

◆ 市场研究

2016年第一季度短期融资券利差分析

周美玲 何金中/文

新世纪评级对短期融资券的利差分析选取同日、一年期银行间固定利率国债到期收益率（简称“国债利率”）为基准利率计算利差。利差分析结果表明，2016年第一季度短期融资券的发行主体信用等级主要集中于AA级及以上级别，利差与主体信用等级存在较好的对应关系，主体信用等级对短期融资券利差具有显著区分度。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2016年第一季度短期融资券共发行239期（不包括超短期融资券以及证券公司短期融资券），剔除有担保的7个样本，有效样本共计232个。在有效样本中，发行期限为非1年期的有7个，最终获得225个1年期基础样本。

在基础样本中，短期融资券主体信用等级包含四个级别：AAA级、AA+级、AA级和AA-级，各等级的样本量分别为41个、67个、106个和11个。从发行数量看，短期融资券主体信用等级主要集中于AA级及以上级别，占比达95.11%（图表1）。从发行规模来看，短期融资券的主体信用等级分布亦主要集中于AA级及以上级别，占比达98.40%。

图表1. 2016年第一季度发行的短期融资券主体信用等级分布

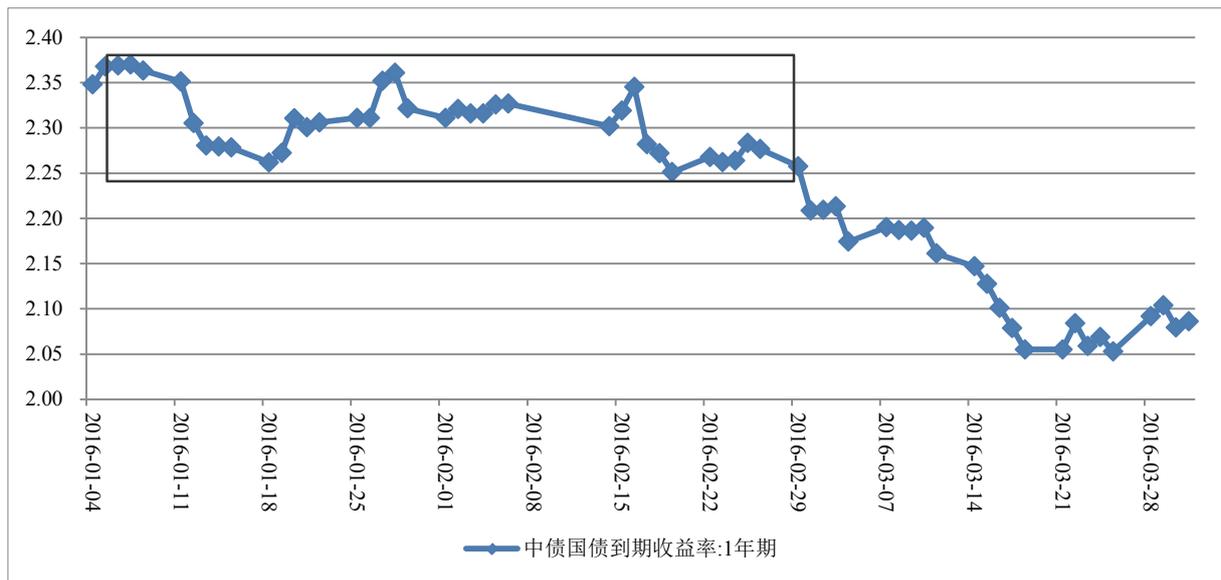
主体等级	发行期数		发行规模	
	发行量（期）	占比	发行规模（亿元）	占比
AAA	41	18.22%	859.0	41.31%
AA+	67	29.78%	604.4	29.07%
AA	106	47.11%	582.8	28.03%
AA-	11	4.89%	33.2	1.60%
合计	225	100.00%	2079.4	100.00%

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

（二）基准利率走势分析

2016年第一季度，国债利率先稳后降。具体来说，2016年初至2月末，国债利率基本在2.25%~2.40%区间波动；3月，在今年首次全面降准刺激下，国债利率快速下降脱离前期运行区间。2016年第一季度，在国内外经济金融环境仍较复杂的情况下，央行货币政策延续了去年的宽松状态，市场资金面整体偏宽松。

图表2. 2016年第一季度国债利率走势（%）



数据来源：Wind 资讯

（三）利率、利差与信用等级的对应关系

2016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，即等级越高，发行利率越低（图表3）。从发行利率的均值来看，各等级短期融资券对应的发行利率均值分别为：AAA级3.19%、AA+级3.29%、AA级4.13%、AA-级5.95%。同时，不同主体信用等级的短期融资券发行利率的差异性（标准差）也与主体信用等级存在一定对应关系，AA级和AA-级的发行利率的差异性明显大于其他级别发行利率的差异性。2016年第一季度短期融资券的首日交易利率与信用等级也存在较好的对应关系，等级越高，首日交易利率越低（图表4），和发行利率与信用等级的对应关系一致。

发行利差、交易利差与信用等级的对应关系也均较为明显（参见图表3、图表4），利差大小与等级高低整体上呈现明显的负相关关系，即等级越高发行利差和交易利差均越小。同时，不同主体信用等级的短期融资券发行利差、交易利差的差异性特征与发行利率差异性特征非常相似，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，从AA级到AA-级的利差级差扩大非常明显。

图表3. 2016年第一季度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	偏离系数
AAA	41	2.48~5.50	3.19	0.71	99.83	NR	70.77	0.71
AA+	67	2.70~7.39	3.29	0.75	107.92	8.09	74.49	0.69
AA	106	2.80~8.00	4.13	1.28	191.22	83.30	126.52	0.66
AA-	11	4.20~7.00	5.95	0.90	371.62	180.40	92.40	0.25

注：1. 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；

2. 偏离系数=利差标准差/利差均值，下同。

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表4. 2016年第一季度各主体信用等级对应首日交易利率和交易利差

主体信用等级	样本数	上市日利率 (%)			交易利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	偏离系数
AAA	41	2.30~5.71	3.23	0.75	105.02	NR	74.63	0.71
AA+	67	2.77~7.46	3.37	0.74	115.49	10.47	74.37	0.64
AA	106	2.80~8.11	4.21	1.28	199.47	83.98	126.41	0.63
AA-	11	4.27~7.01	6.02	0.89	378.13	178.67	90.73	0.24

注：1. 交易利差为短期融资券的上市首日收益率减去与短期融资券上市日日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

二、短期融资券利差的影响因素分析

考虑到大部分样本组间方差齐性检验较难通过，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、AAA级与AA-级、AA+级与AA级、AA+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，检验结果显示（图表5、图表6）：在0.05置信水平下，各主体等级对应短期融资券的发行利差、交易利差的中心位置存在显著差异，主体信用等级对短期融资券的发行利差、交易利差具有显著区分度。

图表5. 2016年第一季度主体信用等级对短期融资券发行利差影响的Mann-Whitney U检验结果

组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	AA+	1922.5	3963.5	1061.5	-1.976	0.048
	AA	1763.5	9114.5	902.5	-5.488	0.000
	AA-	871.0	507.0	10.0	-4.830	0.000
AA+	AA	3883.5	11167.5	1605.5	-6.063	0.000
	AA-	2300.0	781.0	22.0	-4.976	0.000
AA	AA-	5825.5	1077.5	154.5	-4.002	0.000

图表6. 2016年第一季度主体信用等级对短期融资券交易利差影响的Mann-Whitney U检验结果

组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	AA+	1915.5	3970.5	1054.5	-2.020	0.043*
	AA	1772.0	9106.0	911.0	-5.451	0.000
	AA-	871.0	507.0	10.0	-4.830	0.000
AA+	AA	3824.5	11226.5	1546.5	-6.247	0.000
	AA-	2299.0	782.0	21.0	-4.990	0.000
AA	AA-	5830.0	1073.0	159.0	-3.960	0.000

（二）信用评级机构对短期融资券利差的影响

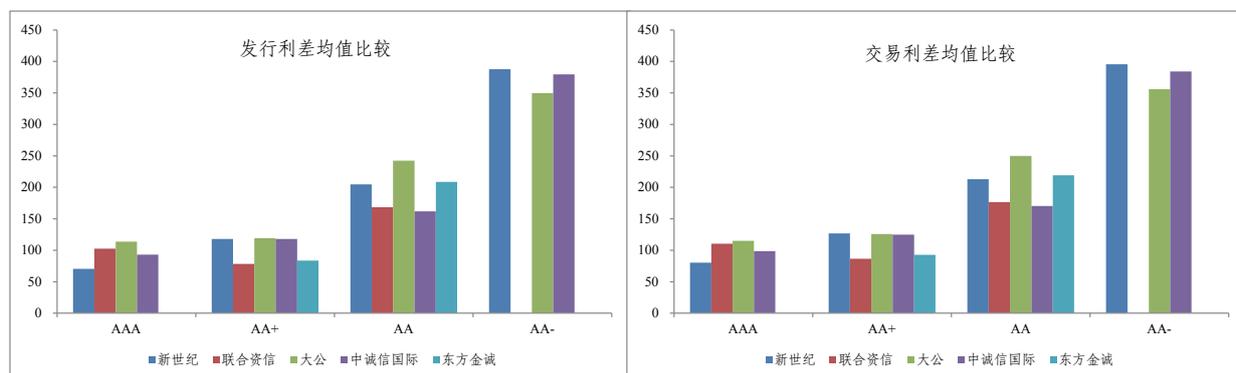
从2016年第一季度各评级机构短期融资券的发行利差均值、交易利差均值来看，除联合资信外，各机构发行利差、交易利差均与随主体信用等级上升而下降（图表7~图表9）。

图表7. 2016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	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量		47	49	48	73	8	225
AAA	样本量	1	10	10	20	—	41
	均值	70.58	102.46	113.78	93.01	—	99.83
	标准差	—	68.24	80.56	71.17	—	70.77
AA+	样本量	14	15	15	20	3	67
	均值	118.12	78.49	119.41	117.87	83.66	107.92
	标准差	119.30	24.05	60.80	72.67	20.88	74.49
AA	样本量	28	24	19	30	5	106
	均值	204.73	168.26	242.29	161.72	208.60	191.22
	标准差	125.03	110.53	148.98	119.54	131.26	126.52
AA-	样本量	4	—	4	3	—	11
	均值	387.70	—	349.65	379.47	—	371.62
	标准差	20.70	—	118.03	139.92	—	92.40

数据来源：Wind资讯，新世纪评级整理

图表8. 2016年第一季度各评级机构短期融资券发行利差均值、交易利差均值比较图（单位：BP）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表9. 2016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	联合资信	大公	中诚信国际	东方金诚	总样本
样本总量		47	49	48	73	8	225
AAA	样本量	1	10	10	20	—	41
	均值	80.31	110.28	114.95	98.66	—	105.02
	标准差	—	69.46	87.22	75.47	—	74.63
AA+	样本量	14	15	15	20	3	67
	均值	126.82	86.57	125.88	124.88	92.60	115.49
	标准差	119.78	24.12	59.98	72.49	20.60	74.37
AA	样本量	28	24	19	30	5	106
	均值	212.75	176.67	249.77	170.21	218.96	199.47
	标准差	127.41	110.57	148.85	117.07	131.34	126.41
AA-	样本量	4	—	4	3	—	11
	均值	395.69	—	356.10	384.11	—	378.13
	标准差	22.01	—	116.95	135.20	—	90.73

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

由于各机构各等级的评级样本量存在差别，图表7~图表9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，但这并不能从根本上说明各等级的利差在机构间存在差异。同样，本文使用Mann-Whitney U两独立样本非参数检验来检验评级机构对利差影响的显著性，但考虑到样本数量，同一主体级别下少于5个统计样本的机构不参与检验，检验结果汇总见图10、图11。

图表10. 2016年第一季度评级机构对短期融资券发行利差影响的Mann-Whitney U检验结果汇总

主体等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	联合资信	大公	99.0	111.0	44.0	-0.454	0.650
		中诚信国际	155.0	310.0	100.0	0.000	1.000
	大公	中诚信国际	169.5	295.5	85.5	-0.638	0.523
AA+	新世纪	联合资信	245.0	190.0	70.0	-1.528	0.127
		大公	178.0	257.0	73.0	-1.397	0.163
		中诚信国际	240.0	355.0	135.0	-0.175	0.861
	联合资信	大公	170.0	295.0	50.0	-2.592	0.010
		中诚信国际	237.0	403.0	107.0	-1.433	0.152
	大公	中诚信国际	303.0	327.0	117.0	-1.100	0.271
AA	新世纪	联合资信	795.0	583.0	283.0	-0.973	0.331
		大公	636.0	492.0	230.0	-0.780	0.435
		中诚信国际	930.5	780.5	315.5	-1.626	0.104
		东方金诚	466.0	95.0	60.0	-0.502	0.616
	联合资信	大公	487.0	459.0	187.0	-1.003	0.316
		中诚信国际	714.0	771.0	306.0	-0.940	0.47
		东方金诚	340.0	95.0	40.0	-1.155	0.248
	大公	中诚信国际	577.0	648.0	183.0	-2.093	0.036
		东方金诚	240.0	60.0	45.0	-0.178	0.859
	中诚信国际	东方金诚	511.0	119.0	46.0	-1.367	0.172

图表11. 2016年第一季度评级机构对短期融资券交易利差影响的Mann-Whitney U检验结果汇总

主体等级	组1	组2	组1秩和	组2秩和	Mann-Whitney U	Z	Sig. (双侧)
AAA	联合资信	大公	103.0	107.0	48.0	-0.151	0.880
		中诚信国际	159.0	306.0	96.0	-0.176	0.860
	大公	中诚信国际	163.0	302.0	92.0	-0.352	0.725
AA+	新世纪	联合资信	249.0	186.0	66.0	-1.702	0.089
		大公	183.0	252.0	78.0	-1.178	0.239
		中诚信国际	245.0	350.0	140.0	0.000	1.000
	联合资信	大公	173.0	292.0	53.0	-2.468	0.014
		中诚信国际	229.0	401.0	109.0	-1.367	0.172
	大公	中诚信国际	301.0	329.0	119.0	-1.033	0.301
AA	新世纪	联合资信	787.0	591.0	291.0	-0.826	0.409
		大公	636.0	492.0	230.0	-0.780	0.435
		中诚信国际	913.0	798.0	333.0	-1.354	0.176
		东方金诚	465.0	96.0	59.0	-0.552	0.581
	联合资信	大公	487.0	459.0	187.0	-1.003	0.316
		中诚信国际	702.0	783.0	318.0	-0.731	0.465
		东方金诚	338.0	97.0	38.0	-1.270	0.204
	大公	中诚信国际	570.0	655.0	190.0	-1.949	0.051
		东方金诚	239.0	61.0	46.0	-0.107	0.915
	中诚信国际	东方金诚	510.0	120.0	45.0	-1.414	0.157

主体信用等级为AAA级方面，我们对联合资信与大公、联合资信与中诚信国际、大公与中诚信国际间所评短期融资券发行利差、交易利差分别进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示：在0.05置信水平下，参与检验的各机构间所评AAA级短期融资券发行利差、交易利差均无显著差异。

主体信用等级为AA+级方面，我们对新世纪与联合资信、新世纪与大公、新世纪与中诚信国际、联合资信与大公、联合资信与中诚信国际、大公与中诚信国际间所评短期融资券发行利差、交易利差分别进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示：在0.05置信水平下，除联合资信和大公间所评AA+级短期融资券发行利差、交易利差有显著差异外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。

主体信用等级为AA级方面，我们对新世纪与联合资信、新世纪与大公、新世纪与中诚信国际、新世纪与东方金诚、联合资信与大公、联合资信与中诚信国际、联合资信与东方金诚、大公与中诚信国际、中诚信国际与东方金诚间所评短期融资券发行利差、交易利差分别进行Mann-Whitney U两独立样本非参数检验，检验结果显示：在0.05置信水平下，除大公与中诚信国际间所评AA级短期融资券发行利差有显著差异外，其余各机构间发行利差、交易利差均无显著差异。