

2017 年第一季度短期融资券利差分析报告

2017 年 4 月 13 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 邮箱：lianhe@lhratings.com

街 2 号 PICC 大厦 17 层

网址：www.lhratings.com

2017 年第一季度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 郝帅 刘艳

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。

本季度：2017年1月1日~2017年3月31日

国债利率：银行间固定利率国债一年期到期收益率

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，反映在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

本季度，共有 92 家企业累计发行短融 100 期，发行总额为 935.30 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上年四季度降幅均在 14% 以上，较上年同期降幅均在 55% 以上。短融发行量降幅较大的主要原因是本季度以来资金成本持续上行，推迟或取消发行的情况有所增加。

表 1 短融发行基本情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	808	860	1072	1105	687	100	-57.98	-14.53
发行家数(家)	614	663	782	799	520	92	-59.11	-18.58
发行规模(亿元)	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	935.30	-56.56	-17.86

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

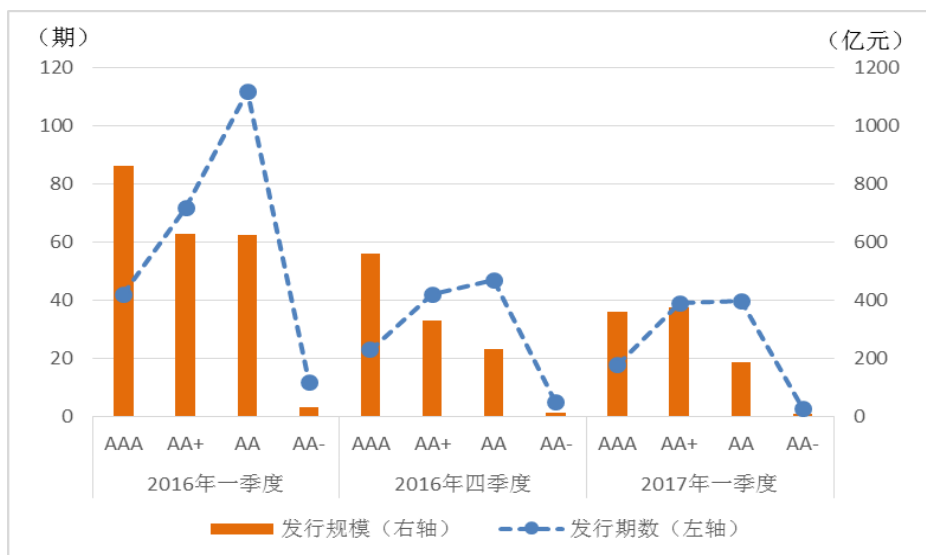
¹由于证券公司发行的短融和一般企业发行的短融审批部门及流程有所不同，因此本文未加注明时不包括证券公司所发短融。

本季度，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。

从发行期数来看，本季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（97.00%）环比和同比均有所升高；其中 AA 级主体所发短融的期数仍然最多，在总发行期数中的占比为 40.00%，占比环比和同比进一步下降；AA+级主体所发短融的期数占比（39%）环比和同比继续小幅上升，仅次于 AA 级主体所发短融占比；AA-级主体所发短融仅有 3 期。短融发行期数向 AA 级（含）以上级别集中趋势进一步凸显，且等级分布更为均匀。

从发行规模来看，本季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升至 98.95%，占比环比和同比略有上升。其中，AA+级主体超越 AAA 级主体所发短融规模，占比（40.31%）跃居第一；AA-级主体所发短融规模进一步降至 9.8 亿元。AA 级（含）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）以上级别主体所发短融期数和规模更趋均匀。



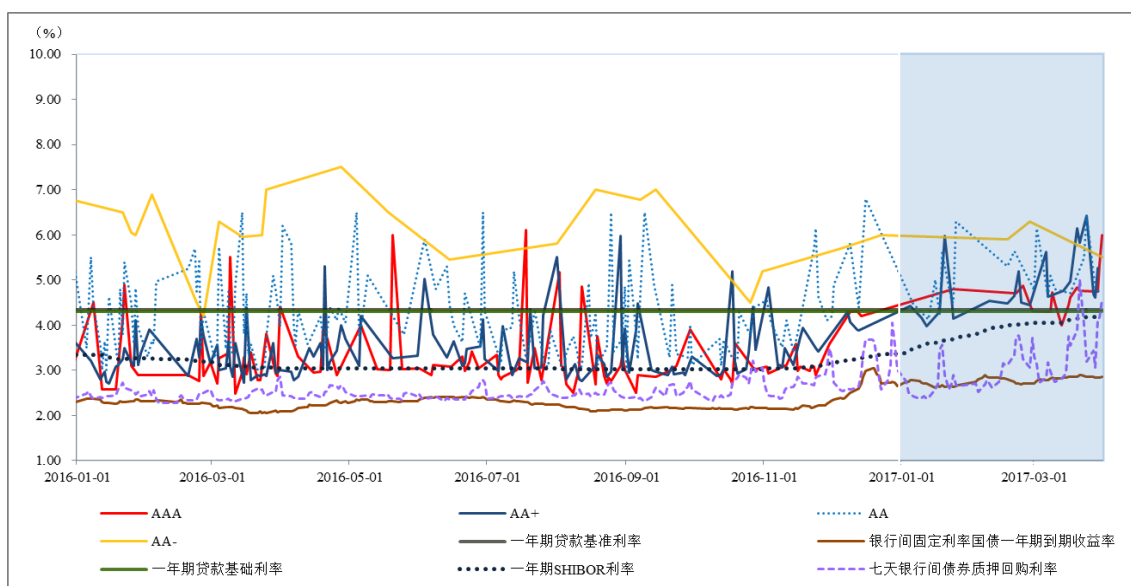
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 1 短融发行主体信用等级分布

二、利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融均采用固定利率发行。

本季度，银行间市场资金面整体处于紧平衡状态。具体来看，央行综合运用了公开市场操作、常备借贷便利（SLF）、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、临时流动性便利（TLF）等多种货币政策工具，同时受到春节效应、美元加息、隐性加息²和季末 MPA 考核等因素的影响，银行间市场资金面阶段性趋紧。在此背景下，利率整体呈现波动上行走势。具体来看，本季度一年期贷款基准利率维持在 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于 2016 年前三季度呈现平稳走势，但自四季度以来流动性阶段性趋紧导致银行间固定利率国债一年期到期收益率小幅上行，本季度的平均水平（2.77%）较上年四季度（2.35%）和上年同期（2.24%）分别上升 0.42 和 0.53 个百分点。



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 不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

² 1月24日，央行调整MLF利率，6个月MLF利率上调10个基点至2.95%，1年期MLF利率上调10个基点至3.1%；2月3日，央行上调逆回购利率10个基点；同日，央行调整SLF利率，隔夜利率上调35个基点至3.1%，7天SLF利率上调10个基点至3.35%，1个月SLF利率上调10个基点至3.7%

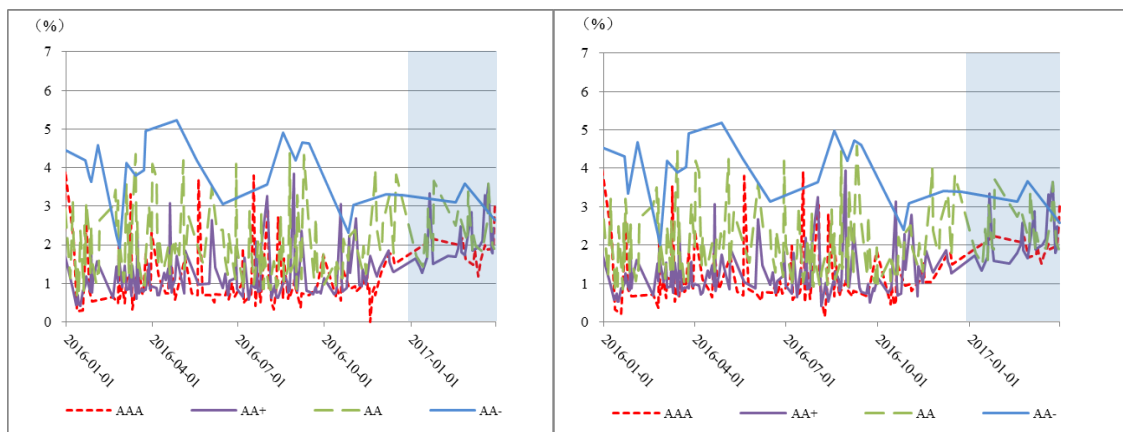
本季度，一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率上升趋势大致相同。本季度一年期短融的平均发行利率（5.05%）高于一年期贷款基准利率，且较上季度（3.83%）和上年同期（3.79%）的平均水平均有明显上升，但波动性环比和同比均有所下降。

如图 2 所示，本季度，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率波动走势较为一致，均呈小幅上行趋势。本季度 AA 级（含）以上级别所发短融的发行利率重叠较多，AA-级与其他级别主体所发短融的发行利率区分度较为明显。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

本季度，剔除 5 期发行期限在 1 年内的、1 期有担保的短融后，短融样本共计 94 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 94 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。



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 各级别发行主体所发短融对应的利差 I（左图）、利差 II（右图）走势

本季度，银行间债券市场资金面趋紧，并且受到“16 博源 SCP002”、“14 山水 MTN001”和“12 珠中富 MTN1”等多起债券违约事件的影响，短融发行利差和交易利差整体呈现波动上行态势（见图 3），各级别主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比基本均呈现不同程度的扩大（见表 2）。

表 2 2017 年一季度各级别发行主体所发短融对应的利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2016Q1	2016Q4	2017Q1	2016Q1	2016Q4	2017Q1
AAA	99.85	99.41	187.25	105.04	135.51	198.43
AA+	107.94	136.72	219.32	115.51	144.40	224.47
AA	185.30	198.77	246.86	193.85	168.00	253.84
AA-	366.90	285.09	310.93	374.20	276.80	313.51

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本季度，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，新发短融的发行主体信用等级对短融利差均值呈现出明显的区分度（见表 3），主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高；AA 级与 AA-级的级差远大于 AA 级（含）以上级别的级差，表明投资者对于 AA-级（含）以下的主体要求的风险溢价较高；各级别发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数环比和同比均有明显下降，表明各级别的利差稳定性有所上升（不排除样本量过少的因素）。

表 3 2017 年一季度各级别发行主体所发短融对应的利率和利差情况

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 (%)
AAA	18	3.70~5.99	4.68	187.25	N/A	25.68	198.43	N/A	20.74
AA+	36	3.95~7.10	4.98	219.32	32.07	33.86	224.47	26.04	33.58
AA	37	4.12~7.00	5.24	246.86	27.54	31.05	253.84	29.37	30.33
AA-	3	5.50~6.30	5.90	310.93	64.07	15.32	313.51	59.67	17.31

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

根据对不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的显著性的显著性检验³，在 95%的置信水平下，除 AAA 级与 AA 级主体所发短融的利差 I 的差异较为显著外，其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均不显著。本季度各级别主体所发短融样本量较少，且发行时间分布不均，在一定程度上导致各信用等级对短融风险定价的区分度较差。

表 4 2017 年一季度各级别发行主体所发短融利差的显著性水平

	利差 I:发行利差				利差 II:交易利差		
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AA+	0.483			AA+	0.652		
AA	0.040	0.432		AA	0.065	0.372	
AA-	0.055	0.206	0.518	AA-	0.084	0.227	0.577

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

³ 显著性检验采用 Scheffe 检验方法。在 95%的置信水平下，当 P 值小于 5%，则检验结果显著，否则不显著。