

2007 年上半年短期融资券利差分析报告

(联合资信评估有限公司 石雨欣 刘小平)

摘 要

2007 年上半年共有 112 家企业发行 127 期短期融资券(短融), 上半年发行规模累计 1534.8 亿元。随着金融机构基准贷款利率不断升高, 短融发行利率在波动中却有所下降。短融平均发行利率从年初 1 月份的 3.95% 在波动中降至 6 月的 3.85%, 并没有随着金融机构基准贷款利率增加而升高, 2007 年上半年短融平均发行利率 3.82%, 与 2006 年上半年相比, 短融平均发行利率增加 51BP。与一年期银行贷款基准利率相比, 短融平均发行利率仍较目前一年期银行贷款平均低 275BP。与一年期央票利率相比, 2007 年上半年短融的平均发行利差为 88BP, 平均首日交易利差 75BP。影响短融发行利率和首日交易利率的最直接因素是发行主体的信用等级, 信用等级越高, 利差越小; 信用等级越低, 利差越大。同时, 企业性质、所处行业、企业资产规模、发行规模、发行期限等因素均是影响短融发行利差及首日交易利差的重要因素。目前, 短融市场中的评级机构主要包括联合、中诚信、大公、新世纪和远东, 按期数统计, 联合、中诚信和大公三家的评级数量约占市场总体的 95% 以上。在央行的大力支持下, Shibor 利率正式运行, 从以 Shibor 利率为基准发行的短融利率情况看, 用 Shibor 利率为基准利率能更细分各不同信用等级的利差水平。

1、 2007 年上半年短期融资券发行市场概况

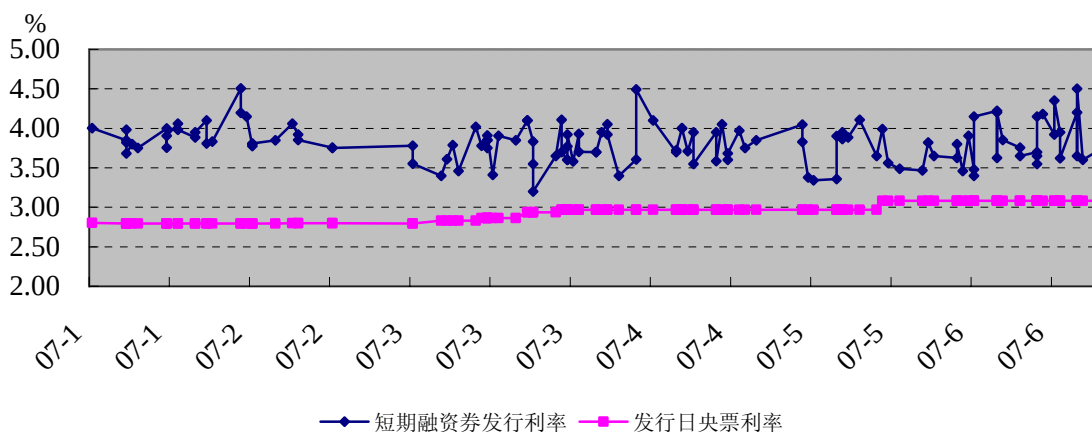
1.1 短融发行市场概况

短融已经成为国内大、中型企业重要的直接融资渠道之一。从 2005 年 5 月至 2007 年 6 月底，短融已累计发行 447 期，发行规模累计 5871.3 亿元，平均每笔筹资 13.13 亿元，截至 2007 年 6 月底，市场存量 2652.2 亿元。

2007 年上半年共有 112 家企业发行短融 127 期，发行规模合计 1534.8 亿元，平均每月发行 255.8 亿元，平均每笔筹资额 12.09 亿元。按发行期限统计，2007 年上半年发行的 127 期短融中，发行期限为 365 天的有 111 期，占 87.40%；发行期限为 10 个月的 1 期，占 0.79%；发行期限为 280 天的 1 期，占 0.79%；发行期限为 9 个月的 9 期，占 7.09%；发行期限为 6 个月的 5 期，占 3.94%。按照发行方式统计，贴现发行的 64 期，占 50.39%；单利（固定票面利率）发行的 63 期，占 49.61%。

2007 年上半年，中国人民银行（以下简称“央行”）于 3 月 18 日和 5 月 19 日分别上调金融机构人民币贷款基准利率 27BP 和 18BP，1 年期金融机构人民币贷款基准利率由年初的 6.12% 上调至 6.57%，上升了 45BP。一年期央票票据发行利率也从年初的 2.80% 升至 6 月底的 3.08%，上升了 28BP。从图 1 可以看出，2007 年上半年，短融发行利率波动较大，1 月份和 2 月份短融的平均发行利率相对较高，3 月~6 月份短融的发行利率波动较大，但平均发行利率相对较低。

图 1 2007 年上半年短融发行利率整体走势



按照发行主体的企业性质统计，在 2007 年上半年发行短融的 112 家企业中，国有独资及控股企业 63 家，占 56.25%；股份公司 40 家（其中国有控股上市公司 33 家、民营控股上市公司 4 家、非上市公司 3 家），占 35.71%；民营企业、集体企业及中外合资企业合计 9 家，占 8.04%。从发行主体所占比率来看，民营企业、集体企业和中外合资企业占比相对较低。

按照发行主体所处的地域情况来看，主要以北京、上海以及山东、江苏、浙江等华东地区（不含上海）和华南地区为主（见图 2 所示），合计占 61.61%，西北地区、西南地区以及东北地区发行短融的企业较少。

图 2 发行主体地域分布

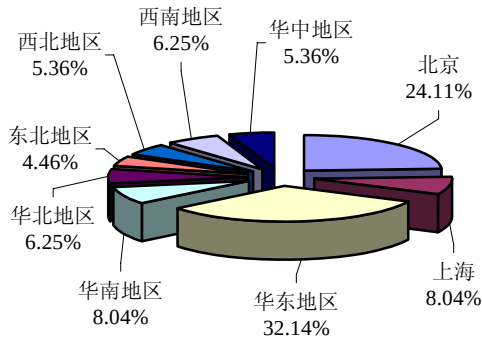


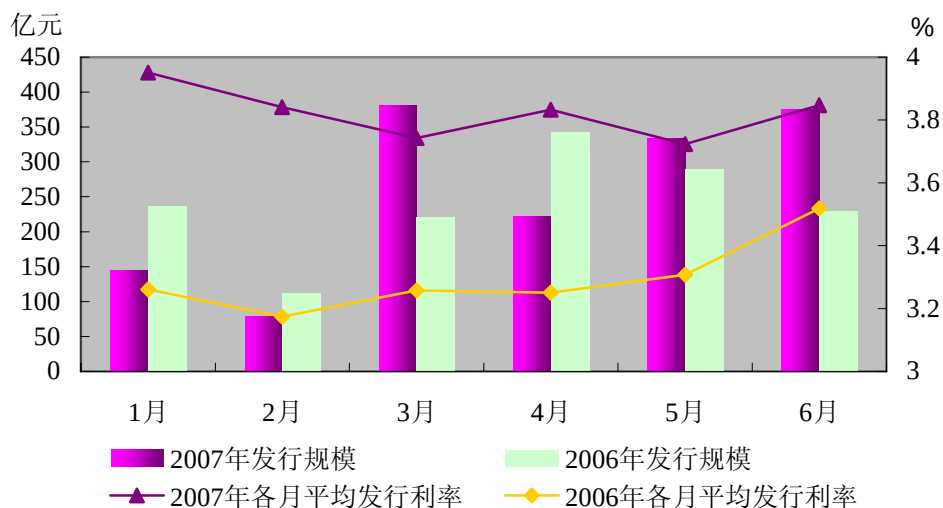
表 1 发行主体地域分布统计

发行主体所处地域	家数
北京	27
上海	9
山东、江苏、浙江、安徽、江西等华东地区	36
广东、福建、海南等华南地区	9
天津、河北、山西等华北地区	7
黑龙江、吉林、辽宁等东北地区	5
陕西、甘肃、新疆等西北地区	6
四川、贵州、云南、重庆、广西等西南地区	7
河南、湖北、湖南等华中地区	6
合计	112

1.2 短融发行按月份统计分析

2007 年上半年，按照月份统计的发行规模以及平均发行利率见图 3 所示，发行规模较大的是 3 月、5 月和 6 月份，发行规模均在 350 亿元以上，而 1 月和 2 月份的发行规模相对较小，主要由于年初市场流动资金相对较少以及春节的影响导致发行规模较小。2006 年上半年发行规模较大的是 4 月份和 5 月份，平均每月发行规模 300 多亿元，1 月、2 月和 3 月发行的规模相对较小。

图 3 2007 年上半年与 2006 年上半年各月发行规模和月均发行利率比较情况



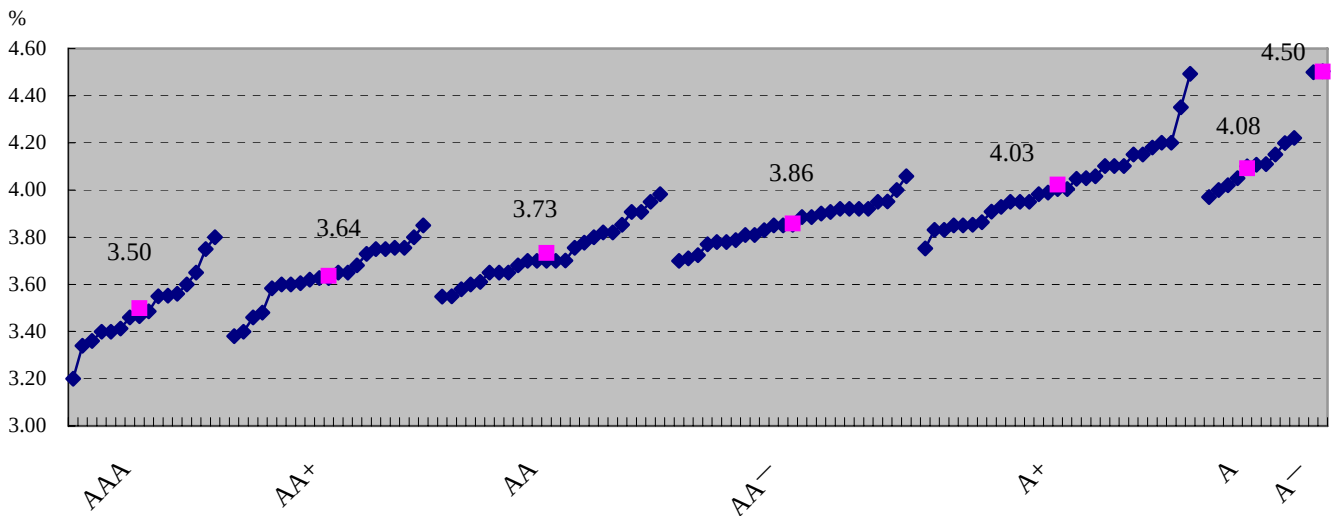
从各月平均发行利率来看，2007 年上半年短融各月平均利率均高于 2006 年同期水平。但从各月平均发行利率的走势来看，2006 年上半年各月平均利率基本处于逐步上升的趋势，平均发行利率为 3.31%；2007 年上半年各月平均发行利率在波动中有所下降，1 月份和 2 月

份的平均发行利率相对较高，3 月份和 5 月份平均发行利率相对较低，上半年平均发行利率 3.82%，较 2006 年上半年平均发行利率上升了 51BP。

1.3 短融发行利率与主体信用等级关系

2007 年上半年发行的 127 期短融的债项级别均为 A-1 级，而主体级别范围在 A⁻ 级到 AAA 级之间，其发行利率也随主体长期信用级别的差异而不同。按照不同信用等级以及相同信用等级下发行利率的高低顺序排列的短融发行利率及信用级别之间的关系如图 4 所示。

图 4 短融发行利率与信用等级关系



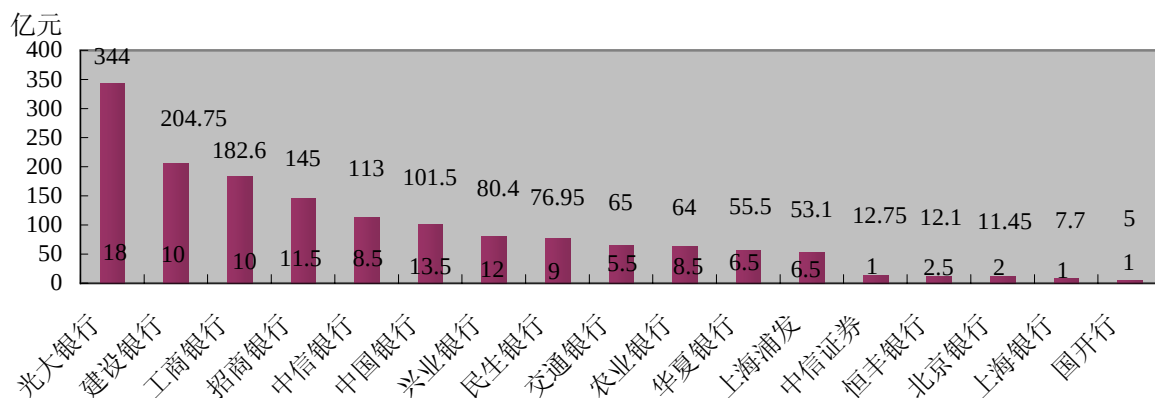
从图 4 可以看出，随着信用等级的逐步降低，短融发行利率呈逐步上升的趋势。从各个不同信用等级短融的平均发行利率来看，最高级 AAA 级平均发行利率为 3.50%、AA⁺ 级为 3.64%、AA 级为 3.73%、AA⁻ 级为 3.86%、A⁺ 级为 4.03%、A 级为 4.08%、A⁻ 级为 4.50%。同时也可以看到，由于各评级机构信用标准尺度掌握不同以及市场变化等原因，也出现不同信用等级下的企业的短融发行利率相同的情况或相同信用等级下短融发行利率相差较大的情况。但总体看，随着信用等级的降低，短融的发行利率呈逐步升高的趋势。

2、短融各主承销商及评级机构市场情况

2.1 主承销商市场情况

2007 年上半年参与短融主承销以及副主承销的银行及证券公司已达 17 家，按发行期数（两家联合承销的短融，各算 0.5 期）统计，光大以承揽发行 18 期的短融主承销领先，中国银行、兴业银行、招商银行分别主承销 13.5 期、12 期和 11.5 期，上海银行和国开行各承销 1 期，相对较少。按承销规模统计，光大银行以主承销 344 亿元位居第一位，建设银行和工商银行分别主承销 204.75 亿元和 182.6 亿元，上海银行和国开行分别主承销 7.7 亿元和 5 亿元，规模相对较小。

图 5 2007 年上半年各主承销商承揽情况



2.2 评级机构市场情况

在 2007 年上半年短融评级市场中，参与短融评级的国内主要评级机构包括联合资信评估有限公司（联合）、中诚信国际信用评级有限责任公司（中诚信）、大公国际资信评估有限公司（大公）、新世纪资信评估投资服务有限公司（新世纪）和远东资信评估有限公司（远东），从 2007 年已发行的评级期数看，联合、中诚信和大公三家较大的评级机构评级期数合计 123 期，占 96.85%，新世纪和远东评级期数合计 4 期，市场占有率较低（其中大公与远东共同评级“07 上药 CP01”、联合与远东共同评级“07 长虹 CP01”）。从评级家数看，联合、中诚信、大公合计评级家数 108 家，占 96.43%，新世纪和远东合计评级家数 4 家，市场占有率较低。

图 6 2007 年上半年各评级机构市场情况（按家数）

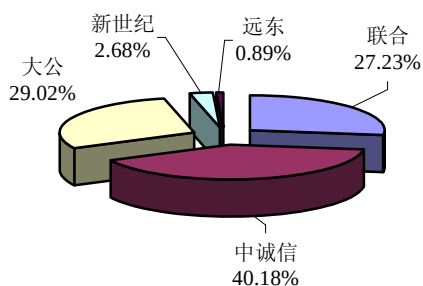


表 2 2007 年上半年各评级机构的短融评级情况

评级机构	评级期数 (期)	评级家数 (家)
联合	33.5	30.5
中诚信	51	45
大公	38.5	32.5
新世纪	3	3
远东	1	1
合计	127	112

注：大公与远东、联合和远东分别评级 1 家。

综合来看，从评级期数以及评级家数来看，联合、中诚信和大公三家市场占有率合计超过 95%，新世纪和远东的市场地位较弱。

3、2007 年上半年短融利差分析

3.1 短融市场整体利差表现情况

鉴于目前货币市场利率主要以央行发行的央票利率为基准，因此，我们将短融的发行利率和与其发行日最近的、央行发行的一年期票据的收益率之间的差额定义为发行利差（利差 I），将其第一个交易日的平均收益率和与之最临近的一年期央行票据收益率的差额定义为首日交易利差（利差 II）。选取第一个交易日主要是考虑到新券种上市后的第一个交易日往往流动性较好，能够较好地反映其真实的市场价格。

2007 年上半年短融的发行利率均值、首日交易利率均值与一年期央票利率均值的利差情况如表 3 所示。

表 3 2007 年上半年短融市场利差统计

	发行利率	发行日央票利率	利差 I	上市日交易利率	上市日央票利率	利差 II
均值(%)	3.82	2.94	0.88	3.69	2.94	0.75
方差	0.060	0.012	0.076	0.071	0.012	0.081

2007 年上半年短融的平均发行利率为 3.82%，较 2006 年上半年的平均发行利率 3.31% 上升了 51BP，虽然短融的发行利率随着央票利率的走高而逐步提高，但是与 1 年期银行贷款基准利率相比，仍然相差约 275BP，而 2006 年全年短融平均发行利率与 1 年期银行贷款基准利率相差约 250BP，可见，短融的低成本优势更加明显。从短融的利差情况看，利差 I 均值为 88BP，利差 II 均值为 75BP，利差 II 比利差 I 平均多 13BP，短融首日交易市场与发行市场之间的收益空间虽然逐步缩小，但目前仍有 13BP 左右的空间不断吸引各类机构投资者。

总体看，随着央票利率的逐步提升，短融发行利率亦有一定幅度的提升。但与同期银行贷款基准利率相比，短融的低成本优势比较突出。

3.2 发行主体长期信用等级利差分析

2007 年上半年发行的 127 期短融发行主体均具有主体长期信用等级，其中最高级 AAA 级有 16 期，平均发行利率 3.50%；AA⁺ 级有 21 期，平均发行利率 3.64%；AA 级有 24 期，平均发行利率 3.73%；AA⁻ 级有 25 期，平均发行利率 3.86%，AA 级及其微调级别合计发行 70 期，占整体发行的一半以上，平均发行利率在 3.70% 左右；A⁺ 级 30 期，平均发行利率 4.03%；A 级有 9 期，平均发行利率 4.08%；最低等级 A⁻ 级有 2 期，平均发行利率 4.50%。可见，目前市场中短融发行主体的信用等级大部分在 AA 级及其微调级别范围内。各信用等级的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差见表 4 所示。

表 4 发行主体长期信用等级利差

发行主体长期信用等级	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I			利差 II		
			均值 (BP)	级差	方差	均值 (BP)	级差	方差
AAA	16	3.50	53	--	0.044	41	--	0.027
AA ⁺	21	3.64	68	15	0.046	61	20	0.055
AA	24	3.73	79	11	0.035	63	2	0.044
AA ⁻	25	3.86	94	15	0.019	80	17	0.026
A ⁺	30	4.03	108	14	0.018	93	13	0.039

A	9	4.08	118	10	0.020	110	17	0.020
A ⁻	2	4.50	156	38	0.043	146	36	0.004

从表 4 可以看出，在发行市场，最高等级 AAA 级的利差 I 均值为 53BP，而信用等级较低的 A⁻ 级利差 I 为 156BP，最高等级与最低等级利差 I 均值相差 103BP；随着信用等级的下降，发行利差呈稳步增加的趋势，在 AA 级范围内，微调级别也呈现明显的差异性，AA⁺ 级、AA 级和 AA⁻ 级的利差 I 均值分别为 68BP、79BP 和 94BP；在 A 级范围内，A⁺ 级、A 级和 A⁻ 级的利差 I 均值分别为 108BP、118BP 和 156BP。可以看出，除 A⁻ 级的利差 I 均值较 A 级高 38BP 以外，其余各信用等级之间，每降低一个信用级别，利差 I 均值平均增加 10~15BP，发行利差随信用等级的降低而增加的趋势比较明显，但随着信用等级的逐步降低，信用等级利差之间的差距却没有逐步加大。总体来说，信用等级越高，利差越小；信用等级越低，利差越大。

在首日交易市场，最高级别 AAA 级的利差 II 均值为 41BP，最低信用级别 A⁻ 级的杭州中策橡胶有限公司和吉林亚泰（集团）股份有限公司的利差 II 为分别为 151BP 和 141BP，最高等级与较低等级的利差 II 均值相差 100BP 左右；从其他各信用等级看，AA⁺ 级和 AA 级的利差 II 均值比较接近，较 AAA 级的利差 II 均值高约 20BP，其余各信用等级之间，每降低一个信用级别，利差 I 均值平均增加 13~17BP，A⁻ 级较 A 级的利差 I 均值高 36BP。可以看出，信用等级越高，投资者要求的风险补偿越低，信用等级越低，投资者要求的风险补偿越高，随着信用等级的降低，投资者要求的风险补偿更高。从首日交易利差看，随着信用等级的逐步降低，信用等级之间的利差逐步加大，但各等级收入交易利差的差距波动较大。

从各个等级的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，各个信用等级短融的利差 II 均值均低于利差 I 均值约 7~16BP 之间。可见，随着短融市场的日渐成熟，首日交易市场与发行市场之间的收益空间越来越小。

综合来看，随着信用等级的逐步降低，短融的利差 I 和利差 II 均呈明显的增加趋势。可见，短融发行主体的信用等级对短融的利差影响非常明显。

3.3 发行主体性质的利差分析

2007 年上半年发行的 127 期短融中，按期数考虑，有 76 期短融的发行主体为国有独资及控股企业（不包括国有控股上市公司），其中大部分主体信用等级在 AA 级及以上，因此其平均发行利率较低，为 3.75%；有 42 期的发行主体为股份公司（包括国有控股、民营控股上市公司），其大部分发行主体信用等级在 AA⁻ 级左右，平均发行利率 3.87%，其中民营控股上市公司 4 家，其主体信用等级主要为 A⁺ 级和 AA⁻ 级，平均发行利率 4.13%；有 9 期为中外合资、集体企业和民营企业，其主体信用等级大部分在 A⁺ 级左右，平均发行利率 4.14%。目前的短融发行主体中，国有独资、控股企业以及上市公司仍然占绝大多数。2007 年上半年发行主体性质的平均发行利率、利差 I 和利差 II 均值、方差情况如表 5 所示。

表 5 发行主体性质的利差分析

发行主体性质	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
国有独资及控股企业 (不包括国有控股上市公司)	76	3.75	81	0.064	67	0.059
股份公司 (包括国有控股、民营控股上市公司)	42	3.87	91	0.068	82	0.076
中外合资、集体企业及民营企业	9	4.14	123	0.074	113	0.072

由表 5 可知,在发行市场,国有独资及控股企业的利差 I 均值为 81BP,股份公司(包括国有控股、民营控股上市公司)的利差 I 均值为 91BP,而中外合资、集体企业及民营企业的利差 I 均值高达 123BP,比国有独资及控股性质企业高 42BP。总体看,国有独资及控股企业以及上市公司的发行利率普遍低于中外合资企业及集体企业的发行利率。

在首日交易市场,国有独资及控股企业的利差 II 均值为 67BP,股份公司(包括国有控股、民营控股上市公司)的利差 II 均值为 82BP,较国有独资及控股企业高 15BP,中外合资、集体企业和民营企业的利差 II 均值为 113BP,较国有独资及控股企业高 46BP。因此,在首日交易市场,发行主体的性质也是影响首日交易利率的一个重要因素。

从各种不同性质企业的利差 I 和利差 II 均值相比较而言,国有独资及控股企业利差 II 比利差 I 平均低 14 BP,股份公司的利差 II 比利差 I 平均低 9BP,中外合资企业、集体企业和民营企业的利差 II 比利差 I 平均低 10BP。可见,对于发行市场投资者,国有独资及控股企业的收益空间较高,股份公司以及中外合资企业、集体企业和民营企业发行的短融收益空间相对较低。

3.4 发行主体资产规模的利差分析

2007 年上半年发行的 127 期短融中,发行主体资产规模超过 500 亿元的有 23 期,其主体信用等级全部在 AA 级及以上,AAA 级和 AA⁺ 级占绝大多数,平均发行利率 3.53%;发行主体资产规模在 200~500 亿元之间的有 29 期,发行主体信用等级主要以 AA 级和 AA⁻ 级为主,平均发行利率 3.70%;发行主体资产规模在 100~200 亿元之间的有 31 期,发行主体信用等级主要以 AA⁻ 级和 A⁺ 级为主,平均发行利率 3.91%;发行主体资产规模在 50~100 亿元之间的有 25 期,发行主体信用等级主要以 A⁺ 级和 A 级为主,平均发行利率 3.96%;发行主体资产规模低于 50 亿元的有 19 期,发行主体信用等级主要以 A 级为主,平均发行利率 4.02%。各发行主体资产规模下的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 6 所示。

表 6 发行主体资产规模利差分析

发行主体资产规模	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
500 亿元及以上	23	3.53	54	0.010	45	0.037
200~500 亿元	29	3.70	75	0.035	59	0.036
100~200 亿元	31	3.91	98	0.022	82	0.024

50~100 亿元	25	3.96	101	0.072	91	0.082
50 亿元及以下	19	4.02	112	0.033	100	0.045

从表 6 可以看出，在发行市场，随着发行主体资产规模的增加，利差 I 均值逐渐降低。主体资产规模低于 50 亿元的，其利差 I 均值为 112BP；主体资产规模超过 500 亿元的利差 I 均值为 54BP，资产规模较小的利差 I 均值较资产规模较大的利差 I 均值低 58BP。在首日交易市场，随着发行主体资产规模的增加，利差 II 亦呈逐步降低之势。主体资产规模低于 50 亿元的，其利差 II 均值为 100BP，而发行主体资产规模超过 500 亿元的，其利差 II 均值为 45BP，资产规模较小的利差 II 均值较资产规模较大的利差 II 均值低 55BP。

从发行主体不同资产规模的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，资产规模较大企业的利差 II 比利差 I 平均低 9BP；资产规模较小企业的利差 II 比利差 I 平均低 12BP。因此，企业主体资产规模对短融的发行和首日交易利差的影响差异较小。从发行市场投资者的收益空间看，发行主体的资产规模对投资者的收益空间基本没有影响。

3.5 发行主体所属行业的利差分析

2007 年上半年发行的 127 期短融中，电力行业、制造业以及建筑、运输企业相对较多，综合类主要包括毛纺行业、家用电器、橡胶等以及其他综合投资类。平均发行利率最低的行业是有色金属行业，其发行主体信用等级大部分为 AA⁺ 级，平均发行利率 3.66%，其次是电力行业，其发行主体信用等级大部分为 AA⁺ 级，有部分为 AAA 级和 A⁺ 级，平均发行利率为 3.68%，建筑业、交通运输业和制造业发行主体信用等级大部分在 AA 级和 AA⁻ 级，平均发行利率为 3.80% 左右。可以看出，目前发行短融的企业主要是电力、建筑、交通运输以及制造业等国家重要基础性产业。各主要行业利差 I 和利差 II 的均值、方差比较如表 7 所示。

表 7 发行主体所处行业利差分析

发行主体所处行业	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
有色金属行业	6	3.66	71	0.038	57	0.054
电力行业	22	3.68	73	0.088	60	0.092
制造业	21	3.81	91	0.083	81	0.080
建筑、交通运输业	24	3.78	82	0.057	68	0.041
医药、化工行业	12	3.86	93	0.087	77	0.105
基础设施建设投资	8	3.86	91	0.045	76	0.047
其他及综合类	34	3.94	100	0.060	87	0.076

从表 7 可以看到，在发行市场，有色金属行业和电力行业利差 I 均值相对较低，分别为 71BP 和 73BP，制造业、建筑、交通运输业、医药、化工行业以及基础设施建设行业的利差 I 均值均比较接近，约 90BP；在首日交易市场，有色金属行业和电力行业的利差 II 均值较低，分别为 57BP 和 60BP，建筑、交通运输业的利差 II 均值相对较低，为 68BP，其他行业的利差 II 均值相对比较接近，约 80BP。

从各行业的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，各个行业的利差 II 均值和利差 I 均值相差均在 15BP 左右。总体看，发行主体所处行业对短融发行利差和首日交易利差的基本没有

影响。

3.6 短融发行规模的利差分析

2007 年上半年发行的 127 期短融中，发行规模超过 15 亿元的有 22 期，平均发行利率 3.51%；发行规模在 10~15 亿元之间的有 32 期，平均发行利率 3.75%；发行规模在 5~10 亿元之间的 52 期，平均发行利率 3.90%；发行规模低于 5 亿元的有 21 期，平均发行利率 4.05%。各发行规模的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 8 所示。

表 8 发行规模利差分析

短融发行规模	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
15 亿元以上	22	3.51	51	0.020	43	0.033
10~15 亿元(包括 10 和 15 亿元)	32	3.75	82	0.040	68	0.041
5~10 亿元(包括 5 亿元)	52	3.90	96	0.044	82	0.062
低于 5 亿元	21	4.05	113	0.043	100	0.051

从表 8 可以看出，在发行市场，随着发行规模逐步增加，利差 I 呈逐步降低的趋势。发行规模低于 5 亿元，其利差 I 为 113BP；发行规模超过 15 亿元，其利差 I 平均为 51BP，发行规模较小的短融利差 I 均值比发行规模较大的短融利差 I 均值高 62BP。在首日交易市场，随着发行规模的增加，利差 II 均值亦呈降低的趋势，发行规模低于 5 亿元，其利差 II 均值为 100BP；发行规模超过 15 亿元，其利差 II 均值为 43BP，发行规模较大和规模较小的利差 II 均值相差 57BP。可见，短融的发行规模对短融发行利差和首日交易利差均有一定影响。

从不同发行规模的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，发行规模低于 5 亿元，利差 II 比利差 I 平均低 13BP；发行规模在 5~15 亿元之间利差 II 比利差 I 平均低 14BP，发行规模超过 15 亿元，利差 II 比利差 I 平均低 8BP。从发行市场投资者的收益空间看，发行规模超过 15 亿元的短融收益空间相对小，发行规模低于 15 亿元，收益空间基本没有差异。

3.7 短融发行期限的利差分析

2007 年上半年发行的 127 期短融中，发行期限为 1 年期的有 111 期，平均发行利率 3.84%；发行期限短于 1 年期的有 16 期，平均发行利率 3.67%。不同发行期限的平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 9 所示。

表 9 发行期限利差分析

发行期限	发行期数	平均发行利率 (%)	利差 I		利差 II	
			均值 (BP)	方差	均值 (BP)	方差
1 年期	111	3.84	90	0.074	77	0.078
1 年期以下	16	3.67	71	0.063	59	0.072

从表 9 可以看到，在发行市场，发行期限为 1 年期的短融平均利差 I 为 90BP，发行期限短于 1 年期的平均利差 I 为 71BP。在首日交易市场，发行期限为 1 年期的短融 II 均值为 77BP，发行期限短于 1 年期的短融 II 均值为 59BP。发行期限较短，利差均值 I 较小，发行

期限较长，利差 I 均值较大。

不同发行期限的利差 I 和利差 II 均值相比较而言，1 年期短融首日交易利差较发行利差低 13BP，1 年期以下短融的首日交易利差较发行利差低 12BP。总体看，短融的发行期限对发行利差和首日交易利差均有一定影响。从发行市场投资收益空间看，发行期限对投资者的收益空间基本没有影响。

3.8 小结

通过以上分析可知，发行主体的信用等级是影响短融发行利率和首日交易利率的重要因素，从发行主体的企业性质、资产规模、短融的发行规模、期限等因素进行对比分析，可以看出这些因素均在利差中有明显的差异；从发行市场投资收益空间看，发行主体企业性质的不同对投资者的收益空间有一定影响，而发行主体所处的行业、资产规模、短融的发行规模和发行期限的不同对投资者的收益空间基本没有影响。另外，发行主体的企业性质、资产规模以及所处行业与发行主体的信用等级呈现明显的相关性。

4、Shibor 对短融定价的参考

2007 年 1 月 4 日，Shibor 利率正式运行，在央行的大力支持下，Shibor 利率的影响力不断扩大，其应用领域已逐步涉及到债券定价参考的基准利率中。截至 2007 年 6 月底，已发行的短融中有 10 期已采用以 Shibor 利率为基准利率进行定价（如表 10 所示）。

表 10 以 Shibor 利率为基准利率的短融发行情况

债券简称	主体信用等级	发行参考收益率	发行利差	首日交易利率与 Shibor 之差	利差 I (BP)	利差 II (BP)
07 长电 CP02	AAA	3.4661	前 14 天 Shibor+20.9BP	0	38	31
07 上海港 CP01	AAA	3.6	前 10 日 Shibor+18BP	15	52	50
07 苏交通 CP02	AA ⁺	3.6269	前 10 日 Shibor+30BP	11	54	43
07 浙能 CP02	AA ⁺	3.6269	前 10 日 Shibor+24BP	10	54	42
07 太不锈 CP01	AA ⁺	3.65	前 10 日 Shibor+24BP	19	56	52
07 闽高速 CP02	AA	3.7	前 10 日 Shibor+29BP	23	62	56
07 国联 CP01	AA ⁻	3.9069	前 14 日 Shibor+60BP	33	82	66
07 闽交通 CP01	AA ⁻	3.8529	前 10 日 Shibor+46BP	34	77	67
07 悦达 CP01	AA ⁻	3.92	前 10 日 Shibor+51BP	43	84	78
07 云铝 CP01	AA ⁻	3.9515	前 10 日 Shibor+73BP	40	87	75

从表 10 可以看出，主体长期信用等级为 AAA 级的“07 长电 CP02”和“07 上海港 CP01”的发行利率是在发行前 14 日或者 10 日的 Shibor 平均利率基础上加 20.9BP 和 18BP 确定，主体信用等级为 AA⁺级的“07 苏交通 CP01”、“07 浙能 CP02”和“07 太不锈 CP01”的发行利率是在其发行前 10 日的 Shibor 平均利率基础上加 24~30BP 确定，主体信用等级为 AA 级的“07 闽高速 CP01”在其发行前 10 日的 Shibor 平均利率基础上加 29BP 确定，而主体信用等级为 AA⁻级的“07 国联 CP01”、“07 闽交通 CP01”、“07 悦达 CP01”和“07 云铝

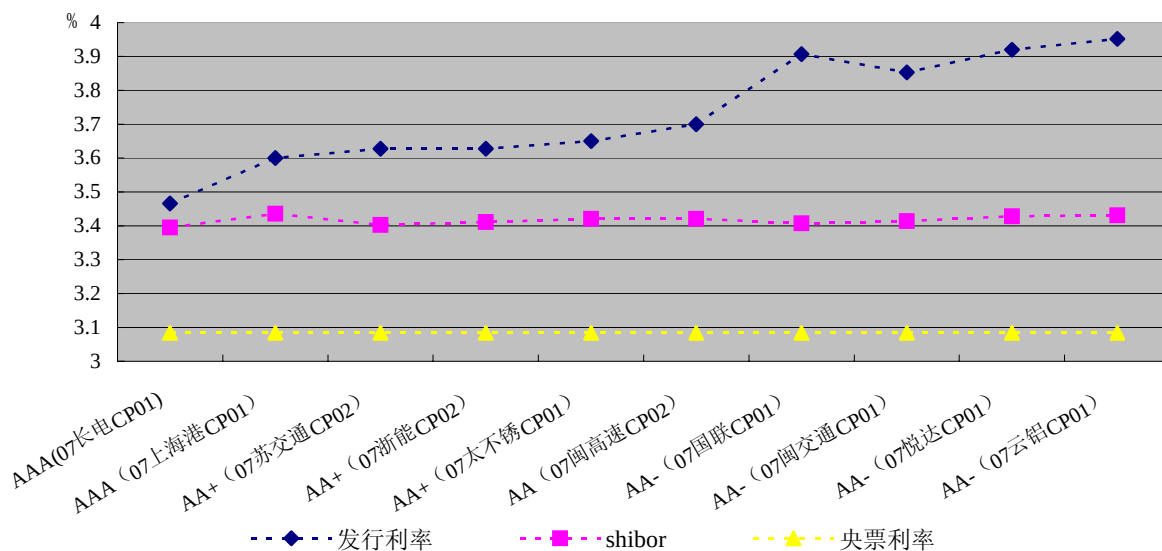
CP01”则是在其发行前 10 日的 Shibor 平均利率基础上加 46~73BP 确定。可见，信用等级较高，要求附加的利差值越大，主体信用等级为 AA⁺ 级与 AAA 级相比，短融的发行利率在 Shibor 平均利率的基础上高出 20~50BP。

以 Shibor 利率为利差基准，从短融的首日交易利率情况看，主体信用等级为 AAA 级和 AA⁺ 级的短融首日交易利差在 20BP 以下，主体信用等级为 AA 级的短融首日交易利差为 23BP，主体信用等级为 AA⁻ 级的短融首日交易利差基本在 30~40BP 之间，主体信用等级越低，首日交易利差越大。

通过用以 Shibor 利率为基准利率的发行利差和利差 I 进行比较，除“07 长电 CP02”和“07 云铝 CP01”的利差 I 分别较以 Shibor 利率为基准利率的发行利差高 17BP 和 14BP 外，其余均相差 30BP 左右；利差 II 均较以 Shibor 利率为基准利率的首日交易利差高 33BP 左右。因此，Shibor 利率较央票利率平均高 30 多 BP，Shibor 利率与央票利率的走势基本一致。

6 月份发行的 10 期短融按照信用等级的高低排列的发行利率与 Shibor 利率以及央票利率的走势情况见图 7 所示。从图 7 可以看出，随着主体信用等级的降低，短融的发行利率明显逐步升高，而且信用等级越低，上升速度越快。同期 6 月份，央票的发行利率基本维持 3.084%，而同期的 Shibor 利率在稳定中有所变动。同为 AAA 级，“07 长电 CP01”的发行利率低于“07 上海港 CP01”的发行利率，而发行“07 长电 CP01”时的 Shibor 利率略低于发行“07 上海港 CP01”的 Shibor 利率。

图 7 短融发行利率、Shibor 利率和央票利率走势比较



整体看，随着信用等级的降低，短融的发行利率与 Shibor 利率和央票利率的距离越来越大，短融的发行利率与 Shibor 利率之间的差距与信用等级之间的关系更加明显，信用等级越高，短融的发行利率与 Shibor 利率之间的距离越小；信用等级越低，短融的发行利率与 Shibor 利率之间的距离越大。

因此，从目前发行的 10 期以 Shibor 利率为基准的短融发行利率与信用等级之间的关系

来看，用 Shibor 利率做参考基准能更细分各不同信用等级的利差水平。

5、各评级机构利差波动对比

2007 年上半年发行的 127 期短融中，参与信用评级的机构共有 5 家。同一信用等级下各家评级机构的利差 I 和利差 II 的均值和方差如表 11 所示。

表 11 各评级机构利差区间的总体对比

信用等级	评级机构	评级期数	平均发行利率 (%)	利差 I				利差 II			
				利差区间 (BP)	全距 (BP)	均值 (BP)	方差	利差区间 (BP)	全距 (BP)	均值 (BP)	方差
AAA	总体	16	3.50	(26~100)	74	53	0.044	(18~75)	57	41	0.027
	联合	5	3.53	(26~95)	69	59	0.076	(18~76)	58	46	0.051
	中诚信	4	3.44	(37~55)	8	44	0.007	(27~41)	14	35	0.004
	大公	5	3.44	(38~57)	19	45	0.006	(32~40)	8	33	0.002
	新世纪	2	3.70	(52~100)	48	76	0.120	(50~75)	25	63	0.031
AA ⁺	总体	21	3.64	(32~105)	73	68	0.046	(28~100)	72	61	0.055
	联合	9	3.67	(57~100)	43	77	0.031	(37~100)	63	73	0.058
	中诚信	9	3.56	(32~96)	64	55	0.035	(28~85)	57	47	0.030
	大公	3	3.75	(57~105)	48	80	0.060	(52~87)	34	71	0.031
AA	总体	24	3.73	(57~119)	62	79	0.035	(35~114)	79	63	0.044
	联合	5	3.82	(71~111)	40	92	0.033	(58~97)	39	78	0.032
	中诚信	11	3.70	(57~119)	62	74	0.038	(38~114)	76	61	0.051
	大公	7	3.73	(61~105)	44	78	0.029	(35~80)	45	58	0.031
	新世纪	1	3.70	73	--	73	--	39	--	39	--
AA ⁻	总体	25	3.86	(73~126)	53	94	0.019	(52~113)	61	80	0.026
	联合	7	3.87	(74~112)	38	89	0.016	(66~102)	36	81	0.022
	中诚信	11	3.85	(73~101)	28	90	0.009	(52~89)	37	75	0.011
	大公*	7	3.87	(76~126)	50	104	0.029	(55~113)	58	86	0.054
	远东*	1	3.85	105	--	105	--	88	--	88	--
A ⁺	总体	30	4.03	(90~153)	63	108	0.018	(60~147)	87	93	0.039
	联合 [#]	4	4.03	(96~114)	18	105	0.009	(68~109)	41	90	0.049
	中诚信	14	4.07	(90~153)	63	111	0.024	(72~147)	75	94	0.038
	大公	12	3.98	(90~127)	37	106	0.014	(60~128)	68	92	0.043
	远东 [#]	1	3.85	99	--	99	--	73	--	73	--
A	总体	9	4.08	(100~140)	40	118	0.020	(94~136)	42	110	0.020
	联合	3	4.11	(114~130)	16	119	0.006	(105~121)	16	112	0.005
	中诚信	2	4.10	(108~135)	27	122	0.037	(102~124)	22	113	0.023
	大公	4	4.08	(100~140)	40	121	0.007	(94~136)	42	113	0.006
A ⁻	总体	2	4.50	(142~171)	29	156	0.043	(142~150)	12	146	0.004
	联合	1	4.50	142	--	142	--	142	--	142	--
	大公	1	4.50	171	--	171	--	150	--	150	--

从 AAA 级的利差情况看，新世纪的利差较大，主要由于“07 张江 CP01”发行利率较高所致；其次是联合的利差较高，主要由于“07 国机 CP01”发行利率较高所致，“07 国机

* 远东与大公共同评级

为远东与联合共同评级

CP01”和“07 张江 CP01”均在发行的平均利率较高的 1 月份发行，导致其利差较大；中诚信的利差最低，主要由于“07 长电 CP01”和“07 长电 CP02”均在发行的平均利率较低的 3 月份发行所致。

从 AA 级及其微调范围的信用等级看，中诚信的利差相对均较小，大公的 AA⁺级和 AA⁻级相对略高，联合的 AA 级相对略高，主要由于中诚信的评级的 AA 级及其微调范围的企业较多，而且包括“07 华电 CP01”和“07 国电 CP01”电力行业优质客户，所以其利差相对较低。从整体看，三家主要评级机构（联合、中诚信和大公，下同）的利差范围基本接近。

从 A 级及其微调级别看，三家评级机构差别较小，联合的平均利差略低，波动范围也最小，大公的略高。但从 A 级及其微调级别整体看，三家主要评级机构的差异性比较小。

从首日交易市场的利差情况看，除了中诚信的 AAA 级和 AA⁺级平均利差较小外，在其余各信用等级中，三家主要评级机构的首日交易利差相差较小，各家评级机构评出的相同信用等级的交易利差的差异已经明显小于发行利差的差异。因此，从二级市场投资者的认可情况看，对于相同信用主体等级的短融来说，三家评级公司评出级别利差基本接近。

总体看，三家主要评级机构的相同信用等级利差基本接近，能较准确的反映短融主体的信用状况，对投资者有较高的参考价值。

6、结论

2007 年上半年有 112 家企业发行短融 127 期，上半年发行规模累计 1534.8 亿元，平均每月发行约 255.8 亿元，平均发行利率 3.82%，平均首日交易利率 3.69%，对于机构投资者来说，发行市场的投资收益空间在 13BP 左右。短融发行利率从 1 月份平均的 3.95%在波动中降至 6 月份的 3.85%，并没有随着金融机构基准贷款利率增加而升高。与 2006 年上半年相比，短融发行利率平均增加 51BP，但与一年期银行贷款基准利率相比，仍较一年期银行贷款平均低 275BP。与一年期央票利率相比，2007 年上半年短融的平均发行利差为 88BP，平均首日交易利差 75BP。

2007 年上半年，央行两次加息，金融机构基准贷款利率不断升高，但短融发行利率在波动中有所下降，其一方面由于短融发行主体本身实力较强，信用风险较低；另一方面，资本市场流动性仍然较为充裕，资金供给量大。

从短融发行主体的长期信用级别看，随着信用等级的降低，其短融的发行利率逐步增加。信用等级最高的 AAA 级平均发行利差 53BP，平均首日交易利差 41BP；信用等级较低的 A⁻级平均发行利差 156BP，平均首日交易利差 146BP。发行主体的信用等级对短融的发行利差、首日交易利差以及发行市场投资者的收益空间的影响均较明显。

从短融发行主体的企业性质、所处行业、主体资产规模以及发行的规模和期限来看，发行主体的企业性质、资产规模、短融的发行规模、期限等因素均对短融发行利差和首日交

易利差的影响均较明显；从发行市场投资收益空间看，发行主体的企业性质的不同对投资者的收益空间有一定影响，发行主体所处行业、资产规模、短融的发行规模和发行期限的不同对投资者的收益空间基本没有影响。另外，短融发行主体的企业性质、所处行业以及主体资产规模均与发行主体的信用等级呈现明显的相关性。

通过对目前已采用 Shibor 利率为基准发行的短融利差与以央票为基准的利差进行的简单对比，可以看出，用 Shibor 利率为短融发行利率的基准利率，能更明显的反映不同信用等级短融的利差水平。

通过对三家主要评级机构的评级结果进行对比，三家主要评级机构的相同信用等级利差基本接近，能较准确的反映短融主体的信用状况，对投资者有较高的参考价值。

因此，总体看，短融市场已经基本形成规模，随着央行增加对发行主体信用等级的评级，短融的利差已随发行主体信用等级的不同呈现明显的差异性，短融发行主体信用等级的增加，有效地区分了不同企业的信用等级水平。