

2019年上半年短期融资券利差分析

■ 文 / 孙田原

摘要 >>>

2019年上半年短期融资券共发行244期，同比增长17.31%；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；除AAA级上东方金诚发行、交易利差显著高于新世纪、联合资信，AA+级上东方金诚发行、交易利差显著高于中诚信国际外，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级短期融资券的利差上表现优秀、AA+级和AA级短期融资券的利差上表现良好。

一、短期融资券利差统计分析

（一）短期融资券发行概况

2019年上半年短期融资券共发行244期（不包括超短期融资券以及证券公司短期融资券），同比增长17.31%，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232个有效样本。

在有效样本中，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90个、89个和53个。从发行数量看，AAA级与AA+级短期融资券较多，占比分别为38.79%和38.36%。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，占比达62.68%（图表1）。

（二）利率、利差与信用等级的对应关系

2019年上半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3.58%、AA+级4.55%、AA级5.17%（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。

图表1-2019年上半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	90	38.79%	1429.50	62.68%
AA+	89	38.36%	614.00	26.92%
AA	53	22.84%	237.20	10.40%
合计	232	100.00%	2280.70	100.00%

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表2-2019年上半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	90	2.75-5.03	3.58	0.47	103.89	NR	45.81	0.44
AA+	89	3.38-7.50	4.55	1.19	204.00	100.12	119.69	0.59
AA	53	3.50-7.50	5.17	1.17	264.79	60.79	118.16	0.45

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

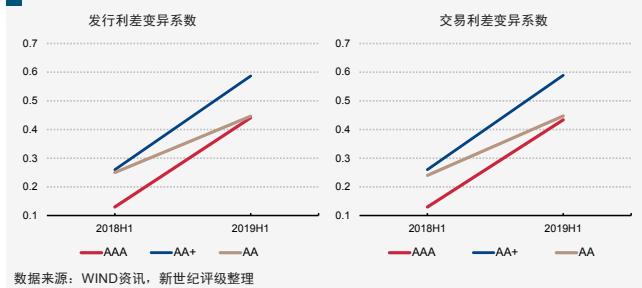
主体信用等级	样本数	上市首日利率(%)			交易利差(BP)			
		区间	均值	标准差	均值	级差	标准差	变异系数
AAA	90	2.75-5.03	3.59	0.46	104.81	NR	45.49	0.43
AA+	89	3.38-7.50	4.55	1.19	203.23	98.41	119.73	0.59
AA	53	3.50-7.50	5.17	1.17	263.89	60.66	117.96	0.45

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、交易利差在各主体信用等级之间的级差存在一定差异，而与上年同期相比，2019年上半年从AAA级到AA+级利差的级差有所扩大而和AA+级到AA级利差的级差有所缩小，这表明投资者对于AA+级发行主体要求的风险溢价在增加。

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年上半年短期融资券各等级变异系数均明显上升，各等级短期融资券内部利差离散程度有所扩大。

图表4-1 1年期短期融资券利差变异系数趋势图



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）：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。

图表5-2019年上半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

(二) 信用评级机构对短期融资券利差的影响

从2019年上半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，东方金城AA+级和AA级利差均值存在倒挂。（图表6~7）。

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，对5个样本以上的机构进行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，除AAA级上东方金诚发行、交易利差显著高于新世纪、联合资信，AA+级上东方金诚发行、交易利差显著高于中诚信国际外，在其余各等级上，各评级机构间发行利差、交易利差的差异均不具有显著差异。

图表6-2019年上半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	33	80	81	9	30	233
AAA						
样本量	5	36	34	2	13	90
均值	77.48	111.12	94.86	110.57	116.62	103.89
标准差	29.69	58.28	37.33	10.59	25.74	45.81
AA+						
样本量	19	29	29	4	8	89
均值	222.24	155.25	203.41	261.43	310.85	204.00
标准差	125.53	75.15	123.69	145.81	144.88	119.69
AA						
样本量	9	15	18	3	9	54
均值	278.99	244.64	270.92	334.65	231.41	261.92
标准差	119.74	114.89	130.58	204.82	73.75	118.92

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理

图表7-2019年上半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	33	80	81	9	30	233
AAA						
样本量	5	36	34	2	13	90
均值	82.39	110.34	97.46	110.68	116.46	104.81
标准差	34.94	59.17	35.59	8.72	25.19	45.49
AA+						
样本量	19	29	29	4	8	89
均值	221.45	153.83	203.28	261.37	309.74	203.23
标准差	126.04	74.65	123.40	146.75	145.03	119.73
AA						
样本量	9	15	18	3	9	54
均值	278.04	245.11	269.28	334.33	229.74	261.05
标准差	119.77	115.02	119.44	203.87	75.37	118.69

数据来源：WIND资讯，新世纪评级整理