。

一、公司债

(一) 评级分布

8月整体资金面前松后紧，央行削峰操作对市场宽松预期打击较大，加之近期违约事件增多，债市紧张情绪上升，融资成本上涨，交易所债券市场公司债发行规模出现较大下降。本月共有59家发行人发行了72期一般公司债，发行规模为916.60亿元，环比分别下降-11.94%、-15.29%和-8.08%（如下表1）。

本月一般公司债发行环比呈现如下特征：（1）主体及债项仍以AAA级别为主：本月发行人中大中型国企依旧占主流，多元金融服务类国企发行人（多为AAA级别）占比由上月的8.23%上升至13.89%，使得级别重心依旧处于高水平；

（2）AA+级别发行人及发行规模增长较快：在AAA、AA级别发行人环比下降的情况下，本月交通基础类国企、电子装备类AA+级别发行人环比增加较快，发行规模相应增长；（3）永续债发行方兴未艾：本月有4家发行人公开发行了6期永续债，发行量环比上月变化不大，在公司债整体发行量下降的背景下表现抢眼；（4）绿色债券发行规模有所放量：本月共有3家企业公募发行3期绿色公司债，发行量较上月有所增长，发行利率较同期产品具有一定成本优势。

整体来看，在资金成本上升的背景下，本月交易所债券市场公司债单月发行规模有所下降，发行人中大中型国企依旧占主流，公司债级别仍以AAA为主。

表1 2017年8月公司债发行及变化情况 单位：家、期、亿元 %

级别	2017年7月			2017年8月			环比变化		
	家数	期数	规模	家数	期数	规模	家数	期数	规模
AAA	37	61	859.20	32	51	742	-13.51	-16.39	-13.64
AA+	11	14	88.92	18	15	141.50	63.64	7.14	59.13
AA	16	10	49	9	6	33.10	-43.75	-40.00	-32.45
AA-	3	—	—	—	—	—	—	—	—
合计	67	85	997.12	59	72	916.60	-11.94	-15.29	-8.08

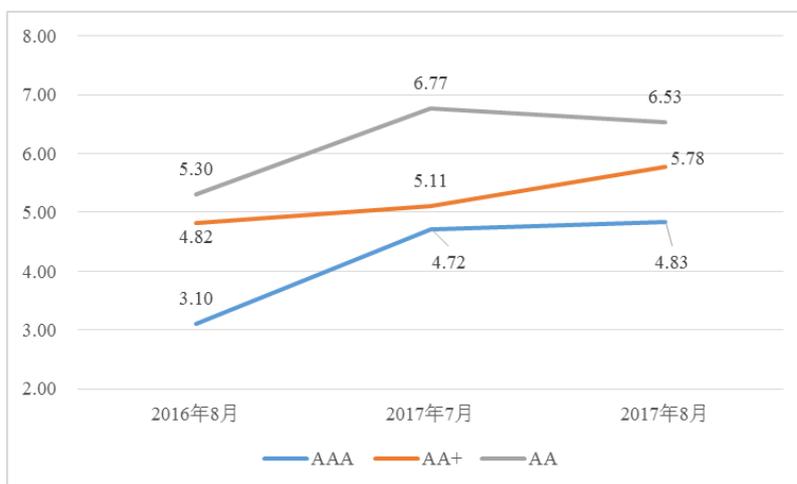
资料来源：WIND 资讯、联合评级整理

(二) 利率情况

受近期资金收紧、信用风险事件爆发等因素影响，公司债发行利率环比上升。2017年8月，公司债整体加权票面利率为5.12%，环比上升13.49BP。从3年期公司债发行利率看，平均发行利率环比上升了18BP，主要源自AA+级别发行利率的上升。从各级别情况看，除AA级别因样本量太少发行利率呈现下降外，AAA、AA+发行利率分别环比上升了11BP和67BP。5年期方面，平均发行利率环比上升了15BP，AAA和AA+级别分别环比上升了16BP和12BP。相较于上年同期，本月3年期AAA、AA+和AA级别公司债同比上升了173BP、96BP和123BP，AAA级别利率同比上升最大。

整体来看，本月公司债发行利率处于上升通道，AA+级别发行利率环比上升尤为明显。

图1 2017年8月3年期一般公司债发行利率变化情况 单位：%



资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

注：如果债券存在选择权，期限为选择权之前的期限。

(三) 利差情况

从3年期和5年期一般公司债发行情况看，8月交易所债券市场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。级差方面，3年期AAA~AA+级差处于高水平，表明投资者对于AA+级别风险溢价要求较高。偏离系数方面，3年期AA+级别债券的偏离系数均高于其他各档产品，反映出部分AA+级别债券评级认可度相对较低。从本月发行情况看，本月发行的AA+级别公司债中，房地产或制造业民营企业占比近一半，包括17万集02（发行人万达集团，票面利率6.9%）、17鄂资01（发行人鄂尔多斯，票面利率6.77%）、17胜通01（发行人山东胜通集团，票面利率7%）等，在近期民营企业信用风险预期上升的背景下，投资者风险溢价相应上升，利率及利差显著高于其他AA+级别债券。

利差方面，除3年期AA级别发行利差环比下降23BP外，其他各期限及各档级别发行利差环比均有所上升，3年期平均发行利差上升幅度明显高于5年期。

其中，3年期AAA、AA+级别发行利差分别上升12BP和67BP，5年期AAA、AA+级别发行利差分别上升8BP和6BP，3年期AA+级别发行利差上升幅度最大。

表2 2017年8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	31	4.30~5.80	4.83	134.86	N/A	38.56	0.29
	AA+	9	4.95~7.00	5.78	229.37	94.51	89.63	0.39
	AA	5	5.68~7.10	6.53	299.49	70.12	58.82	0.20
5年	AAA	14	4.77~6.08	5.09	149.47	N/A	38.15	0.26
	AA+	2	5.10~5.33	5.22	165.11	15.64	16.26	0.10

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。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。

二、资产支持证券

(一) 信用评级分布情况

本月资产支持证券共发行62单、发行支数220支^①，发行金额1,458.91亿元，环比大幅增长183%。从信用评级分布看，AAA级支数占比有所下降，占本月发行支数的42.73%，低于1~8月平均值4个百分点，占发行金额的79.26%，高于1~8月平均值2.29个百分点；AA+级支数占比较大程度上升，AA级有所上升，无评级层仍然保持较高占比，分别占发行支数和发行金额的26.36%、12.18%，具体评级分布见表3。

表3 2017年8月发行资产支持证券信用评级分布表 单位：支、%、亿元

信用评级	17年8月支数	支数占比	17年8月金额	金额占比	17年1~8月支数	支数占比	17年1~8月金额	金额占比
AAA	94	42.73	1156.27	79.26	572	46.73	5016.00	76.97
AA+	39	17.73	81.83	5.61	174	14.22	435.96	6.69
AA	24	10.91	39.74	2.72	119	9.72	255.92	3.93
AA-	2	0.91	1.89	0.13	24	1.96	37.03	0.57
A+	1	0.45	0.60	0.04	2	0.16	4.61	0.07
A	1	0.45	0.20	0.01	8	0.65	5.93	0.09
A-	0	0	0	0	1	0.08	7.17	0.11
BBB-	1	0.45	0.65	0.04	1	0.08	0.65	0.01
无	58	26.36	177.73	12.18	323	26.39	753.39	11.56
合计	220	100.00	1458.91	100.00	1224	100.00	6516.66	100.00

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

(二) 利率分析

本月资产支持证券一级市场发行利率较上月总体有所上升，AAA、AA+、

^① 发行期数按未分层统计，发行支数按分层数量进行统计。

AA 级资产支持证券的平均发行利率分别为 5.59%、5.39%和 6.17%，其中 AAA 和 AA+出现利率倒挂，主要受富诚海富通-浦发银行 PPP 项目资产支持专项计划影响较大，该单产品优先级均评为 AA+，但发行利率介于 4.30%~4.51%之间，从而拉低了 AA+级证券的平均发行利率。与上月平均发行利率相比，AAA 级上升 1 个基点，AA+级下降 99 个基点，AA 级上升 33 个基点。总体看，信用评级对资产支持证券的发行利率具有一定的区分性，但受样本数量和结构影响，本月 AAA 和 AA+级之间的区分度较差，具体发行利率见表 4^②。

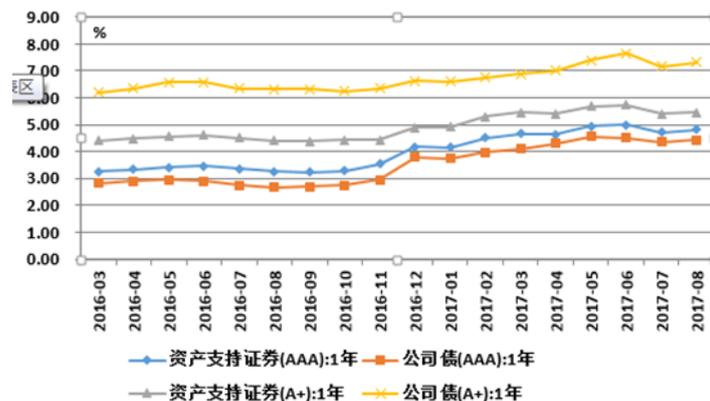
表 4 2017 年 8 月资产支持证券发行利率统计表 单位：个、%

信用等级	样本数量	发行利率区间	发行利率均值	级差	发行利率标准差	发行利率变异系数
AAA	87	4.50~6.90	5.59	—	0.63	0.11
AA+	38	4.30~7.00	5.39	-0.20	0.90	0.17
AA	23	5.40~7.20	6.17	0.78	0.64	0.10

资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

从二级市场交易的情况看，随着央行近期资金的净回笼，本月市场流动性维持紧平衡状态，市场利率整体上行，本月各级别资产支持证券的平均到期收益率与上月相比上升了 9 个基点左右。与公司债相比，AAA、AA+和 AA 级资产支持证券的到期收益率高于同级别公司债，AA-和 A+级资产支持证券的到期收益率低于同级别公司债，本月两类债券 AAA、AA+和 AA 级之间利差有所扩大，AA-和 A+级之间利差有所收窄。图 2 给出了近期资产支持证券到期收益率的走势。

图 2 资产支持证券到期收益率走势图



资料来源：WIND 资讯、联合评级整理。

(三) 利差分析^③

在剔除了债项评级、发行期限、票面利率缺失的样本后，我们用发行利率减去同日同期限的国债到期收益率，得到每支资产支持证券的发行利差。具体来看，本月 AAA、AA+、AA 级资产支持证券的发行利差均值分别为 208BP、188BP、

^② 由于样本量太小，在统计发行利率时没有考虑期限的影响，同时剔除了缺少发行利率的样本。

^③ 发行利差采用发行票面利率和同日同期限国债到期收益率相减获得，已经去除了期限因素的影响，但不排除由于样本差异会造成不同期限利差不同的情况。

276BP, AAA 和 AA+之间的利差出现倒挂, 主要源于富诚海富通-浦发银行 PPP 项目资产支持专项计划发行利率低, 拉低了 AA+级证券的平均发行利差。本月各等级资产支持证券发行利差分布见表 5。

表 5 2017 年 8 月资产支持证券发行利差统计表单位: 个、BP

信用等级	样本数量	发行利差区间	发行利差均值	发行利差标准差	级差	利差变异系数
AAA	72	93~354	208	59	—	0.28
AA+	38	53~362	188	97	-20	0.52
AA	21	138~368	276	66	88	0.24

资料来源: WIND 资讯、联合评级整理。

三、结论及展望

本月公司债发行成本小幅上升, 整体加权票面利率达到 5.12%, 环比上升约 14BP, 3 年期 AA+级别债券利率上升幅度尤为明显, 公司债信用等级对发行利率及利差呈现出较为明显的区分度, 以万达集团为代表的民营企业发行人所发行的 AA+级别债券受投资者认可度较低, 风险溢价要求较高; 资产支持证券主要集中在 AAA 级别, AAA、AA 级别发行利率环比有所上升, 但 AA+级别因富诚海富通-浦发银行 PPP 项目影响发行利率环比下降近 100BP; 因样本及结构差异, 本月 AAA~AA+区分度不佳, 但其余各档 ABS 产品利率及利差具有显著差异。

随着财政投放的增加、人民币持续升值改善资金外流、十九大前期央行维稳资金面等因素, 9 月较 8 月而言, 上半月与下半月的资金面紧张程度差异会有所缩小。9 月初证监会出台了货币基金新规, 未来将加剧债券品种、评级、期限等方面的信用利差分化。受上述因素影响, 9 月份信用债一级和二级市场将会呈现一定波动, 低等级和长久期信用债的流动性有所降低, 不同债券品种、不同评级、不同期限的信用利差可能会有所分化, 当前较低的等级利差和期限利差均有上行压力。