

2015 年 1 月 15 日

2014 年度短期融资券利差分析报告



2014 年度短期融资券利差分析报告

联合资信评估有限公司 林青 聂逆 李丹

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。

本年度：2014年1月1日~2014年12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

本年度，共有 782 家企业累计发行短融 1072 期¹，发行总额为 10521.53 亿元，发行期数、发行规模和发行家数较上年分别增长了 24.65%、26.39%和 17.95%，增长幅度较大。发行量同比增幅较大的主要原因可能有：一是 2013 年受市场低迷的影响，债券发行量增长较慢，导致同比基数较低；二是本年度央行采取定向宽松的货币政策，使得市场流动性较好，债券融资成本整体较去年有所下降；三是风险事件的出现使得机构情绪谨慎、配置需求倾向于短期债券。

具体来看，短融发行期数、发行家数和发行规模在本年度均呈现出先升后降的趋势。本年年初开始，受到融资成本下行和机构投资配置趋短的影响，短融的发行情况一直呈现上升状态，短融发行期数、发行规模和发行家数在第一季度和第二季度均环比增加；但从第三季度开始，由于受到华通路桥兑付危机事件的影

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。

响，市场上出现了短融集中推迟发行或取消发行的情况，另外投资人的投资策略也更加谨慎，这使得短融的发行期数和发行规模有所下降；第四季度以来，市场上降息预期的增加使得发行人的发行意愿进一步下降，观望态度加大，再加上年末流动性紧张使得融资成本有所上行，短融的发行情况延续了第三季度下降的趋势。

从发行期限来看，本年度所发短融仍以 1 年期为主，发行期限为 1 年期的短融共有 1044 期，占发行总期数的 97.39%，占比情况与上年基本一致。

表 1 2014 年短融发行基本情况表

项目	2013Q4	2014 年					
		Q1	Q2	Q3	Q4	全年	年变动率 (%)
发行期数 (期)	183	230	345	278	219	1072	24.65
发行规模 (亿元)	2009.50	2389.40	3491.70	2438.60	2201.83	10521.53	26.39
发行家数 (家)	175	220	330	260	203	782	17.95
平均单笔发行规模 (亿元)	10.98	10.39	10.12	8.77	10.05	9.81	1.39

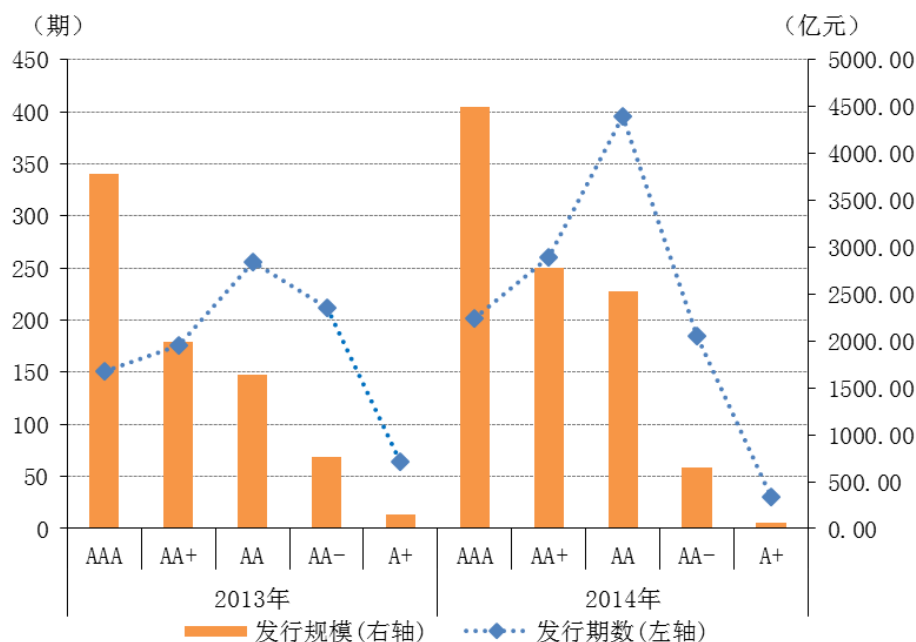
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本年度，短融发行主体的信用等级仍位于 AAA 级~A+级。

从发行期数来看，本年度 AA 级主体所发短融的期数从二季度开始大幅增长（增幅为 85.07%），使得 AA 级主体所发短融的期数在各信用等级主体所发短融的期数中仍占比最高，占比升至 36.85%；同时 AA+级主体所发短融的期数在经过一季度的较高增长后，于二季度超过 AA-和 AAA 级主体所发短融的期数，且保持至年末。整体看，本年度短融发行最多的主体仍延续上年的 AA 级别，且发行优势更加明显，AA+级别主体短融发行期数超过 AA-级别主体短融发行期数，短融发行呈现向 AA（含）级以上高等级集中的态势。

从发行规模来看，本年度 AA+和 AA 级主体所发短融的规模上半年增幅显著，级别分布更加均匀，AAA~AA 级别主体短融的发行规模在各信用等级主体短融发行总额中的占比升至 93.19%。整体看，AA 级主体发行规模较上年增幅较为显著，AAA~AA 级主体短融发行占比有所提升，AA 级（含）以上主体短融发行集中度进一步提高。

总的来看，本年度 AA 级（含）以上主体所发短融的期数和规模占比均有所增加，而 AA-级及以下所发短融的期数和规模占比均继续下降，短融发行主体的信用等级分布向高信用等级（AA 级（含）以上）集中的趋势进一步明显。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

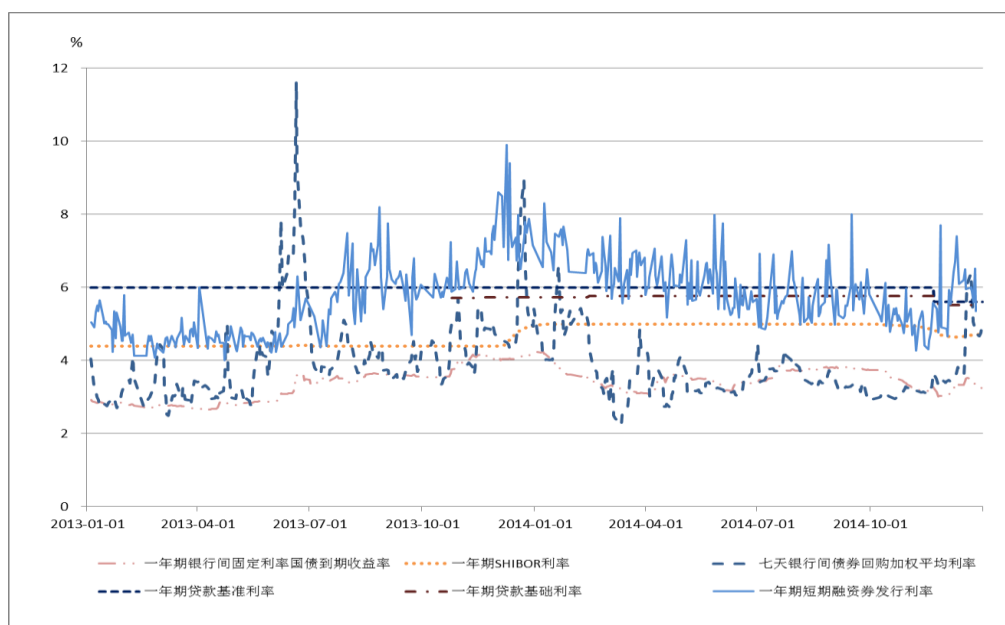
图 1 2013~2014 年度短融发行主体信用等级分布

二、利率分析

本年度，银行间市场资金面整体较为宽松，各主要基准利率保持相对平稳。本年度，央行实施了稳健的货币政策，适时适度预调微调，灵活运用各种工具组合，保持银行体系流动性合理充裕，引导货币信贷对实体经济发展和结构调整的适度支持。具体来看，一是通过定向降准、增加再贷款等方式引导金融机构将信贷资金配置到“三农”、小微企业等领域。二是降低正回购利率。7~11 月央行先后四次调降 14 天正回购利率至 3.20%，以降低企业融资成本，刺激和扩大融资需求，减缓经济下行压力。三是降息。11 月 22 日，央行分别下调金融机构一年期贷款基准利率和一年期存款基准利率 0.40 和 0.25 个百分点至 5.60% 和 2.75%，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 1.1 倍调整为 1.2 倍，其他各档次贷款和存款基准利率也相应调整。此外，为了促进产业升级转型，定向解决实体经济融资难的问题，央行还进一步创新调控方式，使用 PSL（抵押补充贷款）、SLF（常设借贷便利）和 MLF（中期借贷便利）为市场提供流动性。本年度，宽松的货币政策使银行间市场资金面较为充足，利率水平整体上呈现波动回落趋势，但受到年末时点流动性压力，市场利率略有回升。

利率走势方面，七天银行间债券回购加权平均利率（R007）本年度呈现波

动下行趋势，但受到年末银行冲存款、新股发行和资金外流等因素影响，年末有所回升，但仍低于年初和上年同期水平。一年期贷款基准利率于 11 月 22 日下调 0.40 个百分点至 5.60%。一年期贷款基础利率自 2013 年 10 月 25 日公布之日起至 2014 年 2 月中旬，均在 5.73% 上下，此后有所上升，受到降息影响 12 月份一直维持在 5.51% 的水平。一年期 Shibor 利率前三季度一直保持在 5.00% 的水平，四季度均值为 4.83%，呈现下降趋势。一年期银行间固定利率国债到期收益率较为平稳，2014 年年初延续了 2013 年年中以后的平稳上升趋势，于 1 月份达到最高值 4.25%，此后有所回落，走势进一步平坦化，四季度受降息影响，波动性略有增加，且平均利率继续下降，但仍高于 2013 年上半年的利率水平。



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 2014 年不同信用等级发行人所发短融的发行利率情况图

一年期短融的平均发行利率走势与一年期银行间固定利率国债到期收益率和市场化程度较高的 R007 走势较为相近。一年期短期融资券的平均发行利率自 2013 年下半年超过一年期贷款基准利率后，2014 年呈波动下行趋势，并于二季度起逐步降至一年期贷款基准利率和一年期贷款基础利率以下，且下半年进一步回落，12 月受年末流动性趋紧的影响略有回升，但四季度一年期短期融资券发行利率均值仍仅为 5.40%，环比和同比均有所下降。

从各级别主体所发短融的发行利率来看，各级别主体所发短融的发行利率从本年初起改变了 2013 年二季度以来的上升趋势，维持震荡下行的走势，12 月略

有回升。其中，AAA~AA 级主体所发短融的平均发行利率回落幅度较大，降幅均在 20%以上（见表 2），AA-级和 A+级短融的平均发行利率均值回落幅度则相对较小。这说明受到债市风险事件频发的影响，投资者更倾向于信用风险较低的高级别发行人，对于低级别发行人所发短融的风险溢价要求相对较高。

表 2 2014 年不同信用等级主体所发短融的发行利率情况表（单位：%）

项目	2013Q4		2014Q1		2014Q2		2014Q3		2014Q4	
	均值	区间	均值	区间	均值	均值	均值	区间	均值	区间
AAA	5.78	5.20-6.80	5.77	5.15-6.55	5.31	4.70-6.75	4.99	4.59-5.55	4.58	3.98-6.00
AA+	6.18	5.50-6.80	5.97	5.18-6.99	5.51	5.00-7.40	5.16	4.75-5.90	4.75	4.05-5.99
AA	6.66	5.60-9.40	6.66	5.64-9.00	5.95	5.10-8.50	5.76	4.90-8.00	5.31	4.15-7.90
AA-	7.54	6.30-9.90	7.63	5.80-8.70	7.46	5.70-9.00	6.95	5.89-8.00	6.69	5.00-8.20
A+	7.99	6.65-8.95	8.27	7.20-9.50	8.11	7.20-9.50	8.08	6.90-8.70	7.10	6.60-8.00

注：剔除有担保和发行期限在 1 年以下的短融。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

三、利差分析²

本年度所发短融中，剔除 28 期发行期限在 1 年内的、16 期有担保的、32 期上市后 30 天内无交易的短融（截至 1 月 4 日之前），剩余短融共计 996 期，作为短融利差分析样本。

2014 年短融的利差 I 和利差 II 呈现先高后低、逐渐收窄的趋势。一季度，市场继续延续 2013 年四季度市场资金面偏紧趋势，市场流动性较为紧张，加之 2014 年 3 月初“11 超日债”利息未能按时偿付，投资者对债券的风险溢价要求进一步提高，导致短融的利差 I 和利差 II 在 2013 年四季度较高水平上进一步扩大。二季度之后，市场资金面逐步宽松，市场流动性较好，短融利差 I 和利差 II 逐步收窄。至四季度，短融利差 I 和利差 II 较年初大幅收窄。与上年相比，2014 年上半年短融的利差 I 和利差 II 较上年同期大幅扩大，下半年短融的利差 I 和利差 II 较上年同期有所缩小，但由于上半年短融的发行量多于下半年短融的发行量，整体看本年度短融的利差 I 和利差 II 较上年有所扩大。

由于 2014 年债券市场信用风险事件多次发生，投资者风险偏好发生分化，

² 目前短融的信用评级包括主体信用评级和债项信用评级。由于几乎所有的短融的债项信用等级均为 A-1 级，债项的信用等级难以用于利差检验，因此在本文中，我们采用短融的发行主体信用等级来进行利差分析。

短融利差的波动性有所上升，特别是四季度以来，地方债清理甄别工作对城投类企业所发短融的信用风险造成一定影响，加之 12 月份“11 超日债”的本息最终得到提前全额赔付，债券市场“刚性兑付”未被打破，导致四季度短融市场出现信用分化（四季度 AA+以上级别发行人利差 I 和利差 II 环比下降，而 AA+以下级别发行人利差 I 和利差 II 环比上升），利差波动性进一步加大。

表 3 2013~2014 年一级市场短融利差季度表现情况

主体 级别	利差 I 均值 (BP)					利差 I 变异系数 (%)				
	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
AAA	182.91	247.07	186.81	124.26	120.56	20.56	12.43	23.34	17.47	32.53
AA+	229.15	262.78	203.78	142.52	135.06	13.36	14.53	19.92	15.68	28.64
AA	274.46	323.92	248.09	199.60	200.30	25.46	18.34	24.85	33.42	25.03
AA-	358.78	421.89	397.94	321.00	335.17	22.34	14.66	21.24	21.37	40.00
A+	408.30	491.02	471.27	436.04	338.61	16.22	10.91	17.69	16.46	7.23

注：变异系数为标准差与均值的比值，以下同。

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

表 4 2013~2014 年二级市场短融利差季度表现情况

主体 级别	利差 II 均值 (BP)					利差 II 变异系数 (%)				
	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4
AAA	192.78	252.71	189.11	129.04	124.56	19.74	16.87	23.87	17.83	28.13
AA+	236.93	265.68	204.80	144.69	141.28	14.11	15.80	20.01	16.58	27.74
AA	271.94	325.21	248.53	201.79	204.28	26.95	19.42	25.36	33.36	25.81
AA-	357.89	425.99	400.46	323.36	334.92	23.79	14.61	22.01	21.05	38.61
A+	406.60	477.28	473.06	439.41	344.98	15.99	4.65	17.53	15.95	7.85

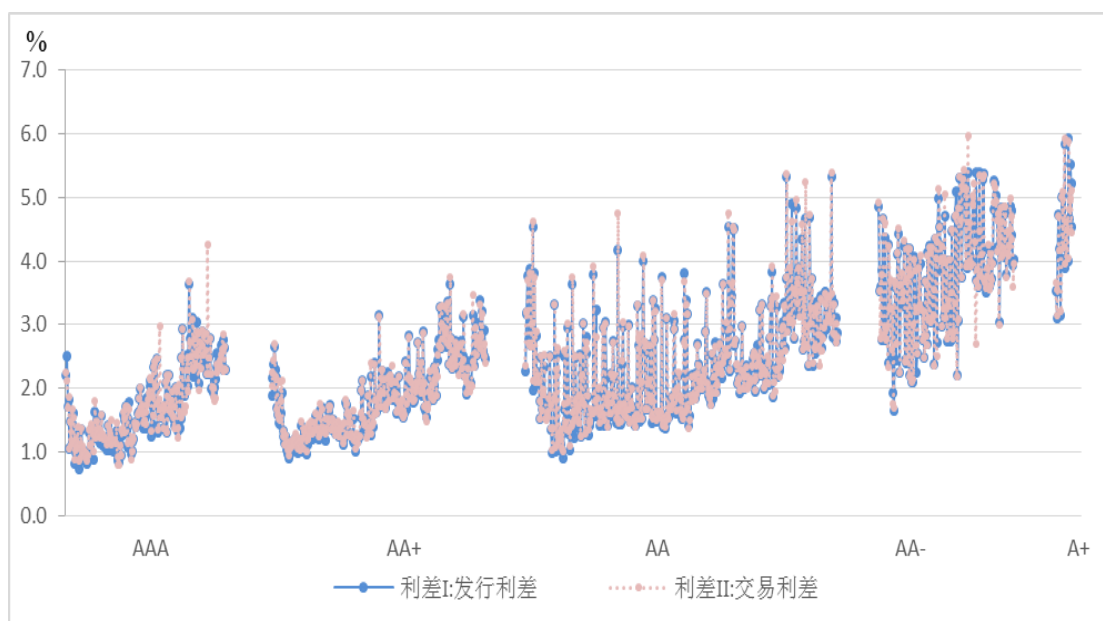
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

从表 5 和图 3 可以看到，2014 年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，主要体现在以下四个方面：一是发行人主体信用等级与短融利率、利差仍呈现明显负相关关系，即发行人主体信用等级越低，平均发行利率、利差 I 和利差 II 越大；二是除样本数量较少的 A+级发行人所发的短融外，其他各级别发行人所发短融的利差 I 和利差 II 的级差均随信用等级下降而扩大，表明发行人主体信用等级越低，投资者对风险溢价的要求越高；三是 AA+级与 AAA 级发行人所发短融的级差较小、变异系数相对较大，一定程度上反映 AA+级与 AAA 级发行人所发短融的利差区分度不高；四是 AAA 级和 AA 级发行人所发短融的变异系数较大，可能存在投资者对 AAA 级和 AA 级发行人所发短融的信用风险的认可度不一致的现象。

表 5 2014 年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分析情况

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	190	3.98-6.75	5.18	170.96	-	35.13	174.22	-	34.95
AA+	254	4.05-6.99	5.34	185.06	14.10	32.37	186.85	12.63	31.31
AA	371	4.15-9.00	5.85	235.42	50.36	34.81	236.95	50.10	34.56
AA-	161	5.00-9.00	7.28	382.22	146.81	22.42	381.84	144.89	22.75
A+	20	6.60-9.50	7.96	446.31	64.09	18.24	445.81	63.97	17.17

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 2014 年一、二级市场各级别发行人所发短融的利差分布情况

我们进一步对不同信用等级发行人所发短融的利差 I 和利差 II 的差异性分别进行了显著性检验³（见表 6）。从检验结果看，AAA 级与 AA+ 级发行人所发短融的利差 I 和利差 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，反映了 AAA 级与 AA+ 级对短融风险定价的区分度不高，其他各信用等级对短融风险定价均表现出良好的区分度。

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。

表 6 2014 年各级别发行人所发短融的利差显著性检验

利差 I: 利差 I					利差 II: 利差 II				
	AAA	AA+	AA	AA-		AAA	AA+	AA	AA-
AA+	0.409				AA+	0.525			
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	0.010	A+	0.000	0.000	0.000	0.010

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

四、评级机构市场认可度检验

从一定意义上说,对于同一级别发行人,其所发短融的利差均值越小、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 2014 年所发短融的样本数据,对大公、联合资信、新世纪、中诚信这四家评级机构所评的各级别发行人所发短融的利差 I 和利差 II 的计算结果如下⁴:

表 7 2014 年各评级机构所评各级别发行人所发短融的利差检验结果

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	大公	29	170.48	33.01	172.15	30.47
	联合资信	51	182.01	33.81	182.52	32.48
	新世纪	11	147.77	30.11	146.85	29.30
	中诚信	99	167.98	36.62	173.59	37.60
AA+	大公	55	205.00	29.69	204.64	28.49
	联合资信	56	174.53	32.01	176.83	30.33
	新世纪	50	171.69	33.88	174.13	33.58
	中诚信	93	186.78	32.22	189.19	31.43
AA	大公	72	246.29	35.96	248.14	35.54
	联合资信	114	240.81	35.55	242.37	35.51
	新世纪	79	236.77	33.53	239.08	33.04
	中诚信	106	221.22	33.46	221.93	33.14
AA-	大公	55	397.30	21.08	397.63	21.18
	联合资信	23	394.87	24.24	386.08	25.35
	新世纪	49	374.47	22.97	375.63	23.36
	中诚信	33	360.41	22.18	362.30	22.62
A+	大公	9	432.51	15.21	436.27	14.51
	联合资信	4	506.68	21.89	508.36	21.87
	新世纪	3	443.58	27.00	426.55	21.86
	中诚信	4	419.03	11.08	419.16	9.06

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

⁴ 由于东方金诚所评短融发行人的样本数量较少,未对其进行比较。

从表 7 的利差检验结果来看，除样本数量较少的 A+ 级发行人所发的短融外，新世纪所评的 AAA 级和 AA+ 级发行人、联合资信所评的 AA+ 级发行人和中诚信所评的 AA 级、AA- 级发行人所发短融的利差 I 和利差 II 的均值和变异系数均相对较低，市场认可度较高；其他评级机构所评的各级别发行人所发短融的利差均值和变异系数表现不一，市场未对其表现出明显的一致性。但上述检验采用平均值统计，且时间跨度为一年，期间可能受市场流动性因素影响较大，具有一定局限性，不能完全反映市场真实情况。