

# 2019 年第二季度短期融资券利差分析报告

2019 年 7 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](http://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](http://www.unitedratings.com.cn)

## 2019 年第二季度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 罗润方 王自迪

### 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；不包括中国国家铁路集团有限公司、中央汇金投资有限责任公司发行的短期融资券；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含证券公司所发短融。

**本季度：**2019年4月1日至2019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、短融发行基本情况

本季度，共有 97 家企业累计发行短融 112 期，发行规模为 965.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比均有所下降，同比均有所上升。短融发行量同比上升，主要是由于 2019 年上半年银行间市场资金面合理充裕，本季度整体利率水平低于上年同期，推动短融发行量同比有所上升；同时本季度银行间市场整体利率水平较上季度有所上升，一定程度上影响发行主体发债节奏，导致短融发行量环比有所下降。

表 1 2014 年至 2019 年二季度短融发行基本情况表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 二季度	环比增长 (%)	同比增长 (%)
期数(期)	1072	1105	687	463	422	112	-12.50	25.84
家数(家)	782	799	520	334	282	97	-11.82	29.33
规模(亿元)	10521.53	9483.00	6062.95	3949.70	4193.30	965.70	-17.64	12.55

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

表 2 2018 年至 2019 年二季度短融取消和推迟发行情况表

项目	2018 年 一季度	2018 年 二季度	2018 年 三季度	2018 年 四季度	2019 年 一季度	2019 年 二季度	环比增长 (%)	同比增长 (%)
期数(期)	18	20	15	7	5	6	20.00	-70.00
家数(家)	17	20	15	7	5	6	20.00	-70.00
规模(亿元)	106.00	107.10	63.80	28.00	24.00	27.00	12.50	-74.79

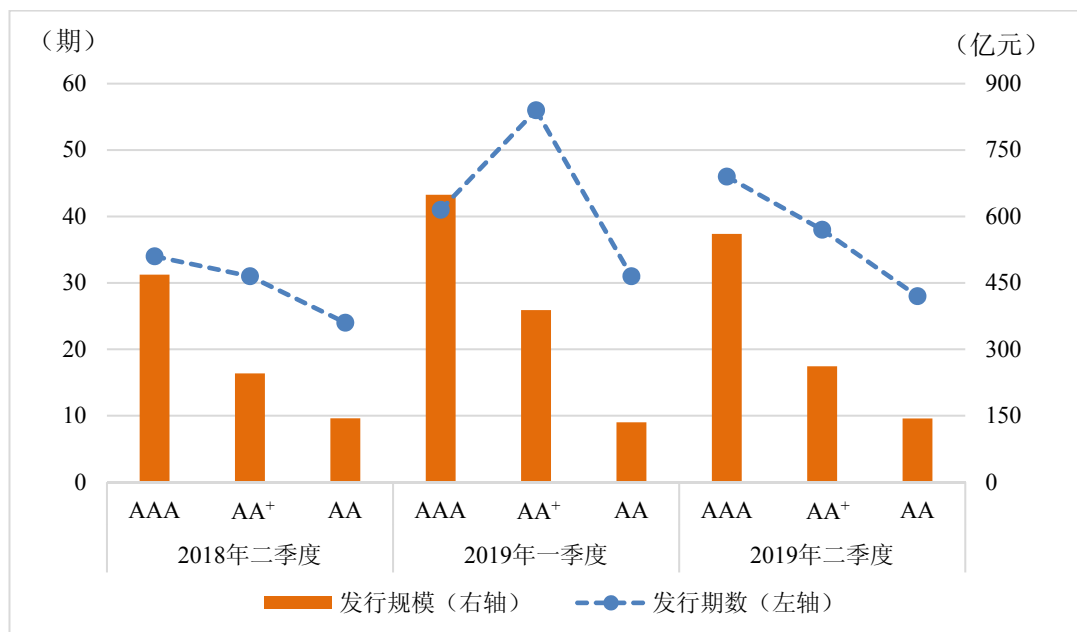
数据来源：Wind，联合资信整理

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA 级，无 AA 级主体发行短融。

从发行期数来看，AAA 级主体所发短融期数超过 AA+ 级主体，在总发行期数中的占比（41.07%）最高，期数占比环比和同比均有不同程度上升；AA+ 级主体所发短融的期数占比（33.93%）同比和环比均有不同程度下降；AA 级主体所发短融的期数占比（25.00%）环比小幅上升、同比小幅下降。短融发行期数呈现向 AAA 级集中趋势。

从发行规模来看，AAA 级主体仍为短融发行规模最多的主体级别，规模占比（58.04%）环比和同比均有所上升；AA+ 级主体所发短融的规模占比（27.08%）环比和同比均有不同程度下降；AA 级主体所发短融的规模占比（12.14%）环比略有上升，但同比有所下降。短融发行规模向 AAA 级集中趋势进一步明显。

整体来看，短融发行主体的信用等级呈现进一步向 AAA 级集中趋势。



数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

图 1 短融发行主体信用等级分布

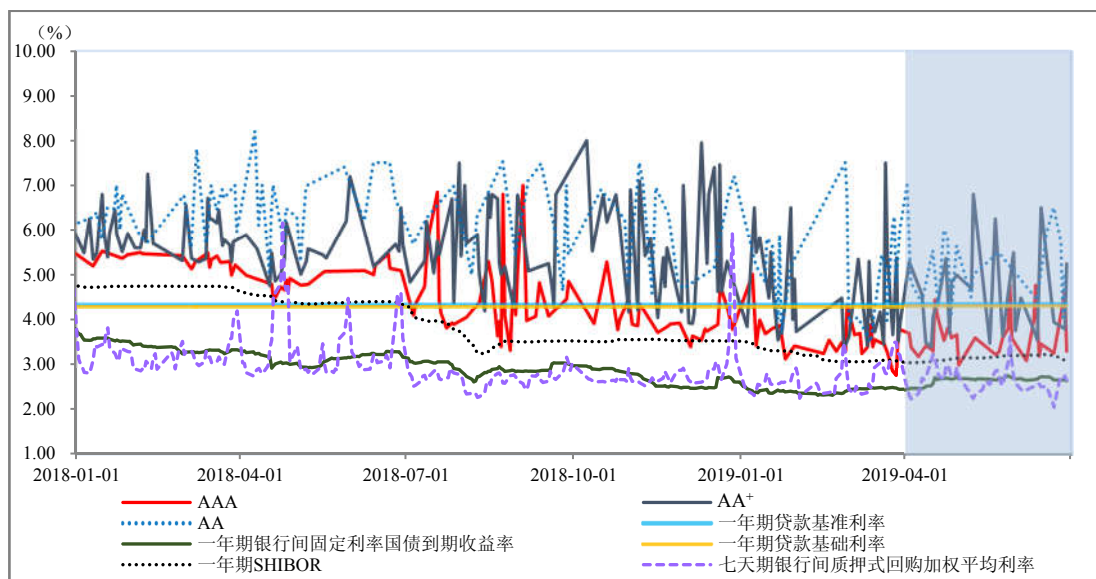
## 二、利率分析

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。央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。同时，央行自 2019 年 5 月 15 日开始对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位<sup>1</sup>；于 6 月 10 日通过民营企业债券融资支持工具（CRMW）对锦州银行等中小银行发行的同业存单提供信用增进，加强对中小银行流动性支持。在此背景下，银行间市场资金面整体稳定，利率水平表现平稳。具体来看，本

<sup>1</sup> 《中国人民银行关于下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率的通知》，中国人民银行决定下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率至农村信用社档次，分三次调整到位：自 2019 年 5 月 15 日起，下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率 1 个百分点。自 2019 年 6 月 17 日起，再次下调服务县域的农村商业银行人民币存款准备金率 1 个百分点。自 2019 年 7 月 15 日起，下调服务县域的农村商业银行基准档人民币存款准备金率至 8%，其中在本通知发布前执行普惠金融定向降准政策的，同时停止执行该项政策。

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；一年期银行间固定利率国债到期收益率于 2018 年全年呈小幅下行走势，2019 年以来走势较为平稳，本季度略有上升，平均水平（2.65%）较 2019 年一季度（2.40%）略有上升，但较 2018 年二季度（3.13%）则有所下降。



注：剔除发行期限在 1 年内的和有担保的短融

数据来源：中国人民银行、上海清算所、Wind，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

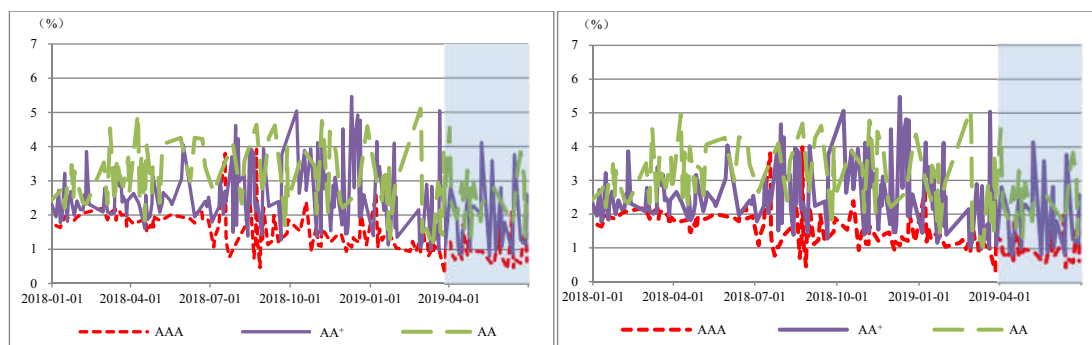
本季度，一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率走势大致相同，一年期短融的平均发行利率（4.35%）较 2019 年一季度（4.33%）略有上升，但较 2018 年二季度（5.59%）有所下降。

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一年期银行间固定利率国债到期收益率、市场化程度较高的一年期 SHIBOR（上海银行间同业拆借利率）以及 R007（七天期银行间质押式回购加权平均利率）利率走势均较为一致，但波动相对较大；各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较 2019 年一季度略有减少，但较 2018 年二季度有所增加。本季度，AAA 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，但多数 AA+ 级（含）以下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

本季度，剔除 2 期发行期限在 1 年内的、4 期有担保的以及 1 期在上市后两周内未发生交易的短融后，短融样本共计 105 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 105 期短融作为利差分析样本。

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：中国人民银行、上海清算所、Wind，联合资信整理

图 3 各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，银行间债券市场资金面松紧适度，流动性合理充裕，短融发行利差和交易利差整体呈小幅波动下行走势（见图 3），各别主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比均有不同程度收窄（见表 3）。

表 3 2019 年二季度各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)		
	2018Q2	2019Q1	2019Q2	2018Q2	2019Q1	2019Q2
AAA	180.96	114.33	102.73	180.78	116.98	104.06
AA+	239.33	208.80	197.27	239.69	208.24	196.23
AA	355.36	271.70	256.44	355.90	271.18	253.07

数据来源：上海清算所、Wind，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 4），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<sup>+</sup>级与 AAA 级的级差相对较高，表明投资者对 AA<sup>+</sup>级及以下级别主体的风险溢价要求较高，避险情绪增强；AA<sup>+</sup>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<sup>+</sup>级发行人所发短融的信用风险的认可度不一致的现象；各级别发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数环比变化不大，利差稳定性与 2019 年一季度表现大致相同，同比均有显著上升，利差稳定性较 2018 年二季度有所下降。

表 4 2019 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 (%)
AAA	44	3.09~5.03	3.68	102.73	-	44.43	104.06	-	43.92
AA <sup>+</sup>	37	3.40~6.80	4.61	197.27	94.54	55.74	196.23	92.17	56.36
AA	24	3.73~7.20	5.21	256.44	59.17	44.23	253.07	56.84	43.76

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：上海清算所、Wind，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。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 5 2019 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 <sup>+</sup>	AAA	AA <sup>+</sup>	
AA <sup>+</sup>	0.000	-	AA <sup>+</sup>	0.000	-
AA	0.000	0.016	AA	0.000	0.018

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理