



2014 年第一季度短期融资券 利差分析报告



联合资信评估有限公司

China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

2014 年第一季度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 李 丹 聂 逆

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：2014年1月1日~2014年3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，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

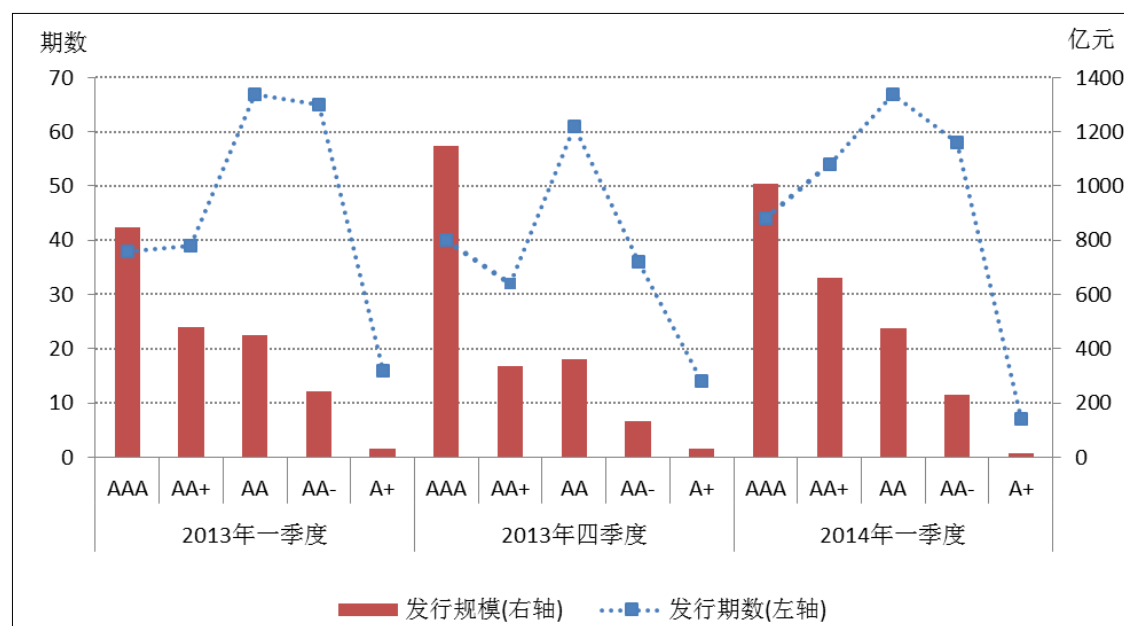
本季度，银行间债券市场共有 269 家企业共发行短融 318 期（含超短融）¹，合计发行规模为 4919.90 亿元，其中纯信用短融 315 期，有担保短融 3 期。短融发行期数、发行家数和发行规模同比增幅分别为 14.39%、9.35%和 38.81%，而环比增幅均在 28%以上。在本季度整体资金面相对宽松的情况下，发行人年初融资需求强劲，加上超日债违约事件爆发后，市场风险意识提升，机构情绪谨慎、配置需求向短端集中，导致短融（含超短融）发行量较大。

发行主体信用等级分布方面，按发行期数统计，本季度 AA 级主体所发短融期数仍最多（67 期），AA-级和 AA+级主体所发短融期数分别为 58 期和 54 期，三者所发短融期数总和占总发行期数的 77.83%。与上年同期相比，本季度 AA+级主体所发短融期数增幅达 38.46%，增幅最大，AA-级主体所发短融期数下降

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。

10.77%，降幅最大；AA-级~AA+级主体所发短融期数总和在总发行期数中的占比较上年同期上升约两个百分点，级别分布较稳定。与上年第四季度相比，本季度 AA+级和 AA-级主体所发短融期数增幅均达到 60%以上，增幅较大，AAA 级和 AA 级主体所发短融期数增幅均在 10%左右；本季度 AA-级~AA+级主体所发短融期数总和在总发行期数中的占比较上年第四季度上升约七个百分点，级别分布更加均匀。

按发行规模统计，本季度 AAA 级主体所发短融规模总额为 1009.00 亿元，在短融发行总额中的占比为 42.23%，规模优势仍较明显。与上年同期相比，本季度 AA+级主体所发短融规模增幅达 37.11%，增幅最大，AAA 级、AA 级和 AA-级主体所发短融规模增幅分别为 19.27%、5.82%和-4.57%，同比变化幅度有所不同。与上年第四季度相比，本季度 AA+级、AA-级和 AA 级主体所发短融规模增幅达 95.70%、76.17%和 31.48%，增幅均较大；本季度 AAA 级主体所发短融规模在短融发行总额中的占比较上年第四季度下降约 15 个百分点，规模优势有所下降。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理
注：此图未包含 2013 年一季度 A 级别主体发行短融 1 期。

图 1 短融发行主体信用等级分布

本季度，银行间债券市场共发行短融 230 期，剔除 8 期发行期限在 1 年内的短融、3 期有担保的短融以及上市之后两周内无交易的短融 21 期（截至 4 月 4 日之前），剩余短融共计 198 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 198

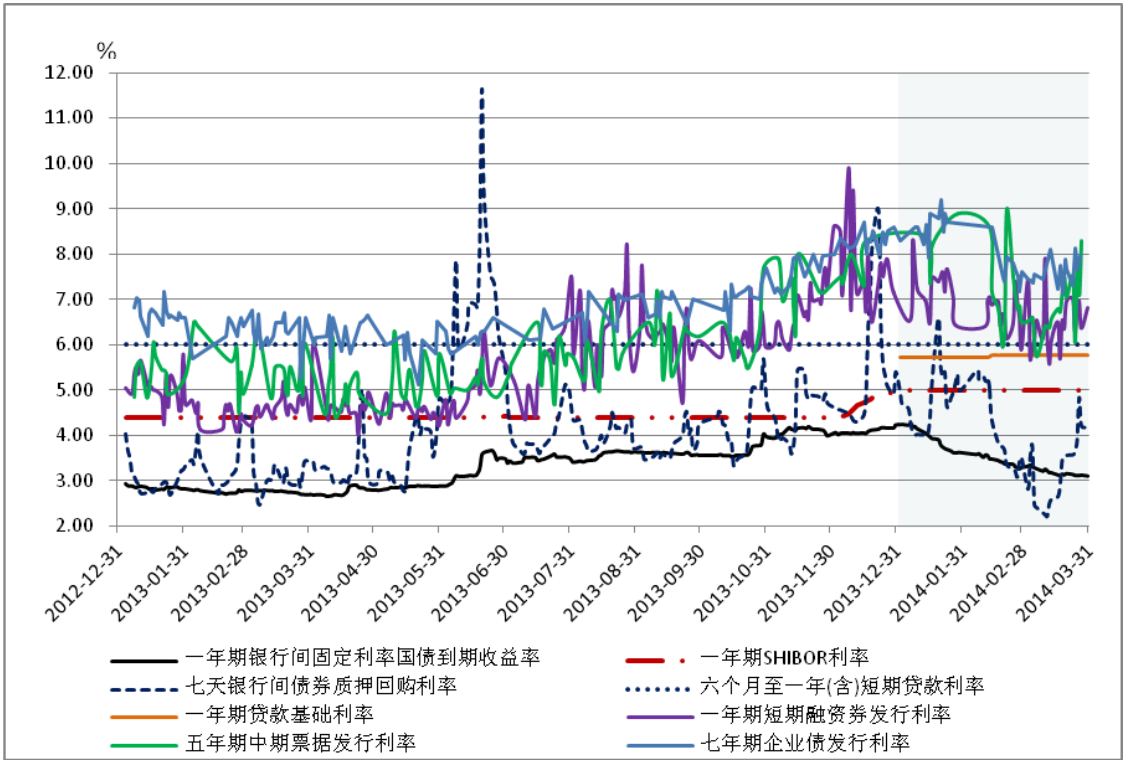
期样本。

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。

二、利率分析

从短融发行利率来看，除了 AA-级和 A+级外，本季度各级别主体所发短融的发行利率区分明显。本季度货币政策继续维持中性偏紧基调，同时美国 QE 退出及人民币贬值抑制了热钱的流入，导致社会融资成本仍然较高。春节后流动性供给的相对增强令流动性环境有所改善，AAA 级发行人所发短融的发行利率自上年 11 月突破一年期贷款基准利率（6.00%）和一年期贷款基础利率（5.73%~5.76%）以来，于 2 月中旬左右首次低于一年期贷款基准利率和一年期贷款基础利率，但随着季末资金需求回升，流动性有所收紧，AAA 级发行人所发短融的发行利率又有所回升，最高达 6.20%。

与上年同期相比，各级别发行人所发短融的发行利率上升明显，发行利率均值上涨幅度均在 160BP 以上，其中 AA-级短融的发行利率均值涨幅最大，为 253BP；但与上年第四季度相比，AA 级和以上级别发行人所发短融的发行利率有所回落，其中 AA+级短融的发行利率均值回落 17BP，回落幅度最大，AAA 级和 AA 级短融的发行利率均值回落幅度较小。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 2 2014 年一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

2014 年第一季度，各信用等级发行主体所发短融的发行利差与交易利差与上年同期相比均大幅扩大，与 2013 年第四季度环比也明显扩大（见表 1），主要原因可能是由于 3 月初超日债发生了近年来债券市场首例违约事件，造成投资者对债券风险溢价的要求更高所致。

表 1 2014 年第一季度利差 I、利差 II 情况

主体 级别	利差 I 均值（BP）			利差 II 均值（BP）		
	2013Q1	2013Q4	2014Q1	2013Q1	2013Q4	2014Q1
AAA	139.33	182.91	247.07	134.12	192.78	252.71
AA+	164.81	229.15	262.78	157.46	236.93	265.68
AA	189.37	274.46	323.92	175.24	271.94	325.21
AA-	240.68	358.78	421.89	232.28	357.89	425.99
A+	332.82	408.30	491.02	332.54	406.60	477.28

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

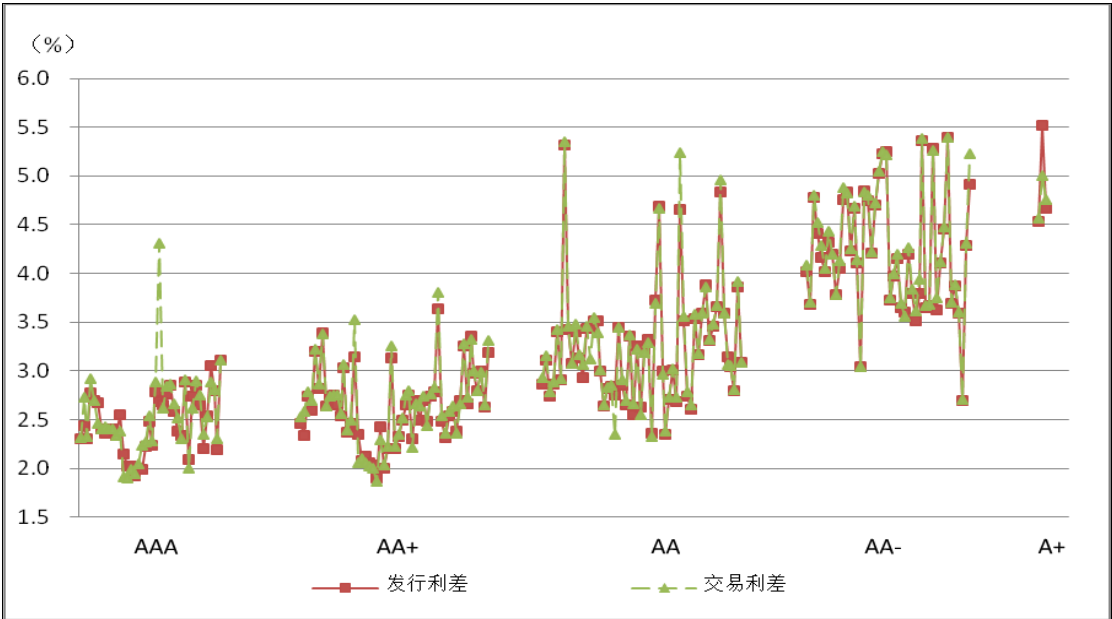
通过表 2 及图 3 可以看出，本季度短融发行主体信用等级对短融利差的影响主要体现在以下方面：一是发行人主体信用等级与短融利差之间呈现明显的负相

关关系，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高。二是除样本量较少的 A+级外，随着发行人主体信用等级的降低，级差也随之扩大。三是与往期相比，本季度 AA+级与 AAA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的级差均较小，这两个主体信用等级对利差的区分程度不高。四是 AA 级发行人的利差 I 和利差 II 的变异系数均最大，可能是因为投资者对该信用等级主体的认可度不统一所致。

表 2 本季度各级别发行主体对应的利差 I、利差 II 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	40	5.15~6.55	5.77	247.07	-	12.43	252.71	-	16.87
AA+	53	5.18~6.99	5.96	262.78	15.71	14.53	265.68	12.97	15.80
AA	56	5.64~9.00	6.60	323.92	61.14	18.34	325.21	59.53	19.42
AA-	46	5.80~8.70	7.57	421.89	97.98	14.66	425.99	100.78	14.61
A+	3	7.98~8.80	8.26	491.02	69.13	10.91	477.28	51.30	4.65

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理



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 本季度各级别发行主体短融利差分布情况

我们进一步对不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行

了显著性检验²。从结果看，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。导致不同信用等级主体所发短融利差差异不显著的原因可能包括个别主体信用等级所发短融的风险定价的区分程度不强、市场对个别主体信用等级所发短融的风险认识差异不大以及样本量较少等因素。

四、二级市场对评级机构信用等级认可度检验

从一定意义上说，对于同一信用等级（主体），其所对应的利差均值越小、波动范围越窄，表明市场对该信用等级的认可度越高，反之亦然。从这一理论出发，根据本季度所发短的样本数据，对中诚信、联合资信、大公、新世纪这四家评级机构出具的各主体信用等级的利差 I 和利差 II 的计算结果如下：

表 3 本季度各评级机构所评各级别主体所发短融利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数 (个)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	变异系数 (%)	均值 (BP)	变异系数 (%)
AAA	中诚信	21	245.28	11.96	255.36	19.46
	联合资信	14	248.20	14.46	248.98	15.24
	大公	4	258.60	8.92	258.20	9.30
	新世纪	1	222.79	-	227.43	-
AA+	中诚信	19	273.08	14.66	277.28	15.52
	联合资信	10	248.31	8.08	252.56	9.66
	大公	16	257.79	14.35	256.72	15.81
	新世纪	8	266.39	19.14	272.45	20.68
AA	中诚信	11	336.10	23.03	338.88	23.23
	联合资信	23	325.32	17.66	324.97	17.94
	大公	12	328.02	18.45	333.31	21.56
	新世纪	10	302.35	13.41	301.02	14.48
AA-	中诚信	9	411.52	10.47	414.58	11.03
	联合资信	7	407.21	21.41	408.25	21.42
	大公	16	434.01	13.57	438.17	13.03
	新世纪	14	422.06	15.40	428.26	15.46
A+	中诚信	1	453.46	-	456.08	-
	大公	1	467.25	-	475.41	-
	新世纪	1	552.36	-	500.36	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

² 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。

从表 3 的利差检验结果来看，联合资信所评的 AA+ 主体所发短融的利差 I 和利差 II 的均值与变异系数均低于其它评级机构，新世纪所评的 AA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的均值与变异系数均低于其它评级机构，表明就这两个主体级别来说，二级市场对上述两家评级机构出具的信用等级认可度更高。对于其它主体信用级别，各评级机构所评主体所发短融在利差均值和变异系数的表现不一，投资者对各评级机构出具的评级结果未表现出明显的一致性。但上述检验可能存在由于样本数量不多出现偏差的问题。