

2018 年度短期融资券利差分析报告

2019 年 1 月 15 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街 2
号 PICC 大厦 17 层

邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号 PICC 大厦 10 层

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

网址：www.unitedratings.com.cn

2018 年度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 胡颖 王自迪 郝帅

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：2018年1月1日~2018年12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、短融发行基本情况

本年度，共有 282 家企业累计发行短融¹422 期，发行规模为 4193.30 亿元，发行家数和发行期数同比降幅分别为 15.57%和 8.76%，而发行规模同比小幅上升 6.17%。2018 年以来债券市场违约事件多发，投资者风险偏好趋于谨慎，部分民营企业融资难度加大；同时受央行流动性管理“缩短放长”影响，部分企业选择发行中期票据或公司债进行融资，上述因素共同导致短融发行期数和发行家数较上年有所减少。

分季度来看，受到年内城投企业债券到期量较大的影响，城投企业流动性承压，融资需求加大，一定程度上推动本年第一季度短融发行家数、发行期数和发行规模环比和同比均有所上升；第二季度金融严监管政策持续落地，部分

¹ 不包括中国铁路总公司、中央汇金发行的短期融资券；同时，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。

企业融资难度较大、违约事件多发，推迟或取消短融发行的情况有所增多，加之超短融对短融的替代和分流作用影响，第二季度短融发行家数、发行期数和发行规模的环比和同比降幅均在 15%以上；第三季度银行间市场资金面较为平稳，流动性水平持续改善，短融发行家数、发行期数和发行规模环比均明显回升，但受到民营企业违约风险释放的持续影响，投资者对风险的态度趋于谨慎，发行债券难度仍然较大，短融发行家数和发行期数同比降幅均在 25%以上；第四季度短融发行量环比有所下降，主要原因为年底银行间市场短期流动性阶段性趋紧，但在整体利率水平较低的背景下，第四季度短融发行家数、发行期数和发行规模同比有所上升，且增幅均在 15%左右。

表 1 2014~2018 年短融发行基本情况表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	同比增长 (%)
发行期数 (期)	1072	1105	687	463	422	-8.86
发行家数 (家)	782	799	520	334	282	-15.57
发行规模 (亿元)	10521.53	9483.00	6062.95	3949.70	4193.30	6.17

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理

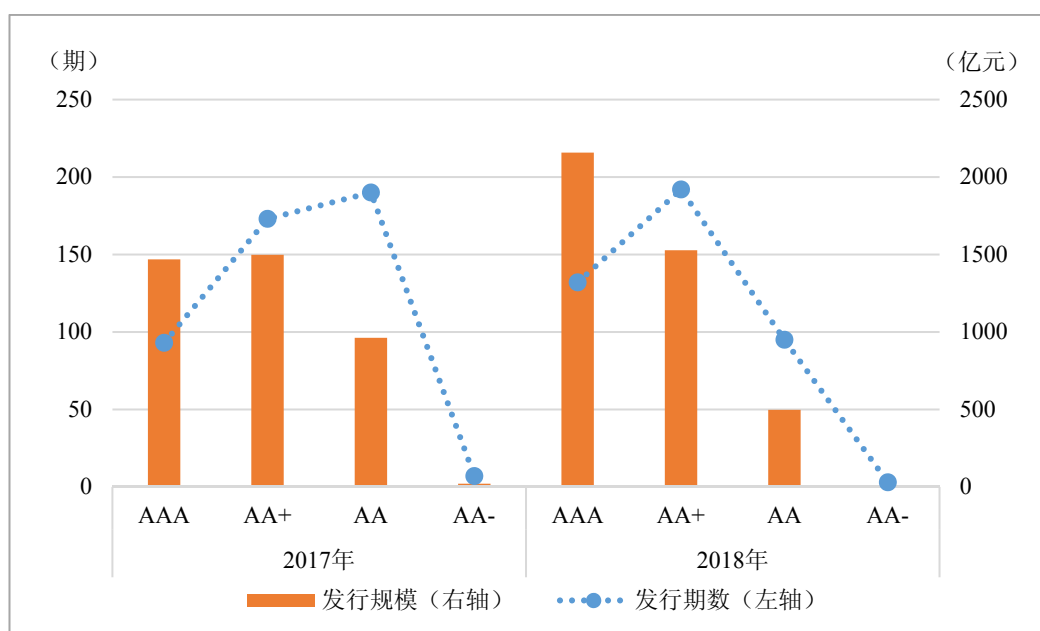
本年度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA-级，其中 AAA 级至 AA 级仍为短融发行主体的主要集中级别。

从发行期数来看，本年度各级别主体所发短融的期数分布主要集中在 AAA~AA 级，合计占比（99.29%）较上年（98.49%）进一步上升。其中 AA+级和 AAA 级主体所发短融的期数超过 AA 级，占比分别上升至 45.50%和 31.28%，位居前两位；AA 级主体所发短融的期数占比（22.51%）较上年（41.04%）大幅下降；AA-级主体所发短融的期数（仅 3 期）占比（0.71%）较上年（1.51%）进一步下降。短融发行期数呈现向 AAA 级和 AA+级集中趋势。

从发行规模来看，本年度各级别主体所发短融的规模分布主要集中在 AAA~AA 级，合计占比（99.75%）较上年（99.47%）小幅上升。其中 AAA 级主体所发短融的规模占比升至 51.45%，超过 AA+级成为短融发行规模占比最

大的主体级别；AA+级主体所发短融的规模占比为 36.43%，占比较上年变化不大；AA 级和 AA-级主体所发短融的规模占比（11.87%和 0.25%）较上年（24.37%和 0.53%）均有不同程度下降。短融发行规模呈现向 AAA 级和 AA+级集中的趋势。

整体来看，短融发行主体的信用等级呈现向 AAA 级和 AA+级集中趋势。



数据来源：Wind、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

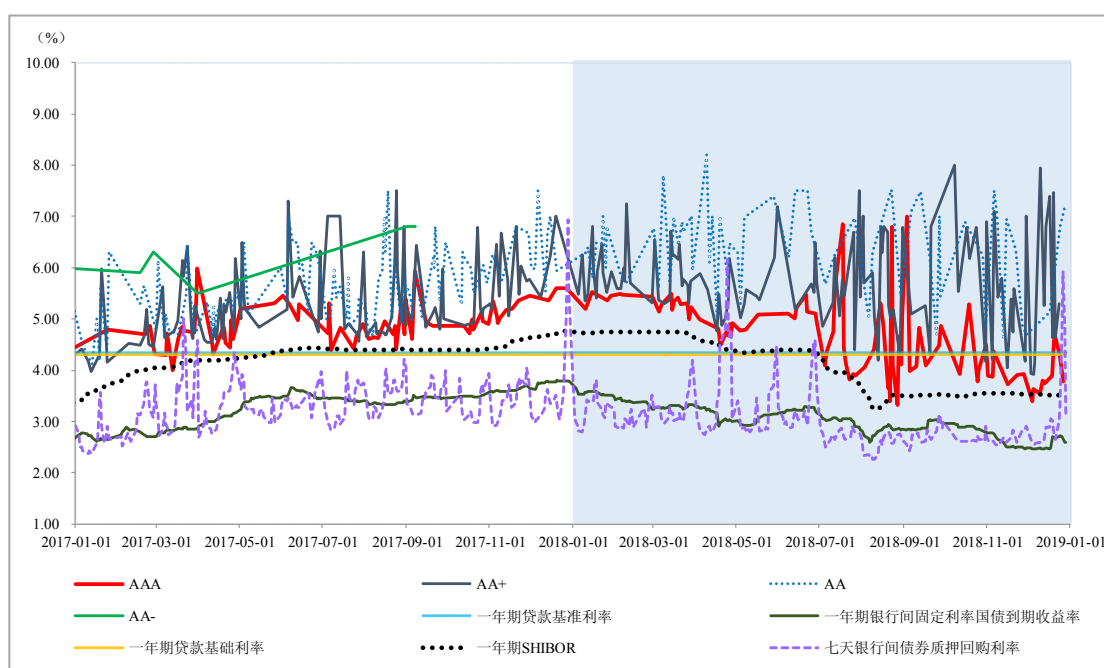
从短融利率的种类来看，本年度所发短融均采用固定利率发行。

本年度，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，保证了资金面的整体稳定。在美联储缩表和加息、中美贸易战等国际宏观不确定性因素较大的背景下，央行分别于 2018 年 1 月、4 月、7 月和 10 月实施四次定向降准²；同时，央行灵活开展公开市场操作，综合运用逆回购、中期借贷

² 2018 年 1 月普惠金融定向降准 0.5 个百分点；4 月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行及外资银行定向降准 1 个百分点用于置换到期 MLF；7 月对大型商业银行、股份制银行、邮储银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准 0.5 个百分点用于支持“债转股”和小微企业融资；10 月对大型商业银行、股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行定向降准 1 个百分点用于置换部分 MLF 和提供支持小微企业、民营企业 and 创新型企业的资金来源。

便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、临时准备金动用安排（CRA）、国库定存等工具提供不同期限流动性，合理安排工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，同时适当加大中长期流动性投放力度，保证了流动性的合理充裕。

在此背景下，银行间市场资金面逐步由上半年中性偏紧过渡至下半年中性偏松状态，利率水平整体较为平稳。具体来看，本年度一年期贷款基准利率维持在 2015 年三季度以来的 4.35% 的水平；银行间固定利率国债一年期到期收益率于 2017 年上半年持续上行，2017 年下半年走势较为平稳，2018 年全年走势稳中略有下降，其中 2018 年下半年平均水平（2.79%）较上半年（3.27%）和上年同期（3.52%）均有所下降，整体来看，2018 年全年平均水平（3.02%）较上年（3.30%）有所下降。



注：剔除发行期限在 1 年内的和有担保的短融。

数据来源：Wind、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平稳走势大致相同，但受到部分中小民营企业、地产行业企业以及落后产能企业所发短融的发行利率偏高影响，一季度一年期短融的平均发行利率持

续位于高位，此后呈波动下降趋势。本年度一年期短融的平均发行利率（5.49%）较上年（5.35%）略有上升。

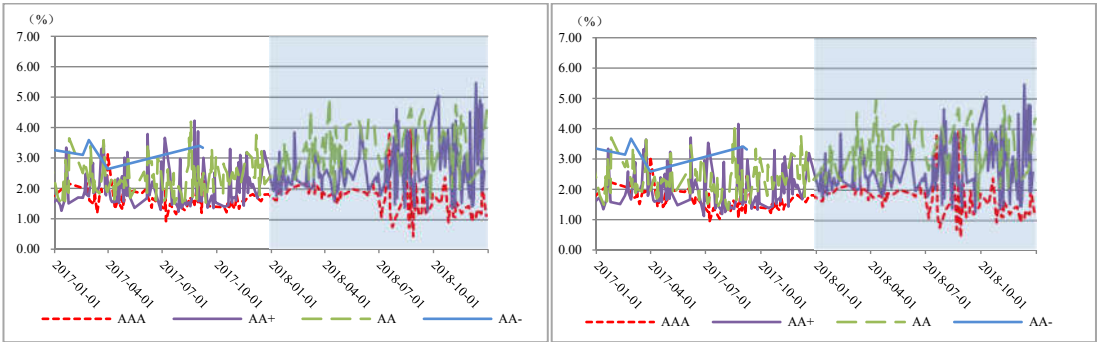
从各级别主体所发短融的发行利率来看，本年度各级别主体所发短融的发行利率走势与银行间固定利率国债一年期到期收益率、市场化程度较高的一年期 SHIBOR 以及 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率走势基本均较为一致，但波动较大。2018 年上半年各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较上年同期有所减少，而下半年各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较上年同期明显增加。本年度，各级别主体所发短融的发行利率绝大部分均高于一年期贷款基准利率，其中 2018 年上半年各级别主体所发短融的发行利率均高于一年期贷款基准利率，2018 年下半年约四成 AAA 级主体和少数 AA+级主体所发短融的发行利率低于一年期贷款基准利率。

三、利差分析

本年度，剔除 6 期发行期限在 1 年内的、14 期有担保的以及 12 期在上市后两周内未发生交易的短融后，短融利差样本共计 390 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 390 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。

本年度，银行间债券市场流动性进一步改善，但受信用风险事件多发影响，投资者避险情绪提升，AA+级及以下级别主体所发短融的发行利差和交易利差呈波动上升趋势，AAA 级主体所发短融的发行利差和交易利差有所收窄，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差下半年波动明显。与上年相比，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差均值均有所扩大。



数据来源：Wind、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

表 2 2017~2018 年各级别发行主体所发短融的利差 I、利差 II 均值情况

项目	主体级别	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4
利差 I	AAA	187.25	163.79	144.41	154.08	197.22	180.96	158.56	137.59
	AA+	219.32	202.39	189.76	209.12	248.10	239.33	265.41	283.39
	AA	243.59	227.32	218.34	258.89	289.04	355.36	341.55	334.02
	AA-	311.31	-	-	311.54	-	-	-	-
利差 II	AAA	198.65	170.04	153.73	153.70	197.28	180.78	158.38	138.49
	AA+	224.77	207.47	197.69	208.12	248.06	239.69	265.89	283.58
	AA	250.77	233.36	224.14	258.52	288.44	355.90	342.63	333.36
	AA-	310.63	-	-	312.06	-	-	-	-

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理

本年度，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仍较为一致：新发短融的发行主体信用等级对短融发行利率和利差均值呈现出明显的区分度，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高；AAA 级与 AA+ 级的级差高于 AA+ 级与 AA 级的级差，表明投资者对 AA+ 级及以下主体的风险溢价升高，投资者的风险偏好有所降低；AA+ 级主体的利差 I 和利差 II 的变异系数仍然最高，可能存在投资者对 AA+ 级发行人所发短融的信用风险的认可度不一致的现象。

表 3 2017~2018 年各级别发行主体所发短融对应的利率和利差情况

年度	主体级别	样本数量	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 (%)
2017	AAA	89	3.70~6.68	4.88	160.25	-	24.77	167.02	-	23.64
	AA+	157	3.95~8.00	5.31	204.19	44.42	36.73	208.73	42.23	36.41
	AA	173	4.12~7.50	5.57	232.20	28.01	28.85	237.48	28.75	28.21
	AA-	3	5.50~6.90	6.23	311.67	79.47	15.40	311.10	73.62	18.32
2018	AAA	126	3.29~6.85	4.67	167.43	-	31.59	167.52	-	31.70
	AA+	179	3.92~8.00	5.62	261.23	93.80	37.79	261.46	93.93	37.79
	AA	85	4.60~8.20	6.33	325.87	64.64	27.92	325.88	64.42	27.66

注：级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高 1 个子级的利差均值；变异系数为利差标准差与利差均值的比。

数据来源：Wind、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 2018 年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+		AAA	AA+
AA+	0.000	-	AA+	0.000	-
AA	0.000	0.000	AA	0.000	0.000

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理