

2017 年度短期融资券利差分析报告



2018/1/15

作者：郝帅 林青

2017 年度短期融资券利差分析报告

作者：郝帅 林青

释义

短融：短期融资券，指中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业，依照相关规定的条件和程序，在银行间债券市场发行并约定在一年期限内还本付息的有价证券。如无特殊说明本文均不包含超短融。

本年度：2017年1月1日~2017年12月31日

国债利率：一年期银行间固定利率国债到期收益率

利差I：发行利差，短融的发行利率与其起息日的国债利率的差额，在一定程度上反映了特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。

利差II：交易利差，短融上市后两周内的首个交易日的收益率和当日的国债利率的差额，在一定程度上反映了在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。

一、短融¹发行基本情况

本年度，共有 334 家企业累计发行短融 463 期，发行规模为 3949.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年降幅均在 35.00% 左右。短融发行量降幅较大的主要原因是 2017 年以来资金成本上行明显，推迟或取消发行短融数量较上年大幅增长，同时也受到超短融对短融的替代和分流作用影响。

分季度来看，受资金成本上行影响，本年第一季度的发行家数、发行期数和发行规模环比和同比均降幅明显；第二季度资金面有所缓解，且新增违约较少，投资者信心有所恢复，短融的发行家数、发行期数和发行规模环比增幅较大，但受资金成本上行影响，同比降幅仍在 10% 左右；第三季度资金面较为平稳，债券市场违约风险进一步缓解，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在 10% 以上，但在资金成本较高影响下，同比降幅均在 20% 以上；第四季度发行家数、发行期数和发行规模环比和同比降幅均在 20% 以上，主要是受年底

¹由于证券公司发行的短融和一般企业发行的短融审批部门及流程有所不同，因此本文未加注明时不包括证券公司所发短融。

流动性趋紧影响，推迟或取消发行短融数量大幅增长的原因。

表 1 2013~2017 年短融发行基本情况表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	860	1072	1105	687	463	-32.61
发行家数 (家)	663	782	799	520	334	-35.77
发行规模 (亿元)	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	3949.7	-34.86

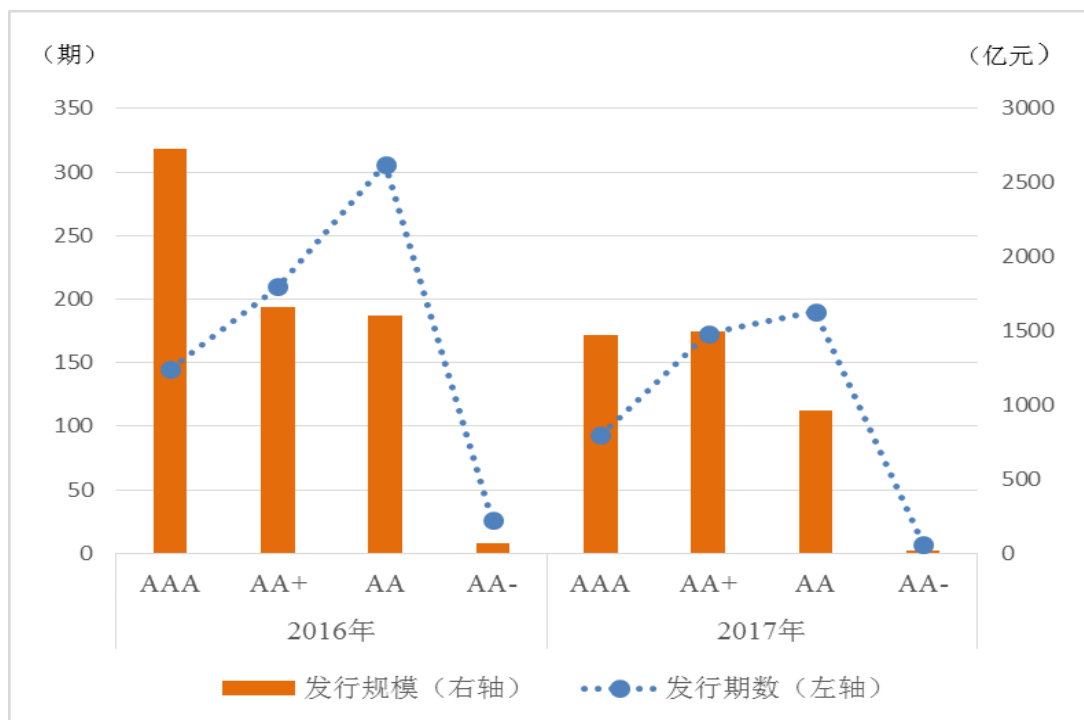
资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本年度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。本年度仍无 A+级主体发行短融。

从发行期数来看，本年度各信用级别主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA 级~AA 级，占比 98.49%，较上年上升 2.27 个百分点；其中短融发行期数最多的仍为 AA 级主体，但其在总发行期数中的占比（41.04%）较上年有所下降；其次为 AA+级主体，在总发行期数中占比为 37.37%，较上年（30.57%）明显增加；AA-级主体短融发行期数降幅明显（仅有 7 期），其在总发行期数的占比（0.53%）较上年进一步下降。短融发行期数呈现向 AA（含）级以上高等级集中的态势，且等级分布更为均匀。

从发行规模来看，本年度各信用级别主体所发短融的规模分布仍然主要集中在 AAA 级~AA 级，在发行总规模中的占比为 99.47%，较上年小幅上升。其中 AA+级主体所发短融规模超过 AAA 级主体，其在发行总规模中的占比（37.93%）较上年大幅上升 10.48 个百分点跃居第一；AA-级主体所发短融规模占比（0.53%）则进一步下降。AA（含）级以上主体所发短融规模分布更为均匀。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势进一步明显，且 AA 级（含）以上级别主体短融发行期数和规模分布更趋均匀。



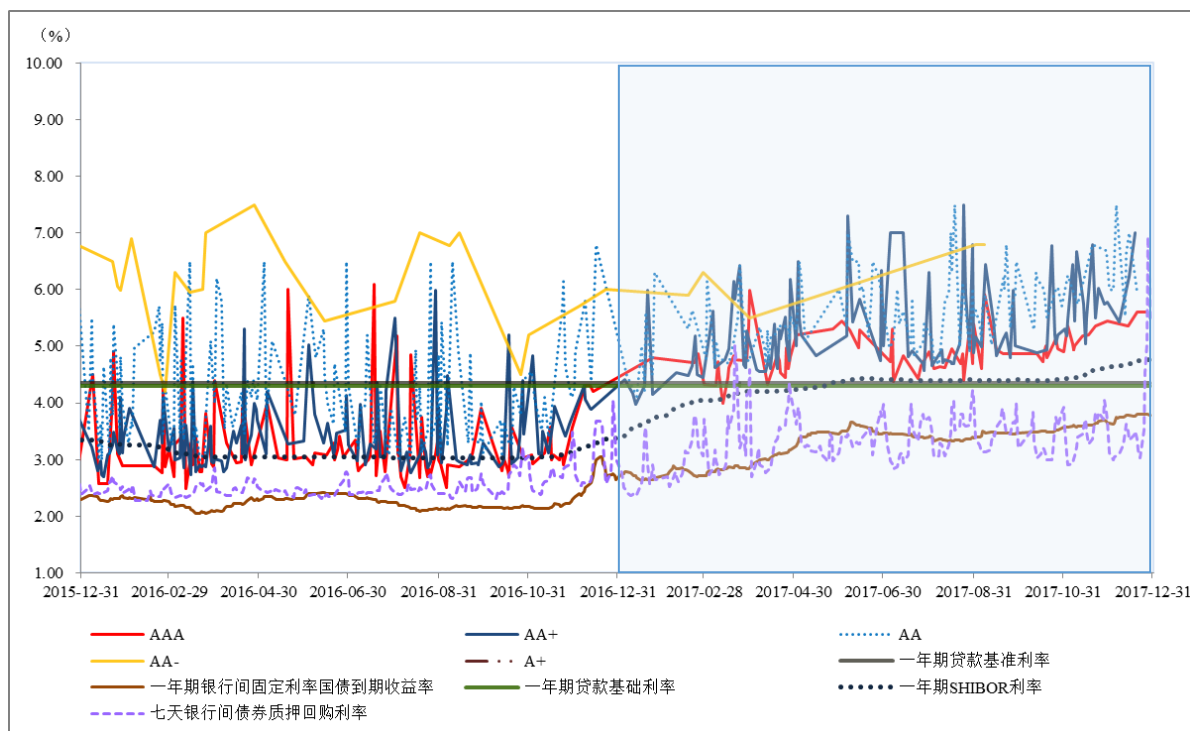
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 1 短融发行主体信用等级分布图

二、利率分析

从短融利率的种类来看，本年度所发短融有 2 期采用浮动利率发行，其余均采用固定利率发行。

本年度，央行实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过公开市场操作、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）和常备借贷便利（SLF）等措施“削峰填谷”，维护了银行间债券市场流动性的基本稳定。在银行间市场资金面整体处于紧平衡的状态下，利率上半年呈小幅波动上行走势，下半年则走势较为平稳。具体来看，本年度一年期贷款基准利率仍维持在 2016 年初以来的 4.35% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率 2016 年前三季度维持平稳走势，2016 年四季度以来受流动性阶段性趋紧和资金面紧平衡影响持续上行，本年度下半年走势较为平稳。



注：剔除有担保和发行期限在1年以下的短融。

资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 2 2017 年不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

本年度一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率的走势仍大致接近，但受到资金成本上行和流动性阶段性趋紧的影响，一年期短融的发行利率相对波动较大。一年期短融的平均发行利率 5.35%，较上年平均发行利率（3.78%）增幅明显，并且绝大多数时间高于一年期贷款基准利率。

从各级别主体所发短融的发行利率来看，各级别主体所发短融的发行利率走势与一年期银行间固定利率国债收益率和市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率走势较为一致，上半年均呈小幅上行趋势，下半年走势较为平稳，但波动较大。此外，AA 级（含）以上主体所发短融的发行利率重叠较多。本年度，各级别主体所发短融的发行利率绝大部分均高于一年期贷款基准利率。

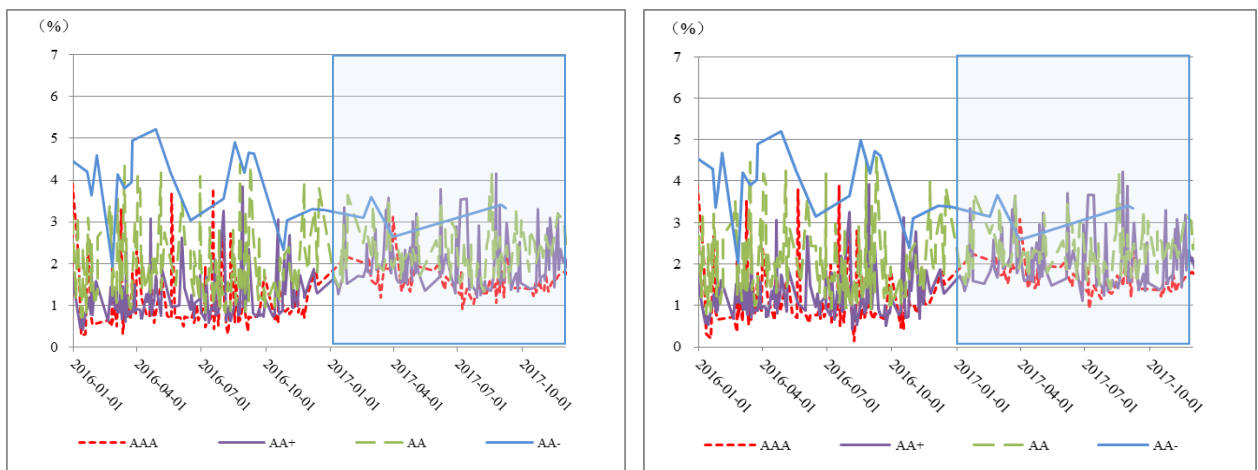
三、利差分析

本年度所发短融中，剔除 2 期采用浮动利率发行的、17 期发行期限在 1 年

内的、14 期有担保的短融，剩余短融共计 430 期，作为短融利差分析样本。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 430 期作为样本。

目前，短融的信用评级包括主体信用等级的评定和债项信用等级的评定。由于几乎所有的短融信用等级为“A-1”级，债项的信用等级难以用于分析不同信用等级与债券发行及交易定价之间的关系，因此在本文中，我们将采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析。

在银行间债券市场资金面整体保持紧平衡和债券市场违约风险进一步缓解的背景下，本年度短融发行利差和交易利差整体呈现波动下行的走势。具体来看（见表 2），AA 级（含）以上主体所发短融的发行利差和交易利差前三季度呈逐渐收窄趋势，第四季度受流动性趋紧影响略有扩大；各级别主体所发短融的发行利差和交易利差较上年均呈现不同程度的扩大。



资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 3 2017 年不同信用等级主体所发短融利差 I（左图）、利差 II（右图）情况

表 2 2016~2017 年各级别发行主体对应的利差 I、利差 II 均值情况（单位：BP）

项目	主体级别	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
利差 I	AAA	99.85	98.03	94.71	99.41	187.25	163.83	143.34	152.90
	AA+	107.94	125.41	120.44	136.72	219.32	202.49	189.67	206.41
	AA	185.30	205.00	170.42	198.77	246.86	227.34	222.38	255.25
	AA-	366.90	415.00	448.75	285.09	310.93	-	336.50	-
利差 II	AAA	105.04	103.55	103.91	135.51	198.43	170.04	152.56	152.59
	AA+	115.51	131.35	127.00	144.40	224.47	207.47	197.69	205.65
	AA	193.85	213.28	178.70	168.00	253.84	233.36	228.08	254.81

	AA-	374.20	419.89	454.01	276.80	313.51	-	336.83	-
--	-----	--------	--------	--------	--------	--------	---	--------	---

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

通过表 3 可以看出，2017 年一级市场和二级市场上发行人主体信用等级对短融利差的影响较为一致，主要体现在以下方面：一是本年度新发短融的发行主体信用等级对短融利差呈现出较为明显的区分度，发行人主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越大；二是 AAA 级与 AA+级发行人所发短融的利差 I 和利差 II 的级差大于 AA+级与 AA 级，且 AAA 级与 AA+级的级差较上年有所增加，AA+级与 AA 级、AA 级与 AA-级的级差较上年降幅明显，表明投资者对 AAA 级和 AA+级发行人所发短融的风险溢价差异有所增大，但对 AA+级以下债券，投资者的风险溢价要求差异有所减小；三是各级别发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数较上年明显下降，表明本年度各级别的利差稳定性有所提升。

表 3 2016~2017 年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分析情况

年度	主体级别	样本数 (个)	发行利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
					均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	级差 (BP)	变异系数 (%)
2016	AAA	141	2.48~6.10	3.21	99.32	-	68.47	106.02	-	66.03
	AA+	200	2.70~7.39	3.42	120.49	21.17	66.40	126.71	20.69	63.93
	AA	295	2.80~8.00	4.11	189.05	68.56	57.13	196.82	70.11	54.87
	AA-	25	4.00~7.50	6.01	376.56	187.51	24.70	382.51	185.69	23.79
2017	AAA	90	3.70~6.68	4.89	160.23	-	24.63	166.88	-	23.44
	AA+	157	3.95~8.00	5.31	204.20	43.97	36.80	208.66	41.78	36.16
	AA	178	4.12~7.50	5.59	234.14	29.94	29.33	239.22	30.56	28.53
	AA-	5	5.50~6.80	6.26	321.07	86.93	11.39	322.84	83.62	12.55

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对本年度不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行了显著性检验。检验结果显示，在 95% 的置信水平下，各级别主体所发短融的利差 I 和利差 II 的差异均显著，表明信用等级对短融风险定价具有较好的区分度。

表 4 2017 年各级别发行主体利差的显著性水平

利差 I：发行利差				利差 II：交易利差			
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AA+	0.000			AA+	0.000		
AA	0.000	0.000		AA	0.000	0.000	
AA-	0.000	0.003	0.007	AA-	0.000	0.003	0.007

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理