2019 年上半年短期融资券利差分析

研发部 孙田原

摘要：2019 年上半年短期融资券共发行 244 期，同比增长 17.31%；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 级上东方金诚发行、交易利差显著高于新世纪、联合资信，AA+级上东方金诚发行、交易利差显著高于中诚信国际外，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 级短期融资券的利差上表现优秀、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 年上半年短期融资券共发行 244 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 17.31%，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 232 个有效样本。

在有效样本中，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 90 个、89 个和 53 个。从发行数量看，AAA 级与 AA+级短期融资券较多，占比分别为 38.79%和 38.36%。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，占比达 62.68%（图表 1）。

图表 1　2019 年上半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	90	38.79%	1429.50	62.68%
AA+	89	38.36%	614.00	26.92%
AA	53	22.84%	237.20	10.40%
合计	232	100.00%	2280.70	100.00%

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

2019 年上半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 3.58%、AA+级 4.55%、AA 级 5.17%（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，而与上年同期相比，2019 年上半年从 AAA 级到 AA+级利差的级差有所扩大而和 AA+级到 AA 级利差的级差有所缩小，这表明投资者对于 AA+级发行主体要求的风险溢价在增加。

图表 2　2019 年上半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	90	2.75-5.03	3.58	0.47	103.89	NR	45.81	0.44
AA+	89	3.38-7.50	4.55	1.19	204.00	100.12	119.69	0.59
AA	53	3.50-7.50	5.17	1.17	264.79	60.79	118.16	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。

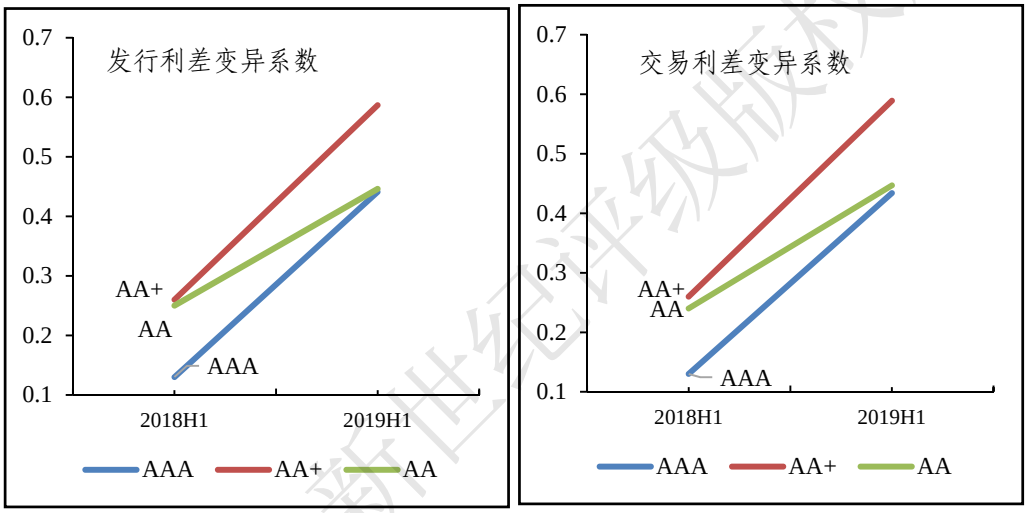
图表 3　2019 年上半年短期融资券各主体信用等级对应上市首日利率和交易利差

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	90	2.75-5.03	3.59	0.46	104.81	NR	45.49	0.43
AA+	89	3.38-7.50	4.55	1.19	203.23	98.41	119.73	0.59
AA	53	3.50-7.50	5.17	1.17	263.89	60.66	117.96	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。

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 年上半年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　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

新世纪评级版权所有

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 年上半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

（二）信用评级机构对短期融资券利差的影响

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

图表 6　2019 年上半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		33	80	81	9	30	233
AAA	样本量	5	36	34	2	13	90
	均值	**77.48**	**111.12**	**94.86**	**110.57**	**116.62**	**103.89**
	标准差	29.69	58.28	37.33	10.59	25.74	45.81
AA+	样本量	19	29	29	4	8	89
	均值	**222.24**	**155.25**	**203.41**	**261.43**	**310.85**	**204.00**
	标准差	125.53	75.15	123.69	145.81	144.88	119.69
AA	样本量	9	15	18	3	9	54
	均值	**278.99**	**244.64**	**270.92**	**334.65**	**231.41**	**261.92**
	标准差	119.74	114.89	130.58	204.82	73.75	118.92

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

新世纪评级版权所有

图表 7　2019 年上半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		33	80	81	9	30	233
AAA	样本量	5	36	34	2	13	90
	均值	**82.39**	**110.34**	**97.46**	**110.68**	**116.46**	**104.81**
	标准差	34.94	59.17	35.59	8.72	25.19	45.49
AA+	样本量	19	29	29	4	8	89
	均值	**221.45**	**153.83**	**203.28**	**261.37**	**309.74**	**203.23**
	标准差	126.04	74.65	123.40	146.75	145.03	119.73
AA	样本量	9	15	18	3	9	54
	均值	**278.04**	**245.11**	**269.28**	**334.33**	**229.74**	**261.05**
	标准差	119.77	115.02	119.44	203.87	75.37	118.69

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

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 级上东方金诚发行、交易利差显著高于新世纪、联合资信，AA+级上东方金诚发行、交易利差显著高于中诚信国际外，在其余各等级上，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。

新世纪评级版权所有

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。