

# 2016年第一季度短期融资券利差分析报告



2016/4/15

作者: 林青 张婷婷 刘艳

# 2016 年第一季度短期融资券利差分析报告

作者:林青 张婷婷 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:** 2016年1月1日~2016年3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, 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<sup>1</sup>发行基本情况

本季度, 共有 225 家企业累计发行短融 238 期, 发行总额为 2152.90 亿元, 发行家数、发行期数和发行规模较上年四季度略有减小, 但较上年同期增幅均在 14% 以上, 同比增幅较大可能是 2015 年以来多次降息和降准使企业融资成本下降以及监管层对于城投类企业发债条件放松带动其短融发行量大幅增长所致。本季度, 超短融发行量持续较快增长, 对短融存在一定的替代作用。

<sup>1</sup>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。

表 1 2016 年一季度短融发行基本情况表

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	608	808	860	1072	1105	238	14.98	-5.18
发行家数(家)	453	614	663	782	799	225	14.21	-0.44
发行规模(亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	2152.90	21.99	-4.82

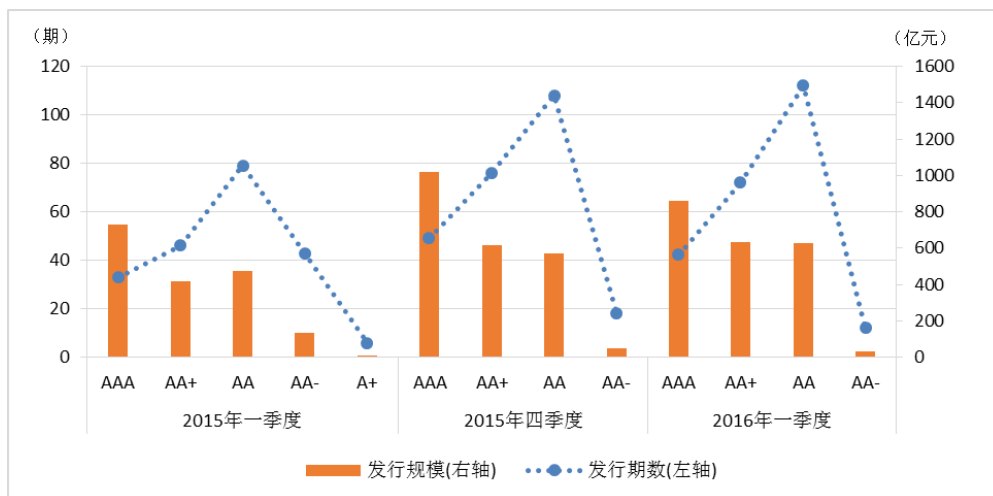
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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。与上年同期相比，本季度无 A+ 级主体发行短融。

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，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上升至 47.06%，发行优势明显；AA 级（含）以上主体所发短融期数在总发行期数的占比环比和同比均有所升高，短融发行期数向 AA 级（含）以上级别集中趋势进一步凸显。

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 98.41%。其中，AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但占比（40.04%）环比和同比均略有下降；AA+ 级和 AA 级主体所发短融的规模相差不大，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，且高等级主体所发短融规模更趋均匀。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

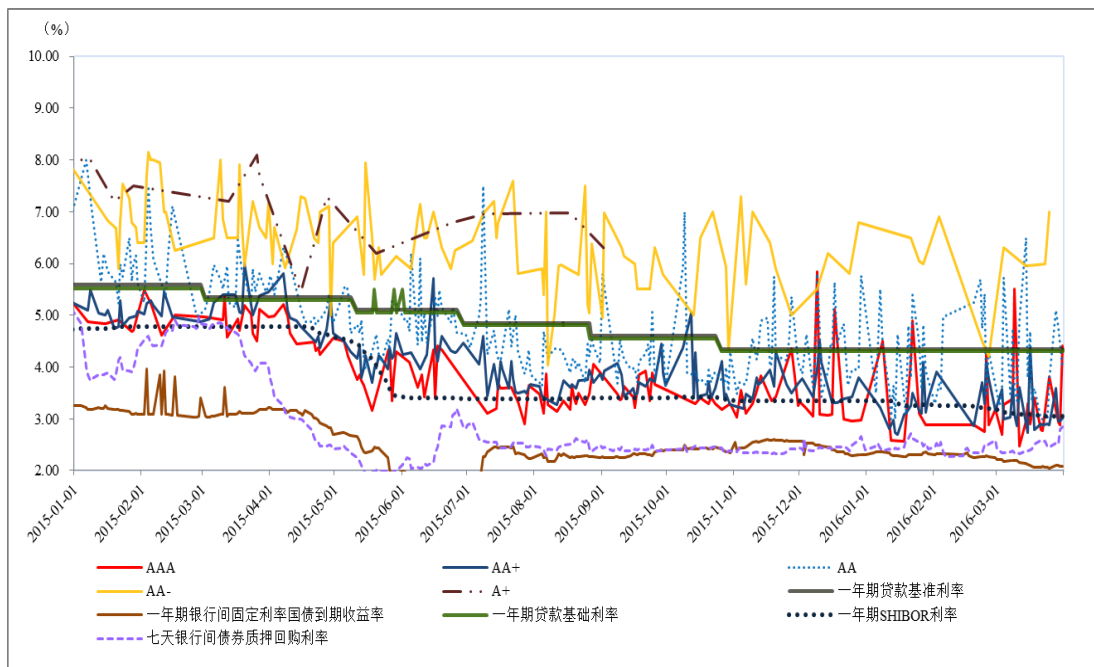
图 1 短融发行主体信用等级分布

## 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，央行灵活运用多种货币政策工具，通过降准、公开市场操作、SLO、SLF、MLF 等措施保障了银行间市场资金面的适度宽松，利率整体呈现下行趋势。具体来看，一年期贷款基准利率经过 2015 年 5 次降息，由 5.60% 下调至 4.35%，本季度维持在 4.35% 的水平；一年期银行间固定利率国债到期收益率延续了 2015 年的下行趋势，本季度的平均水平较上年四季度（2.46%）和上年同期（3.19%）分别下降 0.22 和 0.95 个百分点。

本季度，一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率下降趋势大致相同，但受到违约事件频发以及季末宏观审慎评估体系考核导致流动性趋紧等因素影响，本季度一年期短融的发行利率波动较大，且 3 月末略有上升。本季度一年期短融的平均发行利率为 3.79%，仍然低于一年期贷款基准利率，且较上季度（4.05%）和上年同期（5.88%）的平均水平进一步下降。



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 2016 年一季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

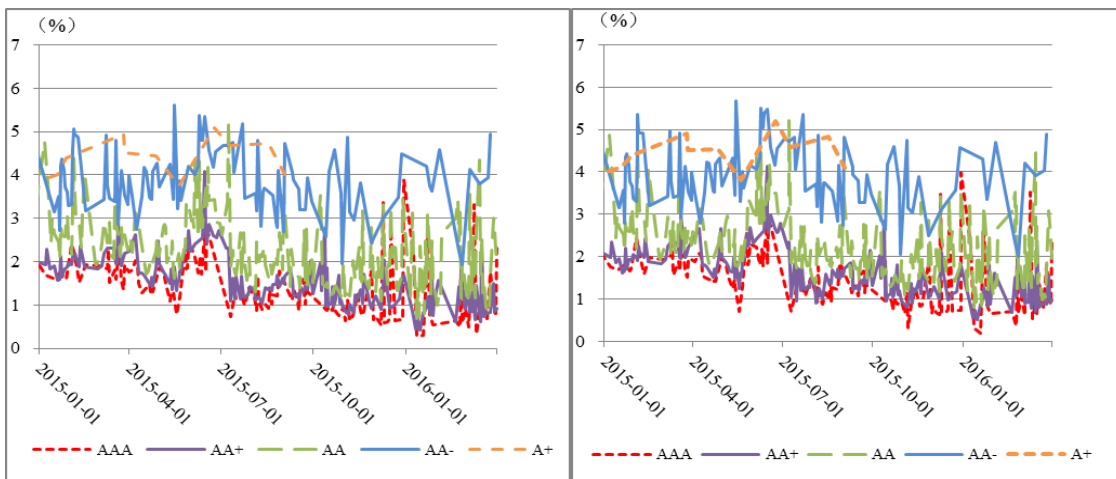
如图 2 所示，本季度，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度

较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率波动走势比较相似。除了 AAA 和 AA+级主体发行利率重叠较多以外，各级别主体所发短融利率均有明显的区分度。AAA 级和 AA+级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率，AA 级主体所发短融的发行利率围绕一年期贷款基准利率波动，AA-级主体所发短融的发行利率基本高于一年期贷款利率。

### 三、利差分析

本季度，剔除 7 期发行期限在 1 年内的、7 期有担保的以及截至报告日仍无交易的短融 2 期（截至 4 月 6 日之前）后，短融样本共计 222 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 222 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 2016 年一季度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

短融发行利差和交易利差除 2015 年二季度受多起债券违约影响和年末流动性趋紧略有扩大外，2015 年以来整体上呈波动下行态势（见图 3）。2016 年第一季度央行通过降准及公开市场操作等手段保持了市场资金面的适度宽松，但受到“13 山水 MTN1”、“15 亚邦 CP001”、“11 天威 MTN1”等多起债券违约事

件的影响，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差变化表现存在差异（见表2），其中AAA级和AA+级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度和上年同期相比均持续收窄；AA级和AA-级主体所发短融的发行利差和交易利差均值虽低于上年同期水平，但较上季度则有所扩大。

表2 2016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）		
	2015Q1	2015Q4	2016Q1	2015Q1	2015Q4	2016Q1
AAA	178.83	107.42	99.85	186.74	112.87	105.04
AA+	204.30	118.84	107.94	208.18	126.35	115.51
AA	274.77	177.53	185.30	277.70	187.04	193.85
AA-	395.42	346.43	366.90	400.53	352.57	374.20
A+	446.86	N/A	N/A	448.55	N/A	N/A

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；各信用等级级差与信用等级呈现明显的负向关系，表明级别越低，投资者所要求的风险溢价越高；AA级和AA-级的级差较大，表明投资者对于AA-级主体要求的风险溢价较高；AAA级发行人的利差I和利差II的变异系数均最大，且AAA级和AA+级的极差均最小，这可能是本季度暴露的信用风险事件中波及信用等级较高的多家国企，同时AAA级短融发行主体中行业景气度较低的企业发行的短融期数占比较大，导致投资者对高信用等级主体的认可度不统一。

表3 2016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	41	2.48~5.50	3.19	99.85	N/A	71.11	105.04	N/A	71.40
AA+	67	2.70~7.39	3.29	107.94	8.09	69.48	115.51	10.47	64.06
AA	104	2.80~8.00	4.07	185.30	77.36	64.76	193.85	78.34	61.90
AA-	10	4.20~7.00	5.89	366.90	181.60	26.17	374.20	180.35	25.39

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的差异性的显著性



检验<sup>2</sup>，在 95%的置信水平下，AAA 级与 AA+级主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异不显著，其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均显著，表明除 AAA 级与 AA+级以外，其他主体级别对短融风险定价的区分性较好。

表 4 2016 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+	0.982			AA+	0.963		
AA	0.000	0.000		AA	0.000	0.000	
AA-	0.000	0.000	0.000	AA-	0.000	0.000	0.000

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

<sup>2</sup> 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。