

2018 年上半年超短期融资券利差分析

研发部 孙田原

摘要：2018 年上半年超短期融资券共发行 1147 期，同比增长 57.99%；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 级超短期融资券的利差上表现优异。

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 年上半年超短期融资券共发行 1147 期，同比增长 57.99%，剔除具有担保条款和已取消发行的 7 个样本，有效样本共计 1140 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 566 期、189 期和 62 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 203 个、247 个、115 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 79.51%。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 88.65%（图表 1）。

图表 1 2018 年上半年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	203	35.87%	2900.50	56.52%
AA+	247	43.64%	1648.50	32.13%
AA	115	20.32%	579.50	11.29%
AA-	1	0.18%	3.00	0.06%
合计	566	100.00%	5131.50	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 年上半年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 5.08%、AA+级 5.71%、AA 级 6.50%。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，且利差级差较 2018 年 1 季度有所扩大。

图表 2 2018 年上半年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	203	3.91~7.00	5.08	0.47	188.43	NR	41.39	0.22
AA+	247	4.50-7.80	5.71	0.71	249.33	60.90	70.22	0.28
AA	115	5.18-8.00	6.50	0.71	326.42	77.09	72.45	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 年上半年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	203	3.91-7.00	5.09	0.47	188.87	NR	41.25	0.22
AA+	247	4.50-7.80	5.71	0.71	250.02	61.14	79.17	0.28
AA	115	5.18-8.00	6.49	0.71	326.50	76.47	72.31	0.22

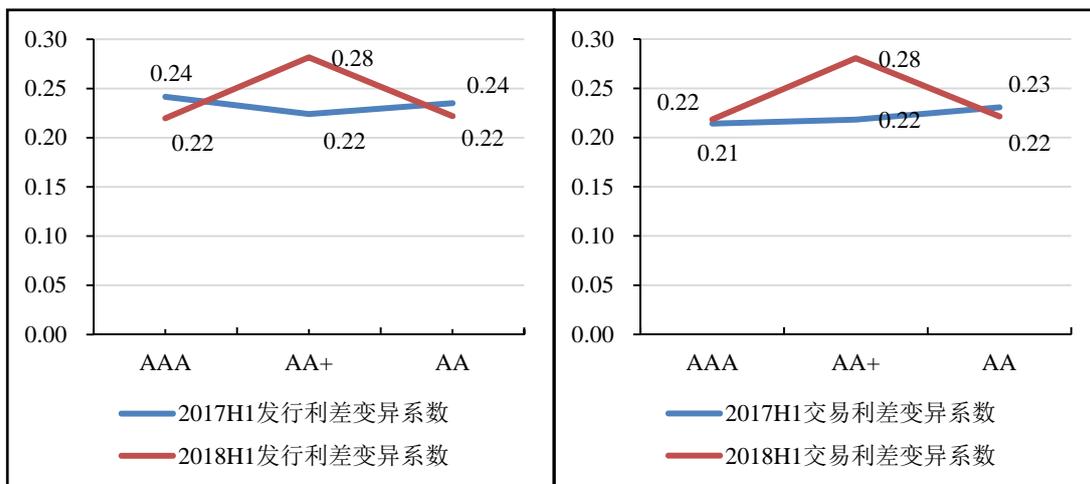
注：交易利差为超短期融资券的上市首日利率减去与超短期融资券上市日、同期限的银行间固定利率国债到期收益率；数据来源于 Wind 资讯，新世纪评级整理。

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 年上半年相比，2018 年上半年超短期融资券 AAA 级发行利差的变异系数略有下降而交易利差的变异系数略有上升，但基本保持平稳；AA+级发行利差和交易利差的变异系数上升较为明显，表明市场对 AA+级的判断与评级机构给出的级别分歧扩大；AA 级的发行利差和交易利差的变异系数

¹本统计剔除发行量较少的 AA-级样本，最终总样本为 565 个。

同比均略有下降。

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 年上半年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

从 2018 年上半年各评级机构超短期融资券的发行利差、交易利差均值来看：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 年上半年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		92	193	164	111	13	573
AAA	样本量	21	68	69	41	3	202
	均值	201.99	191.09	188.16	183.62	144.48	189.02
	标准差	66.46	38.21	33.04	38.90	3.29	40.64
AA+	样本量	54	88	58	46	9	255
	均值	258.99	234.86	266.43	257.04	252.85	251.78
	标准差	66.94	58.49	84.32	82.93	83.03	72.78
AA	样本量	17	37	37	23	1	115
	均值	318.77	337.55	321.91	324.06	265.79	326.42
	标准差	73.61	67.99	79.62	69.72	—	72.45

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 7 2018 年上半年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		92	193	164	111	13	573
AAA	样本量	21	68	69	41	3	202
	均值	202.63	191.55	188.50	184.08	145.03	189.45
	标准差	66.24	37.79	32.90	39.28	3.03	40.51
AA+	样本量	54	88	58	46	9	255
	均值	259.39	235.90	266.95	257.92	252.09	252.48
	标准差	67.02	58.00	84.45	83.17	83.03	72.74
AA	样本量	17	37	37	23	1	115
	均值	319.01	337.15	322.26	324.46	262.97	326.50
	标准差	74.74	67.99	78.95	69.41	—	72.31

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

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，最终得到分机构统计的样本总量是 298，下同。

著性水平下，除在 AA+级别上，中诚信国际的发行利差和交易利差显著低于新世纪以外，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。

图表 8 2018 年上半年评级机构对 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	—	0.950	0.845	0.567
	中诚信国际	0.950	—	0.517	0.107
	联合资信	0.845	0.517	—	0.315
	大公	0.567	0.107	0.315	—
交易利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
	新世纪	—	0.862	0.834	0.547
	中诚信国际	0.862	—	0.517	0.107
	联合资信	0.834	0.517	—	0.362
	大公	0.547	0.107	0.362	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 9 2018 年上半年评级机构对 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	东方金诚
	新世纪	—	0.008	0.749	0.343	0.409
	中诚信国际	0.008	—	0.063	0.221	0.384
	联合资信	0.749	0.063	—	0.617	0.898
	大公	0.343	0.221	0.617	—	0.973
	东方金诚	0.409	0.384	0.898	0.973	—
交易利差		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公	东方金诚
	新世纪	—	0.011	0.766	0.369	0.409
	中诚信国际	0.011	—	0.072	0.221	0.51
	联合资信	0.766	0.072	—	0.598	0.854
	大公	0.369	0.221	0.598	—	0.937
	东方金诚	0.409	0.510	0.854	0.937	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 10 2018 年上半年评级机构对 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	—	0.297	0.889	0.766
	中诚信国际	0.297	—	0.367	0.461
	联合资信	0.889	0.367	—	0.826
	大公	0.766	0.461	0.826	—

		新世纪	中诚信国际	联合资信	大公
交易利差	新世纪	—	0.328	0.889	0.766
	中诚信国际	0.328	—	0.378	0.558
	联合资信	0.889	0.378	—	0.826
	大公	0.766	0.558	0.826	—

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理