

2020 年一季度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

2020 年 6 月 16 日



联合资信评估有限公司

电话: 010-85679696
传真: 010-85679228
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层
邮箱: lianhe@lhratings.com
网址: www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话: 010-85172818
传真: 010-85171273
地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层
邮箱: lh@unitedratings.com.cn
网址: www.unitedratings.com.cn

2020 年一季度中国债券市场评级表现和评级质量研究报告

作者：王自迪 闫瑾 吴昊

本文从违约情况、信用等级迁移和利差三个方面对 2020 年一季度我国债券市场评级表现进行分析并对评级质量进行检验。研究结果显示，违约情况方面，2020 年一季度我国债券市场新增违约主体 7 家，较 2019 年一季度有所减少；信用等级迁移方面，等级调整数量整体较少，评级稳定性变化不大；利差方面，信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，信用等级和利差之间均存在显著性差异。总体来看，我国债券市场信用评级能够较好反映受评主体信用风险差异，但评级机构对违约风险的预警能力仍有待提高。

一、违约情况统计分析¹

（一）信用风险有序释放，违约常态化发生

2020 年一季度，我国债券市场新增 7 家违约²发行人，均为公募债券市场发行人³，共涉及到期违约债券 30 期⁴，到期违约金额⁵约 461.54 亿元，新增违约发行人家数、涉及到期违约债券期数较 2019 年一季度（15 家，41 期）有所减少，到期违约金额较 2019 年一季度（194.63 亿元）有所增加。另有 6 家 2020 年之前已发生违约的发行人继续未能按时偿付其存续债券利息或本金（重复违约），共涉及到期违约债券 18 期，到期违约金额约 85.88 亿元，其中 15

¹ 根据最新信息披露情况，报告对历史数据进行了追溯调整。

² 联合资信认为当出现下述一个或多个事件时，即可判定债券/主体发生违约：一是债务人未能按照合同约定（包括在既定的宽限期内）及时支付债券本金和/或利息；二是债务人不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，债务人被人民法院裁定受理破产申请的，或被接管、被停业、关闭；三是债务人进行债务重组且其中债权人做出让步或债务重组具有明显的帮助债务人避免债券违约的意图，债权人做出让步的情形包括债权人减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限、债转股（根据协议将可转换债券转为资本的情况除外）等情况；但在以下两种情况发生时，不视为债券/主体违约：一是如果债券具有担保，担保人履行担保协议对债务进行如期偿还，则债券视为未违约；二是合同中未设置宽限期的，单纯由技术原因或管理失误而导致债务未能及时兑付的情况，只要不影响债务人偿还债务的能力和意愿，并能在 1~2 个工作日得以解决，不包含在违约定义中。

³ 发行人存在以下情形则将其视为公募债券市场新增违约发行人：发行人所发公募债券发生违约、发行人发生私募债券违约但违约时仍有公募债券存续，违约包括仅主体违约、主体和债项均发生违约的情况。

⁴ 到期违约债券包括本金或利息到期违约的债券。

⁵ 债券未偿付本金和利息之和，以下同。

期债券为首次到期违约，涉及到期违约金额约 64.74 亿元；重复违约发行人家数、涉及到期违约债券期数、到期违约金额较 2019 年一季度（15 家，24 期，130.68 亿元）均有所减少。此外，“18 北大科技 ABN001”发生回售违约，为我国债券市场首单违约的公募资产支持票据。

新增违约发行人仍以民营企业为主，但部分国有企业信用风险开始暴露，新增违约发行人中有 3 家为上市公司；新增违约发行人行业、地区分布均较为分散，未呈现出明显特征（详见表 1）。公募债券市场方面，新增违约发行人家数（7 家）较 2019 年一季度（9 家）略有减少，新增违约发行人级别范围与 2019 年一季度基本一致（详见表 2）。

表 1 2020 年一季度我国债券市场发行主体违约情况

发行人	Wind 三级行业	所属地区	企业性质	是否上市	违约时间	期初级别	期末级别
新华联控股有限公司	综合类	北京	民营	否	2020-03-06	AA+/稳定	C
北京桑德环境工程有限公司	水务	北京	中外合资	否	2020-03-06	AA/稳定	B/--
重庆力帆控股有限公司	汽车	重庆	民营	否	2020-01-15	AA-/稳定	C
力帆实业（集团）股份有限公司	汽车	重庆	民营	是	2020-03-16	AA-/稳定	C
北大方正集团有限公司	互联网软件与服务	北京	中央国有	否	2020-02-18	A/负面	C
康美药业股份有限公司	制药	广东	民营	是	2020-02-03	BBB/--	C
大连天神娱乐股份有限公司	软件	辽宁	公众	是	2020-01-20	BB/负面	C/稳定

注：评级展望列示为“--”表示发行人被列入评级观察名单

资料来源：Wind

表 2 2018 年至 2020 年一季度我国公募债券市场发行主体违约率/数量（单位：家、%）

主体级别	2018			2019			2019Q1	2020Q1
	样本数量	违约数量	违约率	样本数量	违约数量	违约率	违约数量	违约数量
AAA	705	1	0.14	815	2	0.25	--	--
AA ⁺	882	1	0.11	971	9	0.93	1	1
AA	1970	20	1.02	1790	4	0.22	--	1
AA ⁻	385	3	0.78	295	5	1.69	2	2
A ⁺	75	1	1.33	70	4	5.71	1	--
A	17	2	11.76	22	3	13.64	1	1
A ⁻	8	0	0.00	8	0	0.00	--	--
BBB ⁺	5	0	0.00	4	1	25.00	1	--
BBB	5	0	0.00	6	2	33.33	1	1
BBB ⁻	2	1	50.00	1	1	100.00	1	--
BB ⁺	5	0	0.00	2	0	0.00	--	--

BB	3	0	0.00	2	2	100.00	2	1
BB ⁻	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--
B ⁺	0	0	0.00	1	0	0.00	--	--
B	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--
B ⁻	2	1	50.00	0	0	0.00	--	--
CCC	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--
CC	1	0	0.00	0	0	0.00	--	--
C	0	0	0.00	0	0	0.00	--	--
无评级	38	0	0.00	38	0	0.00	--	--
合计	3990	30	0.75	3907	32	0.82	9	7

注：1. 发行人样本为当年年初存续的短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债券（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据的发行人主体，并剔除此前已发生违约的发行人样本且不考虑发行人存续债券当年年内到期、发行人当年年内被终止评级等可能导致信用等级失效的情形；2. 发行人具有不同信用等级的双评级或多评级，则按不同主体信用等级分别纳入统计，即同一主体可被计数多次；3. 对发行人而言，若某一评级机构所评其期初存续债券均为私募债券，则该评级机构对发行人出具的主体信用等级不纳入双评级或多评级统计（若有）；4. 部分债券发行人期初不具有有效信用等级，例如部分集合债/集合票据、项目收益债发行人等，均计入无评级样本中；5. 合计项样本数量/违约数量对发行人主体进行非重复计数；6. 发行人主体违约率 = 当年新增违约的发行人家数 / 发行人样本家数；7. 2018 年公募债券发行人中新增 31 家违约主体，其中永泰集团有限公司期初无公募债券存续，未计入违约样本，山东金茂纺织化工集团有限公司期初具有不同级别双评级；2019 年公募债券发行人中新增 32 家违约主体，其中三胞集团有限公司期初具有不同级别双评级

资料来源：联合资信 COS 系统

2020 年一季度，经济下行周期叠加新冠肺炎疫情冲击，外部不利环境下部分企业流动性持续恶化，我国债券市场违约常态化发生。违约发行人中，新华联控股有限公司经营范围较广，业务涉及石油、化工、地产、矿产等多个领域，近年来公司房地产业务转型扩张导致债务规模较快增长、偿债压力大，同时公司资产规模中受限比例较高，所持有上市公司股权高比例质押，融资渠道不畅，疫情影响下公司文旅、零售、餐饮、石油贸易等业务收入明显下降，资金链持续紧张；北大方正集团有限公司多元化经营战略导致负债规模不断扩大，债务压力沉重，同时公司股权质押比例较高、融资弹性不足，且缺乏有效的外部支持；重庆力帆控股有限公司（“力帆控股”）和力帆实业（集团）股份有限公司（“力帆股份”）为母子公司，近年来汽车行业景气度较差，公司业务明显下滑、亏损严重，资产负债率不断上升，2019 年即发生多笔债务违约；康美药业股份有限公司 2019 年因财务造假被证监会处罚，公司真实流动性较为紧张，未能偿付到期债券利息及回售本金；北京桑德环境工程有限公司盈利能力长期较弱，公司资产负债率较高，且存在资金被占用、营运资金回笼不及时的情况，短期偿债压力较大；大连天神娱乐股份有限公司经营稳定性较

差，2018 年公司因商誉减值、股权投资损失等导致巨额亏损，此后财务状况不断恶化，此外公司诉讼纠纷、监管处罚等负面事件较多，再融资能力受限。

同时，部分风险主体通过债券置换、展期、回售转售等方式化解信用风险，缓解违约压力。例如，北京桑德环境工程有限公司发行“20 桑德工程 EN001”用于置换“17 桑德工程 MTN001”，为我国债券市场首单债券置换要约；山东如意科技集团有限公司所发“19 如意科技 MTN001”与全部持有人达成利息延期支付协议；华晨汽车集团控股有限公司对其所发“17 华汽 01”回售部分金额进行转售。

整体来看，近两年来债券市场违约事件较为多发，风险主体陆续出清，存量债券风险逐步化解。随着违约债券处置、投资者保护、破产法律制度等体制机制的建立、完善，债券市场信用风险有序释放。

（二）违约风险预警能力有待提高

2020 年一季度我国债券市场 7 家新增违约主体均具有有效信用等级，违约事件发生前评级机构通过各类评级行动进行风险预警⁶，首次违约风险预警评级行动日期距离违约日期时间均在 1 个月以上，1~3 个月（含）有 3 家，6~12 个月（含）有 3 家，1 年以上有 1 家。整体来看，评级机构对违约主体的风险识别与揭示能力仍然不足，违约主体风险预警及时性有待提高。

表 3 新增违约主体首次违约风险预警评级行动距离违约日期时间分布（家）

时间	1 个月以内	1~3 个月	3~6 个月	6~12 个月	1 年以上
2020 年一季度	--	3	--	3	1
2019 年一季度	1	4	3	3	--

⁶ 违约风险预警包括调降主体评级、调降评级展望和列入评级观察名单。

二、信用等级迁移分析⁷

（一）信用等级调整情况

1. 发行主体信用等级呈现调降趋势，评级稳定性变化不大

2020 年一季度，我国公募债券市场共有 34 家发行主体信用等级发生调整，调整率为 0.69%，较 2019 年一季度（0.80%）略有下降。其中，信用等级被调升的发行主体有 14 家，信用等级被调降的发行主体有 20 家，调升率和调降率分别为 0.28%和 0.41%，较 2019 年一季度（0.36%和 0.44%）均略有下降（详见表 4）。整体看，2020 年一季度我国公募债券市场信用等级调整呈现调降趋势，调降趋势较 2019 年一季度略有加强，但评级稳定性整体变化不大。

评级展望方面，2020 年一季度我国公募债券市场评级展望被调升和调降的发行人各为 1 家，评级展望调整数量较少，信用等级调整仍然是评级机构揭示发行主体信用风险的主要手段。

表 4 2019 年一季度和 2020 年一季度我国公募债券市场发行主体信用等级调整统计表

发行主体 (家、%)	信用等级		评级展望		合计	
	2019 年 一季度	2020 年 一季度	2019 年 一季度	2020 年 一季度	2019 年 一季度	2020 年 一季度
样本数量	5010	4917	5010	4917	5010	4917
调升数量	18	14	0	1	18	15
调降数量	22	20	2	1	24	21
调升率	0.36	0.28	0.00	0.02	0.36	0.30
调降率	0.44	0.41	0.04	0.02	0.48	0.43

注：1. 统计样本包括期初存续和统计期内新发且具有主体信用级别的发行人主体；2. 发行人主体信用等级有效期至其所发债券的有效期限；3. 评级展望调整统计不包括信用等级调整的同时发生评级展望调整的情形；4. 由多家评级机构对同一发行人进行主体信用评级时，则按不同评级机构分别纳入统计，即同一主体可被多次计数；5. 评级展望由负面调整为稳定或正面、由稳定调整为正面视为调升，由正面调整为稳定或负面、由稳定调整为负面视为调降；6. 调升率/调降率=统计期内发生信用等级（或评级展望）调升/调降的数量与样本数量的比率，以下同

2. 民营企业调降率仍然较高，但国有企业信用风险有所显现

2020 年一季度，我国公募债券市场信用等级发生调整的发行主体企业性质呈现出一定程度分化特征，信用等级被调升的发行主体以国有企业（含地方国有企业和中央国有企业）为主，信用等级被调降的发行主体以民营企业为主。

⁷ 统计样本包括短期融资券、超短期融资券、中期票据、企业债券、公司债（不含私募债）、非政策性金融债券、中小企业集合债券和集合票据等券种的发行人主体。

具体来看，信用等级被调升的发行主体中国有企业占比为 84.62%，较 2019 年一季度（100.00%）下降 15.38 个百分点；信用等级被调降的发行主体中民营企业占比为 66.67%，较 2019 年一季度（85.00%）下降 18.33 个百分点。2020 年一季度，国有企业发行主体整体调升率为 0.27%，较 2019 年一季度（0.40%）下降 0.13 个百分点，调降率为 0.12%，较 2019 年一季度（0.07%）上升 0.05 个百分点；民营企业发行主体整体调升率为 0.37%，较 2019 年一季度（0.00%）上升 0.37 个百分点，调降率为 1.85%，较 2019 年一季度（2.64%）下降 0.79 个百分点。

总体来看，部分民营企业经营管理能力相对较弱且缺乏有效的外部支持，在宏观经济下行周期中易受不利环境冲击，导致信用状况发生恶化；2020 年一季度民营企业调降率仍然较高，但随着近两年民营企业信用风险逐步释放以及民营企业支持政策陆续出台，低资质主体不断出清，融资环境整体趋稳，民营企业信用等级调降趋势有所放缓。与此同时，新冠肺炎疫情影响下，我国实体经济均出现不同程度经营困难，国有企业整体效益亦明显下滑，2020 年一季度全国国有企业营业总收入同比下降 11.7%，利润总额同比下降 13.0%，成本费用利润率下降 3.4 个百分点，截至 2020 年 3 月末国有企业资产负债率为 64.5%，较 2019 年 3 月末增长 0.2 个百分点⁸；部分国有企业流动性有所恶化，面临较大偿债压力，国有企业信用风险有所显现。

3. 信用等级发生调整的发行主体行业、地区分布均较为分散

行业方面，信用等级被调升的发行主体分布在房地产管理和开发、多元金融服务、建筑与工程、综合类、复合型公用事业等行业⁹；信用等级被调降的发行主体分布在汽车、电气设备、金属、非金属与采矿、综合类、制药、机械、软件等行业。地区方面，信用等级被调升的发行主体分布在江苏、河南、山西、山东、福建、四川、浙江等地；信用等级被调降的发行主体分布在北京、广东、山东、重庆、青海、吉林、西藏、湖北、辽宁等地。

⁸ 数据来源于财政部网站，“2020 年一季度全国国有及国有控股企业经济运行情况介绍”。

⁹ 如无特殊说明，本文所称行业均指 Wind 三级行业。

在样本数量相对较多（发行主体家数超过 80 家）的行业和地区中，多元金融服务行业、房地产管理和开发行业的调升比例相对较高，分别为 1.87%和 1.29%，金属、非金属与采矿行业的调降比例（2.35%）相对较高；河南省发行主体的调升比例相对较高（3.23%），其次为江苏省（1.09%），重庆市、北京市、辽宁省、广东省发行主体的调降比例相对较高，分别为 1.54%、1.42%、1.22%、1.01%。但总体来看我国公募债券市场信用等级发生调整的发行主体未呈现出明显的行业、地区特征，行业和地区分布均较为分散。

4. 大跨度评级调整数量仍然较多

2020 年一季度，我国公募债券市场共发生 13 次大跨度评级调整¹⁰现象，涉及发行主体 10 家，较 2019 年一季度（14 次，13 家）略有减少，但绝对数量仍然较多。从企业性质来看，发生大跨度调整的发行主体主要为民营企业（4 家），其次为国有企业（3 家），公众企业有 2 家，中外合资企业有 1 家；从地区分布来看，发生大跨度调整的发行主体分布于北京（3 家）、重庆（2 家）以及广东、湖北、辽宁、青海、山东（各 1 家）等地；从行业分布来看，发生大跨度调整的发行主体行业类型较为分散，涉及汽车、互联网软件与服务、软件、水务、机械、制药、综合类以及金属、非金属与采矿等行业。

表 5 2020 年一季度我国公募债券市场发行主体信用等级发生大跨度评级调整情况

序号	发行人名称	期初级别	展望	期末级别	展望	备注
1	新华联控股有限公司	AA ⁺	稳定	C	--	调降
2	山东地矿集团有限公司	AA	--	A	--	调降
3	北京桑德环境工程有限公司	AA	稳定	B	--	调降
4	重庆力帆控股有限公司	AA ⁻	稳定	C	--	调降
5	力帆实业（集团）股份有限公司	AA ⁻	稳定	C		调降
6	北大方正集团有限公司	A	负面	C	--	调降
7	华昌达智能装备集团股份有限公司	BBB ⁺	--	BB ⁺	--	调降
8	康美药业股份有限公司	BBB	--	C	--	调降
9	青海省投资集团有限公司	BBB	负面	C	稳定	调降
10	大连天神娱乐股份有限公司	BB	负面	C	稳定	调降

注：1. 主体等级不为 C 级、评级展望为“--”表示发行人被列入评级观察名单；2. 不同评级机构对同一发行人均发生大跨度评级调整的情况，如果期初和期末级别相同，仅列示一条记录

资料来源：Wind，联合资信 COS 系统

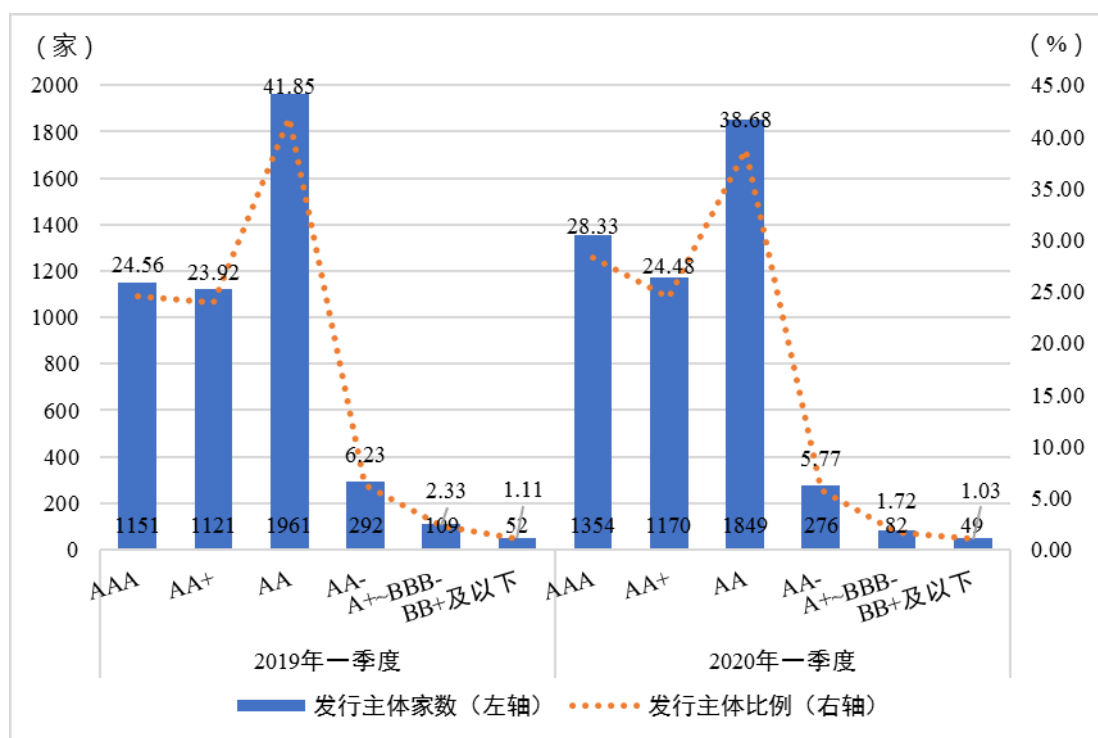
¹⁰ 大跨度评级调整是等级调整的一种特殊情况，指发行人期初、期末主体信用等级调整超过 3 个子级以上（含 3 个子级）。例如，期初等级为 AA，期末等级调整为 A，等级调整跨越 AA⁻和 A⁺，则为发生大跨度调整；不同评级机构对同一发行主体的大跨度评级调整各计为 1 次。

（二）信用等级迁移矩阵¹¹

1. AA⁺级及以上级别发行主体占比进一步提升

2020 年一季度末，我国公募债券市场发行主体信用等级主要集中在 AA⁻级及以上级别，占比（97.26%）较 2019 年同期上升 0.7 个百分点。其中，AA 级发行主体占比仍然最高（38.68%），但较 2019 年同期下降 3.17 个百分点；AAA 级和 AA⁺级发行主体占比为 28.33%和 24.48%，较 2019 年同期分别上升 3.76 个百分点和 0.55 个百分点；AA⁻级发行主体占比（5.77%）较 2019 年同期下降 0.46 个百分点。整体来看，AA⁺级及以上级别发行主体占比进一步提升。

2018 年下半年以来我国债券市场违约趋于常态化，投资者风险偏好有所下降，新发行债券主体信用等级呈现向高级别集中趋势；同时，随着违约债券处置、投资者保护等机制的建立健全，债券市场信用风险有序释放，风险主体逐步出清，我国债券市场信用等级中枢有所上移。



资料来源：联合资信 COS 系统

图 1 2019 年一季度和 2020 年一季度我国公募市场债券发行主体信用等级分布图

¹¹ 信用等级迁移矩阵的计算方法采用 Cohort 法，即只对期初和期末均有有效的发行人主体信用等级从期初到期末的变动情况进行统计，不包括统计期内新发和到期债券发行人主体信用等级的变动情况，亦不考虑期间等级多调和等级回调的情况。

2. 信用等级迁移数量相对较少，评级稳定性整体较高

2020 年一季度，我国公募债券市场多数发行人和债券尚未进入评级跟踪期，发行主体信用等级迁移数量相对较少，评级稳定性整体较高。从信用等级迁移矩阵来看，样本数量较多的 AA-级及以上级别稳定率均在 99%以上，其中 AAA 级未发生迁移，AA+级和 AA 级呈现向上迁移趋势，AA-级呈现向下迁移趋势，各级别评级稳定性以及迁移趋势与 2019 年一季度基本一致。

表 6 2020 年一季度我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本量	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	1349	100.00	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
AA ⁺	1171	0.42	99.23	0.09	0.09	--	--	--	--	--	--	0.17
AA	1862	--	0.43	99.25	0.22	--	0.05	--	--	--	--	0.05
AA ⁻	273	--	--	--	99.26	--	0.37	--	--	--	--	0.37
A ⁺	61	--	--	--	--	100.00	--	--	--	--	--	--
A	12	--	--	--	--	--	83.33	--	--	--	--	16.67
A ⁻	2	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--	--
BBB ⁺	2	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--
BBB	7	--	--	--	--	--	--	--	--	57.14	--	42.86
BBB ⁻	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00	--
BB ⁺ 及以下	40	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

注：1. 统计样本不包含评级机构发生更换的发行人主体，以下同；2. 迁移矩阵反映出评级行业整体的迁移情况，无法体现各家评级机构的具体迁移情况；3. 统计期初为 2020 年 1 月 1 日，期末为 2020 年 3 月 31 日，下同

资料来源：联合资信 COS 系统

表 7 2019 年一季度我国公募债券市场主体信用等级迁移矩阵（单位：家、%）

期初/期末	样本量	AAA	AA ⁺	AA	AA ⁻	A ⁺	A	A ⁻	BBB ⁺	BBB	BBB ⁻	BB ⁺ 及以下
AAA	1146	99.83	0.17	--	--	--	--	--	--	--	--	--
AA ⁺	1122	0.62	99.11	0.09	0.09	--	--	--	--	--	--	0.09
AA	1967	--	0.36	99.54	0.10	--	--	--	--	--	--	--
AA ⁻	296	--	--	0.68	97.62	--	0.68	--	--	0.34	--	0.68
A ⁺	70	--	--	--	--	98.57	--	--	--	--	--	1.43
A	23	--	--	--	--	--	91.30	--	--	4.35	--	4.35
A ⁻	8	--	--	--	--	--	--	100.00	--	--	--	--
BBB ⁺	4	--	--	--	--	--	--	--	75.00	--	--	25.00
BBB	6	--	--	--	--	--	--	--	--	66.67	--	33.33
BBB ⁻	1	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00
BB ⁺ 及以下	43	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	100.00

资料来源：联合资信 COS 系统

三、主要券种利差分析

2020 年一季度，为防控新冠肺炎疫情、支持实体经济复工复产，央行实施更加灵活适度的稳健货币政策，综合运用降准¹²、公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）等总量和结构性政策工具，加大逆周期调节力度，保持流动性合理充裕。此外，央行通过公开市场操作和 MLF 操作引导贷款市场报价利率（LPR）进一步下行¹³，推动降低实体经济融资成本。在此背景下，债券市场资金面较为宽松，利率水平呈波动下行态势。

2020 年一季度，信用等级（短融为主体信用等级，其他券种为债项信用等级）对债券发行利率、利差均值的影响主要体现在以下方面：（1）短融、中票、企业债、公司债、商业银行债以及商业银行二级资本工具的信用等级与发行利率均值、利差均值基本呈负向关系，即债券信用等级越高，发行利率均值、利差均值越低；（2）短融、中票样本中，AA⁺级级差均大于 AA 级级差，可能是由于投资者对部分 AA⁺级主体所发短融、AA⁺级中票的风险溢价要求较高；（3）AAA 级主体所发短融利差（发行利差和交易利差）变异系数、AAA 级 3 年期公司债发行利差变异系数较 2019 年一季度和 2019 年四季度均有不同程度上行，可能是由于投资者对不同行业、不同企业性质 AAA 级主体所发短融以及 3 年期公司债的信用风险溢价要求有所分化；（4）使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法对样本数量较多¹⁴的短融、中期、公司债等的利差进行显著性检验，各级别主体所发短融、各级别中票及公司债中信用等级和利差之间均存在显著性差异，信用等级对信用风险表现出较好的区分度。

¹² 央行于 2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放长期资金 8000 多亿元；于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，考核参与机构 2019 年度普惠金融领域贷款情况，对达标机构给予 0.5 或 1.5 个百分点的存款准备金优惠，新达标机构净释放长期资金约 4000 亿元；在此之外，对此次考核中得到 0.5 个百分点存款准备金优惠的股份制商业银行额外降准 1 个百分点，释放长期资金约 1500 亿元，需全部用于发放普惠金融领域贷款。

¹³ 2020 年 2 月 3 日，央行下调 7 天逆回购利率 10BP 至 2.40%，3 月 30 日再次下调 7 天逆回购利率 20BP 至 2.20%；2 月 17 日，央行下调 MLF 利率 10BP 至 3.15%；2 月 20 日，1 年期 LPR 由 4.15% 降至 4.05%，5 年期 LPR 由 4.80% 降至 4.75%。

¹⁴ 参与利差显著性检验的各级别样本数量大于等于 10。

表 8 2020 年一季度主要券种分级别利差统计

债券类型	发行期限(年)	信用等级	样本数量	发行利率(%)		发行利差(BP,%)			交易利差(BP,%)			
				区间	均值	均值	级差	变异系数	样本数量	均值	级差	变异系数
短融	1	AAA	55	2.49~6.50	3.25	130.31	--	76.82	54	133.39	--	75.25
		AA ⁺	50	2.60~6.80	3.91	192.30	61.99	66.33	50	192.94	59.55	65.99
		AA	39	2.80~7.00	4.23	225.98	33.68	43.67	39	227.06	34.12	43.60
中票	3	AAA	113	2.75~5.70	3.39	106.15	--	43.50	111	108.51	--	42.69
		AA ⁺	104	3.10~8.00	4.27	194.23	88.08	56.20	103	192.18	83.67	54.49
		AA	79	3.50~7.60	5.11	279.82	85.59	43.21	76	274.07	81.89	42.32
	5	AAA	76	2.99~4.14	3.56	99.12	--	22.71	76	101.32	--	21.93
		AA ⁺	48	3.50~5.00	4.02	143.65	44.53	22.41	48	144.62	43.30	22.33
		AA	5	3.70~4.88	4.24	164.79	21.15	21.68	5	166.03	21.41	22.23
企业债	5	AAA	12	3.20~5.03	3.80	118.69	--	37.02	12	119.14	--	36.33
		AA ⁺	3	3.60~6.30	4.78	234.10	115.42	58.75	3	234.16	115.02	60.67
	7	AAA	4	3.60~4.27	3.92	128.63	--	18.67	4	122.90	--	19.64
		AA ⁺	9	3.79~5.89	4.63	187.37	58.74	35.62	9	192.17	69.27	34.37
		AA	3	7.96~8.00	7.98	519.35	331.98	4.17	1	525.20	333.03	--
公司债	3	AAA	88	2.90~7.20	3.44	108.72	--	62.92	14	94.47	--	28.97
		AA ⁺	30	3.19~7.50	4.27	195.55	86.83	57.16	2	299.18	204.70	10.02
		AA	6	3.75~7.00	5.19	292.58	97.03	45.17	2	208.28	-90.90	26.00
	5	AAA	45	2.96~6.30	3.73	115.85	--	51.90	6	96.14	--	12.56
		AA ⁺	3	3.60~4.29	3.96	120.86	5.01	13.47	1	104.29	8.15	--
商业银行债	3	AAA	15	2.65~3.73	3.02	67.49	--	26.44	15	69.30	--	26.13
		AA ⁺	6	2.96~3.80	3.43	127.43	59.94	36.43	6	129.94	60.64	36.64
		AA	1	4.50~4.50	4.50	221.85	94.42	--	--	--	--	--
	5	AAA	2	3.10~3.10	3.10	61.01	--	7.52	2	64.75	--	20.06
商业银行二级资本工具	5	AA	2	4.80~5.18	4.99	236.38	--	3.20	1	236.24	--	--
		AA ⁻	2	4.95~5.50	5.23	255.21	18.83	6.86	1	266.28	30.04	--
		A	2	5.00~5.80	5.40	297.91	42.70	17.18	2	251.26	-15.02	8.45

注：所有券种样本均为公开发行债券且不含政府支持机构（发行人为中国国家铁路集团有限公司、中央汇金投资有限责任公司）所发债券，并剔除有担保、浮动利率、永续债/可续期债券；发行利差为发行利率与其起息日的同期限国债利率的差额，交易利差为债券上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的同期限国债利率的差额；级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高 1 个子级的利差均值；变异系数为利差标准差与均值的比

资料来源：Wind