

联合研究报告

2012.1.21

2012 年度短期融资券市场利差分析报告

2012 年度短期融资券市场利差分析报告

报告编号：20130121

时间：2013 年 1 月 21 日

分析师：

胡岩

王妮娜

李洁

黄滨

刘小平

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

www.lhratings.com

概要

2012 年以来，各地区各部门按照中央提出的稳中求进的工作总基调，着力稳增长、调结构、促转型，经济运行整体上由缓中趋稳向企稳回升方向发展，产业结构调整稳步推进。央行综合应用多种货币政策工具加强预调微调，营造了相对宽松的货币环境。银行间市场资金面呈现整体宽松的态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈先抑后扬走势。

2012 年共有 625 家企业累计发行短券 825 期，发行规模达到 8920.47 亿元，发行期数及发行规模均创历史新高，但短券平均单笔发行规模持续下降。2012 年度短券发行的放量，一方面受短券到期量、企业的融资意愿以及短券相对于贷款的成本优势等多种因素影响；另一方面是由于 AA(含 AA)以上的发行人被允许短券和中票发行额度互不占用，拓展了中高等级发行人发行短券的空间。

2012 年，央行两次降息两次降准改善实体经济融资环境，同时通过停发央票、逆回购等措施保持适度的流动性，债券市场资金面较上年明显宽松，全年短券发行利率呈现“高位回落”、“急速下探”、“快速上升”、“小幅上涨”四个阶段，但年末利率仍低于年初利率水平，短券一二级市场利率倒挂现象较上年度明显减少，全年倒挂期数为 85 期。通过回归分析和显著性检验，联合资信发现，不同信用等级主体发行的短券利率明显分化，短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响，短券利差与主体级别整体相关性很高。

展望 2013 年，中国经济总基调仍为“稳中求进”，存量短券发行主体在 2013 年滚动发行的可能性很大，更多增量企业为弥补其流动资金需求也将进入短券市场。但由于微观部分行业仍面临信用风险的恶化，其他融资工具的违约风险也可能传递到信用债市场，2013 年短券发行主体继续大幅扩容的可能性降低。2013 年对于景气度仍筑底或者下行的部分行业，尤其是该行业中是低信用等级的企业，信用利差预计仍有上行可能。

释 义

- ◆ **央 行**：中国人民银行
- ◆ **短 券**：短期融资券，指中华人民共和国境内具有法人资格的非金融企业，依照相关规定的条件和程序，在银行间债券市场发行并约定在一定期限内还本付息的有价证券。
- ◆ **本 年 度**：2012 年 1 月 1 日~2012 年 12 月 31 日
- ◆ **发 行 日**：短券起息日
- ◆ **交 易 日**：短券上市交易日
- ◆ **交易商协会**：即中国银行间市场交易商协会。2007 年 9 月 3 日，经由国务院同意、民政部批准，成立由市场参与者自愿组成的，包括银行间债券市场、同业拆借市场、外汇市场、票据市场和黄金市场在内的银行间市场自律组织，业务主管部门为中国人民银行。
- ◆ **中期票据**：是指根据中国人民银行《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》，由具有法人资格的非金融企业（以下简称企业）在银行间债券市场按照计划分期发行的，约定在一定期限还本付息的债务融资工具。
- ◆ **SHIBOR 利率**：上海银行间同业拆放利率（Shanghai Interbank Offered Rate），由 16 家信用等级较高的银行自主报出的人民币同业拆出利率计算确定的算术平均利率。
- ◆ **利 差 I**：发行利差，短券的发行利率与其发行日的 SHIBOR 利率的差额，反映在特定利率市场环境下短券的发行定价水平。
- ◆ **利 差 II**：首日交易利差，短券第一个交易日的平均收益率和当日的 SHIBOR 利率的差额，反映在特定利率市场环境下二级市场对短券的定价水平。
- ◆ **一、二级交易利差**：短券发行利率与首日交易利率之差值，即一、二级市场存在的套利空间，用以说明一级市场发行定价的准确性。
- ◆ **联合资信**：联合资信评估有限公司
- ◆ **中 诚 信**：中诚信国际信用评级有限公司
- ◆ **大 公**：大公国际资信评估有限公司
- ◆ **新 世 纪**：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

一、 宏观环境

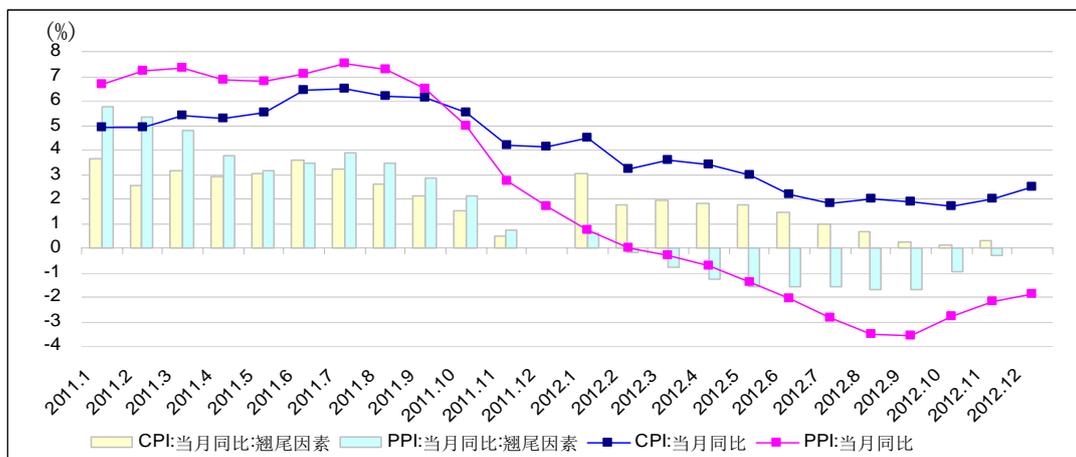
2012年，中国宏观经济整体稳中有进，经济增速于四季度温和回升，全年物价水平维持低位，央行综合应用多种货币政策工具加强预调微调，为“稳增长”目标营造宽松的货币环境。银行间市场资金面呈现整体宽松态势。债券市场收益率曲线在基本面和资金面的共同影响下，呈先抑后扬走势。

基本面——宏观经济整体运行稳中有进，经济增长于四季度温和回升，物价水平维持低位

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速四季度温和回升态势显现。根据国家统计局数据，2012年前三季度，中国实现国内生产总值353480.0亿元，同比增长7.7%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.8%，三季度增长7.7%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年1~12月，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，其中12月单月同比增速达10.3%，已连续四个月回升，回升幅度分别为0.3、0.4、0.5和0.4个百分点。2012年1~11月规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现主营业务收入823325亿元，同比增长10.8%，单月同比增速连续二个月回升，回升幅度分别为0.1、0.5个百分点。规模以上工业企业实现利润46625亿元，同比增长3.0%，单月同比增速连续三个月回升，回升幅度分别为1.3、2.3和2.5个百分点。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年1~12月，社会消费品零售总额为20334亿元，同比增长15.2%，同比增速小幅回落2.9个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年1~11月，固定资产投资（不含农户）364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比增长7.9%，增速同比下降12.4个百分点，进口金额同比增长4.3%，增速同比下降20.6个百分点，全年贸易顺差达2311.09亿美元，较上年的1551.4亿美元显著扩大。

图1 CPI、PPI及翘尾因素同比增速变化情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

2012年CPI整体维持低位。2012年3月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI翘尾因素走弱，CPI呈下降态势，10月份为1.7%，达年内低点。进入11月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12月CPI回调至2.5%。从CPI分类指数看，食品类价格走势对CPI影响明显。PPI方面，由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012年前三季度PPI不断下降，9月达年内低点-3.6%，10月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI降幅持续收窄，12月达-1.9%。

政策面——继续执行积极的财政政策和稳健的货币政策，保障“稳增长”目标实现

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012年1~11月全国教育支出16394亿元，同比增长32.9%；医疗卫生支出6027亿元，同比增长19.7%；社会保障和就业支出11089亿元，同比增长15.7%；住房保障支出3688亿元，同比增长16.8%。2012年1~11月，全国财政累计收入为108903万亿元，累计支出为104896亿元，分别同比增长11.9%和17.9%。结构性减税方面，2012年8月1日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳10个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至2012年底，已纳入试点的企业户数约71万户，即将纳入试点的户数约20万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自2013年1月1日起，我国将对进出口关税进行部分调整，我国将对780多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝5月23日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至11月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年12月26日，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.10%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首

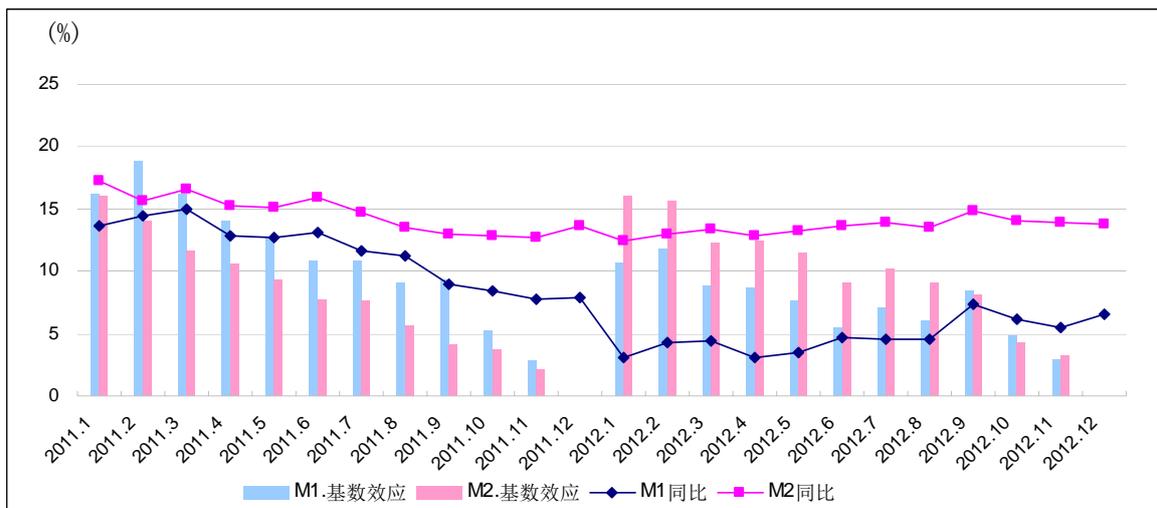
套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

资金面——货币供应量增速保持平稳，社会融资规模增幅较大，资金面整体宽松

截至2012年末，广义货币供应量（M2）97.42万亿元，同比增长13.8%，较上年同期增加0.2个百分点，增速整体平稳；狭义货币供应量（M1）30.87万亿元，同比增长6.5%，虽较上年同期低1.3个百分点，但较上月提高1.00个百分点，且环比增长3.98%，呈持续扩张态势，反映经济温和回升进一步确立。从社会融资规模看，2012年全年社会融资规模为15.76万亿元，比上年多2.93万亿元，增幅较大。从结构上看，全年人民币贷款占同期社会融资规模的52.1%，同比低6.1个百分点；外币贷款占比5.8%，同比高1.3个百分点；信托贷款占比8.2%，同比高6.6个百分点；企业债券占比14.3%，同比高3.7个百分点。信托贷款和债券融资是全年社会融资规模增量的主要贡献方式。

图2 2011年~2012年M1、M2同比增速变动情况

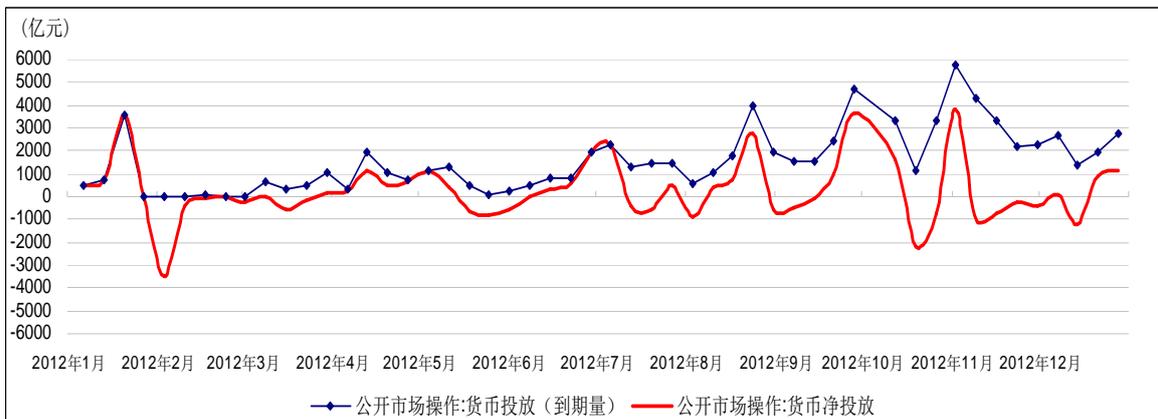


资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从银行间市场资金面来看，在经过年初季节性资金紧绷以及上半年持续的货币政策放松之后，尽管外汇占款增长未现大幅反弹，但在央行以净投放为主的频繁公开市场操作下，全年资金面呈适度宽松状态，资金成本整体维持在较低水平。从银行间同业拆借加权利率（R007）走势看，2012年年初，因受春节前资金备付压力、财政存款上缴、中小金融机构补缴存款准备金以及外汇占款减少等多重因素影响，资金面较为紧张，2012年2月17日R007一度升至5.49%，为缓解资金压力，央行于2月末下调存款准备金0.25个百分点，流动性趋于宽松，R007持续回落。进入二季度由于宏观经济持续放缓态势未改，为释放宽松信号，央行于5月再次下调存款准备金0.5个百分点，同时央行公开市场操作仍以逆回购为主，维持市场资金净投放，以平抑突发性资金面紧张情

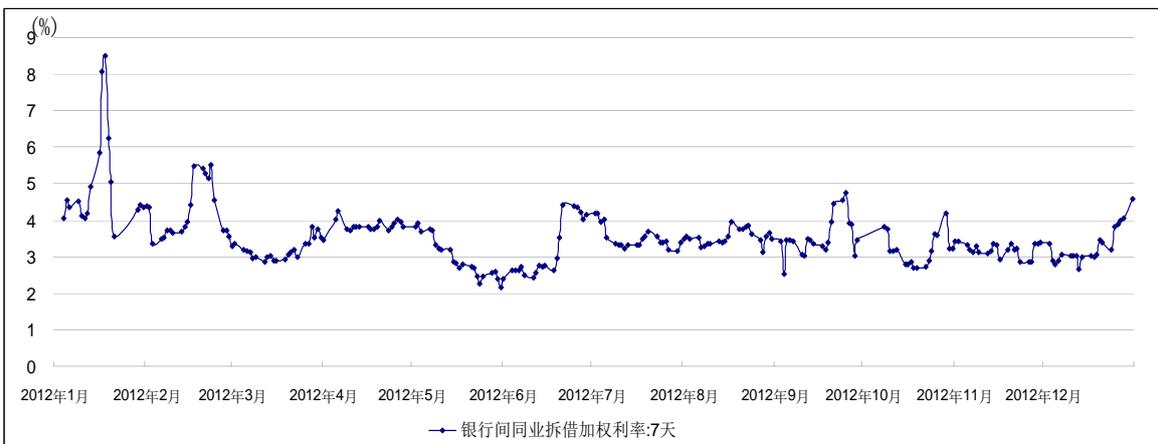
况，维持较低的资金成本，R007 于 5 月 31 日一度降至 2.160% 的全年最低值。下半年开始央行谨慎使用降息和降准等的调控工具，并继续停发央票，仅通过频繁大量实施逆回购的公开市场操作平抑阶段性资金紧张局面，R007 基本在 3%~4% 之间波动，进入年末受年末考核、财政上缴存款、两节临近等季节因素影响，市场的资金面趋于紧张，R007 翘尾回升，于 12 月 31 日达 4.80%。

图 3 2012 年公开市场到期量与央行货币净投放情况



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

图 4 2012 年 1~12 月银行间同业拆借加权利率(7 天)波动情况



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

债券市场——利率产品与信用产品发行规模增减差异显著，债券市场收益率曲线呈先抑后扬走势

2012 年债券市场主要债券品种发行规模合计 76168.29 亿元，与上年基本持平，但信用产品与利率产品发行规模差增减异常显著。利率产品中地方政府债券规模增长较快，但由于央行票据停发，国债规模略有减少，整体发行规模大幅下降；信用产品受政策鼓励，发行规模快速增长，超短券、企业债和公司债尤为显著。

利率产品：2012 年在“稳增长”政策下，中央投资逐步回升，全年国债发行规模为 16062.26 亿元，同比下降 3.3%，降幅较上年收窄。同时地方政府基础投资加大，地方政府债增长较快，较上年大幅增长 25%。此外，由于 2012 年以来外汇占款持续减少，加之实体经济走弱，使得主要用于对冲外汇占款的央票工具基本不具备发行条件，全年央票维持停发状态。

信用产品：2012 年在“稳增长”的政策下，央行通过不断释放流动性，维持较低的资金成本，

受此影响中、短期融资利率不断走低，成本优势明显，此外为优化社会融资结构，扩大直接融资规模、提高直接融资占比，管理层出台鼓励政策，并加快审批速度，全年短期融资券（含超短期融资券）和中票发行规模分别为 14742.47 亿元和 8423.30 亿元，同比分别增长 45.88% 和 15.87%，均呈增长态势。其中短期融资券增长幅度较大主要是超短期融资券发行规模激增所致，全年超短期融资券发行规模达 5822.00 亿元，较 2011 年增长 178.56%。企业债和公司债方面，发行规模更是呈井喷态势，分别达 6474.31 亿元和 2599.43 亿元，涨幅均超过 100%，分别增长 160.49% 和 101.32%。

在创新品种方面，中小企业私募债的试点办法于 2012 年 5 月份正式公布，上海深圳证券交易所 6 月起正式接受私募债的备案。这种面对非上市中小企业，不设财务指标限制，不强制要求信用评级的新型融资方式，成为中小企业解决融资难问题的又一创新途径。截至 2012 年 10 月底，中小企业私募债已经完成发放总额 57.73 亿元。

表 1 本年度主要债券产品发行情况

债券品种	2011 年		2012 年		发行规模同比变化(%)
	发行额 (亿元)	占比 (%)	发行额 (亿元)	占比 (%)	
政府债:	15997.91	20.98	16062.26	21.09	0.40
国债	13997.91	18.36	13562.26	17.81	-3.11
地方政府债	2000.00	2.62	2500.00	3.28	25.00
央行票据	14140.00	18.54	0.00	0.00	-100.00
金融债 (含中央汇金债)	23501.20	30.82	26132.10	34.31	11.19
政府支持债券	1000.00	1.31	1500.00	1.97	50.00
非金融企业债务融资工具	21617.52	28.35	32473.93	42.63	50.22
超短期融资券	2090.00	2.74	5822.00	7.64	178.56
短期融资券	8015.60	10.51	8920.47	11.71	11.29
中期票据	7269.70	9.53	8423.30	11.06	15.87
企业债	2485.48	3.26	6474.31	8.50	160.49
公司债	1291.20	1.69	2599.43	3.41	101.32
可转债	413.20	0.54	163.55	0.21	-60.42
集合票据	52.34	0.07	70.87	0.09	35.40
外国债券	0.00	0.00	0.00	0.00	--
合计	76256.63	100.00	76168.29	100.00	-0.12

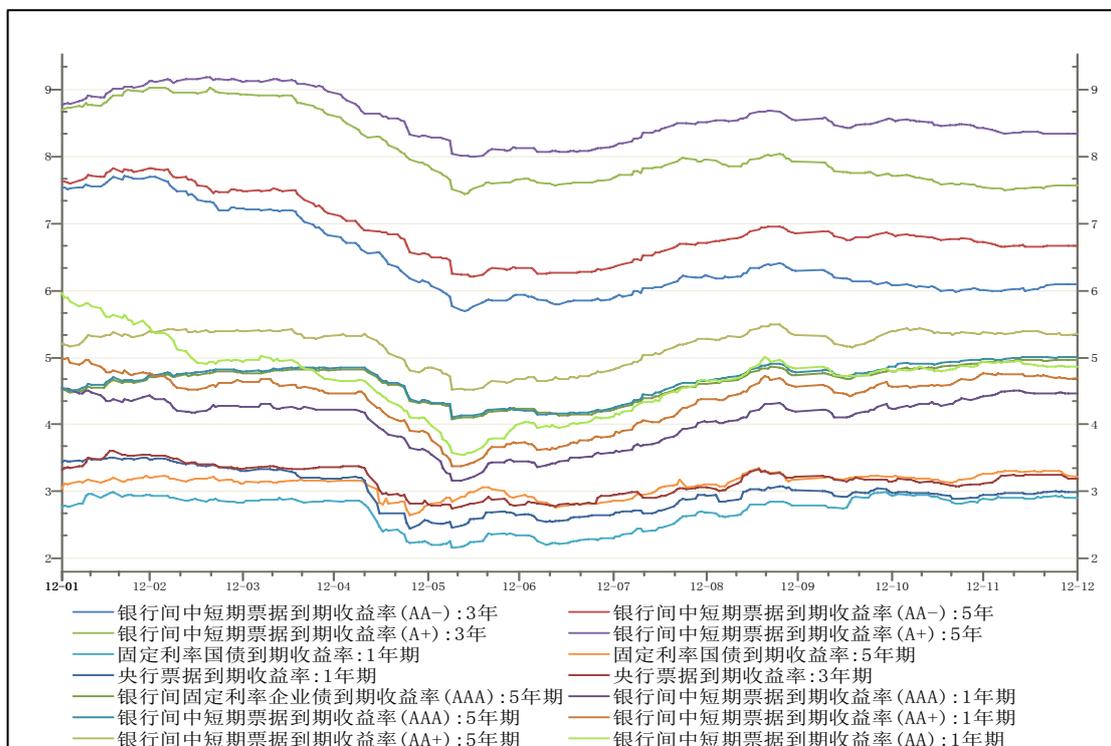
资料来源：中国债券信息网（其中公司债、超短债和可转债为 wind 数据），联合资信整理。

注：各债券品种统计起始日以发行日作为统计口径，与第二部分及以后按照起息日计算的短债发行规模有差异。

从债券市场收益率表现来看，2012 年债券市场收益率整体呈先抑后扬走势。其中，利率产品及高信用产品受资金面影响较大，伴随上半年持续宽松的资金面，收益率走势平坦下行，下半年资金面虽较上年略紧，但整体仍维持宽松局面，收益率抬升有限。中、低信用等级产品方面，中长端品种受基本面影响较大，上半年因国内外宏观经济增长普遍放缓，央行连续两次降息，引导利率下行，加之管理层放宽发债条件、资金面持续改善等因素影响，中、低信用等级产品收益率呈持续走低态势。三季度，宏观经济放缓态势未有实质性变化，市场避险情绪增加，加之中长端

品种发行规模大幅增长，带动收益率曲线上行，进入四季度宏观经济呈温和回升态势，收益率曲线趋于平坦。

图5 2012年关键期限债券到期收益率整体变化情况



资料来源: wind 资讯、中国债券信息网

二、 短券发行市场情况

短期融资券发行数和发行规模持续增长，中高等级发行人发行空间扩大，超短期融资券分流效应显现

与 2011 年相比，短期融资券发行继续呈增长态势，2012 年全年共有 625 家企业累计发行短券 825 期（纯信用短券 806 期，有担保短券 19 期），同比分别增长 38.27% 和 35.02%，合计发行规模为 8920.47 亿元，同比增长 11.29%。2012 年度短券发行家数和发行期数均大幅增长，主要与短券到期量、企业的融资意愿以及短券相对于贷款的成本优势有关。首先，目前短券发行人倾向于分期滚动发行，旧券的到期通常会引发新券的发行；其次，短券对于银行流动资金贷款具有较高的替代性，由于发行短券仍具有成本优势，企业更倾向于通过发行短券降低融资成本。

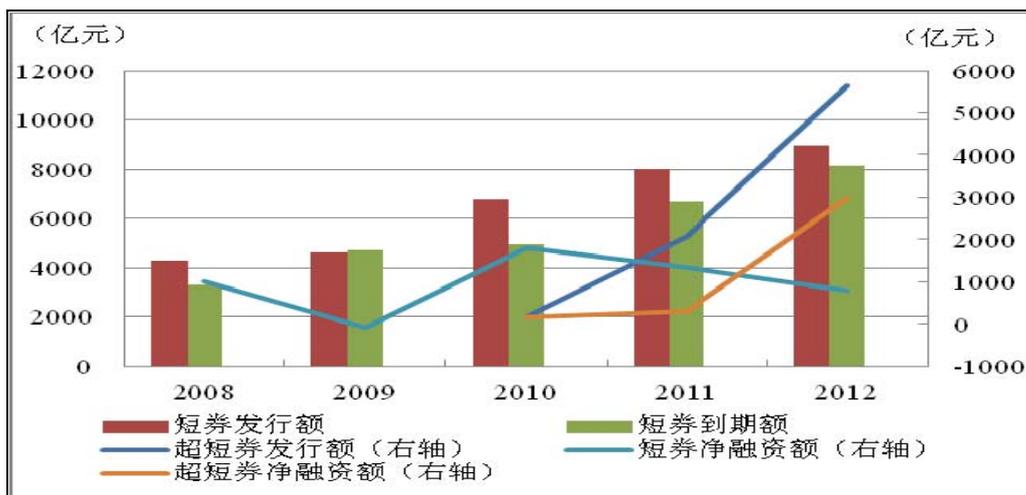
表2 短券发行基本情况

项目	2005年5-12月	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
发行规模(亿元)	1424.00	2912.50	3356.10	4298.50	4627.05	6767.35	8015.60	8920.47
发行期数(期)	79	241	264	268	263	443	611	825
发行家数(家)	61	185	216	214	209	336	452	625
平均单笔发行规模(亿元)	18.03	12.09	12.71	16.04	17.59	15.28	13.12	10.81

资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理注: 以上数据未包括超短期融资券和期限在 1 年以内的中小企业集合票据, 下同。

2012 年短券到期量为 8142.10 亿元，全年净投放 778.37 亿元，同比下降 41.84%。截至 2012 年底，短券市场存量 8621.97 元。为了吸引企业在银行间市场发债融资，2012 年 6 月 19 日，银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）正式通知银行间债券市场各主承销商，凡公开市场评级在 AA(含 AA)以上的发行人，将不区分企业性质，允许其短券和中期票据发行额度互不占用。过去只有超短期融资券（以下简称“超短券”）发行人不受净资产 40%的约束，此举意味着中高等级发行人中长期债券余额和短券余额理论上可分别扩大至净资产的 40%上限，大大拓展了中高等级发行人发行短券的空间。不过，从短券发行规模和净融资量看，2012 年并未出现放量增长，净融资额甚至出现了下降（见图 6），主要原因是超短券发行主体扩容对短券发行的分流效应。2012 年 5 月，交易商协会将超短券的发行主体范围扩大至一般 AAA 级央企及其一般 AAA 级核心子公司。由于超短券发行手续更简便，滚动发行更便捷，自 2010 年底推出以来，超短券发行量和净融资额均呈快速增长态势，特别是 2012 年超短券发行主体扩容后，发行规模和净融资额分别达到 5637 亿元和 2996 亿元，同比分别增长 196.71%和 898.67%。国务院国资委下属 110 多家央企绝大部分为 AAA 企业，且多数皆发行过短券，预计未来将有越来越多 AAA 发行人以发行超短券替代短券发行。

图 6 近年短券和超短券发行规模和净发行额情况

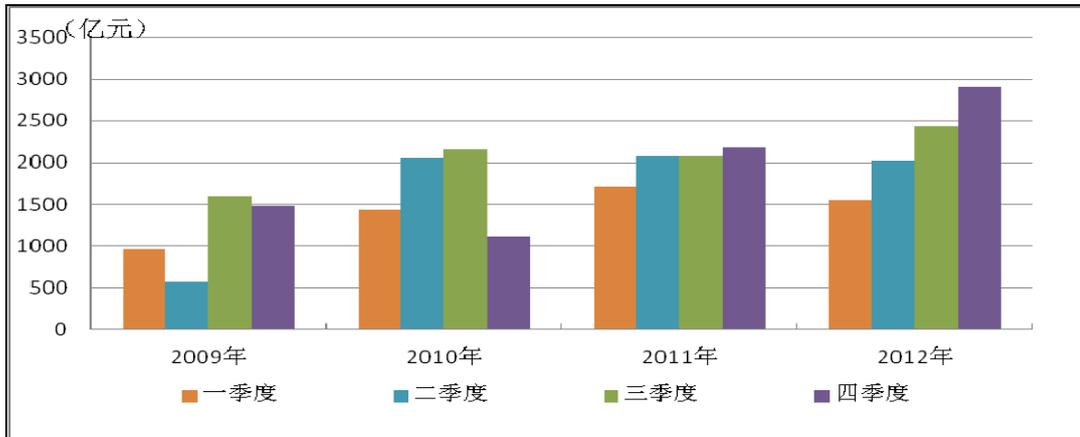


资料来源: Wind 资讯、中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

2012 年短券平均单笔发行规模 10.81 亿元，较 2011 年减少 2.31 亿元。从发展趋势看，短券自 2009 年以来平均发行规模呈逐年下降趋势，主要原因为：首先，随着短券市场的不断发展，市场参与者日渐成熟，考虑到资金偿还及使用效率等因素，小额多笔滚动发行方式渐趋流行；其次，中低等级发行人日益增加，其发行规模普遍低于高等级发行人；第三，随着超短券发行主体范围扩大，部分原有的大额短券发行人转向超短券市场。

从不同季度的发行规模来看，2012 年短券发行逐季增长，由一季度的 1557.17 亿元攀升至四季度的 2911.10 亿元，年中发行利率相比年初显著下降是推动下半年短券供给量大幅增长的重要因素。从非金融企业债务融资工具定价估值看，2012 年 1 月 4 日，AA、AA+和 AAA 级发行主体 1 年期债券发行指导利率分别为 6.82%、5.90%和 5.14%，6 月 4 日，上述发行指导利率分别降至 4.26%、3.99%和 3.69%。

图7 短券分季度发行情况



资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

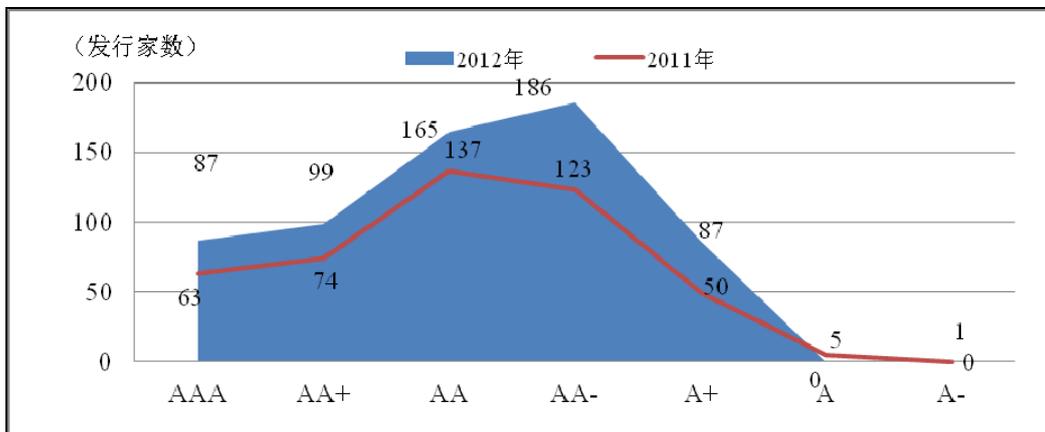
从发行期限来看, 2012年所发行的短券仍以1年期为主, 其中发行期限为1年期的共有796期, 占96.48%; 发行期限在1年以下的29期, 占3.52%。

从发行方式来看, 由于对未来通胀预期减弱, 投资机构更倾向于配置风险较低的固定利率产品, 浮动利率短券仅出现4期。

按照所有制性质划分, 2012年短券发行主体中, 民营企业发行主体占比有增加趋势, 全年民营企业发行人共193家, 占30.88%, 而2011年民营发行企业仅为108家, 占23.89%; 国有企业418家, 占66.88%, 较去年下降9.23个百分点。虽然国有企业发行人数量占比有所下降, 但整体发行规模仍占主要比重, 2012年国有企业发行规模7713.62亿元, 占比86.38%。

发行主体信用等级分布方面, 与2011年相比, 2012年A+~AAA级别发行主体均有较大幅度增长。其中, 中低信用等级发行主体增幅较大, AA-和A+级别发行主体分别有186家和87家企业发行短券, 同比分别增长51.22%和74.00%, 二者合计占总发行家数的43.68%, 较上年提升5.41个百分点。从未来发行趋势上看, 随着高等级发行人资源的逐渐减少, 新增发行人将以中低信用等级发行主体为主, 整体信用等级中枢呈下降趋势。

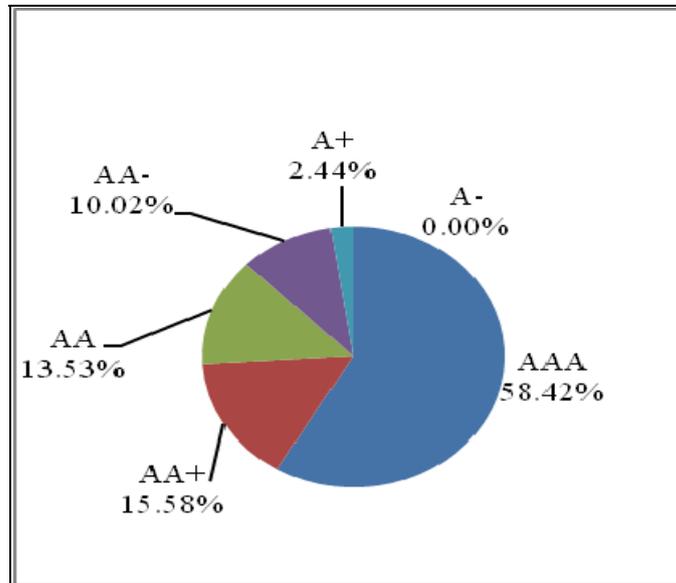
图8 2011~2012年短券发行主体信用等级分布



资料来源: 中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

从各级别发行主体发行规模占比情况看，由于企业信用级别与总资产规模和净资产规模高度相关，加之债券发行通常受净资产 40% 的约束，因此尽管高等级发行人数量占比较低，但发行规模通常占比较高。2012 年 AAA 等级发行人数量占比仅 13.92%，但发行规模占比高达 58.42%，而 AA- 和 A+ 级别发行人数量合计占比 43.68%，但发行规模合计占比仅 12.46%。

图 9 2012 年各级别短券发行主体发行规模分布

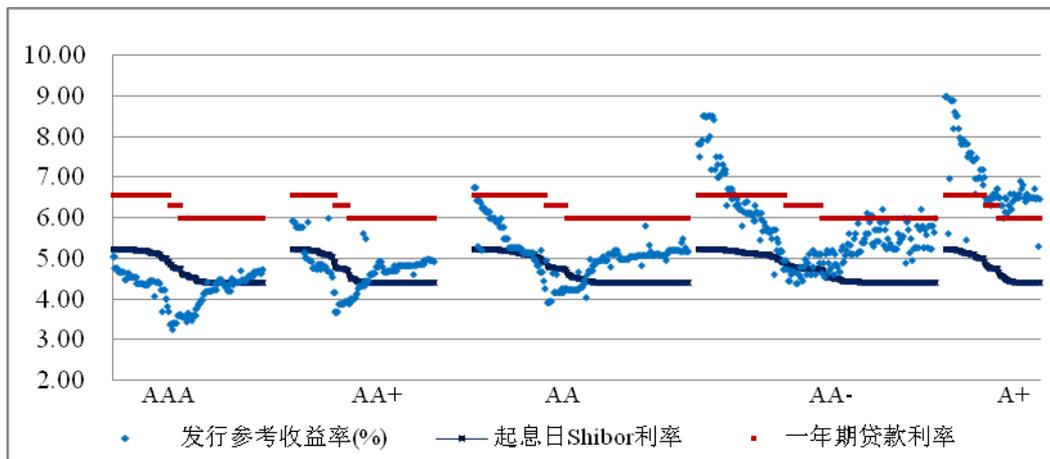


资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

债项信用等级方面，2012 年新发行短券债项级别均为 A-1。由于 2012 年部分行业景气度超预期下行，行业内企业经营陷入困境，风险点时有显现。2012 年 9 月，“11 赛维 CP001”的债项评级由 A-1 下调至 A-2 级，10 月，“11 新中基 CP001”的债项评级由 A-1 下调至 B 级。不过随着二者于 2012 年 10 月和 11 月相继兑付，截至 2012 年底，存续期内短券债项级别均为 A-1。

短券发行利率走势呈“高位回落”、“急速下探”、“快速上升”、“微幅上涨”四个阶段

图 10 2012 年度各主体级别短券发行利率与 Shibor (1Y) 走势



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

注：1. 剔除担保债券、付息浮动式利率、A-级短券 1 期及 1 年以下期限的短券合计 53 期。
2. 2012 年央行两次降息，1 年期贷款基准利率由 6.560% 相继降至 6.310% 和 6.000%。

2012年，在经济周期性探底、通胀走入底部的组合下，央行两次降息两次降准改善实体经济融资环境，同时通过停发央票、逆回购等措施保持适度的流动性，债券市场资金面较上年明显宽松。短券上半年供少需多，下半年供多需少，投资者风险偏好则随信用风险点的时隐时现而划过一条由“过度乐观”到“过度谨慎”的轨迹。受上述因素影响，2012年短券发行利率呈现“高位回落”、“急速下探”、“快速上升”、“小幅上涨”四个阶段，但年末利率基本上仍低于年初利率。

一季度，央行通过公开市场操作、调整存款准备金率、停发央票等数量型工具灵活控制货币供应量，银行间流动性逐月缓解，短券发行利率高位回落。具体来看，1月债券市场资金面持续上年末的紧张局面，银行间7天质押回购利率均值达到4.9%，除AAA级发行人发行利率仍低于Shibor利率以外，其他短券发行利率均处于高位，A+及AA-级发行人的发行利率位于1年期贷款基准利率之上。2月24日央行下调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点后，市场资金紧张的态势有所缓解，机构配置资金需求变得渐趋旺盛，带动了短券发行利率逐步下行。

二季度，宏观经济指标放缓超预期，央行通过运用逆回购、下调法定存款准备金率、降息等货币政策工具向实体经济释放流动性，货币政策由中性偏向宽松。“11海龙CP01”的如期兑付减轻了投资者对于低信用等级品种信用风险的担忧，强化了投资者对债券刚性兑付的预期，市场风险偏好明显回升，二级市场在本季度走出一波牛市，带动一级市场短券发行利率呈急速下降走势。6月，AA-级企业发行利率降至Shibor利率水平，A+级企业短券发行利率与一年期贷款利率基本持平，短券成本优势凸显。由于中低信用级企业获得银行贷款相对较难，且较一年期贷款基准利率上浮比率较高，短券的成本优势使得下半年包括中低等级短券的供给量快速增长。

三季度，银行间资金面明显紧张，相对于短券供给的大幅增长，需求方则态度迟疑。在短券供应量不断提升、降准预期落空、投资者获利回吐动机较强、企业信用基本面恶化等因素影响下，短券的需求受到一定程度的压制，反馈到一级市场上，短券发行利率不断攀升。从交易商协会定价估值来看，三季度各级别1年期信用债发行利率平均上行94个BP。

四季度，宏观经济数据显示经济出现触底复苏迹象，央行继续通过逆回购调节货币供应，同时年末银行信贷规模较小，资金陆续回流至银行体系，银行间资金面紧张局面有所缓解，但由于短券供应压力仍较大，短券发行利率下行遇到阻力。从本季度发行利率走势看，特别是在年末因素冲击下，资金面出现阶段性紧张，短券发行利率出现一定提升外，各级别短券发行利率整体小幅上涨。

短券发行主体主要分布于工业行业，城投类企业发行短券须满足“六真”原则，证券公司短券发行重启

从2012年短券发行主体行业分布来看，发行人主要为工业企业。从发行期数看，2012年电力行业短券发行期数最多，共发行短券78期，商贸流通、建筑施工、农林牧渔、煤炭排名2~5位。从发行规模来看，电力行业发行总额最高，发行规模为1866亿元，占2012年总发行规模的比为20.92%，建筑施工、钢铁、金融、商贸流通排名2~5位。

2012年度共有11家城投类企业发行短券，发行规模为159.20亿元。2012年7月3日，交易商协会召开专题会议，提出放开信用评级AA级以上的地方城投公司发行短券和中票，但申请企业必须遵守“六真”原则，即真公司、真资产、真项目、真支持、真偿债、真现金流。交易商协

会还提出针对性的要求，如对于房地产业务收入占比超过 30%的城投公司认定为房地产企业，属禁止发债类，但对于投向为保障房的项目不再此范围。此举意味着只要符合“六真”原则和交易商协会其他相关要求，城投类企业在银行间市场发行债券可以不受银监会退出类名单所限。此后申请发行中票、短券的城投类企业出现一个高峰期，但申请企业资质参差不齐，出于防范风险考虑，11月交易商协会暂停接收副省级以下融资平台类发债项目。不过，交易商协会只是“暂停”，而非“禁止”，经过主承销商的培育，未来将有更多的城投类企业符合“六真”原则和相关风险控制要求，银行间市场城投类短券发行仍有较大发展空间。

2012年有4家证券公司发行15期短券，分别为中信证券5期、招商证券4期、国泰君安证券4期和广发证券2期。这是2005年以来证券公司首度重启短券发行，4家证券公司主体长期信用评级皆为AAA级，债项信用级别为A-1，发行期限均为90天，主要用途为增加营运资金、调剂管理头寸，以适应创新业务发展要求。时隔7年重启证券公司发行短期融资券，将在一定程度上改变券商依赖股权融资的现状。

华北仍为全国短券重点发行区域，华东地区发债活跃度增加

由于大型国企集中的优势，华北地区主体信用等级为AAA的企业共47家，占全部AAA发行人数量的54.02%；全年总发行额3968.20亿元，占全年发行总额的44.48%，为全国短券重点发行区域。北京市发行家数为91家，在全国发债的省、直辖市中排名第一，主要原因为北京市大型国有企业较为集中，而大型国有企业一直是短券发行的主力。

各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度处于较高水平，其中广东省凭借在区域中经济发展水平的绝对优势，集中度最高，为82.86%。

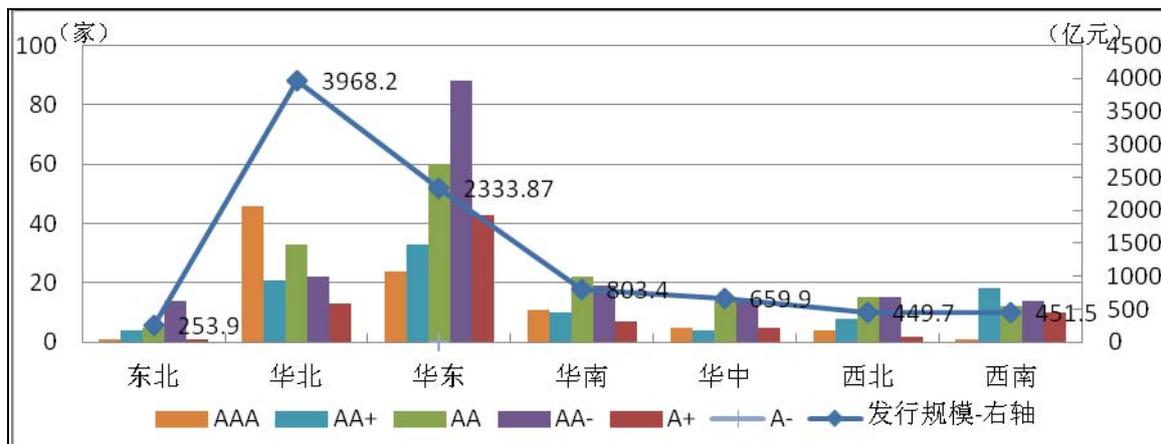
表3 2012年发债主体区域分布情况

地区	包含省份	数量(家)	重点发债区域	数量(家)	发行区域集中度(%)
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	135	北京市	91	67.41
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	254	江苏省、浙江省	139	54.72
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	54	四川省、重庆市	39	72.22
华中	河南省、湖北省、湖南省	43	湖北省	20	46.51
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	70	广东省	58	82.86
西北	陕西省、甘肃省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区	44	新疆维吾尔自治区	21	47.73
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	25	辽宁省	19	76.00

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

发行家数方面，北京市依靠国有大型企业集中优势，江苏省和浙江省凭借发行资源丰富的优势，在发行总家数上排名前三。华东地区发行家数在七个地区中排名第一，其中主体信用等级为A+~AA+级发行家数均位列各地区首位。

图 11 2012 年各地区短期融资券发行期数情况



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

工、农、中、建四大银行短券发行市场的优势地位稳固，银行间债市承销资格向券商开放

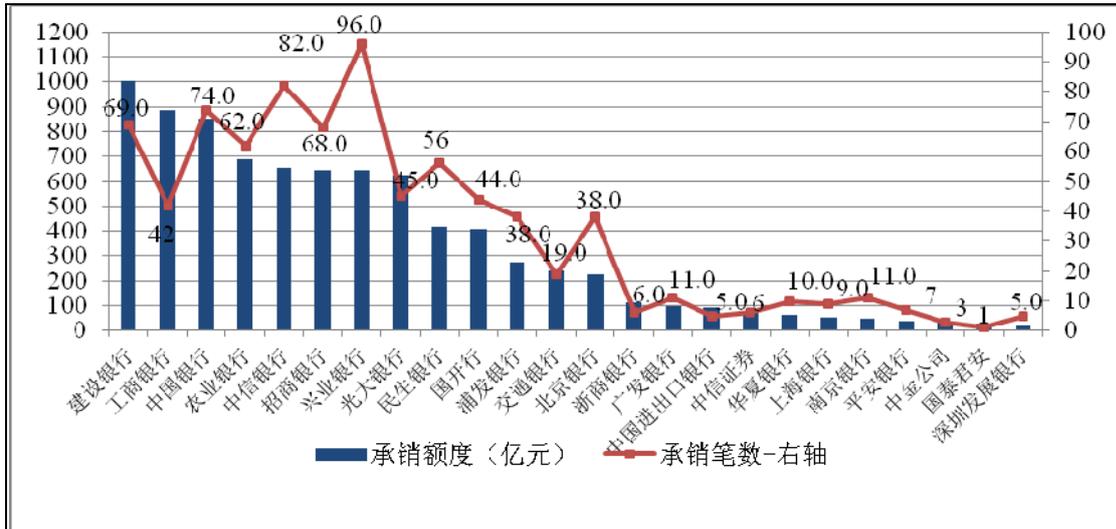
2012 年参与短券发行的主承销商共计 24 家。按承销规模统计，建设银行总承销额度 1005.80 亿元，继续排名第一，工商银行、中国银行、农业银行、招商银行、兴业银行、中信银行、光大银行、民生银行和国家开发银行总承销额度分别位列 2~10 位，构成了当年承销的第一梯队，其余银行总承销额度均低于 400 亿元。

按照承销期数统计，兴业银行为 96 期，位居首位；中信银行 82 期屈居次席，中国银行 74 期，建设银行 69 期，招商银行 68 期，农业银行 62 期，其余各家银行承销均在 50 期以下。

2012 年度发行额度超过（含 100 亿元）100 亿元的短券共 8 期，合计发行额度达 1025 亿元，占 2012 年发行总额度的 11.48%。以上 8 期均采用联合承销方式，其中工商银行参与 4 期，在大额项目中占据优势。

2012 年共有 3 家证券公司参与短券承销，分别为中金公司、中信证券和国泰君安证券。2012 年 11 月，交易商协会发布《关于证券公司类会员参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场化评价有关事项的公告》，启动了券商参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场评价工作，对证监会最近一次监管分类结果 AA 及以上级别和具备公司债承销业务经验的证券公司，开放了银行间债券市场主承销商通道。第一批获批的证券公司共 10 家，分别为国信证券、海通证券、华泰证券、东方证券、银河证券、招商证券、光大证券、广发证券、中信建投、国泰君安，加上此前即具备资格的中金公司和中信证券，至此共 12 家证券公司获得银行间市场主承销业务资格。

图 12 2012 年期融资券市场各主承销商承销情况



资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

注：1. 证券公司发行短券采取通过央行债券发行系统公开招标的方式发行，因此未包括在内。
2. 对于联合承销方式发行的短券，承销额度按主承和副主承销商各占50%计算。

三、 短券利差分析

表4 2012年度短券利率与1年期SHIBOR利率相关性检验结果

主体级别	模型变量	1Q2012		2Q2012		3Q2012		4Q2012		2012 年全年	
		复相 关系 数 R	显著 性检 验 Sig.								
AAA	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.804	0.000	0.938	0.000	0.870	0.000	0.339	0.032	0.183	0.029
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.461	0.006	0.920	0.006	0.884	0.006	0.383	0.015	0.090	0.287
AA+	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.795	0.000	0.864	0.000	0.628	0.000	0.197	0.180	0.363	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.692	0.000	0.807	0.000	0.708	0.000	0.230	0.115	0.260	0.003
AA	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.840	0.000	0.919	0.000	0.820	0.000	0.293	0.017	0.448	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.692	0.000	0.696	0.000	0.827	0.000	0.110	0.380	0.323	0.000
AA-	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.872	0.000	0.918	0.000	0.609	0.000	0.247	0.094	0.593	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.778	0.000	0.846	0.000	0.600	0.000	0.231	0.119	0.536	0.000
A+	发行利率 发行日 SHIBOR 利率	0.909	0.000	0.888	0.000	0.071	0.754	0.039	0.883	0.828	0.000
	交易利率 交易日 SHIBOR 利率	0.921	0.000	0.761	0.000	0.124	0.582	0.026	0.920	0.783	0.000

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

2012年全年短券发行期数共825期，剔除4期计息方式为浮息的样本，19期担保样本及29期期

限在1年内的样本（其中含担保样本2个），上市后较长时间内无交易的样本2个¹，剩余短券样本共计773期。后文分析中，如无特殊说明，均采用上述773期样本。

2012年度短券发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性检验见表4。从全年数据来看，基本表现为主体信用等级越高，短券发行利率与SHIBOR利率的相关性越低。分季度看，2012年1-3季度，AA-以上级别主体所发短券发行利率和发行日SHIBOR利率、交易利率和交易日SHIBOR利率之间的相关性较强；2012年4季度，各级别主体所发短券上述相关性较前3季度明显降低，主要原因在于：①4季度以来宏观经济已出现温和回升迹象，在此背景下，以往风险较高的低等级高收益短券违约风险降低，投资者对高收益债券偏好有所提升。在4季度的收益率走势上，则表现为与低信用等级债券相比，高信用等级债券需求降低，发行和交易利率快速上行，且上行幅度大于低等级债券上行幅度。②4季度末短券市场供大于求也是短券发行利率及交易利率上扬的因素。③4季度末，银行面临资本充足率考核以及投资者对2013年债市走向存在分歧等因素，也使得投资者为了调整仓位而对整体信用债尤其是流动性较好的短期债券的需求减少，从而使得年末短券市场整体发行利率和交易利率上行。2012年全年，各等级主体所发短券利率走势均呈现V型，与SHIBOR整体下行的走势相背。

1、主体信用与利差分析

目前短券的信用评级包括主体信用等级的评定和债项等级的评定。由于《信用评级管理指导意见》中将短券的最高等级定为“A-1”，这在一定程度上导致发行的短券绝大部分集中在最高等级上，而发行主体信用等级成为短券发行和交易定价的重要参考依据。因此在利差分析中，主要是针对主体信用等级与利差之间的关系进行分析和检验。

（1）主体信用等级与利差

2012年利差水平整体有所下降，并呈现前降后升趋势

2012年债券市场资金面整体宽松，短券利差较上年有所下降。整体利差水平呈现前降后升的趋势。

表5 2012年各季度利差I、利差II情况

主体级别	利差I均值 (BP)					利差II均值 (BP)				
	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	2012全年	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012	2012全年
AAA	-65.90	-100.91	-54.44	8.89	-49.20	-75.21	-107.02	-52.90	8.37	-52.42
AA ⁺	11.28	-58.58	-2.65	41.77	7.00	-9.33	-70.32	-7.40	34.66	-2.94
AA	63.84	-28.45	21.02	71.72	35.83	40.45	-44.19	18.04	64.39	24.50
AA-	202.79	33.77	80.41	110.57	95.17	191.18	23.26	82.30	107.41	89.50
A ⁺	322.88	204.20	193.59	213.23	223.25	323.48	193.41	193.35	212.57	219.26

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

具体而言，2012年上半年，资金面持续放宽，银行间市场对各品种债券需求较大，使得短券利差水平持续下降；2012年3季度开始，资金面略紧，短券利差有所上行；2012年4季度则受投资者资产配置、年末翘尾等因素影响，短券发行及交易利率上扬，而SHIBOR则呈持续走低趋势，使得发行及交易利差继续上行。2012年前3季度，AAA及AA+级别主体所发短券负利差现象明显，4季度开始负利差逐步收窄直至为正。

¹其中，“12众和CP001”于1月21日上市，直到2月21日才有首次交易；“12威海广泰CP001”2月20日上市，截至2012年4月5日无交易。上述两个样本在本部分的分析中删除。

短券利差与主体级别的相关性较高，各信用等级主体级差仍存在分水岭

表 6 为各主体信用等级的发行利率以及利差 I 和利差 II 的均值、标准差等情况，图 13 为各主体级别下利差 I、利差 II 分布情况。

2012 年度短券发行主体信用等级对利差的影响主要体现在以下方面：①发行人主体信用等级与短券利差之间的反向关系显著性，即随着主体长期信用等级的降低，各个信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值均呈明显的稳定上升趋势。②利差 I 和利差 II 级差仍存在分水岭，体现在 AA⁻与 A⁺之间级差水平均远远高于其他级别见的级差水平，本年度分别为 128.09BP 和 129.76BP。③本年度 AA 与 AA⁺之间利差 I 及利差 II 的级差为最小值，说明相对其他相邻级别而言，AA⁺和 AA 级别间的区分度最小，但在表 7 的方差分析中仍通过检验，说明其区分度小但仍显著。

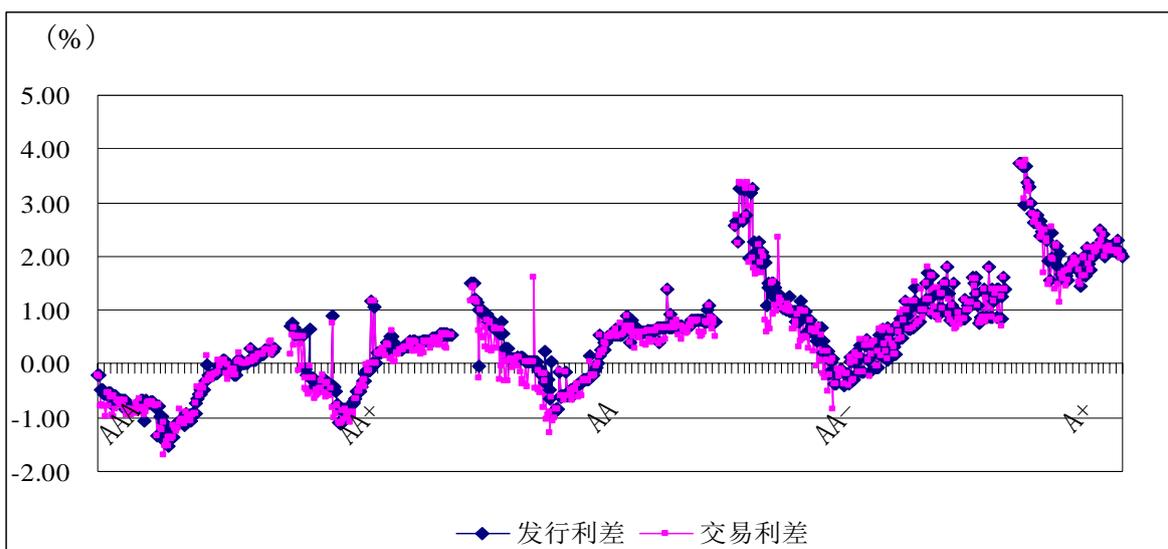
2012 年，AA⁺级别中，“12 湘高速 CP001”发行利差和交易利差均较高。此外，AA 级别中，交易利差最高的点为“12 营口港 CP001”，主要是由于该短券发行规模偏大且主体债务负担较重，二级市场流动性不足，其首日交易利率高达 6.72%，远高于同期同级别主体所发短券交易利率。

表6 2012年度各级别主体对应的利差I、利差II的情况

主体级别	利率区间 (%)	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	级差 (BP)	标准差 (BP)
AAA	3.25~5.03	4.25	-49.20	--	48.65	-52.42	--	51.21
AA ⁺	3.66~6.00	4.74	7.00	56.19	50.91	-2.94	49.48	52.60
AA	3.91~6.73	5.06	35.83	28.83	51.87	24.50	27.44	56.43
AA ⁻	4.39~8.50	5.69	95.17	59.34	77.99	89.50	65.00	80.05
A ⁺	6.00~8.98	6.99	223.25	128.09	54.98	219.26	129.76	58.48

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 13 2012 年度各主体短券利差分布情况



资料来源：中国债券网，wind 资讯，联合资信整理

为进一步研究发行主体信用等级对利差 I、II 的影响程度，表 7 通过方差分析法进行检验，以

确定信用级别对利差影响的显著性和各信用等级间的差异化。表 7 为 Scheffe 方差分析法对各信用等级所对应的利差数据显著性检验的结果，主要检验包括均值差异和显著性水平两项指标，均值差异项中标注“*”的和显著性水平低于 0.05 的结果表示通过检验，所对应的因变量间存在显著性差异；否则视为未通过检验，不存在差异。从结果可见，2012 年度各信用等级主体短券的利差 I 和利差 II 全部通过置信度为 95% 的显著性检验，说明发行主体信用等级对利差产生显著影响。

表 7 2012 年方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (I)	变量 (J)	信用等级-利差 I 显著性检验结果		信用等级-利差 II 显著性检验结果	
		均值差异 (I-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (I-J)	显著性 (Sig.)
AAA	AA+	-0.5619	0.0000	-0.4948	0.0000
	AA	-0.8503	0.0000	-0.7692	0.0000
	AA-	-1.4436	0.0000	-1.4192	0.0000
	A+	-2.7245	0.0000	-2.7168	0.0000
AA+	AAA	0.5619	0.0000	0.4948	0.0000
	AA	-0.2883	0.0012	-0.2744	0.0049
	AA-	-0.8817	0.0000	-0.9244	0.0000
	A+	-2.1626	0.0000	-2.222	0.0000
AA	AAA	0.8503	0.0000	0.7692	0.0000
	AA+	0.2883	0.0012	0.2744	0.0049
	AA-	-0.5934	0.0000	-0.65	0.0000
	A+	-1.8743	0.0000	-1.9476	0.0000
AA-	AAA	1.4436	0.0000	1.4192	0.0000
	AA+	0.8817	0.0000	0.9244	0.0000
	AA	0.5934	0.0000	0.65	0.0000
	A+	-1.2809	0.0000	-1.2976	0.0000
A+	AAA	2.7245	0.0000	2.7168	0.0000
	AA+	2.1626	0.0000	2.222	0.0000
	AA	1.8743	0.0000	1.9476	0.0000
	AA-	1.2809	0.0000	1.2976	0.0000

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

整体看，2012 年资金面整体较为宽松，短券发行利差整体有所下降，并呈现前降后升的 V 型走势。短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响，短券利差与主体级别整体相关性很高。

(2) 主体信用等级主要影响因素与利差

主体信用等级主要受企业规模、所属行业、企业性质、财务指标等因素的影响，但由于各类财务指标与主体信用等级相关度较高，即主体级别已覆盖大部分财务指标信息，因此本部分不再分析财务指标，而是从企业规模、所属行业和企业性质三个方面分析这些因素通过主体级别对信用利差间接产生的影响。

利差在不同规模企业间的结构性差异

2012年，主体规模在100-500亿元以上的短券发行期数最多，占全部发行短券的36.09%。从表8可以看出，主体规模越大，短券的发行利率和利差水平越低，其中规模在500亿元及以上的主体表现最为显著。究其原因，主要是由于规模500亿元及以上的企业中，AAA级信用等级企业较为集中，因此拉大与其他主体规模发行利率的差异。

表8 2012年度发行主体规模对利差影响分析

主体规模	发行期数(期)	平均发行利率(%)	利差 I		利差 II	
			均值(BP)	标准差(BP)	均值(BP)	标准差(BP)
500亿元及以上	165	4.38	-32.97	59.61	-36.66	62.92
100-500亿元	279	5.03	31.40	68.43	20.48	70.18
50-100亿元	173	5.55	83.03	83.73	76.40	86.69
低于50亿元	156	6.19	144.65	97.95	139.74	100.78

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在不同行业间的结构性差异

从2012年发行主体行业分布情况看(参见表9)，电力、钢铁、交通运输等行业集中了较多信用等级较高发行主体，其发行利率处于较低水平，从而使得利差均值相对较低，而纺织服装、家用电器、新能源/新技术信用等级较低，其发行利率和利差均处于相对高位。

表9 2012年度发行主体行业对利差影响分析

主体行业	发行期数(期)	平均发行利率(%)	利差 I		利差 II	
			均值(BP)	标准差(BP)	均值(BP)	标准差(BP)
电力	83	4.70	1.91	79.63	-7.25	80.16
钢铁	27	4.81	8.96	75.93	-0.91	75.47
交通运输	61	4.87	16.28	84.46	11.88	84.79
文化传媒	9	4.92	16.92	89.71	5.18	71.99
造船	3	4.98	13.94	28.72	6.86	18.54
公用事业	34	5.03	41.50	77.97	36.32	77.91
港口	15	5.07	32.77	83.89	33.55	89.46
建筑施工	56	5.11	38.47	97.92	32.82	98.77
煤炭及煤化工	44	5.12	45.77	95.76	37.35	95.09
有色金属	36	5.12	33.84	103.78	22.46	106.06
酒店及旅游	10	5.12	29.65	72.41	37.91	94.27
医药	20	5.21	43.50	78.56	34.06	83.75
信息技术	26	5.23	48.34	91.21	41.42	94.44
综合	20	5.23	45.11	118.42	41.66	120.53
农林牧副渔	61	5.33	62.99	93.36	57.98	96.95
建材	27	5.36	62.36	98.80	55.23	107.73
零售、物流、贸易	57	5.48	65.77	87.30	49.77	89.54
造纸	9	5.48	73.06	92.20	65.38	95.63
机械设备	42	5.54	82.33	91.05	74.01	96.27
汽车、零部件及摩托车	25	5.56	82.53	110.30	76.74	110.45

化工	46	5.58	90.69	110.03	86.14	112.52
纺织服装	18	5.74	108.85	63.11	102.47	61.92
家用电器	7	5.81	129.07	43.71	126.50	49.70
新能源、新技术	18	6.19	137.58	98.49	131.78	98.99

利差在不同企业性质间的结构性差异

本年度发行短券以国有企业为主，其次是民营企业。2012年，中外合资企业共发行10期短期融资券，其中4期为上海国际港务(集团)股份有限公司发行。上海国际港务(集团)股份有限公司级别为AAA，从而拉低了中外合资企业整体的发行利率水平及利差水平。而本年度参与短券发行的5家外商独资企业主体级别为AA⁻的3期，AA的1期，AA⁺的1期，拉低了外商独资企业的发行利率及利差水平。2012年，从有统计意义的样本情况来看，国有企业所发短券的发行利率仍然高于民营企业。

表10 2012年企业性质对利差影响分析

发行规模	发行期数(期)	平均发行利率(%)	利差 I		利差 II	
			均值(BP)	标准差(BP)	均值(BP)	标准差(BP)
中外合资	10	4.80	28.19	57.18	28.19	57.18
国有企业	525	4.93	21.20	80.23	21.20	80.23
外商独资	5	5.70	98.10	57.38	98.10	57.38
民营企业	233	5.95	121.67	100.27	121.67	100.27

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、发行期限与利差分析

本部分分析涉及发行期限，因此仅剔除付息式浮动利率和有担保短券(含1期发行期限小于1年)，合计800期。本年度所发行的短券仍以1年期为主，发行期限为1年期的共有773期，占96.63%；发行期限在1年以下的27期，占3.37%。表11可见，发行期限越短，所发短券的平均利率水平及利差水平越低。另一方面，发行1年期以下债券的企业大多都是高信用等级企业，这也使得利率及利差差异进一步加大。

表11 2012年度短券期限结构对利差影响分析

发行期限	发行期数(期)	平均发行利率(%)	利差 I		利差 II	
			均值(BP)	标准差(BP)	均值(BP)	标准差(BP)
一年期	773	5.24	52.07	97.86	44.87	100.03
一年期以下	27	4.36	-21.30	80.60	-17.96	76.42

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

3、发行规模与利差分析

除发行主体的信用级别和期限结构外，发行规模也会在一定程度上影响短券的利差，表12为2012年不同发行规模的短券利差分布情况。发行规模越大，所发短券的平均利率水平越低，利差也随之减少。联合资信认为，市场定价对发行额度的反应主要源于主体规模的影响，短券发行额度和主体规模高度相关，因此发行额度对利差的影响，实际上源于主体规模以及信用级别对市场定价的作用，主体规模大的发行主体信用等级也往往较高，所对应的利差就处于相对低水平。

表 12 2012 年度发行规模对利差影响分析

发行规模	发行期数 (期)	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
50 亿元及以上	28	4.16	-52.84	48.28	-57.34	51.29
10~50 亿元	209	4.58	-12.91	61.71	-19.37	62.83
1~10 亿元	534	5.55	82.45	94.98	74.78	98.28
低于 1 亿元	2	6.95	201.23	41.17	202.06	41.82

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

四、 二级市场对一级市场发行定价市场化程度检验

从整体情况看，2012 年度短券发行利率和首日交易利率、利差 I 和利差 II 整体相关性很高，相关系数公式参见表 13。

表 13 2012 年短券一、二级市场定价相关性检验结果

模型变量	方法	复相关系数 R	拟合优度系数 R Square	经调整后的拟合优度系数 Adjusted R Square	显著性检验 Sig.
发行利率	Enter	0.985	0.969	0.969	.000
首日交易利率					
利差 I	Enter	0.983	0.966	0.966	.000
利差 II					

(1) 发行利率=0.173+0.981*首日交易利率
(2) 利差 I=0.089+0.962*利差 II

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理；

2012 年，在资金面较上年整体呈现宽松态势的情况下，短券一二级市场利率倒挂现象较上年度明显减少，全年倒挂期数为 85 期，平均倒挂利差为-9.68BP。其中，“12 营口港 CP001”主体级别为 AA，倒挂利差为-157BP；“12 浙旅游 CP001”主体级别为 AA⁻，倒挂利差为-108.11BP。

分级别看，本年度，AAA 级别主体所发短券一二级市场交易差较为平稳，而 AA⁺~AA⁻级别主体所发短券利差则波动较大，套利空间相对较大。主要原因在于投资者在高信用级别主体所发短券上更看重其资金配置功能，在相对较低级别主体所发短券上更看重其收益获取能力。

表 14 2012 年短券一二级市场利率倒挂情况

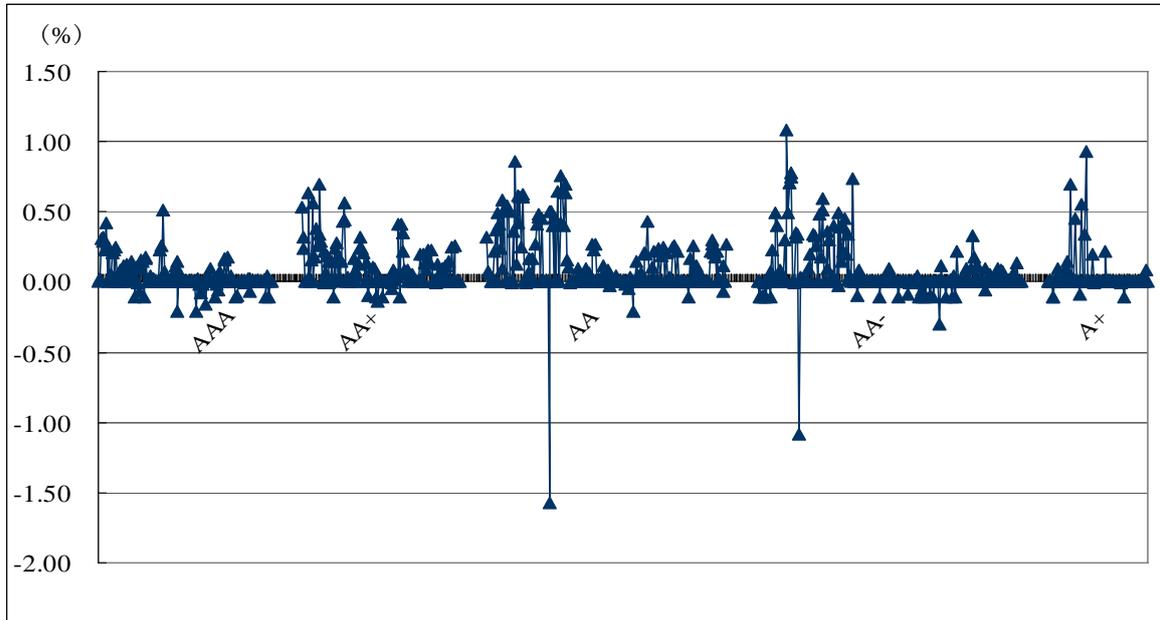
时间	2011 年		2012 年	
	一二级市场利率倒挂	一二级市场倒挂利差	一二级市场利率倒挂	一二级市场倒挂利差
1Q2012	18	-3.01	20	-10.68
2Q2012	20	-5.46	12	-17.56
3Q2012	48	-10.53	38	-8.57
4Q2012	56	-8.62	15	-4.84
合计	142	-8.11	85	-9.68

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

分时间段来看，上半年一二级市场交易差波动性明显大于下半年，主要原因在于上半年短券发行供少需多，二级市场交易活跃，交易利率较高，从而使得交易差波幅扩大；而下半年短券发

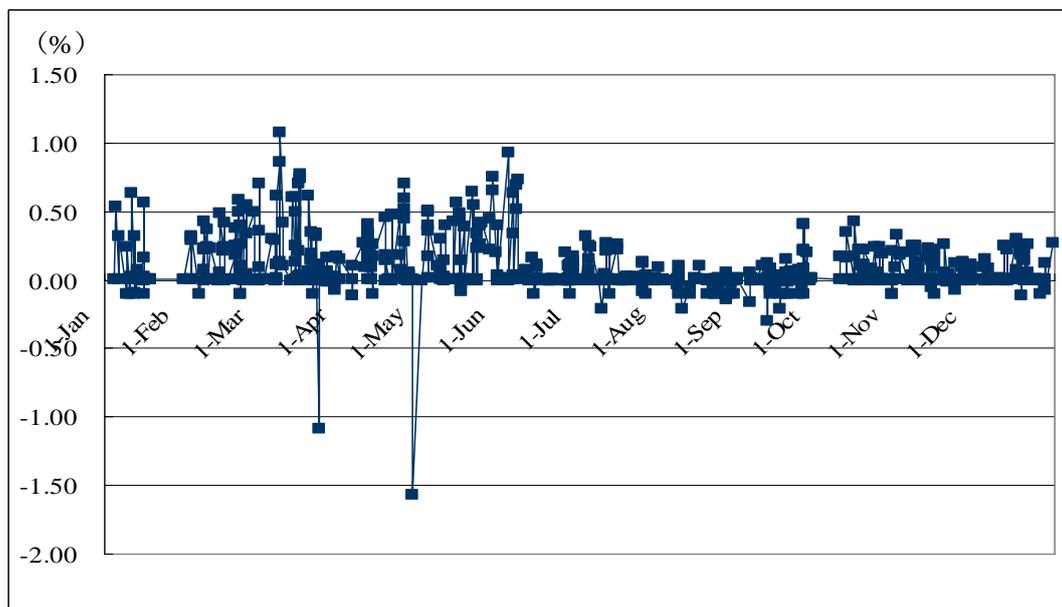
行则表现为供多需少，交易差波幅相应缩小。

图 14-1 2012 年度短券一、二级市场交易利差波动情况（按级别）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 14-2 2012 年度短券一、二级市场交易利差波动情况（按时间）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

五、 评级机构业务情况分析

1、 评级机构市场份额

本年度债券市场发行量较上年增幅较大，4 家评级机构共出具 825 期短券评级报告，较上年的 611 期大幅增长 35.02%。2012 年，民营企业在短券市场的发债数量（期数）占比继续上升，且普遍主体级别偏低，使得 AA 以上占比由上年的 90.18% 继续下降至 88.73%。

表 15 2012 年各评级机构业务情况（期）

	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	35	68	43	15	161
AA ⁺	28	52	31	23	134
AA	54	72	41	42	209
AA ⁻	49	75	56	48	228
A ⁺	21	23	31	17	92
A	--	--	--	--	--
A ⁻	--	--	--	1	1
合计	187	290	202	146	825
其中：AA ⁻ 以上占比	88.77%	92.07%	84.65%	87.67%	88.73%

资料来源：中国债券信息网、上海清算所、联合资信整理

2、信用等级认可度检验

通过本年度所发短券利差 I、利差 II 样本数据，对中诚信、联合资信、大公、新世纪四家评级机构出具的各信用等级的市场认可度进行均值检验，原理为通过分析一、二级市场利差均值及波动范围，来判断投资者对各信用评级机构所评信用等级的认可程度。对于同一主体信用等级，所对应的利差均值越小、分布范围越窄（标准差越小），表明市场对该项主体评级的认可度越高。

表 16 2012 年度各评级机构所评主体级别利差检验结果

主体级别	评级机构	样本数	发行利差		交易利差	
			均值 (BP)	标准差 (BP)	均值 (BP)	标准差 (BP)
AAA	大公	38	-50.89	53.13	-51.65	55.53
	联合	35	-50.71	48.80	-53.16	53.07
	新世纪	9	-35.90	48.73	-35.80	43.40
	中诚信	61	-49.24	46.53	-54.92	49.10
AA ⁺	大公	31	0.44	54.47	-10.31	59.65
	联合	28	24.78	49.09	18.80	50.50
	新世纪	22	11.21	41.76	-1.09	42.88
	中诚信	50	-0.76	52.02	-11.36	50.90
AA	大公	37	50.58	45.39	47.62	50.37
	联合	50	38.36	53.35	18.70	57.43
	新世纪	40	45.49	45.75	34.47	48.31
	中诚信	71	20.91	54.37	10.93	59.15
AA ⁻	大公	53	101.67	88.26	98.88	89.97
	联合	49	99.50	77.13	94.57	80.26
	新世纪	46	102.76	72.20	98.98	74.20
	中诚信	70	82.22	73.92	72.63	74.49
A ⁺	大公	27	224.44	56.45	221.60	56.53
	联合	18	221.96	61.70	217.47	65.09
	新世纪	17	228.05	45.56	228.64	45.77
	中诚信	21	218.95	57.58	210.19	66.46

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从表 16 的利差检验结果来看，AAA 级别上，大公、联合和中诚信的发行利差及交易利差差异不明显（5 个 BP 以内）；在 AA⁻~AA⁺级别上各评级机构利差水平差异较大，最低的利差和最高

利差（含利差 I 和利差 II）相差 20-30 个 BP 之间。投资者未对四家评级机构出具的评级结果表现出明显的认知一致性。

六、 市场展望

1、 宏观环境展望

根据 2012 年 12 月 15 日至 16 日召开的“中央经济工作会议”相关精神，2013 年经济工作的将继续坚持“稳中求进”的总基调，在保持政策连续性和稳定性同时，促进经济持续健康发展；强调改革是发展的最大红利，全面启动体制改革，要制定明确的改革路线图和时间表；提出新型城镇化是扩大内需的最大潜力所在，有序推进农业转移人口的市民化。

从基本面来看，国际方面，美国经济上半年将面临财政悬崖和债务上限的问题，但继续平稳复苏是大概率事件；欧元区整体经济萎缩与财政紧缩形成恶性循环，但“核心国家”基本面相对健康；新兴国家增长放缓企稳，正在寻找新的经济增长动力，预计全球将形成较为温和的外围环境。国内方面，内需仍是拉动经济增长的内生动力。预计基建投资将回升，制造业投资有望企稳；食品消费和一般消费品消费可望维持较高增速，耐用消费品消费增速将会回升；外贸方面将维持平稳态势。

从政策面来看，积极的财政政策和稳健的货币政策将得以延续。“十八大”后新一届政府顺利实现交接，2013 年是新政府上任第一年，财政支出的动力较强，预计在经济结构调整背景下民生相关支出有望增加而结构性减税也有望进一步扩大。货币政策既要维持总需求的相对平稳，也要防范金融风险和促进经济结构调整，预计监管层在维持实体流动性相对宽松的前提下很可能继续采取较为谨慎的政策手段，公开市场操作或继续成为主要手段。

2、 短券发行与交易展望

2012 年共有 625 家企业累计发行短券 825 期，同比分别增长 38.27% 和 35.02%，合计发行规模为 8920.47 亿元，同比增长 11.29%。由于短券发行利率与同期银行贷款利率相比具有一定的成本优势，在间接融资渠道在短期内无法迅速扩大的大环境下，存量短券发行主体在 2013 年滚动发行的可能性很大，也将促使更多增量企业为弥补其流动资金需求将进入短券市场。但由于微观部分行业仍面临信用风险的恶化，其他融资工具的违约风险也可能传递到信用债市场（如影子银行的清理），2013 年短券发行主体继续大幅扩容的可能性降低。宏观经济在 2012 年四季度由缓中趋稳向企稳回升方向发展，新型城镇化建设也将使部分行业从中受益，如保障房建设、医药医疗、文化教育娱乐等。但对于部分行业，如光伏、风电设备、化工、造纸、造船等，2013 年其信用风险仍将持续甚至扩大，尤其是以上行业中的低评级发行主体，信用利差预计仍有上行可能。展望 2013 年，经济的恢复仍将经历一段过程，联合资信将密切关注宏观经济和各行业的变化。