

联合研究报告

2013.07.09

2013年第二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年第二季度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 伦 杭 聂 逆 宿夏荻 李 丹

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4月1日~2013年6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。

概 要

4月份及5月上旬，银行间市场资金面较为宽松，5月中旬开始，尤其进入6月份，银行间市场资金面不断收紧，回购利率上升至较高水平。通过对本季度新发行的262期短券样本进行分析，可以看出本季度短券的利差 I 与利差 II 与去年同期及上一季度相比均有所收窄，且短券的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。

本季度所发行的短券一、二级市场利率相关性较高，大部分短券在二级市场具有一定的套利空间，但本季度利差倒挂现象明显增加。

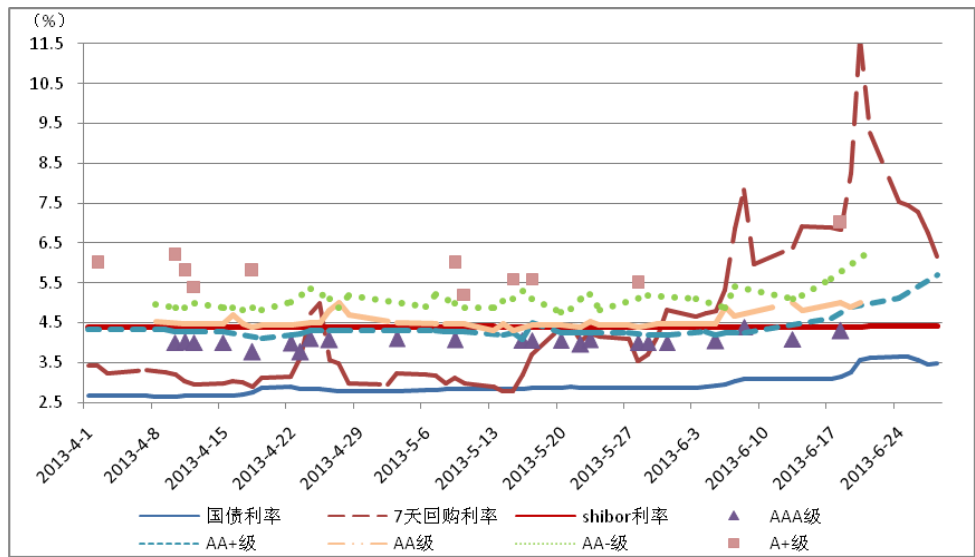
经对各评级机构出具的信用等级（主体）进行市场认可度检验，发现投资者对各评级机构出具的评级结果未表现出明显的一致性。

2013年第二季度，银行间债券市场共发行短券269期，剔除1期发行期限在1年内的短券、4期有担保的短券、2期上市后较长时间内无交易的短券，剩余短券共计262期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述262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都为“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的信用等级来进行利差分析。

一、利率分析

4月份及5月上旬，银行间市场资金面较为宽松，7天质押式回购利率总体保持在较低水平，5月中旬开始，银行间市场资金面不断趋紧，6月份，银行间市场资金面突然大幅收紧，国债利率以及7天质押式回购利率不断上升，6月份分别一度上行至3.65%与11.62%的较高水平；除A+级别主体所发短券外，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（由于A+级主体样本仅为16个，其所发短券的利率走势可能代表性不强），且不同信用等级主体所发短券的发行利率有明显的区分（见图1）。



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A+级主体外，AA~AAA级主体所发短券的发行利率与国债利率、首日交易利率与国债利率的相关性均较高，均通过了置信度为95%的显著性检验。由于A+级主体样本仅为16个，其检验结果不具有代表性。

表 1 2013 年第二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	0.536	0.001	0.718	0.000	0.557	0.000	0.505	0.000	0.301	0.257
交易利率 国债利率	0.572	0.000	0.848	0.000	0.579	0.000	0.541	0.000	0.364	0.166

注：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

与去年同期和上一季度相比，本季度短券利差I和利差II均有所收窄（见表2）。

表2 2012年第二季度及2013年第一、二季度利差I、利差II情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2012Q2	2013Q1	2013Q2	2012Q2	2013Q1	2013Q2
AAA	142.19	139.33	121.24	136.25	134.12	124.78
AA+	182.23	164.29	147.38	170.96	157.89	142.16
AA	213.72	189.13	170.31	197.98	174.58	164.99
AA-	276.36	238.36	223.09	266.28	229.60	220.44
A+	444.31	328.69	313.54	434.14	328.29	313.14

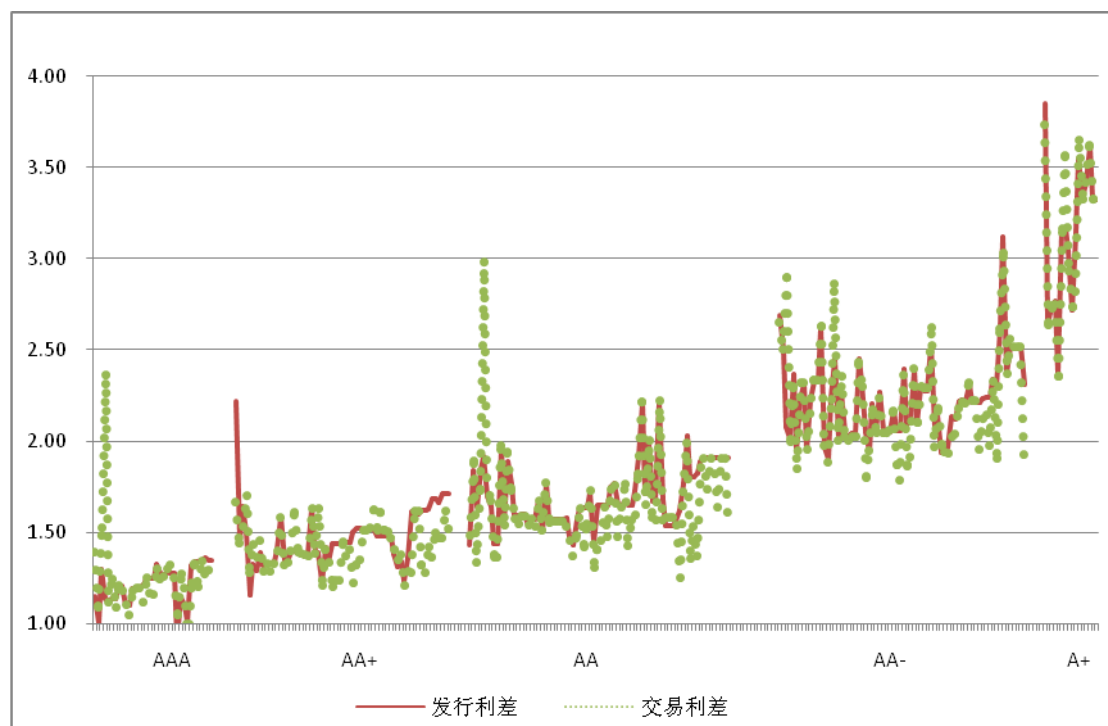
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

通过表3及图2可以看出，本季度短券发行主体的信用等级对短券利差的影响主要体现在以下方面：一是发行人主体的信用等级与短券利差之间的反向关系仍然显著，即主体的信用等级越低，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。三是本季度利差I和利差II具有较大的波动性，可能是由于4月初受银监会8号文件影响银行理财产品对信用债券需求增加、4月中旬受债市代持风波集中爆发影响监管趋严导致信用债券需求下降、5月债市基本面向好以及6月份银行间市场资金面突然大幅收紧等因素造成的。

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	3.77~4.40	4.04	121.24	-	10.93	124.78	-	22.46
AA+	4.07~5.70	4.32	147.38	26.14	16.14	142.16	17.38	12.81
AA	4.26~5.40	4.56	170.31	22.93	17.15	164.99	22.83	25.15
AA-	4.77~6.30	5.05	223.09	52.78	21.63	220.44	55.45	26.91
A+	5.20~7.00	5.91	313.54	90.45	40.10	313.14	92.70	42.45

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的信用等级对利差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，不存在显著性差异。

从结果看，各级别主体所发短券的利差I和利差II的差异均显著，说明本季度所发短券的发行主体的信用等级对其一级市场和二级市场定价表现出良好的区分度，主体的信用等级对短券的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)	信用等级- 利差 I 显著性检验结果		信用等级- 利差 II 显著性检验结果	
		1-J	Sig.	1-J	Sig.
AAA	AA+	-0.2614*	0.0000	-0.1738*	0.0244
	AA	-0.4907*	0.0000	-0.4021*	0.0000
	AA-	-1.0185*	0.0000	-0.9567*	0.0000
	A+	-1.9230*	0.0000	-1.8836*	0.0000
AA+	AAA	0.2614*	0.0000	0.1738*	0.0244
	AA	-0.2293*	0.0000	-0.2283*	0.0000
	AA-	-0.7571*	0.0000	-0.7828*	0.0000
	A+	-1.6616*	0.0000	-1.7097*	0.0000
AA	AAA	0.4907*	0.0000	0.4021*	0.0000
	AA+	0.2293*	0.0000	0.2283*	0.0000
	AA-	-0.5278*	0.0000	-0.5545*	0.0000
	A+	-1.4323*	0.0000	-1.4814*	0.0000
AA-	AAA	1.0185*	0.0000	0.9567*	0.0000
	AA+	0.7571*	0.0000	0.7828*	0.0000
	AA	0.5278*	0.0000	0.5545*	0.0000
	A+	-0.9045*	0.0000	-0.9269*	0.0000
A+	AAA	1.9230*	0.0000	1.8836*	0.0000
	AA+	1.6616*	0.0000	1.7097*	0.0000
	AA	1.4323*	0.0000	1.4814*	0.0000
	AA-	0.9045*	0.0000	0.9269*	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与去年同期及上一季度相比均有所收窄，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与主体的信用等级整体相关性较高。

三、一、二级市场利率的相关性

通过对本季度所发短券的一、二级市场利率之差进行分析，可以观察各信用等级主体所发短券的一、二级市场衔接程度。本季度短券的发行利率与首日交易利率相关

性检验结果见表5。

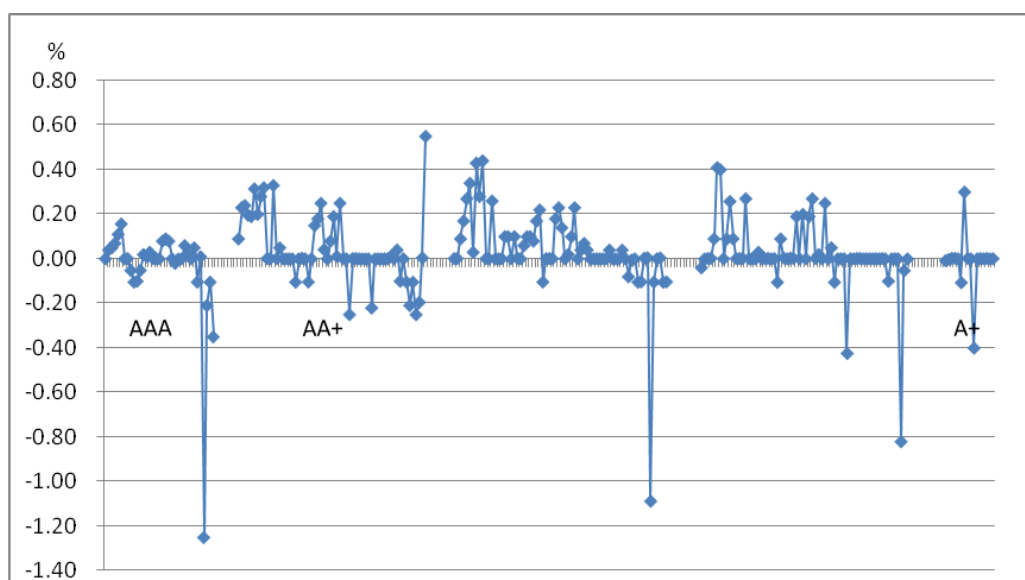
表 5 2013 年第二季度短券一、二级市场相关性检验结果

	R	R Square	Adjusted R Square	Sig.
发行利率 首日交易利率	0.953	0.907	0.907	0.000
发行利率=0.525+0.891*首日交易利率				

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

具体来看，本季度所发短券的一、二级市场利率的差额波动较大，一、二级市场衔接程度不佳。本季度共有38期短券出现了利率倒挂¹现象，较去年同期增加了18期，较今年一季度增加了29期；出现利率倒挂的期数与发行总期数的比例达到14.12%，较去年同期上升了8.06个百分点，较今年一季度上升了9.15个百分点。出现利率倒挂现象的短券期数增加的原因主要有二点：一是利率倒挂现象主要出现在季度末，此时银行间市场流动性较差，导致二级市场交易活跃度降低。二是由于某些债券的首次交易日与起息日相隔时间较长，期间利率发生了较大变化，导致其出现较严重的利率倒挂现象（如“13申华CP0001”，“13岳纸CP001”和“13华润药CP001”三只短券）。



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

¹利率倒挂是指债券的发行利率减去其首个交易日的交易利率的值为负的情况。

从级别来看，本季度AA+级别主体所发短券的一、二级市场交易利差波动较大，套利空间相对较大。

四、市场对评级机构信用等级认可度

从一定意义上说，如果对于同样的信用等级（主体），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，对大公、联合资信、新世纪、中诚信这四家评级机构出具的各信用等级的利差I和利差II的计算结果如下：

表 6 2013 年第二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	20	121.03	10.53	128.33	26.87
	联合资信	7	120.02	12.65	113.72	13.29
	大公	7	123.05	12.63	127.55	13.14
	新世纪	1	121.41	-	111.78	-
AA+	中诚信	21	150.02	20.44	143.54	14.36
	联合资信	18	140.02	12.62	140.38	13.53
	大公	10	146.06	11.10	140.93	11.38
	新世纪	14	153.83	13.16	143.26	11.21
AA	中诚信	23	170.70	15.86	161.83	20.56
	联合资信	13	175.13	20.56	176.32	44.73
	大公	20	165.53	14.72	160.69	16.19
	新世纪	20	171.51	18.58	165.57	19.01
AA-	中诚信	15	216.90	17.41	215.52	19.38
	联合资信	16	229.18	17.75	224.66	23.13
	大公	19	221.83	26.66	222.12	35.51
	新世纪	22	223.97	22.08	219.30	26.47
A+	中诚信	4	308.79	25.70	301.02	27.77
	联合资信	3	284.80	28.07	297.99	51.27
	大公	7	311.45	41.84	310.87	44.82
	新世纪	2	373.51	16.13	368.02	8.20

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理。

总体来看，各家评级机构评定的短券的利差I与利差II表现不一致，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。但从个别信用级别来看，中诚信所评

的AA-级短券的利差I和利差II的均值和标准差均低于其它评级机构；联合资信所评的AAA级和AA+级短券的利差I和利差II的均值较低，并且其标准差也较小；大公所评的AA级短券的利差I和利差II的均值和标准差均低于其它评级机构。但上述检验可能存在于由于样本数量不多出现偏差的问题。