

2018 年第一季度超短期融资券利差分析

研发部 杜永康

摘要：2018 年第一季度超短期融资券共发行 569 期，同比增长 72.95%；主体信用等级主要集中于 AAA 级和 AA+级；超短期融资券的发行及交易定价较好地反映了信用等级的差异；超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 270 天期主体 AA+级、AA 级超短期融资券的利差上表现较优。

一、超短期融资券利差统计分析

（一）超短期融资券发行概况

2018 年第一季度超短期融资券共发行 569 期，同比增长 72.95%，剔除具有担保条款和已取消发行的 2 个样本，有效样本共计 567 个。在有效样本中，发行期限为 270 天、180 天和 90 天的样本数，分别为 294 期、106 期和 40 期，新世纪评级选取发行数量最多的 270 天期超短期融资券作为基础样本。

在基础样本中，超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 98 个、127 个、68 个和 1 个。从发行数量看，超短期融资券主体信用等级主要集中于 AAA 级和 AA+级，合计占比达 76.53%。从发行规模来看，超短期融资券的主体信用等级分布亦主要集中于 AA+级和 AAA 级，合计占比达 84.51%（图表 1）。

图表 1 2018 年第一季度超短期融资券基础样本各主体信用等级分布

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	98	33.33%	1275.50	50.43%
AA+	127	43.20%	862.00	34.08%
AA	68	23.13%	388.50	15.36%
AA-	1	0.34%	3.00	0.12%
合计	294	100.00%	2529.00	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¹

2018 年第一季度超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（图表 2）。从发行利率的均值来看，不同主体信用等级对应的发行利率均值分别为：AAA 级 5.29%、AA+级 5.81%、AA 级 6.48%。上市首日利率与主体信用等级也存在较好的对应关系，即主体信用等级越高，上市首日利率越低（图表 3），这和发行利率与主体信用等级的对应关系一致。

超短期融资券的发行利差、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值越小。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，从 AA+级到 AA 级的利差级差有一定程度的扩大。

图表 2 2018 年第一季度超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	98	4.70~6.50	5.29	0.35	195.09	NR	32.88	0.17
AA+	127	5.00~7.80	5.81	0.65	245.26	50.17	64.75	0.26
AA	68	5.35~8.00	6.48	0.70	312.91	67.65	70.20	0.22

注：发行利差为超短期融资券的发行利率减去与超短期融资券起息日、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 年第一季度超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

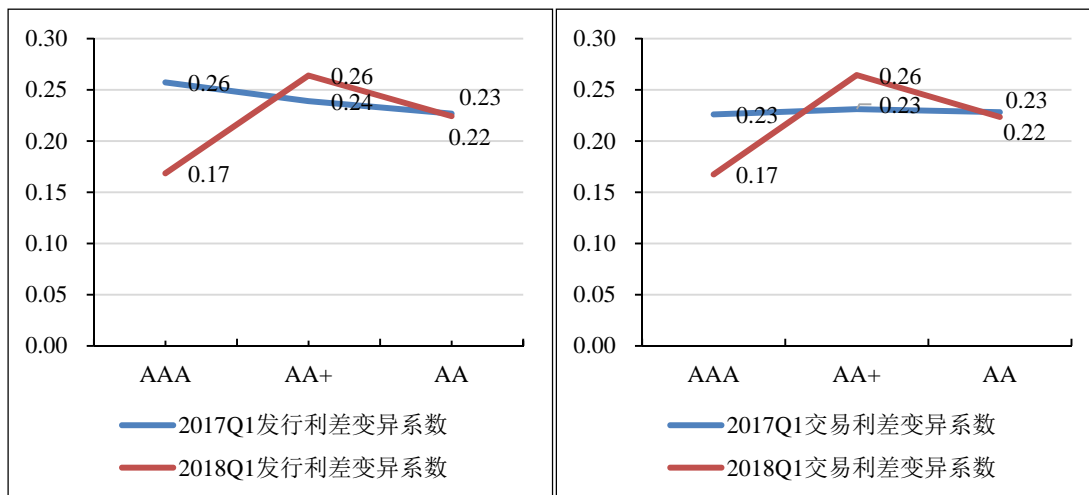
主体信用等级	样本数	上市首日利率 (%)			交易利差 (BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	98	4.70~6.50	5.30	0.35	195.65	NR	32.76	0.17
AA+	127	5.00~7.80	5.81	0.65	245.65	50.00	64.94	0.26
AA	68	5.35~7.33	6.48	0.70	313.24	67.60	69.98	0.22

注：交易利差为超短期融资券的上市首日利率减去与超短期融资券上市日、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。

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 年第一季度相比，2018 年第一季度超短期融资券 AAA 级发行利差和交易利差的变异系数均有所下降，表明市场对 AAA 级的认可程度上升；AA+级发行利差和交易利差的变异系数略有上升，表明市场对 AA+级的判断与评级机构给出的级别分歧略有扩大；AA 级与上年同期基本持平。

¹本统计剔除发行量较少的 AA-级样本，最终总样本为 293 个。

图表 4 270 天期超短期融资券发行利差、交易利差变异系数对比图



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

二、超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超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) 主体信用等级对超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，检验结果显示（图表 5）：在 5% 的显著性水平下，主体信用等级对应超短期融资券的发行利差、交易利差存在显著差异，主体信用等级对超短期融资券的发行利差、交易利差具有显著区分度。

图表 5 2018 年第一季度主体信用等级对超短期融资券发行利差、交易利差的 Mann-Whitney U 检验

	发行利差				交易利差		
	AAA	AA+	AA		AAA	AA+	AA
AAA	—	0.000	0.000	AAA	—	0.000	0.000
AA+	0.000	—	0.000	AA+	0.000	—	0.000
AA	0.000	0.000	—	AA	0.000	0.000	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

(二) 信用评级机构对超短期融资券利差的影响²

² 共有 5 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

从 2018 年第一季度各评级机构超短期融资券的发行利差、交易利差均值来看：除东方金诚因样本过少无法对比外，其余各机构发行利差、交易利差均随主体信用等级上升而下降（图表 6~7）。

图表 6 2018 年第一季度各评级机构超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		46	105	88	54	5	298
AAA	样本量	6	35	38	18	1	98
	均值	226.02	196.52	196.06	182.73	145.27	195.09
	标准差	78.07	29.46	27.36	19.00	—	32.88
AA+	样本量	26	47	32	23	4	132
	均值	246.10	232.89	259.77	262.19	285.64	248.71
	标准差	53.11	54.55	82.54	75.25	115.92	68.18
AA	样本量	14	23	18	13	—	68
	均值	315.19	334.63	301.38	287.99	—	312.91
	标准差	74.42	68.55	76.56	53.02	—	70.20

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 7 2018 年第一季度各评级机构超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		46	105	88	54	5	298
AAA	样本量	6	35	38	18	1	98
	均值	227.92	197.21	196.66	182.71	142.13	195.65
	标准差	77.18	28.45	27.49	19.67	—	32.76
AA+	样本量	26	47	32	23	4	132
	均值	246.22	233.53	259.98	262.68	285.24	249.09
	标准差	52.79	54.56	83.25	75.07	118.32	68.37
AA	样本量	14	23	18	13	—	68
	均值	315.55	334.09	302.56	288.68	—	313.24
	标准差	75.24	68.50	76.22	52.13	—	69.98

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，但由于各机构各等级的评级样本量存在差别，这并不能说明这种差异具有显著性。本文使用 Mann-Whitney U 两独立样本非参数检验来检验，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。检验结果显示，在 5% 的显著性水平下，各等级上，各评级机构间超短期融资券发行利差、交易利差均不存在显著差异，具体检验结果见图表 8~10。

机构统计的样本总量是 298，下同。

图表 8 2018 年第一季度评级机构对 AAA 级超短期融资券发行利差、交易利差影响的 Mann-Whitney U 检验

发行利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.450	0.561	0.317
	中诚信国际	0.450	—	1.000	0.128
	联合资信	0.561	1.000	—	0.106
	大公	0.317	0.128	0.106	—
交易利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.483	0.505	0.286
	中诚信国际	0.483	—	0.943	0.153
	联合资信	0.505	0.943	—	0.084
	大公	0.286	0.153	0.084	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 9 2018 年第一季度评级机构对 AA+ 级超短期融资券发行利差、交易利差影响的 Mann-Whitney U 检验

发行利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.101	0.673	0.749
	中诚信国际	0.101	—	0.507	0.081
	联合资信	0.673	0.507	—	0.474
	大公	0.749	0.081	0.474	—
交易利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.085	0.574	0.718
	中诚信国际	0.085	—	0.542	0.067
	联合资信	0.574	0.542	—	0.443
	大公	0.718	0.067	0.443	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 10 2018 年第一季度评级机构对 AA 级超短期融资券发行利差、交易利差影响的 Mann-Whitney U 检验

发行利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.266	0.649	0.357
	中诚信国际	0.266	—	0.164	0.054
	联合资信	0.649	0.164	—	0.968
	大公	0.357	0.054	0.968	—
交易利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.301	0.676	0.382
	中诚信国际	0.301	—	0.189	0.073
	联合资信	0.676	0.189	—	0.936
	大公	0.382	0.073	0.936	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理