

2018 年短期融资券利差分析

研发部 孙田原

摘要：2018 年短期融资券共发行 428 期，同比下降 7.96%；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；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 级和 AA+级短期融资券的利差上表现较优。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2018 年短期融资券共发行 428 期（不包括超短期融资券以及证券公司短期融资券），同比下降 7.96%，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 409 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 136 个、185 个和 88 个。从发行数量看，AAA 级与 AA+级短期融资券最多，占比分别为 33.25%和 45.23%。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 89.95%（图表 1）。

图表 1 2018 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	136	33.25%	2717.50	58.34%
AA+	185	45.23%	1472.60	31.61%
AA	88	21.52%	468.20	10.05%
合计	409	100.00%	4658.30	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

2018 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 4.44%、AA+级 5.70%、AA 级 6.33%（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 2017 年相比，2018 年从 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。

图表 2 2018 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	136	3.10-7.00	4.62	0.74	163.11	NR	61.12	0.37
AA+	185	3.92-8.50	5.67	1.03	266.12	103.01	101.83	0.38
AA	88	4.60-8.20	6.34	0.89	327.26	61.14	89.93	0.27

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。

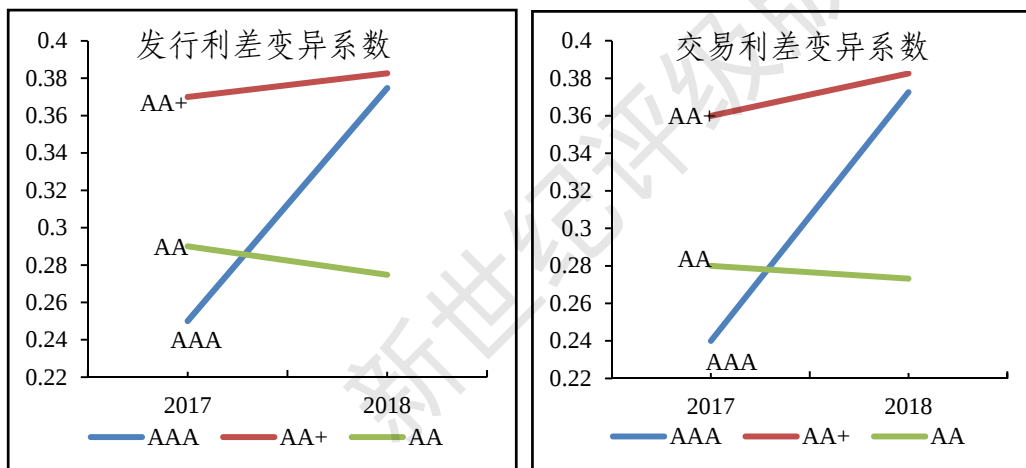
图表 3 2018 年短期融资券各主体信用等级对应上市首日利率和交易利差

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	136	3.10-7.00	4.62	0.74	163.40	NR	60.89	0.37
AA+	185	3.92-8.50	5.66	1.03	266.37	102.97	101.90	0.38
AA	88	4.60-8.20	6.34	0.89	327.60	61.23	89.49	0.27

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 年相比，2018 年短期融资券 AAA 级发行利差和交易利差的变异系数大幅上升，AA+级和 AA 级发行利差和交易利差的变异系数基本持平略有波动。表明市场对 AAA 级超短期融资券发行人信用资质的判断与评级机构给出的级别存在的分歧有所增加。

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

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 5~6）：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，新世纪评级所评主体的发行利差、交易利差亦存在显著差异。

图表 5 2018 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

图表 6 2018 年新世纪评级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	0.003	0.000	0.003
交易利差	0.003	0.000	0.002

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¹

从 2018 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，而东方金城 AA+级和 AA 级利差均值倒挂的原因可能是 AA 级样本数量过少影响。（图表 7~8）。

图表 7 2018 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	55	156	131	56	13	411
AAA 样本量	9	63	49	16	—	137

¹共有 2 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 411，下同。

	均值	164.88	168.86	153.80	169.85	—	163.33
	标准差	40.89	75.86	47.47	36.41	—	60.95
AA+	样本量	28	61	57	29	10	185
	均值	267.17	244.56	272.25	279.66	320.49	266.12
	标准差	97.88	94.26	101.80	101.49	142.20	101.83
AA	样本量	18	32	25	11	3	89
	均值	354.91	325.03	314.97	328.54	242.01	325.88
	标准差	82.92	98.55	81.41	99.90	34.83	90.36

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

图表 8 2018 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	55	156	131	56	13	411
AAA	样本量	9	63	49	16	137
	均值	165.25	168.89	154.55	169.59	163.60
	标准差	39.68	75.95	46.72	36.35	60.71
AA+	样本量	28	61	57	29	185
	均值	267.53	244.90	272.58	279.41	320.82
	标准差	98.13	94.17	101.61	101.88	143.22
AA	样本量	18	32	25	11	89
	均值	354.95	325.90	315.12	328.90	240.27
	标准差	83.45	97.59	80.67	99.59	32.75

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

表 7~8 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，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，在各等级上，各评级机构间发行利差、交易利差的差异均不具有显著性。

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。