

2017 年第二季度短期融资券利差分析报告

2017 年 7 月 12 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 年第二季度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 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。

本季度：2017年4月1日~2017年6月30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 118 家企业累计发行短融 122 期，发行总额为 1020 亿元，发行家数和发行期数环比增幅均在 20%以上，发行规模环比增长 9.06%，发行家数、发行期数和发行规模的同比降幅均在 10%左右。短融发行量环比增幅较大可能是由于 6 月以来资金面有所缓解，推迟和取消发行情况有所减少，同时受到本季度新增违约较少影响，投资者信心有所恢复；短融发行同比下降主要是由 2017 年以来资金成本上行所引起的。

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 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	808	860	1072	1105	687	122	-11.59	22.00
发行家数(家)	614	663	782	799	520	118	-7.81	28.26
发行规模(亿元)	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	1020.00	-6.65	9.06

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

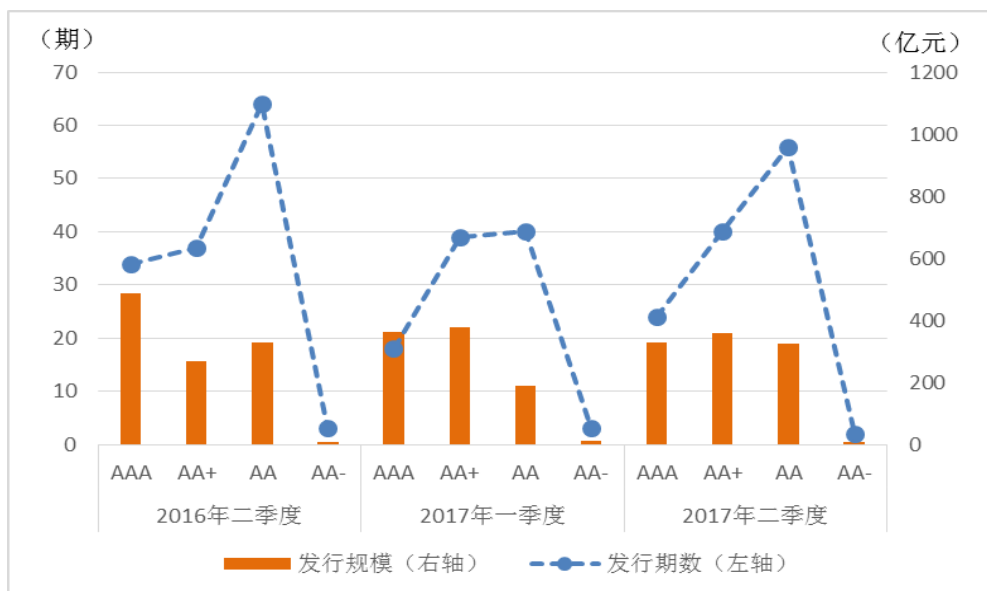
¹由于证券公司发行的短融和一般企业发行的短融审批部门及流程有所不同，因此本文未加注明时不包括证券公司所发短融。

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（98.36%）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，其在总发行期数中的占比（45.90%）环比增幅显著，同比略有下降；AA-级主体所发短融仅有 2 期。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为 99.12%，环比和同比变化不大。其中，AA+级主体所发短融规模自上季度起超越 AAA 级主体所发短融规模，本季度占比（35.00%）仍最高，占比环比下降 5.3 个百分点，同比上升 10.31 个百分点，增幅较大。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仍然主要集中于 AA 级（含）以上级别，且 AA 级（含）以上级别主体所发短融规模趋于均等化。



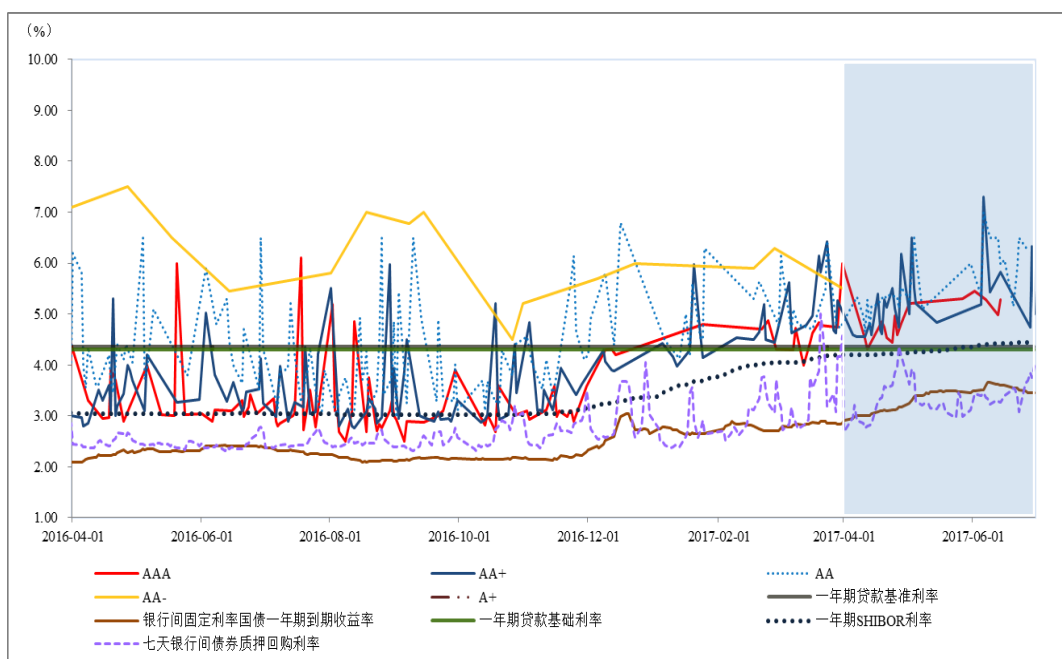
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，通过逆回购、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）等措施，资金面整体保持紧平衡状态，利率呈现波动上行趋势。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 年前三季度维持平稳走势，自 2016 年四季度以来因流动性阶段性趋紧导致小幅持续上行，但六月份由于资金面有所缓解出现回落，本季度的平均水平（3.36%）较一季度（2.77%）和上年同期（2.31%）分别上升 0.59 和 1.05 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

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（5.28%）高于一

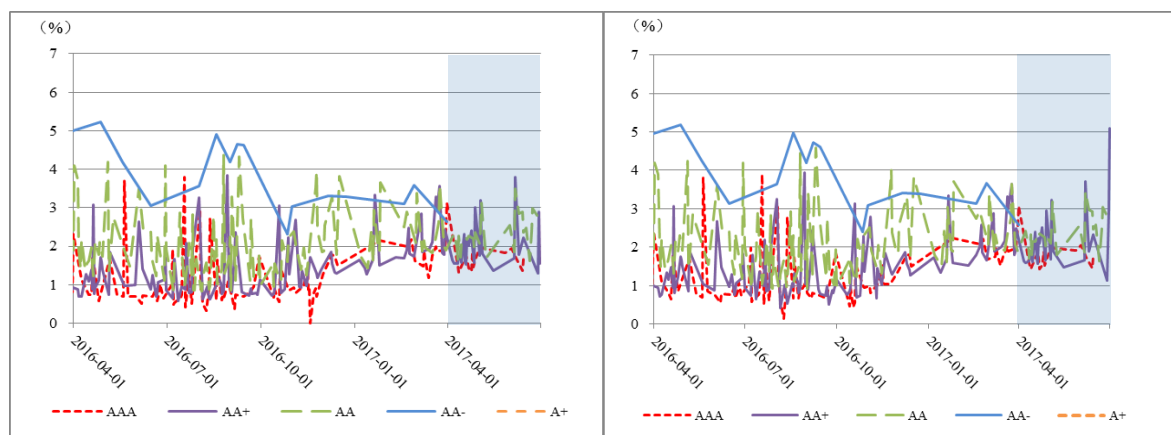
年期贷款基准利率，且较上季度（5.05%）和上年同期（3.94%）的平均水平均有明显上升，但波动性环比略有上升，同比有所下降。

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）利率走势较为一致，均呈小幅上行趋势，但波动较大。本季度 AA 级（含）以上级别所发短融的发行利率重叠较多。各级别主体所发短融的发行利率基本均高于一年期贷款基准利率。

三、利差分析

本季度，剔除 4 期发行期限在 1 年内的、5 期有担保的短融后，短融样本共计 113 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 113 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整体保持紧平衡，但违约事件有所下降，短融发行利差和交易利差整体呈现小幅波动下行态势（见图 3）。本季度“13

东特钢 MTN2”、“12 春和债”和“14 山水 MTN002”等债券相继发生违约，但由于多数违约债券发行人均非首次违约，投资人对其风险已有预期，其违约对债券市场的冲击有限。在此背景下，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差环比均呈现不同程度的收窄，但同比均呈现不同程度的扩大（见表 2）。

表 2 2017 年二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)		
	2016Q2	2017Q1	2017Q2	2016Q2	2017Q1	2017Q2
AAA	98.03	187.25	163.83	103.55	198.43	170.04
AA+	125.41	219.32	202.49	131.35	224.47	207.47
AA	205.00	246.86	227.34	213.28	253.84	233.36
AA-	415.00	310.93	-	419.89	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；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所下降，表明各级别的利差稳定性有所上升。

表 3 2017 年二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	23	4.25~6.00	4.86	163.83	N/A	17.70	170.04	N/A	19.41
AA+	37	4.50~7.50	5.23	202.49	38.66	33.09	207.47	37.43	31.81
AA	53	4.55~7.50	5.49	227.34	24.85	24.19	233.36	25.89	23.57

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

通过使用 Scheffe 检验方法和 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对本季度不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行显著性检验。Scheffe 检验结果显示，在 95% 的置信水平下，AA+ 级与 AA 级主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异不显著，其余各级别间的利差 I 及利差 II 的

差异均显著。Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验结果显示，在 95% 的置信水平下，各级别主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异均显著。上述检验结果表明信用等级对短融风险定价具有较好的区分度。

表 4 Scheffe 检验结果

	利差 I:发行利差		利差 II:交易利差		
	AAA	AA+		AAA	AA+
AA+	0.036		AA+	0.042	
AA	0.000	0.115	AA	0.000	0.096

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 5 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验结果

	利差 I:发行利差		利差 II:交易利差		
	AAA	AA+		AAA	AA+
AA+	0.019		AA+	0.044	
AA	0.000	0.003	AA	0.000	0.003

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理