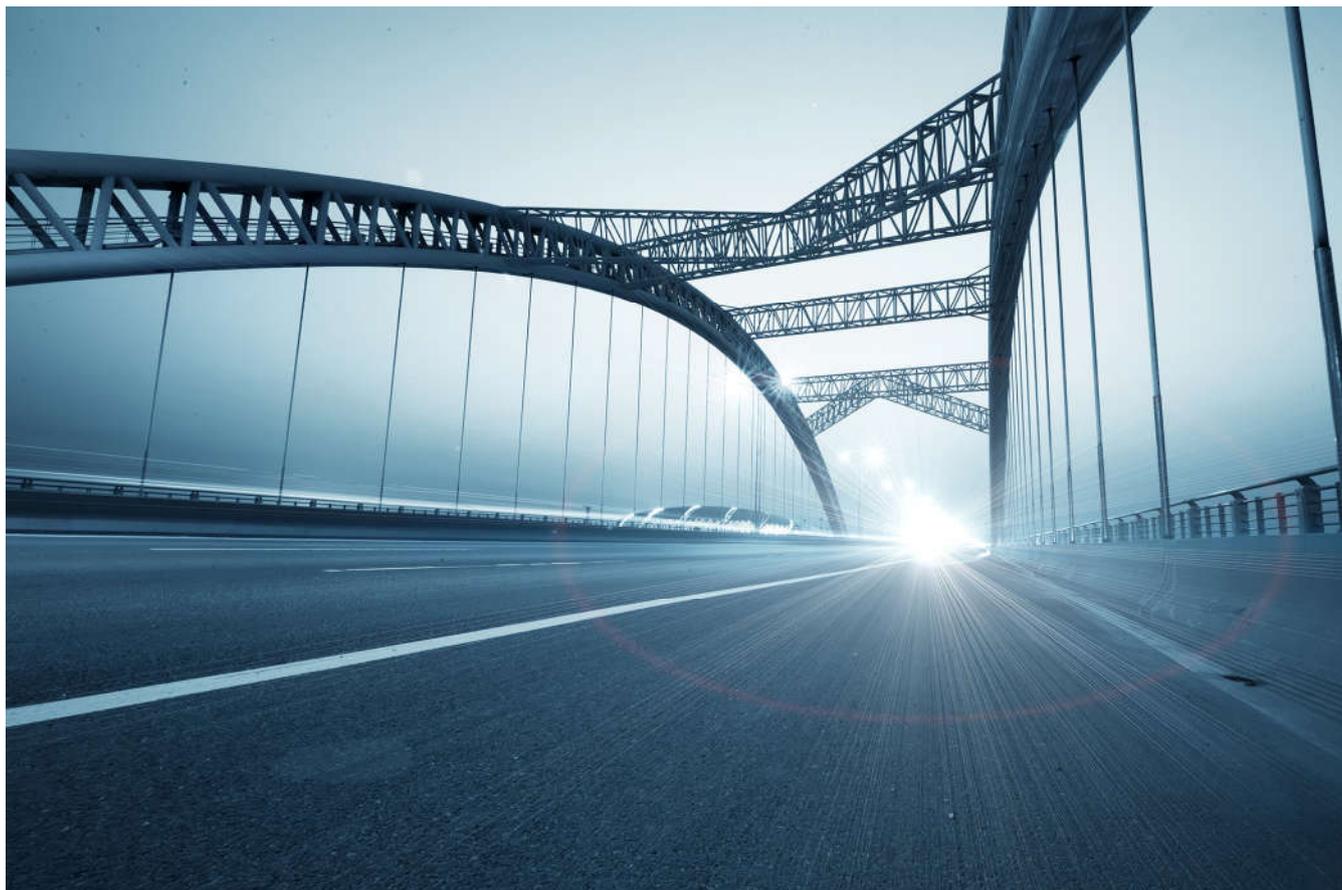


2019 年第一季度短期融资券利差分析报告

2019 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

2019 年第一季度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 郝帅 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含证券公司所发短融。

本季度：2019年1月1日~2019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 110 家企业累计发行短融 128 期，发行规模为 1172.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模的环比和环比均有所增长，可能是由于 2019 年以来银行间市场资金面维持合理充裕为短融发行提供了较为稳定的融资环境。短融推迟或取消发行情况有所减少。

表 1 2014 年至 2019 年一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 一季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
期数 (期)	1072	1105	687	463	422	128	9.40	23.08
家数 (家)	782	799	520	334	282	110	3.77	18.28
规模 (亿元)	10521.53	9483.00	6062.95	3949.70	4193.30	1172.50	15.73	19.33

数据来源: Wind、上海清算所, 联合资信整理

表 2 2018 年至 2019 年一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	同比增长 (%)	环比增长 (%)
期数 (期)	18	20	15	7	5	-72.22	-28.57
家数 (家)	17	20	15	7	5	-70.59	-28.57
规模 (亿元)	106.00	107.10	63.80	28.00	24.00	-77.36	-14.29

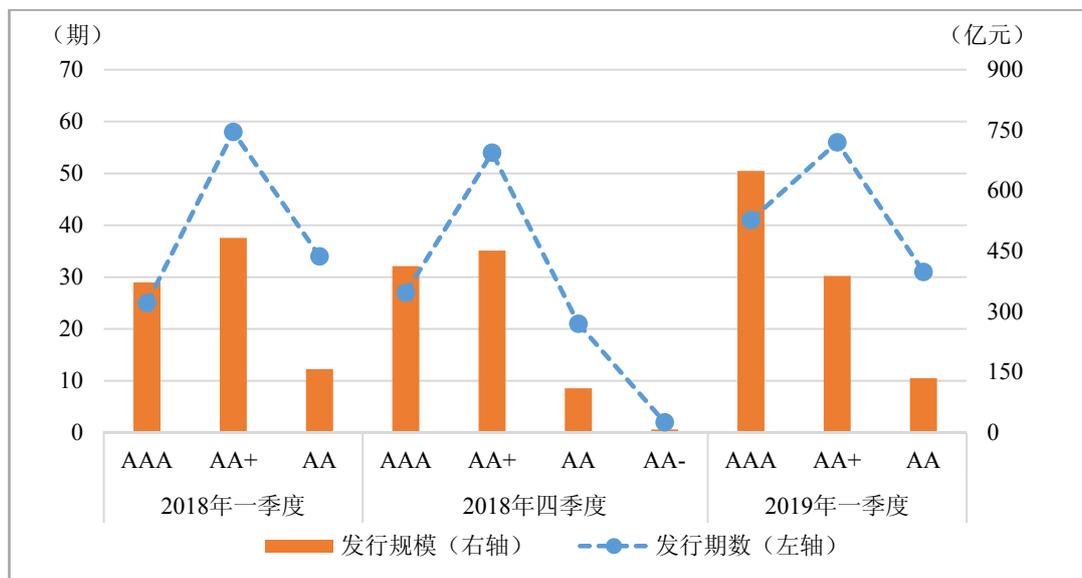
数据来源: Wind、联合资信整理

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, AA+级主体所发短融的期数仍然最多, 但在总发行期数中的占比 (43.75%) 环比和同比均有不同程度下降; AAA 级主体所发短融的期数占比为 32.03%, 占比环比和同比均有所上升; AA 级主体所发短融的期数占比 (24.22%) 环比略有上升, 同比有所下降。短融发行期数呈现向 AAA 级迁移趋势。

从发行规模来看, AAA 级主体所发短融规模超过 AA+级成为发行规模最大的主体级别, 且占比 (55.36%) 环比和同比增幅显著; AA+级主体和 AA 级主体所发短融规模占比 (33.13%和 11.51%) 环比和同比基本均有不同程度下降。短融发行规模呈现向 AAA 级集中趋势。

整体来看, 短融发行主体的信用等级呈现向 AAA 级迁移趋势。



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

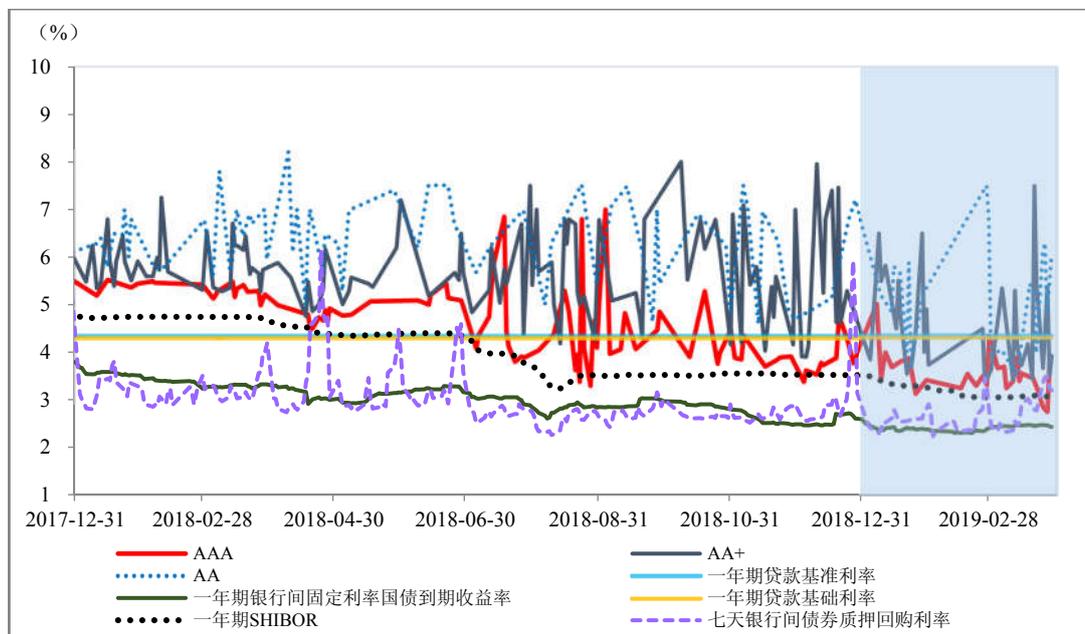
二、利率分析

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，央行继续实施稳健中性的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证了资金面的整体稳定。央行分别于 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；同时，央行通过公开市场操作、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存以及普惠金融定向降准¹等工具平抑春节假期、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。在此背景下，银行间市场资金面整体稳定，利率水平较为平稳。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 2018 年全年呈小幅下行走势，本季度延续上年走势，稳中略

¹ 2019 年 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”。

有下降，本季度的平均水平（2.40%）较 2018 年四季度（2.66%）和 2018 年一季度（3.41%）均有不同程度下降。



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

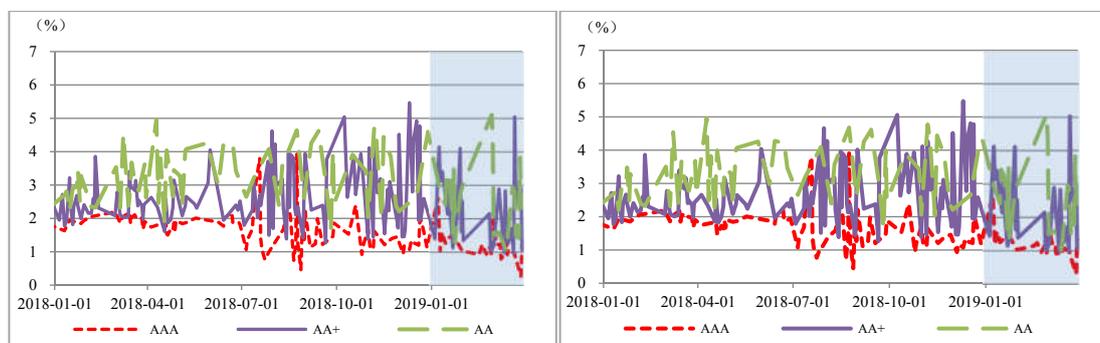
本季度，一年期短融的平均发行利率与银行间固定利率国债一年期到期收益率小幅下行走势大致相同，一年期短融的平均发行利率（4.33%）较 2018 年四季度（5.21%）和 2018 年一季度（5.89%）均有不同程度下降。

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（上海银行间同业拆借利率）以及 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）利率走势均较为一致，但波动较大；各级别主体所发短融的发行利率重叠情况较 2018 年四季度略有减少，但较 2018 年一季度有所增加。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，多数 AA+级（含）以下主体的发行利率低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 121 期。后文分析中，如无特殊说明，采用上述 121 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。



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，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），各级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)		
	2018Q1	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q4	2019Q1
AAA	197.22	137.59	114.33	197.28	138.49	116.98
AA+	251.67	289.38	208.80	251.56	289.62	208.24
AA	291.51	338.30	271.70	291.03	338.93	271.18

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 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+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；AA+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+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 的变异系数环比和同比均有显著上升，表明各级别的利差稳定性有所下降（不排除样本量过少因素影响）。

表 4 2019 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	40	2.75-5.02	3.56	114.33	-	37.31	116.98	-	34.93
AA+	52	3.38-7.50	4.50	208.80	94.46	60.82	208.24	91.26	60.85
AA	29	3.50-7.50	5.14	271.70	62.90	45.46	271.18	62.94	45.38

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	0.008	AA	0.000	0.000

数据来源：Wind、上海清算所，联合资信整理