

2016 年度短期融资券利差分析报告



2017/1/13

作者：郝帅

2016 年度短期融资券利差分析报告

作者：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：2016年1月1日~2016年12月31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，在一定程度上反映了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

本年度，共有 520 家企业累计发行短融 687 期，较上年分别减少 34.92% 和 37.83%；发行规模为 6062.95 亿元，下降 36.07%。短融发行量降幅较大的主要原因是受违约事件频发影响，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。另外，本年超短融对短融的替代和分流作用有所加强也在一定程度上加大了短融发行量的降幅。

分季度来看，受 2015 年以来多次降息降准、城投类企业发债条件放松的影响，本年第一季度的发行家数、发行期数和发行规模较上年同比增幅 14% 以上；第二季度，受违约事件频发影响，短融的发行家数、发行期数和发行规模同比与环比降幅均在 40% 以上，降幅较大；第三季度超短融对短融的替代作用和分流作用比较明显，同比降幅仍在 40% 以上，但受违约频率有所下降的原

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。

因，环比增幅均在 40% 以上，增幅显著；第四季度同比和环比降幅均在 30% 以上，主要是受年底流动性趋紧，风险事件频发等影响，推迟或取消发行短融数量大幅增长的原因。

表 1 2012~2016 年短融发行基本情况表

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2016 年同比增长 (%)
发行期数 (期)	808	860	1072	1105	687	-37.83
发行家数 (家)	614	663	782	799	520	-34.92
发行规模 (亿元)	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	-36.07

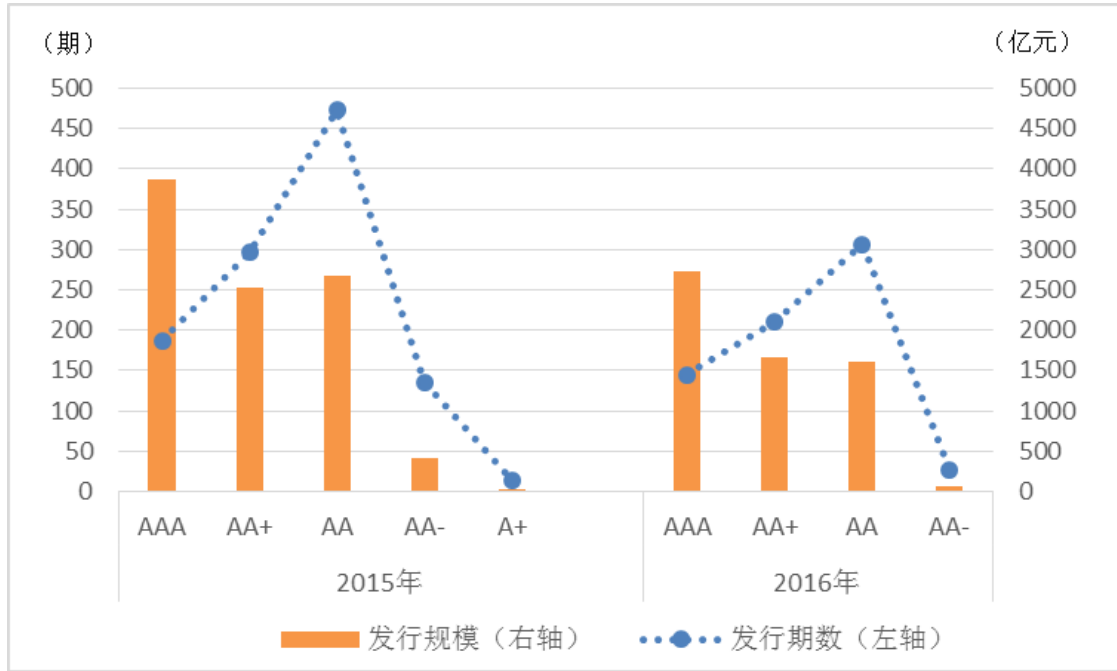
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本年度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。本年度无 A+级主体发行短融。

从发行期数来看，本年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 96.22%；其中短融发行期数最多的仍为 AA 级别主体，在总发行期数中的占比由上年的 42.81% 升至 44.54%，AA-级主体短融发行期数降幅明显（仅存 26 期），短融发行期数呈现向 AA（含）级以上高等级集中的态势。

从发行规模来看，本年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 98.87%，较上年小幅上升。其中 AAA 级主体所发短融的规模占比（44.94%）仍然最大，并且较去年上升 4.17 个百分点；AA-级规模（1.13%）占比则进一步下降。AA 级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向 AA 级（含）以上集中趋势进一步明显。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

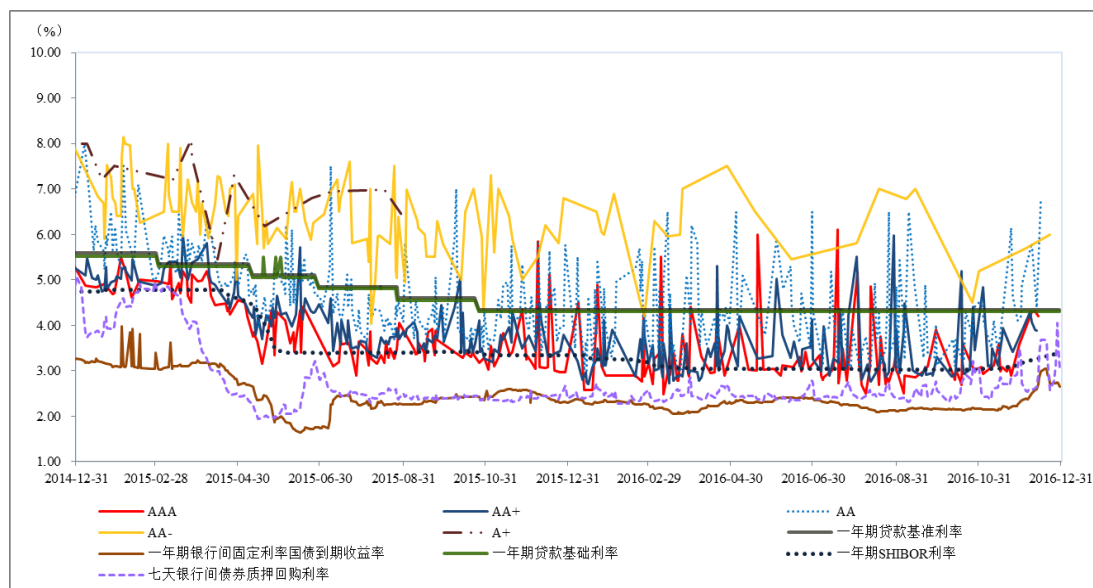
图 1 短融发行主体信用等级分布图

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，银行间市场资金面整体处于平衡状态，利率整体呈现平稳走势。央行综合运用多种货币政策工具，通过降准²、公开市场操作、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，保障了银行间债券市场资金面的适度宽松。在此背景下，利率整体呈现平稳走势，年末受流动性趋紧影响利率略有上升。具体来看，本年度一年期贷款基准利率维持在4.35%的水平；一年期银行间固定利率国债到期收益率较为平稳，四季度有所上升。

²自2016年3月1日起，中国人民银行普遍下调金融机构人民币存款准备金率0.5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 2016 年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，但受到违约风险持续暴露和流动性阶段性趋紧的影响，一年期短融的发行利率相对波动较大。一年期短融的平均发行利率 3.78%，较 2015 年平均发行利率（4.67%）降幅明显，并且绝大多数时间低于一年期贷款基准利率。

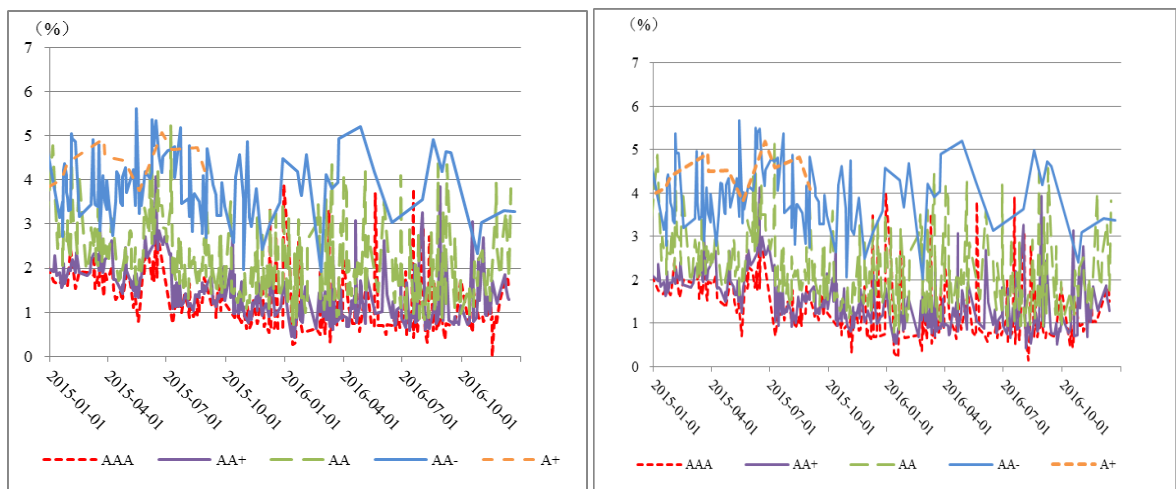
从各级别主体所发短融的发行利率来看，各级别主体所发短融的发行利率走势与一年期银行间固定利率国债收益率和市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率走势较为一致，总体上走势平稳，其中二、三季度受违约事件影响波动性较大，年末流动性趋紧导致回升态势明显。此外，AAA 和 AA+ 级主体发行利率重叠较多，其余各级别主体所发短融利率较有明显的区分度。本年度，AAA 级和 AA+ 级主体所发短融的发行利率基本低于一年期贷款基准利率，AA 级主体所发短融的发行利率围绕一年期贷款基准利率波动较大，AA- 级主体所发短融的发行利率高于一年期贷款基准利率。

三、利差分析

本年度所发短融中，剔除 14 期发行期限在 1 年内的、12 期有担保的短融，剩余短融共计 661 期，作为短融利差分析样本。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 661 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。

在银行间债券市场资金面合理充裕的背景下，本年度短融发行利差和交易利差整体延续了上年波动下行的走势，年末受到流动性趋紧影响整体上有所回升，但受本年度债券违约事件频发的影响，利差波动较上年明显加剧。具体来看，不同信用等级主体所发短融的交易利差和发行利差表现不同（见图 3），AAA 级主体所发短融的交易利差和发行利差表现较为稳定，在前三季度逐渐收窄，受流动性趋紧影响，第四度有所扩大；AA+~AA 级主体所发短融的交易利差和发行利差波动上升，AA-级主体所发短融的交易利差和发行利差整体呈现波动下降趋势；本年度利差的波动性较大，主要原因是受违约风险事件的影响、以及煤炭、钢铁、水泥等传统产能过剩行业信用风险暴露加速，投资者所要求的风险溢价升高的影响。



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 年不同信用等级主体所发短融利差 I（左图）、利差 II（右图）情况

表 2 2015~2016 年各级别发行主体对应的利差 I、利差 II 均值情况（单位：BP）

项目	主体级别	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
利差 I	AAA	178.83	176.43	116.39	107.42	99.85	98.03	94.71	99.41
	AA+	204.30	204.28	145.52	118.83	107.94	125.41	120.44	136.72
	AA	274.77	260.02	205.99	177.49	185.30	205.00	170.42	198.77
	AA-	395.42	407.31	385.53	346.40	366.90	415.00	448.75	285.09
	A+	446.86	442.27	447.98	-	-	-	-	-
利差 II	AAA	186.74	184.32	122.13	112.84	105.04	103.55	103.91	135.51
	AA+	208.18	210.89	152.08	126.32	115.51	131.35	127.00	144.40
	AA	277.70	267.36	210.94	187.00	193.85	213.28	178.70	168.00
	AA-	400.53	415.60	392.51	352.41	374.20	419.89	454.01	276.80
	A+	448.55	450.79	450.49	-	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

通过表 3 可以看出，2016 年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，主要体现在以下方面：一是本年度新发短融的发行主体信用等级对短融利差呈现出较为明显的区分度，发行人主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越大；二是各信用等级发行人所发短融的利差 I 和利差 II 的级差均随信用等级下降而扩大，表明发行人主体信用等级越低，投资者所要求的风险溢价越高；三是 AA+级与 AAA 级发行人所发短融的级差较小、变异系数相对较大，一定程度上反映 AA+级与 AAA 级发行人所发短融的利差区分度不高；四是 AA 级和 AA-级的级差远大于 AA 级（含）以上级别的级差，表明投资者对于 AA-级（含）以下的主体要求的风险溢价较高。

表 3 2015~2016 年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分析情况

年度	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 (%)
2015	AAA	183	2.96~6.20	3.94	142.18	-	42.66	148.81	-	41.60
	AA+	284	3.00~7.00	4.13	163.25	21.07	34.08	169.62	20.81	33.15
	AA	452	3.38~8.00	4.76	226.43	63.18	37.40	232.73	63.11	36.14
	AA-	122	4.33~8.50	6.50	390.45	164.02	20.55	397.10	164.37	20.74
	A+	10	6.19~8.09	7.10	445.82	55.37	9.60	449.80	52.70	9.24
2016	AAA	141	2.48~6.10	3.21	99.32	-	68.47	106.02	-	66.03
	AA+	200	2.70~7.39	3.42	120.49	21.17	66.40	126.71	20.69	63.93
	AA	295	2.80~8.00	4.11	189.05	68.56	57.13	196.82	70.11	54.87
	AA-	25	4.00~7.50	6.01	376.56	187.51	24.70	382.51	185.69	23.79

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

通过对不同主体信用等级所对应短融利差 I 和利差 II 差异性的显著性检验³可以看出, 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, 反映出 AAA 级与 AA+级对短融风险定价的区分程度不强, 其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均显著。

表 4 2016 年各级别发行主体利差的显著性水平

利差 I: 发行利差				利差 II: 交易利差			
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AA+	0.229			AA+	0.253		
AA	0.000	0.000		AA	0.000	0.000	
AA-	0.000	0.000	0.000	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

³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。