

2015-7-15

2015 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 林 青 刘 艳 李为峰



2015 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 林青 刘艳 李为峰

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4月1日~2015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，银行间债券市场共有 468 家企业发行短融 682 期（含超短融）¹，合计发行规模为 8498.50 亿元，发行期数环比和同比增幅均在 50%以上，发行家数和发行规模环比和同比增幅均在 25%以上，增幅较大。其中，共有 290 家企业累计发行短融 308 期，发行总额为 2741.50 亿元，发行家数、发行期数和发行规模较上季度环比增幅均在 50%左右；但与上年同期相比，短融发行家数、发行期数和发

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。

行规模却有所减少，降幅均在 10%以上，主要是由于部分 AA+级和 AA 级企业更倾向于利用发行较为便利的超短融进行融资（有 30 余家于上年二季度只发行短融的 AA+级和 AA 级企业本季度转而只发行超短融）。

表 1 2015 年二季度短融发行情况表

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2014 年 二季度	2015 年 一季度	2015 年 二季度	同比增长 (%)	环比增长 (%)
发行期数（期）	438	608	808	860	1072	345	207	308	-10.72	48.79
发行家数（家）	334	453	614	663	782	330	197	290	-12.12	47.21
发行规模（亿元）	5917.35	7478.30	8159.47	8324.80	10521.53	3491.70	1764.80	2741.50	-21.49	55.34

注：短融发行统计以起息日作为统计口径，下同。

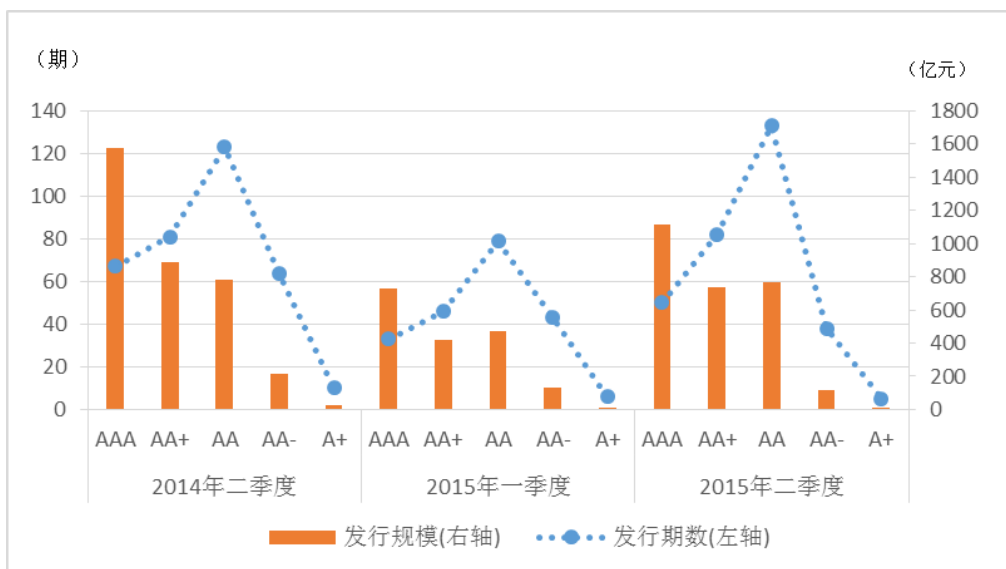
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

本季度，短融发行主体的信用等级仍主要分布在 AAA 级~AA 级。

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，在总发行期数中的占比升至 43.18%，发行优势进一步凸显。与上季度相比，本季度 AAA 级主体所发短融期数再度超过 AA-主体，短融发行主体的信用等级分布呈现向 AA 级（含）以上迁移的趋势；与上年同期相比，本季度 AA+级和 AA 级主体所发短融期数之和在总期数中的占比有所增加，级别分布更向该级别集中。

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 95.56%，其中 AAA 级主体所发短融的规模最大，占发行总规模的 40.71%。与上季度和上年同期相比，本季度 AAA 级主体所发短融规模占比略有下降，AA+级和 AA 级主体所发短融规模在总规模中的占比有所增加，AA 级以上主体所发短融规模分布更加均匀。

整体来看，短融发行主体的信用等级分布向 AA 级（含）以上集中趋势进一步明显。



资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

图 1 短融发行主体信用等级分布

二、利率分析

本季度，银行间市场资金面进一步宽松。继一季度降准、降息²后，本季度央行又进行了两次降息和两次降准³以释放流动性，公开市场操作共实现净投放 350 亿元⁴，并继续通过 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，债券收益率普遍呈现 V 型走势。具体来看，一年期贷款基准利率继 2014 年 11 月下调⁵后，于本年度 3 月 1 日、5 月 11 日和 6 月 28 日分别下调 0.25 个百分点，至 4.85%。一年期银行间固定利率国债到期收益率自 2014 年 1 月达到峰值后有所回落，之后走势趋于平坦，但本季度下降趋势较为明显（由本季度初的 3.22% 下降至季末的 1.74%），平均利率 2.41% 较上季度（3.12%）和上年同期（3.41%）的降幅均超过 1 个百分点。

²2015 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。

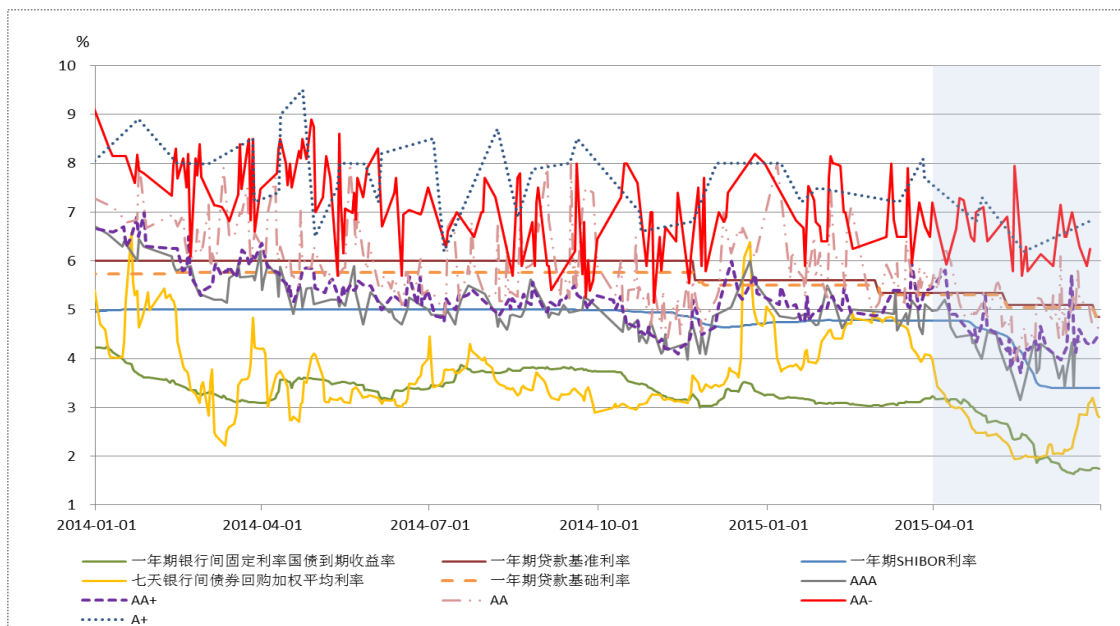
³2015 年 4 月 20 日，中国人民银行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。

2015 年 5 月 11 日，中国人民银行下调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。

⁴数据来源：Wind 资讯。

⁵2014 年 11 月 22 日，中国人民银行下调金融机构一年期贷款基准利率 0.40 个百分点至 5.60%，其他各档次贷款基准利率相应调整。



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、中国人民银行、上海清算所、联合资信整理

图 2 2015 年二季度不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

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。一年期短融的平均发行利率于 2014 年二季度起逐步降至一年期贷款基准利率以下，此后进一步回落，年末受流动性趋紧的影响略有回升，2015 年上半年呈现波动下降的趋势，但 6 月份略有回升。本季度一年期短融的平均发行利率为 5.00%，仍然低于相应期间的一年期贷款基准利率，且较上季度（5.88%）和上年同期（6.08%）的平均水平均有所下降。

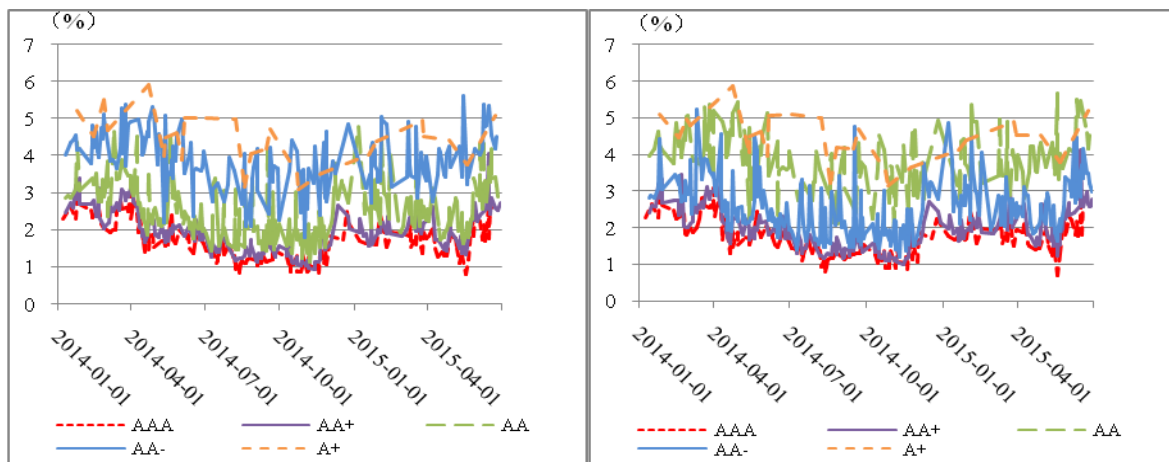
本季度各级别主体所发短融的发行利率走势与市场化程度较高的 R007（七天银行间债券回购加权平均利率）和一年期银行间固定利率国债收益率的走势较为接近，均呈现先跌后涨趋势，除 AAA 级和 AA+ 级，其他级别主体所发短融的发行利率区分程度较高。本季度，AAA 级~AA 级主体所发短融的发行利率绝大部分低于一年期贷款基准利率，AA- 级及以下主体所发短融的发行利率则高于一年期贷款基准利率。

三、利差分析

剔除 6 期发行期限在 1 年内的、9 期 1 年期有担保的以及截至报告日仍无交易的短融 5 期（截至 7 月 3 日之前）后，本季度可进行利差分析的短融样本共计 288 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 288 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 年之后逐渐下降，但 6 月又呈现波动上升的趋势（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，但受到“12 中富债”、“12 蒙恒达”、“14 中澳控股 CP001”等多起债券违约事件的影响，各级别主体所发短融的发行利差和交易利差变化表现不一（见表 1），其中 AAA 级和 AA+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变动不大；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；AA-级主体所发短融的发行利差和交易利差均值较上季度和上年同期均有上升；A+级主体所发短融的发行利差和交易利差均值与上季度差别不大，但远低于上年同期的利差水平。



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 3 2015 年二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 年二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)		
	2014Q2	2015Q1	2015Q2	2014Q2	2015Q1	2015Q2
AAA	186.81	178.83	176.43	189.11	186.74	184.32
AA+	203.78	204.30	204.28	204.80	208.18	210.89
AA	248.09	274.77	260.02	248.53	277.70	267.36
AA-	397.94	395.42	407.31	400.46	400.53	415.60
A+	471.27	446.86	442.27	473.06	448.55	450.79

资料来源: Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

通过表 2 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 年二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	49	3.16~5.35	4.18	176.43	-	28.74	184.32	-	28.40
AA+	73	3.58~6.30	4.42	204.28	27.85	27.10	210.89	26.57	26.11
AA	128	3.93~7.50	5.00	260.02	55.74	31.00	267.36	56.47	29.83
AA-	35	5.09~7.95	6.48	407.31	147.28	18.46	415.60	148.25	18.89
A+	3	6.19~7.30	6.76	442.27	34.96	15.07	450.79	35.19	15.40

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⁶, 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

⁶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 年二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+	0.322				AA+	0.375			
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	0.001	0.951	A+	0.000	0.000	0.001	0.951

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理