

2018 年第三季度短期融资券利差分析报告

2018 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 年第三季度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 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。

本季度：2018年7月1日~2018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、短融发行基本情况

本季度，共有 94 家企业累计发行短融¹112 期，发行规模为 1339.60 亿元，发行期数和发行家数同比降幅均在 25% 以上，环比增幅均在 25% 以上，发行规模同比和环比均有不同程度的上升。短融发行量较上季度增幅显著主要是由于本季度银行间债券市场资金面中性偏松，流动性进一步改善，企业倾向于通过发行短融缓解短期资金压力；但 2018 年以来违约事件多发，投资者对风险的态度趋于谨慎，发行债券难度有所加大，导致短融发行期数和发行家数较 2017 年同期有所减少。

表 1 短融发行基本情况表

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	860	1072	1105	687	463	112	-25.33	25.84

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。

发行家数(家)	663	782	799	520	334	94	-29.85	25.33
发行规模(亿元)	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	3949.70	1339.60	10.49	56.13

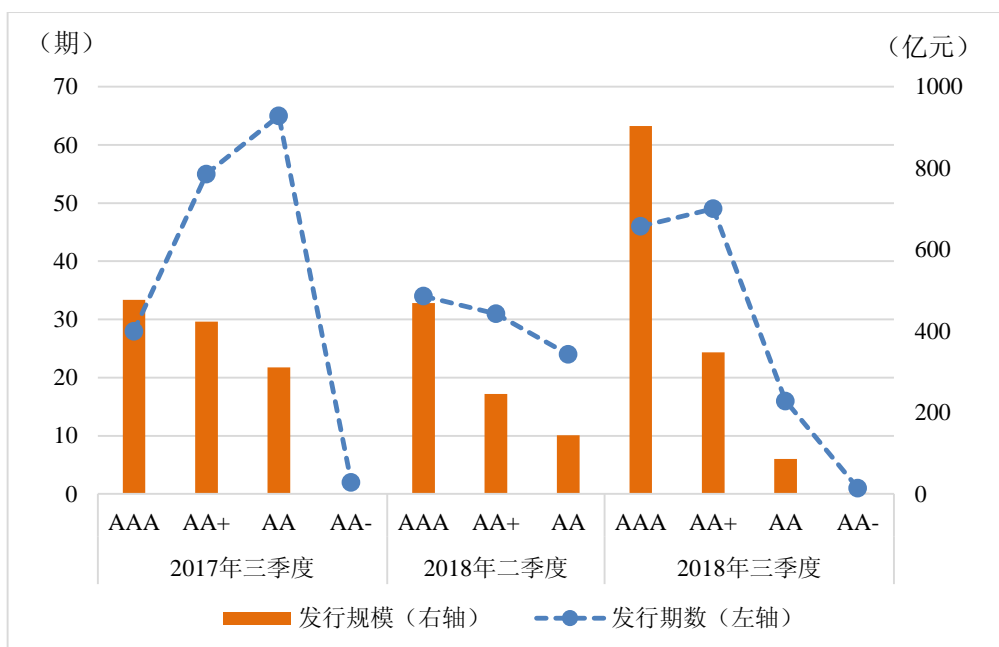
数据来源: Wind、上海清算所, 联合资信整理

本季度, 短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA-级, 其中 AAA 级至 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 AAA 级和 AA+级主体所发短融在总发行期数中的占比分别为 41.07%和 43.75%, 占比环比和同比均有不同程度上升; 相比上季度 AA+级超过 AAA 级成为短融发行期数最多的主体级别; AA 级主体所发短融的期数占比(14.29%)环比和同比均有不同程度的下降; AA-级主体所发短融期数仅有 1 期。短融发行期数进一步呈现向 AAA 级和 AA+级集中趋势。

从发行规模来看, AAA 级主体所发短融规模仍然最多, 占比为 67.45%, 占比环比和同比均显著上升; AA+级主体所发短融规模占比(25.95%)和 AA 级主体所发短融规模占比(6.42%)环比和同比均有不同程度的下降。短融发行规模呈现向 AAA 级集中趋势。

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。



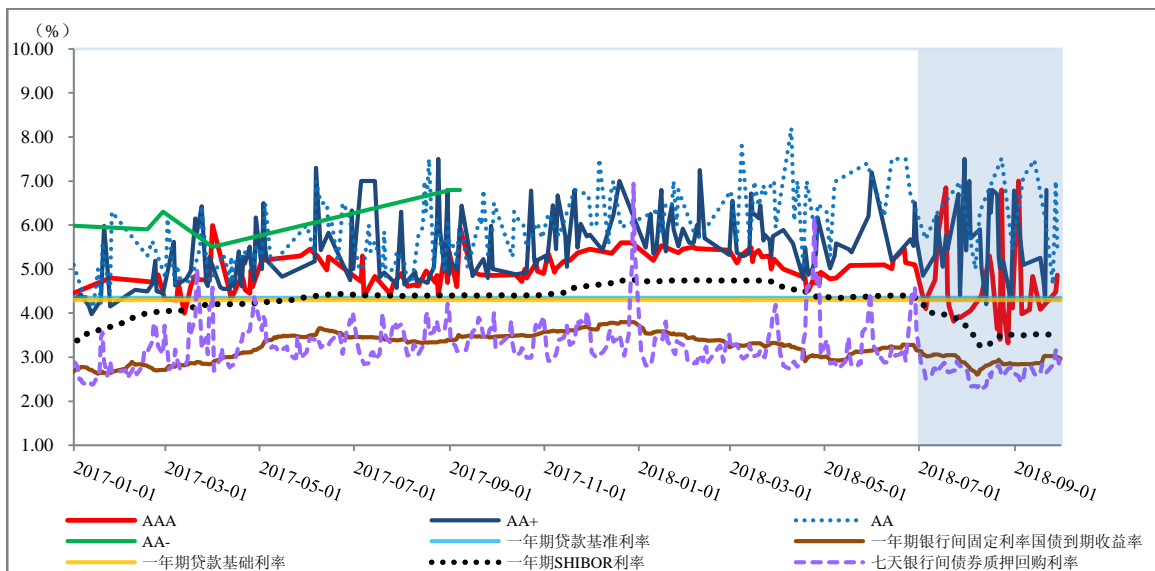
数据来源: Wind、上海清算所, 联合资信整理

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，灵活运用多种货币政策工具组合，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 7 月 5 日起对部分银行下调存款准备金 0.5 个百分点，并通过公开市场操作、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，合理安排工具搭配和操作节奏，加强形势预判和前瞻性预调微调，维护了流动性的合理充裕。在此背景下，银行间市场资金面整体处于中性偏松状态，利率水平整体较为平稳。具体来看，本季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 年上半年有所回落，本季度则较为平稳，本季度的平均水平（2.92%）较上季度（3.13%）和上年同期（3.42%）均有所下降。



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

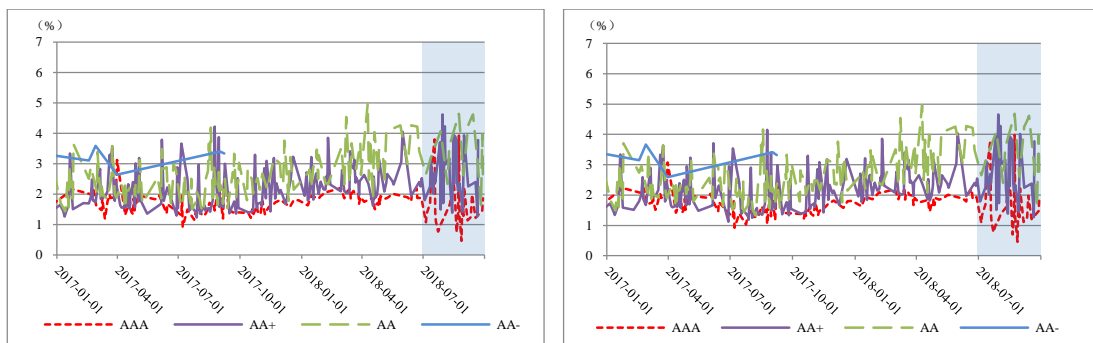
本季度，一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率的平稳走势大致相同，一年期短融的平均发行利率（5.27%）较上季度（5.59%）和上年同期（5.38%）均有不同程度下降。

从各级别主体所发短融的发行利率来看，本季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 利率以及 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率走势均较为一致，但波动较大。各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较上季度和上年同期均有所增加。本季度，除部分 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外，其他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。

三、利差分析

本季度，剔除 1 期发行期限在 1 年内的、2 期有担保的以及 5 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 104 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 104 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。



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

本季度，银行间债券市场流动性进一步改善，但民营企业信用风险事件多发，银行间债券市场投资者对民营企业的风险溢价要求有所升高。在此背景下，各级别主体所发短融的利差走势有所分化，具体来看，AAA 级和 AA 级主体所发短融的发行利差和交易利差环比均有所收窄，同比均有所扩大；AA+级主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比均不同程度扩大。

表 2 2018 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)		
	2017Q3	2018Q2	2018Q3	2017Q3	2018Q2	2018Q3
AAA	143.34	180.96	158.56	152.56	181.09	158.43
AA+	189.67	239.33	265.41	197.69	240.04	267.20
AA	222.05	355.36	341.55	227.77	356.06	342.93

数据来源：Wind、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，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+级主体要求的风险溢价升高，可能是由于 AA+级短融发行主体中民营企业占比较大²，投资者的风险偏好有所降低；本季度各级别发行人利差 I 和利差 II 的变异系数均有不同程度上升，稳定性有所下降（不排除样本量过少因素影响）。

表 3 2018 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	42	3.29-6.85	4.50	158.56	-	48.30	158.43	-	48.79
AA+	46	4.20-7.50	5.56	265.41	106.85	39.50	267.20	108.77	40.19
AA	16	4.65-7.70	6.33	341.55	76.15	29.78	342.93	75.73	29.61

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

² AA+级发行主体中民营企业有 11 家，占比为 25.58%，AAA 级发行主体中民营企业（1 家）占比为 3.45%，AA 级发行主体中民营企业（2 家）占比为 13.33%；AA+级民营企业的利差均值高于 AA+级国有企业 150BP 以上。

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。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 年三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+		AAA	AA+
AA+	0.000	-	AA+	0.000	-
AA	0.000	0.012	AA	0.000	0.014

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理