

联合研究报告

2009. 12. 10

AAA 主体债券利率差异的分析



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

AAA 主体债券利率差异的分析

本报告通过对 2009 年 1-9 月 65 家 AAA 级信用主体所发行的各类债券产品利差分布的分区研究，检验出银行间债券市场投资者对该级别主体信用风险溢价的认知差异，从而讨论该类主体信用质量认可度。

选取样本：选取 2009 年 1-9 月所有 AAA 级信用主体发行的短期融资券、中期票据（3 年和 5 年期）和企业债为基础样本，计算一级市场发行利率与对应的银行间市场债券收益率¹的利差，通过利差分布区间分析投资者对各主体信用风险溢价的预期。

分析方法：根据利差数值，将短期融资券等各类债券产品的发行利差分为 6 档，各类债券档位及发行主体分布关系可见附表。联合资信认为，对于期内同一发行主体发行多支债券产品的情况，若发行人债券发行利差完全位于第 6 档，即可判断投资者对其信用质量认可度显著高于其他 AAA 级信用主体；若发行人债券发行利差完全位于第 1 档，即可判断投资者对其信用质量认可度显著低于其他 AAA 级信用主体。

基本结论：中国石油天然气集团公司、中国石油天然气股份有限公司、中国石油化工集团公司、中国石油化工股份有限公司、中华人民共和国铁道部、国家电网公司、中国南方电网有限责任公司 7 家企业信用质量认可度显著高于其他 AAA 级发行主体（详见附表 5）；天津港（集团）有限公司、浙江省能源集团有限公司、中国机械工业集团公司、山西焦煤集团有限责任公司、中国电力投资集团公司等 5 家企业信用质量认可度显著低于其他 AAA 级发行主体（详见附表 5）；北京市基础设施投资有限公司、上海市城市建设投资开发总公司、华能国际电力股份有限公司、上海国际港务（集团）股份有限公司、中国国际航空股份有限公司等 5 家信用质量认可度较低低于其他 AAA 级发行主体，且表现出不稳定性。

联合资信认为：造成 AAA 级发行主体债券产品利差出现显著性差异原因如下：

1、发行人自身信用质量存在显著差别，存在某些主体企业信用级别评定虚高，对发行利率产生直接影响。目前来看，信用等级为 AAA 的发行主体绝大部分为行业的龙头企业，且以中央企业和发达地区的龙头企业为主，规模优势明显，经营稳定性好。但具体到不同主体，在行业地位、资产规模、盈利能力、经营状况方面存在较大差异，其信用质量认可程度也存在明显不同，进而对发行利率产生直接影响。

2、发行人的地位差异，对债券定价影响力决定了利率差异。以上述“超 AAA 级”的发行主体为例，由于地位突出，发行规模大，对债券市场的影响力使得其在产品定价方面能够起到主导作用，进而导致发行利率处于极低水平。

3、主承销商的承销能力及议价能力，也是影响债券定价的因素。以国有大型商业银行为例，由于有雄厚的资金实力作后盾，在债券产品承销过程中往往具备很强的议价能力；而中小型商业银行或证券公司，由于缺乏资金基础，其议价能力往往不及国有大型商业银行，进而导致发行利率偏高。因此下属利差分析只能在一定程度上说明信用等级、利差与企业信用质量三者之间的关系。

¹银行间市场债券收益率曲线为中国债券信息网站依据银行间债券市场结算数据、交易所债券的成交数据、债券柜台的双边报价、银行间债券市场的双边报价以及市场成员收益率的估值数据编制债券收益率曲线，包括短期融资券、中期票据、企业债等多种产品，代表了投资者对于债券利率定价的合理预期，以此作为评价基准，能够反映银行间债券市场投资者的普遍预期。

附表 1：信用等级为 AAA 发行主体 1 年期短期融资券发行利差分布情况

档位	利差区间	发行主体	发行利差 (bp)
1	10bp 以上	天津港（集团）有限公司 2009 年度第一期 10 亿元短期融资券	39.14
		上海国际港务（集团）股份有限公司 2009 年度第一期 27 亿元短期融资券	28.72
		华能国际电力股份有限公司 2009 年度第一期 50 亿元短期融资券	25.58
3	0~10bp	中粮集团有限公司 2009 年度第一期 50 亿元短期融资券	10.53
		中国南方工业集团公司 2009 年度 15 亿元第一期短期融资券	9.32
		北京市基础设施投资有限公司 2009 年度 30 亿元第一期短期融资券	6.71
		上海同盛投资（集团）有限公司 2009 年度 20 亿元第一期短期融资券	4.46
		中国兵器工业集团公司 2009 年度第一期 15 亿元短期融资券	1.48
		中粮集团有限公司 2009 年度第二期 30 亿元短期融资券	0.16
4	-10~0bp	东风汽车集团股份有限公司 2009 年度第一期 20 亿元短期融资券	-3.19
		武汉钢铁（集团）公司 2009 年度第一期 60 亿元短期融资券	-3.24
		中国中铁股份有限公司 2009 年度第二期 10 亿元短期融资券	-3.74
		国家开发投资公司 2009 年度第一期 20 亿元短期融资券	-4.16
		中国华能集团公司 2009 年度第一期 40 亿元短期融资券	-4.52
		上海国际港务（集团）股份有限公司 2009 年度第二期 10 亿元短期融资券	-5.41
		中国广东核电集团有限公司 2009 年度第一期 85 亿元短期融资券	-5.44
		中国中铁股份有限公司 2009 年度第一期 7 亿元短期融资券	-6.46
		广州白云国际机场股份有限公司 2009 年度第一期 7 亿元短期融资券	-7.32
		鞍山钢铁集团公司 2009 年度第一期 40 亿元短期融资券	-9.28
		中国长江电力股份有限公司 2009 年度第一期 10 亿元短期融资券	-9.42
5	-20~-10bp	铁道部 2009 年度第一期 200 亿元短期融资券	-12.01
		华能国际电力股份有限公司 2009 年度第二期 50 亿元短期融资券	-12.63
		陕西延长石油（集团）有限责任公司 2009 年度第一期 20 亿元短期融资券	-12.96
		中华人民共和国铁道部 2009 年度第二期 100 亿元短期融资券	-18.29
6	-20bp 以下	中国石油化工股份有限公司 2009 年度第一期 150 亿元短期融资券	-20.55
		中国石油化工集团公司 2009 年度第一期 100 亿元短期融资券	-23.18
		中国石油天然气股份有限公司 2009 年度第一期 300 亿元短期融资券	-46.22
		中国石油天然气股份有限公司 2009 年度第二期 300 亿元短期融资券	-49.22

附表 2：信用等级为 AAA 级发行主体 3 年期中期票据发行利差分布情况

档位	利差区间	发行主体	发行利差 (bp)
1	40bp 以上	中国国际航空股份有限公司 2009 年第一期 30 亿元	42.76
2	20~40bp	中国航空工业集团公司 2009 年第二期 40 亿元	17.13
3	0~20bp	中国电力投资集团公司 2009 年第二期 29 亿元	9.03
		中能（集团）有限公司 2009 年第二期 40 亿元	5.24
		首都机场集团公司 2009 年第一期 50 亿元	4.29
		上海电气（集团）总公司 2009 年第二期 20 亿元	4.15
4	-20~0bp	中国航天科工集团公司 2009 年第二期 40 亿元	-1.13
		中国对外贸易运输（集团）总公司 2009 年第一期 15 亿元	-1.62
		东风汽车集团股份有限公司 2009 年第一期 30 亿元	-1.88
		中国五矿集团公司 2009 年第一期 2 亿元	-2.19
		武汉钢铁（集团）公司 2009 年第一期 20 亿元	-2.36
		中粮集团有限公司 2009 年第一期 20 亿元	-12.75
		中国铁建股份有限公司 2009 年第一期 100 亿元	-14.77
5	-40~-20bp	中国石油天然气股份有限公司 2009 年第一期 150 亿元	-23.89
		宝山钢铁股份有限公司 2009 年第一期 50 亿元	-29.68
		宝山钢铁股份有限公司 2009 年第二期 50 亿元	-32.88
		北京国有资本经营管理中心 2009 年第二期 50 亿元	-36.88
6	-40bp 以下	中华人民共和国铁道部 2009 年第二期 200 亿元	-44.40
		中国南方电网有限责任公司 2009 年第一期 70 亿元	-45.09
		中国石油化工股份有限公司 2009 年第二期 200 亿元	-50.49
		中国石油天然气集团公司 2009 年第二期 200 亿元	-52.89
		中国石油天然气股份有限公司 2009 年第二期 150 亿元	-53.09
		中国石油化工股份有限公司 2009 年第一期 100 亿元	-54.51
		中国石油天然气集团公司 2009 年第一期 200 亿元	-57.57
		国家电网公司 2009 年第一期 300 亿元	-61.19

附表 3：信用等级为 AAA 级发行主体 5 年期中期票据发行利差分布情况

档位	利差区间	发行主体	发行利差 (bp)
1	40bp 以上	中国电力投资集团公司 2009 年第一期 10 亿元	69.26
		山西焦煤集团有限责任公司 2009 年第一期 14 亿元	66.34
		北京市基础设施投资有限公司 2009 年第一期 20 亿元	58.34
		中国长江航运（集团）总公司 2009 年第一期 20 亿元	49.99
2	20~40bp	招商局集团有限公司 2009 年第一期 25 亿元	27.23
		上海市城市建设投资开发总公司 2009 年第一期 30 亿元	26.94
		中国中信集团公司 2009 年第一期 30 亿元	24.95
		中国船舶工业集团公司 2009 年第一期 30 亿元	18.48
3	0~20bp	广东省交通集团有限公司 2009 年第一期 30 亿元	4.96
4	-20~0bp	兖矿集团有限公司 2009 年第一期 15 亿元	-0.57
		中国国际航空股份有限公司 2009 年第二期 30 亿元	-4.20
		中国第一汽车集团公司 2009 年第一期 100 亿元	-4.47
		首钢总公司 2009 年第一期 60 亿元	-6.88
		广州汽车集团股份有限公司 2009 年第一期 33 亿元	-8.23
		中国船舶工业集团公司 2009 年第二期 30 亿元	-8.50
		申能（集团）有限公司 2009 年第一期 30 亿元	-8.53
		陕西延长石油（集团）有限责任公司 2009 年第一期 40 亿元	-8.70
		中国远洋控股股份有限公司 2009 年第一期 100 亿元	-9.12
		中国国电集团公司 2009 年第一期 49 亿元	-9.12
		北京控股集团有限公司 2009 年第一期 20 亿元	-9.31
		北京国有资本经营管理中心 2009 年第一期 100 亿元	-9.47
		北京市基础设施投资有限公司 2009 年第二期 20 亿元	-10.16
		华能国际电力股份有限公司 2009 年第一期 40 亿元	-10.62
		上海电气（集团）总公司 2009 年第一期 20 亿元	-11.34
		中国广东核电集团有限公司 2009 年第二期 20 亿元	-12.24
		北京国有资本经营管理中心 2009 年第三期 50 亿元	-12.44
		广州汽车集团股份有限公司 2009 年第二期 34 亿元	-14.22
		中国国电集团公司 2009 年第二期 26 亿元	-15.49
		中国广东核电集团有限公司 2009 年第一期 30 亿元	-16.08
		上海市城市建设投资开发总公司 2009 年第二期 50 亿元	-16.23
		中国华能集团公司 2009 年第一期 35 亿元	-16.78
		中粮集团有限公司 2009 年第二期 30 亿元	-17.29
		中国中化集团公司 2009 年第一期 10 亿元	-17.44
		中国五矿集团公司 2009 年第二期 35 亿元	-18.05
		中国大唐集团公司 2009 年第一期 35 亿元	-19.14
		中国航天科技集团公司 2009 年第一期 20 亿元	-19.29

5	-40~-20bp	中海发展股份有限公司 2009 年第一期 30 亿元	-26.56
		中国航空工业集团公司 2009 年第一期 60 亿元	-26.56
		中国兵器工业集团公司 2009 年第一期 20 亿元	-27.83
		神华集团有限责任公司 2009 年第一期 200 亿元	-31.59
		国家电网公司 2009 年第二期 300 亿元	-33.65
6	-40bp 以下	中国海洋石油总公司 2009 年第一期 100 亿元	-46.27
		中国石油天然气股份有限公司 2009 年第三期 150 亿元	-48.98
		中国南方电网有限责任公司 2009 年第二期 30 亿元	-49.83
		中国港中旅集团公司 2009 年第一期 10 亿元	-74.38
		中华人民共和国铁道部 2009 年第一期 5 年期 150 亿元	-99.02

注：中国港中旅集团集团公司 2009 年第一期 10 亿元中票采取“3+2”含选择权的发行方式，在分析该利差时，对其基准利率采用的是纯 5 年期 AAA 级别中期票据利差，因此该公司实际发行利差绝对值应小于上述绝对值。

附表 4：AAA 级发行主体企业债主体级别发行利差分布情况

档位	利差区间	发行主体	发行利差 (bp)
1	40bp 以上	浙江省能源集团有限公司 2009 年第一期 47 亿元	40.15
		中国机械工业集团公司 2009 年第一期 8 亿元	41.27
		天津港（集团）有限公司 2009 年第一期 7 年期 20 亿元	61.15
2	20~40bp	中国化工集团公司 2009 年第一期 23 亿元	37.50
3	0~20bp	中国铝业公司 2009 年 5 年期 80 亿元	13.28
		中国铝业公司 2009 年 7 年期 20 亿元	10.22
4	-20~0bp	中国核工业集团公司 2009 年 10 年期 15 亿元	-7.07
		国家电网公司 2009 年 7 年期 150 亿元	-0.42
		国家电网公司 2009 年 10 年期 50 亿元	-11.51
5	-40~-20bp	中国长江三峡工程开发总公司 2009 年 5 年期 70 亿元	-24.53
		中国长江三峡工程开发总公司 2009 年 7 年期 30 亿元	-27.63
		华润股份有限公司 2009 年 10 年期 30 亿元	-36.64
		北京国有资本经营管理中心 2009 年 7 年期 80 亿元	-23.40
		北京国有资本经营管理中心 2009 年 10 年期 70 亿元	-27.52
6	-40bp 以下	招商局轮船股份有限公司 2009 年 10 年期 40 亿元	-41.64
		华润股份有限公司 2009 年 15 年期 20 亿元	-62.30
		中华人民共和国铁道部 2009 年第一期 10 年期 200 亿元	-45.21
		中华人民共和国铁道部 2009 年第一期 15 年期 100 亿元	-69.83
		中华人民共和国铁道部 2009 年第二期 10 年期 150 亿元	-77.24
		中华人民共和国铁道部 2009 年第二期 15 年期 50 亿元	-101.38

附表 5：同一 AAA 主体不同债券利差分布情况

序号	发行主体	5 年期中票		3 年期中票		企业债		短券	
		位次	利差	位次	利差	位次	利差	位次	利差
1	中华人民共和国铁道部	1	-99.02	6	-44.40	1	-69.83	4	-18.29
2	中国港中旅集团公司	2	-74.38						
3	中国南方电网有限责任公司	3	-49.83	5	-45.09				
4	中国石油天然气股份有限公司	4	-48.98	3	-53.09			1	-49.22
5	中国石油天然气集团公司			2	-57.57				
6	中国石油化工股份有限公司			4	-50.49			3	-20.55
7	中国石油化工集团公司							2	-23.18
8	中国海洋石油总公司	5	-46.27						
9	国家电网公司	6	-33.65	1	-61.19	6	-11.51		
10	神华集团有限责任公司	7	-31.59						
11	中国兵器工业集团公司	8	-27.83					18	1.48
12	中海发展股份有限公司	9	-26.56						
13	中国航空工业集团公司	10	-26.56	20	17.13				
14	中国航天科技集团公司	11	-19.29						
15	中国大唐集团公司	12	-19.14						
16	中国五矿集团公司	13	-18.05		-2.19				
17	中国中化集团公司	14	-17.44	12					
18	中粮集团有限公司	15	-17.29	10	-12.75			17	0.16
19	中国华能集团公司	16	-16.78					12	-4.52
20	上海市城市建设投资开发总公司	17	-16.23						
21	中国国电集团公司	18	-15.49						
22	广州汽车集团股份有限公司	19	-14.22						
23	北京国有资本经营管理中心	20	-12.44	7	-36.88	4	-27.52		
24	中国广东核电集团有限公司	21	-12.24					10	-5.44
25	上海电气（集团）总公司	22	-11.34	16	4.15				
26	华能国际电力股份有限公司	23	-10.62					6	-12.63
27	北京市基础设施投资有限公司	24	-10.16					20	6.71
28	北京控股集团有限公司	25	-9.31						
29	中国远洋控股股份有限公司	26	-9.12						
30	陕西延长石油（集团）有限责任公司	27	-8.70					5	-12.96
31	申能（集团）有限公司	28	-8.53	18	5.24				
32	中国船舶工业集团公司	29	-8.50						
33	首钢总公司	30	-6.88						
34	中国第一汽车集团公司	31	-4.47						
35	中国国际航空股份有限公司	32	-4.20		42.76				
36	兖矿集团有限公司	33	-0.57						
37	广东省交通集团有限公司	34	4.96						

38	中国中信集团公司	35	24.95						
39	招商局集团有限公司	36	27.23						
40	山西焦煤集团有限责任公司	37	66.34						
41	中国电力投资集团公司	38	69.26	19	9.03				
42	宝山钢铁股份有限公司			8	-32.88				
43	中国铁建股份有限公司			9	-14.77				
44	武汉钢铁(集团)公司			11	-2.36			15	-3.24
45	东风汽车集团股份有限公司			13	-1.88			16	-3.19
46	中国对外贸易运输(集团)总公司			14	-1.62				
47	中国航天科工集团公司			15	-1.13				
48	首都机场集团公司			17	4.29				
49	招商局轮船股份有限公司					2	-41.64		
50	华润股份有限公司(10年期)					3	-36.64		
51	中国长江三峡工程开发总公司					5	-24.53		
52	中国核工业集团公司					7	-7.07		
53	中国铝业公司					8	10.22		
54	中国化工集团公司					9	37.50		
55	浙江省能源集团有限公司					10	40.15		
56	中国机械工业集团公司					11	41.27		
57	天津港(集团)有限公司					12	61.15	22	39.14
58	中国长江电力股份有限公司							7	-9.42
59	鞍山钢铁集团公司							8	-9.28
60	广州白云国际机场股份有限公司							9	-7.32
61	上海国际港务(集团)股份有限公司							11	-5.41
62	国家开发投资公司							13	-4.16
63	中国中铁股份有限公司							14	-3.74
64	上海同盛投资(集团)有限公司							19	4.46
65	中国南方工业集团公司							21	9.32

注：以上主体在统计期内发行多期同一品种债券时，只采用最近一期债券进行统计分析。



刘小平：010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

李慧鹏：010-85679696-8881

lihp@lianheratings.com.cn

孙 炜：010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn