

2009 年第一季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号：20090405

时间：2009 年 4 月 5 日

分析师：

李慧鹏

010-85679696-8881

lihuipeng@lianheratings.com.cn

刘小平

010-85679696-8830

liuxp@lianheratings.com.cn

孙 炜

010-85679696-8870

sunwei@lianheratings.com.cn

黄 静

010-85679696-8875

huangjing@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

2009 年第一季度中国实体经济复苏迹象尚不明显，但一系列的经济刺激政策正在逐渐发挥作用，快速增长的货币供应和信贷规模使得债券市场的资金量非常充裕。受此影响，本季度短券、中期票据等信用产品利率均出现明显下滑，债券市场整体利率水平处于低位。

2009 年一季度短券发行规模、主体家数和发行期数均有所回落，主体信用等级分布范围进一步上移。在资金面充裕的背景下，2009 年一季度短券发行利率延续了 2008 年第四季度整体下降势头，短券发行利率曲线明显下移，成本优势显著。

2009 年一季度短券平均发行利率、发行及交易利差均与发行主体级别整体反向相关性较高，但投资者对发行主体信用等级产生的信用利差空间敏感性有所减弱，各等级主体所发行短期融资券发行利差和首日交易利差均未呈现出明显的差异化，相邻信用等级主体利差的显著性水平均未能通过显著性检验。这其中既有资金环境的影响，也有由于对经济预期改变产生的市场对前期信用级差拉大的自我修正。

预计未来随着信贷投放增速的回落，债券市场投资将更加理性，不同信用等级主体所发的短券利差水平仍将逐渐恢复明显的差异化。

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 季 度**：2009年1月1日~2009年3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

本季度，中国实体经济尚未呈现明显的复苏迹象，但连续出台的一系列经济刺激政策正在逐渐发挥作用，快速增长的货币供应和信贷规模使得债券市场的资金量非常充裕，企业债券发行规模进一步扩大，发行利率明显下降。

基本面——实体经济依然低迷，利率仍有下行空间

本季度中国实体经济尚未出现明显的复苏迹象，根据国家统计局、海关总署公布的统计数据，2009年1~2月中国规模以上工业增加值同比增长3.8%，创1997年亚洲金融危机以来新低；同期内中国规模以上工业企业（年主营业务收入500万元以上的企业）实现利润2191亿元，同比下降37.3%。消费方面，1月、2月CPI同比增长分别为1%和-1.6%，自2008年5月以来连续第10个月下滑，这也是自2002年12月以来首次出现同比下降；对外贸易方面，2月当月进出口顺差缩减至48.5亿美元，同比下降43.3%，环比下降87.6%。

总体看，中国政府2008年下半年开始实施的一系列财政和货币政策对实体经济的刺激效应尚不明显，主要经济数据均未明显回升。本季度内，在名义利率保持稳定的情况下，伴随着PPI、CPI指标的逐渐下行，实际利率（名义利率-CPI）不降反升，这也将对推动投资构成一定的阻力，从这一角度看，未来若CPI仍未反弹，利率将有进一步的下行空间，央行未来是否会调整利率尚需根据经济运行效果确定。从实际效果看，尽管本季度信贷大规模集中投放的刺激效应尚未发挥显著作用，但实体经济及资本市场对未来经济的预期已有所转变，伴随一系列的经济刺激政策出台，市场对未来经济预期逐渐乐观。

政策面——经济刺激方案接连出台，货币政策显著放宽

宏观政策方面，为推动国民经济尽快走出低谷，2009年中国政府继续加大对经济的刺激力度。本季度内，国务院进一步细化了“4万亿投资计划”具体实施方案，计划于2年内投资4万亿元，用于：灾后重建、基础设施、经济结构调整、节能减排、社会事业、农村建设、住房保障等领域。在此基础上，国家发改委、工业及信息化等部门先后制定了钢铁、汽车、船舶、纺织、石化、物流、轻工、电子信息、有色金属、装备制造等十大产业振兴规划，力促这些国民经济支柱行业的尽快复苏。货币政策方面，根据国务院“出手要快，出拳要重”的指导思想，本季度内央行大力增加货币供给，同时减少央票的发行规模、缩短发行期限（1年期央票已暂停发行），减少货币回笼，由此导致货币供应量和信贷投放规模出现大幅增长，根据央行公布的数据，1月、2月新增信贷规模分别达到了1.62万亿元和1.07万亿元，人民币贷款同比增速分别达到了21.33%和24.17%。

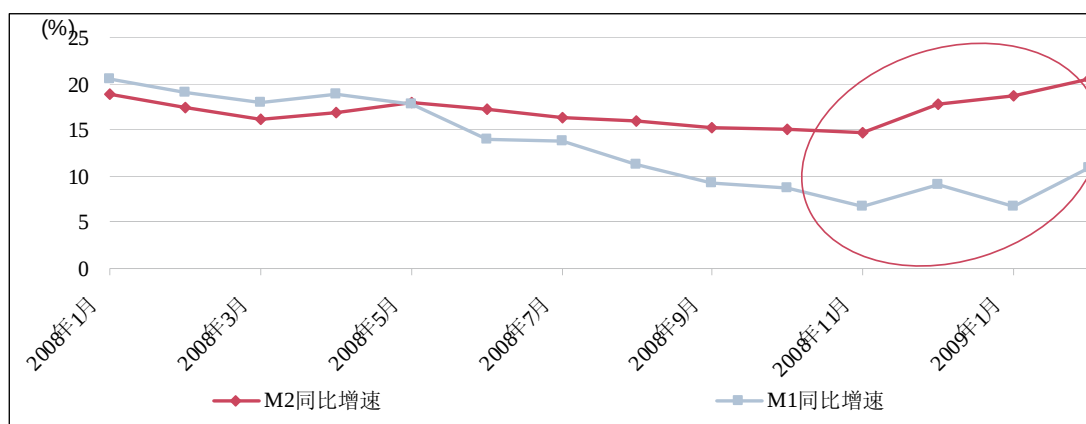
债券市场方面，1月19日，证监会和银监会联合发布《关于开展上市商业银行在证券交易所参与债券交易试点有关问题的通知》，试点期间，商业银行可以在证券交易所固定收益平台，从事国债、企业债、公司债等债券品种的现券交易，以及经相关监管部门批准的其他品种交易。已经在证券交易所上市的商业银行，经中国银行业监督管理委员会核准后，可以向证券交易所申请从事债券交易。这是自1997年国债违规回购风波以来，商业银行首次重返交易所债券市场。此举有助于改变交易所债券市场投资机构的单一性，提高市场的活跃度和交易量，也为银行体系内充裕的资金丰富了投资渠道。

资金面——货币供应显著回升，新增信贷规模迅速增长，市场流动性更加充裕

本季度，在央行宽松货币政策的影响下，1月、2月广义货币供应量（M2）同比分别增长18.74%和20.48%；狭义货币供应量（M1）同比分别增长6.68%和10.87%，货币供应增长速度较2008年底显著回升。

实体经济方面，自2008年11月以来，中国新增信贷规模已经历了连续四个月的快速增长，2008年12月、2009年1月、2月新增信贷规模分别达到了0.76万亿元、1.62万亿元和1.07万亿元；同期人民币贷款同比增速分别达到了15.94%、21.33%和24.17%，其中1~2月的新增信贷规模已超过全年计划（5万亿元）的半数以上，而根据央行掌握的信息，3月份前20天贷款增长势头依然迅猛，信贷投放仍保持较快的增长速度。

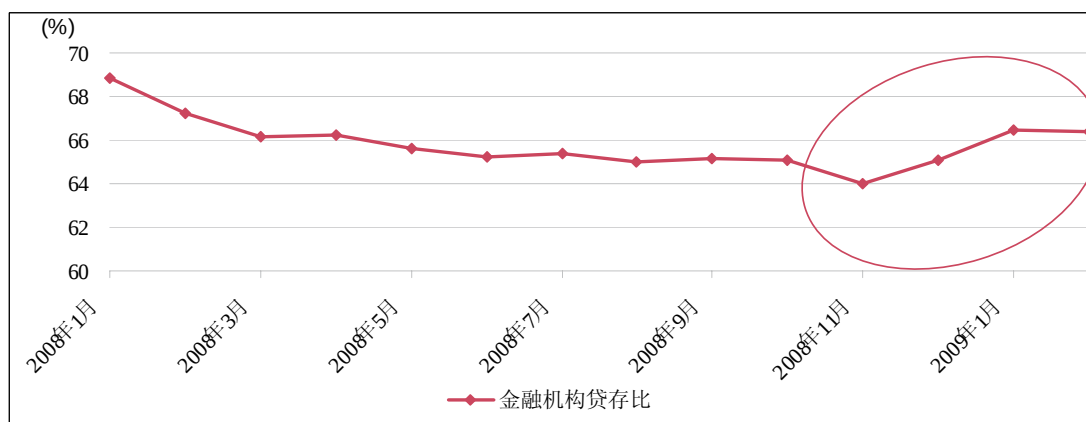
图1 2008年~2009年2月M1、M2同比增速变动情况



资料来源：央行网站

迅速增长的新增信贷显著地疏解了金融系统的流动性压力，自2008年11月以来，在人民币存款持续增长的情况下，金融机构贷存比显著回升，至2009年2月底，该项指标为66.38%，较2008年11月底上升了2.41个百分点。考虑到国务院制定的全年新增5万亿信贷资金的总体规划，预计自二季度起信贷投放增速将有所回落。

图2 2008年~2009年2月金融机构贷存比率变动情况



资料来源：央行网站

债券市场——央票国债发行规模锐减，企业债券市场快速成长，“三足鼎立”局面形成

本季度内，中国债券市场稳步发展，但结构性调整较大。主要表现在：（1）国债、央票等无风险债券发行规模显著减少，其中，记帐式国债发行3期共计749亿元，同比下降34.82%；央票发行10期，共计4800亿元，同比下降72.99%，期限结构全部为3个月；（2）地方政府债获批开闸，经国务院批准，总规模2000亿元的地方政府债券由财政部通过现行国债发行渠道代理发行，本季度内，金额30亿元的“2009年新疆维吾尔自治区政府债券（一期）”作为首期地方政府债券已顺利发行，安徽、四川、河南等地地方政府债券也将随后发行；（3）中期票据发行规模继续高速增长，本季度内共发行34期合计1656亿元，超过了短期融资券和企业债的发行规模，目前企业债券市场已经形成了短券、企业债和中期票据“三足鼎立”的局面。

从企业债券发行人特点来看，三大品种均已形成了自身的差异化定位，其中，中期票据主要由AA⁺至AAA企业发行，发行规模较大，风险较低，以信用债为主，期限宽松，对其他债券品种的替代效应明显，其发行规模已超过同期的短券及企业债券发行规模；企业债发行主体向从事基础设施建设投资的企业集中，该类企业公益性较强，盈利能力偏弱，但能获得政府在城市资源和财政上的支持，同时以财政支持资金作为增信保障；短券的发行主体性质与中期票据差异不大，但由于中期票据对于高信用等级企业的分流，目前短期融资券的发行主体主要向AA-至AA信用等级企业倾斜，市场规模较去年同期有所萎缩。

表1 本季度主要债券产品发行情况

债券品种	本季度发行期数	本季度发行规模（亿元）	2008年一季度发行规模（亿元）	发行规模同比变化
国债	3	749	1149.10	-34.82%
央票	10	4800	17770	-72.99%
商业银行金融债	4	490	77	536.36%
短期融资券	56	965	1109.90	-13.06%
企业债	43	552	219.90	151.02%
中期票据	34	1656	--	--

资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

从债券市场利率表现看，由于货币供应量和信贷投放规模的迅速增长导致本季度债券市场资金量非常充裕，主要债券产品利率持续回落，其中部分优质短券和中期票据的发行利率显著低于同期存款基准利率。

总体看，尽管本季度实体经济复苏迹象尚不明显，但一系列的经济刺激政策正在逐渐发挥作用，快速增长的货币供应和信贷规模使得债券市场的资金量非常充裕。受此影响，本季度短券、中期票据等信用产品利率均出现明显下滑，债券市场整体利率水平处于低位。

二、 短券发行市场情况

短券发行规模同比有所回落，主体信用等级分布范围进一步收窄

从2005年5月至2009年3月底，银行间市场共有413家企业累计发行短券908期，实际发行规模12956.1亿元，发行情况见表2。截至2009年3月底，短券市场存量4100亿元。

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 一季度
		全年	一季度	全年	一季度	全年	一季度	
发行规模(亿元)	1424	2912.5	627.7	3356.1	604.9	4298.5	1109.9	965
发行期数(期)	79	241	56	264	59	268	84	56
发行家数(家)	61	185	53	216	56	214	76	51
平均单笔发行规模(亿元)	18.03	12.09	11.21	12.71	10.25	16.04	13.21	17.23

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度共有 51 家企业累计发行短券 56 期（纯信用债 55 期，有担保债 1 期），合计发行 965 亿元。与 2008 年同期相比，本季度短券发行规模、主体家数和发行期数均有所回落，但由于铁道部在本季度分两期合计发行了 300 亿元短券，当期单笔发行规模显著放大。

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 52 期，占 92.86%；发行期限在 1 年以下的 4 期，占 7.14%。从发行方式来看，采用贴现方式发行的 1 期，占 1.79%；采用单利（固定利率）发行的 55 期，占 98.21%。

从表 3 可知，本季度主体信用等级分布范围进一步收窄，短券发行主体逐步向高信用等级集中。本季度 51 家企业累计发行的 56 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 51 期，占总发行期数的 91.07%；主体信用等级在 A+级以下（含 A+）的企业共发行短券 5 期，占总发行期数的 8.93%。与前两年相比，短券发行主体信用等级分布范围进一步“上移”，分界线由前两年的 A+上升至 AA-。造成本季度发行主体信用等级分布变化的主要原因包括：①在经济增速放缓的形势下，投资者更青睐于安全性较高的债券，对 A+及以下主体所发短券产品采取回避态度，因而导致 A+级主体短券发行困难；②对于发行主体而言，A+及以下信用等级的短券综合发行成本接近甚至高于同期贷款成本，致使企业发行意愿降低；③部分评级机构将同一发行人主体信用等级从 A+上调至 AA-或以上等级。比如：本季度，新世纪将中国葛洲坝集团股份有限公司的主体等级由 A+上调至 AA+；大公将日照港(集团)有限公司的主体信用等级由 A+上调至 AA-。

表3 主体信用等级分布变化情况

主体级别	2007年		2008年		2009年一季度	
	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)	发行期数 (期)	发行期数占比 (%)
AAA	34	12.88	45	16.79	7	12.50
AAA-	1	0.38	1	0.37	--	--
AA+	40	15.15	43	16.04	13	23.21
AA	45	17.05	59	22.01	14	25.00
AA-	58	21.97	68	25.37	17	30.36
AA-及以上合计	178	67.42	216	80.60	51	91.07
A+	62	23.48	41	15.30	5	8.93
A	21	7.95	6	2.24	--	--
A-	3	1.14	3	1.12	--	--
BBB+	--	--	2	0.75	--	--
AA-以下合计	86	32.58	52	19.40	5	8.93
合计	264	100	268	100	56	100

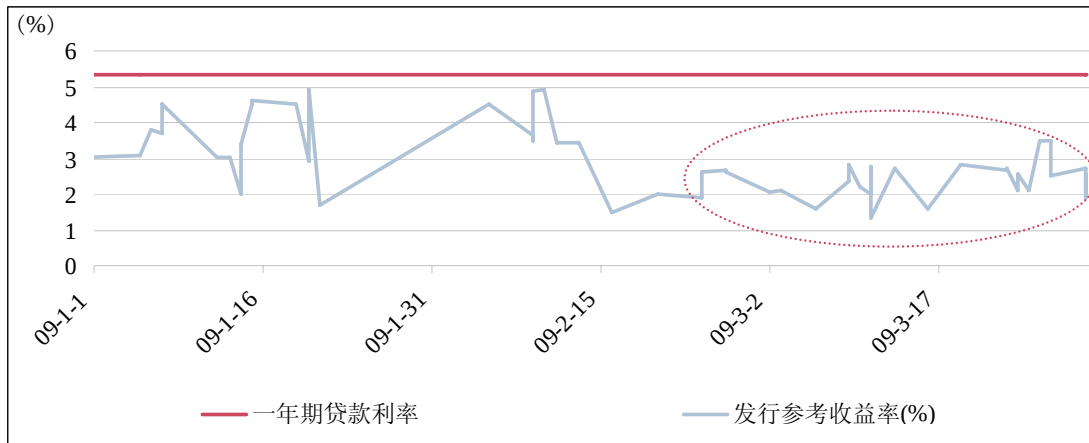
数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注，双评级统计采取就低原则，2007 年双评级一期，为 07 辽通 CP01，归纳在 A 等级范围；2008 年四期分别包括 08 同盛 CP01、08 首钢 CP02、08 中普天 CP01 和 08 湘有色 CP01。分别归纳在 AA+、AA+、A+和 AA-等级范围。

发行利率曲线明显下移，AA-及以上主体信用等级之间的信用点差大幅缩小

在适度宽松的货币政策背景下，本季度短券发行利率延续了 2008 年第四季度整体下降势头。本季度短券发行利率整体波动区间在 1.35~4.90% 范围内，特别是从 2009 年 3 月份开始，短券发行利率曲线明显下移，短券发行成本优势显著，详见图 3。

图 3 短券发行利率与贷款基准利率对比



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

与 2008 年第四季度相比，本季度 A+ 至 AA+ 主体所发短券利率降幅均高于 AAA 主体所发短券利率降幅，使得当期 A+ 至 AA+ 主体较 AAA 主体所发短券的信用点差大幅缩小（详见表 4）。其中，AAA 的平均发行利率由 2008 年第四季度的 3.15% 下降到 2009 年第一季度的 1.72%，降幅为 143BP；AA+ 的平均发行利率由 4.25% 下降到 2.54%，下降 171 BP；AA 平均发行利率由 4.51% 下降到 2.92%，下降 159 BP；AA- 平均发行利率由 5.14% 下降到 3.44%，下降 170 BP；A+ 平均发行利率由 6.09% 下降到 4.34%，下降 175 BP。可见，由于 AAA 级短券因 2008 年第四季度下降幅度过大导致收益率下降空间收窄，加之本季度宏观调控政策已初见成效，经济增速过快下滑的局面基本得到遏制，投资者对未来经济预期逐渐乐观，对中低信用等级主体所发短券的风险容忍度提升，对高收益短券的投资兴趣也有所提升。

表 4 各主体级别短券发行利率均值及信用点差变动情况

项 目	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
2008 年第四季度发行利率(%)	3.15	4.25	4.51	5.14	6.09	6.99
2008 年第四季度其他信用等级与 AAA 级信用点差 (BP)	--	110	136	199	294	384
项 目	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A
2009 年第一季度发行利率(%)	1.72	2.54	2.92	3.44	4.34	--
2009 年第一季度其他信用等级与 AAA 级信用点差 (BP)	--	82	120	172	262	--

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

发行主体性质仍以国企为主，其他所有制性质企业占比萎缩

2009 年一季度短券发行主体共计 51 家，按照所有制性质划分，国有企业 50 家，占 98.04%，其占比较 2008 年全年提高 10.19 个百分点；民营企业合计 1 家，占 1.96%。2009 年一季度非国有

企业占比的下降，反映了投资者在经济形势增速放缓的形势下，对非国有企业所发短券投资意愿的降低。

发行主体地区集中程度较高，北京市、山东省、上海市地区发债企业踊跃

从发行主体地区分布来看，2009年一季度发行主体合计 51 家，华东和华北两地区发债主体合计 38 家，占同期发债主体总家数的 74.51%；西北、华南、东北地区发债企业相对较少，分别各为 1 家，三地方发行家数合计占同期发债主体总家数的 5.88%。

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，各地区发行主体集中度较高，均高于 50%。华北和华东两大重点发行地区主要集中在北京市、山东省和上海市，其中北京市发行家数达到 16 家，占到本季度发行总家数的 31.37%。各地区重点发债省、直辖市详见表 5。

2009 年度一季度未参与短券发行的省份和地区较多，包括，山西省、江西省、安徽省、重庆市、西藏自治区、湖南省、广东省、海南省、陕西省、青海省、宁夏回族自治区、新疆维吾尔自治区、吉林省、黑龙江省。

表 5 2009 年一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	23	北京市	16	69.57
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	15	山东省和上海市	10	66.67
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	5	四川省/云南省	4	80.00
华中	河南省、湖北省、湖南省	5	河南省	3	60.00
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	1	广西壮族自治区	1	100.00
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	1	甘肃省	1	100.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	1	辽宁省	1	100.00

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

大额度债券承销规模较大，国有大型股份制银行短券发行市场的地位优势显著

2009 年一季度参与短券发行的主承销商共计 20 家，其中包括 1 家证券机构。按承销规模统计，建设银行承销规模最大，总承销额度达 262 亿元；建设银行、工商银行、光大银行、招商银行、华夏银行、北京银行、交通银行、浦发银行、中国银行、兴业银行和上海银行分别位列 2~10 位（其中交通银行和北京银行并列第六位；兴业银行和上海银行并列第十位），构成了本季度承销的第一梯队，承销规模分别为 190 亿元、113 亿元、104 亿元、44 亿元、41 亿元、41 亿元、38 亿元、32 亿元、20 亿元和 20 亿元，其余银行承销额度不足 15 亿元，其中中信银行和中信证券承销额度最小，均为 3 亿元。

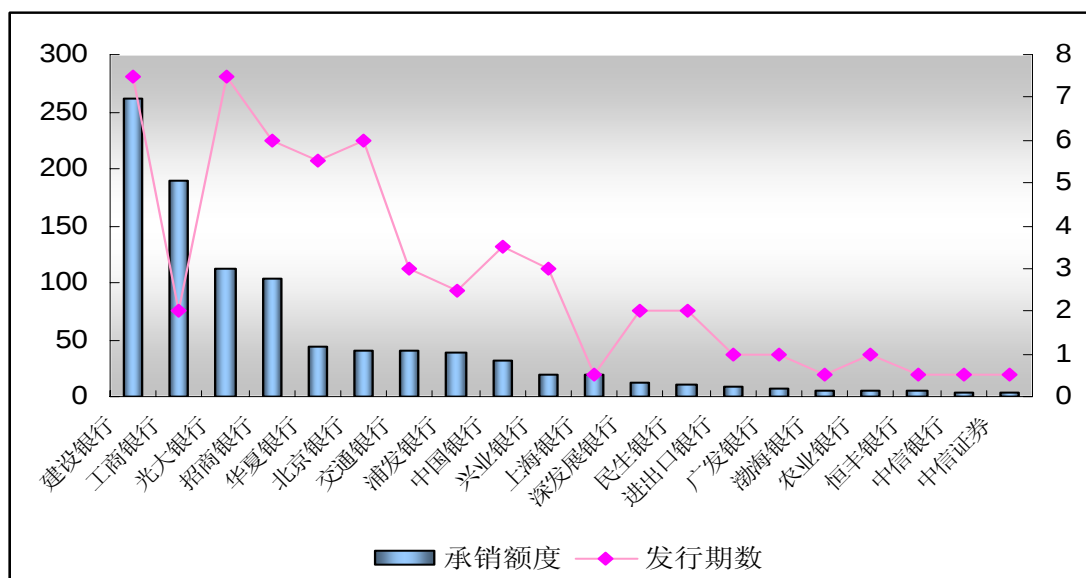
本季度发行额度超过 50 亿元（含 50 亿元）的债券共 4 期，分别为：200 亿元“09 铁道 CP01”，100 亿元的“09 铁道 CP02”，50 亿元的“09 中粮 CP01”，50 亿元的“09 华能 CP01”，合计发行额度达 400 亿元，占 2009 年一季度发行总额度的 41.45%，以上 4 期债券中的三期为联合主承，其中工商银行和建设银行参与较多，均各为 3 期，显著地提升了该两家主承销商的承销规模。

按照承销期数统计，建设银行和光大银行均为 7.5 期，位居首位；招商银行和北京银行均为 6 期、华夏银行 5.5 期，中国银行 3.5 期，交通银行和兴业银行均为 3 期，浦发银行 2.5 期，位列 3~8 位；其余各家银行承销均在 2 期（含 2 期）以下，其中，上海银行、渤海银行、恒丰银行、中信

银行和中信证券均为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，本季度中、农、工、建、交等国有大型股份制银行凭借着自身良好的客户资源占据了发行规模的主导地位，本季度中、农、工、建、交等国有大型股份制银行合计发行额度 492 亿元，占本季度发行总额度的 50.98%，国有大型股份制银行在短券市场的地位优势显著。

图 4 本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

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7。从检验结果来看，本季度发行的56期短券中，样本量较大的AA-、AA、AA+信用等级主体所发短券发行利率、首日交易利率与Shibor利率均显著相关，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	显著性检验 Sig.
AA-	发行利率	Enter	.902	.000
	发行日 shibor 利率			
AA	交易利率		.874	.000
	交易日 shibor 利率			
AA+	发行利率		.694	.000
	发行日 shibor 利率			
AA+	交易利率		.488	.000
	交易日 shibor 利率			
AA+	发行利率		.836	.000
	发行日 shibor 利率			
AA+	交易利率		.869	.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

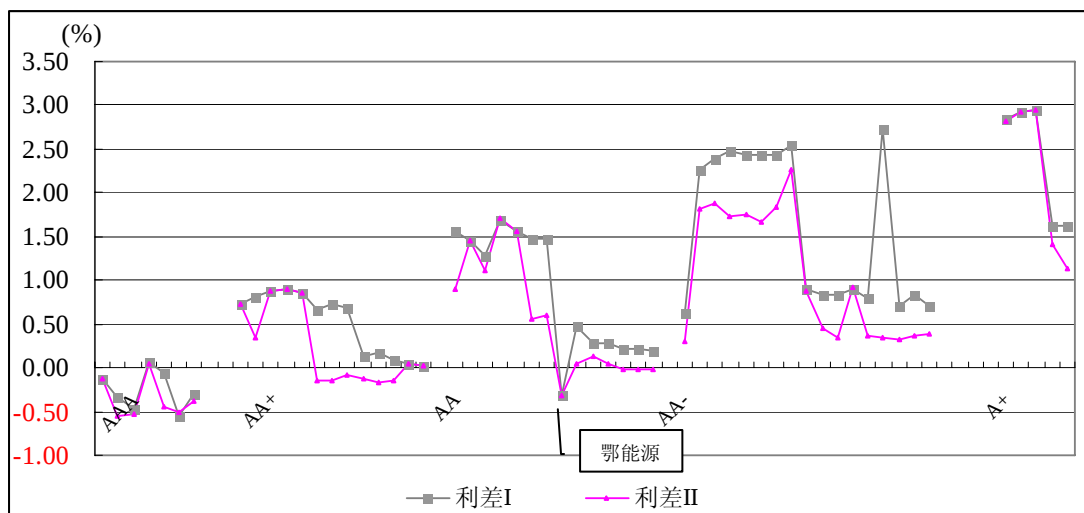
意见》中将短券的最高等级定为“A-1”，同时在原《短券管理办法》中规定只有 A-1 级别的短券才能发行，这在一定程度上导致发行企业的短券全部集中在最高等级上，从而使债项评级失去了应有的风险揭示和定价作用，而发行主体信用等级成为短券发行和交易定价的重要参考依据。因此在利差分析中，主要是针对主体信用等级与利差之间的关系进行分析和检验。

(1) 主体信用等级与利差

发行利差大幅下降，各信用等级主体级差分化有所收窄

表 8 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。由于本季度基准利率持续维持在较低水平，以及债券市场中充足的资金供给，导致短券发行利率较 2008 年显著下滑（如表 4 和表 7 所示），其中 AAA 级主体所发短券利率区间为 1.35%~2.01%，显著低于 1 年期存款利率（2.25%），在经济增速放缓，国债、央票发行规模减少，以及债券市场短期内资金充裕的多重背景下，资金对安全性更高的主体所发短券追捧力度更大，市场过度的资金配置造成短券的非理性定价。

图 5 本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，wind 资讯，联合资信整理

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各信用等级主体级差收窄，AAA 与 AA+、AA+与 AA、AA 与 AA-的级差水平平均较 2008 年第四季度有所收窄，在经济增速放缓的背景下，投资者对安全性较高的短券更加青睐。③短券发行主体信用等级呈“上移”态势，本季度发行的 56 期短券中，主体信用级别在 A+以下的仅有 5 期，其余 51 期均为 AA-以上，相比于 2008 年，受贷款利率下调、投资者偏好和主承销商业务重心转移等多重因素影响，A+以下发行主体发行难度更大。

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，短券利差与主体级别整体相关性较高，但在债券市场资金较为充裕的情况下，利差对发行主体信用等级的敏感性有所减弱。

表7 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)	方差	均值 (BP)	级差 (BP)	方差
AAA	1.35~2.01	1.72	-25	--	0.22	-36	--	0.23
AAA-	--	--	--	--	--	--	--	--
AA+	1.90~3.10	2.54	52	77	0.36	23	59	0.45
AA	2.08~3.79	2.92	94	42	0.64	49	26	0.73
AA-	2.50~4.60	3.44	158	64	0.87	103	54	0.73
A+	3.50~4.90	4.34	239	81	0.71	225	122	0.90
A	--	--	--	--	--	--	--	--
A-	--	--	--	--	--	--	--	--

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：①湖北省能源集团有限公司发行的“09 鄂能源 CP01”由中国建设银行湖北省分行和中国建设银行分行进行担保，短券利率无法真实反应发行主体信用状况，故并未计入该表；②“09 中普天 CP01”由联合资信和中诚信双评级，级别均为 AA-，计为一期。

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 9 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 9 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。

表 8 方差分析法对信用等级——利差显著性检验的结果

变量 (1)	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 (1-J)	显著性 (Sig.)	均值差异 (1-J)	显著性 (Sig.)
A+	AA-	0.81739	<u>0.223</u>	1.25324*	0.011
	AA	1.54752*	0.002	1.81883*	0.000
	AA+	1.87726*	0.000	2.01728*	0.000
	AAA	2.64488*	0.000	2.60475*	0.000
AA-	A+	-0.81739	<u>0.223</u>	-1.25324*	0.011
	AA	0.73013	<u>0.067</u>	0.56559	<u>0.219</u>
	AA+	1.05987*	0.003	0.76404*	0.404
	AAA	1.82749*	0.000	1.35151*	0.001
AA	A+	-1.54752*	0.002	-1.81883*	0.000
	AA-	-0.73013	<u>0.067</u>	-0.56559	<u>0.219</u>
	AA+	0.32974	<u>0.794</u>	0.19845	<u>0.959</u>
	AAA	1.09736*	0.020	0.78593	<u>0.163</u>
AA+	A+	-1.87726*	0.000	-2.01728*	0.000
	AA-	-1.05987*	0.003	-0.76404*	0.046
	AA	-0.32974	<u>0.794</u>	-0.19845	0.959
	AAA	0.76762	<u>0.206</u>	0.58748	0.455
AAA	A+	-2.64488*	0.000	-2.60475*	0.000
	AA-	-1.82749*	0.000	-1.35151*	0.001
	AA	-1.09736*	0.020	-0.78593	0.163
	AA+	-0.76762	<u>0.206</u>	-0.58748	0.455

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：1、为保证统计分析的准确性，湖北省能源集团有限公司发行的短券在样本空间中剔除

从结果可见，本季度各级别主体所发行短期融资券利差 I 均未呈现出明显的差异化，相邻信用等级主体利差的显著性水平均未能通过检验；利差 II 的检验也未出现显著差异，除 A+ 与其它信用等级主体利差 II 通过检验外，其余信用等级均无法通过检验。造成这一结果的原因主要有以下几点：①由于本季度短融市场资金面十分宽松，造成投资者对主体信用等级的敏感度弱化，对于部分主体信用等级上调或偏高的短券，投资者也表现了高度的认同。②2 月份以来，伴随着“两会”的召开，四万亿元投资计划的进一步落实，以及其它经济刺激政策的连续出台，市场对未来经济增长预期更趋乐观，导致信用等级较低的发行主体所发短券风险溢价有所回落，而高信用等级主体所发短券利差下行空间较为有限，从而导致相邻信用等级主体所发短券级差收窄。

总体看，通过对各信用等级发行主体所发短券利差 I、利差 II 的均值比较和显著性检验，联合资信认为，在债券市场资金较为充裕的情况下，利差对发行主体信用等级的敏感性有所减弱；随着二季度信贷投放速度的放缓，预计目前短券市场的低利差环境也将而出现一定调整。

（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。

利差在企业规模上呈现一定的结构性差异

从表 9 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 9 本季度发行主体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
500 亿元及以上	13	2.21	21	0.67	0	0.60
100~500 亿元	31	3.12	113	0.96	74	0.97
50~100 亿元	8	3.20	149	0.86	98	0.84
低于 50 亿元	4	3.40	146	0.90	110	0.80

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

从本季度发行主体行业分布情况看（见表 10），电力、煤气和水供应业、交通运输业、制造业、社会服务业主体发行利率均处于较低的利率水平，利差均值相对较低；而钢铁、采掘行业发债企业，由于行业景气程度较 2008 年显著下滑，发行主体利率和利差均值处于相对高位。

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（BP）		利差 II（BP）	
			均值	方差	均值	方差
电力、煤气和水供应业	10	2.84	86	1.03	46	0.86
钢铁	4	3.01	96	0.68	75	0.60
采掘业	7	3.01	106	0.81	53	0.85
交通运输业	11	2.78	77	1.09	48	0.89

社会服务业	3	2.43	51	0.95	41	1.01
综合类	4	3.00	108	1.01	75	1.11
信息技术业	1	2.50	62		31	
制造业	4	2.97	125	1.01	45	0.71
文化传播业	--	--	--	--	--	--
建筑和房地产业	7	3.11	114	0.91	91	1.00
批发和零售贸易业	3	3.06	107	1.62	87	1.75
农林牧渔业	1	4.88	293		293	

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

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52期，占92.86%；发行期限在1年以下的4期，占7.14%，由于本季度1年期以下短券发行期数较少，样本空间小，其对利差影响表现并不明显。

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）	方差	均值（BP）	方差
一年期以下	4	3.62	154	1.42	89	1.77
一年期	52	2.89	95	0.94	61	0.85

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14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，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

主体规模	发行期数（期）	平均发行利率（%）	利差 I（BP）		利差 II（BP）	
			均值	方差	均值	方差
50 亿元及以上	2	1.42	-50	0.07	-53	0.01
10~50 亿元	23	2.26	46	0.52	25	0.59
低于 10 亿元	31	3.39	148	0.96	99	0.99

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13），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，这表明一级市场定价市场化程度较高。

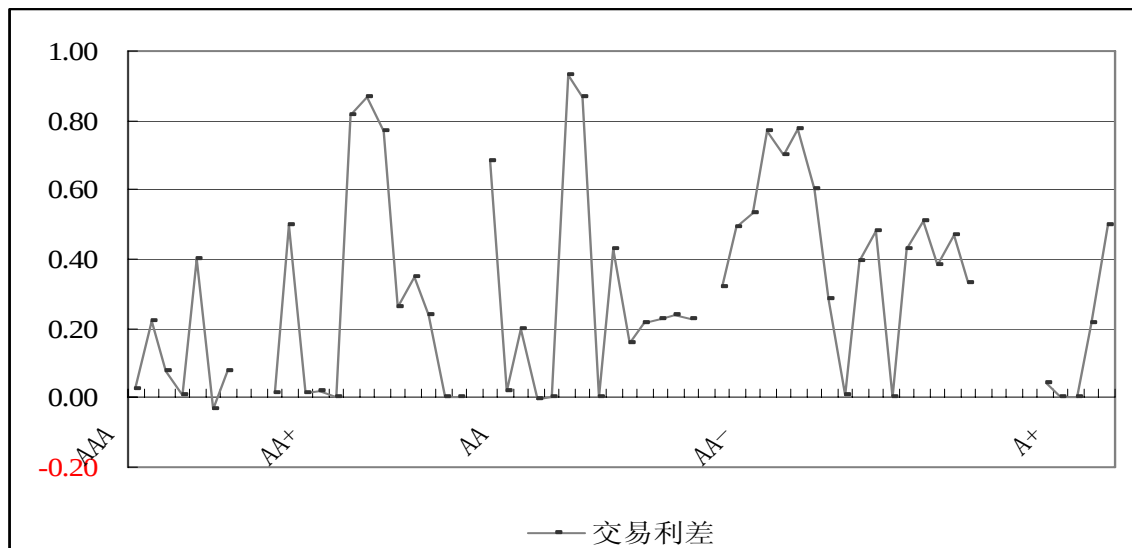
表 13 本季度短券一、二级市场定价相关性检验结果

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 首日交易利率	enter	.933 ^a	.871	.869	.000
利差 I 利差 II		.888	.789	.785	.000

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 9），本季度除信用等级为 AAA 主体所发行的短券外，其余主体所发短券一、二级市场套利空间均出现较大波动，其中，AA+、AA 主体发行短券套利空间均为 1~90BP，AA-为 0~80 BP，基本保持在 0 以上。由此可见，尽管市场内资金量较为充裕，但主承销商的承销能力和投资者的议价能力还是体现了比较明显的差异。

图 6 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



数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

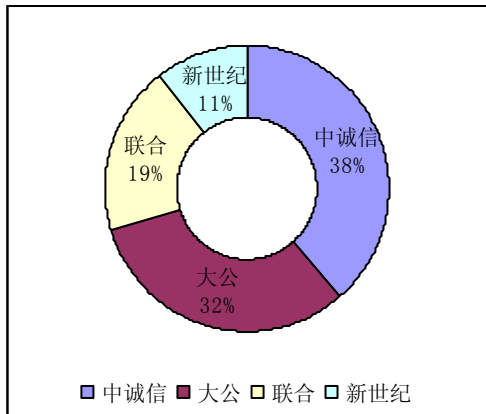
五、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

本季度 4 家评级机构共出具 57 期短券评级报告，其中 1 期（09 中普天 CP01）为双评级。从市场份额来看（见图 7），中诚信在中国短券评级业务市场位居首位，本季度市场占有率达到 38%。

从 4 家评级机构本季度的客户质量来看（见表 14），本季度各家评级公司评级发行主体客户质量较高，主体评级 AA-以下发行期数仅为 5 期，且均为主体等级 A+，为中诚信和大公所评客户。

图7 本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
注：09中普天CP01采用双评级，算两期

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	1	2	3	1	7
AA+	2	5	2	4	13
AA	4	4	5	1	14
AA-	4	8	6		18
A+		3	2		5
合计	11	22	18	6	57

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理
注：09中普天CP01采用双评级，算两期。

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 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+	大公	2	2.2762	0.9250	2.1696	1.0783
	中诚信	3	2.4721	0.7394	2.2992	1.0214
AA-	联合	4	1.6071	0.9900	1.3300	0.8959
	中诚信	8	<u>1.1724</u>	<u>0.7799</u>	<u>0.7179</u>	<u>0.6671</u>
	大公	6	1.9357	0.8552	1.1385	0.6890
AA	联合	4	<u>0.7756</u>	0.9567	0.7268	1.0042
	中诚信	4	0.8003	0.6789	<u>-0.0292</u>	0.4861
	大公	5	0.7986	<u>0.6649</u>	0.3312	<u>0.4062</u>
	新世纪	1	1.5502	--	1.5525	--
AA+	联合	2	0.7025	<u>0.0283</u>	<u>-0.1125</u>	<u>0.0423</u>
	中诚信	5	<u>0.4720</u>	0.4058	0.3126	0.4670
	大公	2	0.4751	0.4923	0.1094	0.3407
	新世纪	4	0.4997	0.4243	1.5525	0.5958
AAA	联合	1	<u>-0.3367</u>	--	-0.5454	--
	中诚信	2	-0.1761	0.176	0.6028	0.0511
	大公	3	-0.3151	0.331	0.6692	0.3362
	新世纪	1	-0.1239	--	-0.1309	--

数据来源：中国债券信息网，联合资信整理

注：“09中普天CP01”由联合资信和中诚信双评级，级别均为AA-，各算一期。

从表 15 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 AAA 和 AA+ 主体信用级别上，联合资信利差 I 和利差 II 的方差均最小，投资者对联合资信出具的以上二类信用级别认可度最高；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 A+ 和 AA 级别上，投资者对以上三家评级机构出具的评级结果并未表现出明显的认知一致性，市场反应缺乏规律。联合资信认为，受资金环境变化和市场自我修正的双重影响，本季度各信用级别主体所发短券利差尚不能表现出明显的差异，以利差为依据对各信用评级机构评级质量的检验说服力较弱。