

信用等级与短期融资券利率关系初步研究

联合资信评估有限公司 李振宇 石雨欣 刘静

一、评级机构应该关注信用等级与债券利率（利差）的关系

1. 评级机构的作用之一就是为投资者定价提供参考

评级机构的作用就是通过揭示证券的信用风险，为投资者提供投资定价的参考。在利率市场化情况下，信用等级越高，信用利差就应越小。因此，只有通过证券的信用等级与利率（利差）的关系进行实证研究，才能确定评级的作用，才能更好地评价评级机构。

2. 通过实证研究改进评级方法和评级政策

如果信用等级与债券利差长期出现偏离，那么，或者是市场出现了问题，或者是评级机构的评级出现了问题。但如果剔除了其他因素，信用等级与债券利差仍然长期出现偏离，则肯定是评级机构的问题。只有对这种情况进行分析研究，评级机构才能更好地反思，改进评级方法或评级政策。

3. 评级机构应发布有关研究结果，从而对市场产生进一步的影响

由于我国刚开始进行债券发行、交易的市场化，信用等级与债券定价和交易的关系需要逐步建立，评级机构应积极进行这种研究，借鉴国外经验，引导市场完善利差范围，建立信用等级与利差的合理关系。

4. 应进一步对市场可能出现的事件及其市场表现进行研究

信用等级与利差的关系在出现事件时会表现更明显。由于我国在公开市场上出现的违约事件很少，没有积累事件（包括违约事件）与利差的经验关系，因此，评级机构应该对类似事件及交易价格保持高度敏感，及时总结相关经验，进行研究。

二、债券信用等级与利率（利差）的关系

1. 信用等级与短期融资券利率关系的一般理论

一般认为，债券利率（收益率）=无风险利率（基础利率）+风险溢价=等价的无风险国债收益率+风险溢价（利差）

因此，风险溢价（利差）=信用风险溢价+流动性风险溢价+税收因素=信用风险溢价（违约概率+回收率+市场风险偏好）+流动性风险溢价+税收

如果能够剔除流动性风险溢价和税收因素，则可以按照风险中性的假设，根据违约概率、回收率等因素测算预期损失，从而测算风险溢价。

在此基础上，投资者可以根据自己的风险偏好来确定提高利差或缩小利

穆迪的公司债券的平均收益率（长期债券年平均收益的百分比），1980-1999年

年份	Aaa	Aa	A	Baa	平均
1980	11.9	12.5	12.9	13.7	12.7
1981	14.2	14.7	15.3	16.0	15.1
1982	13.8	14.4	15.4	16.1	14.9
1983	12.0	12.4	13.1	13.6	12.8
1984	12.7	13.3	13.7	14.2	13.5
1985	11.4	11.8	12.3	12.7	12.0
1986	9.0	9.5	9.9	10.4	9.7
1987	9.4	9.7	10.0	10.6	9.9
1988	9.7	9.9	10.2	10.8	10.2
1989	9.3	9.5	9.7	10.2	9.7
1990	9.3	9.6	9.8	10.4	9.8
1991	8.8	9.1	9.3	9.8	9.2
1992	8.1	8.5	8.6	9.0	8.5
1993	7.2	7.4	7.6	7.9	7.5
1994	8.0	8.1	8.3	8.6	8.3
1995	7.6	7.7	7.8	8.2	7.8
1996	7.4	7.5	7.7	8.1	7.7
1997	7.3	7.5	7.5	7.9	7.5
1998	6.5	6.8	6.9	7.2	6.9
1999	7.0	7.3	7.5	7.9	7.4

注：限期为20年及以上
资料来源：Moody's Investors Service;
Bond Market Association.

差，从而最终确定自己的定价。

但是，由于经济周期和风险事件的影响，债券违约率或市场预期可能出现重大变化，这会导致信用风险溢价的大幅波动。同时，市场风险偏好在一定时期内可能也会出现较大的波动。也有人认为还应考虑非预期损失的情况。因此，实际利差在上述理论的基础上可能会有较大的幅。

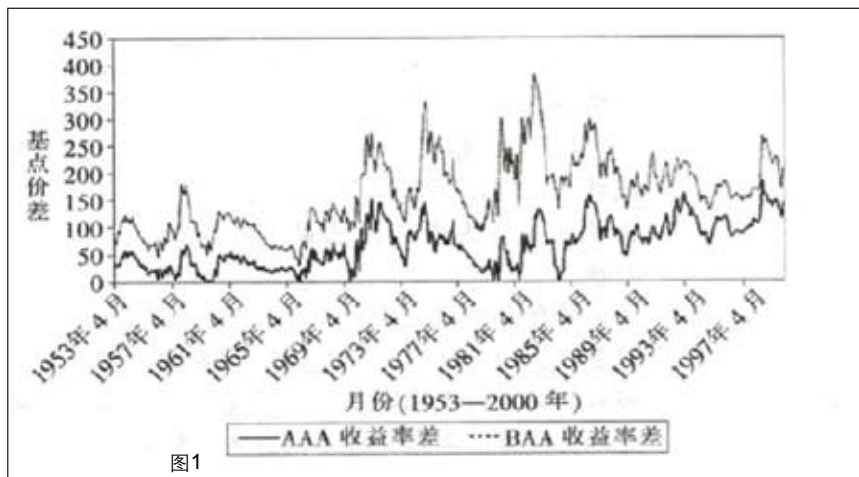
2. 国外的实证研究结果

(1) 长期债券不同等级的收益率

为了补偿投资者承担的信用风险，不同信用等级公司债券收益率不同。据统计，Aaa级债券的收益率在6.5%（1998年）-- 14.2%（1981年）之间变动。而Baa债券的收益率则在7.2%（1998年）-- 16.1%（1982年）之间变动。

(2) 利差（公司债券的收益率与国债之间的收益率差）与信用等级的关系。

图1描述了AAA级和BAA级公司债券的收益率差。



有两点需要注意,首先,两类债券的收益率差都是非常明显的。其次,收益率差是多变的。显然,BAA级的收益率差要比AAA级收益率差高很多,而且更多变。尽管流动性和税收待遇方面的差异也对收益率差水平有一定的影响,但收益率差多变性的最可能的原因是对信用风险变化的掌握。注意在市场出现危机时,收益率差会变大。如1987年的股票市场危机、1981年的高收益市场崩溃,以及1988年的俄罗斯金融违约事件都造成收益率差的扩大。(见图2)

图3列示了3个月商业票据和3个月国库券收益率的周观测值的时间序列点。在这段时间内,两者收益率的平均利差是55.43个基点,最低时为12个基点,最高曾达到221个基点。

(3) 信用等级调整中利差的变化

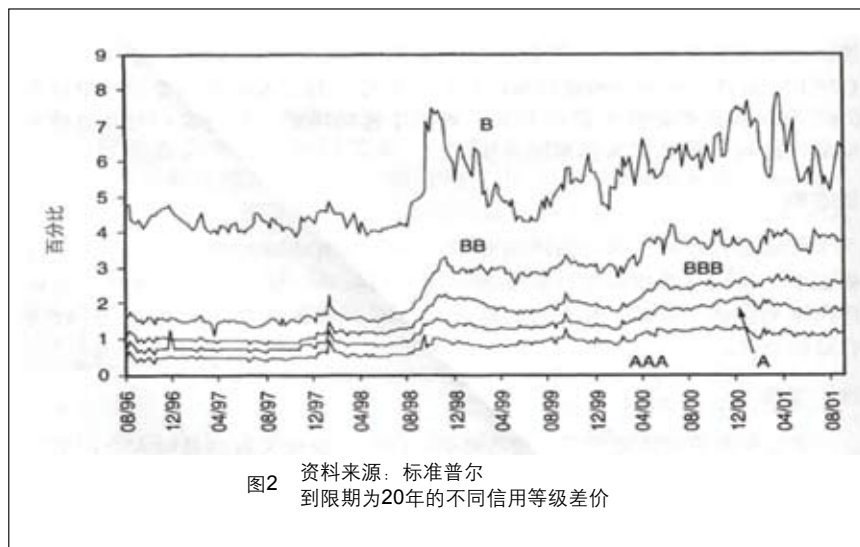
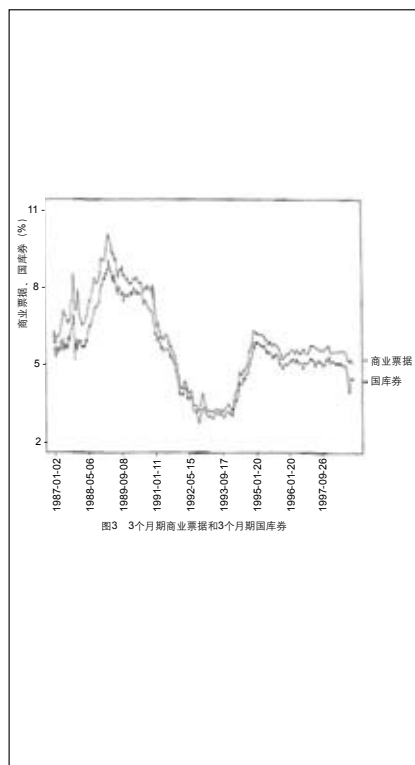
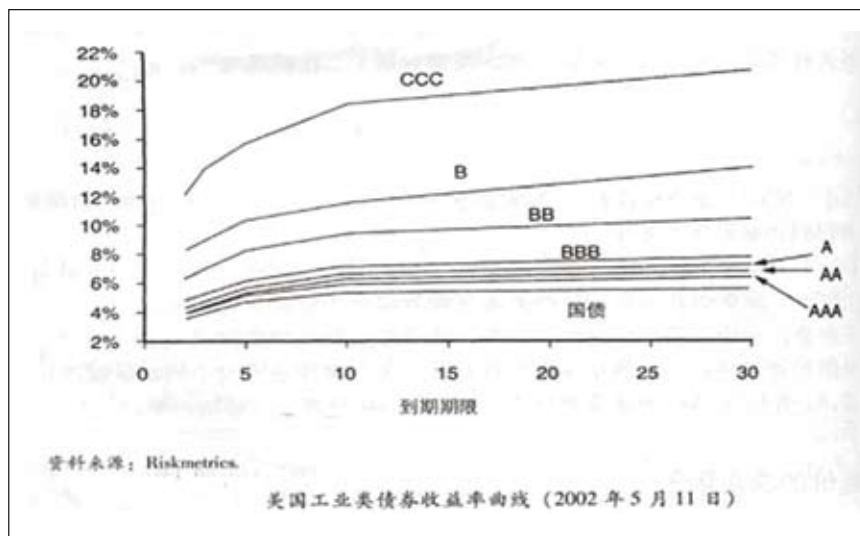
有关学者通过对澳大利亚债券市场最大的两家评级机构——穆迪和标准普尔评级变化公告日前后债券对级别变化的反应进行研究,发现对于债券而言,级别公告的反应可以通过观察相似到期日的个别公司债券和联邦政府债券之间每日收益率利差来研究。债券利差会随着信用级别的变化

显著调整,特别是和100天以前的利差比较。平均来说,级别提高的债券的利差在评级公告日和公告日后一天收窄大约3.5个基点,级别降低的债券显示更加强烈的反应。它们的利差在同样的两天上升超过10个基点。很少有证据显示级别变化之前的几周内或之后利差有重大的变化,这可能应该被认为市场是否部分预见到了信用级别变化的消息。

对于级别提高和降低的两类债券来说,在级别变化前的100天以前,有一个可辨别并逐渐减少的大约4个基点的利差。这可能反映了到期日较近债券利差较小的一般模式。

包括级别提高和降低两类债券在内的样本,两天反应的中值是4.5个基点,级别变化的中值在A到A-之间。观察更多的澳大利亚债券,A级和A-级债券之间普遍的收益率差大约在9个基点,所以这意味着在级别变化前后两天内债券利差发生了预计的长期调整幅度的大约一半的调整。

信用评级变化会导致债券价格的显著变动,这暗示评级机构通过提供金融市场评价价值相关的信誉信息可以对金融市场起到有效作用。此外,和级别公告相关的价格影响是相当小的,这意味着评级机构通常并不被认为一贯有获得尚未公开的重要信息的途径。



三、我国短期融资券利差的实际情况

1. 我国短期融资券利率变化情况

在2005年12月之前，1年期短融发行利率基本持平，波动非常小。

在没有增加主体长期信用级别之前，2006年所发行的1年期短融中，A-1+级和A-1级的发行利率开始出现分化，两个不同短融信用等级的平均值相差20BP。但是在同一短融信用等级下，不同企业发行的相同期限的短融利率相差较大，A-1+级中最高相差85BP，而在A-1级别中相差最高达185BP。

增加主体信用级别后，不同规模、不同企业性质和不同行业的短融利率出现明显的差异，从利差的情况来看，主体信用等级能较高地区分不同风险水平的企业发行的短融。

2. 利差与信用等级初步建立了联系

从右上表可以看出，在发行市场，最高等级AAA级的利差Ⅰ均值为68BP，而信用等级较低的A-级利差Ⅰ为171BP，最高等级与最低等级利差Ⅰ均值相差103BP；从AA+级与AA级的利差Ⅰ均值看，出现了AA级利差Ⅰ均值高于AA+级的情况，其主要原因一方面在于两个信用级别的统计样本数量有限，另一反面由于评级结果为AA+级的短融发行时间大部分在1~2月份，整个市场发行利率较高，央票利率也稳定在2.80%，而评级结果为AA级企业的短融发行时间集中在3月中下旬，短融市场整体利率有所降低，同时央票利率升高至2.97%，因此，出现AA级利差Ⅰ均值高于AA+级的情况。而AA-级与A+级的利差Ⅰ均值比较接近，低于AA级的利差Ⅰ均值约20BP；从A级的利差Ⅰ均值来看，A级的利差Ⅰ均值高于A+级的利差Ⅰ均值20BP，而低于A-级利差Ⅰ44BP。总体来说，信用等级越高，利差越小；信用等级越低，利差越大。

在首日交易市场，最高级别AAA

发行主体长期		利差Ⅰ		利差Ⅱ	
信用等级	发行期数	均值(%)	方差	均值(%)	方差
AAA	6	0.68	0.078	0.51	0.050
AA+	8	0.88	0.027	0.77	0.052
AA	13	0.86	0.043	0.68	0.070
AA	12	1.03	0.016	0.84	0.035
A	14	1.07	0.015	0.85	0.718
A	5	1.27	0.012	1.18	0.023
	1	1.71		1.50	

主体信用等级与利差关系表

级的利差Ⅱ均值为51BP，最低信用级别A-级的杭州中策橡胶有限公司的利差Ⅱ为151BP，最高等级与较低等级的利差Ⅱ均值相差100BP。

从各个等级的利差Ⅰ和利差Ⅱ均值相比较而言，各个信用等级短融的利差Ⅱ均值均低于利差Ⅰ均值约10~20BP之间。可见，随着短融市场的日渐成熟，首日交易市场与发行市场之间的收益空间越来越小。

综合来看，企业主体信用等级越高，利差越小；信用等级越低，利差越大。

3. 建议

(1) 政策上应有序放松对机构投资者只能投资于高信用等级产品的限制，适当降低机构投资者投资于风险稍高或高风险的产品。目前采取的一刀切政策并不可取，可通过限制投资组合或投资比例的方式逐渐实现，允许一定比例的资金进行先期尝试。

(2) 投资者及发行人应进一步提高对信用风险的认识，客观认识信用等级的含义。一般认为，BBB以上的级别都属投资级，发生违约的可能性较小，没有必要非要采取种种措施人为地追求最高级。信用等级的高低也并不一定等同于企业经营的优劣。各种级别的债券都有其市场需求，关键是要有合理的风险收益对应。

(3) 在现有情况下，试验性地推出低等级产品，如短债中的A-2级产品。关键是要勇于走出这一步，这需要主管部门、发行人、投资人、以及承销商的共同努力。

(4) 进一步加强对短融定价的理论研究和实证分析，合理确定利差，促进利率体系的进一步完善，形成我国信用风险溢价的基本格局，为进一步推动债券市场的发展奠定基础。

