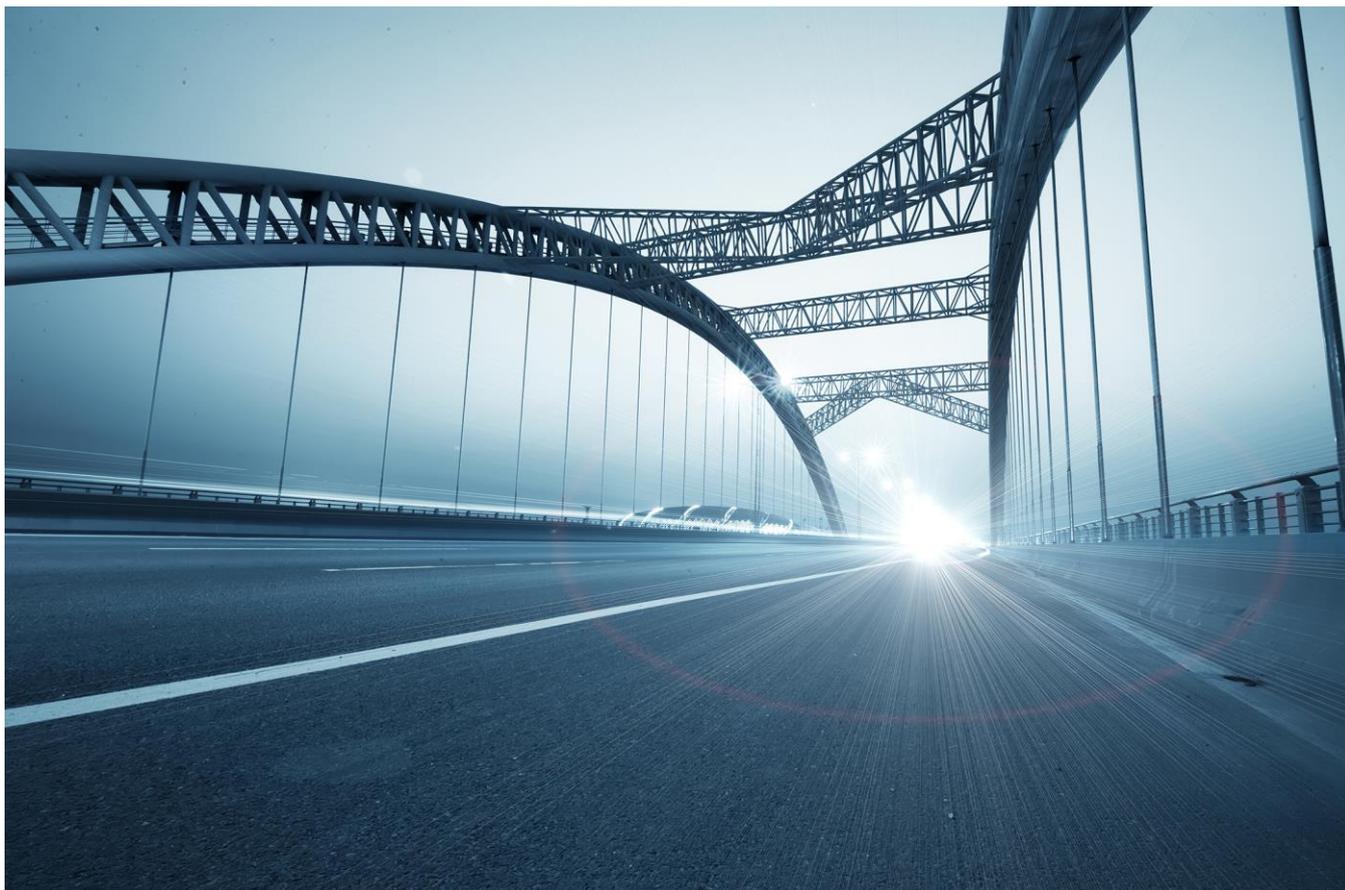


2019 年第三季度短期融资券利差分析报告

2019 年 10 月 11 日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号 PICC 大厦 17 层

邮箱：lianhe@lhratings.com

网址：www.lhratings.com

联合信用评级有限公司

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2
号 PICC 大厦 10 层

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

网址：www.unitedratings.com.cn

2019 年第三季度短期融资券利差分析报告

作者：联合资信 林青 闫瑾 罗润方

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；不包括中国国家铁路集团有限公司、中央汇金投资有限责任公司发行的短期融资券；同时，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含证券公司所发短融。

本季度：2019年7月1日至2019年9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，共有 99 家企业累计发行短融 114 期，发行规模为 1170.10 亿元，发行家数和发行期数环比、同比均有小幅上升，发行规模环比明显上升，但同比有所下降。本季度银行间市场资金面合理充裕，整体利率水平低于上季度和上年同期，一定程度上推动短融发行期数和发行家数上升。

表 1 2014 年至 2019 年三季度短融发行基本情况表

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 三季度	环比增长 (%)	同比增长 (%)
期数(期)	1072	1105	687	463	422	116	1.79	1.79
家数(家)	782	799	520	334	282	110	2.06	5.32
规模(亿元)	10521.53	9483.00	6062.95	3949.70	4193.30	1310.10	21.17	-12.65

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

表 2 2018 年至 2019 年三季度短融取消和推迟发行情况表

项目	2018 年 一季度	2018 年 二季度	2018 年 三季度	2018 年 四季度	2019 年 一季度	2019 年 二季度	2019 年 三季度	环比增长 (%)	同比增长 (%)
期数(期)	18	20	15	7	5	6	5	-16.67	-66.67
家数(家)	17	20	15	7	5	6	5	-16.67	-66.67
规模(亿元)	106.00	107.10	63.80	28.00	24.00	27.00	24.70	-8.52	-61.29

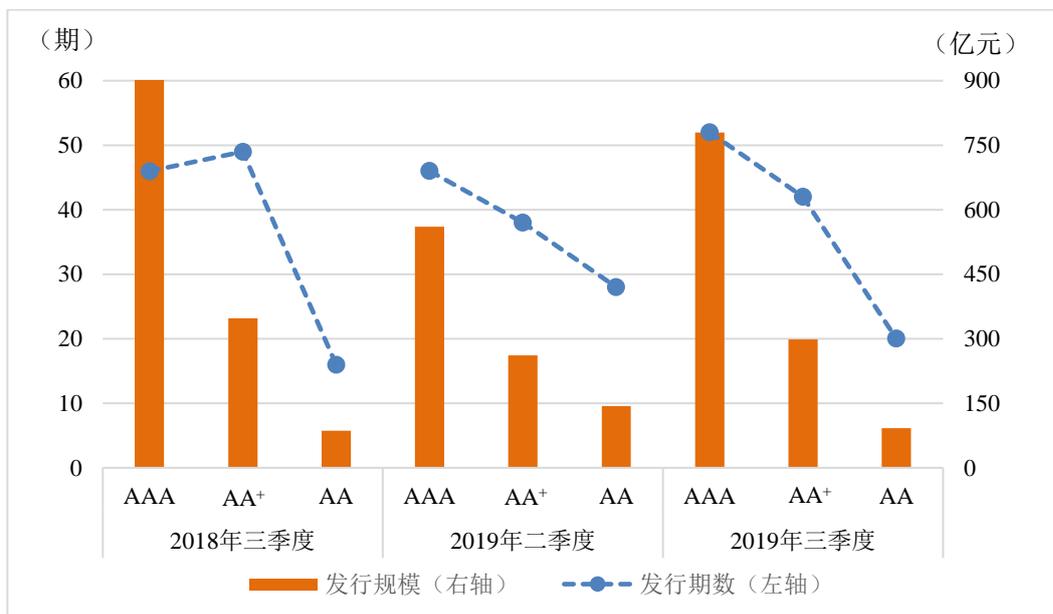
数据来源：Wind，联合资信整理

本季度，短融发行主体的信用等级分布在 AAA 级至 AA 级，仍然无 AA 级主体发行短融。

从发行期数来看，与上季度相同，AAA 级主体所发短融期数仍然超过 AA⁺ 级主体，在总发行期数中的占比（45.61%）最高，期数占比环比和同比均有不同程度上升；AA⁺ 级主体所发短融的期数占比（36.84%）环比有所上升，同比有所下降；AA 级主体所发短融的期数占比（17.54%）环比有所下降、同比有所上升。短融发行期数呈现向 AAA 级集中趋势。

从发行规模来看，AAA 级主体仍为短融发行规模最多的主体级别，规模占比（66.62%）环比和同比均有所上升；AA⁺ 级主体所发短融的规模占比（25.51%）环比和同比均有不同程度下降；AA 级主体所发短融的规模占比（7.87%）环比明显下降，但同比有所上升。短融发行规模向 AAA 级集中趋势进一步明显。

整体来看，短融发行主体的信用等级呈现进一步向 AAA 级集中趋势。



数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

图 1 短融发行主体信用等级分布

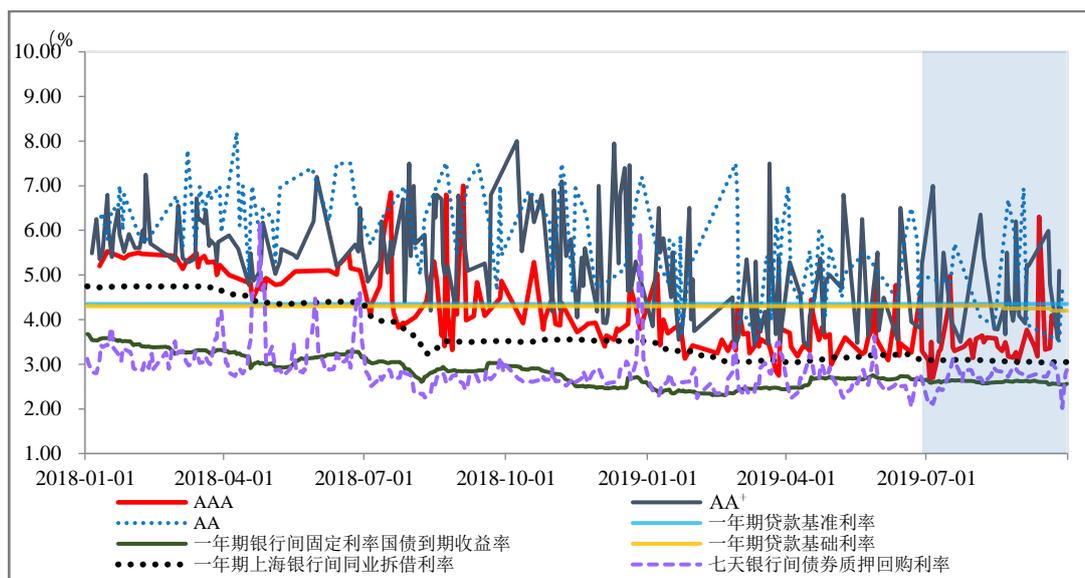
二、利率分析

从短融利率的种类来看，本季度所发短融均采用固定利率发行。

本季度，央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具，保证了资金面的整体稳定。央行于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点¹；同时，央行通过公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）、抵押补充贷款（PSL）、常备借贷便利（SLF）、国库定存等工具平抑信用事件冲击、季节波动等因素影响，合理安排工具搭配和操作节奏，维持资金面的松紧适度，保持流动性合理充裕。在此背景下，银行间市场资金面整体稳定，利率水平表现平稳。具体来看，本季度一年期贷款基准利率维持在 2015 年三季度以来的 4.35% 的水平；一年期贷款基础利率（LPR）略有下行，一年期贷款基础利率（LPR）自 2019 年 8 月 20 日按照新的

¹中国人民银行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。除此之外，为促进加大对小微、民营企业的支持力度，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点。

报价机制（公开市场操作利率加点形成）发布，本季度 LPR 略有下行，自 2019 年 9 月 20 日起维持在 4.20% 的水平；一年期银行间固定利率国债到期收益率于 2018 年全年呈小幅下行走势，2019 年以来走势较为平稳，本季度稍有所回落，平均水平（2.64%）较 2019 年二季度（2.65%）和 2018 年三季度（2.92%）有所下降。



注：剔除发行期限在 1 年内的和有担保的短融

数据来源：中国人民银行、上海清算所、Wind，联合资信整理

图 2 不同信用等级主体所发短融的发行利率情况图

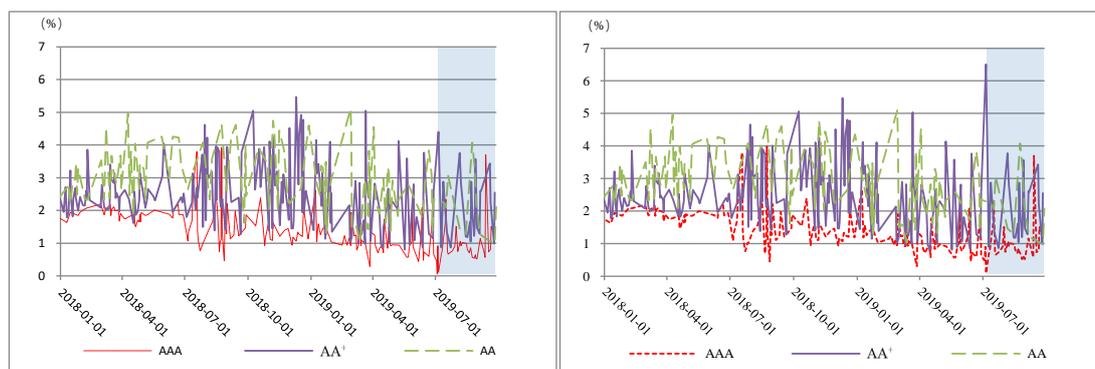
本季度，一年期短融的平均发行利率与一年期银行间固定利率国债到期收益率走势大致相同，一年期短融的平均发行利率（4.14%）较 2019 年二季度（4.35%）和 2018 年三季度（5.27%）均有所下降。

从各级别主体所发短融的发行利率来看，本季度各级别主体所发短融的发行利率走势与一年期银行间固定利率国债到期收益率、市场化程度较高的一年期上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）以及七天期银行间质押式回购加权平均利率（R007）利率走势均较为一致，但波动相对较大；部分 AA⁺ 级主体和多数 AA 级主体所发短融的发行利率存在重叠。本季度，AAA 级主体所发短融的发行利率大部分低于一年期贷款基准利率，部分 AA⁺ 级主体和多数 AA 级主体所发短融的发行利率高于一年期贷款基准利率。

三、利差分析

本季度，剔除 2 期发行期限在一年以内的、2 期有担保的以及 2 期在上市后两周内未发生交易的短融后，短融样本共计 108 期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述 108 期短融作为利差分析样本。

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。



数据来源：中国人民银行、上海清算所、Wind，联合资信整理

图 3 各等级发行主体所发短融对应的利差 I（左图）、利差 II（右图）走势

本季度，银行间债券市场资金面松紧适度，流动性合理充裕，短融发行利差和交易利差整体呈波动下行走势（见图 3），AAA 级和 AA 级主体所发短融的发行利差和交易利差环比和同比均有不同程度收窄，AA+级主体所发短融的发行利差和交易利差环比变化不大，同比收窄（见表 3）。

表 3 2019 年第三季度各等级发行主体所发短融对应的利差 I、利差 II 情况

主体级别	利差 I 均值 (BP)			利差 II 均值 (BP)		
	2018Q3	2019Q2	2019Q3	2018Q3	2019Q2	2019Q3
AAA	158.56	102.73	89.86	158.43	104.06	92.78
AA+	265.41	197.27	197.81	267.20	196.23	202.78
AA	341.55	256.44	216.53	342.93	253.07	216.77

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

本季度，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：新发短融的发行主体信用等级对短融利差均值呈现出一定的区分度（见表 4），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；AAA 级与 AA+ 级的级差显著高于 AA+ 级与 AA 级的级差，表明投资者对 AA+ 级及以下级别主体的风险溢价要求较高，避险情绪仍然较高；本季度各别 AAA 级和 AA+ 级发行人利差 I 和利差 II 的变异系数均较高，且各别 AAA 级和 AA+ 级发行人利差 I 和利差 II 的变异系数同比和环比均有不同程度上升，表明投资者对各别短融发行人信用风险判断的分化。

表 4 2019 年第三季度各别发行主体所发短融对应的利率和利差情况

主体级别	样本数量	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	2.65-6.37	3.50	89.86	-	79.75	92.78	-	74.62
AA+	42	3.28-7.40	4.58	197.81	107.95	62.46	202.78	110.00	67.67
AA	17	3.53-7.00	4.77	216.53	18.72	49.09	216.77	13.99	49.03

注：级差为本信用等级的利差均值减去比该信用等级高 1 个子级的利差均值；变异系数为利差标准差与利差均值的比

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理

我们使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验方法，对本季度不同主体信用等级所对应的短融利差 I 和利差 II 的差异性进行了显著性检验。检验结果显示，在 95% 的置信水平下，AAA 级与 AA+ 级、AAA 级与 AA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的差异均显著，AA+ 级与 AA 级主体所发短融的利差 I 和利差 II 的差异不具有显著性，整体上信用等级对短融风险定价有一定区分度。

表 5 2019 年第三季度各别发行主体所发短融利差的显著性水平

	利差 I: 发行利差		利差 II: 交易利差		
	AAA	AA+	AAA	AA+	
AA+	0.000	-	AA+	0.000	-
AA	0.000	0.299	AA	0.000	0.299

数据来源：上海清算所、Wind，联合资信整理