

# 2019 年度短期融资券利差分析报告

2020 年 1 月 20 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](mailto: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](mailto:lh@unitedratings.com.cn)

网址：[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

## 2019 年度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 郝帅 闫瑾 吴昊

### 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：**2019年1月1日~2019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 290 家企业累计发行短融<sup>1</sup>462 期，发行规模为 4436.20 亿元，发行家数、发行期数和发行规模同比增幅分别为 2.84%、9.48% 和 5.79%。2019 年以来银行间市场资金面维持合理充裕，整体利率水平低于 2018 年，为短融发行提供了较为稳定的融资环境，推迟或取消发行情况有所减少，短融发行量较上年有所增加。

表 1 2015~2019 年短融发行基本情况表

| 项目        | 2015 年  | 2016 年  | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 同比增长 (%) |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 发行期数 (期)  | 1105    | 687     | 463     | 422     | 462     | 9.48     |
| 发行家数 (家)  | 799     | 520     | 334     | 282     | 290     | 2.84     |
| 发行规模 (亿元) | 9483.00 | 6062.95 | 3949.70 | 4193.30 | 4436.20 | 5.79     |

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理

<sup>1</sup> 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。

表 2 2015~2019 年短融取消和推迟发行情况表

| 项目        | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 同比增长 (%) |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 发行期数 (期)  | 94     | 116    | 79     | 60     | 22     | -63.33   |
| 发行家数 (家)  | 92     | 115    | 78     | 55     | 22     | -60.00   |
| 发行规模 (亿元) | 556.20 | 742.70 | 489.50 | 304.90 | 98.50  | -67.69   |

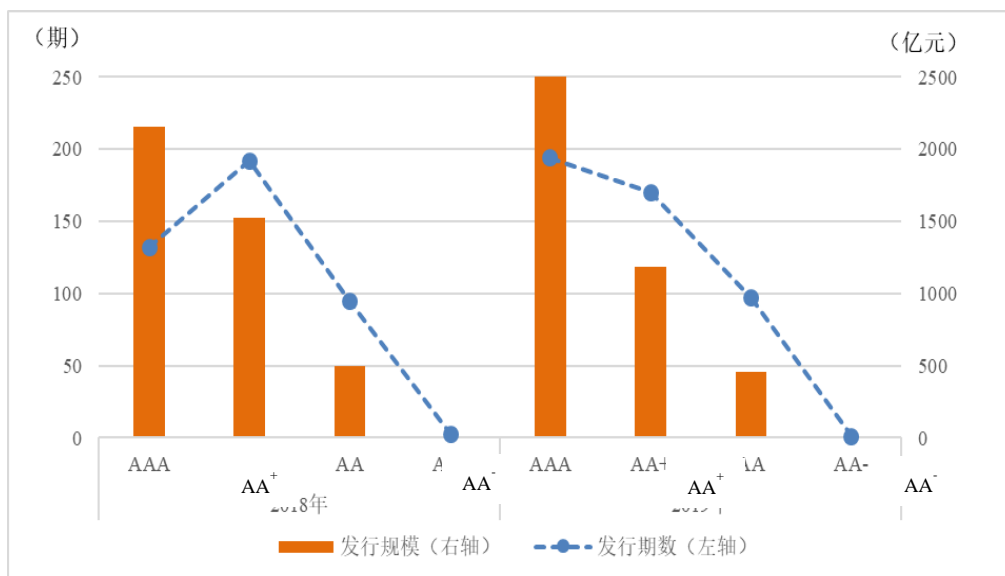
数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理

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，合计占比为 99.78%，较上年（99.29%）进一步上升。AAA 级主体所发短融的期数占比为 41.99%，超过 AA<sup>+</sup>级成为短融发行期数占比最大的主体级别；AA<sup>+</sup>级、AA 级和 AA<sup>-</sup>级主体所发短融的期数占比分别为 36.80%、21.00%和 0.22%，较上年（45.50%、22.51%和 0.71%）均有不同程度下降。短融发行期数呈现向 AAA 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，合计占比为 99.92%，较上年（99.75%）进一步上升。其中 AAA 级主体所发短融的规模占比升至 62.97%，仍然为短融发行规模占比最大的主体级别；AA<sup>+</sup>级、AA 级和 AA<sup>-</sup>级主体所发短融的规模占比分别为 26.63%、10.32%和 0.08%，较上年（36.43%、11.87%和 0.25%）均有不同程度下降。短融发行规模呈现向 AAA 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。

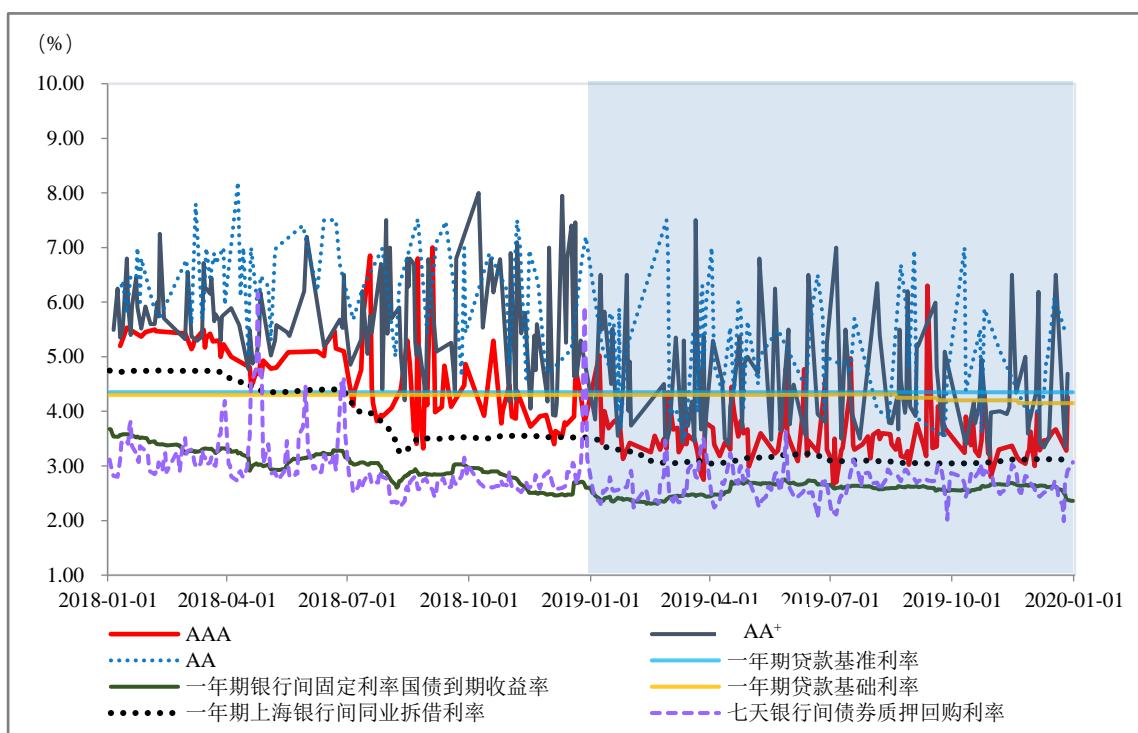
本年度，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证资金面的整体稳定。在我国经济存在下行压力且存在中美贸易战等不确定性因素的背景下，央行采取逆周期调节措施，分别于 1 月<sup>2</sup>、5 月<sup>3</sup>和 9 月<sup>4</sup>实施多次不同程度的降准；同时，央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。

<sup>2</sup> 央行分别于 2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日下调金融机构存款准备金 0.5 个百分点；另外，1 月 2 日，央行决定自 2019 年起将普惠金融定向降准小型和微型企业贷款考核标准由“单户授信小于 500 万”调整为“单户授信小于 1000 万元”。

<sup>3</sup> 2019 年 5 月 15 日央行决定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：自 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 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 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%。

<sup>4</sup> 央行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车）。除此之外，为促进加大对小微民营企业的支持力度再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

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；一年期贷款基础利率（LPR）年初延续上年 4.30% 水平，小幅上行至 4.31% 后呈阶段性下行态势，自 11 月 20 日起维持 4.15% 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 年全年走势较为平稳，其中 2019 年下半年平均水平为 2.60%，与上半年（2.53%）变化不大。整体来看，2019 年下半年平均水平为 2.60%，与上半年（2.53%）变化不大。整体来看，2019 年全年平均水平为 2.57%，较上年（3.03%）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走势大致相同。本年度一年期短融的平均发行利率为 4.19%，较上年（5.52%）有所下降。

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。2019 年各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较上



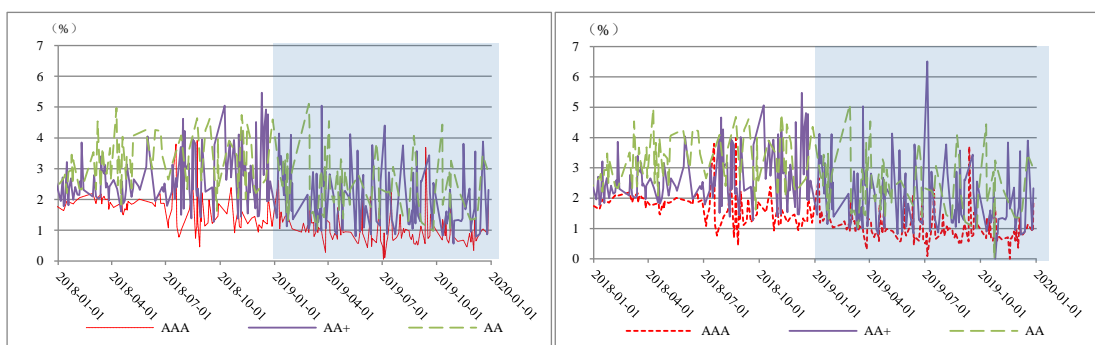
年有所增加。本年度，九成以上 AAA 级主体和大部分 AA+级主体所发短融的发行利率低于一年期贷款基准利率，大部分 AA 级主体所发短融的发行利率高于一年期贷款基准利率。

### 三、利差分析

本年度，剔除 10 期发行期限在 1 年内的、15 期有担保的以及 7 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 430 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 430 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，银行间债券市场资金面松紧适度，流动性进一步改善。各级别主体所发短融的发行利差和交易利差整体呈波动下行走势。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不同程度收窄。



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 3 2018~2019 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            | 2018Q1 | 2018Q2 | 2018Q3 | 2018Q4 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 |
|------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 利差 I | AAA             | 197.22 | 180.96 | 158.56 | 137.59 | 114.33 | 102.73 | 89.86  | 89.85  |
|      | AA <sup>+</sup> | 248.10 | 239.33 | 265.41 | 283.39 | 208.80 | 197.27 | 197.81 | 170.35 |

|       |                 |        |        |        |        |        |        |        |        |
|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|       | AA              | 289.04 | 355.36 | 341.55 | 334.02 | 271.70 | 256.44 | 216.53 | 250.07 |
| 利差 II | AAA             | 197.28 | 180.78 | 158.38 | 138.49 | 116.98 | 104.06 | 92.78  | 93.77  |
|       | AA <sup>+</sup> | 248.06 | 239.69 | 265.89 | 283.58 | 208.24 | 196.23 | 202.78 | 171.51 |
|       | AA              | 288.44 | 355.90 | 342.63 | 333.36 | 271.18 | 253.07 | 216.77 | 250.74 |

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<sup>+</sup> 级的级差高于 AA<sup>+</sup> 级与 AA 级的级差，表明在违约常态化背景下，投资者对 AAA 级以下主体的风险溢价升高，投资者的风险偏好有所降低；AA<sup>+</sup> 级主体的利差 I 和利差 II 的变异系数最高，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，各级别主体所发短融的利差变异系数均较 2018 年有不同程度的上升，表明各级别的利差表现稳定性有所下降。

表 4 2018~2019 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 (%) |
| 2018 | AAA             | 126  | 3.29~6.85  | 4.67       | 167.43  | -       | 31.59    | 167.52  | -       | 31.70    |
|      | AA <sup>+</sup> | 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    |
| 2019 | AAA             | 182  | 2.60-6.37  | 3.56       | 98.25   | -       | 57.14    | 101.07  | -       | 53.40    |
|      | AA <sup>+</sup> | 166  | 3.20-7.50  | 4.51       | 195.48  | 97.23   | 60.68    | 195.93  | 94.85   | 62.51    |
|      | AA              | 82   | 3.50-7.50  | 5.08       | 252.64  | 56.53   | 45.41    | 251.61  | 55.05   | 45.24    |

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，各等级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 年各等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 | 0.000           | AA              | 0.000 | 0.000           |

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理