

2011 年第二季度短期融资券市场 利差分析报告



2011 年第二季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20110713

时间: 2011 年 7 月 13 日

分析师:

甘铭山
孙恒志
戎伟伟
李 洁
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

2011 年第二季度, 中国经济保持平稳较快增长, 但增速持续回落。本季度通胀压力仍处高位, 央行继续实行稳健的货币政策, 货币供应量增速降至历年平均水平。本季度末银行间市场资金面收紧。信用债产品供应稳定, 债券市场收益率大幅走高。

本季度共有 147 家企业累计发行短券 154 期 (信用债 152 期, 担保债 2 期), 合计发行 2078 亿元, 短券发行家数同比延续增长趋势。民营企业发行主体占比继续上升, 本季度发行期数较上年略有增长, 发行规模与上年持平, 平均单笔发行规模同比呈下降趋势。

受银行间市场资金面影响, 短券发行利率整体呈现平稳上升趋势, 6 月中旬起利差分化明显, 其中 AAA 级负利差有所缩窄, AA+级结束负利差状态, 其他信用等级正利差扩大。通过回归分析和显著性检验, 联合资信发现, 除个别相邻级别未能通过显著性检验, 其他不同信用等级主体发行的短券利率差异明显, 主体信用等级对短券利差产生十分重要的影响。

受资金面的变化影响, 本季度短券一、二级市场交易利差整体呈降低趋势, 4 月份, 机构配置资金需求旺盛, 一、二级市场套利空间较大, 随着资金面趋紧, 6 月份一二级市场利差倒挂现象增多并超过 4 月份和 5 月份利差倒挂数量总和。

本季度, 联合资信与中诚信在国内短券评级市场占有率继续保持领先地位。根据利差检验结果分析, 在样本量充足的 AAA 级、AA 级和 AA-级主体级别短券中, 投资者对联合资信在发行市场和交易市场上认可度最高。

释 义

- ◆ **央 行**：中国人民银行
- ◆ **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。
- ◆ **本 季 度**：2011 年 4 月 1 日~2011 年 6 月 30 日
- ◆ **发 行 日**：短券起息日
- ◆ **交 易 日**：短券上市交易日
- ◆ **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。
- ◆ **超 短 融**：超级短期融资券，指具有法人资格、信用评级较高的非金融企业在银行间债券市场发行的、期限在 270 天以内的短期融资券。
- ◆ **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

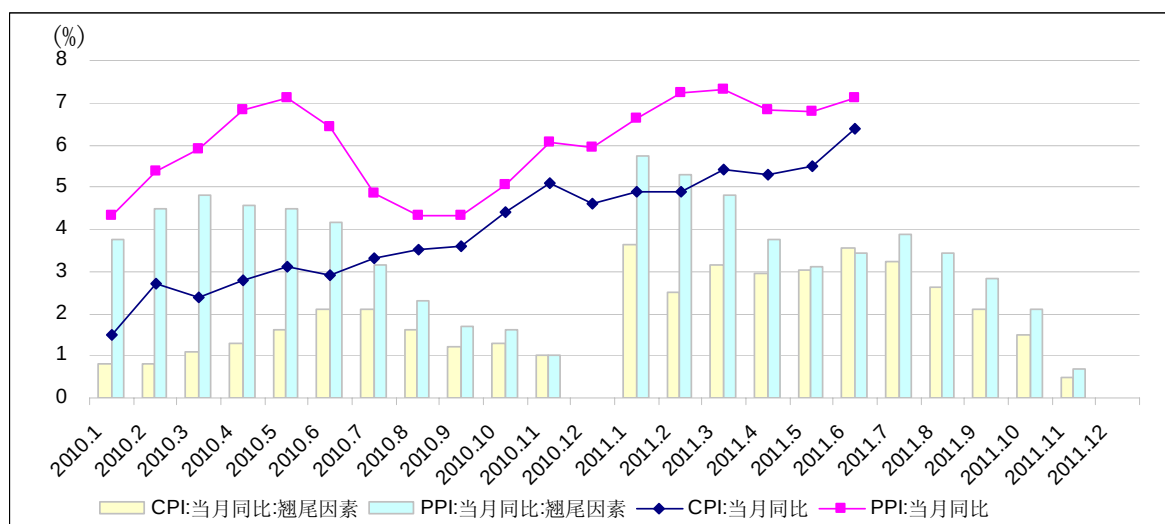
一、宏观环境

本季度，中国经济保持平稳较快增长，但增速回落趋势仍在延续。通胀压力仍处高位，央行继续执行稳健的货币政策。本季度银行间市场资金面收紧，短端债券品种收益率显著上行。

基本面——宏观调控政策效果逐步显现，国内经济增速呈持续平稳回落

本季度宏观经济总体保持平稳增长，但增速回落。根据国家统计局公布的数据，2011年1~5月，中国规模以上工业增加值同比增长14.0%，增速比上年同期下降4.5个百分点，比1~4月份回落0.2个百分点。从二季度的运行情况来看，4月份，规模以上工业增加值同比增长13.4%，增速比3月份回落1.4个百分点；5月份，规模以上工业增加值同比增长13.3%，增速比4月份小幅回落0.1个百分点。总体来看，国内经济增速呈持续平稳回落，将逐步调整到适度增长区间。

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

本季度CPI涨幅持续扩大,PPI增幅较为稳定。由于CPI翘尾因素在6月份达到高点(为3.55%),以及生猪等食品价格上涨较大,6月CPI同比上涨6.4%,创2008年7月以来新高,为此,央行于2011年7月7日宣布年内第三次加息以应对通胀压力。5月份和6月份,生猪同比价格分别上涨40.4%和57.1%,对下半年物价走势形成巨大压力。总体来看,尽管货币供应与信贷均持续回落,但导致物价上涨的其他因素(如供求关系)影响仍然存在,未来通胀压力仍处高位。从PPI指数来看,5月份PPI环比上涨0.3%,比4月环比涨幅回落0.2个百分点。受大宗商品价格回调和生产型企业去库存化影响,PMI购进价格6月份继续回落,拉动6月份PPI环比与上月持平,但受翘尾因素影响,PPI同比上涨7.1%,仍处于高位。自2011年7月1日起,中国大幅下调汽油、柴油、航空煤油和燃料油的进口关税,其中柴油、航空煤油将以零关税进口。这次降税共涉及33个税目商品,主要以能源、原材料为主,是在2011年初已对600多种商品实施较低进口暂定关税基础上,又一次力度较大的降税措施,将在一定程度上削弱输入性通货膨胀压力。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,本季度投资、消费、出口三大需求增长总体平稳。①投资仍然保持高速增长。2011年1-5月份,城镇固定资产投资90255亿元,同比增长25.8%,与上年

同期基本持平，增速比 1-4 月份加快 0.4 个百分点。其中中央项目投资同比增长 0.3%，同比增速放缓；地方项目投资同比增长 28.0%。1-5 月份，房地产开发投资 18737 亿元，同比增长 34.6%，2011 年保障房投资规模将达 1.3 万亿元，对房地产整体投资增长构成支撑；②消费保持平稳增长，但增速略有回落。2011 年 1~5 月份，社会消费品零售总额 71268 亿元，同比增长 16.6%，比上年同期回落 1.6 个百分点，比 1-4 月加快 0.1 个百分点。5 月份社会消费品零售总额同比增长 16.9%，增速比 4 月份回落 0.2 个百分点，但仍保持在 15% 以上的较快增长水平；③出口增速下滑，贸易顺差规模缩小。2011 年 5 月份，中国进出口总值 3012.7 亿美元，增长 23.5%，其中出口同比增长 19.4%，比上月降低 10.5 个百分点，进口同比增长 28.4%，比上月加快 6.6 个百分点，5 月份进口增长速度超过出口，反映出中国扩大进口政策取得一定效果。5 月当月贸易顺差 130.5 亿美元，贸易顺差较上月有所扩大，但综合来看，2011 年前 5 个月中国累计贸易顺差 229.6 亿美元，同比减少 34.0%。由于原材料价格上涨、劳动力成本上升等因素，外贸企业出口成本不断上升，中国出口低成本竞争优势逐渐减弱，预计全年贸易顺差将总体减少，中国贸易平衡将进一步改善。

总体看，本季度投资仍然保持高速增长、居民消费增速基本保持稳定、出口继续增长但增速回落，宏观调控政策带来的效果逐步显现，中国经济继续保持增长，但增速回落趋势仍在延续，通胀压力仍处高位。

政策面——继续执行稳健的货币政策，公开市场操作从净回笼转向以调节市场为主

货币政策方面，本季度央行继续以每月一次的频率上调存款准备金率，并通过上调存贷款基准利率、公开市场操作等手段执行稳健的货币政策。①提高存贷款基准利率和法定存款准备金率：自 2011 年 4 月 6 日起，央行年内第二次上调金融机构一年期存贷款基准利率 25 个基点，一年期贷款基准利率上调至 6.31%，并分别于 2011 年 4 月 17 日、5 月 12 日和 6 月 14 日宣布上调存款类金融机构人民币存款准备金率，每次上调 0.5 个百分点。经过平均每月一次的上调后，大型金融机构人民币存款准备金率已到达 21.5%。每次提高法定存款准备金率后，资金均呈现阶段性紧张，资金面总体走势不断收紧；②公开市场操作：央行于 2011 年 5 月 12 日重启发行暂停近半年之久的 3 年期央票，显示了在银行资金相对宽裕的背景下加大回收流动性力度的意图，与上调存款准备金率相比，3 年期央票对资金压力大的中小银行影响较小，有利于维护金融市场的稳定、解决不同机构流动性分布不均的问题。然而，受流动性阶段性紧张影响，3 年期央票复出后并未执行隔周发行一次的频率，而是分别于 6 月 2 日和 6 月 30 日分别发行了 230 亿元和 150 亿元。6 月底，在央票地量发行水平下，3 个月期、1 年期和 3 年期央票发行利率分别较最近一期上涨 8.16、9.63 和 9 个基点，其中 1 年期央票发行利率已经超过 1 年期定存接近 25 个基点，推升了市场的加息预期。此外，从公开市场净投放量看，本季度央行连续三个月向公开市场净投放资金，4 月、5 月和 6 月净投放资金分别为 3220 亿元、2030 亿元和 4160 亿元，但这一操作并非意味着政策转向，主要是为了保持银行体系流动性合理充裕。其中 6 月份净投放力度上升系当月公开市场到期资金规模较大（为 6010 亿元）所致，受法定存款准备金率上调的累积效应和半年考核因素的影响，6 月中资金面出现紧张局面，央票需求十分低迷，仍维持地量发行，并于 6 月 23 日年内第 3 次停发三个月期央票。

央行货币政策委员会 2011 年第二季度例会指出，中国通胀压力仍然处在高位，当前应贯彻实施稳健货币政策，注意把握政策的稳定性、针对性和灵活性，把握好政策节奏和力度；综合运用多种货币政策工具，有效管理流动性，保持合理的社会融资规模和货币总量；优化信贷结构，引

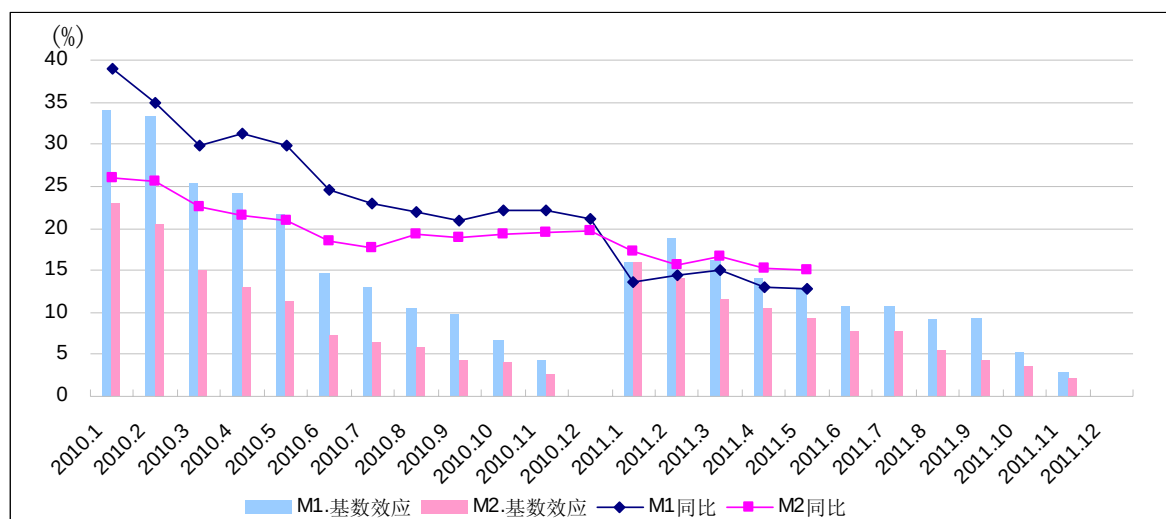
导商业银行加大对重点领域和薄弱环节的信贷支持，特别是对“三农”、中小企业的信贷支持；继续发挥直接融资的作用，更好地满足多样化投融资需求；进一步完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理均衡水平的基本稳定。

保障房融资政策方面，根据住建部测算，2011年新开工1000万套保障房至少需要投资1.3万亿元，其中，约5000多亿元资金由中央政府和省市县政府筹集，剩余8000多亿元由社会机构和保障对象及所在企业筹集，总体建设资金缺口很大，如何拓宽融资渠道备受关注。为此，国家发展改革委办公厅于2011年6月9日发文，允许地方政府投融资平台公司发行企业债券优先用于保障性住房建设。同时，交易商协会也于2011年5月上旬提出要通过债券市场支持保障房建设。总体来看，在下半年保障房建设高峰来临时，为完成保障房建设目标，更多实质性融资政策有望出台，从而带动债券发行量的大幅上升。

资金面——货币供应及信贷持续回落，银行间市场资金面趋紧，资金多次呈现短期阶段性紧张

截至2011年5月末，广义货币供应量（M2）76.34万亿元，同比增长15.1%，比上月末低0.2个百分点，货币供应量增速低于2011年官方增速目标（16%），也低于2000~2010年历年平均水平（17.8%）；狭义货币供应量（M1）26.93万亿元，同比增长12.7%，比上月末低0.2个百分点。其中M2增速自3月末抬升后重回下降走势，M1同比增速继续低于M2增速。从信贷规模来看，4月份和5月份人民币新增贷款同比分别少增208亿元和1005亿元，新增贷款规模继续回落。根据央行公布的数据，5月份新增外汇占款达3764.14亿元，较4月份3107.18亿元的新增量环比上升21.14%，截至2011年5月末，金融机构外汇占款新增量已达1.81万亿元，分别是2009年和2010年同期的2.2倍和1.6倍，由于人民币升值和利率调整的双重预期，国内面临热钱冲击，外汇占款超预期增长，对央行货币供应量控制有效性构成一定挑战。

图2 2010年~2011年5月M1、M2同比增速变动情况

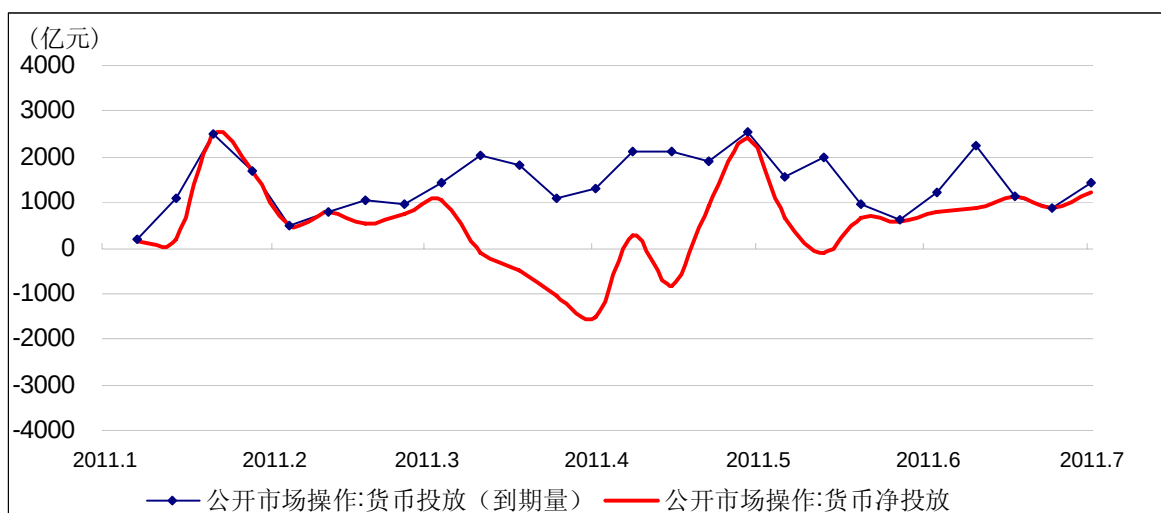


资料来源：wind 资讯、联合资信整理

本季度资金面不断收紧，且每次提高存款准备金率后资金均呈现短期性收紧。为缓解准备金上缴带来的资金过度紧张局面，央行通常采取公开市场操作向市场净投放资金，从图3可以看出，

本季度央行公开市场操作以净投放资金为主。

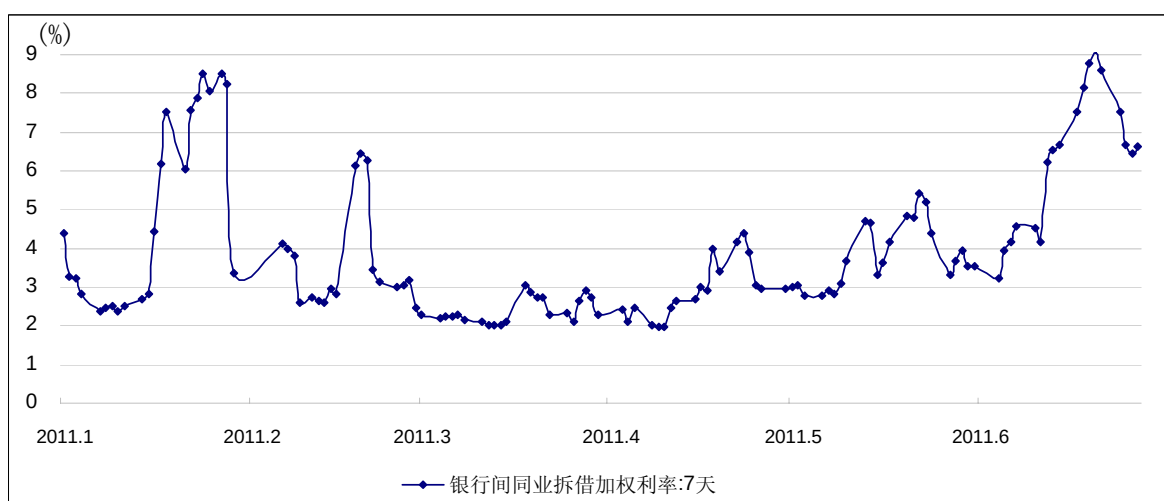
图3 2011年1~6月公开市场到期量与央行货币净投放情况



资料来源: wind 资讯、联合资信整理

4月份银行间资金面总体较为宽松,但自央行于4月17日宣布上调存款准备金率起,整体资金面趋紧,随着4月底央行的净投放增加,资金面再度恢复宽松。5月份资金面整体保持平稳但收紧趋势加强,受年内第五次上调存款准备金率的影响,加之今年存款准备金率连续调整的累积作用,资金面在上旬宽松后出现紧张,5月末7天银行间同业拆借加权利率(R007)为3.67%,较4月末上升70个基点。6月14日,存款准备金率意外上调令资金面预期恶化,以及6月份正式执行的月度日均存贷比考核因素,使得银行资金不断紧缺。6月中旬以来,R007一直维持在6%以上,6月23日甚至超过9%的水平,创年内新高。为了缓解资金紧张局面,央行暂停了6月23日三个月期央票的发行,并采取逆回购操作投放资金,R007虽保持高位但逐步回落,显示短期资金紧张局面有所缓解。

图4 2011年1~6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——总体发行规模同比继续下滑，但信用产品供应稳定；本季度到期收益率整体上行，短期债券品种收益率显著上升，中长期曲线趋于平坦

本季度银行间债券市场主要债券品种的发行规模合计 22443.83 亿元，同比减少 20.80%，主要是央行票据发行量大幅减少。本季度，为提高资本充足率和补充流动性，包括政策性银行和商业银行在内的金融机构债券发行量增长显著，同比增长 131.52%，金融债发行量占总体发行量的 29.49%，仅次于央票（占比 30.92%）；信用产品总体发行规模基本保持稳定，但各品种增幅差异明显。

利率产品：（1）国债：由于中央投资项目同比增速放缓，二季度共发行国债 4814.33 亿元，同比减少 6.66%。（2）代发地方政府债：2011 年地方政府债券计划发债规模为 2000 亿元，与前两年基本持平。6 月 17 日，财政部公布 2011 年地方政府债券首次代理发行计划，发行总额为 504 亿元，包括 254 亿元的 5 年期地方债和 250 亿元的 3 年期地方债。截至 6 月末，地方政府债尚未发行。根据 6 月 1 日财政部和住建部联合发布的通知要求，地方政府要将今年地方政府债资金优先用于保障房工程，预计下半年地方政府债将集中放量发行。（3）央票：受短期资金紧张影响，二季度央行公开市场操作以净投放资金为主，央票发行量为 6940.00 亿元，同比大幅下降 55.46%，但环比增长 105.93%。

信用产品：本季度非金融企业债务融资工具（企业债券、中票、集合票据、短券和超短融）发行规模合计 4070.10 亿元，基本保持稳定。分产品来看：（1）企业债：二季度企业债发行 581.70 亿元，同比增长 16.69%，主要来自城投债发行量的上升。（2）中票：本季度中票发行 1302.70 亿元，同比下降 25.18%，中票发行规模同比下滑，主要原因在于：①受资金面趋紧影响，为提高流动性，投资者对短期债券购买意愿有所加大；②央行重启 3 年期央票发行，二季度发行规模为 780 亿元，对中票分流作用明显。2011 年 6 月份中票仅发行 256.80 亿元，较 2011 年 4 月和 5 月分别减少 210.60 亿元和 339.10 亿元，6 月份发行规模的锐减也加剧了本季度中期票据发行规模同比下降的幅度。（3）短券：本季度短券发行 1867.00 亿元，同比小幅减少 2.53%，主要是超短期融资券发行的替代效应导致。

表 1 2011 年第二季度主要债券产品发行情况

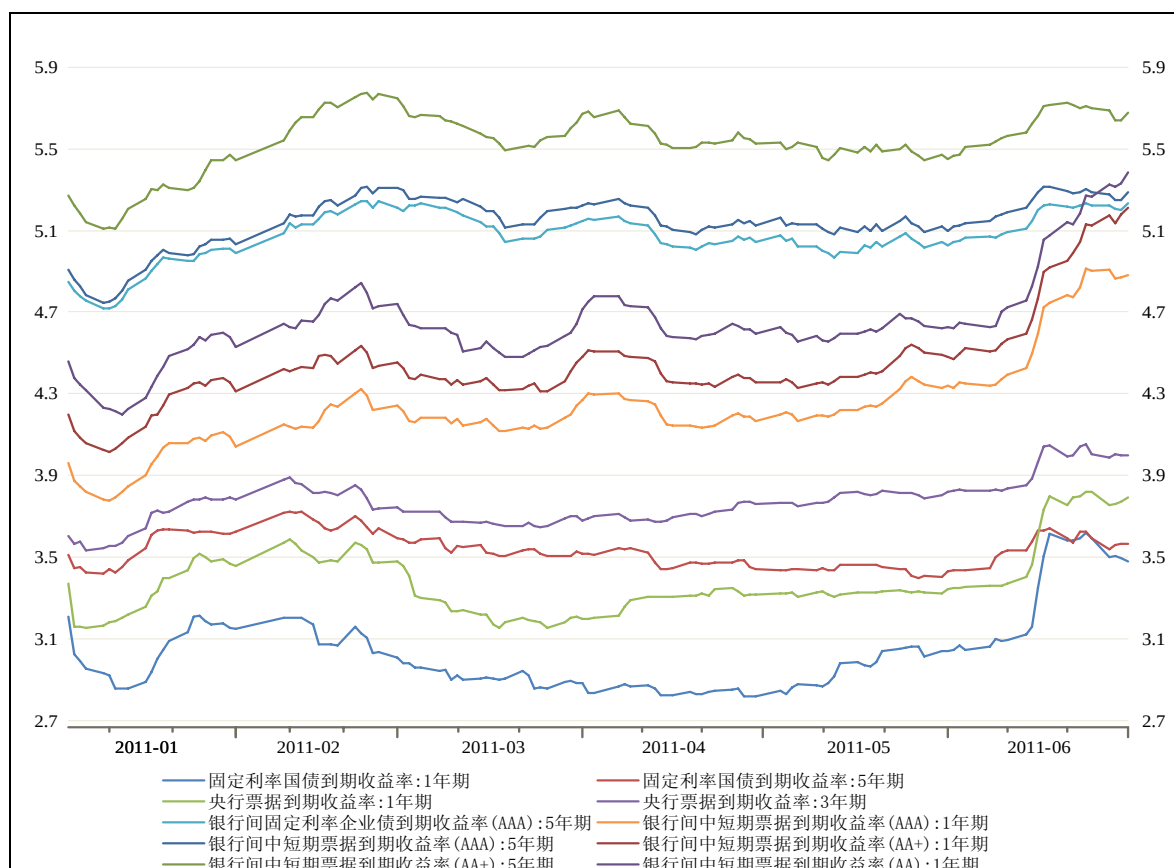
债券品种	2010 年第二季度		2011 年第二季度		发行规模 同比变化(%)
	发行额(亿元)	占比(%)	发行额(亿元)	占比(%)	
政府债：	5595.80	19.42	4814.33	21.10	-13.97
国债	5157.80	17.90	4814.33	21.10	-6.66
代发地方政府债	438.00	1.52	0.00	0.00	-100.00
央行票据	15580.00	54.08	6940.00	30.41	-55.46
金融债（含中央汇金债）	2859.10	9.92	6619.40	29.01	131.52
超短期融资券	0.00	0.00	300.00	1.31	--
短期融资券	1915.45	6.65	1867.00	8.18	-2.53
中期票据	1741.00	6.04	1302.70	5.71	-25.18
企业债	498.50	1.73	581.70	2.55	16.69
集合票据	8.10	0.03	18.70	0.08	130.86
合计	28811.65	100.00	22817.83	100.00	-20.80

资料来源：中国债券信息网、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券发行规模有差异。

从债券市场收益率表现来看，本季度债券市场收益率呈现上升趋势，其中短期利率升幅更为明显。4月初，银行间资金面较为宽松，机构存在配置需求，大部分品种收益率水平均出现下行，但1年期央票到期收益率逆势走高，主要是4月7日央行上调1年期央票发行利率11个BP导致。5月份以来，资金面基本保持平稳，存款准备金率上调符合预期，中长期利率品种保持平稳走势，5年期国债收益率甚至略有下行，而信用品种到期收益率受短期流动性紧张影响有所震荡。6月中下旬资金紧缩对短期品种影响更大，短端品种收益率上行明显，中长期收益率曲线波动幅度不大。

图5 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

短券发行家数大幅增长，民营企业占比上升，平均单笔发行规模同比下降；A+及以下主体占比同比有所增加，但AA-及以上主体信用等级仍占绝对地位

从2005年5月至2011年6月底，银行间市场累计发行短券1864期，实际发行规模27169.9亿元，发行情况见表2。截至2011年6月底，短券市场存量7060.4亿元。

本季度共有147家企业累计发行短券154期（纯信用债152期，担保债2期），合计发行2078亿元。与2010年同期相比，本季度短券总发行规模、主体家数和发行期数均大幅增长，增幅分别为1.10%、47.00%和37.50%。

表 2 短券发行基本情况

项 目	2011 年二季度 (亿元)	与上年二季度同比 (亿元/%)		与本年一季度环比 (亿元/%)	
		2010 年二季度	同比增长率	2011 年一季度	环比增长率
发行规模 (亿元)	2078	2055.45	1.10	1706.40	21.78
发行期数 (期)	154	112	37.50	152	1.32
发行家数 (家)	147	100	47.00	139	5.76
平均单笔发行规模 (亿元)	13.49	18.35	-26.47	11.23	20.20

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理注：短券发行规模以起息日作为统计口径，下同。

从平均单笔发行规模看，2011 年第二季度发行的短券平均单笔规模同比有较大幅度的下降，为 13.49 亿元，同比减少 26.47%。2011 年第二季度短券发行期数增长主要来自民营企业贡献，本季度民营企业发行期数为 38 期，2010 年同期为 12 期，民营企业发行规模主体信用级别和发行规模偏低，使本季度平均单笔发行规模下降。同时，随着超级短期融资券引入后，部分原有的大额短券发行主体（主要为中石油、中石化和中国联通等国有大型企业）通过超级短期融资券以替代部分短期融资券的发行，导致平均单笔发行规模下降；本季度 AAA 级企业发债规模 1366 亿元，同比降低约 4.81%。

表 3 短券主体信用等级发行规模统计

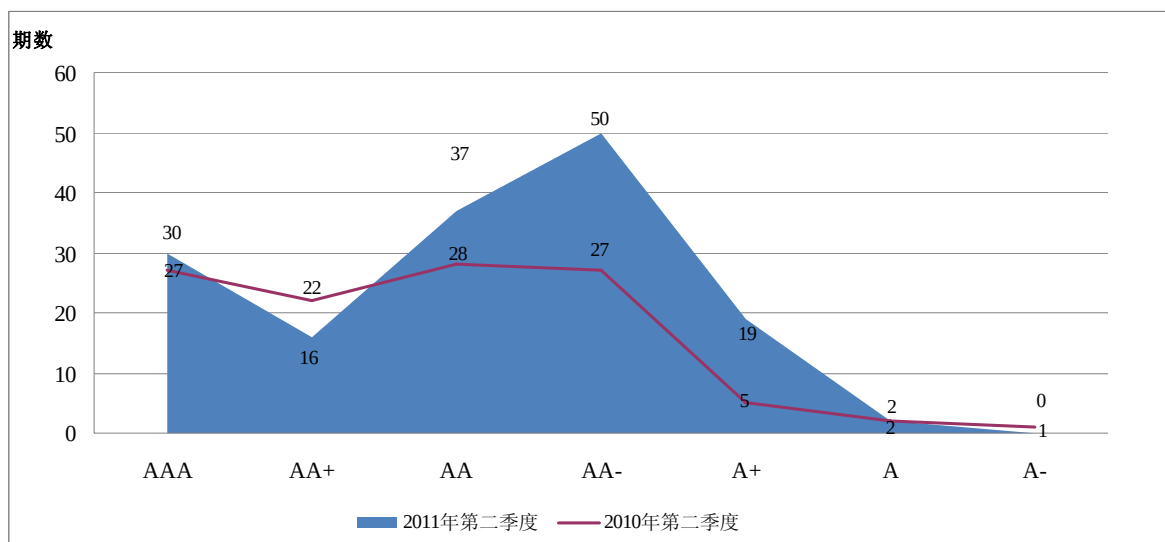
	实际发行额 (亿元)		平均单笔发行规模 (亿元)		单笔最大发行额 (亿元)	
	2011 年 第二季度	2010 年 第二季度	2011 年 第二季度	2010 年 第二季度	2011 年 第二季度	2010 年 第二季度
AAA	1366	1435	45.53	53.15	200	200
AA+	184	269	11.50	12.23	40	40
AA	244	182	6.59	6.50	18	12
AA-	225.5	147	4.51	5.44	15	13
A+	57	21	3.00	4.20	5	6
A	1.5	0.95	0.75	0.48	1	0.5
A-	-	0.5	-	0.50	-	0.5
合计	2078	2055.45	13.49	18.35	-	-

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从发行期限来看，本季度所发行的短券仍以 1 年期为主，其中发行期限为 1 年期的共有 147 期，占 95.45%；发行期限在 1 年以下的 7 期，占 4.55%。从发行方式来看，由于现阶段短券发行利率仍处于加息预期上行通道，本季度出现 3 期付息式浮动利率的债券，较上季度减少 5 期，占本期发行总期数的 1.95%；采用单利（固定利率）发行的 151 期，占 98.05%。三季度仍存在加息预期，预计浮动利率债券的发行将维持低位。

从图 6 可知，本季度短券主体信用等级中 AA-以上（含 AA-）高信用等级仍占绝对地位，本季度 147 家企业累计发行的 154 期短券中，主体信用等级在 AA-级以上（含 AA-）的发行主体共发行 133 期，占总发行期数的 86.36%，同比下降 6.5 个百分点，其中 AA-级发行期数增幅最大，同比增长 85.19%；主体信用等级在 A+级以下（含 A+）的企业共发行短券 21 期，占总发行期数的 13.64%，同比上升 280%。与 2010 年第二季度相比，本季度 A+级、AA-级和 AA 级发行的期数明显高于上年同期。

图6 2011年第二季度短券主体发行期数信用等级分布

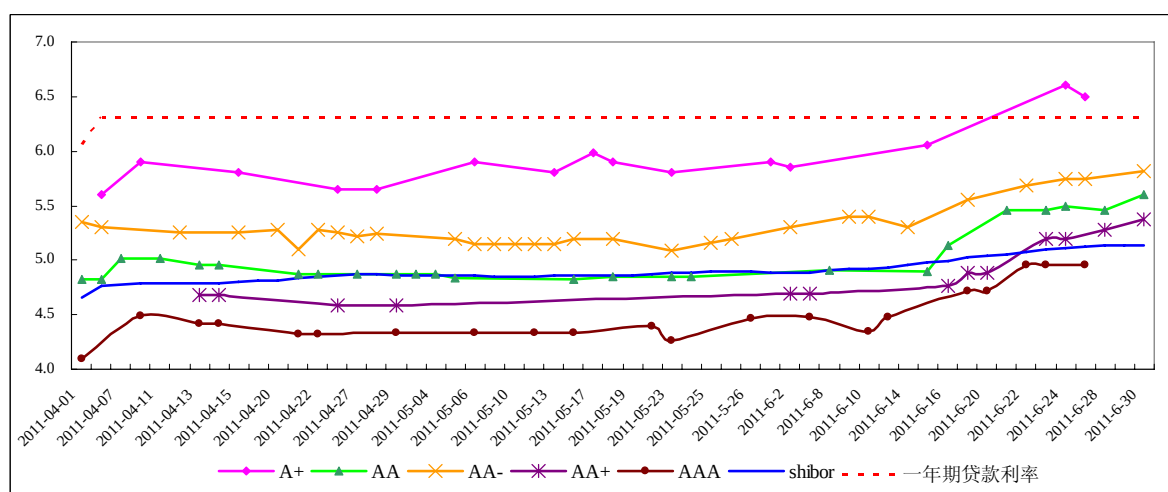


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行利率平稳上升，6月份资金面趋于紧张，各主体级别利率明显走高

本季度短券发行利率呈现平稳上升走势。4月初加息后各主体信用级别短券发行利率走势平稳，6月份银行间资金趋于紧张且加息预期变强，各主体信用级别短券发行利率上行趋势明显，AAA级企业短券发行利率与Shibor负利差减小，AA+级主体短券发行在6月下旬结束负利差状态，AA级企业短券发行在6月中旬起恢复明显正利差状态，同时，6月下旬A+级企业短券发行利率超过一年期贷款利率。

图7 2011年第一季度主要主体级别短券发行利率与Shibor（1Y）走势



注：剔除AA-~AAA中发行期限1年以下，担保债券和附息浮动式利率短券合计12期。

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

民营企业发行短券的主体家数同比大幅增加，国有企业仍是短券最大的发行群体

2011年二季度短券发行主体共计147家，按照所有制性质划分，国有企业110家，占74.83%；民营企业37家，同比增长2倍以上，占本季度总发行家数的25.17%，环比提高1.43个百分点，保持上升趋势。国有企业占比略有下降，但仍是目前短券的最大发行群体。从短券发行额看，2011

年第二季度，民营企业短券发行 162 亿元，占比 7.77%；从发行期数看，民营企业占比 24.68%；从短券发行主体级别看，AA+级和 AAA 级企业均为国有企业，民营企业主体级别集中于 AA-及 A+级，占全部民营企业家数 60.53%。

各地区短券发行热情普遍增温，地区发债集中度有所降低

从发行主体地区分布来看，2011 年第二季度发行主体合计 147 家，华东、华北和华南三地区发债主体合计 96 家，占同期发债主体总家数的 65.31%；

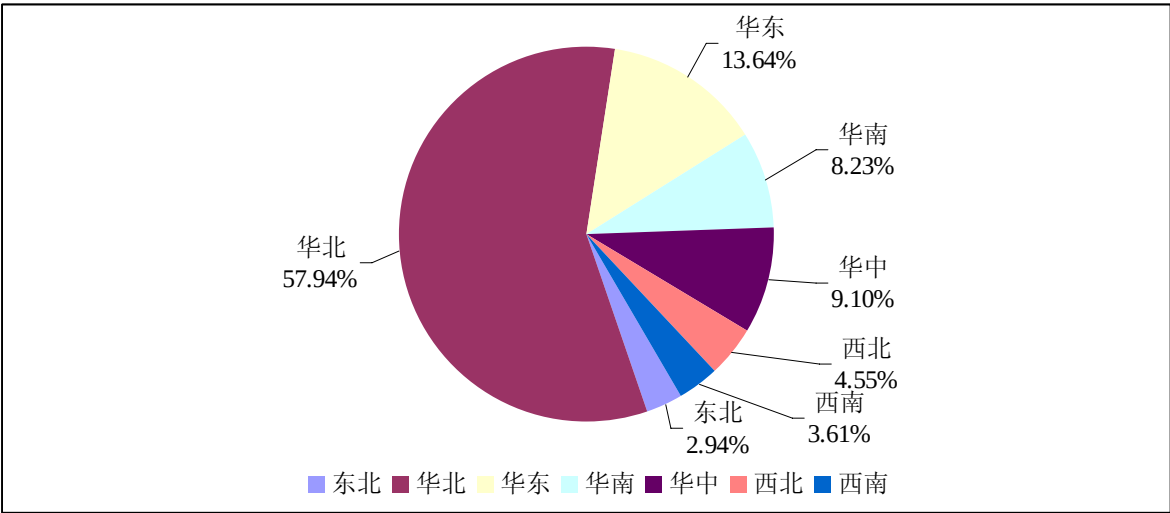
表 4 2011 年第二季度发债主体区域分布情况

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	35	北京市	28	80.00
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	41	江苏、浙江和上海市	28	68.29
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	11	云南、四川和重庆市	10	90.91
华中	河南省、湖北省、湖南省	17	湖南省	8	47.06
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	20	广东省	17	85.00
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	11	陕西和新疆	11	100.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	12	辽宁省	9	75.00

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，较上年同期有所集中。具体看，华北和华东地区发行家数分别为 35 家和 41 家，华北重点发行地区仍主要集中在北京市，发行家数合计 28 家，占到本季度发行总家数的 19.05%，较上年同期占比上升约 2 个百分点。而另一重点发行区域华东地区，浙江省发行家数为 14 家，与江苏省（9 家）和上海市（5 家）总和持平，三省市在华东区域集中度为 68.29%，较上年同期略有下降。各地区重点发债省、直辖市详见表 4。

图 8 2011 年第二季度各地区短券发行规模占比

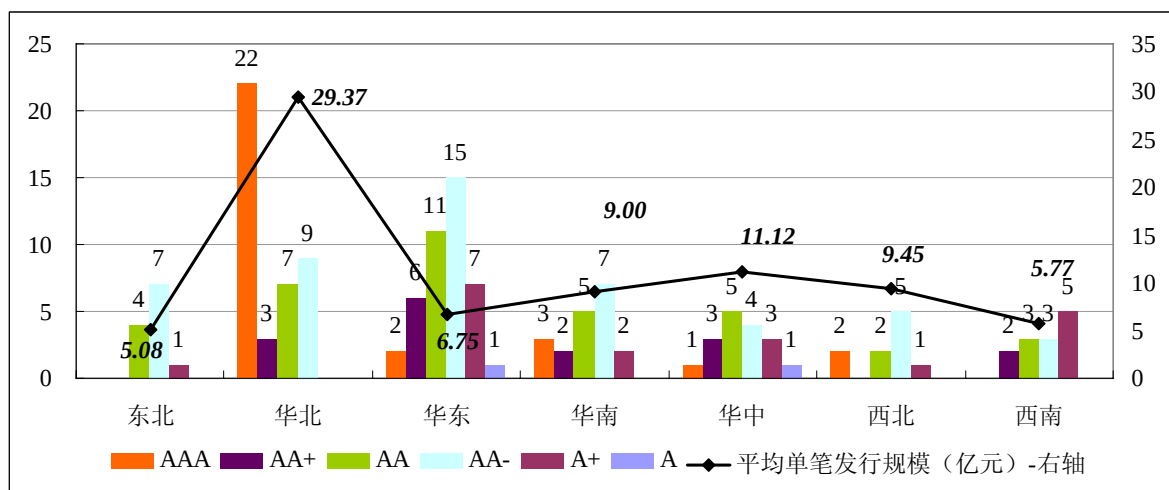


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从发行规模看，本季度华北及华东两大重点地区的实际发行额度分别为 1204 亿元和 283.5 亿元，远高于其他地区，分别相当于当期发行总额的 57.94%和 13.64%，北京是华北地区的重点发债

区域，国有大型企业多位于北京，北京地区短券发行额为 1108 亿元，占本季度短券发行总额的 53.32%。从平均单笔发行规模看，本季度华北地区的平均单笔发行规模为 29.37 亿元，远高于其他地区。而华中、华南和西北三个地区的平均单笔发行规模分别为 11.12 亿元、9.45 亿元和 9.00 亿元。从各地区企业主体信用等级来看，北京地区主体信用等级为 AAA 的企业共发行 22 期，占全部主体信用等级为 AAA 的发行期数 73.33%，北京地区主体信用等级为 AAA 的企业共发行 1101 亿元，占全部主体信用等级为 AAA 的发行总额度的 80.60%。华东地区在主体信用级别为 AA-级、AA 级和 AA+级发行期数和发行额均位列各地区首位。

图 9 2011 年第二季度各地区短券发行情况

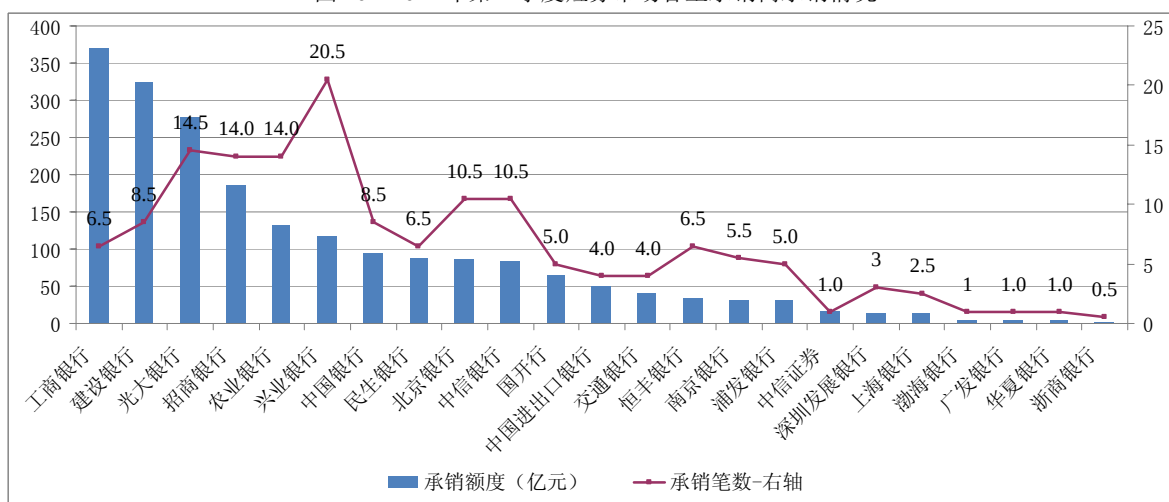


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

建行、工行、光大三家银行短券承销规模位居前三，兴业银行承销期数位居榜首

2011 年第二季度参与短券发行的主承销商共计 23 家，其中包括 1 家证券机构。按承销规模统计，工商银行承销规模最大，总承销额度达 371.5 亿元；承销额度超过 100 亿元的银行包括工商银行、建设银行、光大银行、招商银行、农业银行和兴业银行，共计 6 家，其余银行承销额度均在 100 亿元以下，其中唯一一家证券机构中信证券承销额度为 17 亿元。

图 10 2011 年第二季度短券市场各主承销商承销情况



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度发行额度超过 50 亿元（含 50 亿元）的债券共 9 期，分别为：200 亿元“11 铁道 CP01”（工商银行、建设银行联合主承），150 亿元的“11 铁道 CP02”（建设银行、工商银行联合主承），100 亿元的“11 三峡 CP01”（工商银行、民生银行联合主承），89 亿元的“11 国电集 CP01”（建设银行、工商银行联合主承），75 亿元的“11 国电集 CP02”（工商银行、民生银行联合主承），8 亿元的“11 中电投 CP01”（光大银行主承），均为 50 亿元的“11 中铝业 CP01”、“11 中铝业 CP02”（均由招商银行、北京银行主承）、和“11 中铝 CP01”（建设银行、光大银行联合主承），合计发行额度达 822 亿元，占 2011 年二季度发行总额度的 39.56%，大额短期融资券联合主承销日趋普遍，且建设银行、工商银行优势突出。

按照承销期数统计，兴业银行为 20.5 期，位居榜首；光大银行为 14.5 期、招商银行和农业银行均为 14 期、北京银行和中信银行均为 10.5 期，位列 3~6 位；其余各家银行承销均在 10 期以下，其中浙商银行仅为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，大额短券联合主承日趋普遍，工商银行、建设银行保持其领先的市场地位，同时股份制银行在大型承销项目中的参与程度提高；在承销期数上，光大银行、招商银行、兴业银行等股份制银行受益于其差别化发展的策略保持高位。

三、 短券利差分析

2011年第二季度短券发行期数为154期，其中浮动利率的短券3期，发行期限小于1年的短券7期，有担保的短券2期。以下利差分析主要采用剔除上述特殊样本后的142期¹。

本季度短券的发行利率、首日交易利率与SHIBOR利率的相关性检验见表5。

从本季度基准利率 SHIBOR 走势来看，4 月份和 5 月份由于银行间资金面总体较为宽松，SHIBOR 走势较为平稳，但其间央行多次上调存款准备金率，以及 6 月份正式执行的月度日均存贷比考核因素，使得银行资金面趋紧，SHIBOR 开始加速上升。为了缓解资金紧张局面，央行暂停了 6 月 23 日三个月期央票的发行，并采取逆回购操作投放资金，资金缓解的局面得到缓解，总体看，SHIBOR 上升趋势较为温和。

短券发行利率方面，本季度短券发行利率在4月份和5月份同样是由于资金面较为宽松，走势平稳。6月中旬以后，由于资金面趋紧以及加息预期的不断加强，各信用等级的主体的短券发行利率均开始加速上涨。短券市场发行利率上升速度高于SHIBOR。

从检验结果来看，本季度样本量较大的A+以上信用等级主体短券发行利率、首日交易利率与同期SHIBOR利率均表现出高度的正相关性，虽然较第一季度有所下降，但是仍高于2010年第二季度相关系数；其它信用级别发行主体由于样本量较小不具备检验条件。

表5 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	检验方法	复相关系数 R	显著性检验 Sig.
AAA	发行利率 发行日 shibor 利率	Enter	0.824	0.000

¹ 以下分析中，发行期限与利差分析部分采用剔除附息式浮动利率和有担保短券后的 140 期。

	交易利率		0.920	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA ⁺	发行利率		0.935	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.979	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA	发行利率		0.825	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.855	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA ⁻	发行利率		0.787	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.706	0.000
	交易日 shibor 利率			
A ⁺	发行利率		0.893	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.881	0.000
	交易日 shibor 利率			

资料来源：中国债券信息网站，联合资信整理

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。由于本季度短券债项级别全部为 A-1，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

短券利差与主体级别的相关性较高；资金面呈现前松后紧，AAA 级和 AA+级主体所发短券负利差现象明显，但随着资金面的不断收缩，6 月份 AAA 级主体负利差收窄，AA+级主体转为正利差。

本季度，银行间市场资金面前松后紧，短券发行利率和交易利率大体上呈现前期平稳，后期加速上行的趋势，利差收窄。

通过比较表 6 可以看出，本季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具有显著性，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增长趋势。②级差仍存在分水岭，其中 AA-与 A+的级差表现的尤为突出。本季度 AA-与 A+之间的级差，不管是利差 I 还是利差 II，其级差均远高于其上等级之间的级差，分别达到 63BP 和 70BP。③本季度 AAA 级和 AA+级主体所发短券利差均出现负值，AAA 级主体的短券利差在本季度始终表现为负利差，而 AA+级主体发行的短券进入 6 月份以后，均由负转正。④AA 级主体级别的利差 I 虽表现为正值，但利差 II 表现为负值，AA 级发行主体的短券的交易利差在 6 月中旬以后才由负转正。

本季度 AAA 和 AA+主体所发短券出现负利差以及 AA 级主体发行的短券负交易利差的主要原因在于：一方面，债券投资者偏好安全性很高的主体所发短券；另一方面，银行间市场流动性延

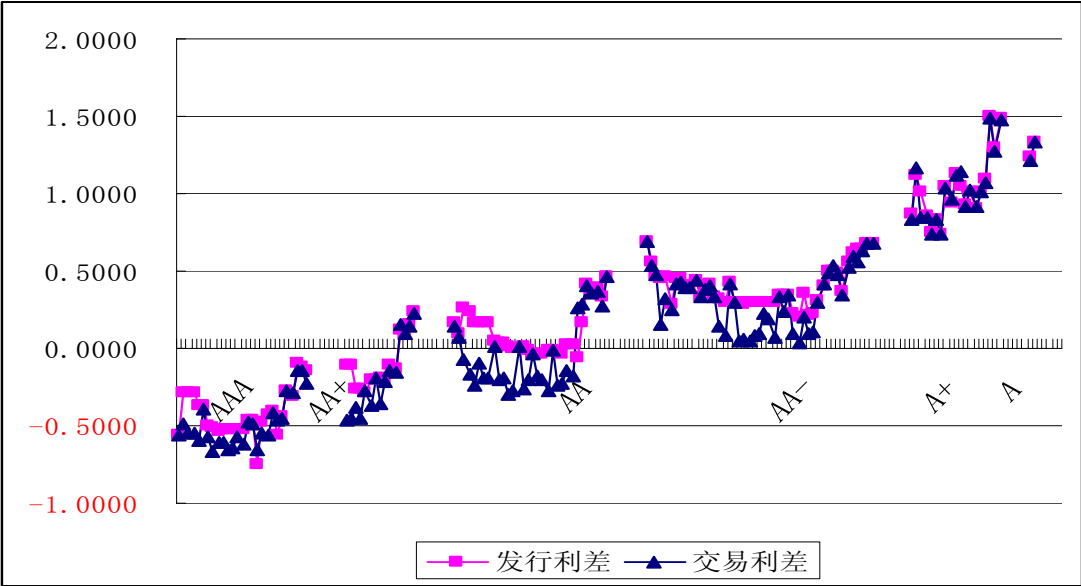
续了上一季度宽松的态势，利差 II 表现为负值的现象已经向下延伸到了 AA 级主体所发的短券。

表6 本季度各级别发行主体对应的利差I、利差II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	4.10~4.96	4.46	-41.73	--	15.11	-48.91	--	15.30
AA ⁺	4.58~5.37	4.85	-9.75	31.98	16.76	-18.90	30.02	23.88
AA	4.82~5.60	4.99	11.04	20.79	15.39	-3.86	15.04	23.27
AA ⁻	5.08~5.82	5.28	40.21	29.17	13.20	32.76	36.62	19.14
A ⁺	5.60~6.60	5.92	102.92	62.71	21.32	102.38	69.63	21.92
A	6.05~6.20	6.13	128.09	25.17	6.87	127.45	25.06	8.08

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 11 本季度各级别发行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，通过方差分析法进行检验，以确定信用等级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。

从结果看，相邻信用等级主体 AA+和 AA 级别利差 II 以及 A+和 A 级别利差 I 和利差 II 均未通过显著性检验，主要原因在于：①主体级别为 A 的主体样本数仅为 2 家，因此 A+和 A 两组级别检验结果不具统计意义。② AA+和 AA 级别利差 I 差异显著可以看出银行间市场交易商协会的定价估值体系在一级市场具有很重要的指导意义，而利差 II 差异不显著，主要由于二级市场定价波动较大所致。

表7 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

Scheffe

变量 (1)	变量 (J)	信用级别-利差 I 显著性检验结果		信用级别-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+	-0.3198*	0.0000	-0.3002*	0.0014
	AA	-0.5277*	0.0000	-0.4506*	0.0000
	AA-	-0.8194*	0.0000	-0.8167*	0.0000
	A+	-1.4465*	0.0000	-1.5130*	0.0000
	A	-1.6982*	0.0000	-1.7636*	0.0000
AA+	AAA	0.3198*	0.0000	0.3002*	0.0014
	AA	-0.2079*	0.0044	-0.1504	0.3561
	AA-	-0.4996*	0.0000	-0.5166*	0.0000
	A+	-1.1266*	0.0000	-1.2128*	0.0000
	A	-1.3783*	0.0000	-1.4634*	0.0000
AA	AAA	0.5277*	0.0000	0.4506 *	0.0000
	AA+	0.2079*	0.0044	0.1504	0.3561
	AA-	-0.2917*	0.0000	-0.3662*	0.0000
	A+	-0.9188*	0.0000	-1.0624*	0.0000
	A	-1.1705*	0.0000	-1.3130*	0.0000
AA-	AAA	0.8194*	0.0000	0.8167*	0.0000
	AA+	0.4996*	0.0000	0.5166*	0.0000
	AA	0.2917*	0.0000	0.3662*	0.0000
	A+	-0.6271 *	0.0000	-0.6963*	0.0000
	A	-0.8788 *	0.0000	-0.9469*	0.0000
A+	AAA	1.4465*	0.0000	1.5130*	0.0000
	AA+	1.1266*	0.0000	1.2128*	0.0000
	AA	0.9188*	0.0000	1.0624*	0.0000
	AA-	0.6271*	0.0000	0.6963*	0.0000
	A	-0.2517	0.4624	-0.2506	0.7396
A	AAA	1.6982*	0.0000	1.7636*	0.0000
	AA+	1.3783*	0.0000	1.4634*	0.0000
	AA	1.1705*	0.0000	1.3130*	0.0000
	AA-	0.8788*	0.0000	0.9469*	0.0000
	A+	0.2517	0.4624	0.2506	0.7396

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

总体而言，本季度前松后紧的资金面状况，高信用等级短券在本季度的前两个月负利差较为明显，而随着资金面的不断收窄，负利差逐步减少。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较高。

(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所属行业、企业性质、企业规模、财务指标等因素的影响，由于各类财

务指标与主体级别信用相关程度较高，即主体级别已覆盖大部分财务指标信息，以下仅从企业规模、企业性质和所属行业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。

利差在企业规模上呈现一定的结构性差异

从表 8 可以看出，主体规模越大，短券的平均发行利率和利差水平越低。其中规模在 500 亿元以上与 500 亿元以下的主体短券利差最为显著；主要是由于规模 500 亿元以上的企业中，AAA 级信用等级企业较为集中，因此拉大了与其他主体规模发行利率的差异。

表 8 本季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	36	4.58	-31.32	23.27	-37.65	25.50
100~500 亿元	24	5.00	10.48	23.15	-2.08	26.72
50~100 亿元	38	5.19	32.85	32.14	22.20	40.74
低于 50 亿元	44	5.54	63.85	39.78	58.49	45.23

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在不同企业性质的结构性差异

本季度发行短券以国有企业为主，但民营企业占比较 2010 年同期有很大幅度提高，同比增长了两倍以上；从平均发行利率来看，民营企业平均发行利率高于国有企业平均发行利率 55BP，利差 I 和利差 II 分别达到 53BP 和 62BP，国有企业主体信用等级较高，市场对国有企业的认可度明显高于民营企业。

表 9 本季度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）
国有企业	105	4.97	8.55	43.30	-1.98	45.53
民营企业	37	5.52	61.73	38.08	60.00	40.72

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在不同行业的结构性差异

本季度短券发行主体主要分布在农业、电力、零售物流商贸、信息技术和煤炭行业（见表 10）。从发行利率看，电力、机械设备以及交通运输业的平均发行利率和利差相对较低，信息技术、农业、建筑及其他行业平均发行利率和利差相对较高，行业平均发行利率和利差差异主要与发行主体信用等级与规模有关，电力、交通运输行业债券发行主体信用等级主要分布于 AA+级和 AAA 级，本季度信息技术、农业、建筑和煤炭等行业债券发行主体信用等级主要分布于 AA-级至 AA+ 级。

表 10 本季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)
信息技术	10	5.35	44.08	37.3	45.77	36.48
农业	17	5.34	45.99	39.12	36.73	47.27
建筑	8	5.31	43.17	62.78	39.93	65.07
纺织	5	5.25	39.86	32.16	31.67	37
化工	8	5.2	31.49	56.48	23.11	58.95
建材	3	5.18	31.75	26.86	20.74	43.61
煤炭	10	5.17	33.66	51.1	25.36	58.42
钢铁	1	5.14	16.29	--	28.98	--
零售、物流、商贸	12	5.12	22.76	28.99	11.13	32.84
港口	2	5.11	31.4	20.34	2.94	17.05
医药	4	5.08	8.48	30.63	-1.5	39.99
公用事业	4	5.03	10.63	93.78	9.55	92.32
综合	6	4.98	8.95	48.32	-0.32	51.15
有色金属	8	4.92	1.39	59.7	-4.82	64.47
家电	1	4.87	0.58	--	0.64	--
高速公路	3	4.84	-2.61	16.92	-26.38	16.07
交通运输	8	4.84	-10.91	32.3	-17.98	26.99
汽车制造	1	4.83	9.53	--	6.79	--
机械设备	3	4.8	-13.51	67.37	-20.81	72.79
电力	14	4.7	-17.79	21.74	-33.21	20.43
房地产	1	4.4	-46.4	--	-47.62	--
稀有金属	1	4.33	-52.62	--	-65.86	--
其他	12	5.49	59.22	40.46	53.99	44.01

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 149 期。

本季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 142 期，占 95.30%；发行期限在 1 年以下的 7 期，占 4.70%，尽管 1 年期以下短券发行规模较少，但发行利率和利差方面均明显低于 1 年期短券，期限因素对利差的影响较为明显。

表 11 本季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	142	5.11	22.41	47.98	14.17	51.94
一年期以下	7	4.37	-43.57	36.52	-49.65	32.69

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 为一季度内不同发行额度的短券利差分布情况。发行额度越大，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 本季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	7	4.32	-52.29	13.73	-55.84	7.43
10~50 亿元	38	4.72	-17.44	27.60	-28.13	28.48
1~10 亿元	96	5.32	42.47	39.06	34.78	45.06
低于 1 亿元	1	6.20	132.94	--	133.16	--

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，本季度短券发行利率和首日交易利率、利差 I 和利差 II 整体相关性较高，相关系数公式参见表 13。

表 13 本季度短券一、二级市场定价相关性检验结果（已更新）

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 首日交易利率	enter	0.978	0.956	0.956	.000
利差 I 利差 II		0.975	0.951	0.950	.000

(1) 发行利率=0.603+0.895*首日交易利率

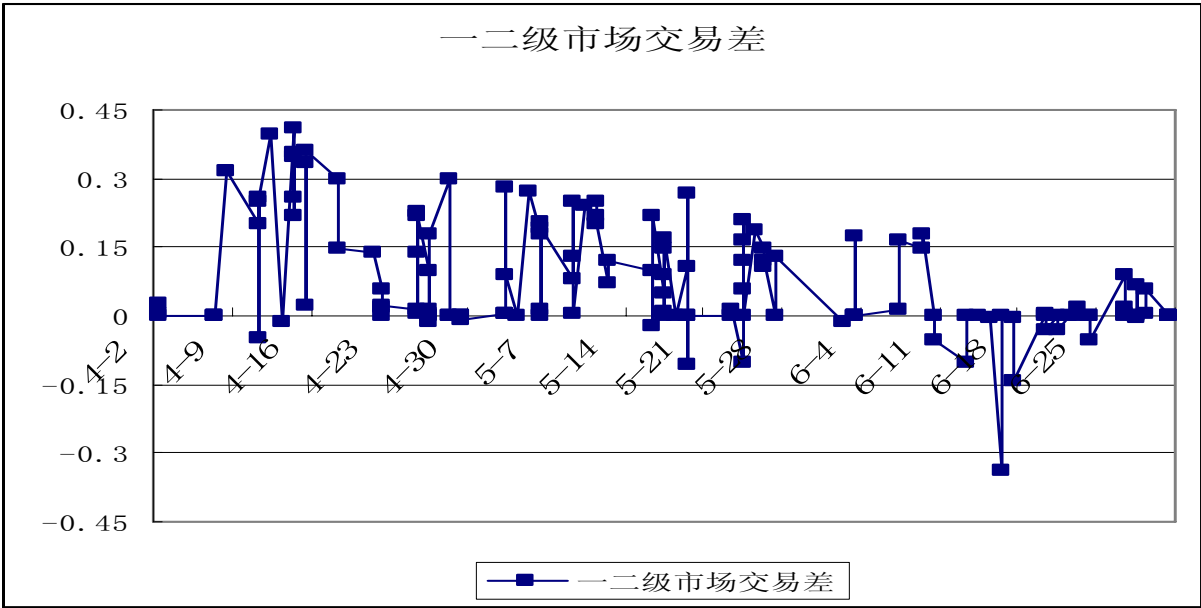
(2) 利差 I=0.096+0.901*利差 II

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

受资金面的变化影响，本季度短券一、二级市场交易利差波动很大：①4、5 月份，银行间市场流动性较宽松，短券二级市场交易活跃，一、二级市场套利空间大，部分短券套利空间在 35BP 以上，分别为“11 苏通桥 CP01”（40BP）、“11 辽成大 CP01”（41BP）、“11 广弘 CP01”（36BP）和“11 渝遂 CP01”（36BP）。②6 月份以来，特别是中旬以后，随着资金面不断收紧以及加息预期的不断加强，套利空间逐步减少，甚至出现利息倒挂现象。特别是“11 陕电子 CP01”一、二级市场交易差达到了-34BP。

本季度一二级市场利率倒挂期数合计 22 期，占发行总期数（剔除后样本）的 14.29%。按发行时点看，4 月份和 5 月份一二级市场利率倒挂期数合计 9 期，占全年倒挂期数的 40.91%，有 2 期倒挂利差超过-10BP，分别为“11 湘五强 CP01（主体级别 A+）”利差为-11BP、“11 三峡 CP01（主体级别 AAA）”利差为-10BP；6 月份合计有 13 期短券出现倒挂，其中“11 陕电子 CP01”倒挂利差达到了-34BP，该短券的主体信用等级为 AA。

图 12 本季度各级别主体所发短券一、二级市场交易利差波动情况

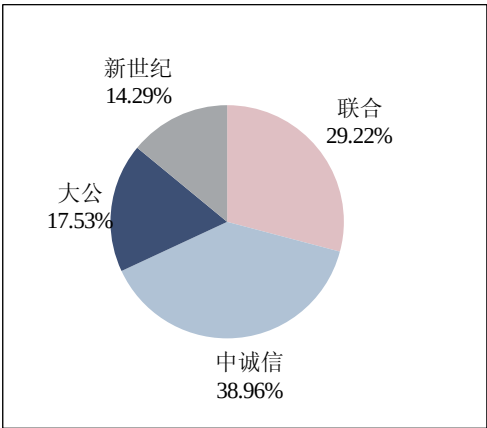


资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

五、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

图 13 本季度短券评级业务市场份额（期）



资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 14 本季度主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	9	14	7	0	30
AA+	4	9	0	3	16
AA	14	15	3	5	37
AA-	12	15	15	8	50
A+	6	5	2	6	19
A	0	2	0	0	2
合计	45	60	27	22	154
其中：AA-以上占比	86.67%	88.33%	92.59%	72.73%	86.36%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度联合资信、中诚信、大公和新世纪四家评级机构共出具 154 期短券评级报告。其中，联合资信与中诚信在国内短券评级市场仍保持相对领先地位，市场份额之和接近 70%。从四家评级机构的客户质量来看（见表 14），客户的主体级别在 AA 及以上的占比分别为 86.67%、88.33%、92.59%和 72.73%。

2、信用等级认可度检验

通过本季度所发短券利差 I、利差 II 的样本数据，对联合资信、中诚信、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等级的认可度越高。

表 15 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	利差 I 检验		利差 II 检验	
			均值	标准差	均值	标准差
A	中诚信	2	1.2809	0.0687	1.2745	0.0808
A+	大公	2	<u>0.8402</u>	0.1205	<u>0.8236</u>	<u>0.1293</u>
	联合	6	0.9984	<u>0.0991</u>	0.9993	0.1445
	新世纪	6	1.1482	0.2842	1.1451	0.2789
	中诚信	5	0.9989	0.2144	0.9879	0.2101
AA-	大公	14	0.4346	0.1435	0.3807	0.2093
	联合	12	<u>0.3513</u>	<u>0.1111</u>	<u>0.2818</u>	<u>0.1633</u>
	新世纪	7	0.4015	0.1583	0.2919	0.2434
	中诚信	14	0.4134	0.1239	0.3315	0.1738
AA	大公	3	<u>0.0383</u>	<u>0.0504</u>	-0.1165	<u>0.1726</u>
	联合	12	0.1004	0.1631	-0.0100	0.2667
	新世纪	3	0.1335	0.2295	<u>-0.0022</u>	0.3252
	中诚信	14	0.1294	0.1539	-0.0542	0.2128
AA+	联合	3	-0.0725	0.1686	-0.1237	0.2606
	新世纪	3	<u>-0.2156</u>	<u>0.0993</u>	<u>-0.2899</u>	<u>0.1592</u>
	中诚信	9	-0.0664	0.1818	-0.1771	0.2662
AAA	大公	7	-0.3830	0.1558	-0.4223	0.1289
	联合	8	<u>-0.4396</u>	<u>0.0855</u>	<u>-0.5459</u>	<u>0.0888</u>
	中诚信	12	-0.4226	0.1870	-0.4903	0.1900

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度发行样本量大部分集中在 AA-~AAA，A 级别的发行主体相对较少。其中在 AAA 的主体级别上，无论从发行市场还是交易市场看，联合资信在利差 I 和利差 II 的均值以及标准差均低于中诚信，投资者对联合出具的信用级别认可度偏高；AA+主体级别中，中诚信所评家数远远高于联合资信以及新世纪，因此不具备可比性；AA 主体级别上，样本数量决定了仅中诚信和联合资信具备可比性，统计结果显示，发行市场和交易市场对于两家评级机构的认可度出现一定的分歧，联合资信在发行市场的认可度高于中诚信；AA-主体级别上，无论是发行市场还是交易市场，联合资信是本季度最被市场投资者认可的评级机构，利差 I 和利差 II 的均值以及标准差在四家机构中均为最低。本季度 A+级别发行数量大幅增长（新世纪样本量为 2 期，不具有统计意义），联合与中诚信在利差 I 和利差 II 的均值方面接近，但在标准差方面，联合最低，综合比较，A+级别上，联合资信在发行市场和交易市场上认可度相对较高。

总体而言，本季度短券市场中，联合资信和中诚信继续保持领先地位。根据利差检验结果分析，发行市场上，投资者对联合资信出具的信用级别普遍较为认可；而在交易市场上，投资者对评级机构的认可度仍存在分歧，经过对不同级别的分析检验，联合资信的认可度整体上表现更为出色。