

2016年第三季度短期融资券利差分析报告



2016/10/14

作者: 齐萌 郝帅

2016 年第三季度短期融资券利差分析报告

作者：齐萌 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：2016年7月1日~2016年9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¹发行基本情况

本季度，共有 176 家企业累计发行短融 194 期，发行规模为 1678.70 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比分别增长 37.50%、40.58% 和 53.64%，同比降幅均在 40% 左右。短融发行量环比增幅较大主要是由于本季度债券违约频率较上季度有所下降，投资者信心得以恢复，取消和推迟发行的短融数量也大幅下降；短融发行量同比降幅较大的主要原因是超短融对短融的替代作用和分流作用有所加强。

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。

表 1 2016年第三季度短融发行基本情况表

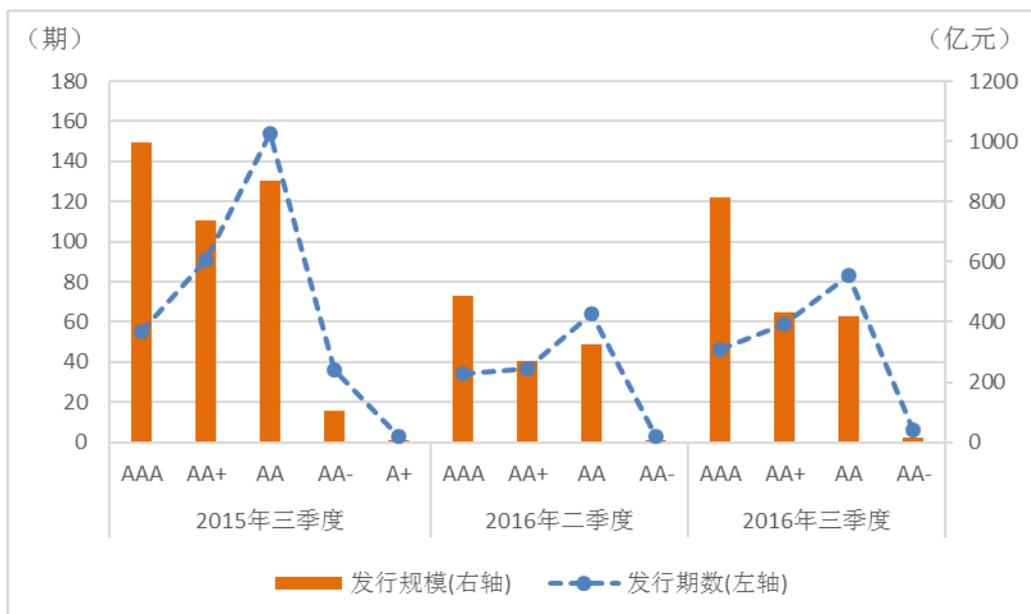
项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	608	808	860	1072	1105	194	-42.77	40.58
发行家数(家)	453	614	663	782	799	176	-42.67	37.50
发行规模(亿元)	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	9483.00	1678.70	-31.64	53.64

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、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~AA-级，其中 AAA 级~AA 级仍然是短融发行主体的主要集中级别。本季度延续了 2015 年 4 季度以来无 A+级主体发行短融的趋势。

从发行期数来看，本季度 AA 级主体所发短融的期数仍然最多，在总发行期数中的占比为 42.78%，但环比和同比均小幅下降；AA+级发行主体所发短融在总发行期数中的占比环比和同比均有所上升。整体来看，AA 级（含）以上主体所发短融期数分布更加均匀。

从发行规模来看，本季度 AAA 级~AA 级主体所发短融的规模在发行总规模中的占比为 99.21%，与上季度基本持平。其中，AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，规模占比（48.55%）有明显上升，发行优势进一步凸显；AA+级、AA 级和 AA-级主体所发短融在总发行规模的占比环比和同比基本均有所下降。整体来看，短融发行规模向 AAA 级集中的趋势更加明显。



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

整体来看，短融发行主体的信用等级仍集中在 AA 级（含）以上级别，且高等级主体所发短融期数更趋均匀。

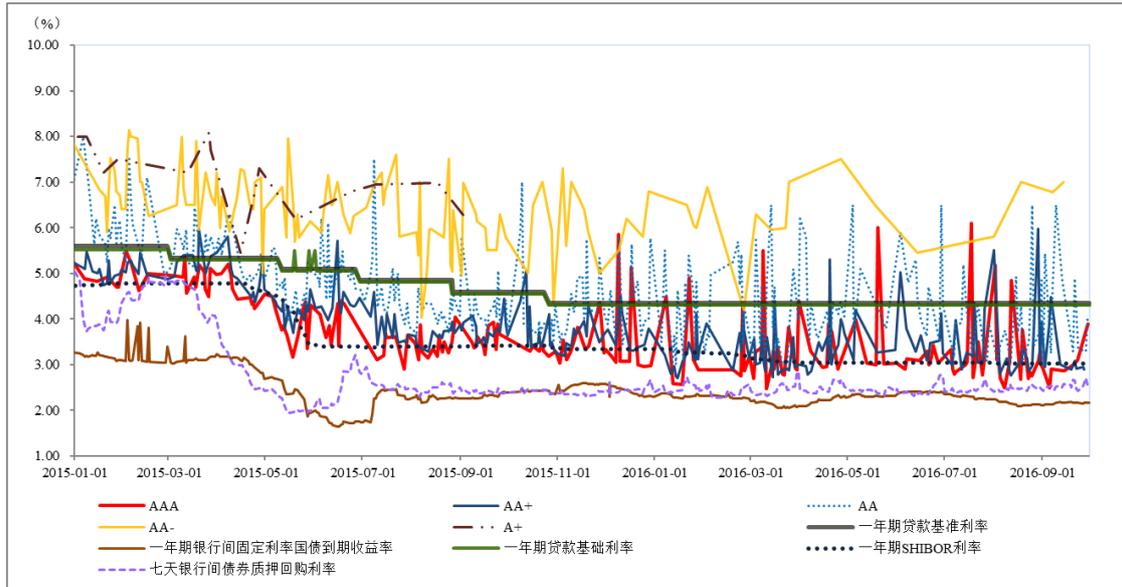
二、利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融有 1 期采用浮动利率发行，其余均采用固定利率发行。

本季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，通过灵活运用多种货币政策工具，保持适度流动性。具体而言，央行通过逆回购、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，总计实现资金净投放 4784 亿元，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。具体来看，经过 2015 年 5 次降息，一年期贷款基准利率由 5.60% 下调至 4.35%，本季度仍然维持在 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，本季度的平均水平（2.20%）较上季度（2.31%）和上年同期（2.27%）均有所下降。

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的走势仍大致接近，但波动较大，主要是受到违约风险持续暴露和流动性阶段性趋紧的影响。本季度一年期短融的平均发行利率为 3.65%，较上季度（3.94%）和上年同期（4.24%）均有所下降，一年期短融发行利率本季度仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率。

如图 2 所示，各等级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）利率平稳走势较为一致。除了 AAA 和 AA+ 级主体发行利率重叠较多以外，其他等级主体所发短融的发行利率均有明显的区分度。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。

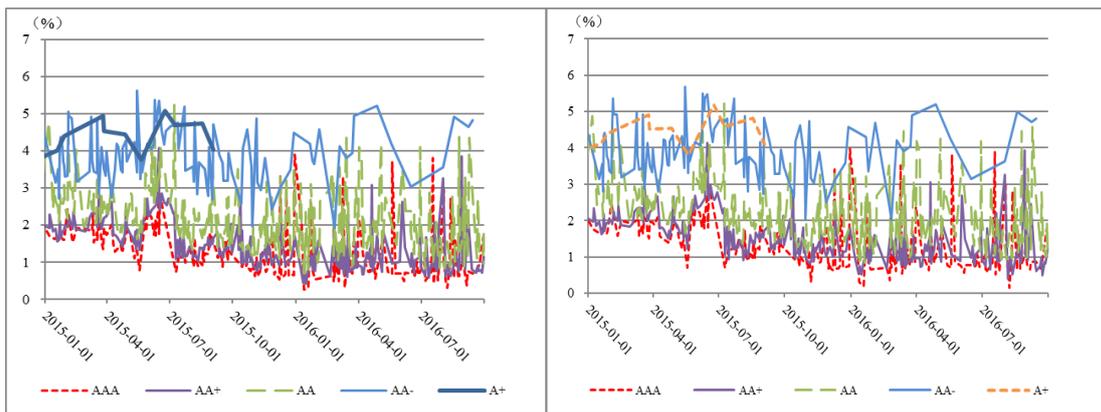


注：剔除有担保和发行期限在 1 年以下的短融。
资料来源：Wind 资讯、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 2 2016 年二季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

三、利差分析

本季度，剔除 1 期浮动利率的，4 期无有效交易记录²的和 4 期有担保的，短融样本共计 186 期³。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 186 期作为样本。



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 2016 年三季度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

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。

² 无有效交易记录的债券是指上市日及上市日之后两周内均无交易记录的债券。

³ “16 华润水泥 CP001”为熊猫债，由中诚信和联合资信提供双评级，故分别计入样本两次。

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较为宽松的背景下，短融发行利差和交易利差除受到 2015 年二季度部分债券违约和年末流动性趋紧的影响略有扩大外，近两年来整体上呈波动下行走势（见图 3）。本季度央行有针对性地增加了公开市场操作的频率，并合理运用多种货币政策工具，保障了流动性的合理充裕。同时，本季度“15 亚邦 CP004”、“15 东特钢 CP003”和“15 国裕物流 CP001”等债券相继暴露违约风险，但由于上述债券发行人均非首次违约，投资人对其风险已有所警惕和防范，其违约对债券市场的冲击有限。在此背景下，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差变化表现进一步分化（见表 2），其中较高级别（含 AAA 级、AA+级和 AA 级）主体所发短融的发行利差和交易利差均值环比和同比基本均出现不同程度的收窄，其中 AA 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值的降幅较为明显；AA-级主体所发短融的发行利差和交易利差均值环比和同比均出现较大幅度的扩大。

表 2 2016 年三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)		
	2015Q3	2016Q2	2016Q3	2015Q3	2016Q2	2016Q3
AAA	116.39	98.03	94.71	122.13	103.55	103.91
AA+	145.52	125.41	120.44	152.08	131.35	127.00
AA	205.99	205.00	170.42	210.94	213.28	178.70
AA-	385.53	415.00	448.75	392.51	419.89	454.01
A+	447.98	N/A	N/A	450.49	N/A	N/A

资料来源：Wind 资讯、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；各信用等级级差与信用等级呈现明显的负向关系，表明级别越低，投资者所要求的风险溢价越高；AA 级和 AA-级发行人的利差 I 和利差 II 的级差最大，表明投资者对于 AA-级主体要求的风险溢价较高；AAA 级和 AA+级发行人的利差 I 和利差

II 的变异系数均较高，且 AAA 级和 AA+ 级的级差均最小，主要原因是 AAA 级和 AA+ 级短融发行主体中行业景气度较低的企业发行的短融所占比重较大，导致投资者对其认可度出现明显分化。

表 3 2016 年三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	46	2.50~6.10	3.12	94.89	-	75.03	104.14	-	69.14
AA+	55	2.70~7.00	3.38	120.44	25.55	79.71	127.00	22.86	76.38
AA	79	2.84~6.50	3.88	170.42	49.98	58.09	178.70	51.70	56.52
AA-	4	5.80~7.00	6.65	448.75	278.33	14.04	454.01	275.31	13.44

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

根据对不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性的显著性检验⁴，在 95% 的置信水平下，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，表明除 AAA 级与 AA+ 级以外，其他主体级别对短融风险定价的区分性较好。

表 4 2016 年三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+	AA		AAA	AA+	AA
AA+	0.569			AA+	0.663		
AA	0.000	0.021		AA	0.000	0.018	
AA-	0.000	0.000	0.000	AA-	0.000	0.000	0.000

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。