

2008 年第三季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号：20081001

时间：2008 年 10 月 1 日

分析师：

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@lianheratings.com.cn

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@lianheratings.com.cn

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

传真：010-85679688

地址：

北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

www.lianheratings.com.cn

概要

2008 年第三季度，中国国内金融系统流动性过剩压力持续增加，存在较大的资金释放压力，次贷危机的蔓延加剧了国际投资环境的不确定性，多重因素的影响，进一步拉动了国内短期债券品种的投资需求，加之贷款降息效应的初步显现，短券市场利率进一步走低。此外，短券市场发行机制的理顺以及中期票据的暂停，短融发行规模较上一季度显著增加，为历史同期及 2008 年迄今发行规模最大季度。

定价方面，一、二级交易利差均值随着主体信用等级提升逐步减少，AA 及以上信用等级发行主体其短券的一、二级交易利差空间相对较小，二级市场对高信用等级发行定价的反应相对稳定，而 AA-及以下信用等级发行主体的短券定价水平仍有待提高。

2008 年第三季度短券的发行主体仍以国有企业为主，2008 年第二季度中下旬中期票据暂停发行后，高信用等级的国有大中型企业重归短券市场，信用级别呈现“倒锥型”的分布态势。通过回归分析和显著性检验，AA+与 AA、AAA 与 AA+未通过显著性检验，主要是贷款基准利率下调带来的这几组短券利率调整，扩大同一信用等级的利率范围，促使等级间利率交集的形成。其他主体信用等级与短券利差之间的反向关系具有统计显著性，即不同信用等级主体所发行的短券利差存在明显差异，利差 I 和利差 II 随着主体信用等级的下降呈现加速增长态势。主体信用等级已经成为短券利差的重要影响因素。2008 年第三季度短券的期限结构和发债额度并未对利差产生显著影响。

2008 年第三季度，联合资信评估有限公司（“联合资信”）在国内短券评级市场保持了领先地位。从评级质量看，经过显著性检验，市场对于不同评级机构发布的主体级别表现了不同的认知度，利差均值和标准差均有差异，在第三季度发行的短券中，联合资信发布的主体信用级别在一、二级市场认可度高。

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。
- ◆ **一 季 度**：2008年1月1日~2008年3月31日
- ◆ **二 季 度**：2008年4月1日~2008年6月30日
- ◆ **三 季 度**：2008年7月1日~2008年9月30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

本季度内，中国经济增速放缓迹象显现，CPI 增速回落，货币供应量“喇叭口”显著放大，金融系统内的流动性过剩压力持续增加，资金释放压力加大，债券市场资金供给充裕，利率有所下滑。

本季度由于美国次贷危机引发的全球金融市场动荡再次升温，外部环境不确定因素增加。中国对宏观经济政策相应做出调整，并下调人民币贷款基准利率，预计政策调整带来的变化将在下一阶段得到充分体现。

国际——美次贷危机持续恶化，金融市场震荡加剧

本季度内美国“次贷危机”进一步恶化，继前期新世纪金融公司（New Century）申请破产保护、贝尔斯登（Bear Stearns）因流动性不足危机接受纽约联储注资后，9月，美林、雷曼兄弟两大华尔街投资银行机构分别遭遇流动性不足危机，其中雷曼兄弟申请破产保护；美国政府出资的两大住房抵押贷款公司房利美（Fannie Mae）、房地美（Freddie Mac）因出现严重亏损而被美国政府接管。与此同时，包括美国国际保险集团（AIG）、华盛顿互助银行（Washington Mutual Inc.）等重要金融机构流动性均受到较大冲击，濒临破产边缘。

面对以华尔街为首的金融危机急剧恶化的态势，美国政府不断通过注入流动性以缓解危机，稳定市场，9月20日，美国政府公布了7000亿美元的救市方案，授权财政部出资购买“与房屋抵押贷款相关的任何金融产品及其他资产”。目前该方案已通过，但对市场的影响尚难预料。

次贷危机引发的金融市场动荡对美国的经济增长和美元地位造成了较大冲击，并很可能给实体经济带来巨大影响。作为世界经济的头号大国和中国第二大贸易伙伴，美国经济放缓和次贷危机引发的金融动荡将对未来中国乃至全球经济产生影响，中国经济的外部环境不确定性显著增加。

国内基本面——经济增速放缓，出口仍保持较高增长，CPI 增速回落

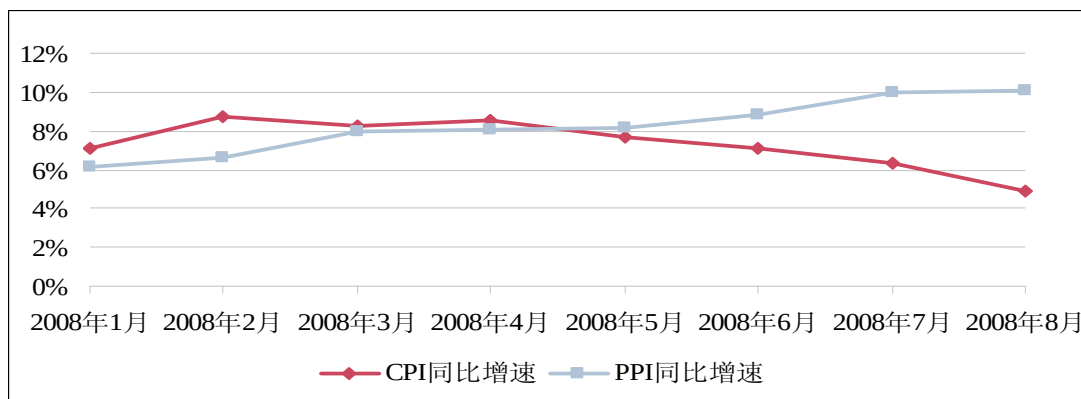
根据国家统计局7月公布的2008年上半年经济数据，GDP同比增长10.4%，较上年同期回落1.8个百分点，整体经济增速放缓。

本季度内，中国出口增长仍保持平稳态势，根据中国海关总署的统计数据，2008年7月、8月出口同比增速均保持在20%以上，未受人民币升值和国际经济动荡的显著冲击。但由于美国次贷危机的影响，对美出口增速下滑，2008年1~7月，中国对美国出口总额1403.9亿美元，同比增长9.9%，增速较2007年下滑8.1个百分点，这是自2002年以来中国对美出口增速首次回落至个位数。美国仍然为中国的第2大贸易伙伴，但在中国进出口总额中的比重已由2007年7月的16.2%下降至2008年同期的12.8%。

本季度内，CPI同比增速继续保持下降趋势，至2008年8月，CPI同比增长4.9%，以“防物价、防通胀”为2008年年初主要目标的宏观调控政策取得了显著效果。但与此同时，PPI（工业品出厂价格）指数同比增速却出现大幅攀升，根据国家统计局公布的数据，自2008年5月开始，国内PPI指数增幅显著上升，至8月份已达10.10%。CPI增速与PPI增速出现严重倒挂，对于生产企业而言，意味着成本上升压力向下传导受到阻碍，利润空间受到挤压。根据国家统计局的统计数据，2008年1~8月，国内规模以上工业企业（年主营业务收入500万元以上的企业）实现利

润 18685 亿元，同比增长 19.4%，同比增速较上年同期（2007 年 1~8 月同比增速为 37.0%）明显回落。2008 年 7 月、8 月工业增加值同比增速分别为 14.7%和 12.8%，较上一季度（4 月、5 月、6 月同比增速分别为 15.7%、16.0%、16.0%）显著下降。

图 1 2008 年 1~8 月 CPI 指数和 PPI 指数同比增速变动情况



资料来源：国家统计局

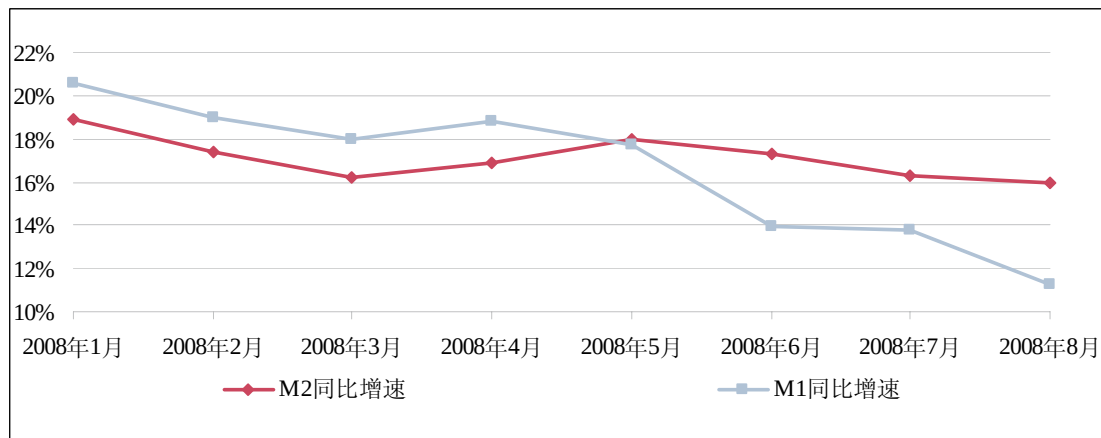
总体来看，年初从紧货币政策对本季度国内经济基本面作用进一步显现，CPI 指标回落，而 PPI 却不断攀升，企业的融资压力加大，工业企业利润增长下滑。各项经济指标均表明，中国经济增长放缓趋势正逐步显现。

国内资金面——货币供应“喇叭口”放大，金融系统流动性过剩压力

本季度内，受年初紧缩性货币政策调控影响，货币供应量 M1、M2 同比增速持续放缓，其中，M1 增速下滑较为明显，2008 年 8 月，M1 同比增长仅为 11.27%，较年初下滑近 10 个百分点；同期 M2 增速为 15.92%，下滑相对平稳。2008 年 8 月，M2 增速与 M1 增速相差 4.64%，“喇叭口”较上半年明显扩大，金融系统内流动性过剩压力持续增加。

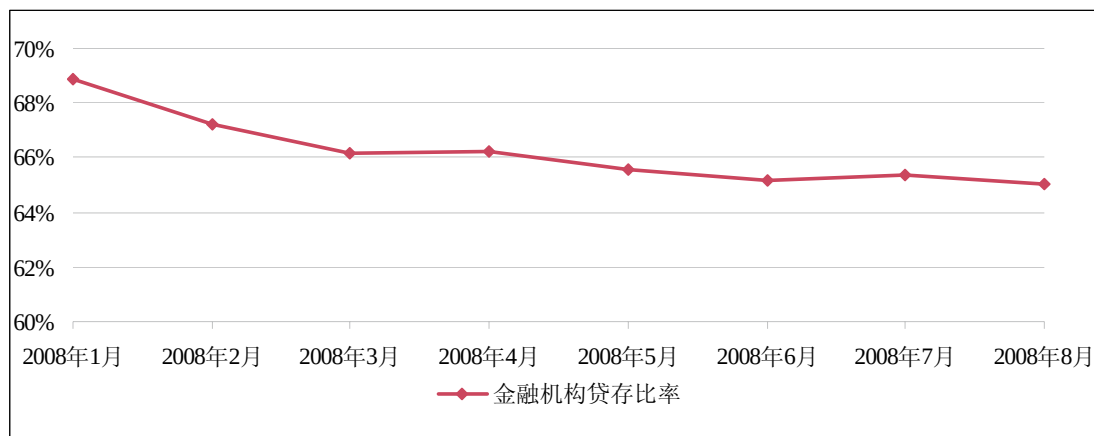
金融机构贷存比率持续下降也进一步说明了系统内过剩的流动性压力，根据央行提供的数据，本季度金融机构贷存比率仍保持持续下降的态势，2008 年 8 月为 65.03%，较 2008 年 1 月下降 3.85 个百分点。由此可见，在年初紧缩性货币政策的作用下，本季度金融系统内流动性资金量持续增长，仍存在较大的资金释放压力。

图 2 2008 年 1~8 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：央行网站

图3 2008年1~8月贷存比率变动情况



资料来源：央行网站

国内政策面——经济政策基调调整，“两防”变为“一保一压”

2008年上半年中国经济朝着宏观调控的预期方向稳步发展，经济增长放缓迹象开始显现。在2008年7月底的中央政治局会议上，党中央、国务院对下半年经济工作所进行了一系列安排部署，将“保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨”摆在突出位置，并反复强调。宏观调控的政策基调出现了调整，由前期的“防止物价过快上涨、防止通货膨胀”转变为“一保一压”，紧缩性的货币政策也得到明显缓解。

财政政策方面，财政部、国家税务总局宣布自8月1日起调整部分纺织品、服装等商品的出口退税率。这是中国自2006年下调企业出口退税率以来的首次回调。同时取消了部分农药产品、部分有机肿产品及部分电池产品等的出口退税，体现了宏观政策调控的结构化差异。

货币政策方面，2008年9月，央行决定下调贷款基准利率和存款准备金率，9月16日起，下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点，其他期限档次贷款基准利率按照短期多调、长期少调的原则作相应调整；存款基准利率保持不变。9月25日起，除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行暂不下调外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调1个百分点，汶川地震重灾区地方法人金融机构存款准备金率下调2个百分点。此次贷款基准利率下调后，6个月贷款利率降至6.21%；一年期贷款利率降至7.20%；1至3年贷款利率降至7.29%；3至5年降至7.56%；5年以上降至7.74%。

这是中国自2004年以来首次下调贷款利率和存款准备金率，是对国际市场金融动荡和国内经济增长减速的直接反应，目前来看，降息的影响主要包括以下方面：① 短期内信贷资金供给将有所增加，市场流动性将更加充裕。根据2008年8月底粗略计算各金融机构人民币各项存款余额45万亿元，部分金融机构存款准备金率的下调释放资金规模达900亿元左右。② 中小企业融资困境有望得到改观。此次存款准备金率实施差别调整（中小银行下调1%），使中小商业银行信贷资金的供给能力增强，而中小商业银行的服务对象更多是中小企业，有利于改善中小企业的融资困境。③ 企业融资成本降低，资金紧张和利润下滑等经营压力有望得到缓解。但由于此次利率调整的时间是在9月中下旬，对本季度宏观经济及债券市场的推动效应尚不明显。

国内债券市场——短期产品更受青睐，利率整体走低

本季度国债和央票发行规模较上一季度双双下降，其中，财政部共发行 9 期国债，实际发行量共计 1975 亿元，发行规模较上一季度下降 27.95%；央行共发行央行票据 32 期，实际发行量 9810 亿元，较上一季度下降 15.94%。

表 1 本季度国债发行情况

发行日	项目	期限	计划 发行量	实际 发行量	票面利率(%)	付息方式
2008-7-11	记帐式国债	3 年	240	245.9	3.92	附息式固定利率
2008-7-23	记帐式国债	6 月	260	260	3.3321	贴现式
2008-8-11	记帐式国债	20 年	240	240	4.94	附息式固定利率
2008-8-15	记帐式国债	7 年	240	266	4.23	附息式固定利率
2008-8-22	记帐式国债	3 月	200	200	3.135	贴现式
2008-9-5	记帐式国债	1 年	240	259.9	3.34	附息式固定利率
2008-9-12	记帐式国债	5 年	260	260	3.69	附息式固定利率
2008-9-16	凭证式国债	3 年	150	150	5.74	附息式固定利率
2008-9-19	记帐式国债	10 年	240	243.6	3.68	附息式固定利率

资料来源：中国债券信息网

表 2 本季度央票发行情况

上季度				本季度			
期限	期数	发行量(亿元)	参考收益率(%)	期限	期数	发行量(亿元)	参考收益率(%)
1 年	13	4710	4.0583	1 年	13	2960	4.0042~4.0583
3 个月	13	2990	3.3978	3 个月	11	5505	3.3978/3.3570
3 年	13	3970	4.56	6 个月	8	1345	3.6969
总计	39	11670		总计	32	9810	

资料来源：中国债券信息网

本季度央行发行票据期限全部为 1 年以内，且以 3 个月期为主（3 月期票据发行规模显著多于上一季度），无 3 年期票据发行，票据期限结构短期化趋势明显。一方面，这在一定程度上体现了央行对缓解流动性过剩的调控意图，加强对短期流动性资金的回收力度，减轻金融机构资金过剩压力；但对未来流动性长期走势尚存疑虑。另一方面也表明，金融机构流动性充裕，市场对短期票据需求较为旺盛。从央票利率走势来看，自 8 月下旬开始，发行利率出现明显下滑，其中 1 年期央票发行利率最低跌至 4.0042%，3 月期也下降至 3.3570%。

企业债券市场，本季度企业债共发行 30 期，发行规模总计 1015 亿元，总发行规模较上半年明显增加。增信方式取得突破是本季度企业发行规模“井喷”的重要动因，在商业银行担保叫停的前提下，发行主体通过资产抵押、寻求第三方担保等方式，提高债券偿付的安全性和信用等级，并获得了市场的认可。短期融资券市场，由于发行机制的理顺以及中期票据的暂停，本季度短融市场回暖，共发行 74 期，发行规模总计 1203.70 亿元，较上一季度显著增加。

总体来看，本季度金融系统流动性过剩压力持续增加，资金量更加充裕，但经济增速回落迹象逐步显现，次贷危机的蔓延也进一步加剧了外部投资环境的不确定性。本季度债券市场利率呈下滑趋势，以央行票据、短融为主的短期债券需求旺盛。

二、 短券发行市场情况

短券发行量激增，主体信用等级改呈“倒锥型”分布

从2005年5月至2008年第三季度末，共有377家累计发行短券791期，实际发行规模10616.50亿元，发行情况见表3。截至2008年第三季度末，短券市场存量3447.60亿元。

表3 2005年~2008年9月短券发行基本情况

	2005年5~12月	2006年	2007年	2008年1~3月	2008年4~6月	2008年7~9月
发行规模（亿元）	1424.00	2912.50	3356.10	1115.90	604.30	1203.70
发行期数（期）	79	241	264	85	48	74
发行家数（家）	61	185	216	77	44	71

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

三季度内共有71家企业发行短券74期，发行规模合计1203.70亿元，发行主体数量和发行期数较2006年同期分别增长19.36%和26.79%，较2007年同期分别减少3.90%和5.33%，较2008年一季度分别减少12.94%和7.87%，较2008年二季度分别增加54.17%和61.36%；发行规模较2006年和2007年同期分别增长63.97%和16.14%，较2008年第一和第二季度分别增长7.87%和99.19%。2008年三季度发行规模快速增长，为2006~2007年同期和2008年1~9月发行规模最大季度，但发行主体和期数未实现同比增长，从而加大三季度的单笔发行规模，2008年单笔发行规模达到16.27亿元，分别较2006年和2007年同期净增加4.43亿元和2.81亿元，较2008年一、二季度分别净增加3.14亿元和3.68亿元。呈现这一现象的主要原因包括：①中期票据业务暂停，优质企业大规模回流；②年初紧缩的货币政策滞后效应加剧，加大企业的资金需求；③承销主体有限的发行通道，在面对市场发行主体增多的情况下，大额度的发行主体成为了优先选择。

从发行期限来看，第三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72期，占97.30%；发行期限在1年以下的2期，占2.70%。从发行方式来看，采用贴现方式发行的4期，占5.41%；采用单利（固定利率）发行的70期，占94.59%。

第三季度新发短券的主体质量较2007年同期和2008年前两季度大幅提升，信用等级由“纺锤型”转为“倒锥型”态势。剔除“08中普天CP01”一期双评级的情况外，其余73期短券中，主体信用等级AA以上（含AA）合计为46期，占63.02%，其中，AAA为18期，占24.66%；AA+为12期，占16.44%；AA为16期，占21.92%；AA-为14期，占19.18%；A+为12期，占16.44%；A为1期，占1.36%。

货币政策渐进转变，促进发行利率进一步下探

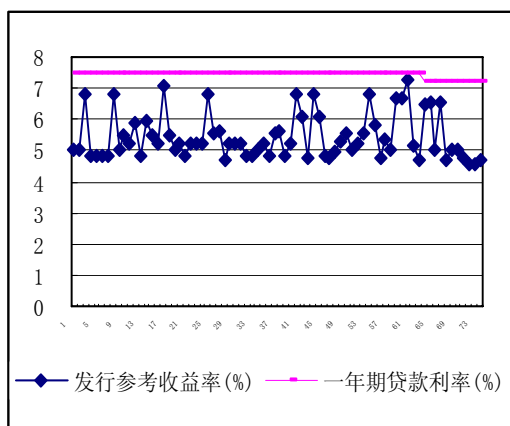
2008年第三季度，除AAA主体信用等级平均发行利率水平与二季度持平外，其余均呈下降趋势。从发行期限结构看，2008年7月和8月份两月的发行平均利率下降不显著，其中个别利率还较2008年第二季度略有上升，但进入9月，尤其是9月16日贷款基准利率下调之后，发行利率显著下降（见表4）。

从第三季度各主体信用级别短券平均发行利率上来看，AAA的平均发行利率由7月的4.81%下降到9月的4.66%，下降15BP；AA+的平均发行利率由7月的5.03%下降到9月的4.81%，下降22BP；AA平均发行利率由7月的5.20%下降到9月的5.08%，下降12BP；AA-平均发行利率由7月的5.65%下降到9月的5.46%，下降19BP；A+平均发行利率由7月的6.87%下降到9月的

6.62%，下降 25BP。

2008 年第三季度，短券市场平均发行利率继上季度继续保持下降趋势。联合资信认为，其原因主要包括：①2008 年第三季度末，金融机构贷款基准利率六年以来首度下调，货币政策从紧向稳健渐进转变，是带动三季度短券发行利率整体下降的主要原因；②三季度国内股票二级市场持续不景气，次贷危机对全球金融市场的冲击，减退了国内机构海外投资的热情，加之央行存款准备金率的下调导致银行系统流动性资金进一步加大，国内债券市场资金充裕；③三季度发行主体资信质量较好，多为央企等国有大中型企业，其发行利率议价能力较强，从而带动整体短券市场的利率走低。受上述因素的影响，导致第三季度短券市场利率水平继续大幅下降。

图 4 第三季度发行利率走势



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表 4 第三季度不同主体信用等级平均发行利率情况

发行日	AAA (%)	AA+ (%)	AA (%)	AA- (%)	A+ (%)	A (%)
2008 年 1 季度	4.94	5.65	5.88	6.22	7.14	7.51
2008 年 2 季度	4.77	5.03	5.41	5.74	6.93	7.45
2008 年 3 季度	4.77	4.97	5.17	5.68	6.66	7.30
2008-7-31	4.81	5.03	5.20	5.65	6.87	--
2008-8-31	4.80	5.08	5.20	5.79	6.80	--
2008-9-30	4.66	4.81	5.08	5.46	6.62	7.30
其中：2008-9.1~9.15	4.75	5.01	5.18	5.46	6.73	7.30
2008-9.16~9.30	4.57	4.74	5.05	--	6.52	--

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

第三季度短期融资券发行利率整体波动区间在 4.57~7.30% 范围内，均低于同期一年期贷款利率。除 2008 年 9 月 9 日发行的“08 象屿 CP01”发行利率（7.30%）略高外，其余短券发行利率的成本优势进一步凸显。

发行主体性质仍以国企为主，民营、集体、合资企业占比较小

第三季度内短券发行主体共计 71 家，其中，中央企业 13 家，占 18.31%；国有独资企业 24 家，占 33.80%；国有控股企业（不含上市公司）8 家，占 11.27%；上市公司 20 家，占 28.17%；民营、集体及合资企业合计 6 家，占 8.45%。可见，中央企业、国有独资企业和国有控股企业仍然是目前短券的主要发行群体，三类企业合计占发行主体总数的 63.38%。

发行主体地区集中程度较高，北京市、上海市、广东省、山东省以及江浙地区发债企业踊跃

从发行主体区域分布来看，第三季度发行主体合计 71 家，其中，华东和华北地区仍是发行主体最为密集的地区，两地区发债主体合计 43 家，占同期发债主体总家数的 60.56%，但较 2008 年第二季度的 70.45% 有所下降；东北地区发行主体仍为最少，为 3 家。从发行区域集中度来看，除华中地区发行主体分布较为平均外，其他发债地区的集中度较高。华东发行主体由二季度主要集中在江、浙两省逐步扩大，增加上海市和山东省；华北发行主体仍集中在北京市；华南发行主体仍集中在广东省；其余地区因发债主体较少，难以判断地区集中程度。总体看，第三季度发行主体

的地区集中程度较高，北京市、上海市、广东省、浙江省、江苏省和山东省等经济发达地区发债企业踊跃，六地区发行主体合计占到同期总数的 59.16%。

表 5 第三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(%)
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	25	山东、江苏、浙江省和上海市	22	62.5
华北	天津市、河北省、山西省、内蒙古自治区、北京市	22	北京市	21	95.45
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	8	广东省	8	100.00
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	5	云南省	3	60.00
华中	河南省、湖北省、湖南省	4	河南省	2	50.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	3	辽宁省	2	66.67
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	4	陕西省	3	75.00

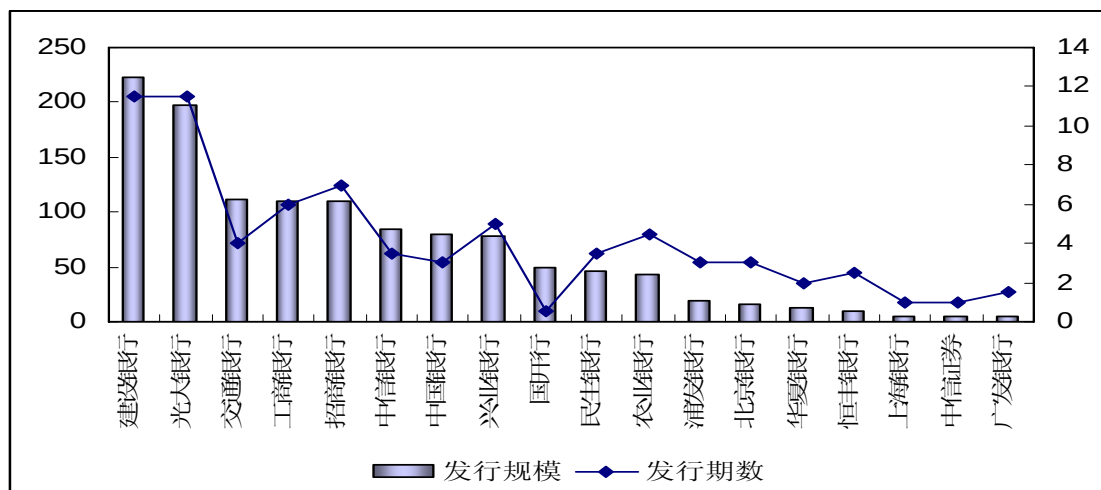
数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

建行、光大、交行等行承销份额领先 国有大型股份制商行承销优势显著

第三季度参与短券发行的主承销商共计 18 家，较二季度净增加 3 家，其中包括 1 家证券公司。按承销规模统计，建设银行承销规模最大，总承销额度达 222.50 亿元；光大银行、交通银行、工商银行、招商银行、中信银行、中国银行、兴业银行、国开行和民生银行分别位列 2~10 位，构成了三季度承销的第一梯队，承销规模分别为 197 亿元、112 亿元、110 亿元、110 亿元、84.5 亿元、80 亿元、78 亿元、50 亿元和 45.5 亿元；其余银行承销额度不足 45 亿元，其中广发银行承销额度最小，为 4.5 亿元。第三季度发行额度 100 亿元的“08 中电信 CP01”由交通银行和国开行联合承销，显著提升了这两家银行的承销规模。按照承销期数统计，建设银行和光大银行均为 11.5 期，并列位居首位；招商银行 7 期、工商银行 6 期，兴业银行为 5 期，位列 2~3 位；其余各家银行均在 5 期以下，其中，国开行期数为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，随着市场需求的增多，三季度承销商队伍有所增加。此外，中期票据业务的暂停，工、农、中、建、交等国有大型股份制商行的业务重点重新转移到短券的承销业务上，2008 年三季度，除农行外，其余国有大型股份制银行均列入承销份额前十强的第一梯队。2008 年三季度，中、农、工、建、交行在三季度合计承销额度占比达到 47.15%，国有大型股份制商行短券承销优势显著。

图 5 第三季度短券市场各主承销商承销情况



数据来源：中国债券信息网 联合资信整理

三、 短券利差分析

在2008年第三季度发行的总样本中，联合资信选取了除一家主体信用等级为A以外的发行主体作为分析样本，对第三季度短券的发行利率、首日交易利率与Shibor利率的相关性进行检验。从检验结果来看，AA以上信用级别（含AA）发行利率、首日交易利率与发行日Shibor利率、首日交易日Shibor利率显著相关（见表6），整体看，货币政策由从紧向稳健的转变和短期内金融体系流动性的过剩，加快短期融资券的发行利率和交易利率的理性回归，2008年第三季度短券发行利率与首日交易利率走势与Shibor利率相关性较第二季度有显著提升。

表6 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	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.
A+	发行利率	enter	.324 ^a	.105	.024	.279
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.246 ^a	.060	-.025	.418
	交易日 shibor 利率					
AA-	发行利率		.053 ^a	.003	-.074	.852
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.136 ^a	.018	-.057	.000.
	交易日 shibor 利率					
AA	发行利率		.996 ^a	.992	.992	.000
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.941 ^a	.885	.877	.000
	交易日 shibor 利率					
AA+	发行利率		.813 ^a	.661	.627	.001
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.850 ^a	.722	.695	.000
	交易日 shibor 利率					
AAA	发行利率		.901 ^a	.813	.801	.000
	发行日 shibor 利率					
	交易利率		.978 ^a	.957	.954	.000
	交易日 shibor 利率					

数据来源：中国债券信息网，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《信用评级管理指导意见》中将短券的最高等级定为“A-1”，同时原《短券管理办法》中规定只有A-1级别的短券才能发行，这在一定程度上导致发行企业的短券全部集中在最高等级上，从而使债项评级失去了应有的风险揭示和定价作用，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

短券利差与主体级别的相关性较高，A+与AA-级差显著拉大

表7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、方差等情况。与2008年第一季度相比，AA-以上级别利差空间收窄，利差I、利差II均值明显下降；但AA-和A+的利差进一步出现分化，形成明显的“分水岭”，联合资信认为主要原因为：①机构投资者对A+级别企业的风险认识更为理性，信用风险溢价增加；②大部分主承销商都将AA-视为内部风险控制的底线标准，使得A+及以下级别的短券市场需求清淡。

从表7和图6可以看出，发行人主体级别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，同时各级别利差分布区间分化明显，特别是 AA-与 A+级别之间。但是，联合资信注意到，在图 6 中，部分 AAA 和 AA+信用等级的发行或交易利率低于同日 shibor 利率，其中利差 I 和利差 II 均为负值包括 9 月 24 日发行的主体 AAA 等级的“08 国电集 CP01”和“08 申能 CP02”，两期短券利差 I 分别均为-10BP；利差 II 分别为-27BP 和-28BP，主要是贷款利率下调对短券发行和交易利率影响大于对同期 shibor 利率的影响所致。

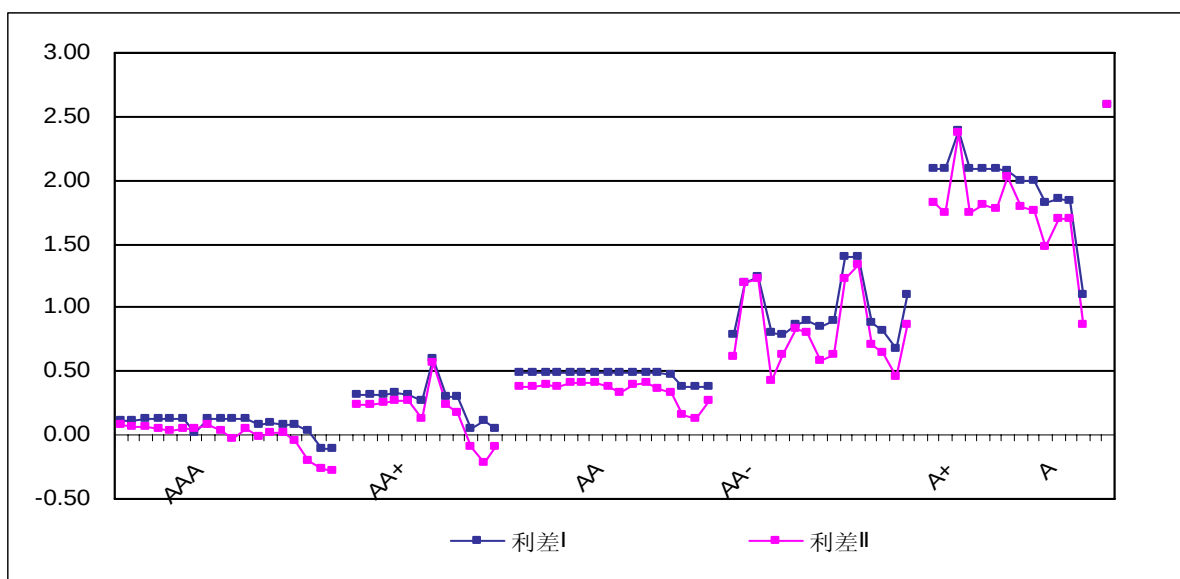
总体看，短券发行人的主体信用等级对利差产生十分重要的影响，不同主体信用等级的利差具有显著差异，低信用级别主体利差快速增加。

表7 第三季度各级别发行主体对应的利差I、利差II情况

主体级别	发行利率区间(%)	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	4.57~4.83	4.77	7	-	0.07	-1	-	0.12
AA+	4.72~5.30	4.97	27	20	0.15	17	18	0.06
AA	5.05~5.20	5.17	47	20	0.05	35	18	0.09
AA-	5.38~6.10	5.58	97	50	0.23	81	46	0.30
A+	6.83~7.10	6.66	196	99	0.30	174	93	0.46
A	7.30	7.30	260	64	--	260	86	--

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 6 第三季度各级别发行主体短券利差分布情况



数据来源：中国债券网，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 8 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 8 方差分析法对信用级别——利差显著性检验的结果

变量 (I)	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.)
A+	AA-	0.9558467*	0.000	0.8714783*	0.000
	AA	1.4581583*	0.000	1.3364021*	0.000
	AA+	1.6540667*	0.000	1.5184750*	0.000
	AAA	1.8571000*	0.000	1.6964806*	0.000
AA-	A+	-.9558467*	0.000	-.8714783*	0.000
	AA	.5023117*	0.000	.4649238*	0.000
	AA+	.6982200*	0.000	.6469967*	0.000
	AAA	.9012533 *	0.000	.8250022*	0.000
AA	A+	-1.4581583*	0.000	-1.3364021*	0.000
	AA-	-.5023117*	0.000	-.4649238*	0.000
	AA+	.1959083	0.126	.1820729	0.397
	AAA	.3989417*	0.000	.3600785*	0.001
AA+	A+	-1.6540667*	0.000	1.5184750*	0.000
	AA-	-.6982200*	0.000	-.6469967*	0.000
	AA	-.1959083	0.126	-.1820729	0.397
	AAA	.2030333	0.087	.1780056	0.395
AAA	A+	-1.8571000*	0.000	-1.6964806*	0.000
	AA-	-.9012533*	0.000	-.8250022*	0.000
	AA	-.3989417*	0.000	-.3600785*	0.001
	AA+	-.2030333	0.087	-.1780056	0.395

数据来源：中国债券信息网站，联合资信整理

注：1、由于信用级别在 A 的发行主体只有一家，样本量太少，经检验后在样本空间中剔除，下同；

2、双评级各级别下分别算一期，放入样本库接受检验，下同。

表 8 为 Scheffe 方差分析法对各信用级别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，无论是采用利差 I、还是利差 II 作为自变量进行方差分析时，AA、AA+和 AAA 的差异性检验均无法通过，这表明第三季度，AA 与 AA+，AA+与 AAA 信用等级样本在利差方面并未表现出明显的差异性。究其原因主要是：2008 年 9 月 16 日贷款基准利率下调对这几组之后发行短券的利率影响较大，短券利率的调整促使同一等级的利率范围的扩大，等级间利率交集的形成。具体来看，主体 AA 信用等级发行利率范围 5.05 %~5.20%，首日交易利率范围 4.81%~5.12%，其中 9 月 16 日之后发行的“08 永煤 CP01”、“08 陕煤化 CP01”和“08 中金 CP01”三期发行利率均为 5.05%，首日交易利率分别为 4.84%、4.81%和 4.94%；主体 AA+信用等级发行利率范围 4.72%~5.30%，首日交易利率范围 4.46%~5.27%，其中 9 月 16 日之后发行“08 首发 CP01”、“08 淮南矿 CP02”和“08 苏国信 CP03”发行利率分别为 4.72%、4.72%和 4.79%，首日交易利率分别为 4.59%、4.26%和 4.58%，此外“08 方正 CP02”，发行利率达到 5.30%，交易利率达 5.27%，进一步拉大 AA+信用等级下的利率范围；主体 AAA 信用等级发行利率范围 4.57%~4.83%，首日交易利率范围 4.39%~4.79%。除 AA+与 AA、AAA 与 AA+以外，其他信用等级之间的利差数据均表现出明显的差异性，发行主体信用级别对利差 I、利差 II 具有显著影响。总体判断，第三季度短券市场对于发行主体信用级别的

认可程度较高。

（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，以下仅从所属行业、企业性质和企业规模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。

利差在企业性质上呈现显著的结构性差异

发债企业性质不同，其发行利率有较大差别。表 9 为第三季度发行短券平均发行利率、利差 I 和利差 II 的均值、方差情况。央企（13 期）的平均发行利率最低，利差均值最小，其他非央企的国有独资或控股企业以及上市公司所发短券的利率和利差水平略高，而民营、集体和外资企业则普遍偏高。这表明，短券市场偏好央企、国有独资、国有控股企业和上市公司，而对于民营、集体和外资企业的信用风险比较敏感，因而，国有企业债券融资更具成本优势。

表 9 第三季度发行主体性质对利差影响分析

企业性质	发行期数（期）	平均发行利率（%）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	方差	均值（BP）	方差
央企	13	4.88	17	0.13	8	0.15
国有独资（不含央企）	25	5.41	71	0.70	53	0.70
国有控股	8	5.80	110	0.89	94	0.83
上市公司	21	5.43	72	0.68	62	0.62
民营/集体/外资	7	6.09	138	0.70	128	0.68

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

利差在企业规模上呈现一定的结构性差异

从表 10 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，因此拉大与其他主体规模发行利率的差异。

表 10 第三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）	方差	均值（BP）	方差
500 亿元及以上	21	4.78	8	0.09	-1	0.12
100~500 亿元	28	5.27	57	0.42	44	0.43
50~100 亿元	18	6.07	137	0.67	119	0.64
低于 50 亿元	7	6.31	161	0.69	145	0.64

数据来源：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

从第三季度发行主体行业分布情况看（见表 11），电力、煤气和水供应业、交通运输业、钢铁、采掘业和建筑业行业主体发行利率和利差水平相对较低，房地产、文化传播业和综合类发行利率也较低，但由于发行期数较少，或行业较散，行业结构性利率差异体现不足。批发和零售贸易业和制造业等行业主体发行利率和利差较高。

表 11 第三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）	方差	均值（BP）	方差
制造业	21	5.81	111	0.74	99	0.72
采掘业	11	5.18	48	0.30	28	0.27
电力、煤气和水供应业	10	5.02	33	0.66	19	0.61
钢铁	7	5	29	0.20	21	0.21
交通运输业	6	5.18	49	0.67	36	0.57
农林牧渔业	1	5.58	88	0.00	70	0.00
批发和零售贸易业	5	6.48	178	0.96	159	0.94
综合类	5	5.05	35	0.20	26	0.30
社会服务业	3	5.31	60	0.19	48	0.14
信息技术业	3	5.68	99	0.92	84	0.86
文化传播业	1	5.03	32	0.00	26	0.00
房地产业	1	5.01	32	0.00	25	0.00

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、发行期限与利差分析

第三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 72 期，占 97.30%；发行期限在 1 年以下的 2 期，占 2.70%。一般来说，长期限品种相对于短期限品种有较高的利差。从三季度的情况来看（见表 12），一年期短券利差 I 均值 73BP，利差 II 均值 60BP，利差水平高于一年期以下短券，但由于 1 年期以下期数仅为两期，信用等级分布与 1 年期以上的分布不具有可比性，因此难以判断发行期限对利差的影响程度。

表 12 第三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）	方差	均值（BP）	方差
一年期	72	5.43	73	0.73	60	0.70
一年期以下	2	5.18	48	0.28	30	0.23

数据来源：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 13 为三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，三季度二者相关系数达 0.79，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 13 第三季度发行规模对利差影响分析

发行额度	发行期数（期）	平均发行利率（%）	利差 I		利差 II	
			均值（BP）	方差	均值（BP）	方差
50 亿元及以上	5	4.77	6	0.10	-9	2.10
10~50 亿元	39	4.93	23	0.87	2	1.15
5~10 亿元	21	5.76	106	0.65	66	1.38
低于 5 亿元	9	6.65	195	0.45	174	0.44

数据来源：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（见表 14），第三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，较第二季度进一步提高，主要是由于第三季度高信用等级主体占比较大，而对应其等级的市场化定价水平较高所致。

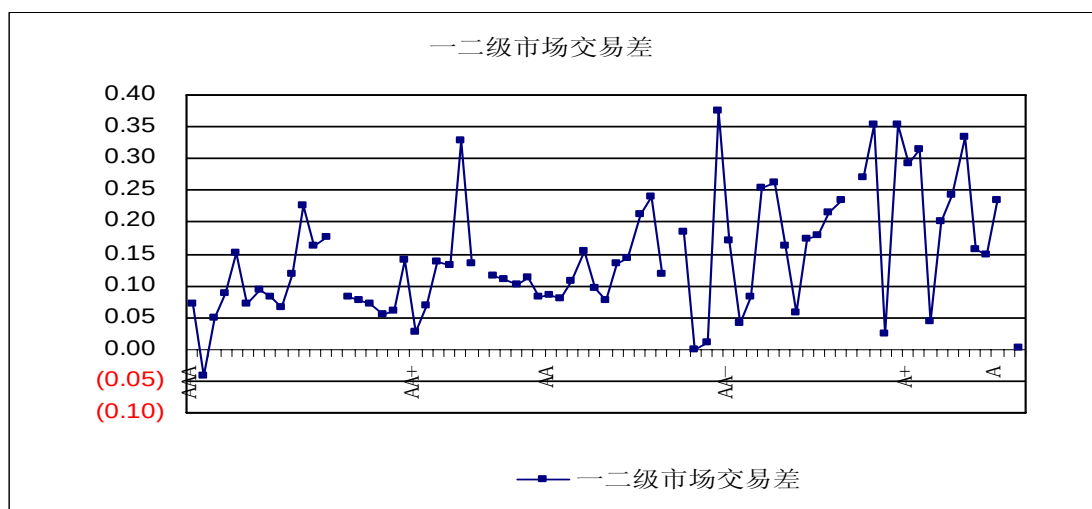
表 14 第二季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

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	.992 ^a	.984	.983	.000
首日交易利率					
利差 I		.992 ^a	.984	.983	.000
利差 II					

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

从不同信用等级的一、二级交易利差看（见图 7），一、二级交易利差均值随着主体信用等级提升逐步减少。2008 年第三季度 AAA~A+ 的信用等级一二级交易利差均值依次为 8BP、10BP、12BP、15BP、22BP。总体来看，除 AAA 主体信用等级范围内的“08 长电 CP02”发行利率与交易利率倒挂，出现负值，AA+ 主体信用等级范围内的“08 淮南矿 CP02”和 AA 主体信用等级范围内的“08 陕煤化 CP01”因上市交易的利率受贷款基准利率下调的影响较大，一、二级交易利差分别达到 33BP 和 24BP 以外，AA 及以上主体信用等级一、二级交易利差相对较小，一、二级市场间的套利空间相对稳定，但 AA- 以下尤其是 A+ 的主体信用等级一、二级交易利差较大，且波动较大。这说明低信用等级的发行利率二级市场认可程度相对较低，市场化定价水平有待提升。

图 7 第二季度各级别主体短券交易利差波动情况



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

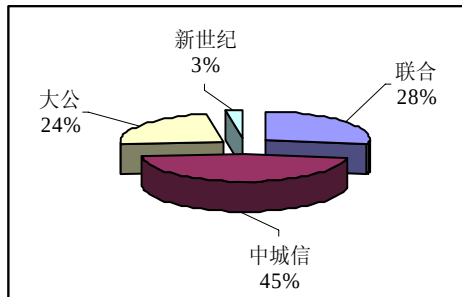
上述分析结果表明，第三季度短券发行利率和首日交易利率整体相关性较高。一、二级交易利差均值随着主体信用等级提升逐步减少，AA以上的高信用等级主体所发短券一、二级市场交易利差空间稳定性相对较强，AA-及以下信用等级的发行利率二级市场认可程度相对较低，市场化定价水平有待提升。

五、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

第三季度内4家评级机构共出具75期发行主体信用评级报告（其中“08中普天CP01”采用双评级按两期计算），均计入统计样本。从市场份额来看（见图8），中诚信和联合资信在中国短券评级业务市场位居前两位，2008年第三季度市场占有率分别为45%和28%；大公和新世纪分列第3和第4位，但新世纪评级发行期数仅为2期，市场份额小。

图8 第三季度短券评级业务市场份额



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

表15 第三季度各评级机构出具主体级别情况（期）

机构	联合资信	中诚信	大公	新世纪	合计
AAA	4	12	1	1	18
AA+	5	6	1		12
AA	3	6	6	1	16
AA-	3	9	3		15
A+	5	1	7		13
A	1				1
合计	21	34	18	2	75

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

2、信用等级认可度检验

通过第三季度所发短券利差I、利差II全样本数据，对中诚信、联合资信、大公三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 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	样本比例	均值	标准差	样本比例
A	联合	1	2.5970	--	1.3%	2.5964	--	1.3%
	Total	1	2.5970	--	1.3%	2.5964	--	1.3%
A+	联合	5	1.9957	0.1096	6.7%	1.7617	0.1959	6.7%
	中诚信	1	1.0962	--	1.3%	0.8622	--	1.3%
	大公	7	2.0658	0.1857	9.3%	1.8434	0.2366	9.3%
	Total	13	1.9643	0.3008	17.3%	1.7365	0.3340	17.3%
AA-	联合	3	0.9211	0.1566	4.0%	0.7722	0.1298	4.0%
	中诚信	9	0.9235	0.2254	12.0%	0.7332	0.2938	12.0%
	新世纪	3	1.1712	0.2667	4.0%	1.0900	0.3400	4.0%
	Total	15	0.9726	0.2308	20.0%	0.8124	0.2986	20.0%

AA	联合	3	0.4558	0.0671	4.0%	0.3331	0.0626	4.0%
	中诚信	6	0.4506	0.0600	8.0%	0.2989	0.1186	8.0%
	大公	6	0.4933	0.0008	8.0%	0.3955	0.0303	8.0%
	新世纪	1	0.4942	--	1.3%	0.3937	--	1.3%
	Total	16	0.4703	0.0474	21.3%	0.3475	0.0870	21.3%
AA+	联合	5	0.3233	0.1735	6.7%	0.1964	0.2797	6.7%
	中诚信	6	0.2253	0.1403	8.0%	0.1222	0.1662	8.0%
	大公	1	0.3242	--	1.3%	0.2694	--	1.3%
	Total	12	0.2744	0.1501	16.0%	0.1654	0.2084	16.0%
AAA	联合	4	0.1045	0.0226	5.3%	0.0122	0.0368	5.3%
	中诚信	12	0.0708	0.0710	16.0%	-0.0056	0.1158	16.0%
	大公	1	-0.1048	--	1.3%	-0.2680	--	1.3%
	新世纪	1	0.1215	--	1.3%	0.0587	--	1.3%
	Total	18	0.0713	0.0747	24.0%	-0.0126	0.1150	24.0%

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：双评级各级别下各计一期，放入样本检验。

从表 16 的利差检验结果来看，对于各评级机构的评级结果认可度存在较大差异，从发行市场来看，在 A+、AA-主体信用级别上，联合资信利差 I 的均值和方差均最小，投资者对联合资信出具的以上两类信用级别认可度最高；在 AA 级别上，中诚信利差 I 的均值最小，但波动范围较大（标准差大），投资者对于中诚信出具的该级别的认可度存在一定差异；在 AA+级别上，中诚信利差 I 的均值和方差均最小，投资者对中诚信出具的该级别认可度最高；在 AAA 级别上，中诚信利差 I 的均值最小，但波动范围较大（标准差大），同样的，投资者对于中诚信出具的该级别的认可度存在一定差异。从交易市场来看，投资者对于各评级机构的认可度与发行市场基本一致。综合看，在 A+和 AA-信用等级上，投资者对于联合资信认可度最高（均值最小，标准差最小），其样本量合计为 8 个；在 AA+信用等级上，投资者对中诚信认可度最高，其样本量合计 6 个；在其他信用等级上，投资者认可度存在一定的差异。整体而言，无论在发行市场还是交易市场，投资者对联合资信评级的认可度最高。

六、 总结

2008 年第三季度，中国国内金融系统流动性过剩压力持续增加，存在较大的资金释放压力，次贷危机的蔓延加剧了国际投资环境的不确定性，多重因素的影响，进一步拉动了国内短期债券品种的投资需求，加之贷款降息效应的初步显现，短券市场利率进一步走低。此外，短券市场发行机制的理顺以及中期票据的暂停，短融发行规模较上一季度显著增加，为历史同期及 2008 年迄今发行规模最大季度。

定价方面，一、二级交易利差均值随着主体信用等级提升逐步减少，AA 及以上信用等级发行主体其短券的一、二级交易利差空间相对较小，二级市场对高信用等级发行定价的反应相对稳定，而 AA-及以下信用等级发行主体的短券定价水平仍有待提高。

2008 年三季度短券的发行主体仍以国有企业为主，2008 年第二季度中下旬中期票据暂停发行后，高信用等级的国有大中型企业重归短券市场，信用级别呈现“倒锥型”的分布态势。通过回

归分析和显著性检验，AA+与AA、AAA与AA+未通过显著性检验，主要是贷款基准利率下调带来的这几组短券利率调整，扩大同一信用等级的利率范围，促使等级间利率交集的形成。其他主体信用等级与短券利差之间的反向关系具有统计显著性，即不同信用等级主体所发行的短券利差存在明显差异，利差 I 和利差 II 随着主体信用等级的下降呈现加速增长态势。主体信用等级已经成为短券利差的重要影响因素。2008 年三季度短券的期限结构和发债额度并未对利差产生显著影响。

2008 年第三季度，联合资信短券评级业务市场份额继续保持领先地位。从评级质量看，经过显著性检验，市场对于不同评级机构发布的主体级别表现了不同的认知度，利差均值和标准差均有差异，在第三季度发行的短券中，联合资信发布的主体信用级别在一、二级市场认可度高。