

2019年上半年超短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 >>>

2019年上半年超短期融资券共发行1423期，同比增长24.06%；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，AAA级上表现较优，AA+级上表现良好。

一、超短期融资券利差统计分析

（一）超短期融资券发行概况

2019年上半年超短期融资券共发行1423期，同比增长24.06%，剔除具有担保条款的21个样本，有效样本共计1402个。在有效样本中，发行期限主要集中于270天、180天和90天，样本数分别为713期、215期和65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研究基础样本。

在基础样本中，超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325个、265个和123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82.75%。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AAA级和AA+级，合计占比达91.34%（图表1）。

图表1-2019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	325	45.58%	3902.20	65.39%
AA+	265	37.17%	1548.60	25.95%
AA	123	17.25%	517.10	8.66%
合计	713	100.00%	5967.90	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3.48%、AA+级4.40%、AA级5.21%。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，

图表2-2019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	325	2.50-5.70	3.48	0.53	102.12	NR	53.28	0.52
AA+	265	3.18-7.75	4.40	1.20	196.20	94.07	120.01	0.61
AA	123	3.59-7.50	5.21	1.13	277.86	81.67	114.93	0.41

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	325	2.51-5.70	3.48	0.52	102.67	NR	52.96	0.52
AA+	265	3.18-7.75	4.40	1.20	195.93	93.26	120.08	0.61
AA	123	3.59-7.50	5.21	1.13	277.40	81.47	115.47	0.42

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、同期限的中债国债到期收益率；数据来源于Wind资讯，新世纪评级整理

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，且利差级差较上年同期有所扩大，AA+级和AA级发行利差级差分别上升33.17BP和4.58BP，交易利差级差分别上升32.12BP和5.00BP。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年上半年超短期融资券各主体等级的变异系数均明显上升，超短期融资券各等级内部利差离散程度有所扩大。



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

图表5: 2019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

	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: 2019年上半年新世纪评级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

	AAA与AA+	AAA与AA	AA+与AA
发行利差	0.000	0.000	0.033
交易利差	0.000	0.000	0.034

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

5~6)：在5%的显著性水平下，全市场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，新世纪评级检验结果亦然。

(二) 信用评级机构对超短期融资券利差的影响¹

从2019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7~8）。

图表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，但由此并不能说明这种差异具有显著性。通过Mann-Whitney U两独立样本非参数检验可知，同一级别上，各机构间的发行利差和交易利差基本不具有显著性差异，仅在个别级别上个别评级机构与其他评级机构间存在显著差异。

在5%的显著性水平下，在AAA级上，东方金诚发行利差、交易利差显著高于其余机构；在AA+级上，联合资信发行利差，东方金诚发行利差、交易利差显著高于中诚信国际；在AA级上，新世纪发行利差、交易利差显著低于联合资信。除此之外，各评级机构之间均不存在显著差异。

图表7: 2019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	116	289	220	47	54	726	
AAA	样本量	30	165	99	11	27	332
	均值	93.69	97.03	109.25	91.07	117.70	101.86
	标准差	50.97	49.22	63.24	21.40	36.18	52.79
AA+	样本量	62	86	78	23	22	271
	均值	189.87	172.72	219.12	176.32	260.60	197.44
	标准差	104.93	101.01	126.90	133.85	163.63	120.59
AA	样本量	24	38	43	13	5	123
	均值	228.84	281.17	291.15	320.42	263.08	277.86
	标准差	101.43	118.11	103.61	155.51	82.59	114.93

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表8: 2019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	116	289	220	47	54	726	
AAA	样本量	30	165	99	11	27	332
	均值	93.99	97.39	110.38	91.19	118.00	102.43
	标准差	51.43	49.35	62.12	20.68	35.59	52.49
AA+	样本量	62	86	78	23	22	271
	均值	189.82	172.52	218.68	175.88	259.93	197.15
	标准差	105.15	100.66	127.13	134.33	163.78	120.63
AA	样本量	24	38	43	13	5	123
	均值	227.82	280.70	290.91	320.66	261.66	277.40
	标准差	101.63	118.64	120.89	155.72	84.02	115.47

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

¹共有13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726，下同。