

2018年短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 >>>

2018年短期融资券共发行428期，同比下降7.96%；主体信用等级主要集中于AAA级和AA+级；主体信用等级对短期融资券利差具有显著的区分作用；短期融资券各主体等级间的发行利差、交易利差均存在显著差异；新世纪评级在AAA级和AA+级短期融资券的利差上表现较优。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2018年短期融资券共发行428期（不包括超短期融资券以及证券公司短期融资券），同比下降7.96%，剔除有担保、上市两周内无交易、发行期限低于一年的样本，最终获得409个基础样本。

在基础样本中，短期融资券主体信用等级包含三个级别：AAA级、AA+级和AA级，各等级的样本量分别为136个、185个和88个。从发行数量看，AAA级与AA+级短期融资券最多，占比分别为33.25%和45.23%。从发行规模来看，短期融资券的主体信用等级分布主要集中于AAA级和AA+级，合计占比达89.95%（图表1）。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

2018年短期融资券的发行利率与主体信用等级存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，发行利率越低，不同主体信用等级对应的发行利率均值分别为：AAA级4.62%、AA+级5.67%、AA级6.34%（图表2）。从上市首日利率来看，主体信用等级越高，上市首日利率均值越低，这和发行利率与主体信用等级的对应关系一致（图表3）。

发行利差、交易利差与主体信用等级的对应关系

也均较为明显（图表2、图表3），即主体信用等级越高，发行利差和交易利差均越小。发行利差、交易利差在各主体信用等级之间的级差存在一定差异，而与2017年相比，2018年从AAA级到AA+级和AA+级到AA级利差的级差均明显扩大，这表明投资者对于AA+级和AA级发行主体要求的风险溢价在增加。

图表1：2018年短期融资券基础样本主体信用等级分布

| 主体信用等级 | 发行期数 | | 发行规模 | |
|--------|--------|---------|----------|---------|
| | 发行量(期) | 占比 | 发行规模(亿元) | 占比 |
| AAA | 136 | 33.25% | 2717.50 | 58.34% |
| AA+ | 185 | 45.23% | 1472.60 | 31.61% |
| AA | 88 | 21.52% | 468.20 | 10.05% |
| 合计 | 409 | 100.00% | 4658.30 | 100.00% |

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表2：2018年短期融资券各主体信用等级对应发行利率和发行利差

| 主体信用等级 | 样本数 | 发行利率(%) | | | 发行利差(BP) | | | |
|--------|-----|-----------|------|------|----------|--------|--------|------|
| | | 区间 | 均值 | 标准差 | 均值 | 级差 | 标准差 | 变异系数 |
| AAA | 136 | 3.10-7.00 | 4.62 | 0.74 | 163.11 | NR | 61.12 | 0.37 |
| AA+ | 185 | 3.92-8.50 | 5.67 | 1.03 | 266.12 | 103.01 | 101.83 | 0.38 |
| AA | 88 | 4.60-8.20 | 6.34 | 0.89 | 327.26 | 61.14 | 89.93 | 0.27 |

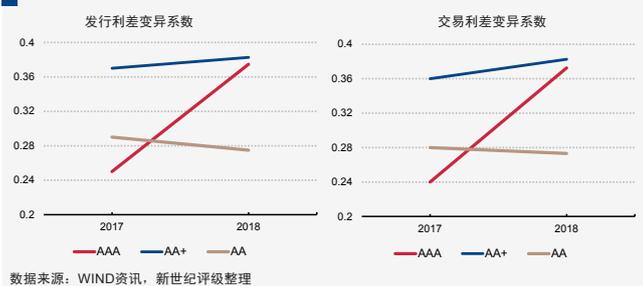
注：发行利差为短期融资券的发行利率减去与短期融资券起息日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；变异系数=利差标准差/利差均值，下同；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

图表3：2018年短期融资券各主体信用等级对应上市首日利率和交易利差

| 主体信用等级 | 样本数 | 上市首日利率(%) | | | 交易利差(BP) | | | |
|--------|-----|-----------|------|------|----------|--------|--------|------|
| | | 区间 | 均值 | 标准差 | 均值 | 级差 | 标准差 | 变异系数 |
| AAA | 136 | 3.10-7.00 | 4.62 | 0.74 | 163.40 | NR | 60.89 | 0.37 |
| AA+ | 185 | 3.92-8.50 | 5.66 | 1.03 | 266.37 | 102.97 | 101.90 | 0.38 |
| AA | 88 | 4.60-8.20 | 6.34 | 0.89 | 327.60 | 61.23 | 89.49 | 0.27 |

注：交易利差为短期融资券的上市首日利率减去与短期融资券上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

图表4：1年期短期融资券利差变异系数趋势图



数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表5：2018年主体信用等级对短期融资券发行利差、交易利差的Mann-Whitney U检验

| | AAA与AA+ | AAA与AA | AA+与AA |
|------|---------|--------|--------|
| 发行利差 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |
| 交易利差 | 0.000 | 0.000 | 0.000 |

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表6：2018年新世纪评级主体信用等级对短期融资券发行利差、交易利差的Mann-Whitney U检验

| | AAA与AA+ | AAA与AA | AA+与AA |
|------|---------|--------|--------|
| 发行利差 | 0.003 | 0.000 | 0.003 |
| 交易利差 | 0.003 | 0.000 | 0.002 |

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7：2018年各评级机构短期融资券发行利差均值比较（单位：BP）

| 评级机构 | 新世纪 | 中诚信国际 | 联合资信 | 大公 | 东方金诚 | 总样本 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 样本总量 | 55 | 156 | 131 | 56 | 13 | 411 |
| AAA | | | | | | |
| 样本量 | 9 | 63 | 49 | 16 | — | 137 |
| 均值 | 164.88 | 168.86 | 153.80 | 169.85 | — | 163.33 |
| 标准差 | 40.89 | 75.86 | 47.47 | 36.41 | — | 60.95 |
| AA+ | | | | | | |
| 样本量 | 28 | 61 | 57 | 29 | 10 | 185 |
| 均值 | 267.17 | 244.56 | 272.25 | 279.66 | 320.49 | 266.12 |
| 标准差 | 97.88 | 94.26 | 101.80 | 101.49 | 142.20 | 101.83 |
| AA | | | | | | |
| 样本量 | 18 | 32 | 25 | 11 | 3 | 89 |
| 均值 | 354.91 | 325.03 | 314.97 | 328.54 | 242.01 | 325.88 |
| 标准差 | 82.92 | 98.55 | 81.41 | 99.90 | 34.83 | 90.36 |

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表8：2018年各评级机构短期融资券交易利差均值比较（单位：BP）

| 评级机构 | 新世纪 | 中诚信国际 | 联合资信 | 大公 | 东方金诚 | 总样本 |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 样本总量 | 55 | 156 | 131 | 56 | 13 | 411 |
| AAA | | | | | | |
| 样本量 | 9 | 63 | 49 | 16 | — | 137 |
| 均值 | 165.25 | 168.89 | 154.55 | 169.59 | — | 163.60 |
| 标准差 | 39.68 | 75.95 | 46.72 | 36.35 | — | 60.71 |
| AA+ | | | | | | |
| 样本量 | 28 | 61 | 57 | 29 | 10 | 185 |
| 均值 | 267.53 | 244.90 | 272.58 | 279.41 | 320.82 | 266.37 |
| 标准差 | 98.13 | 94.17 | 101.61 | 101.88 | 143.22 | 101.90 |
| AA | | | | | | |
| 样本量 | 18 | 32 | 25 | 11 | 3 | 89 |
| 均值 | 354.95 | 325.90 | 315.12 | 328.90 | 240.27 | 326.23 |
| 标准差 | 83.45 | 97.59 | 80.67 | 99.59 | 32.75 | 89.91 |

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

变异系数用于衡量样本的离散程度，变异系数越小则样本的离散程度越低，反之则越大。与2017年相比，2018年短期融资券AAA级发行利差和交易利差的变异系数大幅上升，AA+级和AA级发行利差和交易利差的变异系数基本持平略有波动。表明市场对AAA级短期融资券发行人信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所增加。

二、短期融资券利差的影响因素分析

为检验主体信用等级及评级机构是否对短期融资券利差有影响，我们采用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验方法检验影响因子的显著性。

（一）主体信用等级对短期融资券利差的影响

为检验主体信用等级对利差的影响是否显著，我们分别对AAA级与AA+级、AAA级与AA级、AA+级与AA级间的发行利差、交易利差进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，考虑到样本数量，同一主体级别下少于5个统计样本的不参与检验，检验结果显示（图表5~6）：在5%的显著性水平下，全市场的主体等级对应短期融资券的发行利差、交易利差均存在显著差异，新世纪评级所评主体的发行利差、交易利差亦存在显著差异。

（二）信用评级机构对短期融资券利差的影响¹

从2018年各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，除东方金诚外，各家机构其发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降，而东方金城AA+级和AA级利差均值倒挂的原因可能是AA级样本数量过少影响。（图表7~8）。

图表7~8显示的利差均值统计数据表现出机构间存在一定程度的差异，Mann-Whitney U两独立样本非参数检验结果显示，在5%的显著性水平下，在各等级上，各评级机构间发行利差、交易利差的差异均不具有显著性。

¹共有2个样本均同时由两家评级机构提供评级服务，同时作为两家评级机构的统计样本，最终得到分机构统计的样本总量是411，下同。