

[2009.02.19]

信用溢价逐步回落，中等级债优势凸现

——信用债券双周报（090219）

✍ 张卓群 姜超
☎ 021-38676431 021-38676430
✉ zhangzhuoqun@gtjas.com jiangchao6164@gtjas.com

本报告导读： ➤ 本报告对国际国内信用债市场进行分析，并对国内信用债品种进行评级。

摘要：

受全球经济危机影响，欧洲、美国、日本市场短融溢价在 08 年 9 月至 10 月短短一个月时间内急剧飙升。不过从 08 年 10 月开始，短融溢价已经大幅回落至历史低点。

一般来说溢价和经济增长呈现反向关系，不过短融市场的溢价回落可能并不完全反映全球经济的趋稳预期，而是反映了短期拆借市场流动性危机的缓解。

稍晚于短融溢价的回落，美国长期企债和韩国短期企债溢价的回落始于 08 年 11 月。值得注意的是，美国 BAA 级企业债信用溢价的下降幅度远高于 AAA 级。

与短融溢价回落到历史低位相比，企债溢价的回落随着期限的增加显得越发不明显，反映市场对于长期品种仍相对谨慎态度。

中国企债市场溢价的回落较国际市场相比更晚。09 年起，AAA 级别中短期中期票据和企债溢价才开始显示出整体回落的趋势。相对于 AAA 等级品种，AA 级别中票溢价目前依然维持在 200bp 以上的高位，这与前期的低点相比回落空间可观。此外，由于中国一季度经济可能短期反弹，中等级信用债更能对冲经济反弹的风险，后期可重点关注。

本期我们的评级依然采用基于溢价的回归方法，理由就在于这样可以确定市场对于影响公司债溢价变动的各个因素的重视程度。通过对这些影响因素的评分可以确定各公司债当前的合理溢价，从而可以对二级市场投资形成参考。

评级结果显示，08 中远债依旧是溢价差最高的公司债。早在 08 年 10 月之前，中远债的实际溢价与合理溢价就基本吻合，而溢价差的扩大始于 10 月之后，背景则是江西铜业套期保值亏损引发的信用危机。事实上，当时的信用危机由市场的过度恐慌造成，并非合理，这也说明我们通过评级给出的溢价确能反映出中远债溢价的合理水平。目前无论从中远债溢价的历史水平和我们给出的合理溢价水平来看，其溢价均有相当的回落空间。

在表 3 中列出了值得关注的公司债品种，供投资参考。

本报告图 9 幅，表 5 张。

相关报告

信用债券双周报（081222）

（08.12.22）

信用债券双周报（081209）

（08.12.09）

信用债券双周报（081121）

（08.11.21）

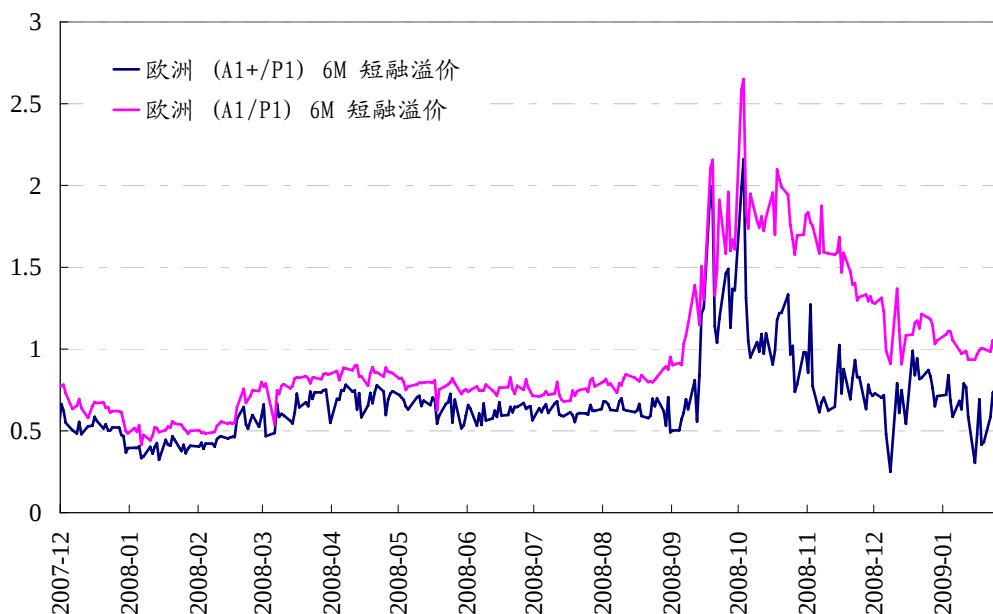
短期融资券

1. 国际市场短融溢价

目前全球经济依然黯淡，欧元区 GDP 增速创下历史新低，日本经常项目下降幅度创记录，物价重回负值区间，显示全球经济萎缩程度加深。

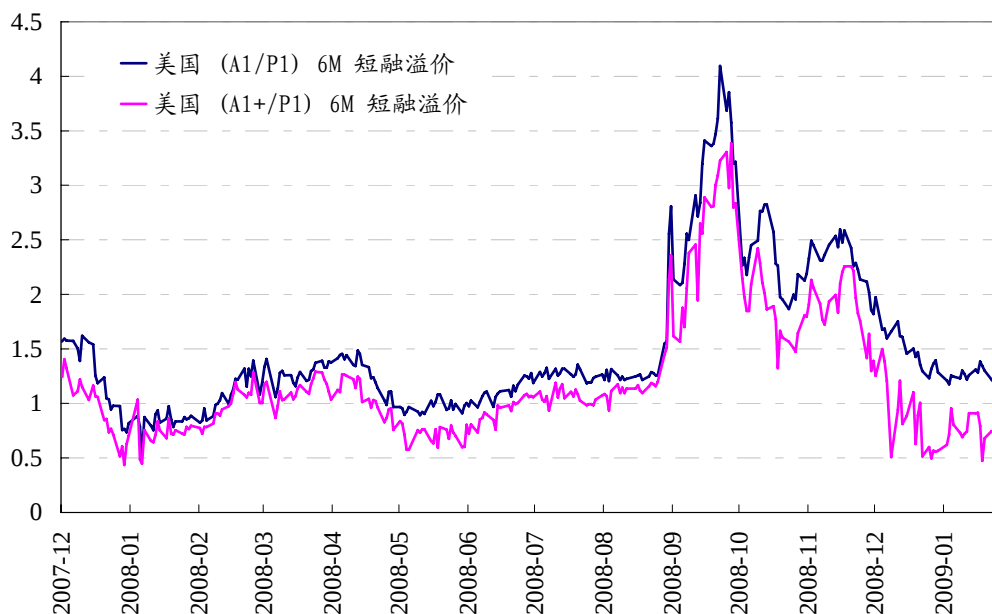
受经济危机影响，欧洲 6 个月期短融溢价早在 08 年 9 月至 10 月短短一个月时间内就从 75bp 飙升至接近 250bp，这显示出即便对于短期货币市场中的票据，市场参与者对其也抱有极度恐慌的情绪。不过随着央行的不断注资，市场流动性危机逐步缓解。欧洲短融市场溢价自 08 年 10 月起便慢慢步入了下行通道，至今 A1+等级短融溢价已经回归到 50bp 的历史水平。而 A1 等级尚在 100bp 左右，离 50bp 的历史低点尚有较大空间。

图 1:
欧洲 6 个月短融溢价
(2007/12-2009/2)
单位: %



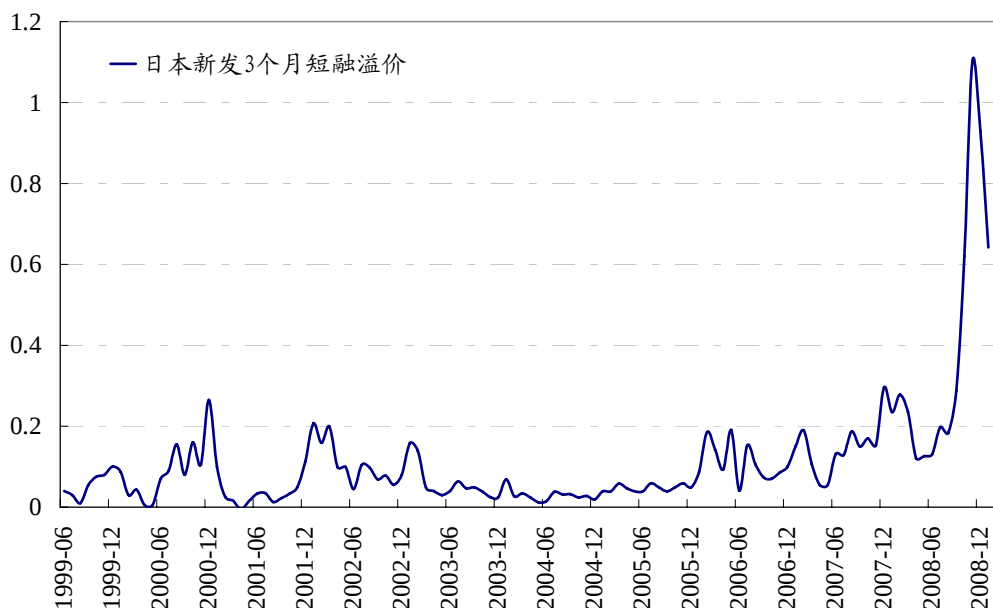
美国市场短融溢价走势与欧洲市场如出一辙，在经历的急速攀升后，近期其 A1+评级短融溢价已经缓慢回落至 75bp，A1 评级短融溢价为 125bp。

图 2:
美国 6 个月短融溢价
(2007/12-2009/2)
单位: %



从日本市场短融溢价来看,其3个月新发短融溢价在07年之前曾数度接近于0,最高也不过20bp。不过在全球金融危机的冲击下,其短融溢价也没能摆脱大幅上升的局面,08年10月期间曾高至110bp,而后也经历了类似欧美的溢价大幅回落现象。

图 3:
日本 3 个月短融溢价
(1999/6-2009/2)
单位: %

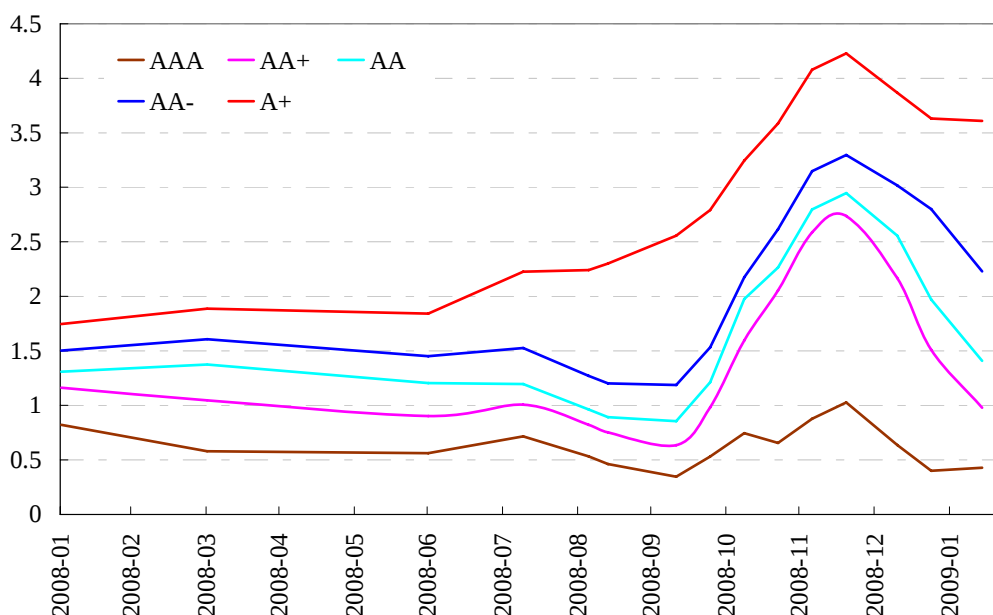


一般来说溢价和经济增长呈现反向关系,不过短融市场的溢价回落并不完全反映全球经济的趋稳预期,而是反映了短期拆借市场流动性危机的缓解。

2. 中国市场短融溢价

在国际市场短融溢价回落的大背景下,我国各类短融的信用溢价也在最近一段时间出现明显的下降。目前AAA级短融溢价已经低于50bp,处于历史较低水平。而AA级别短融溢价虽然近期也已回落至150bp,但离历史最低点80bp仍有较大空间。

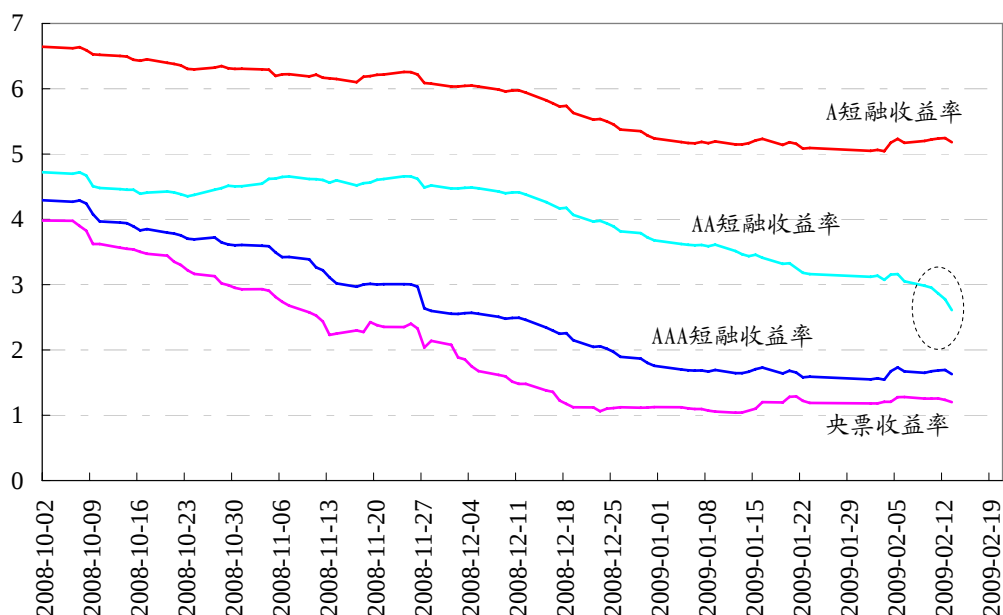
图 4:
中国各等级短融溢价
(08/1-09/2)
单位: %
注: 溢价基于同期限央票



目前机构对长债仍然较为谨慎,而在央票发行量大幅减少的情况下,资金

对于短融的配置需求较大。一直以来我们推荐的AAA高等级短融目前的收益率已基本稳定在1.5%的水平，且受到央票收益率下行困难的制约，其收益率继续下降的空间已经不大。然而AA级中等级别的短融溢价离历史低点尚有70bp的空间，其收益率也有望继续下行，后期值得重点关注。

图 5:
中国各等级短融收益率
(08/1 - 09/2)
单位: %

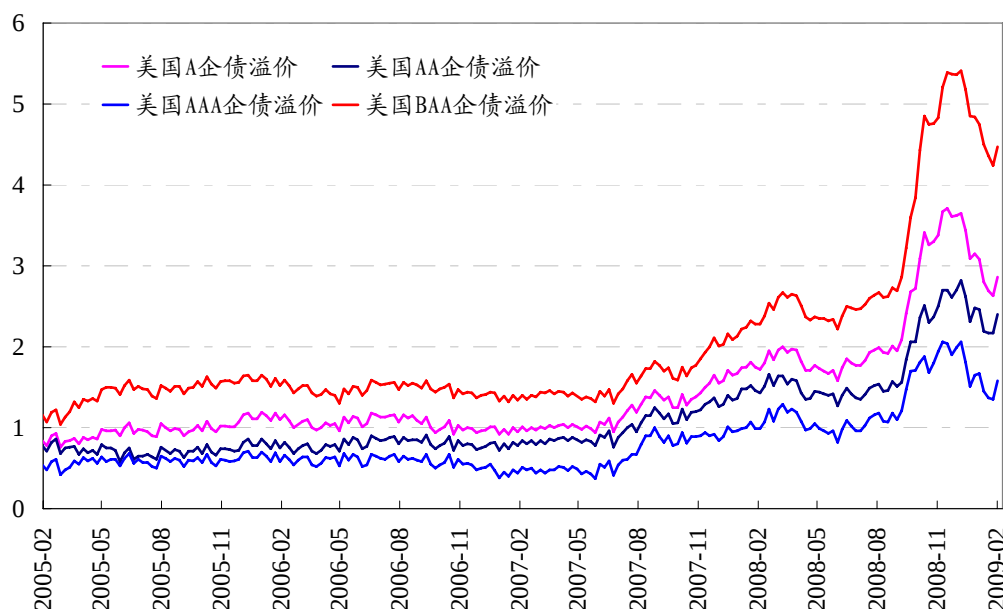


中期票据、公司债

1. 国际市场企债溢价

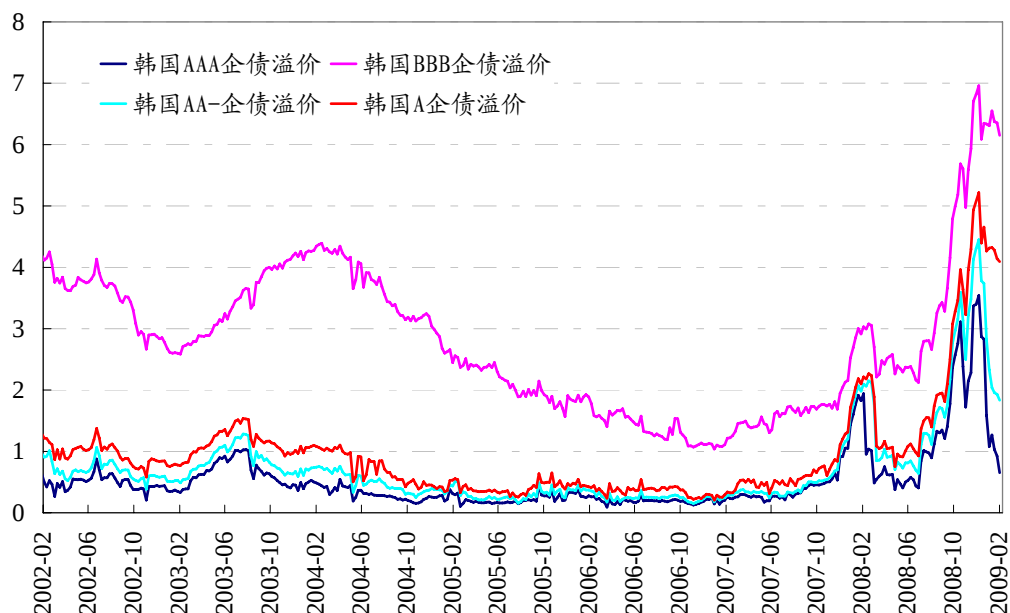
稍晚于短融溢价的回落，美国20年长期企债溢价的回落始于08年11月。值得注意的是，BAA级企业债信用溢价的下降幅度远高于AAA级。

图 6:
美国各等级长期企债溢价
(05/2 - 09/2)
单位: %



韩国5年期不同评级企债溢价走势与美国类似，也是从08年11月起有所回调。虽然其AAA等级企债溢价已经回调到了50bp左右的历史低点，但较低等级企债溢价依然远高于历史的低位。

图 7:
韩国各等级短期企债溢价
(02/2 - 09/2)
单位: %

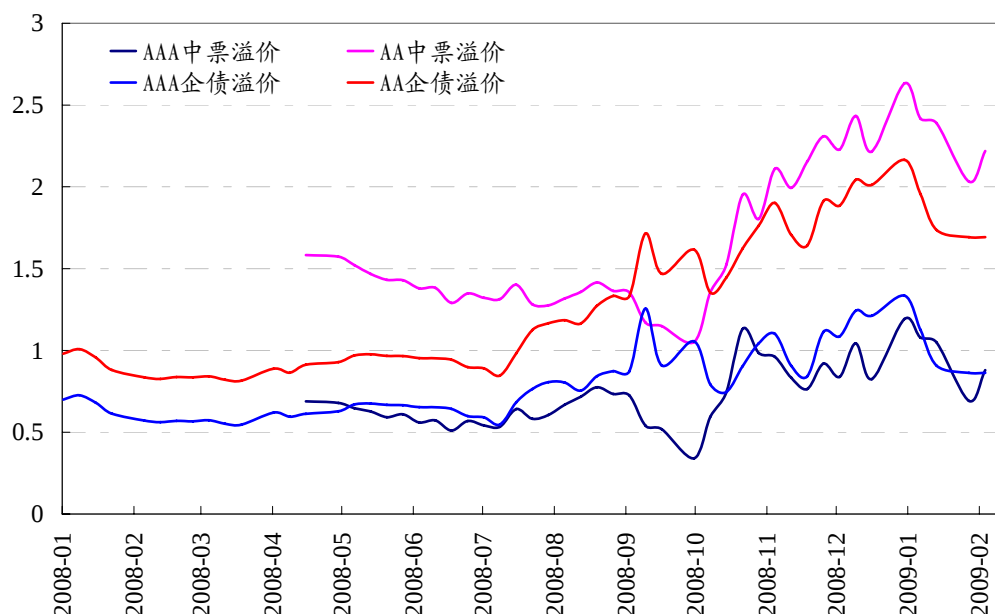


与短融溢价回落到历史低位相比, 企债溢价的回落随着期限的增加显得越发不明显, 市场对于长期品种仍保持相对谨慎态度。

2. 国内市场企债溢价

中国企债市场溢价的回落较国际市场相比更晚, 09 年开始 AAA 级别中期票据和 AAA 级别企债溢价才开始显示出整体回落的趋势。相对于 AAA 等级品种, AA 级别中票溢价目前依然维持在 200bp 以上的高位, 这与前期的低点相比回落空间可观。此外, 由于中国一季度经济可能短期反弹, 中等级信用债更能对冲经济反弹的风险, 后期可重点关注。

图 8:
AAA 和 AA 级中期票据溢价、AAA 和 AA 级企债溢价
(08/1 - 09/2)
单位: %



3. 国泰君安公司债评级

本期我们对于信用债的评级依然采用基于溢价的回归方法, 理由就在于这样可以确定市场对于影响公司债溢价变动的各个因素的重视程度。通过对这些影响因素的评分可以确定各公司债当前的合理溢价, 从而可以对二级市场投资

形成参考。

通过对交易所市场所有公司债的回归结果显示，本期公司债评级系统中主体信用所占比重为 58%，债券分析占比为 32%，流动性为 10%。债券分析下的盈利能力为 26%，行业风险为 15%，担保及企业性质为 53%，剩余期限为 7%。

表 1. 国泰君安公司债评级系统

分 值	信用评级 (58%)	流动性 (10%) 发行规模(亿元)	债券分析 (32%)			
			盈利能力 (26%)	行业风险 (15%)	担保或 企业性质 (53%)	剩余期限(年) (7%)
			EBITDA/总负债	是否高风 险行业		
5	AAA	>25	>0.5	否	银行	[0,3]
	AAA-					
4	AA+	[20,25]	[0.4,0.5]	行业龙头	央企	[3,4]
3	AA	[15,20]	[0.3,0.4]		省企	[4,5]
2	AA-	[10,15]	[0.2,0.3]			[5,6]
1	A+	[5,10]	[0.1,0.2]		县市级国企	[6,7]
	A					
0	A-	<5	<0.1	是	个人	>7

注：风险行业指有色、房地产、航空运输、汽车制造，纺织和钢铁行业

通过上述评级系统的评级，我们给出了交易所上市的所有公司债（包括可分离债）的评级。我们也给出了各个评级对应的合理溢价区间（表 2）以及实际溢价高于合理溢价的公司债（表 3）。

表 2. 公司债评级标准及对应合理溢价

评分	4-5	3-4	2-3	1-2	0-1
评级	AAAAA	AAAA	AAA	AA	A
合理溢价区间（%）	0.79-1.65	1.65-2.51	2.51-3.37	3.37-4.24	4.24-5.10
合理溢价均值（%）	1.22	2.08	2.94	3.80	4.67

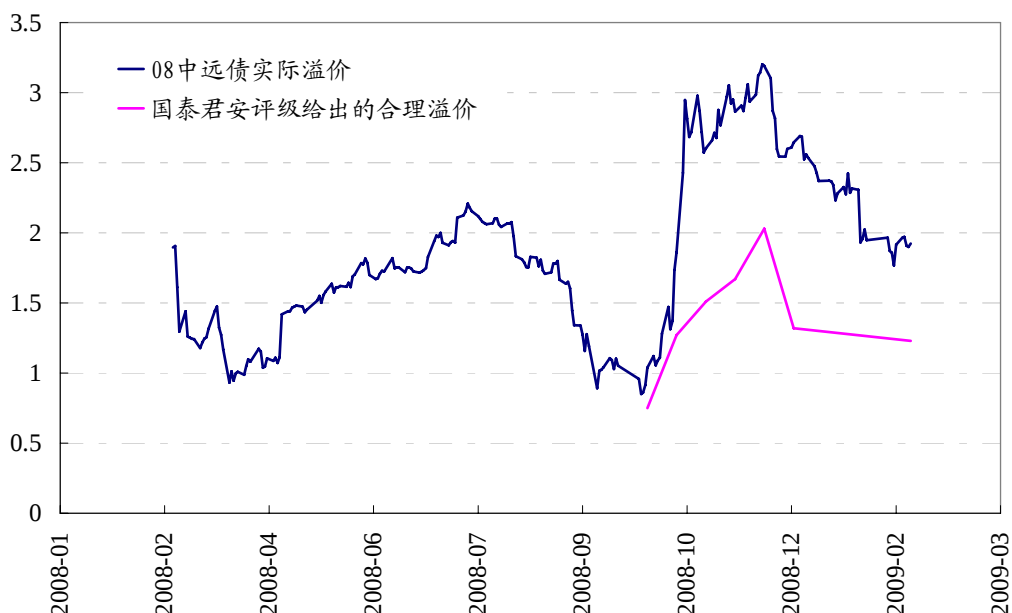
表 3. 高溢价差公司债

名称	机构评级	剩余期限	国泰君安 总评分	国泰君安 总评级	合理 溢价(%)	实际 溢价(%)	溢价差 (%)
08 中远债	AAA	4.99	4.49	AAAAA	1.23	1.92	0.70
08 北辰债	AA	4.46	2.03	AAA	3.35	4.02	0.67
06 中化债	AAA	3.83	4.13	AAAAA	1.54	2.21	0.67
08 金发债	AA-	4.47	1.12	AA	4.14	4.78	0.65
08 粤电债	AAA	6.10	4.56	AAAAA	1.17	1.73	0.56
08 万科 G2	AA+	4.59	3.08	AAAA	2.44	3.01	0.56
钢钒债 1	AAA	3.82	4.49	AAAAA	1.23	1.78	0.55
07 云化债	AAA	3.99	3.96	AAAA	1.68	2.19	0.50
08 万科 G1	AAA	4.59	4.57	AAAAA	1.16	1.63	0.47
中兴债 1	AAA	3.99	4.56	AAAAA	1.17	1.55	0.38

08 泰达债	AA+	4.52	2.24	AAA	3.17	3.55	0.38
08 新湖债	AA-	7.41	0.86	A	4.36	4.69	0.33
08 中联债	AA	7.21	2.35	AAA	3.07	3.38	0.31
08 保利债	AA+	4.44	3.16	AAAA	2.37	2.65	0.28

评级结果显示，08 中远债依旧是溢价差最高的公司债。不过早在 08 年 10 月之前，其实际溢价与合理溢价却基本吻合，溢价差的扩大始于 08 年 10 月之后，背景是江西铜业套期保值亏损引发的信用危机。事实上，当时的信用危机由市场的过度恐慌造成，并非合理。这也说明我们通过评级给出的溢价能够反映中远债溢价的合理水平。目前无论从中远债溢价的历史水平和我们给出的合理溢价水平来看，其溢价均有相当的回落空间。

图 9:
08 中远债实际溢价、合理溢价
 (08/1 - 09/2)
 单位: %



附表 1: 公司债评级结果

证券简称	信用 评级	流动性	债券分析				国泰君安 债券评分	国泰君安 债券评级	国泰君安 总评分	国泰君安 总评级	合理 溢价(%)	实际 溢价(%)	溢价差 (%)
			盈利能力	行业风险	担保或企 业性质	剩余 期限							
			EBITDA/ 总负债	是否高风险 行业									
08 江铜债	3	5	4	4	3	0	3.20	AAAA	3.26	AAAA	2.29	2.31	0.02
08 葛洲债	3	2	0	5	4	2	2.97	AAA	2.89	AAA	2.60	2.20	-0.41
08 宝钢债	5	5	3	4	4	2	3.60	AAAA	4.55	AAAAA	1.18	1.20	0.02
08 康美债	2	1	3	5	0	2	1.65	AA	1.79	AA	3.56	2.87	-0.69
08 国电债	5	5	1	5	4	2	3.23	AAAA	4.43	AAAAA	1.28	1.54	0.26
08 青啤债	3	3	2	5	3	2	2.96	AAA	2.99	AAA	2.52	1.96	-0.56
08 上港债	5	4	3	5	3	5	3.43	AAAA	4.39	AAAAA	1.31	1.05	-0.26
08 石化债	5	5	3	5	4	2	3.75	AAAA	4.60	AAAAA	1.14	1.06	-0.07
08 中远债	5	2	5	5	4	3	4.34	AAAAA	4.49	AAAAA	1.23	1.92	0.70
08 赣粤债	5	2	3	5	5	3	4.34	AAAAA	4.49	AAAAA	1.23	1.19	-0.04
08 上汽债	5	5	1	4	3	3	2.63	AAA	4.23	AAAAA	1.45	1.57	0.13
07 日照债	5	1	2	5	5	3	4.08	AAAAA	4.31	AAAAA	1.38	1.58	0.19
07 深高债	5	3	1	5	5	3	3.82	AAAA	4.42	AAAAA	1.29	1.35	0.07
07 武钢债	5	5	3	4	4	4	3.74	AAAA	4.59	AAAAA	1.14	1.08	-0.05
07 云化债	5	2	1	4	3	4	2.69	AAA	3.96	AAAA	1.68	2.19	0.50
06 中化债	5	2	1	4	4	4	3.22	AAAA	4.13	AAAAA	1.54	2.21	0.67
06 马钢债	5	5	1	4	3	5	2.76	AAA	4.28	AAAAA	1.41	1.11	-0.30
中兴债 1	5	5	0	5	5	4	3.63	AAAA	4.56	AAAAA	1.17	1.55	0.38
国安债 1	3	3	1	5	3	3	2.77	AAA	2.93	AAA	2.57	2.68	0.10
钢钒债 1	5	5	2	0	5	4	3.42	AAAA	4.49	AAAAA	1.23	1.78	0.55
08 北辰债	2	3	0	0	3	3	1.78	AA	2.03	AAA	3.35	4.02	0.67
08 保利债	3	5	0	4	4	3	2.89	AAA	3.16	AAAA	2.37	2.65	0.28
08 金发债	1	2	1	4	0	3	1.05	AA	1.12	AA	4.14	4.78	0.65
08 宁沪债	5	2	3	5	5	5	4.48	AAAAA	4.54	AAAAA	1.19	1.33	0.14

08 新湖债	1	2	1	0	0	0	0.26	A	0.86	A	4.36	4.69	0.33
08 华能 G1	5	5	2	4	4	0	3.21	AAAA	4.42	AAAAA	1.29	0.95	-0.33
08 莱钢债	2	4	2	0	3	0	2.10	AAA	2.23	AAA	3.18	2.38	-0.79
08 金地债	5	2	1	4	5	0	3.47	AAAA	4.21	AAAAA	1.47	1.40	-0.07
08 钒钛债	3	2	1	4	3	3	2.63	AAA	2.78	AAA	2.70	2.78	0.08
07 海工债	5	2	3	5	5	0	4.14	AAAAA	4.43	AAAAA	1.28	0.47	-0.81
07 长电债	5	5	4	5	5	0	4.40	AAAAA	4.81	AAAAA	0.96	1.08	0.13
08 万科 G2	3	5	1	4	3	3	2.63	AAA	3.08	AAAA	2.44	3.01	0.56
08 万科 G1	5	5	1	4	5	3	3.68	AAAA	4.57	AAAAA	1.16	1.63	0.47
08 中粮债	5	2	2	0	5	0	3.15	AAAA	4.11	AAAAA	1.56	0.96	-0.60
08 泰达债	3	1	2	0	1	3	1.25	AA	2.24	AAA	3.17	3.55	0.38
08 中联债	2	2	3	5	3	0	3.09	AAAA	2.35	AAA	3.07	3.38	0.31
08 粤电债	5	4	2	5	5	1	3.95	AAAA	4.56	AAAAA	1.17	1.73	0.56

附表 2: 公司债评级数据

证券简称	信用评级	流动性	盈利能力	行业风险	担保或企业性质	剩余期限(年)
		发行规模(亿元)	EBITDA/ 总负债	是否高风险 行业		
08 江铜债	AA+	68	0.49	龙头	省企	7.64
08 葛洲债	AA+	13.9	0.08	否	央企	5.39
08 宝钢债	AAA	100	0.36	龙头	央企	5.38
08 康美债	AA	9	0.33	否	个人	5.26
08 国电债	AAA	39.95	0.15	否	央企	5.26
08 青啤债	AA+	15	0.28	否	省企	5.16
08 上港债	AAA	24.5	0.34	否	省企	2.05
08 石化债	AAA	300	0.34	否	央企	5.05
08 中远债	AAA	10.5	1.04	否	央企	4.99
08 赣粤债	AAA	12	0.39	否	银行	4.98
08 上汽债	AAA	63	0.14	龙头	省企	4.90
07 日照债	AAA	8.8	0.22	否	银行	4.82

07 深高债	AAA	15	0.15	否	银行	4.68
07 武钢债	AAA	75	0.33	龙头	央企	3.14
07 云化债	AAA	10	0.18	龙头	省企	3.99
06 中化债	AAA	12	0.18	龙头	央企	3.83
06 马钢债	AAA	55	0.15	龙头	省企	2.78
中兴债 1	AAA	40	0.10	否	银行	3.99
国安债 1	AA+	17	0.14	否	央企子公司	4.61
钢钒债 1	AAA	32	0.25	是	银行	3.82
08 北辰债	AA	17	0.07	是	省企	4.46
08 保利债	AA+	43	0.08	龙头	央企	4.44
08 金发债	AA-	10	0.17	龙头	个人	4.47
08 宁沪债	AAA	11	0.39	否	银行	2.48
08 新湖债	AA-	14	0.12	是	个人	7.41
08 华能 G1	AAA	40	0.23	龙头	央企	9.26
08 莱钢债	AA	20	0.27	是	省企	9.14
08 金地债	AAA	12	0.13	龙头	银行	7.10
08 钒钛债	AA+	13	0.13	龙头	省企	4.07
07 海工债	AAA	12	0.36	否	银行	8.77
07 长电债	AAA	40	0.44	否	银行	8.64
08 万科 G2	AA+	29	0.12	龙头	省企	4.59
08 万科 G1	AAA	30	0.12	龙头	银行	4.59
08 中粮债	AAA	12	0.28	是	银行	9.56
08 泰达债	AA+	6	0.22	是	县市级国企	4.52
08 中联债	AA	11	0.32	否	省企	7.21
08 粤电债	AAA	20	0.23	否	银行	6.10

作者简介:

姜超: 清华大学经济学学士/数量经济学博士;

07 年入围新财富债券最佳分析师。

张卓群: 上海交通大学硕士, 08 年加入国泰君安证券研究所。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

上海

上海市银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 9 层

邮政编码: 100032

电话: (010) 59312899

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com