

# 2016 年第二季度短期融资券利差分析报告



2016/7/11

作者: 林青 齐萌

# 2016 年第二季度短期融资券利差分析报告

作者:林青 齐萌

## 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4月1日~2016年6月30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 128 家企业累计发行短融 138 期, 发行规模为 1092.65 亿元, 发行家数、发行期数和发行规模环比和同比降幅均在 40% 以上, 降幅较大, 主要原因是受到违约事件频发影响, 投资者的风险偏好下降, 较低信用等级以及景气度低迷行业发行人发行债券难度增加, 导致推迟或取消发行短融数量大幅增长。

<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 年二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 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	608	808	860	1072	1105	138	-55.19	-42.02
发行家数(家)	453	614	663	782	799	128	-55.86	-43.11
发行规模(亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	1092.65	-60.14	-49.25

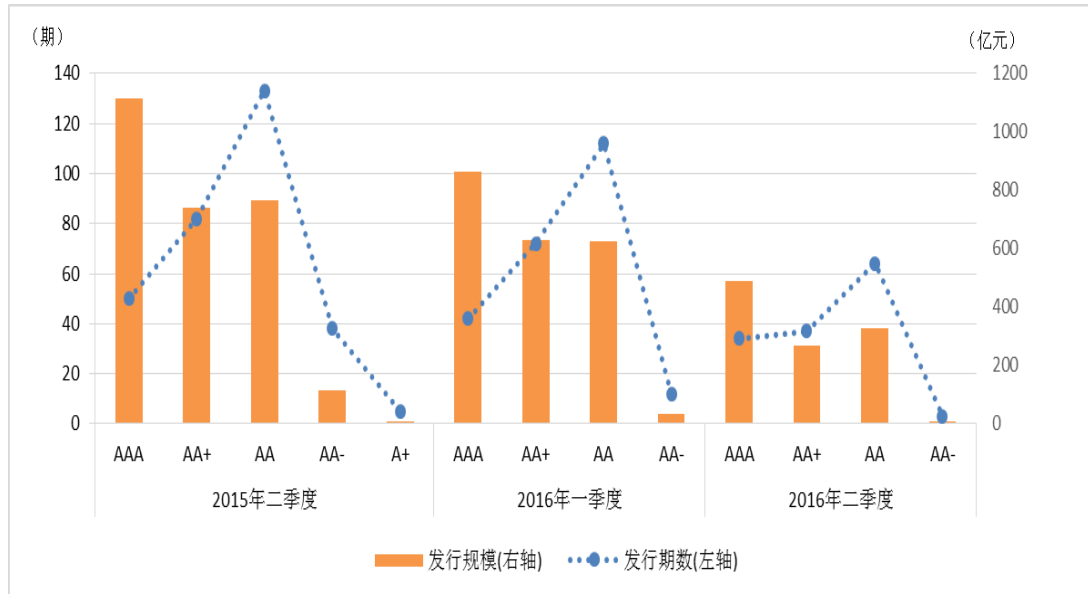
资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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。本季度延续了 2015 年 4 季度以来无 A+级主体发行短融的趋势。

从发行期数来看,本季度 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 46.38%,环比变化不大,但同比有所上升;AAA 和 AA+级主体所发短融的期数相差不大,其中 AAA 级主体所发短融在总发行期数中的占比有较大幅增长;AA-级主体所发短融在总发行期数的占比环比降幅明显,同比略有增长。整体来看,AA 级(含)以上主体所发短融期数分布更加均匀。

从发行规模来看,本季度 AAA 级~AA 级主体所发短融的规模在发行总规模中的占比升至 99.22%。其中,AAA 级主体所发短融的规模仍然最大,规模占比(44.62%)有明显上升,发行优势更加明显;AA+主体所发短融的规模占比有所下降;AA-级主体所发短融在总发行规模的占比环比有所下降,同比略有增长。整体来看,短融发行规模向 AA(含)级以上高等级集中趋势进一步凸显。

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期数更趋均匀。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

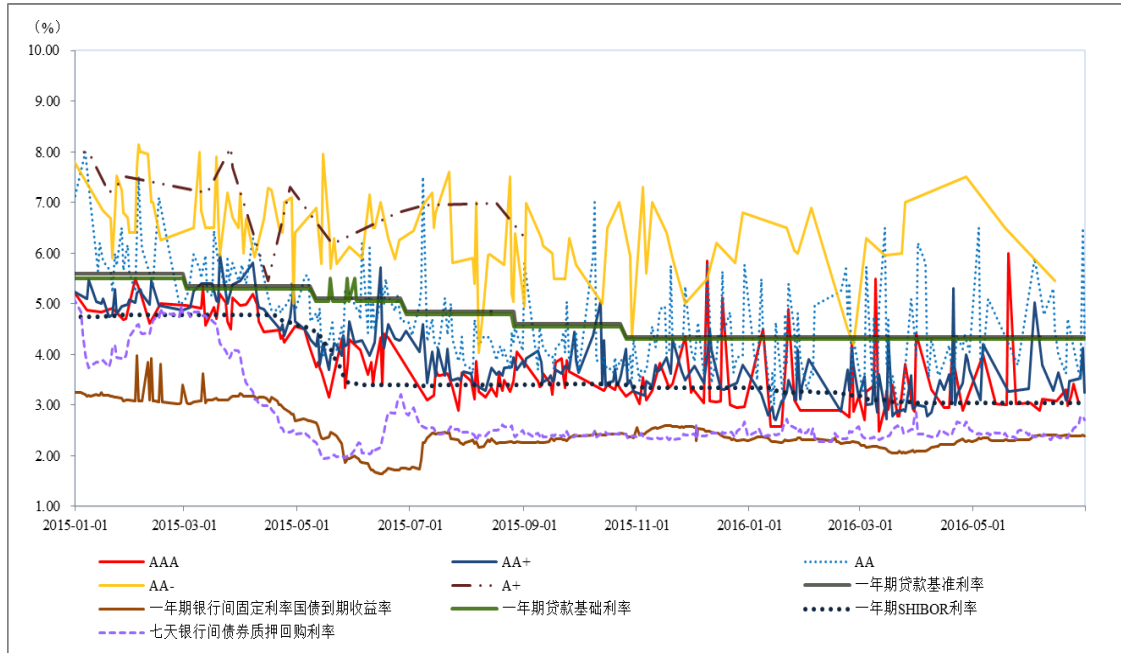
图 1 短融发行主体信用等级分布

## 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）和常备借贷便利（SLF）等措施实现资金净投放 1.35 万亿元，保障了银行间债券市场资金面的适度宽松，但受到财政存款上缴、MLF 到期、MPA（宏观审慎评估体系）考核等因素的影响，资金面出现阶段性趋紧的现象。在此背景下，利率整体呈现小幅上行走势。具体来看，经过 2015 年 5 次降息，一年期贷款基准利率由 5.60% 下调至 4.35%，本季度仍然维持在 4.35% 的水平；一年期银行间固定利率国债到期收益率改变了 2015 年以来的下行趋势，本季度呈现小幅上升的走势，本季度的平均水平较上季度（2.24%）小幅回升 0.07 个百分点，较上年同期（2.41%）下降 0.10 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的走势仍大致接近，但在违约事件频发和流动性阶段性趋紧的影响下，本季度一年期短融的发行利率波动较大。本季度一年期短融的平均发行利率为 3.94%，较上季度（3.79%）略有上升，较上年同期（5.00%）明显下降，一年期短融发行利率本季度仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率。



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 年第二季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

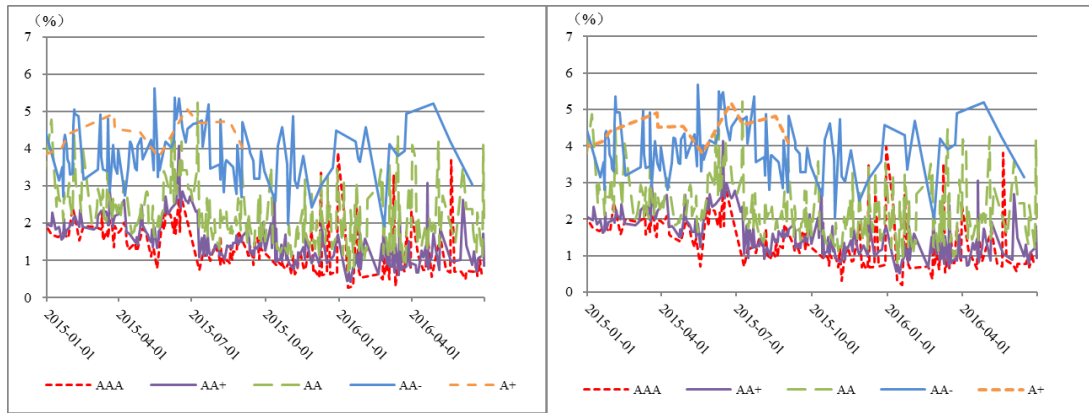
如图 2 所示，本季度，各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）走势较为一致，均呈小幅上行态势，但波动较大。其中 AA-级主体所发短融的平均发行利率上升幅度最大，升幅达到 53 个 BP，主要是由于在债券市场违约风险暴露加速的背景下，投资者对低级别发行人所发短融的风险溢价要求较高。除 AAA 和 AA+级，其他级别主体所发短融的发行利率均有明显的区分度。AAA 级和 AA+级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率，AA 级主体所发短融的发行利率围绕一年期贷款基准利率波动，AA-级主体所发短融的发行利率基本高于一年期贷款利率。

### 三、利差分析

本季度，剔除 6 期发行期限在 1 年内的、1 期有担保的后，短融样本共计 131 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 131 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 年二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

受益于稳健的货币政策，市场资金面较为宽松，短融发行利差和交易利差除 2015 年 6 月前后受到多期债券违约和年末流动性趋紧影响两个时点有所上升外，近两年来整体呈波动下行态势（见图 3）。本季度央行有针对性地增加了公开市场操作的频率和力度，并合理运用多种货币政策工具，保证了流动性的合理充裕。同时，本季度债券违约事件频发，“15 川煤炭 CP001”、“15 春和 CP001”、“15 华昱 CP001”和“15 东特钢 CP002”<sup>2</sup>等相继暴露违约风险。在此背景下，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较上季度有所扩大，但仍远低于上年同期水平；AA-级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度和上年同期出现不同程度扩大。

表 2 2016 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)		
	2015Q2	2016Q1	2016Q2	2015Q2	2016Q1	2016Q2
AAA	176.43	99.85	98.03	184.32	105.04	103.55
AA+	204.28	107.94	125.41	210.89	115.51	131.35
AA	260.02	185.30	205.00	267.36	193.85	213.28

<sup>2</sup> “15 川煤炭 CP001”和“15 华昱 CP001”发行时主体信用等级均为 AA+级，“15 东特钢 CP002”发行时主体信用等级为 AA 级，“15 春和 CP001”发行时主体信用等级为 AA-级。



AA-	407.31	366.90	415.00	415.60	374.20	419.89
A+	442.27	N/A	N/A	450.79	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-级发行人的利差 I 和利差 II 的级差最大，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+级的级差均最小，这可能是由于 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 AAA 级主体的认可度不统一。

表 3 2016 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	32	2.70~6.00	3.30	98.03	N/A	70.39	103.55	N/A	67.60
AA+	34	2.79~6.80	3.57	125.41	27.38	61.40	131.35	27.80	57.86
AA	62	3.10~7.50	4.34	205.00	79.59	46.83	213.28	81.93	44.54
AA-	3	5.45~7.50	6.48	415.00	210.00	26.27	419.89	206.61	24.53

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<sup>3</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 年二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+	0.638			AA+	0.624	
AA	0.000	0.000		AA	0.000	0.000
AA-	0.000	0.000	0.001	AA-	0.000	0.000
						0.001

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

<sup>3</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。