

2015-10-20

2015 年第三季度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 刘 艳 李为峰 王 柠



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2015 年第三季度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 刘艳 李为峰 王柠

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：2015年7月1日~2015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，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、短融发行基本情况

本季度，共有 307 家企业累计发行短融 339 期，发行总额为 2714.70 亿元，发行家数和发行期数环比分别增长 5.86%和 10.06%，环比增幅较上季度放缓，可能是经济下行压力下企业融资需求有所降低，发行规模环比则略有下降，主要是由于 AAA 级短融发行规模有所减少所致；本季度短融发行家数、发行期数和发行规模同比增长均超过 10%，主要是由于上年同期风险事件和流动性趋紧导致基数较小。

本季度共有 248 家企业发行超短融 417 期，发行规模为 5921.80 亿元，发行家数、发行期数和发行规模环比分别增长 12.73%、11.50%和 2.86%，环比增幅较一、二季度呈现明显放缓的趋势；与上年同期相比，超短融同比增幅则均超过 100%，同比大幅增长主要是由于超短融对短融发行的替代作用（有 30 余家去年三季度只发行短融的企业本季度只发行超短融）和 2015 年以来多次降息融资成本较低的影响。

表 1 2015 年三季度短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 三季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数(期)	438	608	808	860	1072	339	21.94	10.06
发行家数(家)	334	453	614	663	782	307	18.08	5.86
发行规模(亿元)	5917.35	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	2714.70	11.32	-0.98

注：短融发行统计以起息日作为统计口径，下同。

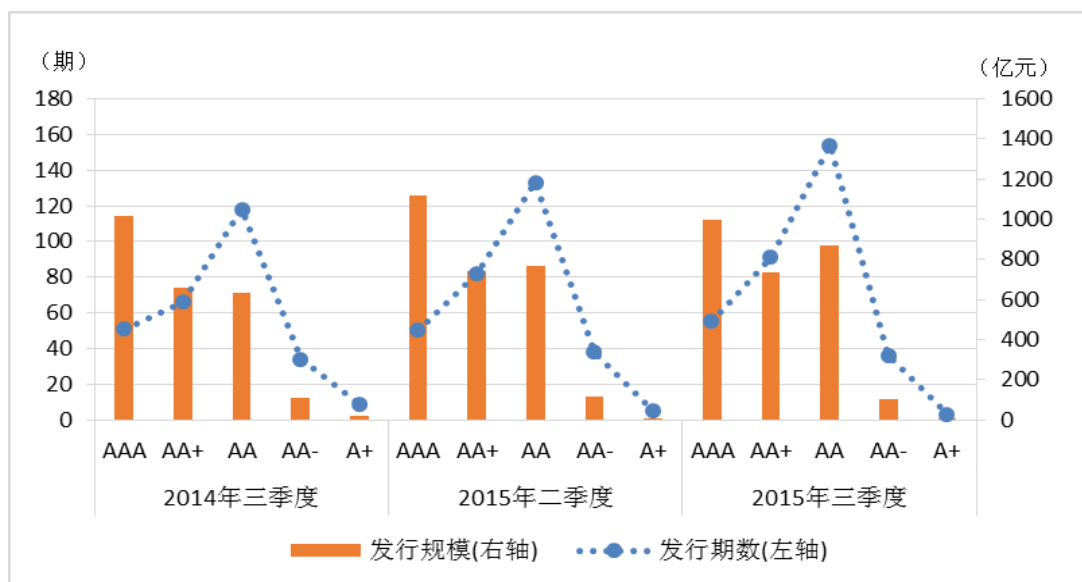
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级~A+级（见图 1），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，本季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 AA 级主体所发短融期数仍然最多，其在总发行期数中的占比升至 45.43%，发行优势更加明显，A+级所发短融期数（3 期）进一步下降。本季度 AA 级（含）以上发行主体所发短融期数占总发行期数的比重环比和同比均进一步升高，级别分布继续向高等级集中。

从发行规模来看，本季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上升至 95.84%，其中 AAA 级主体所发短融的规模仍然最大，但规模占比降至 36.76%，而 AA 级主体所发短融规模占比则有明显上升，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。

总体看，短融发行主体的信用等级分布进一步向 AA 级（含）以上高等级集中。



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

二、利率分析

本季度，银行间市场资金面仍然较为宽松。继 2015 年上半年多次降准、降息¹后，央行本季度又分别进行了一次降息和降准²以释放流动性，并继续通过公开市场逆回购、PSL（抵押补充贷款）、MLF（中期借贷便利）等方式投放资金，使货币市场保持了宽松的环境。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，一年期贷款基准利率 2015 年经过多次下调后，自 8 月 26 日起维持在 4.60%。一年期银行间固定利率国债到期收益率 2015 年二季度下降趋势较为明显（由二季度初的 3.22% 下降至季末的 1.74%），本季度初大幅上升至 2.46% 后呈波动下行走势，至季末维持在 2.39%。

¹2015 年 2 月 5 日，中国人民银行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。

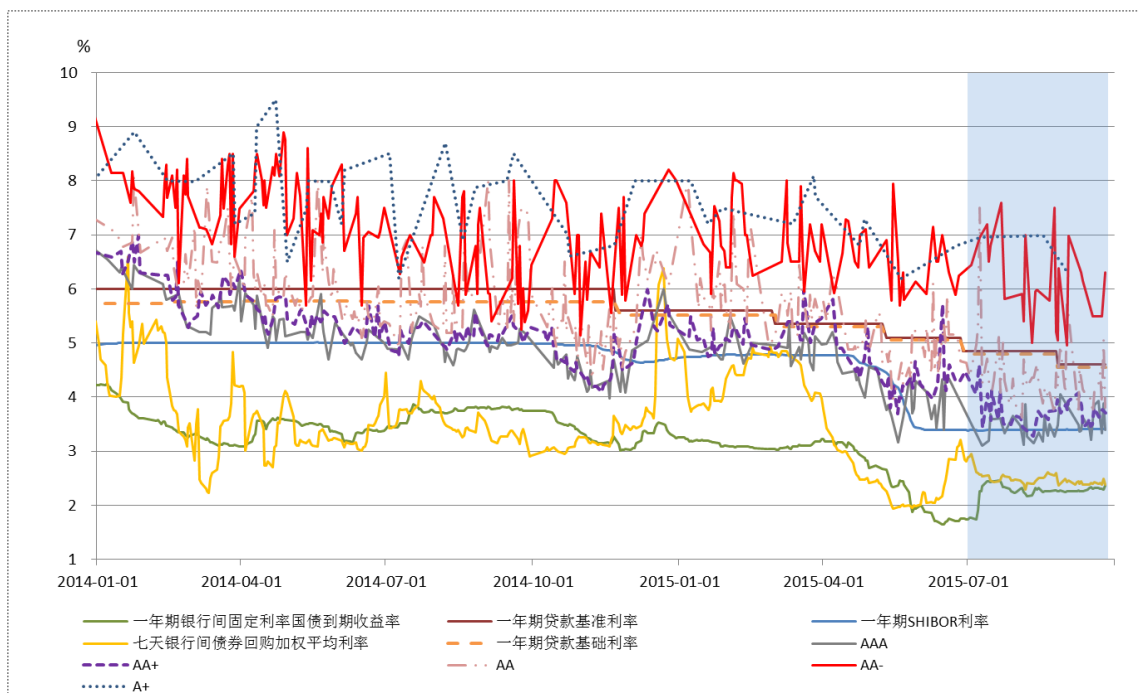
2015 年 3 月 1 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.25 个百分点至 5.35%，其他各档次贷款基准利率相应调整。

2015 年 4 月 20 日，中国人民银行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。

2015 年 5 月 11 日，中国人民银行将金融机构人民币一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%。同时，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整。

2015 年 6 月 28 日，中国人民银行将金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整；并对“三农”、小微企业贷款达到一定标准的商业银行定向降准 0.5 个百分点，对财务公司定向降准 3 个百分点。

²2015 年 8 月 26 日，中国人民银行将金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.60%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 1.75%；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整；自 2015 年 9 月 6 日起，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点，额外降低县域农村商业银行、农村合作银行、农村信用社和村镇银行等农村金融机构准备金率 0.5 个百分点，额外下调金融租赁公司和汽车金融公司准备金率 3 个百分点。



注：剔除有担保、发行期限在 1 年以下的短融和浮动利率的短融。

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 2015 年三季度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，绝大多数时间低于一年期贷款基准利率，但季末波动回升至与一年期贷款基准利率持平的水平上。2015 年以来一年期短融的平均发行利率除 6 月份略有回升外整体保持波动下行的走势，本季度一年期短融的平均发行利率为 4.38%，仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率，且较上季度（5.00%）和上年同期（5.72%）的平均水平均有所下降。

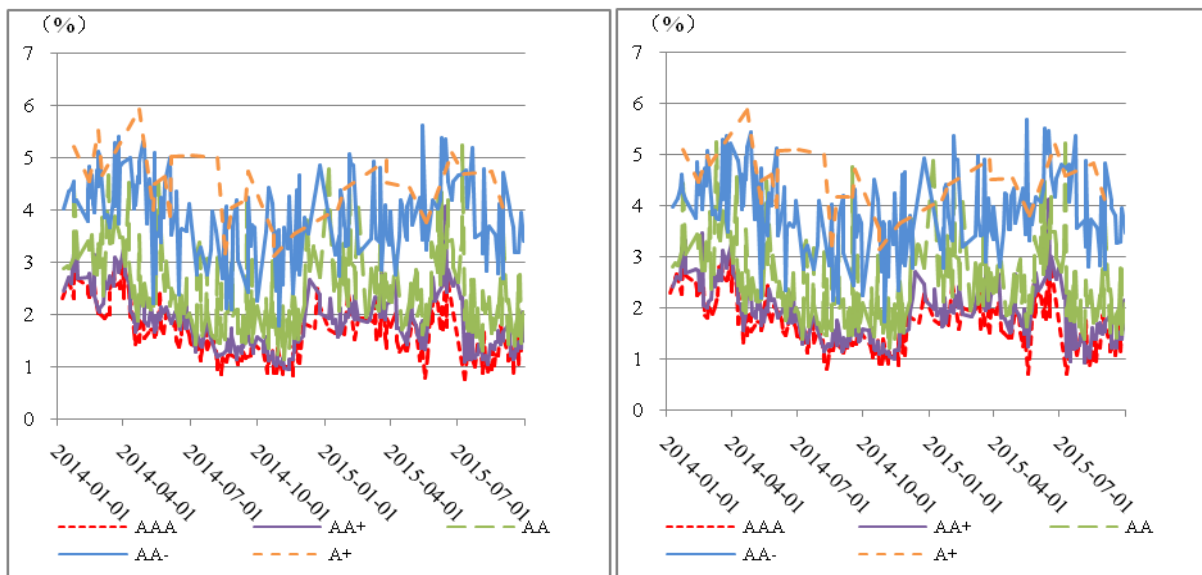
从图 2 可以看出，本季度各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）的走势较为一致，呈波动下行态势。除 AAA 级和 AA+ 级，其他级别主体所发短融的发行利率均区分程度较高。本季度，AAA 级~AA 级主体所发短融的发行利率普遍低于一年期贷款基准利率，AA- 级及以下主体所发短融的发行利率均高于一年期贷款基准利率。

三、利差分析

剔除 7 期发行期限在 1 年内的、5 期有担保的、1 期为浮动利率的以及截至报告日仍无交易的短融 3 期（截至 10 月 8 日之前）后，本季度可进行利差分析的短融样本共计 323 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 323 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。

短融的发行利差和交易利差自 2014 年二季度起呈下行走势，年末有所上升；2015 年以来除二季度受多起债券违约影响略有扩大外，整体呈逐渐收窄的趋势（见图 3）。本季度宽松政策继续释放流动性，市场资金面进一步宽松，短融的发行利差和交易利差较本年二季度明显收窄，较上年同期基本持平（见表 2）。其中 AAA 级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度和上年同期相比均有所收窄；AA+级、AA 级和 AA-级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度有所收窄，但仍高于上年同期的利差水平；A+级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度相比基本持平，但较上年同期均有所扩大。



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 年三季度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 2015 年三季度各级别发行主体对应的利差 I、利差 II 情况

主体 级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2014Q3	2015Q2	2015Q3	2014Q3	2015Q2	2015Q3
AAA	124.26	176.43	116.39	129.04	184.32	122.13
AA+	142.52	204.28	145.52	144.69	210.89	152.08
AA	199.60	260.02	205.99	201.79	267.36	210.94
AA-	321.00	407.31	385.53	323.36	415.60	392.51
A+	436.04	442.27	447.98	439.41	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，本季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，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；除样本数量较少的 A+级外，其余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-级的级差较大，表明投资者对于 AA-级（含）以下的主体要求的风险溢价较高；AA 级发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数均最大，可能是投资者对该信用等级主体的认可度不统一所致。

表 3 2015 年三季度各级别发行主体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	52	3.05~4.30	3.47	116.39	-	22.35	122.13	-	21.90
AA+	89	3.28~5.30	3.77	145.52	29.91	24.77	152.08	30.43	26.12
AA	145	3.60~7.50	4.35	205.99	60.47	32.51	210.94	58.86	31.38
AA-	34	4.80~7.60	6.13	385.53	179.54	20.43	392.51	181.57	20.47
A+	3	6.28~6.98	6.74	447.98	62.44	8.88	450.49	57.98	8.24

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短融利差 I 和利差 II 差异性的显著性检验³，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，其余各级别之间的利差 I 及利差 II 的差异均显著，反映出 AAA 级与 AA+级对短融

³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。

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 年三季度各级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+	0.068				AA+	0.060			
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	0.493	A+	0.000	0.000	0.000	0.578

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理