

2011 年第一季度短期融资券市场 利差分析报告



2011 年第一季度短期融资券市场利差分析报告

报告编号: 20110414

时间: 2011 年 4 月 14 日

分析师:

孙恒志

甘铭山

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 年第一季度, 中国经济保持平稳增长, 通胀预期仍然强烈。央行货币政策开始转向稳健, 并综合应用存款准备金率和基准利率调整等政策工具控制流动性和抑制通胀压力。银行间资金市场呈现阶段性紧张, 信用债产品供应增加, 债券市场收益率震荡走高。

本季度共有 139 家企业累计发行短券 152 期 (信用债 148 期, 担保债 4 期), 合计发行 1706.40 亿元, 短券发行家数和规模同比均大幅增长。受民营企业发行主体数量大幅增加, 以及超级短期融资券对大额短券发行的分流影响, 本季度平均单笔发行规模同比下降。

受银行间市场资金面影响, 短券发行利率整体呈现前升后降趋势, 与此同时, 利差基准利率 SHIBOR 在低点脉冲上行后变化相对平稳, 短券利差持续收窄, 其中 AAA 级和 AA+ 级主体所发短券在 3 月份负利差现象明显。通过回归分析和显著性检验, 联合资信发现, 除因发行时间分布不均或样本规模较小导致部分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明显分化, 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、二级市场交易利差波动较大, 一二级市场利差倒挂现象主要集中于资金面较为紧张的 1 月份。2 月中下旬起, 机构配置资金需求旺盛, 一、二级市场套利空间有所扩大。

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。由于获得相同评级水平的各受评主体短券发行时点分布不均, 利差收窄导致不同评级机构对于相同主体级别短券利差均值趋同, 但标准差波动性较大, 从而使得投资者对于各评级机构的评级结果认可度未表现出明显的一致性。

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 1 月 1 日~2011 年 3 月 31 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

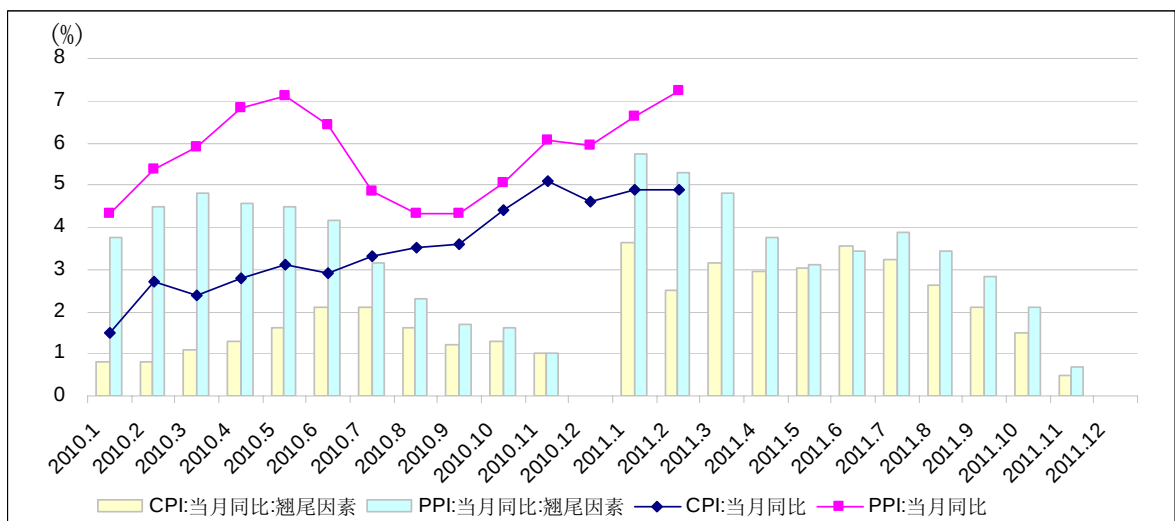
2011 年第一季度，中国经济保持平稳增长，上半年通胀预期仍然强烈，央行货币政策开始转向稳健，并综合应用利率、存款准备金率等政策工具控制货币供应量，银行间资金市场阶段性紧张，债券市场收益率高位震荡。

基本面——宏观经济保持平稳增长，中长期通货膨胀压力依然较大。

2011 年 1~2 月，中国规模以上工业增加值累计同比增长 14.10%，分月度来看，2 月同比增长 14.90%，较 2010 年同期加快 2.1 个百分点，延续第四季度以来的稳步上升势头；分行业来看，煤炭、黑色金属及非金属采选业，机械设备制造业景气度较高。2011 年 1~2 月，规模以上工业企业分别实现主营业务收入和利润总额 10.70 万亿元和 0.65 万亿元，分别同比增长 31.00%和 34.30%。

“十二五”规划提出 GDP 增长目标为年均 7%，与居民收入增长目标相同，反映了国家在经济增长与改善民生方面取得平衡的决心。从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资保持平稳较快增长趋势，但增速有所回落。对外贸易在经济结构调整完成前仍难提高对 GDP 贡献程度。2011 年 1~2 月，固定资产投资累计值为 1.74 万亿元，同比增长 24.90%，较 2010 年同期降低 1.70 个百分点，累计同比增速自 2010 年下半年以来保持稳定态势，其中房地产固定资产投资完成 4250.37 亿元，同比增长 35.20%，较 2010 年同期增速快 4.2 个百分点，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；制造业固定资产投资累计 5851.98 亿元，累计同比增长 29.90%，较上年同期快 6.3 个百分点，延续 2010 年下半年以来的上升趋势。对外贸易方面，2011 年 1~2 月，进出口金额累计同比增长 28.27%，较 2010 年同期下降 16.64 个百分点，其中进口金额同比增长高于出口，春节因素造成 2 月份出现 73 亿美元的逆差。进口产品主要为资源产品、高新技术及装备制造业产品，但国内经济结构调整、国外贸易壁垒增多背景下贸易顺差对 GDP 贡献度仍处于低位。国内消费市场保持平稳增长趋势，但增速有所回落，2011 年 1~2 月，社会消费品零售总额为 2.90 万亿元，同比增长 15.80%，较 2010 年同期回落 2.1 个百分点。城乡消费增速差距缩小至 0.5 个百分点，较 2010 年同期降低 2.4 个百分点。

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

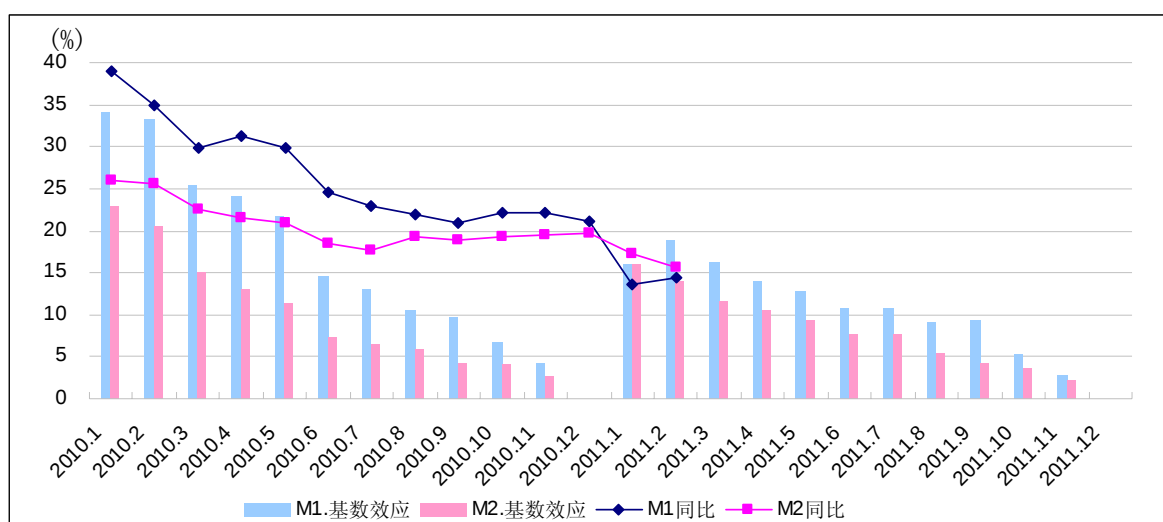
2011 年国家统计局小幅调低了 CPI 指数中食品类权重并同时调高居住类权重，对 CPI 有小幅拉低作用，1 月份 CPI 价格指数为 4.90%，食品类价格增长压力仍较大。2 月下旬起，中东北非地区发生政治动荡，原油价格大幅飙升，截至目前国内已两次上调汽柴油价格，中长期通胀压力将长期存在。除新涨价因素外，7 月份以前 CPI 翘尾因素维持在 3% 左右，2011 年上半年 CPI 价格指数或将维持高位运行趋势。以原油价格为代表的商品价格走高将不断在生产环节体现，1~2 月 PPI 指数分别为 6.60% 和 7.20%，延续了 2010 年四季度以来的上涨趋势。

政策面——央行实施稳健的货币政策，货币供应量增长继续向常态回归。

货币政策方面，2011 年央行将实施稳健的货币政策，2011 年央行工作会议提出主要工作任务为：保持价格总水平基本稳定，支持经济发展方式转变和经济结构战略性调整，推动金融改革，加快金融创新，即：“稳物价、促转变、防风险和推改革”。央行把稳定价格总水平放在金融宏观调控更加突出的位置。央行工作会议未披露具体的货币供应量及信贷增长目标，但央行货币政策由“适度宽松”转为“稳健”意味着以 M2 为主的货币供应总量及信贷增长将低于适度宽松时期，降至以往稳健货币政策阶段的常态水平（M2 增速 16% 左右）。由于直接融资比例增加，商业银行表外业务对贷款的替代作用加大，央行将更加重视社会融资总量的合理适度增长，综合应用利率、存款准备金率和公开市场操作等价格和数量工具，把握流动性总闸门。

央行分别于 2011 年 1 月 20 日、2 月 24 日和 3 月 25 日三次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 20% 的高位。2011 年 2 月 9 日和 4 月 6 日央行上调金融机构一年期存贷款基准利率各 25 个基点，自 2010 年 10 月以来已累计提高 4 次共 100 个基点。3 月份央行提高 3 个月期及 1 年期央票发行利率并多次开展正回购操作，公开市场操作回收流动性重新生效。央行全面使用数量型与价格型货币政策工具以应对银行间市场资金充裕局面。

图 2 2010 年~2011 年 2 月 M1、M2 同比增速变动情况



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

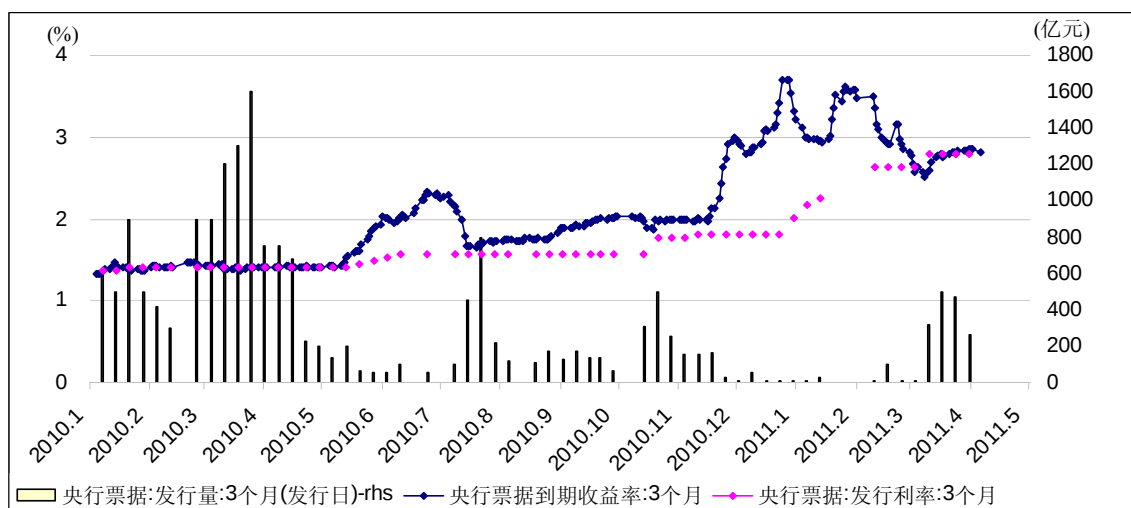
截至 2011 年 2 月末，广义货币供应量（M2）73.61 万亿元，同比增长 15.70%，比上年末低 4.02 个百分点；狭义货币供应量（M1）25.91 万亿元，同比增长 14.50%，比上年末低 6.69 个百分点。M2 同比增速重回下降趋势，M1 同比增速已低于 M2 增速，但 2011 年全年 M1 同比增速仍受

基数效应影响较大。从信贷数量来看，2011 年 1~2 月，金融机构新增人民币贷款 1.58 万亿元，其中 1 月和 2 月分别新增人民币贷款 1.04 万亿元和 5356 亿元，分别同比少增 3182 亿元和 1919 亿元。

2011 年第一季度，人民币兑美元的稳步升值客观上仍是外汇占款增长的主要原因，2011 年 1 月新增外汇占款达 5016.48 亿元，环比增长 24.39%，远高于 1 月贸易顺差 64.5 亿美元和 FDI100.3 亿美元之和，仅低于 2010 年 10 月份 5190 亿元水平，2 月新增外汇占款 2145.23 亿元，环比下降 57%，但 2 月贸易逆差为 73 亿美元。截至 2011 年 2 月末，外汇占款余额达 23.30 万亿元。外汇占款增加使基础货币被动增长，2009 年与 2010 年新增外汇占款在 M2 中的比重分别为 18.27%和 28.27%，自 2010 年 6 月央行重启汇改至 2011 年 2 月底，累计新增外汇占款在 M2 中的比重为 38.73%，呈稳步上升趋势。2011 年人民币升值预期引起的外汇占款增长将对央行货币供应量控制有效性构成一定挑战。

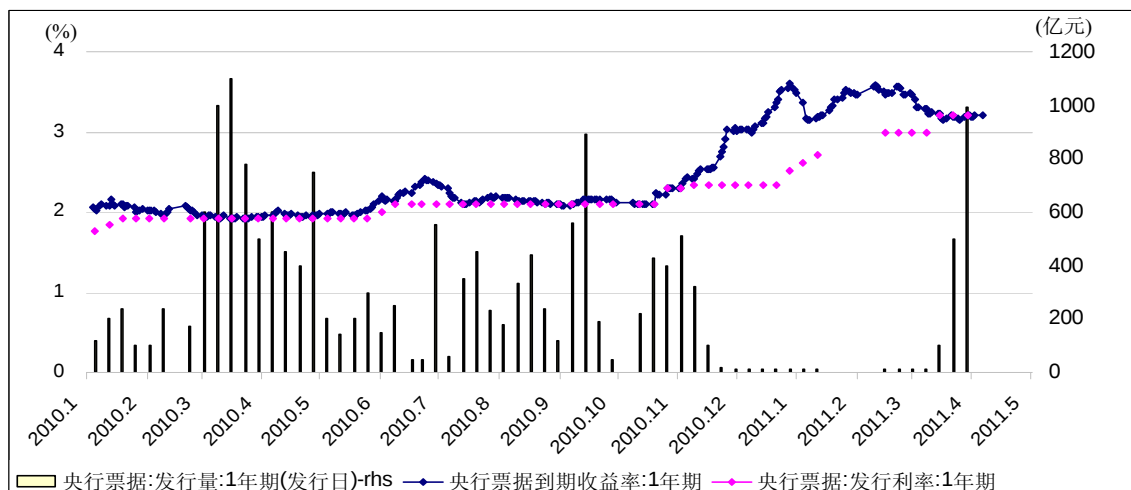
资金面——短期资金面阶段性紧张，整体资金面仍显宽裕。

图 3 2010 年-2011 年 3 月 3 个月期央行票据发行情况及到期收益率变化



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

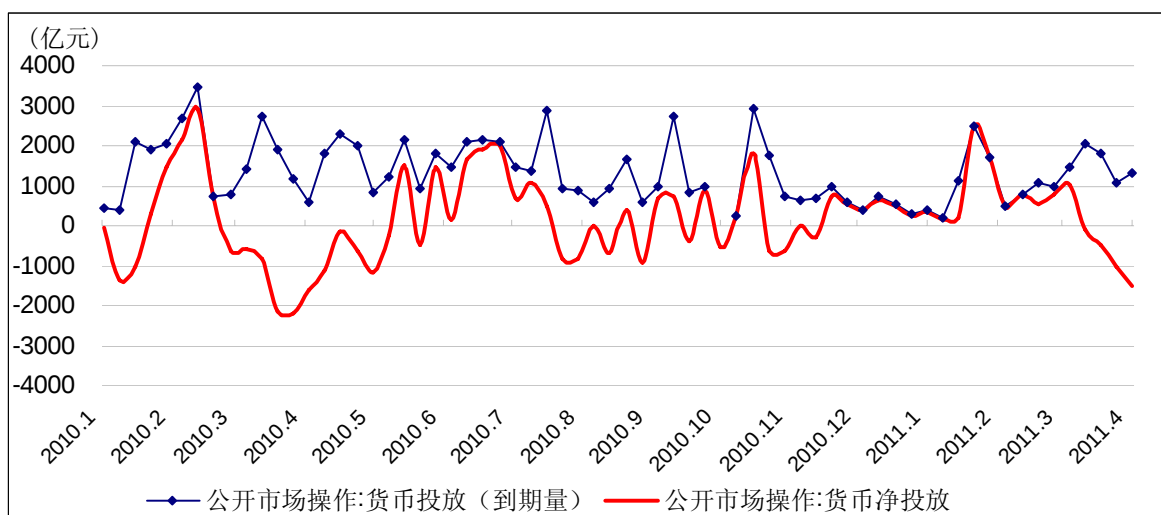
图 4 2010 年-2011 年 3 月 1 年期央行票据发行情况及到期收益率变化



资料来源：wind 资讯、联合资信整理

从银行间市场资金面来看，2011 年 1 月初，银行间市场利率水平（以 7 天银行间同业拆借加权平均利率 R007 为代表）快速回落，1 月份前三周，银行间资金面保持宽松局面，受央行提高存款准备金率以及春节前提取现金需求增长因素影响，1 月下旬利率水平快速攀升并持续维持高位，央行连续两周暂停央票发行，并开展逆回购操作，春节前两周向市场投放超过 4000 亿以缓解市场资金短缺。2 月 18 日晚央行宣布 2 月 24 日起继续提高金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，2 月 21 日至 2 月 24 日，银行间市场利率水平跳升至 6% 以上，2 月 24 日以后逐步下降至低位运行。3 月份公开市场到期资金量规模较大，央行连续多次展开 91 天正回购操作，3 月中旬，3 个月和 1 年期央票发行利率提高至 2.7944% 和 3.1992%，央票一二级市场利率倒挂得到有效缓解，1 年期央票发行量摆脱持续 2 个月以来的地量发行状态并逐步加大（3 月 22 日和 3 月 29 日分别发行 500 亿元和 990 亿元），公开市场操作力度加大也使 2011 年 3 月份央行实现货币净回笼。3 月份银行间市场资金面总体仍显宽裕，利率水平波动范围降低。

图 5 2010 年~2011 年 3 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

图 6 2010 年~2011 年 3 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——总体发行规模同比下滑，但信用产品供应增加；债券市场收益率震荡走高

2011 年第一季度债券市场主要债券品种发行规模合计 18290.03 亿元，同比减少 22.52%，主要是央行票据发行量大幅减少。国债发行计划调整导致一季度发行量增长较快；信用产品中中期票据发行规模增速迅猛、短期融资券平稳增长；超短期融资券自 2010 年第四季度推出以来，亦呈现环比快速增长的势头。

利率产品：财政部披露 2011 年财政预算赤字 7000 亿元，较 2010 年下降 1500 亿元左右，根据中债网披露的关键期限国债发行计划，2011 年国债发行规模基本与 2010 年持平，但各季度发行计划调整为 8、8、9、6，调高一季度调减四季度发行规模。一季度国债发行规模 2660 亿元，同比增长 47.78%。由于央票一二级市场利率倒挂一直持续到 3 月中旬，央行票据持续地量发行（春节前后两周暂停央票发行），一季度央票发行量为 3370 亿元，同比大幅下降 76.38%。三、四月份央票到期量较大，一季度末开始呈现净回笼状态。

信用产品：在国家增加直接融资比重，控制信贷投放以及加息预期持续的背景下，信用产品发行总量保持上升趋势，2011 年第一季度非金融企业债务融资工具发行量为 5966.93 亿元，同比增长 55.92%，其中短期融资券、中期票据分别发行 1922.40 亿元和 1841.70 亿元，分别同比增长 18.60%和 60.29%。超短期融资券 5 家发行主体发行 12 期共 910 亿元，增长显著。一季度企业债发行 815.78 亿元，同比有所下降，但 3 月份发行量达 339.88 亿元，主要来自城投债发行量的上升。

表 1 2011 年第一季度主要债券产品发行情况

债券品种	2010 年第一季度		2011 年第一季度		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：	1800.00	7.62	2660.00	14.54	47.78
国债	1800.00	7.62	2660.00	14.54	47.78
代发地方政府债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
央行票据	14270.00	60.45	3370.00	18.43	-76.38
金融债（含中央汇金债）	3710.30	15.72	6293.10	34.41	69.61
非金融企业债务融资工具	3826.80	16.21	5966.93	32.62	55.92
超短期融资券	0.00	0.00	910.00	4.98	--
短期融资券	1620.90	6.87	1922.40	10.51	18.60
中期票据	1149.00	4.87	1841.70	10.07	60.29
企业债	907.00	3.84	815.78	4.46	-10.06
公司债	144.00	0.61	165.00	0.90	14.58
可转债	0.00	0.00	295.20	1.61	--
集合票据	5.90	0.02	16.85	0.09	185.59
外国债券	0.00	0.00	0.00	0.00	--
合计	23607.10	100.00	18290.03	100.00	-22.52

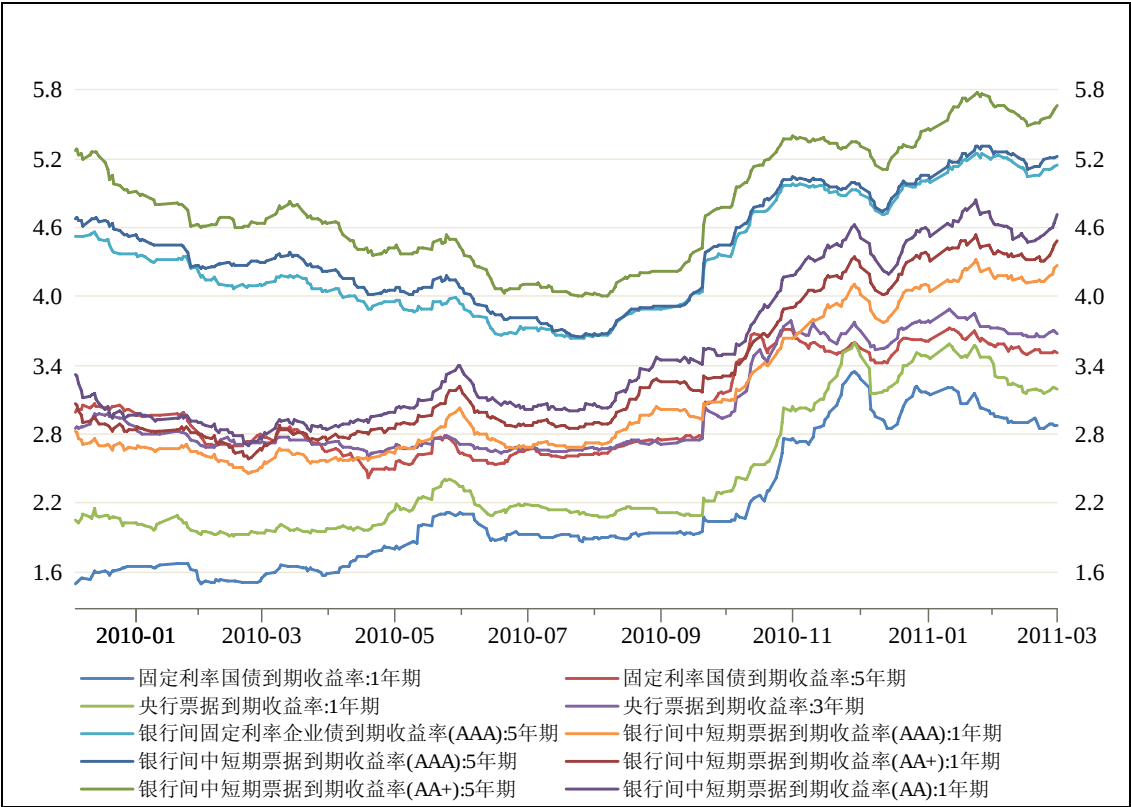
资料来源：中国债券信息网、联合资信整理

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，2011 年第一季度债券市场收益率整体呈现震荡走高趋势。年初，随着市场资金面缓解，债券市场各品种收益率大幅下降，但随着央行提高存款准备金率及春节因素，银行间市场短期资金较为短缺，短期品种收益率走势呈陡峭化并持续至 2 月中旬，在春节后资金回笼及央行公开市场持续净投放影响下，短期利率品种（1 年期固定利率国债、1 年期央行票据）收益率开始逐步走低，但短期信用品种收益率（1 年期银行间中短期票据到期收益率）下降幅

度略小，3月底第三次存款准备金率上调使短期信用品种收益率再度呈陡峭化趋势。中长期债券品种收益率1月上旬有所下滑后重新走高，反映市场对通胀预期、央行加息预期依然强烈，但总体上随着央行维持对市场净投放以及3月份公开市场到期资金量较大，3月份上半，市场中长期资金仍较为宽松，中长期债券品种收益率也因此有所下滑，3月中下旬央行上调存款准备金率并开始净回笼，中长期信用产品发行量扩大使其收益率水平呈小幅上行趋势。

图7 2010~2011年3月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

短券发行家数和规模均大幅增长，但平均单笔发行规模继续下降；AA-及以上主体信用等级进一步集中；

从2005年5月至2011年3月底，银行间市场累计发行短券1710期，实际发行规模25091.90亿元，发行情况见表2。截至2011年3月底，短券市场存量3496.45亿元。

表2 短券发行基本情况

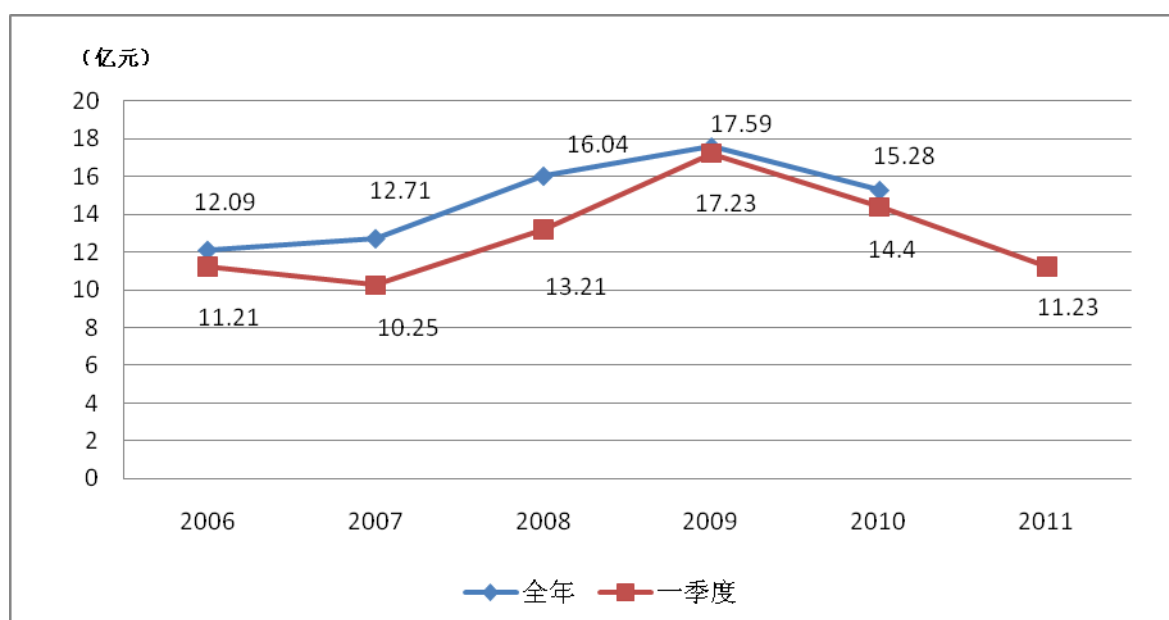
项 目	2007 年		2008 年		2009 年		2010 年		2011 年 第一季度	同比 增长
	一季度	全年 占比	一季度	全年 占比	一季度	全年 占比	一季度	全年 占比		
发行规模（亿元）	604.90	18.02%	1109.90	25.82%	965.00	20.86%	1410.90	20.85%	1706.40	20.94%
发行期数（期）	59	22.35%	84	31.34%	56	21.29%	102	23.02%	152	49.02%
发行家数（家）	56	25.93%	76	35.51%	51	24.40%	98	29.17%	139	41.84%

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度共有 139 家企业累计发行短券 152 期(纯信用债 148 期,有担保债 4 期),合计发行 1706.40 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 20.94%、49.02%和 41.84%。

从平均单笔发行规模看,2011 年第一季度发行的短券平均单笔规模同比有较大幅度的下降,仅为 11.23 亿元,同比减少 22.01%。从发展趋势看,短期融资券自 2009 年以来平均发行规模呈逐年下降趋势,联合资信认为主要有以下三点原因:首先,近年来随着银行间市场的不断发展,短期融资券逐步被市场参与者熟悉,考虑到资金偿还以及使用效率等因素,发行方从单笔大额的发行方式,转而向小额多笔滚动发行的方式转变;其次,随着民营企业的发展,短券发行主体中民营企业日益增加,其发行规模普遍小于国有大型企业;第三,随着超级短期融资券的引入,部分原有的大额短券发行主体(主要为中石油、中石化、铁道部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。

图 8 短期融资券平均单笔发行规模



资料来源: 中国债券信息网, 联合资信整理

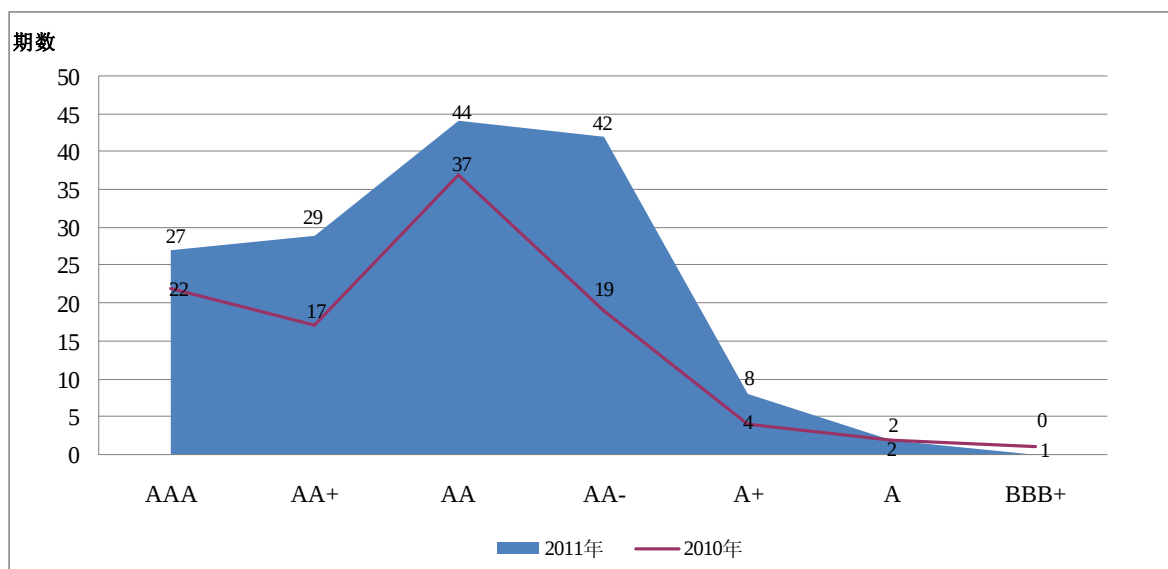
表 3 短券主体信用等级发行规模统计

	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 第一季度	2010 年 第一季度	2011 年 第一季度	2010 年 第一季度	2011 年 第一季度	2010 年 第一季度
AAA	855.00	738.00	31.67	33.55	100	200
AA+	300.50	220.00	10.36	12.94	40	30
AA	303.00	330.00	6.89	8.92	25	25
AA-	223.50	103.00	5.32	5.42	15	10
A+	23.00	16.00	2.88	4.00	4	5
A	1.40	3.20	0.70	1.60	1	3
BBB+	-	0.70	-	0.70	-	1
合计	1706.40	1410.20	-	-	-	-

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 140 期，占 92.11%；发行期限在 1 年以下的 12 期，占 7.89%。从发行方式来看，由于现阶段短券发行利率处于加息预期上行通道，本季度出现 8 期付息式浮动利率的债券，占本期发行总期数的 5.26%；采用单利（固定利率）发行的 144 期，占 94.74%。未来加息预期依然强烈，预计浮动利率债券的发行将随之增多。

图 9 2011 年第一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

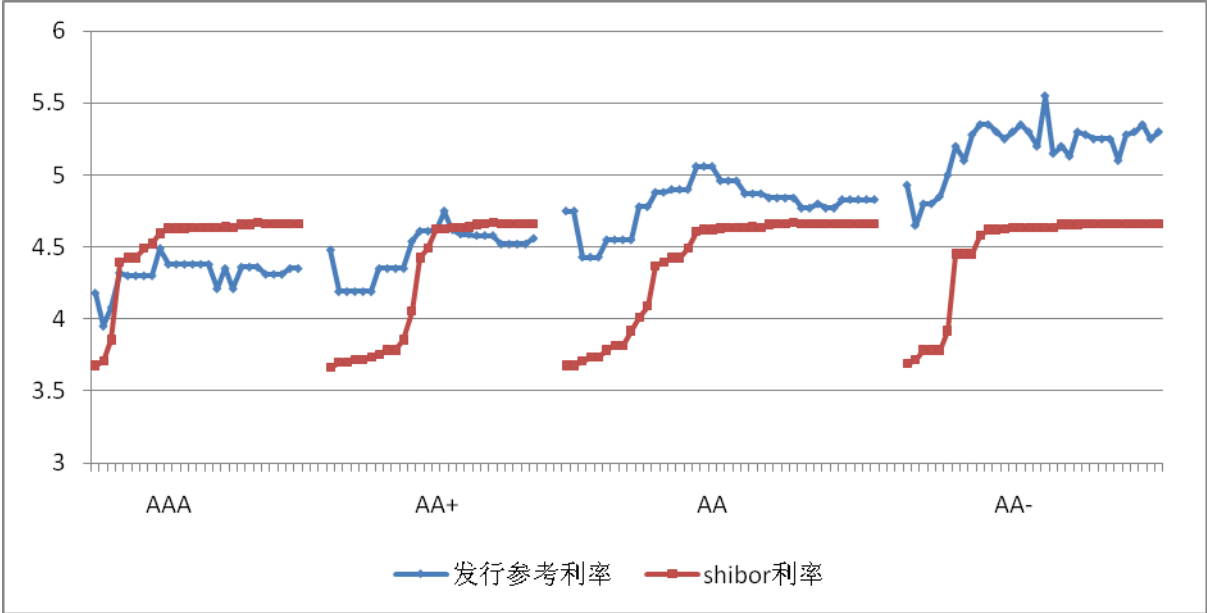
从图 9 可知，本季度短券主体信用等级继续向 AA-级以上（含 AA-）高信用等级集中。本季度 139 家企业累计发行的 152 期短券中，主体信用等级在 AA-级以上（含 AA-）的发行主体共发行 142 期，占总发行期数的 93.42%；主体信用等级在 A+级以下（含 A+）的企业共发行短券 10 期，占总发行期数的 6.58%。与 2010 年第一季度相比，本季度各个信用等级发行的期数均高于上年同期。

发行利率前升后降，阶段性紧张的资金面对 AA 以下的主体级别利率影响明显

本季度短券发行利率呈现震荡上升走势。具体来看，1 月初，银行间资金面保持宽松局面，短券发行利率略有下降，随后，受准备金缴款和春节临近以及通胀预期较强等因素的影响，银行间资金紧张程度加剧，发行利率曲线陡峭化上移。春节后，大量资金陆续回流至银行体系，货币市场资金紧张的态势有所缓解，同时受严格信贷控制的影响，信贷规模迅速回落，机构配置资金需求变得较为旺盛，银行间资金面由紧张逐步宽松，从而带动了短券发行利率下行。3 月末，受季末因素影响，短券发行利率又再出现小幅上升趋势。

从不同级别主体的短券发行利率看，随着主体信用等级的提高，其短券发行利率波动逐级减小。由上图可以看出，主体信用等级相对较低的 AA-企业，其发行利率在银行间市场资金面紧张时期上行更为陡峭且波动较为剧烈；主体信用等级为 AAA 的企业所发行的短券利率走势较为平缓，且在本季度的大部分时间低于 Shibor 利率。

图 10 2011 年第一季度主要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，联合资信整理
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 19 期；A+和 A 级别样本量较少，故未统计在内。

民营企业发行短券的主体家数大幅增加，国有企业仍是短券最大的发行群体

2011 年一季度短券发行主体共计 139 家，按照所有制性质划分，国有企业 105 家，占 75.54%；民营企业合计 33 家，占 23.74%；外资控股的合资企业 1 家，占 0.72%。发行短券的民营企业家数占比与上年同期（为 6.12%）相比有较大幅度的提高，但是国有企业仍是目前短券的最大发行群体。

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 年第一季度发行主体合计 139 家，华东、华北和华南三地区发债主体合计 95 家，占同期发债主体总家数的 68.35%；与上年同期相比，西南和华南地区发行家数大幅增加，分别增加了 11 家和 12 家。

表 4 2011 年第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	25	北京市	17	68.00
华东	江苏省、浙江省、安徽省、福建省、江西省、山东省、上海市	55	江苏、浙江和上海市	36	65.45
西南	重庆市、四川省、贵州省、云南省、西藏自治区	17	四川省	6	35.29
华中	河南省、湖北省、湖南省	12	湖北省	5	41.67
华南	广东省、海南省、广西壮族自治区	24	广东省	17	70.83
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	8	新疆	4	50.00
东北	辽宁省、吉林省、黑龙江省	11	辽宁省	5	45.45

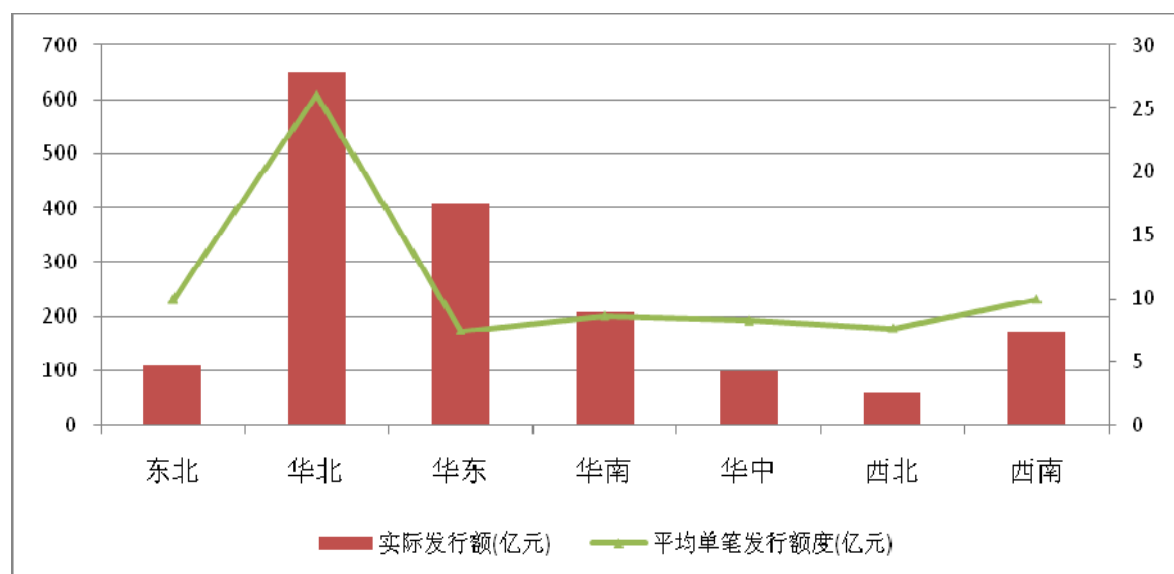
资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

从各地区所辖的重点省、直辖市发债集中度来看，较上年同期有所分散。具体看，华北重点发行地区仍主要集中在北京市，发行家数合计 17 家，占到本季度发行总家数的 12.23%，较上年同期占比有所下降。而另一重点发行区域华东地区，浙江省发行家数增长迅速，本季度共计发行 14

家，超过了江苏省和上海市。各地区重点发债省、直辖市详见表 4。

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 652 亿元和 409 亿元，远高于其他地区，分别相当于当期发行总额的 38.21%和 24.00%。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 26.08 亿元，远高于其他地区。而华东和华南两个地区的平均单笔发行规模分别为 7.45 亿元和 8.62 亿元。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。经过深入分析，联合资信注意到，本季度发行主体中，北京地区信用等级为 AAA 的共计 11 家，占全部信用等级为 AAA 的发行主体的 40.74%。与华北地区大型国有企业集中不同，华东和华南是国内中小企业集中的地区，此类企业在单笔发行规模上与国有大型企业还存在一定差距。

图 11 2011 年第一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、中行、工行三家银行短券发行市场的地位优势显著

2011 年第一季度参与短券发行的主承销商共计 22 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 379 亿元；承销额度超过 100 亿元的银行包括建设银行、中国银行、工商银行、光大银行、招商银行、兴业银行和中信银行，共计 7 家，其余银行承销额度均 100 亿元，其中唯一的一家证券机构中金公司承销额度最小，为 7.5 亿元。

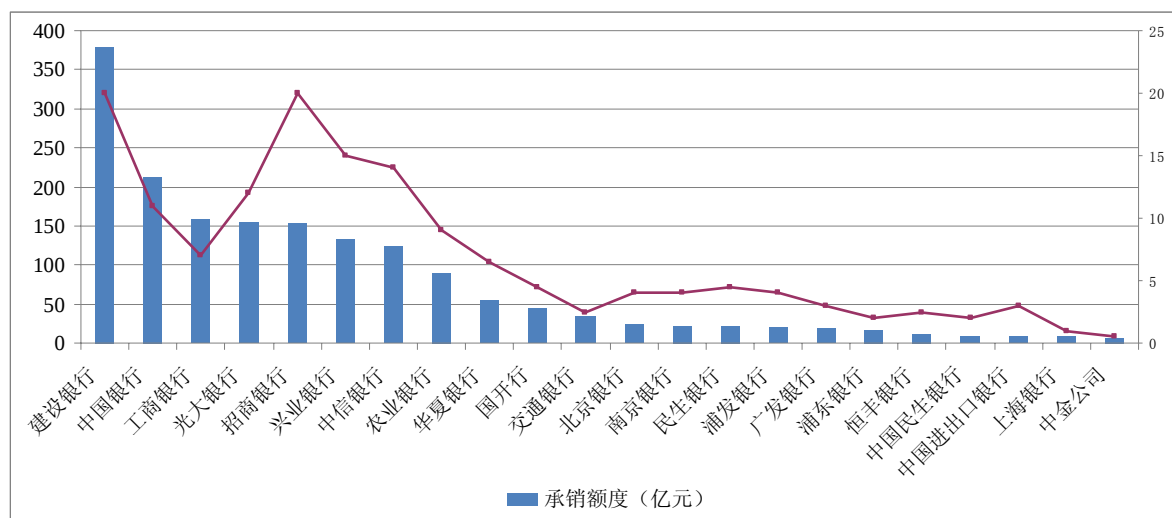
本季度发行额度超过 50 亿元(含 50 亿元)的债券共 6 期，分别为：100 亿元“11 电信集 CP01”，60 亿元的“11 华电 CP01”，60 亿元的“11 武钢 CP01”，54 亿元的“11 神华 CP01”，52 亿元的“11 中南方 CP01”，以及 50 亿元的“11 华能 CP01”，合计发行额度达 376 亿元，占 2011 年一季度发行总额度的 22.03%，以上 6 期债券中建设银行承销 3 期，光大银行承销 2 期，而最大的一笔由中国银行承销。

按照承销期数统计，建设银行和招商银行同为 20 期，并列榜首；兴业银行为 15 期、中信银行 14 期、光大银行为 12 期、中国银行为 11 期，位列 3~6 位；其余各家银行承销均在 10 期以下，其中中金公司仅为 0.5 期，承销期数相对较小。

总体看，工、农、中、建四大国有银行，仅农业银行承销额度低于 100 亿元，而其他三家银行位居一季度短券总承销额度的前三名。从承销期数上看，股份制商业银行承销的期数排名较为

靠前，招商银行的承销期数与建设银行持平。

图 12 2011 年第一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

三、 短券利差分析

2011 年第一季度短券发行期数为 152 期，其中附息式浮动利率的短券 8 期，发行期限小于 1 年的短券 12 期，有担保的短券 4 期（含 1 期发行期限小于 1 年）。以下利差分析主要采用剔除上述特殊样本后的 129 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，2011 年央行通过上调存款准备金率和存贷款利率等方式收缩流动性，导致年初以来一年期 SHIBOR 逐步抬升，1 月份自月初的 3.64% 上涨至月底的 4.08%；2 月 9 日央行宣布加息后，一年期 SHIBOR 上升尤为明显，2 月上旬为 4.28%，较 1 月底上涨 20BP。2 月中下旬，一年期 SHIBOR 利率继续温和攀升；3 月份，由于整体流动性水平处于低位小幅回升态势中，1 年期 SHIBOR 利率呈现稳定持平走势，3 月末为 4.66%。

从短券发行利率来看，本季度短券发行利率先升后降，呈现震荡上行趋势，与 SHIBOR 利率走势大体上保持一致。但由于发行利率对银行间资金面变化更为敏感，因此波动较为剧烈。从短券交易利率走势来看，交易市场市场化程度相对更高，对银行间资金面变化更为敏感，各主体信用等级主体短券交易利率走势与发行利率基本保持一致，但上涨或下降幅度较发行利率更为明显。

从检验结果来看，本季度样本量较大的 AA- 以上信用等级主体短券发行利率、首日交易利率与同期 SHIBOR 利率均高度正相关（相关系数均大于 0.99），与 2010 年相比（分级别相关系数在 0.88~0.93 之间）相关系数明显提高；其它信用级别发行主体由于样本量较小不具备检验条件。

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。

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	Enter	0.999	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.999	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA+	发行利率		0.997	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.996	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA	发行利率		0.998	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.997	0.000
	交易日 shibor 利率			
AA-	发行利率		0.999	0.000
	发行日 shibor 利率			
	交易利率		0.999	0.000
	交易日 shibor 利率			

资料来源：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；资金面呈现前紧后松，AAA 级和 AA+级主体所发短券在 3 月份负利差现象明显

本季度，银行间市场资金面前紧后松，短券发行利率和交易利率大体上呈现先升后降趋势，由于利差基准利率 SHIBOR 在低点脉冲上行后变化相对平稳，从而导致利差持续收窄。

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，主要表现在 AAA 与 AA+、AA-与 A+两组级别上。本季度 AAA 与 AA+利差 I 和利差 II 的级差分别为 40BP 和 38BP，高于 AA+与 AA 这组级别；同时 AA-与 A+之间的级差，不管是利差 I 还是利差 II，其级差均高于其上等级之间的级差。③本季度 AAA 级和 AA+级主体所发短券利差均出现负值，主要集中于 3 月份。其中，AAA 级主体短券本身利差空间较小，且本季度集中在资金较为充裕的中后期发行，合计发行的 27 期中负利差样本占到 24 期，导致利差 I 和利差 II 均值为负。

本季度 AAA 和 AA+主体所发短券出现负利差的主要原因在于：一方面，受资金面影响，本季度 AAA 和 AA+级短券发行利率呈先升后降趋势，而一年期 SHIBOR 在低点脉冲上行后变化相

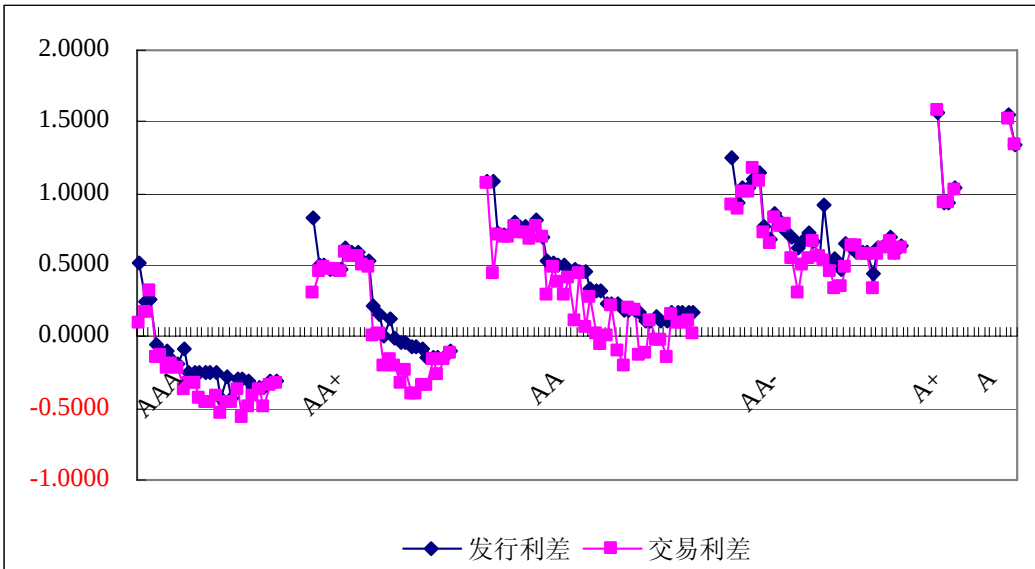
对平稳，从而出现负利差现象；另一方面，债券投资者偏好安全性很高的主体所发短券，同时受信贷规模控制影响，银行间市场对其需求很大，流动性很强，从而导致利差Ⅱ负值绝对额更大。

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	3.95~4.49	4.31	-19	--	22	-31	--	22
AA ⁺	4.19~4.75	4.47	22	40	32	8	38	37
AA	4.43~5.06	4.80	42	21	28	28	21	33
AA ⁻	4.65~5.55	5.19	73	31	20	65	37	22
A ⁺	5.28~5.70	5.55	112	39	30	112	47	30
A	6.00~6.10	6.05	144	32	15	143	31	13

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 13 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+、A+和 AA-，A 和 A+三组级别利差Ⅰ和利差Ⅱ未通过显著性检验，主要原因在于：①主体级别为 A+和 A 的主体样本数均不多（剔除附息式浮动利率样本，分别为 4 家和 2 家），A+和 AA-，A 和 A+两组级别检验结果不具统计意义。②AA+和 AA 级主体所发短券利差的差异缩小，利差水平差异不显著。一方面是由于发行时间不均匀，AA 级主体短券大部分集中于发行利率下行的 2 月中下旬及以后发行（2 月中下旬至 3 月末合计发行 28 期，占总发行期数的 71.79%），导致其平均利差相对较低；而 AA+级主体短券于 1 月份利率上升期间

合计发行 11 期，占总发行期数的 42.31%。另一方面，本季度 AA+ 主体所发短券中，3 月 2 日发行的“11 格力 CP01”发行利率出现异常，该期短券发行利率为 4.75%，接近本季度 AA 平均发行利率（4.80%），发行利差为 12BP，而 3 月 2 日前后 AA+ 发行利差均为负值。

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+	-0.4011 [*]	0.0000	-0.3847 [*]	0.0009
	AA	-0.6108 [*]	0.0000	-0.5905 [*]	0.0000
	AA-	-0.9170 [*]	0.0000	-0.9596 [*]	0.0000
	A+	-1.3074 [*]	0.0000	-1.4247 [*]	0.0000
	A	-1.6272 [*]	0.0000	-1.7340 [*]	0.0000
AA+	AAA	0.4011 [*]	0.0000	0.3847 [*]	0.0009
	AA	-0.2097	0.0804	-0.2058	0.1821
	AA-	-0.5160 [*]	0.0000	-0.5750 [*]	0.0000
	A+	-0.9063 [*]	0.0000	-1.0400 [*]	0.0000
	A	-1.2261 [*]	0.0000	-1.3493 [*]	0.0000
AA	AAA	0.6108 [*]	0.0000	0.5905 [*]	0.0000
	AA+	0.2097	0.0804	0.2058	0.1821
	AA-	-0.3062 [*]	0.0004	-0.3692 [*]	0.0001
	A+	-0.6966 [*]	0.0002	-0.8342 [*]	0.0001
	A	-1.0164 [*]	0.0001	-1.1436 [*]	0.0001
AA-	AAA	0.9170 [*]	0.0000	0.9596 [*]	0.0000
	AA+	0.5160 [*]	0.0000	0.5750 [*]	0.0000
	AA	0.3062 [*]	0.0004	0.3692 [*]	0.0001
	A+	-0.3904	0.1664	-0.4650	0.1191
	A	-0.7102 [*]	0.0199	-0.7744 [*]	0.0268
A+	AAA	1.3074 [*]	0.0000	1.4247 [*]	0.0000
	AA+	0.9063 [*]	0.0000	1.0400 [*]	0.0000
	AA	0.6966 [*]	0.0002	0.8342 [*]	0.0001
	AA-	0.3904	0.1664	0.4650	0.1191
	A	-0.3198	0.8471	-0.3094	0.9134
A	AAA	1.6272 [*]	0.0000	1.7340 [*]	0.0000
	AA+	1.2261 [*]	0.0000	1.3493 [*]	0.0000
	AA	1.0164 [*]	0.0001	1.1436 [*]	0.0001
	AA-	0.7102 [*]	0.0199	0.7744 [*]	0.0268
	A+	0.3198	0.8471	0.3094	0.9134

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

总体而言，本季度前紧后松的资金面状况使得短券利差与上年同期相比出现下降，其中高信用等级主体所发短券利差出现负值。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，剔除因发行时间分布不均匀或样本量较少因素导致部分相邻级别未能通过显著性检验，其他不同信用等级之间的利差均值表现出显著差异。

（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 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 亿元以上	37	4.39	1	37	-11	39
100~500 亿元	42	4.76	36	37	21	39
50~100 亿元	30	4.95	55	29	45	32
低于 50 亿元	20	5.24	82	40	76	47

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

表 9 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）
煤炭	4	4.43	4	32	-2	32
电力	13	4.51	16	32	-1	37
公用事业	8	4.57	27	49	20	51
高速公路	4	4.61	41	34	26	47
有色金属	4	4.63	6	37	-7	38
钢铁	10	4.64	27	45	12	52
港口	4	4.65	26	34	15	42
化工	9	4.74	42	43	35	46
家电	4	4.78	40	49	31	54
医药	3	4.79	46	54	27	65
机械设备	13	4.86	36	44	21	45
建筑	5	4.89	42	41	32	48
零售、物流、商贸	10	4.98	55	41	40	40
农业	4	5.04	61	67	54	80
纺织	5	5.04	76	29	68	16
信息技术	7	5.27	77	72	74	76
建材	3	5.33	72	25	55	21

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

本季度短券发行主体主要分布在电力、钢铁、机械设备、零售物流及商贸行业（见表 9）。从发行利率看，煤炭、电力、公用事业、高速公路等行业平均发行利率和利差相对较低；纺织、信息技术及建材行业平均发行利率和利差相对较高，主要原因是：本季度纺织、信息技术及建材行业发行主体大部分为民营企业，其主体级别集中于 AA-，总体发行利率和利差较高。

2、发行期限与利差分析

本部分分析涉及发行期限，因此仅剔除附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 140 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 129 期，占 92.14%；发行期限在 1 年以下的 11 期，占 7.86%，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 10 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	129	4.77	37	45	26	49
一年期以下	11	4.49	23	61	19	63

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 11 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 11 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	6	4.25	-22	26	-36	27
10~50 亿元	41	4.57	12	37	1	41
1~10 亿元	81	4.90	53	39	42	43
低于 1 亿元	1	6.10	155	--	152	--

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

4、企业性质与利差分析

本季度发行短券以国有企业为主，但民营和外资企业占比较 2010 年同期有很大幅度提高；从平均发行利率来看，民营和外资企业平均发行利率高于国有企业平均发行利率 48BP，利差 I 和利差 II 分别达到 45BP 和 49BP，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和外资企业。

表 12 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	97	4.65	26	41	14	44
民营/外资企业	32	5.13	71	39	63	43

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）

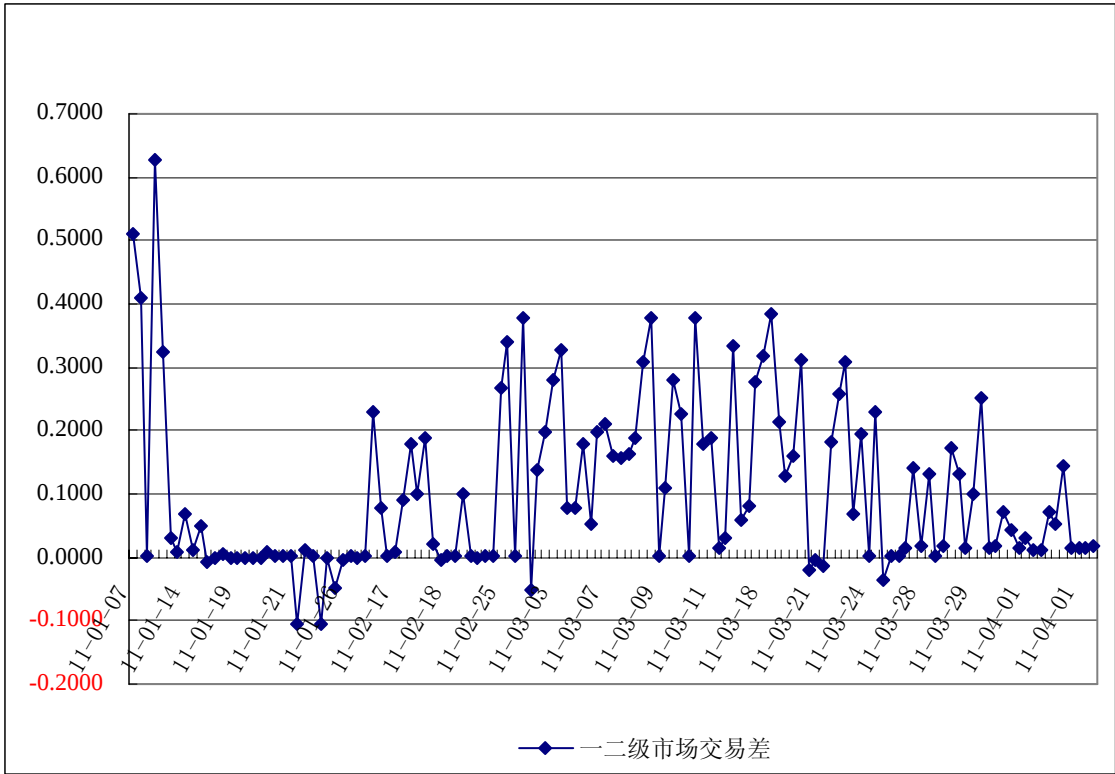
模型变量	方法	复相关系数 R	拟合优度系数 R Square	经调整后的拟合优度系数 Adjusted R Square	显著性检验 Sig.
发行利率 首日交易利率	enter	0.954	0.910	0.909	.000
利差 I 利差 II		0.965	0.930	0.930	.000

(1) 发行利率=0.576+0.899*首日交易利率

(2) 利差 I=0.142+0.890*利差 II

资料来源：中国债券信息网，联合资信整理

图 14 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

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较大：①1月初，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30BP以上，分别为“11海翼CP01”（51BP）、“11鞍钢CP01”（41BP）、“11粤物资CP01”（63BP）和“11恒逸CP01”（32BP）。②春节前，随着资金面趋紧，加之交易利率对资金面变化更为敏感，一、二级市场套利空间明显缩小，甚至在1月末出现利差倒挂现象。③2月中下旬开始，受信贷规模萎缩影响，机构配置的热情高涨，交易利率较发行利率走低趋势更为明显，套利空间又再拉大。

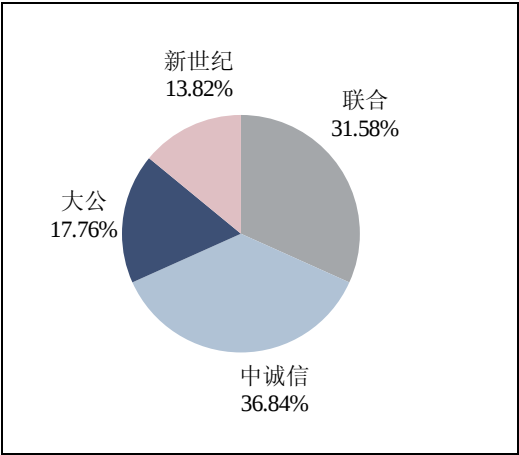
本季度一二级市场利率倒挂期数合计12期，占发行总期数（剔除后样本）的9.30%。分月度来看，1月份一二级市场利率倒挂期数合计6期，占全年倒挂期数的50%，倒挂利差均不超过-11BP。其中，“11东特钢CP01（主体级别AA-）”利差为-10BP、“11潞安CP01（主体级别AAA）”利差为-10BP，“11北部湾CP01（主体级别AA）”利差为-5BP；2月至3月底合计有6期短券出现倒挂，均为AA或AA-企业，倒挂利差均不超过-6BP，其中有3期为民营企业发行，主体级别均为AA-，分别为“11蓉希望CP01（-5BP）”、“11富通CP01（-1BP）”和“11英华CP01（-4BP）”。

五、 评级机构业务情况分析

1、评级机构市场份额

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152期短券评级报告，无双评级。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），大部分客户的主体级别在AA-及以上，占比分别为91.67%、92.86%、96.30%和93.42%。

图 15 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	7	16	2	2	27
AA+	8	9	5	7	29
AA	16	16	4	8	44
AA-	13	11	15	3	42
A+	3	4	1	0	8
A	1	0	0	1	2
合计	48	56	27	21	152
其中：AA-以上占比	91.67%	92.86%	96.30%	95.24%	93.42%

资料来源：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 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	联合	1	1.3327	--	1.3369	--
	新世纪	1	1.5501	--	1.5195	--
A+	联合	1	1.0382	--	1.0212	--
	中诚信	3	1.1494	0.3663	1.1514	0.3648
AA-	大公	11	0.7204	0.2117	0.6060	<u>0.1591</u>
	联合	11	0.7096	0.1965	0.6704	0.2375
	新世纪	3	<u>0.6087</u>	<u>0.1541</u>	<u>0.5353</u>	0.2246
	中诚信	7	0.8346	0.2173	0.7538	0.2680
AA	大公	4	<u>0.3172</u>	0.2564	<u>0.1776</u>	0.3511
	联合	14	0.4209	0.3211	0.2421	0.3161
	新世纪	8	0.4009	0.2996	0.2275	0.4134
	中诚信	13	0.4774	<u>0.2538</u>	0.3985	<u>0.2858</u>
AA+	大公	4	0.2414	0.4102	0.1542	0.4750
	联合	7	0.2468	0.3668	0.0562	0.3535
	新世纪	6	0.2411	<u>0.2789</u>	0.1544	<u>0.3484</u>
	中诚信	9	<u>0.1619</u>	0.3086	<u>0.0127</u>	0.4037
AAA	大公	2	-0.2965	<u>0.0139</u>	-0.4774	0.0148
	联合	7	-0.1659	0.2185	-0.2888	0.3035
	新世纪	2	<u>-0.1414</u>	0.0684	<u>-0.2195</u>	<u>0.0060</u>
	中诚信	15	-0.1863	0.2555	-0.3024	0.2043

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 和 A+级别的发行主体相对较少。其中在 AAA 的主体级别上，大公与新世纪样本量较少（均为 2 个），不具有统计意义。发行市场中，联合利差 I 均值和标准差均略低于中诚信，投资者对联合出具的信用级别认可度偏高。从交易市场看，投资者对于上述两家评级机构的评级结果认可度未表现明显的一致性；AA+主体级别上，中诚信的利差 I 和利差 II 均值最小，新世纪的利差 I 和利差 II 标准差最小；AA 主体级别上，大公的利差 I 和利差 II 均值最小，中诚信的利差 I 和利差 II 标准差最小，但大公在此级别样本量相对较少；AA-主体级别上，发行市场中新世纪的利差均值和标准差均最小，交易市场新世纪的利差均值最小，但由于其 AA-的样本仅有 3 个，检验结果可比性不强。

总体而言，本季度短券市场中，投资者对于各评级机构的评级结果认可度未表现明显的一致性，主要是由于：本季度利差基准利率 SHIBOR 在低点脉冲上行后变化相对平稳，而短券发行利率和交易利率对银行间资金面变化更为敏感，呈现前升后降的震荡趋势，导致短券利差持续收窄；另一方面，由于获得相同评级水平的各受评主体短券发行时点分布不均，利差收窄导致不同评级机构对于相同主体级别短券利差均值趋同，但标准差波动性较大。