

2017 年第三季度短期融资券利差分析报告

2017 年 10 月 16 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 年第三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7月1日~2017年9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 134 家企业累计发行短融 150 期，发行总额为 1212.40 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在 10%以上（见表 1）。环比增幅显著可能是由于本季度债券市场违约风险进一步缓解，投资者信心有所恢复，对新债的需求略有上升，且本季度资金面较为平稳，发行人前期累积的融资需求有所释放，推迟和取消发行情况有所减少。但本季度短融发行家数、发行期数和发行规模同比降幅均超过 20%，这主要是由 2017 年以来资金成本上行所引起的，同时也受到超短融对短融的替代和分流作用影响。

2017 年前三季度累计有 462 家企业发行短融 372 期，发行总额为 3167.7 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较 2016 年前三季度降幅均在 35%左右，资金成本上行影响显著。

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。

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 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	808	860	1072	1105	687	150	-22.68	22.95
发行家数(家)	614	663	782	799	520	134	-23.86	13.56
发行规模(亿元)	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	1212.40	-27.78	18.86

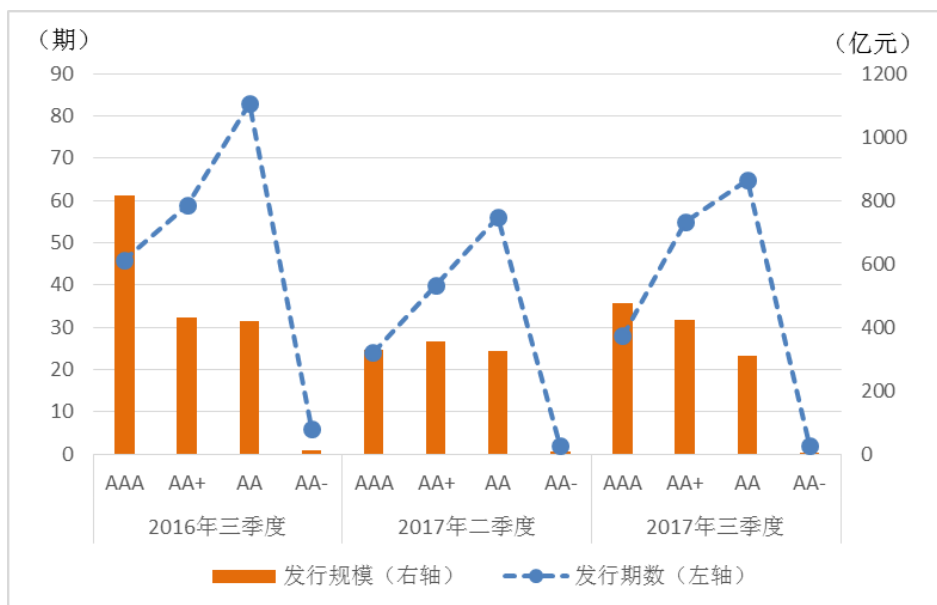
资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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。

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仍主要集中在 AAA 级~AA 级,占比(98.67%)环比和同比均略有升高。其中 AA 级主体所发短融的期数仍然最多,占比(43.33%)变化不大;其次为 AA+级主体,其在总发行期数中的占比(36.67%)环比和同比增幅均较为显著;AA-级主体所发短融期数仍然较少(2 期)。短融发行期数仍集中于 AA 级(含)以上级别。

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 99.84%,环比和同比均有所升高。其中,与上季度短融规模集中在 AA+级的情况不同,本季度 AAA 级主体所发短融规模占比(39.34%)最高,占比环比增幅较大(7.14 个百分点),短融发行规模的级别分布再次呈现向 AAA 级集中趋势;但与上年同期相比,AAA 级主体所发短融规模占比降幅显著(9.21 个百分点),规模优势明显下降。

整体来看,短融发行主体的信用等级分布仍然主要集中在于 AA 级(含)以上级别。



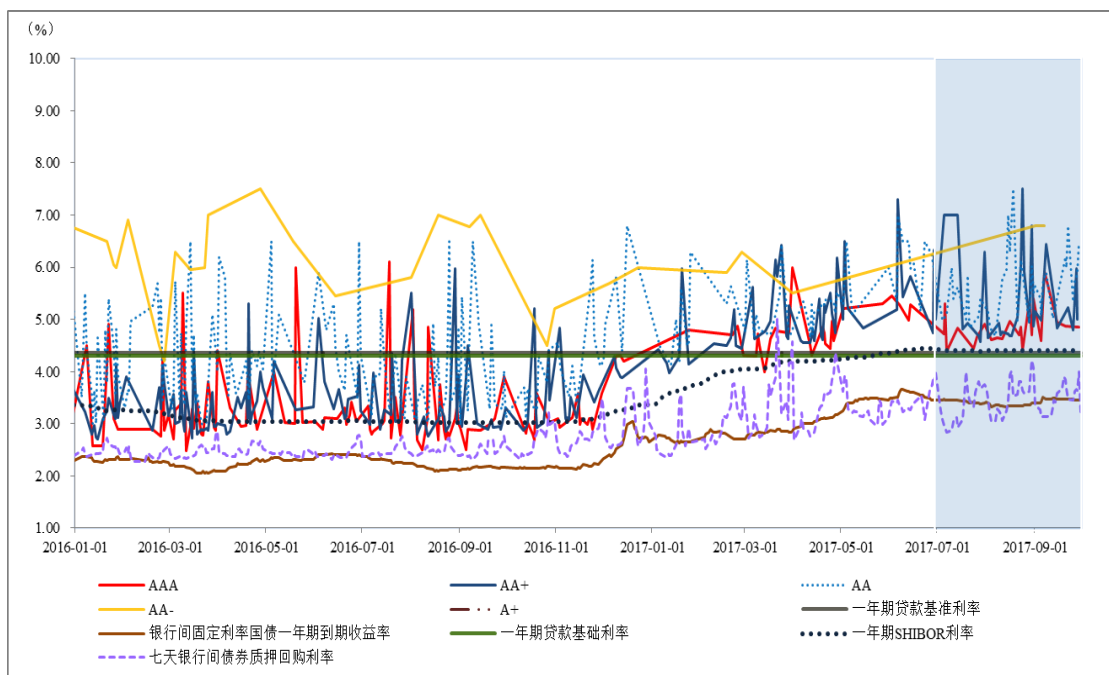
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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，本季度所发短融有 3 期采用浮动利率发行，其余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，通过灵活运用逆回购、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）等多种货币政策工具“削峰填谷”，除受到企业缴税、时点因素等影响出现阶段性趋紧外，资金面整体保持紧平衡状态，利率整体呈现平稳走势。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 2017 年 6 月由于资金面有所缓解出现小幅回落，本季度走势较为平稳，本季度银行间固定利率国债一年期到期收益率的平均水平（3.42%）较二季度（3.36%）变化不大，但较上年同期（2.20%）上升 1.22 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

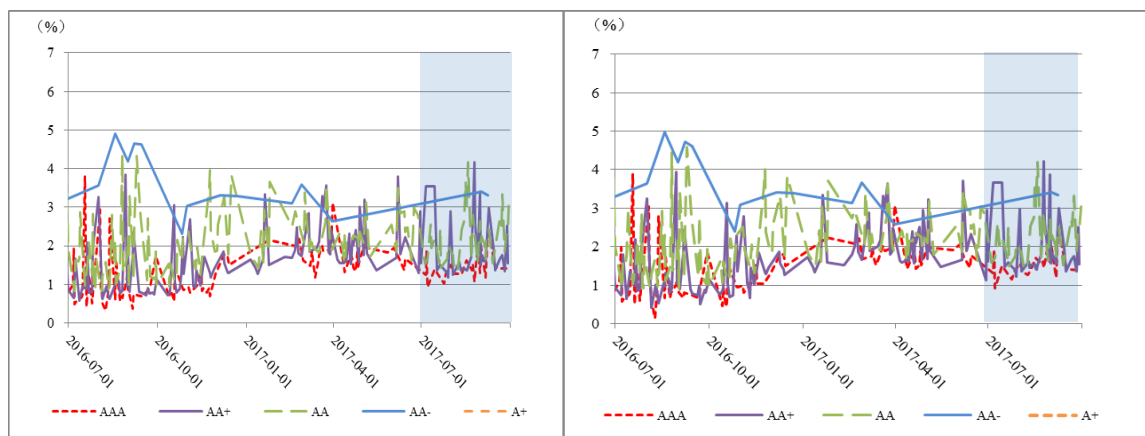
本季度，一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率走势大致相同，均呈平稳走势。本季度一年期短融的平均发行利率（5.38%）高于一年期贷款基准利率，且较上季度（5.28%）和上年同期（3.65%）的平均水平均有所上升，但波动性环比略有上升，同比有所下降。

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）利率的平稳走势较为一致，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上季度与上年同期均有所减少，各级别主体所发短融利率区分度有所提升。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 3 期浮动利率的、6 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 136 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 136 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 各等级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，债券市场违约风险进一步缓解，短融发行利差和交易利差整体呈现小幅波动下行走势（见图 3）。本季度公募债券市场共有 4 只债券发生违约（“15 五洋 02”、“15 五洋债”、“15 机床 MTN001”和“15 中城建 MTN001”），其中仅五洋建设集团股份有限公司为新增违约发行人，违约事件对债券市场冲击较小。在此背景下，各等级主体所发短融的发行利差和交易利差环比略有收窄，但同比均呈现不同程度的扩大（见表 2）。

表 2 2017 年三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)		
	2016Q3	2017Q2	2017Q3	2016Q3	2017Q2	2017Q3
AAA	94.71	163.83	143.34	103.91	170.04	152.56
AA+	120.44	202.49	189.67	127.00	207.47	197.69
AA	170.42	227.34	222.38	178.70	233.36	228.08
AA-	448.75	-	336.50	454.01	-	336.83

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-级的级差最大,表明投资者对于 AA-级(含)以下主体要求的风险溢价较高,但不排除受到 AA-级样本量较少的影响;AAA 级与 AA+级发行人的利差 I 和利差 II 的级差大于 AA+级与 AA 级的级差,且 AAA 级与 AA+级的级差环比和同比都有所增加,表明投资者对于 AAA 级以下债券的风险溢价要求有所提升。本季度 AA+级主体的利差 I 和利差 II 的变异系数均较大,表明 AA+级的利差稳定性较低,且各级别发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数环比略有上升,同比明显下降,表明本季度各级别的利差稳定性略有下降,但整体仍然较好。

表 3 2017 年三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	29	4.30~6.68	4.85	143.34	-	30.70	152.56	-	28.19
AA+	46	4.57~8.00	5.30	189.67	46.33	44.81	197.69	45.13	44.01
AA	60	4.68~7.50	5.64	222.38	32.71	32.83	228.08	30.39	32.01
AA-	2	6.80~6.80	6.80	336.50	114.12	1.78	336.83	108.75	1.19

资料来源: Wind 资讯、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 的差异性进行了显著性检验(剔除数量较少的 AA-级主体所发短融)。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 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+	0.004		AA+	0.010	
AA	0.000	0.000	AA	0.000	0.001

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理