

2018 年第一季度短期融资券利差分析报告

2018 年 4 月 12 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 年第一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1月1日~2018年3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

本季度，共有 106 家企业累计发行短融¹117 期，发行规模为 1013.10 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比增幅均在 25% 以上，同比增幅均在 8% 以上。在年内城投企业债务到期量较大的情况下，城投企业流动性承压，融资需求加大，一定程度上推动短融发行量增长。

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 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	860	1072	1105	687	463	117	17.00	28.57
发行家数(家)	663	782	799	520	334	106	15.22	27.71
发行规模(亿元)	8324.80	10521.53	9483.00	6062.95	3949.70	1013.10	8.32	29.55

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理

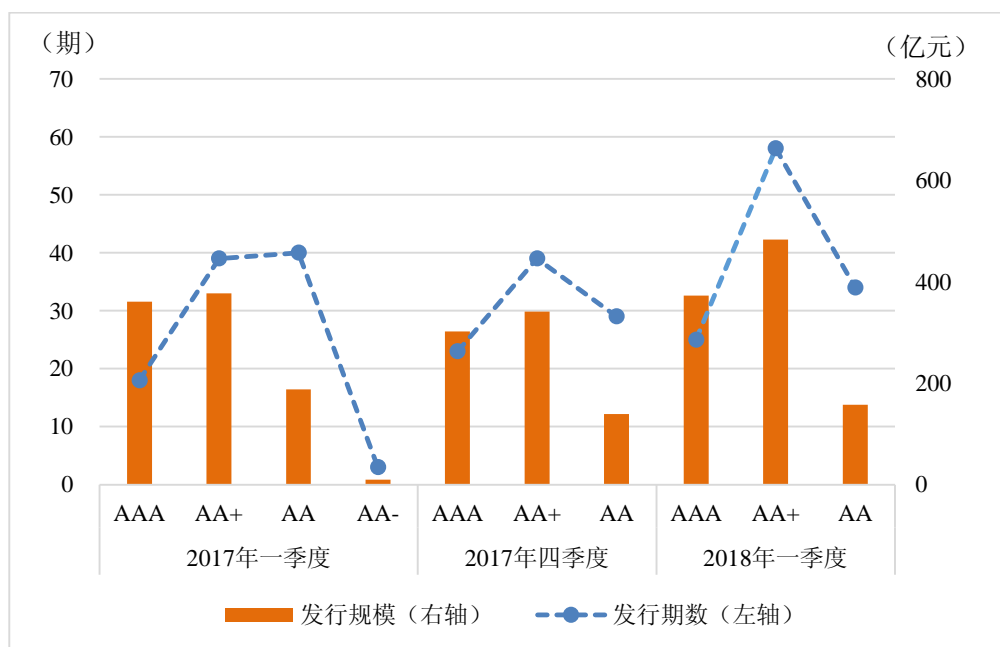
¹ 不包括中国铁路总公司、中央汇金发行的短期融资券；同时，由于证券公司发行的短融和一般企业发行的短融审批部门及流程有所不同，因此本文未加注明时不包括证券公司所发短融。

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~AA 级。自 2017 年四季度以来，无 AA-级主体发行短融。

从发行期数来看，AA+级主体所发短融的期数最多，在总发行期数中的占比上升至 49.57%，期数占比环比和同比增幅均较为显著；AAA 级主体所发短融的期数占比（21.37%）环比小幅下降，同比略有上升；AA 级主体所发短融的期数占比（29.06%）环比和同比均有不同程度的下降。短融发行期数呈现向 AA+级集中趋势。

从发行规模来看，AA+级主体所发短融规模占比（47.68%）仍然最高，规模占比环比和同比均有所上升；AAA 级主体和 AA 级主体所发短融规模占比（36.77%和 15.56%）环比和同比均小幅下降。短融发行规模呈现向 AA+级集中趋势。

整体来看，AA+级仍为短融发行期数和规模最多的主体级别，且短融发行期数和规模向 AA+级集中趋势进一步明显。



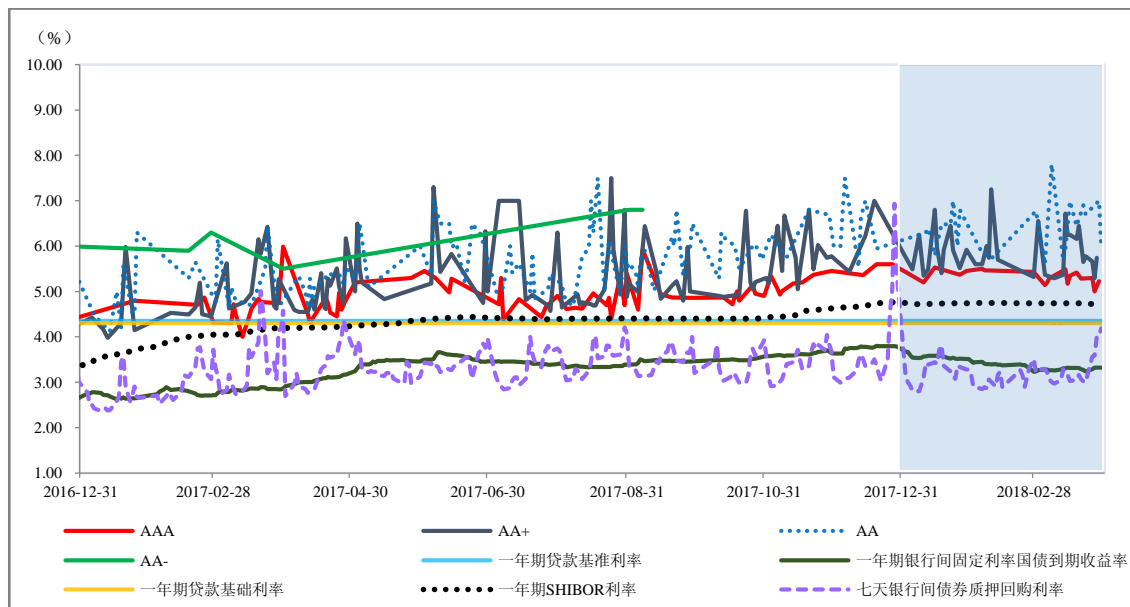
数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理

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，且期限均为 365 天。

本季度，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，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）、临时准备金动用安排（CRA）、国库定存以及普惠金融定向降准等措施“削峰填谷”，平抑春节假期、季节波动等因素影响，维护流动性合理稳定。在此背景下，2017 年四季度以来流动性阶段性趋紧的情况得到缓解，银行间市场资金面整体处于平衡且略有宽松状态，利率水平整体呈小幅下行态势。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，下半年走势较为平稳，本季度有所回落，本季度的平均水平（3.41%）较 2017 年四季度（3.64%）小幅下降，但较 2017 年一季度（2.77%）有所上升。



注：剔除有担保的短融。

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

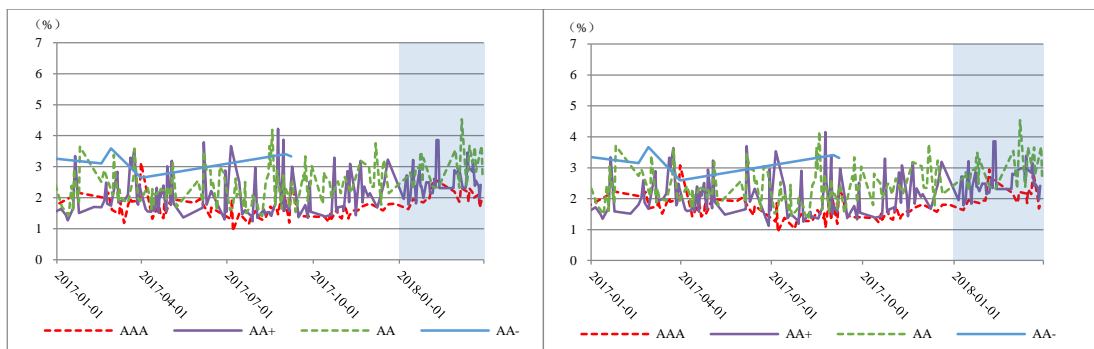
本季度，一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率小幅下行走势大致相同，但受到部分中小民营企业、地产行业企业以及落后产能企业所发短融的发行利率偏高影响，一年期短融的平均发行利率（5.90%）较 2017 年四季度（5.65%）和 2017 年一季度（5.05%）有不同程度上升。

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）利率小幅下行走势较为一致²，但波动较大；各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较 2017 年四季度和 2017 年一季度均有所减少，短融发行利率的区分度有所提升。本季度，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 6 期有担保的短融后，短融样本共计 111 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 111 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。



² 本季度末央行宣布上调公开市场 7 天逆回购中标利率 5 个基点至 2.55%，推动 R007 阶段走高，但未对短融发行利率产生显著影响。

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，受金融强监管因素影响，企业融资环境趋紧，部分依赖融资企业信用风险持续走高，同时银行间债券市场投资者风险偏好也有所下降。在此背景下，短融发行利差和交易利差整体呈小幅波动上行走势（见图 3），各主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比基本均有不同程度扩大（见表 2）。

表 2 2018 年一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)		
	2017Q1	2017Q4	2018Q1	2017Q1	2017Q4	2018Q1
AAA	187.25	154.28	197.22	198.43	153.91	197.28
AA+	219.32	209.12	251.67	224.47	208.12	251.56
AA	246.86	257.14	291.51	253.84	256.57	291.03
AA-	310.93	-	-	313.51	-	-

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（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 AAA 级的级差相对较高，表明投资者对 AA+级及以下级别主体的风险溢价要求较高，避险情绪增强；各主体发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数环比和同比均有明显下降，表明各级别的利差稳定性有所上升（不排除样本量过少因素影响）。

表 3 2018 年一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	25	5.00~5.58	5.31	197.22	-	8.46	197.28	-	8.40
AA+	56	5.19~7.98	5.92	251.67	54.45	26.85	251.56	54.28	26.79
AA	30	5.60~7.80	6.31	291.51	39.84	22.35	291.03	41.23	22.36

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 年一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	0.001	AA	0.000	0.001

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理