

联合研究报告

2013.04.17

2013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.

2013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 宿夏荻 伦 杭

释 义

短券：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。

本季度：2013年1月1日~2013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，短券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券的风险溢价水平。

利差II：交易利差，短券第一个交易日的平均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券的风险溢价水平。

一、二级市场交易利差：短券发行利率与首日交易利率之差值，即一、二级市场存在的套利空间，用以说明一级市场发行定价的准确性。

概 要

本季度，银行间市场资金面较为宽松，回购利率降至较低水平。通过对本季度新发行的194期短券样本进行分析，可以看出本季度短券利差 I 与利差 II 较上一年同期均大幅收窄，且短券主体信用等级对利差产生重要影响，短券利差 I 和利差 II 与主体信用等级整体相关性较高。

一、二级市场交易利差方面，本季度所发行的大部分短券在二级市场具有一定的套利空间，且利差倒挂现象较上一年同期明显减少，短券一、二级市场衔接程度良好。

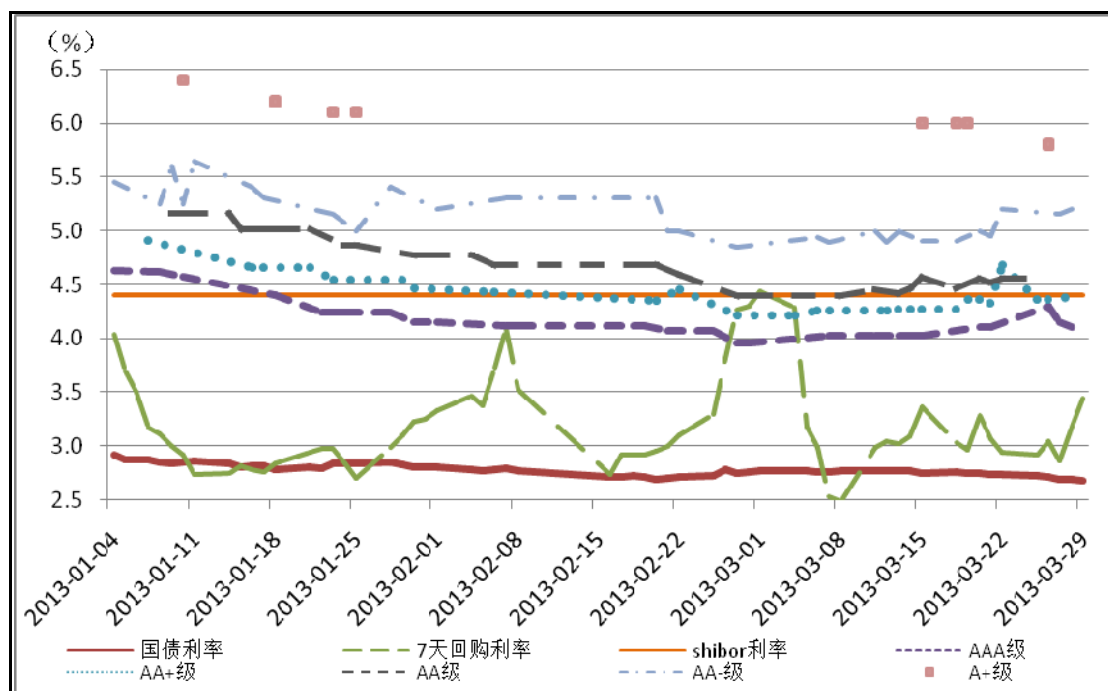
经对各评级机构出具的主体信用等级进行市场认可度检验，发现在AA+信用等级上，联合资信的市场认可度高于其它评级机构，但在其它信用等级上，投资者对各评级机构出具的评级结果未表现出明显的一致性。

2013 年第一季度，银行间债券市场共发行短券 204 期，剔除 4 期发行期限在 1 年内的短券、6 期有担保的短券，剩余短券共计 194 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 194 期样本。

目前，短券的信用评级包括主体信用等级的评定和债项等级的评定。由于几乎所有的短券信用等级为“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，我们将采用发行主体信用等级来进行利差分析。

一、利率分析

从图 1 可以看出，由于 2013 年第一季度银行间市场资金面较为宽松，国债利率持续下降、7 天质押式回购利率及一年期 Shibor 利率总体保持在较低水平；各主体级别所发短券的发行利率与国债利率走势基本一致，且不同信用等级主体所发短券的发行利率有明显的区分。



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 1 市场利率及各级别主体所发短券利率走势

从表 1 可见，本季度除 AA+级主体所发短券的首日交易利率外，A+~AAA 级主体所发短券的发行利率、首日交易利率与国债利率的相关性较高，均通过了置信度为 95%的显著性检验。

表 1 2013 年第一季度短券利率与国债利率相关性检验结果

	AAA		AA+		AA		AA-		A+	
	R	Sig.	R	Sig.	R	Sig.	R	Sig.	R	Sig.
发行利率 国债利率	0.601	0.000	0.513	0.001	0.706	0.000	0.528	0.000	0.777	0.014
交易利率 国债利率	0.569	0.000	0.201	0.240	0.606	0.000	0.529	0.000	0.821	0.007

注：1、由于发行人信用等级为 A 级的样本仅有 1 个，此部分分析不包括 A 级样本，下同；

2、R 为复相关系数、Sig.为显著性。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

二、利差分析

与 2012 年第一季度相比，2013 年第一季度短券利差 I 与利差 II 均大幅收窄，同时主体信用等级越低，所发短券的利差缩小幅度越大（见表 2），可能是由于本季度资金面更加宽松，且投资者信用风险偏好有所改变而造成的。

表 2 2012 年及 2013 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）	
	2012Q1	2013Q1	2012Q1	2013Q1 4Q2012
AAA	166.65	139.33	156.45	134.12
AA+	248.52	164.29	227.48	157.89
AA	296.29	189.13	272.36	174.58
AA-	437.85	238.36	426.10	229.60
A+	555.35	328.69	555.99	328.29

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

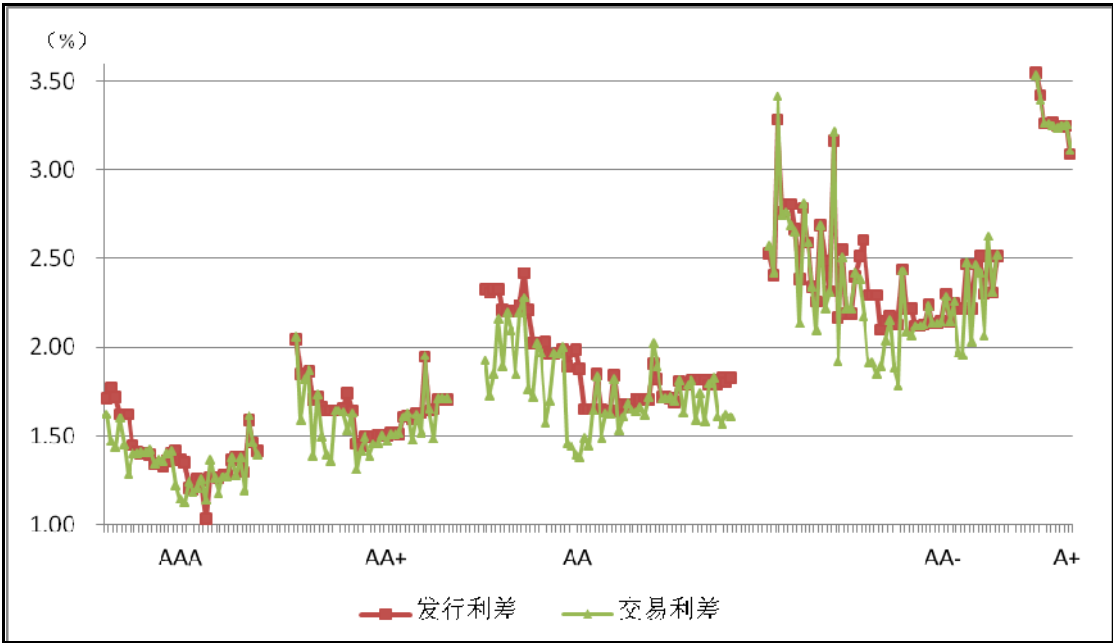
通过表 3 及图 2 可以看出，本季度短券发行主体信用等级对短券利差的影响主要体现在以下方面：一是发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系仍然显著，即主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值越高。二是 AA~AA+级主体所发短券的利差 I 和利差 II 的级差均最小，表明这两个主体信用等级对风险的区分

度稍低；A+~AA-级主体所发短券的利差 I 和利差 II 的级差最大，表明投资者对 A+级主体所发短券要求的风险溢价有更高的要求。三是 2013 年 1、2 月份宽松的资金面给债券市场带来阶段性支撑，利差 I 和利差 II 收窄幅度均较大，3 月份虽债券市场资金面仍较为宽松，但随着债券供给压力的增大，利差 I 和利差 II 均出现了小幅扩大。

表 3 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	发行利率区间（%）	平均发行利率（%）	利差 I			利差 II		
			均值（BP）	级差（BP）	标准差（BP）	均值（BP）	级差（BP）	标准差（BP）
AAA	3.80~4.63	4.17	139.33	-	15.97	134.12	-	12.92
AA+	4.21~4.91	4.40	164.29	24.96	13.80	157.89	23.77	16.70
AA	4.40~5.20	4.66	189.13	24.84	21.70	174.58	16.69	20.91
AA-	4.85~6.13	5.16	238.36	49.23	26.12	229.60	55.02	33.01
A+	5.80~6.40	6.08	328.69	90.33	12.77	328.29	98.69	11.74
A	-	6.80	399.53	70.84	-	398.70	70.41	-

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 2 本季度各级别发行主体短券利差分布情况

为进一步研究发行主体信用等级对利差 I、II 的影响程度，本文通过方差分析法进行检验，以确定信用等级对利差影响的显著性以及各信用等级间的差异化。表 4 为 Scheffe 方差分析法对各主体信用等级所对应的短券利差数据显著性检验的结果，主要

检验包括均值差异和显著性水平两项指标，均值差异项中标注“*”的和显著性水平低于 0.05 的结果表示通过检验，所对应的因变量间存在显著性差异；否则视为未通过检验，不存在差异。

从结果看，各级别主体所发短券的利差 I 和利差 II 的差异显著。说明本季度所发短券的发行主体评级对其一级市场和二级市场定价表现出良好的区分度，主体信用等级对短券定价有很重要的参考价值。

表 4 方差分析法对信用等级—利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	变量 (J)	信用级别- 利差 I 显著性检验结果		信用级别- 利差 II 显著性检验结果	
		1-J	Sig.	1-J	Sig.
AAA	AA+	-0.2496*	0.0000	-0.2376*	0.0010
	AA	-0.4980*	0.0000	-0.4045*	0.0000
	AA-	-0.9903*	0.0000	-0.9547*	0.0000
	A+	-1.8937*	0.0000	-1.9417*	0.0000
AA+	AAA	0.2496*	0.0000	0.2376*	0.0010
	AA	-0.2484*	0.0000	-0.1669*	0.0220
	AA-	-0.7407*	0.0000	-0.7171*	0.0000
	A+	-1.6440*	0.0000	-1.7041*	0.0000
AA	AAA	0.4980*	0.0000	0.4045*	0.0000
	AA+	0.2484*	0.0000	0.1669*	0.0220
	AA-	-0.4923*	0.0000	-0.5502*	0.0000
	A+	-1.3957*	0.0000	-1.5372*	0.0000
AA-	AAA	0.9903*	0.0000	0.9547*	0.0000
	AA+	0.7407*	0.0000	0.7171*	0.0000
	AA	0.4923*	0.0000	0.5502*	0.0000
	A+	-0.9034*	0.0000	-0.9870*	0.0000
A+	AAA	1.8937*	0.0000	1.9417*	0.0000
	AA+	1.6440*	0.0000	1.7041*	0.0000
	AA	1.3957*	0.0000	1.5372*	0.0000
	AA-	0.9034*	0.0000	0.9870*	0.0000

注：I-J 为均值差异、Sig.为显著性。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

总体而言，本季度各级别主体所发短券的利差 I 与利差 II 均较上一年同期大幅缩小，且主体信用等级越低，所发短券的利差 I 与利差 II 缩小幅度越大。短券发行人的

主体信用等级对利差产生十分重要的影响，短券的利差 I 和利差 II 与主体信用等级整体相关性较高。

三、一、二级市场交易利差相关性检验

通过对本季度所发短券的一、二级市场交易利差进行分析，观察各信用等级主体所发短券的一、二级市场衔接程度。首先，经对样本数据进行检验，发现本季度短券的发行利率与首日交易利率、利差 I 与利差 II 的相关性较高（见表 5）。

表 5 2013 年第一季度短券一、二级市场相关性检验结果

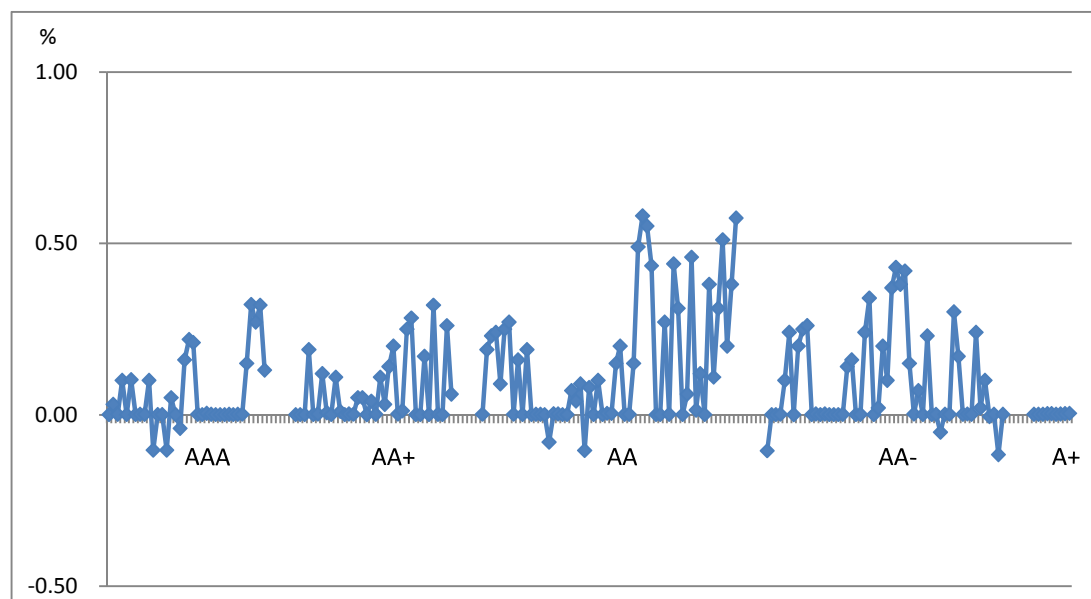
	R	R Square	Adjusted R Square	Sig.
发行利率 首日交易利率	0.966	0.933	0.933	0.000
利差 I 利差 II	0.963	0.927	0.927	0.000
(1) 发行利率=0.368+0.940*首日交易利率				
(2) 利差 I=0.208+0.937*利差 II				

注：R 为复相关系数、R Square 为拟合优度系数、Adjusted R Square 为经调整后的拟合优度系数、Sig. 为显著性检验。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

从整体来看，本季度大部分短券一、二级市场交易利差为正。本季度共有 9 期短券出现了利差倒挂现象，较去年同期减少了 12 期；出现利差倒挂的期数与发行总期数的比为 4.6%，较上年同期下降了 8.1 个百分点，表明本季度所发短券一、二级市场衔接程度较好。

从级别来看，本季度 AAA 和 AA+ 级别主体所发短券的一、二级市场交易利差幅度偏窄且波动较为平稳，AA 和 AA- 级别主体所发短券的一、二级市场交易利差较其它级别幅度偏宽且波动较大，表明该两类级别主体所发短券的一、二级市场衔接程度弱于 AAA 和 AA+ 级别主体所发短券，套利空间相对较大。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 3 2013 年第一季度短券一、二级市场交易利差波动情况

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，如果对于同一主体信用等级，所对应的利差均值越小、波动范围越窄（标准差越小），表明市场对该主体信用等级的认可度越高，反之亦然。从这一理论出发，根据本季度所发短券的样本数据，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 6 2013 年第一季度各评级机构所评主体级别利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数 (个)	利差I		利差II	
			均值 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
AAA	中诚信	22	138.54	14.73	133.36	13.51
	联合资信	7	133.72	18.27	134.65	11.16
	大公	3	157.14	15.29	142.11	19.74
	新世纪	4	140.11	15.43	131.42	9.11
AA+	中诚信	9	162.08	11.51	158.33	13.85
	联合资信	12	160.17	9.62	149.55	12.29
	大公	10	162.40	14.07	157.75	16.23
	新世纪	5	181.95	15.49	177.37	19.13
AA	中诚信	28	186.25	23.22	172.34	18.80
	联合资信	12	191.08	16.72	171.57	23.35
	大公	7	184.58	14.11	178.79	18.34

	新世纪	11	197.20	26.20	180.86	25.62
AA-	中诚信	15	233.01	18.18	219.24	23.25
	联合资信	11	244.72	32.01	240.32	39.79
	大公	11	232.33	19.52	220.38	28.57
	新世纪	17	242.86	31.48	237.76	36.46
A+	中诚信	1	324.06	-	324.76	-
	联合资信	1	308.79	-	311.12	-
	大公	3	331.15	9.33	329.39	8.91
	新世纪	4	332.98	14.38	332.65	13.62

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本季度短券发行样本量大部分集中在 AA-~AAA 主体信用级别上，A+级别的发行主体相对较少。从表 6 的利差检验结果来看，在 AA+信用级别方面，联合资信所评短券的利差 I 和利差 II 的均值与标准差均低于其它评级机构，表明二级市场对联合资信出具的信用等级认可度更高；在其它信用级别方面，各评级机构的在利差均值和标准差的表现不尽相同，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。需要指出的是上述检验可能存在由于样本数量不多出现偏差的问题。