



2014 年第二季度短期融资券 利差分析报告



2014 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 常茜菲 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。

本季度：2014年4月1日~2014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

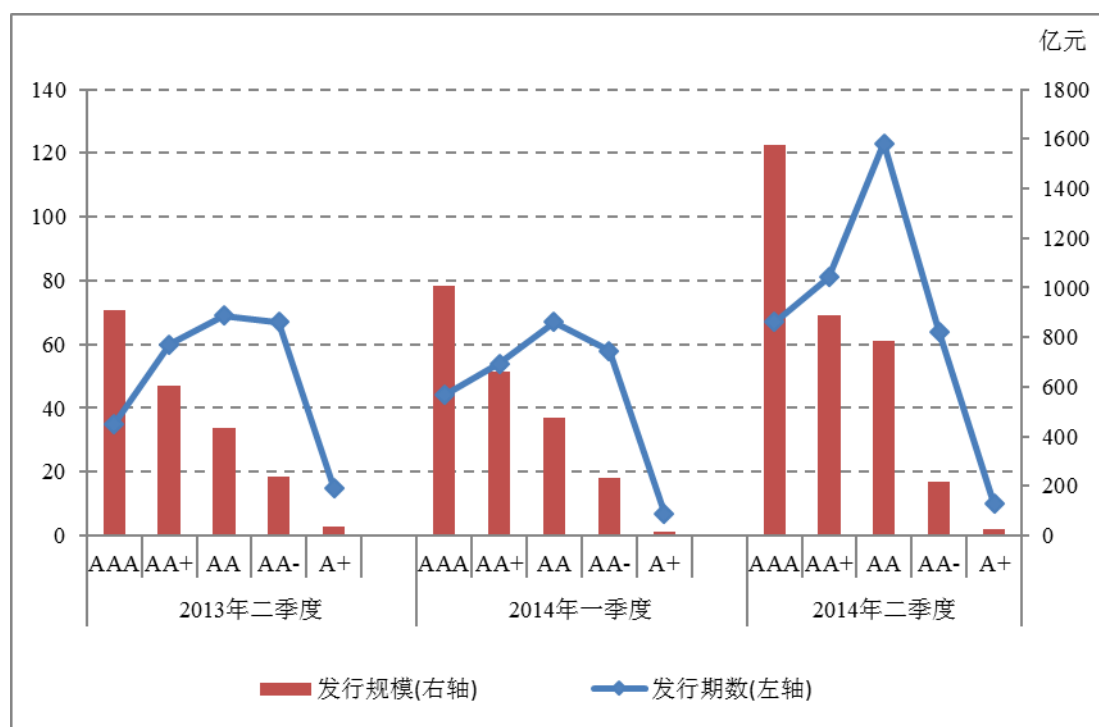
利差I：发行利差，短融的发行利率与其起息日的国债利率的差额，反映在特定利率市场环境下短融的信用风险溢价水平。

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 330 家企业共计发行短融 345 期¹，合计发行规模为 3491.70 亿元，其中纯信用短融 339 期，有担保短融 6 期。短融发行期数、发行家数和发行规模同比增幅分别为 40.24%、40.43%和 56.88%，环比增幅分别为 50.00%、50.00%和 46.13%。本季度短融发行量同比和环比均有较大增幅，原因可能包括：一是由于本季度银行间市场整体资金面相对宽松，与 2013 年下半年和 2014 年一季度相比，融资成本出现了较大的下降；二是交易商协会放宽省级以下城投类企业发债条件，城投类企业发行短融增多；三是可能受到超日债违约事件的影响，市场风险意识提升，机构情绪谨慎、配置需求向短期集中，导致短融发行量较大。

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。



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

短融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（123 期），在总发行期数中的占比仍然最大，达到 35.65%。与 2014 年一季度相比，本季度各级别主体所发短融期数均有所增长，其中 AA 级主体所发短融期数增幅最大（83.58%），在总发行期数中的占比上升约 7 个百分点。与 2013 年二季度相比，本季度 AAA 级和 AA 级主体所发短融期数增幅较大（分别为 91.43% 和 78.26%），而 AA- 级和 A+ 级主体所发短融期数有所减少。整体看，本季度 AA 级主体短融发行期数和在发行期数总和中的占比增幅均较大，而 AA+ 级和 AAA 级主体所发短融期数在总发行期数中的占比超过 AA- 级主体，即短融的发行主体级别分布呈现出向高级别集中的现象。

按发行规模统计，本季度短融发行主体信用等级分布仍呈现下梯型，即信用等级越高，发行规模越大，AA 级以上主体所发短融规模在短融发行总额中的占比达 92.99%。与 2014 年一季度相比，本季度除 AA- 级主体发行规模有所减少外，各级别主体短融发行规模均有所增加，且 AAA 级和 AA 级主体所发短融规模在发行总额中的占比也有所上升。与 2013 年二季度相比，本季度 AAA 级和 AA 级主体所发短融规模增幅均在 70% 以上，增幅较大，而 AA- 级和 A+ 级主体所发

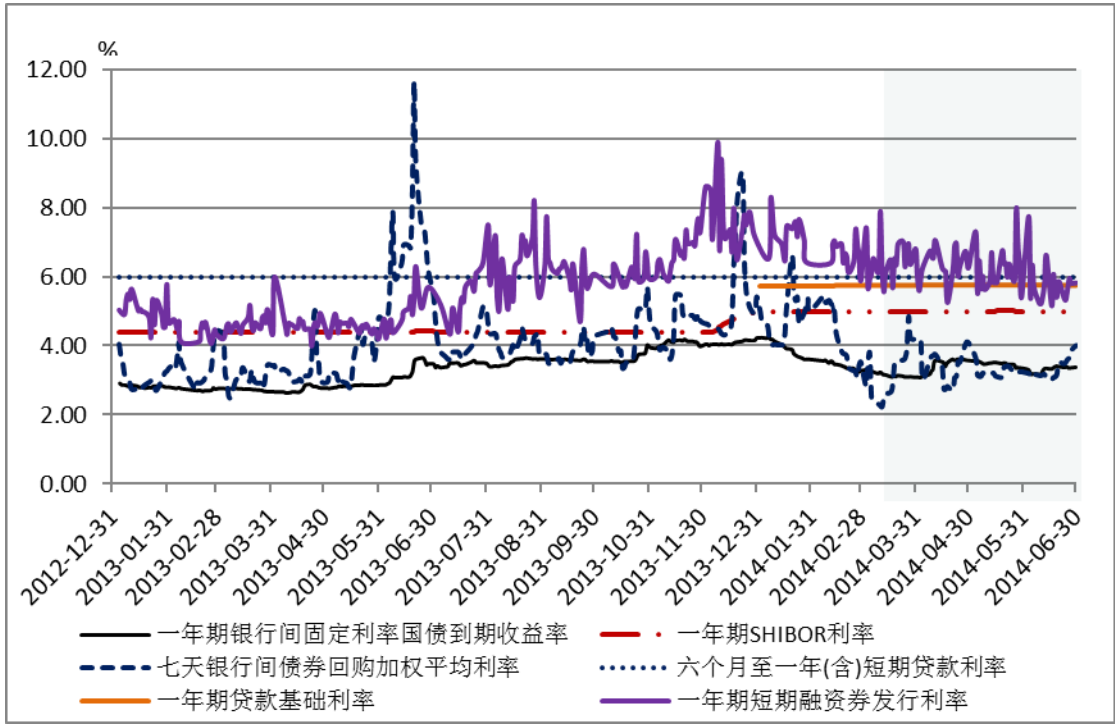
短融规模有所减少。整体看，本季度 AAA 级主体所发短融规模仍最大，且 AA 级以上主体所发短融规模更加集中。

二、利率分析²

本季度央行继续维持稳健的货币政策，央行在本季度分别对村镇银行和面向“三农”及小微企业贷款的银行实行两次定向降准加大定向宽松力度，配合稳增长和适度流动性投放，货币市场资金面宽松，流动性较为充裕，因此各基准利率稳中有降。

利率走势方面，银行间债券回购加权平均利率（R007）从 2013 年至今呈现出 M 型走势，由于 R007 对于银行间市场流动性的敏感性较大，受 2013 年 6 月和 12 月流动性趋紧的影响，其在 2013 年出现了两次峰值，分别达到 11.62% 和 8.94%，2014 年上半年在银行间流动性持续宽裕的背景下，R007 呈现波动下行趋势，本季度 R007 利率保持在 3.35% 的较低水平。一年期银行间固定利率国债到期收益率则整体相对平稳，2013 年年中由于流动性趋紧导致其有所上升，且下半年一直呈现平稳上升的态势，至 2014 年年初达到 4.25% 的最高点，之后又呈现平稳走低态势，本季度基本维持在 3.41% 的平均水平。市场利率中较为稳定的一年期 Shibor 利率、一年期贷款基础利率和一年期贷款基准利率自 2013 年以来变化不大，除一年期 Shibor 利率在 2013 年年底从 4.40% 上升到 5.00% 外，其余时间三者利率都基本稳定，2014 年以来三者分别维持在 5.00%、5.77% 和 6.00% 的平均水平。一年期短融的平均发行利率走势与市场化程度较高的 R007 和一年期银行间固定利率国债到期收益率走势基本相同，2013 年上半年在低位波动，受到 6 月份流动性趋紧的影响平均发行利率开始上升并于 7 月底超过一年期贷款基准利率，随后一直在一年期贷款基准利率附近波动，11 月份随着 R007 和一年期银行间固定利率国债到期收益率的走高，短融的平均发行利率也随之升高，至 12 月份达到峰值后又开始逐步回落，至 2014 年 2 月，短融的平均发行利率重新回到一年期贷款基准利率的水平，并且本季度继续稳定在此水平附近进行小幅波动。

² 此部分短融样本不包含 7 期发行期限在 1 年内的短融和 6 期有担保的短融。



资料来源：中国人民银行、Wind 资讯、联合资信整理

图 2 2014 年二季度短融的发行利率情况图

从各级别发行人所发短融的平均发行利率来看，各级别主体所发短融的平均发行利率走势也与银行间一年期固定利率国债收益率的走势相同，从 2013 年第二季度开始逐步上升，于 2014 年年初开始回落。其中，AAA~AA 级主体所发短融的平均发行利率回落幅度较大（见表 1），AA-级和 A+级短融的平均发行利率均值回落幅度较小。这说明投资者对于低级别发行人风险溢价要求较高，投资者更倾向于高级别发行人，对高级别发行人风险溢价要求有所降低。

表 1 2014 年二季度各级别主体所发短融的发行利率情况表 单位：%

项目	2013 年二季度		2014 年一季度		2014 年二季度	
	均值	区间	均值	区间	均值	区间
AAA	4.04	3.77-4.40	5.77	5.15-6.55	5.31	4.70-6.75
AA+	4.32	4.07-5.70	5.97	5.18-6.99	5.51	5.00-7.40
AA	4.56	4.26-5.40	6.66	5.64-9.00	5.95	5.10-8.50
AA-	5.03	4.77-6.30	7.63	5.80-8.70	7.46	5.70-9.00
A+	5.84	5.20-7.00	8.27	7.20-9.50	8.11	7.20-9.50

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

三、利差分析

本季度，银行间债券市场共发行短融 345 期，剔除 7 期发行期限在 1 年内的、6 期有担保的以及截至报告日仍无交易的短融 10 期（截至 7 月 3 日之前），剩余短融共计 322 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 322 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。

从表 2 可以看出，各等级发行主体所发短融的发行利差与交易利差的变化方向与利率的变化方向呈现出一致性，即资金面宽松和利率下行时，利差也会有所减少，投资者的风险偏好和风险态度在本季度已经有所改变，风险溢价的要求比第一季度有所降低。

表 2 2014 年二季度短融利差 I、利差 II 情况

主体 级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2013Q2	2014Q1	2014Q2	2013Q2	2014Q1	2014Q2
AAA	121.24	247.07	186.81	124.78	252.71	189.11
AA+	146.20	262.78	203.78	141.65	265.68	204.80
AA	167.86	323.92	248.09	163.22	325.21	248.53
AA-	218.93	421.89	397.94	216.70	425.99	400.46
A+	304.02	491.02	471.27	303.48	477.28	473.06

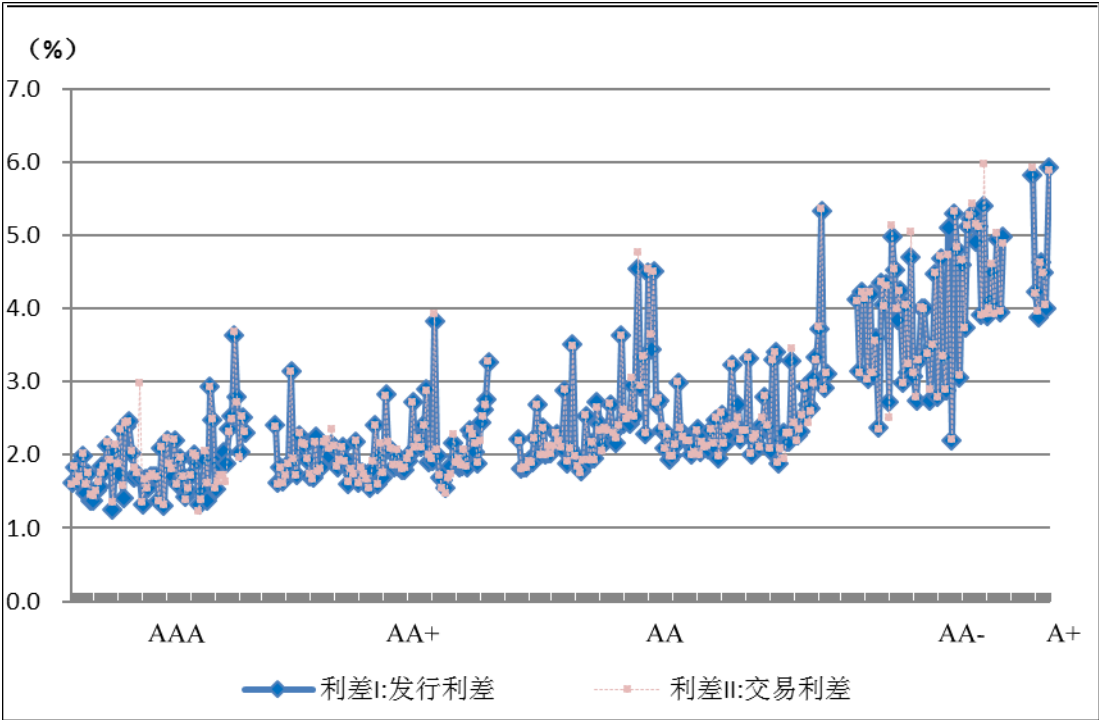
资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

通过表 3 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，表明这两个主体信用等级对利差的区分程度不高。四是本季度 AA 级与 AA- 级的级差较大，表明投资者对于 AA- 级以下的低级别主体要求的风险溢价较高，或者是更倾向于投资高级别主体所发短融。五是 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 3 2014 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	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	65	4.70~6.75	5.31	186.81	-	23.34	189.11	-	23.87
AA+	80	5.00~7.40	5.51	203.78	16.97	19.92	204.80	15.69	20.01
AA	115	5.10~8.50	5.92	248.09	44.31	24.85	248.53	43.74	25.36
AA-	55	5.70~9.00	7.45	397.94	149.86	21.24	400.46	151.93	22.01
A+	7	7.20~9.50	8.08	471.27	73.32	17.69	473.06	72.60	17.53

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 年二季度各级别发行主体短融利差分布情况

我们进一步对不同信用等级主体所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行了显著性检验³（见表 4）。从检验结果看，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。特别是 AAA 级与 AA+级利差 I 及利差 II 的差异性明显不显著，反映主体信用等级对短融风险定价的区分程度不强。而 A+级样本较少，可能影

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。

响检验结果的准确性。

表 4 2014 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+	0.568				AA+	0.667			
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	0.052	A+	0.000	0.000	0.000	0.068

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

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 5 2014 年二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	32	184.98	28.10	190.91	28.82
	联合资信	16	192.30	19.06	190.58	19.52
	大公	13	189.58	17.56	189.77	16.19
	新世纪	4	170.46	17.43	166.67	16.57
AA+	中诚信	30	198.44	16.80	199.21	17.37
	联合资信	15	198.64	20.76	199.62	20.33
	大公	21	221.53	22.79	222.28	23.09
	新世纪	14	194.08	16.88	196.09	16.39
AA	中诚信	37	244.49	20.31	242.26	20.75
	联合资信	36	243.79	27.53	245.38	28.19
	大公	18	257.23	32.33	257.94	32.73
	新世纪	24	253.22	21.13	255.87	21.36
AA-	中诚信	13	358.37	22.11	360.96	23.47
	联合资信	7	413.42	25.58	422.57	27.99
	大公	18	426.89	17.15	427.94	17.09
	新世纪	17	391.18	21.61	392.46	22.07
A+	中诚信	1	449.76	-	448.33	-
	联合资信	2	587.26	1.12	589.83	0.36
	大公	3	403.83	4.28	407.31	2.99
	新世纪	1	463.13	-	461.51	-

资料来源：Wind 资讯、上海清算所、联合资信整理

从表 5 的利差检验结果来看，AAA 级主体所发短融，除新世纪受到样本量较少的影响，其他评级机构所评定的主体所发行的短融利差 I 和利差 II 的均值都在 190 个 BP 左右，联合资信和大公的变异系数较小，表明就 AAA 级主体级别来说，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 AA+和 AA 主体级别来说，新世纪和中诚信的利差 I 和利差 II 的均值以及变异系数较小，即市场对其认可度较高。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。