

2019年第一季度短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 ▶▶▶

2019年第一季度短期融资券共发行131期，同比增长11.02%；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；除AAA级上联合资信发行利差显著低于中诚信国际，发行、交易利差显著低于东方金诚外，短期融资券各主体等级间的发行利差、交易利差均不具有显著差异；新世纪评级在AA+级和AA级短期融资券的利差上表现良好。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2019年第一季度短期融资券共发行131期（不包括超短期融资券以及证券公司短期融资券），同比增长11.02%，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125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43个、52个和30个。从发行数量看，AAA级与AA+级短期融资券最多，占比分别为34.40%和41.60%。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89.65%（图表1）。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

2019年第一季度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3.51%、AA+级4.50%、AA级5.20%（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。

图表1·2019年第一季度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	43	34.40%	799.0	61.72%
AA+	52	41.60%	361.5	27.93%
AA	30	24.00%	134.0	10.35%
合计	125	100.00%	1294.5	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表2·2019年第一季度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	43	2.75-5.02	3.51	0.44	109.58	NR	44.47	0.41
AA+	52	3.38-7.50	4.50	1.26	208.80	99.21	127.00	0.61
AA	30	3.50-7.50	5.20	1.25	277.80	69.00	125.89	0.45

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、同期限的中债国债到期收益率；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3·2019年第一季度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

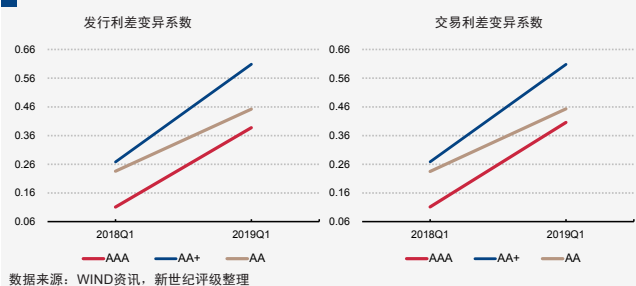
主体信用等级	样本数	上市首日利率（%）			交易利差（BP）			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	43	2.75-5.02	3.53	0.42	111.08	NR	43.02	0.39
AA+	52	3.38-7.50	4.50	1.26	208.23	97.15	126.70	0.61
AA	30	3.50-7.50	5.20	1.25	277.25	69.02	125.42	0.45

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、同期限的中债国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理。

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，而与上年同期相比，2019年第一季度从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。

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。与上年同期相比，2019年第一季度短期融资券各等级变异系数均明显上升，各等级短期融资券内部利差离散程度有所扩大（图表4）。

图表4-1年期短期融资券利差变异系数趋势图



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）：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。

图表5-2019年第一季度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	0.003
交易利差	0.000	0.000	0.003

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

（二）信用评级机构对短期融资券利差的影响

从2019年第一季度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，东方金城AA+级和AA级利差均值存在倒挂。（图表6~7）。

图表6~7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，对5个样本以上的机构进行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，除AAA级上联合资信发行利差显著低于中诚信国际，发行、交易利差显著低于东方金诚外，其余各等级上，各评级机构间发行利差、交易利差的差异均不具有显著差异。

图表6-2019年第一季度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	19	42	38	7	13	125
AAA						
样本量	2	16	16	2	7	43
均值	56.20	124.71	95.05	110.57	123.21	109.58
标准差	39.44	55.89	34.81	10.59	19.70	44.47
AA+						
样本量	11	18	14	3	6	52
均值	251.62	157.10	186.77	307.22	287.55	208.80
标准差	146.69	70.44	127.14	138.94	163.06	127.00
AA						
样本量	6	8	8	2	6	30
均值	287.51	294.70	248.82	446.97	227.81	277.80
标准差	125.43	119.87	149.22	90.55	83.01	125.89

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7-2019年第一季度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	19	42	38	7	13	125
AAA						
样本量	2	16	16	2	7	43
均值	57.86	124.34	99.54	110.68	122.47	111.08
标准差	39.12	56.44	31.17	8.72	19.40	43.02
AA+						
样本量	11	18	14	3	6	52
均值	250.57	156.83	186.35	307.58	286.22	208.23
标准差	147.73	69.03	126.31	139.61	163.11	126.70
AA						
样本量	6	8	8	2	6	30
均值	286.27	295.40	247.45	446.26	227.41	277.25
标准差	125.49	119.92	147.00	89.18	84.00	125.42

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理