

2016-1-15

2015 年度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 刘艳 林青 齐萌



2015年度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 刘艳 林青 齐萌

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：2015年1月1日~2015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 799 家企业累计发行短融 1105 期，较上年分别小幅增长 3.08% 和 2.17%，增速整体上较为平稳；发行规模为 9483.00 亿元，下降 9.87%；同时，本年度超短融发行量增幅较大，超短融对短融的替代效应进一步显现。

分季度来看，受到 2014 年 5 月超短融扩容后对于短融替代效应的延续作用影响，本年度第一、二季度，短融的发行家数、发行期数和发行规模均同比下降 10% 以上，但二季度环比增长（均在 50% 以上）有较大回升；第三季度起，短融的

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。

发行家数、发行期数和发行规模均实现不同程度的同比增长，主要是上年同期风险事件和流动性趋紧导致基数较小所致。但短融发行量环比增幅逐渐回落，第四季度环比降幅均在 10% 以上。

表 1 2011~2015 年短融发行基本情况表

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2015年同比增长(%)
发行期数(期)	608	808	860	1072	1105	2.17
发行家数(家)	453	614	663	782	799	3.08
发行规模(亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	-9.87

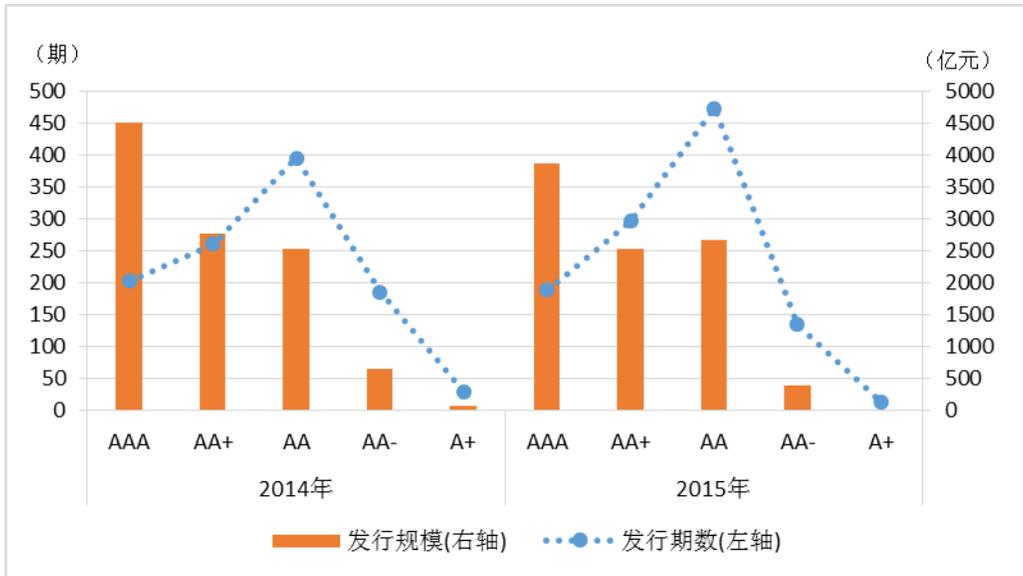
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本年度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~A+级，其中 AAA 级~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，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 36.84% 升至 42.81%，A+级主体短融发行期数降幅明显（仅存 14 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 95.49%，较上年小幅上升。其中 AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但规模占比小幅下降至 40.77%；AA 级主体所发短融规模占比有明显上升，并且超过 AA+级主体所发短融规模占比；A+级规模占比则进一步下降。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（含超短融）有 1 期采用浮动利率发行，其余均采用固定利率发行。

本年度，银行间市场资金面整体较为宽松，利率整体上呈现波动下降的趋势。面对国内经济下行压力，本年度，央行共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，并通过公开市场逆回购、PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等多种货币政策工具释放流动性，使得银行间流动性持续宽松。在此背景下，债券到期收益率普遍呈现波动下行走势。具体来看，本年度，一年期贷款基准利率经过 5 次下调后，由年初的 5.60% 下降至 4.35%；一年期银行间固定利率国债到期收益率上半年波动下降，下半年走势趋于平坦，较上年有所回落。

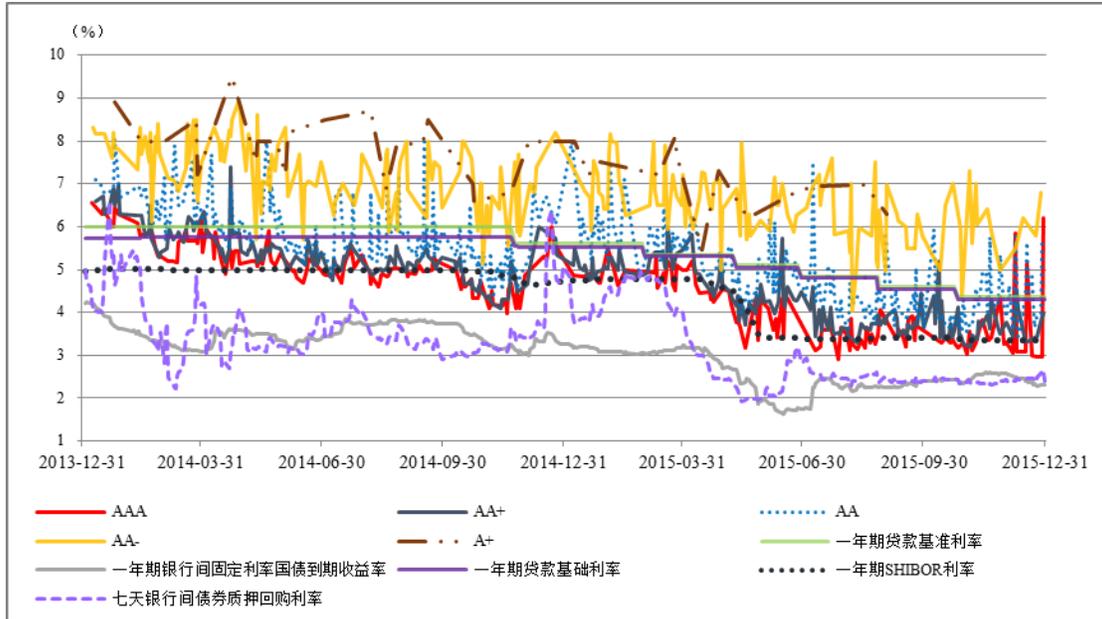


图 2 2015 年不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

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，保持波动下行的走势。一年期短融的平均发行利率由一季度的 5.88% 降至四季度 4.14%，较上年利率水平明显回落，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 利率走势比较相似，除 6 月份前后略有回升外整体保持下行趋势。此外，除了 AAA 和 AA+ 级主体发行利率重叠较多以外，各级别主体所发短融利率较有明显的区分度。其中，AAA~AA 级主体所发短融的平均发行利率回落幅度较大，降幅均在 20% 以上，AA- 级和 A+ 级短融的平均发行利率均值降幅则相对较小。这说明受到债市风险事件频发的影响，投资者避险意愿较强，对于低级别发行人所发短融的风险溢价要求相对较高。

三、利差分析

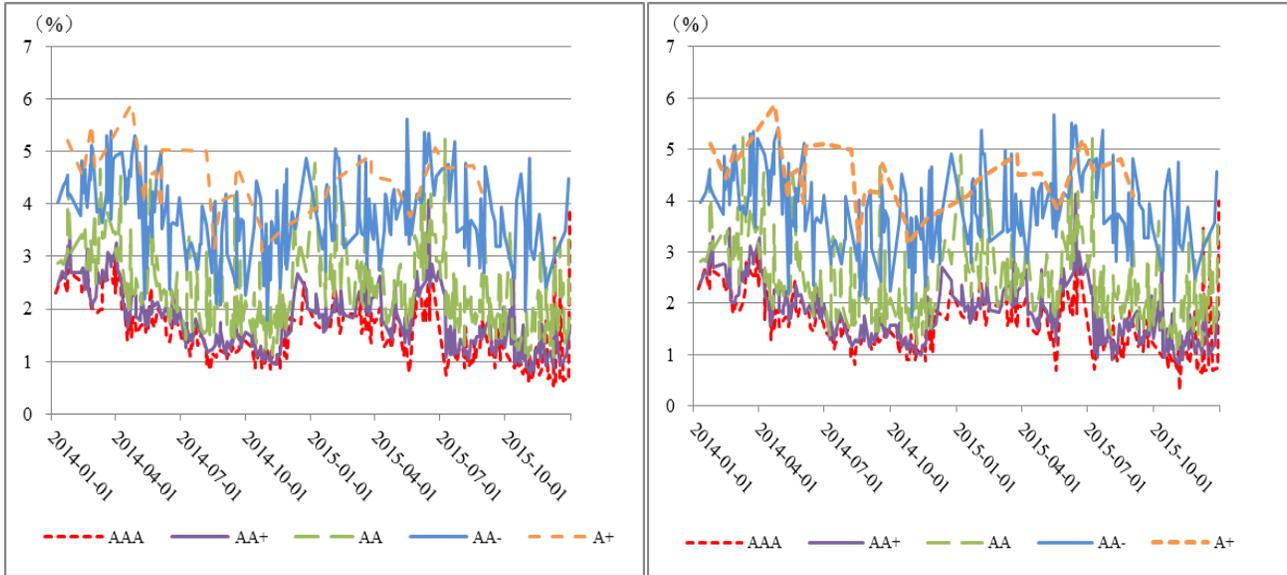
本年度所发短融中，剔除 19 期发行期限在 1 年内²的、19 期有担保的、16 期上市后 14 天内无交易的短融（截至 1 月 4 日之前），剩余短融共计 1051 期³，作为短融利差分析样本。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 1051 期作为样本。

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。

自 2014 年二季度起，短融的发行利差和交易利差逐步下行，年末受到流动性趋紧影响有所回升。2015 年上半年，在资金面持续宽松的背景下，利差延续下行走势，但受到多起债券违约的影响，较 2014 年下半年有明显扩大，其中 4 月出现首例国企债券违约，导致利差出现大幅波动。下半年，市场资金面进一步宽松，利差继续保持下行态势。整体来看，利差呈现逐渐收窄的趋势（见图 3），较上年进一步下降。但受到 2015 年债券市场信用风险事件频发影响，不同信用等级主体所发短融的交易利差和发行利差出现分化，AA 级（含）以上主体所发短融的交易利差和发行利差较上年有明显收窄，但 AA-级（含）以下主体所发短融的交易利差和发行利差基本均较上年有所扩大。此外，频发的信用风险事件也加大了短融利差的波动性，尤其是四季度，受到煤炭、水泥等传统产能过剩产业信用风险暴露加速影响，投资者对产能过剩行业的风险溢价要求升高，导致各信用等级主体所发短融的利差波动性有明显增大。

² 其中 15 广汇能源 CP001 的发行期限为 1 年（0.42+0.58），考虑到其含有选择权，分析时以 0.42 年作为该债券的发行期限。

³ 其中 15 湘高速 CP001 为双评级，计为两期样本。



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 2015 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 2014~2015 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	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
利差 I	AAA	124.26	120.56	178.83	176.43	116.39	107.42
	AA+	142.52	135.06	204.30	204.28	145.52	118.83
	AA	199.60	200.30	274.77	260.02	205.99	177.49
	AA-	321.00	335.17	395.42	407.31	385.53	346.40
	A+	436.04	338.61	446.86	442.27	447.98	-
利差 II	AAA	129.04	124.56	186.74	184.32	122.13	112.84
	AA+	144.69	141.28	208.18	210.89	152.08	126.32
	AA	201.79	204.28	277.70	267.36	210.94	187.00
	AA-	323.36	334.92	400.53	415.60	392.51	352.41
	A+	439.41	344.98	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，2015 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；二是除样本数量较少的 A+级发行人所发的短融外，其他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 年一、二级市场各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(%)
2014	AAA	190	3.98-6.75	5.18	170.96	-	35.13	174.22	-	34.95
	AA+	254	4.05-6.99	5.34	185.06	14.10	32.37	186.85	12.63	31.31
	AA	371	4.15-9.00	5.85	235.42	50.36	34.81	236.95	50.10	34.56
	AA-	161	5.00-9.00	7.28	382.22	146.81	22.42	381.84	144.89	22.75
	A+	20	6.60-9.50	7.96	446.31	64.09	18.24	445.81	63.97	17.17
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

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⁴可以看出，AAA 级与 AA+级、AA-级与 A+级主体所发短融的利差 I 及利差 II 的差异不显著，其余各别之间的利差 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，而 A+级样本数量较少，可能对检验结果的准确性有所影响。

表 4 2015 年各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	AA-		AAA	AA+	AA	AA-
AA+	0.056				AA+	0.062			
AA	0.000	0.000			AA	0.000	0.000		
AA-	0.000	0.000	0.000		AA-	0.000	0.000	0.000	
A+	0.000	0.000	0.000	0.257	A+	0.000	0.000	0.000	0.311

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁴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。